

# 策略·业绩分析

证券研究报告

2020 年 05 月 06 日

## 增速与 ROE，哪个决定投资收益？——附 Q1 选股模型标的

### 1. 短期与中长期视角下，G 和 ROE 哪个决定投资收益？

通过 ROE 与增速交叉分组的涨幅规律发现：① ROE 水平越高，增速越高，相对收益越高。② ROE 水平较高，但增速中等，仍有不错的收益。③ ROE 水平较高，但增速为负，则较难获取相对收益。④ ROE 水平极低，即使增速再高，相对收益也有限。可见，高收益有两种可能：一是高增速+不太低的 ROE；二是中等增速+较高的 ROE。

上述规律，我们还可进一步从投资收益率的关系式来理解。

① 中短期视角：对于处于上升阶段的成长行业，在资本结构优化、效率及竞争力提升、并购重组等因素作用下，增速可以不受可持续增长约束。此时，高增速决定了高收益率，这种情形较多的存在于科技成长行业中。投资收益率的关系式：

收益率 = 利润涨幅 + 股息率（假定估值不变）

② 中长期视角：当行业进入稳定增长期，这时可假设公司的长期增长满足可持续增长假设，一般长期持续的增速水平相对较低，此时，投资收益率由 ROE 和分红比例决定：

收益率 = 利润涨幅 + 股息率 =  $ROE \times (1 - \text{分红比例}) + \text{分红比例} / PE$

因此，想获得高收益有两种情形：一是中短期爆发力强的成长型公司，此时 G 更重要。这个结论对应我们选股模型中对【景气】组合的参数设定。二是 ROE 稳定较高但增速相对较低的稳定型公司，此时 ROE 更重要。这个结论对应我们选股模型中对【价值】组合的参数设定。

另外，在选股模型中，我们很强调盈利能力的边际变化，盈利的边际变化本质影响的是盈利预期与估值提升的幅度。在 19Q3 的模型优化中，我们加入了“ $g > ROE \times (1 - d)$ ”，以强化对盈利持续性的判断。“ROE 与 ROE 变化率交叉分组”与“ROE 与增速交叉分组”的涨幅规律表现比较相似，原因在于较高的增速一般也意味着 ROE 的边际变化幅度较大。

### 2. ROE 选股的最新结果：景气、价值、分红三个组合（具体个股详见正文）

（1）**景气组合**：增速较高且趋势向上（短期爆发力）。该组合重点选择业绩趋势严格改善的公司，一般绝对增速水平较高，但公司未必是行业的绝对龙头。

（2）**价值组合**：ROE 较高且长期稳定（长期盈利能力）。组合重点选择业绩趋势相对平稳的公司，但凸显龙头属性。

（3）**高分红组合**：持续高分红且盈利较稳定（分红能力）。该组合重点选择业绩趋势相对平稳，且具备较高且稳定分红的公司。

截至 4 月 30 日，19Q3 景气、价值和分红三个选股组合的收益率分别为 32.9%、19.3% 和 2.4%，相比沪深 300 的超额收益率分别为 33.9%、20.3% 和 3.4%（持有期 2019/11/01 至 2020/04/30）。

另外，09Q1 至今的 33 期模型选股中，景气、价值和分红三个组合的年化收益率分别为 34.7%、30.3%、23.2%，年化超额收益率分别为 31.3%、26.9%、19.8%，胜率分别为 85%、82% 和 82%。

**风险提示：**宏观经济风险，国内外疫情不确定性，模型假设因素变化风险等。

#### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 联系人  
wuliyang@tfzq.com

#### 相关报告

1 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200420-20200424）-央行缩量续作 TMLF，北上资金流入放缓》  
2020-04-29

2 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200413-20200417）-北上回流，但科技 ETF 持续净赎回，全 A 成交仍低迷》  
2020-04-21

3 《投资策略：策略上周股市流动性评级为 C——一周资金面及市场情绪监控（20200406-20200410）-市场成交萎靡，隔夜利率有所反弹》  
2020-04-14



## 内容目录

1. 短期与中长期视角下，G 和 ROE 哪个决定投资收益？ .....	3
2. ROE 选股模型的最新结果：景气、价值、分红三个组合 .....	4
2.1. 景气组合：增速较高且趋势向上（短期爆发力） .....	6
2.2. 价值组合：ROE 较高且长期稳定（长期盈利能力） .....	8
2.3. 高分红组合：持续高分红且盈利较稳定（分红能力） .....	11

## 图表目录

图 1：ROE 与增速交叉分组的涨幅规律 .....	3
图 2：ROE 与 ROE 变化率交叉分组的涨幅规律 .....	4
图 3：2019Q3 三个组合收益率（2019/11/01 至 2020/04/30） .....	5
图 4：ROE 选股模型的操作简介（tf-strategy.com） .....	5
图 5：2009 年至今三个组合投资收益率 .....	6
图 6：20Q1 景气组合选股结果（13 支） .....	7
图 7：19Q4 景气组合选股结果（41 支，表中财务指标为 20Q1 数据） .....	7
图 8：景气组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30） .....	8
图 9：景气组合历史各期选股个数 .....	8
图 10：20Q1 价值组合选股结果（9 支） .....	9
图 11：19Q4 价值组合选股结果（45 支，表中财务指标为 20Q1 数据） .....	9
图 12：价值组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30） .....	10
图 13：价值组合历史各期选股个数 .....	10
图 14：20Q1 分红组合选股结果（6 支） .....	11
图 15：19Q4 分红组合选股结果（20 支，表中财务指标为 20Q1 数据） .....	11
图 16：分红组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30） .....	12
图 17：分红组合历史各期选股个数 .....	12

19Q3 景气、价值和分红三个选股组合的收益率分别为 32.9%、19.3%和 2.4%，相比沪深 300 的超额收益率分别为 33.9%、20.3%和 3.4%（持有期 2019/11/01 至 2020/04/30）。

本文进一步阐述，景气与价值、短期与中长期视角下，投资收益关注焦点的差异与逻辑。并更新 20Q1 景气、价值和分红三个组合的最新标的。

## 1. 短期与中长期视角下，G 和 ROE 哪个决定投资收益？

在《回购那些事儿（下）：A 股回购与估值体系的变迁》中，我们简单的讨论了增速  $g$  与 ROE 水平，哪个决定了投资回报率。通过 ROE 与增速交叉分组的涨幅规律，发现**投资高收益存在于两种情形：一是高增速+不过分低的 ROE（例如成长阶段的科技）；二是中等增速+较高的 ROE（例如格局稳定的传统行业龙头）。**

具体做法：将 ROE 分 10 组，第 1 组到第 10 组，ROE 依次由高到低。再将每组的扣非增速分为十档：>100%、50%~100%、30%~50%、20%~30%、10%~20%、0%~10%、-10%~0%、-20%~-10%、-50%~-20%、<-50%。最后，统计 2010 年-2019 年每组成份股涨幅的中位数，再取平均值。有几个直观结论：

- ① ROE 水平越高，增速越高，获取的相对收益越高。表中“1”部分，这是最理想的组合。
- ② ROE 水平较高，但增速中等（0-30%），仍可获取相对不错的收益。表中“2”部分。
- ③ ROE 水平较高，但增速为负，则也较难获取相对收益。表中“3”部分。
- ④ ROE 水平极低，即使增速再高，获取的相对收益也有限。表中“4”部分。

图 1：ROE 与增速交叉分组的涨幅规律

分组涨幅中位数 (2010-2019 年平均)		ROE 分 10 组，第 1 组到第 10 组，ROE 由高到低									
		第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 4 组	第 5 组	第 6 组	第 7 组	第 8 组	第 9 组	第 10 组
扣非增 速分 10 组	>100%	29.5	25.3	22.1	22.4	17.4	15.3	11.4	6.0	2.0	12.2
	50%~100%	32.8	23.4	18.0	17.9	11.6	8.9	5.2	0.8	2.3	-0.9
	30%~50%	24.2	19.7	14.7	12.4	12.6	8.7	6.0	8.3	3.1	3.0
	20%~30%	14.4	11.4	9.5	6.1	7.1	5.2	12.1	-0.5	-5.9	-1.6
	10%~20%	9.2	9.4	4.4	8.2	7.8	2.3	5.5	9.7	1.0	10.3
	0%~10%	7.7	3.5	4.7	3.5	-0.7	5.1	3.2	-2.5	-7.2	3.9
	-10%~0%	-0.8	-3.5	-3.1	0.0	3.9	3.9	-2.1	-0.8	0.4	4.4
	-20%~-10%	-3.8	-1.0	-6.9	-3.6	-3.1	-1.3	-1.4	1.5	5.9	0.3
	-50%~-20%	7.0	-3.5	-7.2	-6.9	-5.9	-7.4	-4.8	-4.7	-2.2	-2.4
	<-50%	6.0	8.5	4.5	-1.1	-7.7	-2.9	-4.1	-6.6	-8.0	-8.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

上述规律，我们还可进一步从投资收益率的关系式来理解。

① **中短期视角**：对于处于上升阶段的成长行业，在资本结构优化、效率及竞争力提升、并购重组等因素作用下，增速可以不受可持续增长约束。此时，高增速决定了高收益率，这种情形较多的存在于科技成长行业中。投资收益率的关系式：

**收益率 = 利润涨幅 + 股息率（假定估值不变）**

② **中长期视角**：当行业进入稳定增长期，这时可假设公司的长期增长满足可持续增长假设，一般长期持续的增速水平相对较低，此时，投资收益率由 ROE 和分红比例决定：

**收益率 = 利润涨幅 + 股息率 = ROE\*(1-分红比例)+ 分红比例/PE**

因此，想获得高收益有两种情形：

一是中短期爆发力强的成长型公司，此时  $G$  更重要。这个结论对应我们选股模型中对【景气】组合的参数设定，标的可能更多分布于上表中的“1”部分。

二是 ROE 稳定较高但增速相对较低的稳定型公司，此时 ROE 更重要。这个结论对应我们选股模型中对【价值】组合的参数设定，标的可能更多分布于上表中的“2”部分。

另外，在选股模型中，我们很强调盈利能力的边际变化，盈利的边际变化本质影响的是盈利预期与估值提升的幅度。在 19Q3 的模型优化中，我们加入了“ $g > ROE \times (1-d)$ ”，以强化对盈利持续性的判断。由下表也可看出，“ROE 与 ROE 变化率交叉分组”与“ROE 与增速交叉分组”的涨幅规律表现比较相似，原因在于较高的增速一般也意味着 ROE 的边际变化幅度较大。

图 2：ROE 与 ROE 变化率交叉分组的涨幅规律

分组涨幅中位数 (2010-2019 年平均)		ROE 分 10 组，第 1 组到第 10 组，增速由高到低									
		第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 4 组	第 5 组	第 6 组	第 7 组	第 8 组	第 9 组	第 10 组
ROE 变化率 分 10 组 (变化率= 当期/上期 -1)	>100%	22.4	20.5	18.0	21.1	12.6	15.4	9.5	4.4	-0.9	2.0
	50%~100%	27.0	23.8	23.7	20.4	20.2	8.8	4.2	4.8	5.5	-4.7
	30%~50%	34.8	22.4	15.0	18.0	16.1	9.7	4.8	8.3	5.8	24.8
	20%~30%	30.2	21.6	14.7	11.6	5.1	7.7	9.6	19.8	1.2	-5.3
	10%~20%	21.7	12.5	13.1	10.2	9.4	9.7	8.5	-	5.2	-9.4
	0%~10%	15.9	9.7	8.0	6.2	6.2	6.3	3.2	2.5	9.0	12.3
	-10%~0%	8.4	3.8	0.3	4.2	2.4	1.1	4.8	1.2	-	-6.5
	-20%~-10%	8.4	1.2	-2.0	1.2	-0.4	-	-2.1	1.7	-3.6	-16.0
	-50%~-20%	8.8	-2.3	-0.9	-2.1	-2.2	-7.0	-3.8	-5.2	-1.5	2.3
	<-50%	9.2	-0.2	-5.2	-5.5	-8.0	-3.7	-9.3	-6.4	-8.2	-8.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. ROE 选股模型的最新结果：景气、价值、分红三个组合

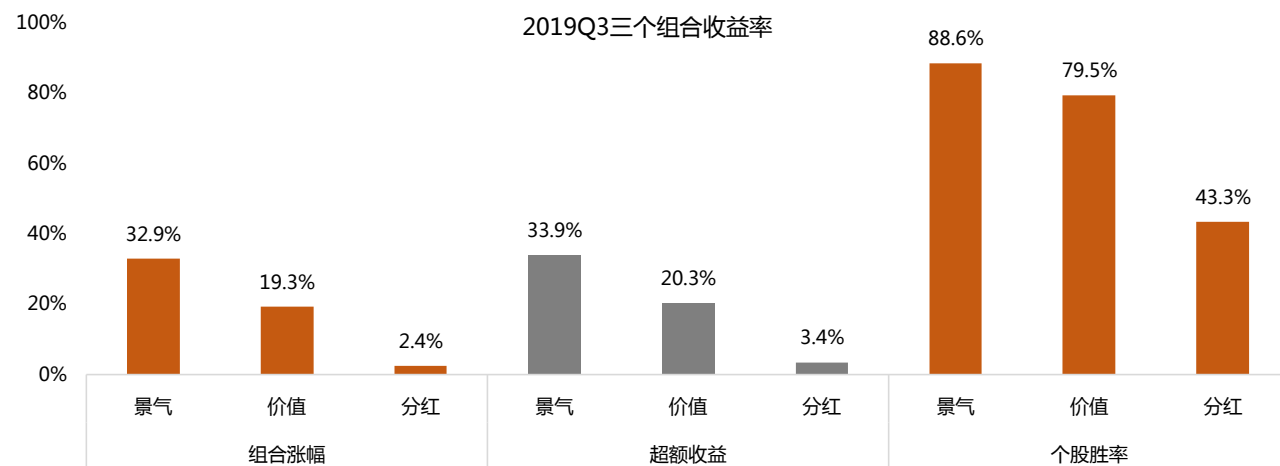
19 年中报披露后，我们对选股模型做了三方面的优化：加入市值限制、盈利持续性判断以及财务造假模型指标。具体来说：一是针对三个组合定位，分别加入相适的市值限制；二是以“ $g > ROE \times (1-d)$ ”强化对盈利持续性的判断；三是加入财务造假识别模型指标的判断（拟合值高于阈值则排除）。详见 2019 年 9 月 17 日报告《选股体系的最新结果和三个优化：市值、持续性、财务造假》。

19 年三季报之后，我们对模型进行了更新，并建立线上选股平台——【天风策略】ROE 财务选股体系，网址：[tf-strategy.com](http://tf-strategy.com)。

截至 4 月 30 日，19Q3 景气、价值和分红三个选股组合的收益率分别为 32.9%、19.3%和 2.4%，相比沪深 300 的超额收益率分别为 33.9%、20.3%和 3.4%（持有期 2019/11/01 至 2020/04/30）。

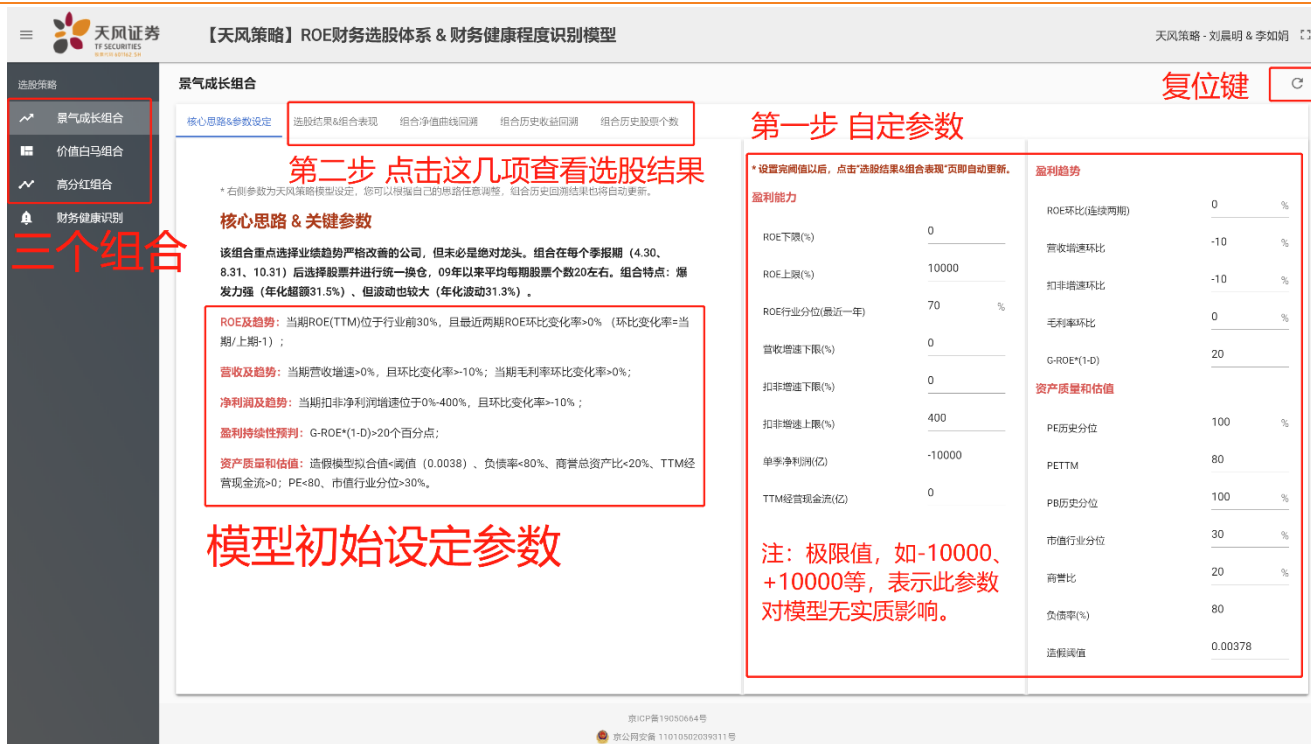
另外，09Q1 至今的 33 期模型选股中，景气、价值和分红三个组合的年化收益率分别为 34.7%、30.3%、23.2%，年化超额收益率分别为 31.3%、26.9%、19.8%，胜率分别为 85%、82%和 82%。

图 3：2019Q3 三个组合收益率（2019/11/01 至 2020/04/30）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：ROE 选股模型的操作简介（tf-strategy.com）



**第一步 自定参数**

**第二步 点击这几项查看选股结果**

**核心思路 & 关键参数**

该组合重点选择业绩趋势严格改善的公司，但未必要绝对龙头。组合在每个季报期（4.30、8.31、10.31）后选择股票并进行统一换仓，09年以来平均每季报股票个数20左右。组合特点：爆发力强（年化超额31.5%）、但波动也较大（年化波动31.3%）。

**ROE及趋势：**当期ROE(TTM)位于行业前30%，且最近两期ROE环比变化率>0%（环比变化率=当期/上期-1）；

**营收及趋势：**当期营收增速>0%，且环比变化率>-10%；当期毛利率环比变化率>0%；

**净利润及趋势：**当期扣非净利润增速位于0%-400%，且环比变化率>-10%；

**盈利持续性预判：**G-ROE\*(1-D)>20个百分点；

**资产质量和估值：**造假模型拟合值<阈值（0.0038）、负债率<80%、商誉总资产比<20%、TTM经营现金流>0；PE<80、市值行业分位>30%。

**盈利趋势**

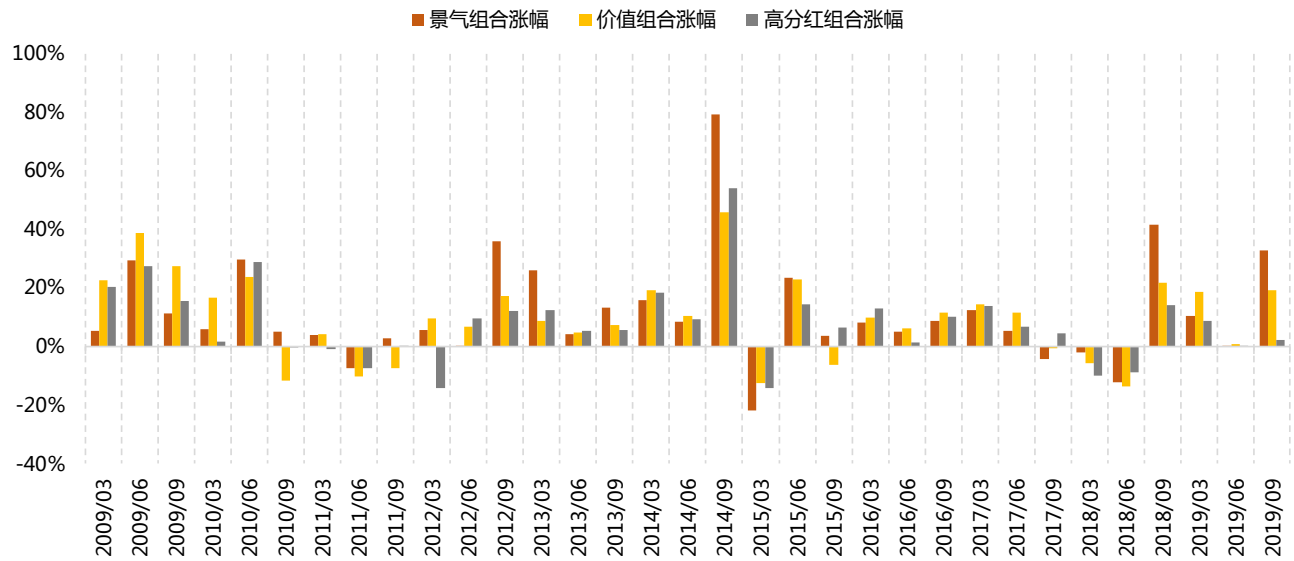
ROE环比(连续两期)	0	%
营收增速环比	-10	%
扣非增速环比	-10	%
毛利率环比	0	%
G-ROE*(1-D)	20	
<b>资产质量和估值</b>		
PE历史分位	100	%
PETTM	80	
PB历史分位	100	%
市值行业分位	30	%
商誉比	20	%
负债率(%)	80	
造假阈值	0.00378	

**模型初始设定参数**

注：极限值，如-10000、+10000等，表示此参数对模型无实质影响。

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2009 年至今三个组合投资收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.1. 景气组合：增速较高且趋势向上（短期爆发力）

该组合重点选择业绩趋势严格改善的公司，一般绝对增速水平较高，但公司未必是行业的绝对龙头。组合在每个季报期（4.30、8.31、10.31）后选择股票并进行统一换仓，09 年以来平均每期股票个数 20 左右。组合特点：爆发力强（09 至今年化超额 31.3%）、但波动也较大（年化波动 31.3%）。

**组合的建立与调仓：**2009 年 Q1 建仓，季报调仓（一季报/中报/三季报）；调仓日为季报披露后的第一个交易日；等权重。具体参数设定如下：

- 1) **ROE 及趋势：**当期 ROE(TTM)位于行业前 30%，且最近两期 ROE 环比变化率 $>0\%$ （环比变化率=当期/上期-1）；
- 2) **营收及趋势：**当期营收增速 $>0\%$ ，且环比变化率 $>-10\%$ ；当期毛利率环比变化率 $>0\%$ ；
- 3) **净利润及趋势：**当期扣非净利润增速位于 0%-400%，且环比变化率 $>-10\%$ ；
- 4) **盈利持续性预判：** $G-ROE*(1-D)>20$  个百分点；
- 5) **资产质量和估值：**造假模型拟合值 $<$ 阈值(0.0038)、负债率 $<80\%$ 、商誉总资产比 $<20\%$ 、TTM 经营现金流 $>0$ ；PE $<80$ 、市值行业分位 $>30\%$ 。

截至 2020/04/30，景气组合的累计收益率 2556%，年化收益率 34.7%，超额收益率 31.3%。组合各期的胜率（相比沪深 300）为 85%。

上一期（19Q3）的组合收益率为 32.9%，超额收益率 33.9%，个股胜率为 89%，个股正收益比例为 86%。2020Q1 最新的选股结果如下表。

另外，由于疫情冲击，使得许多行业景气被暂时中断甚至造成不可修复损失，20Q1 三个组合的选股个数均较少。因此，我们将三个组合 19Q4 的选股标的也放在报告中供参考（在模型的调仓规则中，年报未作为选股期数）。对于 20Q1 盈利趋势仅是暂时下滑，或盈利逻辑未破坏的标的，仍然可以重点关注。



图 6：20Q1 景气组合选股结果（13 支）

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
603444.SH	吉比特	传媒	27.0	46.3	47.2	29.7	82.5%	8.01	70.3%	2.64
601012.SH	隆基股份	电气设备	22.1	50.6	195.4	17.8	8.7%	3.94	63.7%	0.31
002107.SZ	沃华医药	医药生物	17.7	16.3	212.3	34.2	0.0%	6.05	63.7%	0.00
300701.SZ	森霸传感	电子	16.1	46.6	120.8	40.6	33.0%	6.55	51.4%	0.54
603258.SH	电魂网络	传媒	14.3	79.1	152.6	28.0	26.9%	4.02	57.1%	0.50
603238.SH	诺邦股份	纺织服装	12.4	36.2	256.0	31.0	12.7%	3.84	72.7%	0.50
601137.SH	博威合金	有色金属	12.2	23.5	65.1	19.3	15.3%	2.35	71.3%	0.52
603686.SH	龙马环卫	机械设备	11.5	22.7	61.4	25.3	32.2%	2.91	31.5%	1.05
300390.SZ	天华超净	电子	10.5	34.2	311.2	60.3	12.0%	6.32	64.2%	0.88
002487.SZ	大金重工	机械设备	10.4	84.8	374.4	14.7	0.0%	1.53	46.4%	0.18
603693.SH	江苏新能	公用事业	8.0	24.1	230.5	18.0	0.0%	1.45	12.7%	1.79
300707.SZ	威唐工业	汽车	6.4	6.4	55.9	65.9	86.3%	4.21	39.3%	0.56
600547.SH	山东黄金	有色金属	6.3	28.7	59.0	75.6	88.1%	4.74	59.3%	0.20

资料来源：Wind，天风证券研究所

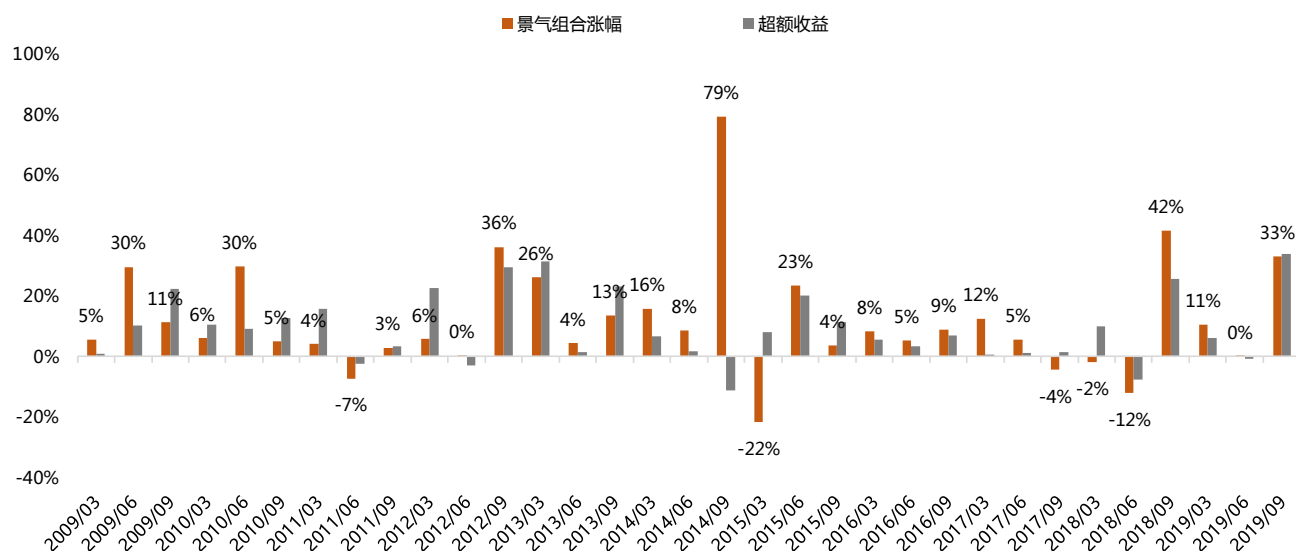
图 7：19Q4 景气组合选股结果（41 支，表中财务指标为 20Q1 数据）

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
603360.SH	百傲化学	化工	32.0	45.7	191.3	13.6	0.0%	4.84	41.9%	3.72
002555.SZ	三七互娱	传媒	30.6	33.8	56.0	32.0	32.4%	9.78	92.2%	0.82
600346.SH	恒力石化	化工	30.3	97.8	345.2	8.5	0.0%	2.58	7.2%	1.50
300682.SZ	朗新科技	计算机	23.1	-6.7	244.3	18.1	1.4%	4.17	17.6%	0.18
601012.SH	隆基股份	电气设备	22.1	50.6	195.4	17.8	8.7%	3.94	63.7%	0.31
000876.SZ	新希望	农林牧渔	21.1	26.9	133.6	23.1	81.9%	5.01	100.0%	0.09
002100.SZ	天康生物	农林牧渔	19.2	64.6	1136.9	17.9	7.6%	3.43	69.5%	0.59
300497.SZ	富祥股份	医药生物	19.0	24.4	95.4	23.1	30.9%	4.45	38.4%	0.57
002697.SZ	红旗连锁	商业贸易	18.1	24.0	79.7	23.2	20.6%	4.20	83.9%	0.54
603387.SH	基蛋生物	医药生物	17.9	-28.3	-45.1	27.3	40.2%	4.88	50.0%	0.94
603596.SH	伯特利	汽车	16.5	-7.4	17.9	29.4	46.1%	4.87	55.7%	0.21
002511.SZ	中顺洁柔	轻工制造	15.6	8.5	53.5	34.0	50.9%	5.30	100.0%	0.13
601799.SH	星宇股份	汽车	15.4	-11.7	-3.1	35.2	92.7%	5.43	95.8%	1.00
601966.SH	玲珑轮胎	化工	15.3	-11.2	34.0	14.8	8.0%	2.32	30.3%	1.36
603218.SH	日月股份	电气设备	15.0	23.6	59.4	20.0	0.0%	3.12	41.6%	1.10
000529.SZ	广弘控股	传媒	14.9	8.0	48.9	15.7	0.1%	2.34	6.8%	1.00
603258.SH	电魂网络	传媒	14.3	79.1	152.6	28.0	26.9%	4.02	57.1%	0.50
002641.SZ	永高股份	建筑材料	14.0	-28.7	-52.3	15.5	24.9%	2.24	63.3%	0.49
600603.SH	广汇物流	综合	13.9	32.6	21.6	7.7	0.3%	1.20	35.7%	14.97
002853.SZ	皮阿诺	轻工制造	13.9	-15.5	-83.4	15.3	5.5%	2.14	0.0%	1.23
300627.SZ	华测导航	通信	13.7	-21.2	14.1	46.9	55.9%	6.43	45.3%	0.75
002381.SZ	双箭股份	化工	13.6	-25.7	2.8	13.1	0.5%	1.79	13.6%	2.52
300303.SZ	聚飞光电	电子	13.6	-14.7	-0.5	22.2	5.2%	3.01	36.9%	0.84
603806.SH	福斯特	电气设备	13.5	-6.5	3.2	28.3	71.0%	3.94	56.8%	0.93
603712.SH	七一二	通信	13.5	-0.8	1.8	58.7	0.8%	7.90	52.6%	0.19
002020.SZ	京新药业	医药生物	13.0	-11.2	-15.6	15.5	3.4%	2.01	7.6%	2.75
603733.SH	仙鹤股份	轻工制造	12.9	-10.8	188.9	18.0	0.0%	2.47	1.9%	0.67
300259.SZ	新天科技	机械设备	12.7	-25.5	33.2	22.4	6.6%	2.84	21.9%	0.19
002724.SZ	海洋王	电子	11.9	-23.7	-66.7	17.5	0.0%	2.08	0.3%	1.64
600984.SH	建设机械	机械设备	11.6	-15.5	-394.6	32.1	9.0%	2.67	56.1%	0.00
300360.SZ	炬华科技	电气设备	11.4	-7.9	27.7	18.3	3.9%	2.09	27.9%	0.87
300320.SZ	海达股份	化工	11.3	-21.1	-53.9	16.2	7.0%	1.83	4.3%	1.07
600143.SH	金发科技	化工	10.9	-6.2	-51.6	21.6	42.3%	2.35	69.9%	1.05
603000.SH	人民网	传媒	10.6	2.4	-5.1	70.6	20.6%	7.49	47.7%	0.61
002487.SZ	大金重工	机械设备	10.4	84.8	374.4	14.7	0.0%	1.53	46.4%	0.18
000582.SZ	北部湾港	交通运输	10.4	8.0	10.8	15.9	8.2%	1.66	20.6%	1.15
002048.SZ	宁波华翔	汽车	10.1	-25.5	-48.3	11.8	14.1%	1.19	15.7%	0.84
300118.SZ	东方日升	电气设备	10.0	44.6	27.3	12.7	3.5%	1.26	11.3%	0.49
300193.SZ	佳士科技	机械设备	9.7	-30.0	66.5	17.8	0.8%	1.73	43.8%	6.43

000690.SZ	宝新能源	公用事业	8.0	31.4	272.2	14.7	19.7%	1.17	0.0%	1.93
002651.SZ	利君股份	机械设备	7.2	-26.5	-38.4	32.3	40.8%	2.31	10.1%	1.18

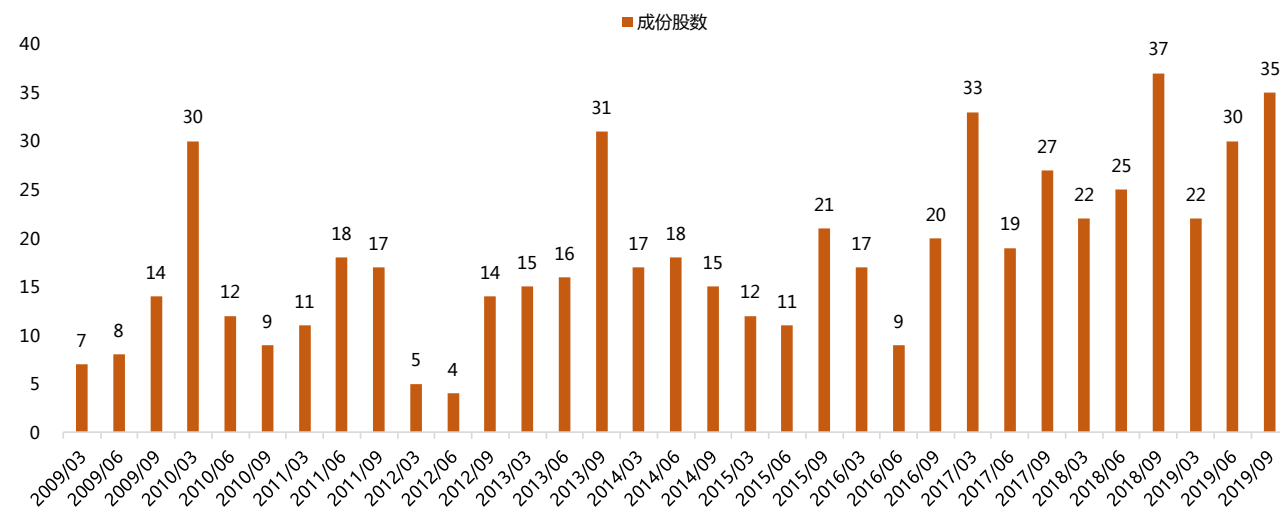
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：景气组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：景气组合历史各期选股个数



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 价值组合：ROE 较高且长期稳定（长期盈利能力）

该组合重点选择业绩趋势相对平稳的公司，但凸显龙头属性。组合在每个季报期（4.30、8.31、10.31）后选择股票并进行统一换仓，09 年以来平均每期股票个数 20 左右。组合特点：爆发力稍逊（09 至今年化超额 26.9%），但稳定性强（年化波动 24.3%）。

**组合的建立与调仓：**2009 年 Q1 建仓，季报调仓（一季报/中报/三季报）；调仓日为季报披露后的第一个交易日；等权重。具体参数设定如下：

- 1) **ROE 及趋势：**当期 ROE(TTM)位于行业前 20%，前两年 ROE 均位于行业前 30%；且最近两期 ROE 环比变化率 > -5%；



- 2) **营收及趋势**: 当期营收增速>0%, 且环比变化率>-10%; 当期毛利率环比变化率>-5%;
- 3) **净利润及趋势**: 当期扣非净利润增速位于 0%-400%, 且环比变化率>-10%
- 4) **盈利持续性预判**:  $G-ROE*(1-D)>5$  个百分点。
- 5) **资产质量和估值**: 造假模型拟合值<阈值( 0.0038 )、负债率<80%、商誉总资产比<20%、TTM 经营现金流>0; PE<60、PB 历史分位<95%、市值行业分位>50%。

截至 2020/04/30, 价值组合的累计收益率 1741%, 年化收益率 30.3%, 超额收益率 26.9%。  
组合各期的胜率 (相比沪深 300) 为 82%。

上一期 (19Q3) 的组合收益率为 19.3%, 超额收益率 20.3%, 个股胜率为 79%, 个股正收益比例为 79%。2020Q1 最新的选股结果如下表。

图 10: 20Q1 价值组合选股结果 (9 支)

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
603444.SH	吉比特	传媒	27.0	46.3	47.2	29.7	82.5%	8.01	70.3%	2.64
600486.SH	扬农化工	化工	23.4	15.1	46.0	18.1	32.1%	4.23	94.0%	1.16
601012.SH	隆基股份	电气设备	22.1	50.6	195.4	17.8	8.7%	3.94	63.7%	0.31
603866.SH	桃李面包	食品饮料	19.2	15.8	62.0	42.7	56.1%	8.54	60.6%	0.00
300497.SZ	富祥股份	医药生物	19.0	24.4	95.4	23.1	30.9%	4.45	38.4%	0.57
603233.SH	大参林	医药生物	16.8	30.4	52.7	45.0	78.1%	7.57	70.4%	0.67
603533.SH	掌阅科技	传媒	14.3	9.2	118.0	73.6	66.6%	10.53	69.6%	0.32
601137.SH	博威合金	有色金属	12.2	23.5	65.1	19.3	15.3%	2.35	71.3%	0.52
603686.SH	龙马环卫	机械设备	11.5	22.7	61.4	25.3	32.2%	2.91	31.5%	1.05

资料来源: Wind, 天风证券研究所

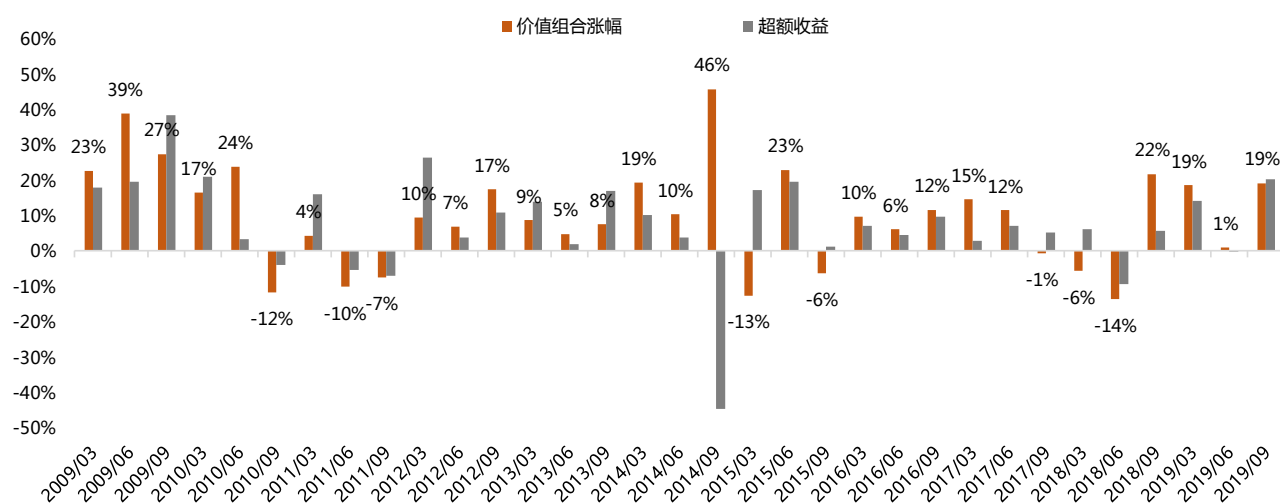
图 11: 19Q4 价值组合选股结果 (45 支, 表中财务指标为 20Q1 数据)

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
600779.SH	水井坊	食品饮料	34.7	-21.6	-9.5	28.2	16.0%	9.78	75.6%	2.48
603360.SH	百傲化学	化工	32.0	45.7	191.3	13.6	0.0%	4.84	41.9%	3.72
600346.SH	恒力石化	化工	30.3	97.8	345.2	8.5	0.0%	2.58	7.2%	1.50
300529.SZ	健帆生物	医药生物	26.8	28.4	55.4	74.4	82.9%	19.96	91.2%	0.54
300418.SZ	昆仑万维	传媒	26.1	17.3	26.1	16.7	22.6%	4.35	31.7%	0.00
300630.SZ	普利制药	医药生物	26.0	8.8	18.0	64.7	51.8%	11.58	34.3%	0.19
603658.SH	安图生物	医药生物	23.7	0.4	-29.4	77.7	98.4%	18.39	82.1%	0.58
603899.SH	晨光文具	轻工制造	23.3	-11.5	-25.2	45.8	85.3%	10.67	84.9%	0.58
300682.SZ	朗新科技	计算机	23.1	-6.7	244.3	18.1	1.4%	4.17	17.6%	0.18
601012.SH	隆基股份	电气设备	22.1	50.6	195.4	17.8	8.7%	3.94	63.7%	0.31
002912.SZ	中新赛克	计算机	21.6	57.8	540.3	58.2	43.6%	12.55	94.4%	0.36
000049.SZ	德赛电池	电子	21.4	-16.7	-40.0	16.0	1.7%	3.42	1.5%	0.67
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	20.9	11.3	10.5	75.5	90.4%	15.76	90.6%	0.00
002236.SZ	大华股份	电子	19.9	-19.5	5.0	15.9	2.4%	3.17	1.3%	0.00
300497.SZ	富祥股份	医药生物	19.0	24.4	95.4	23.1	30.9%	4.45	38.4%	0.57
603180.SH	金牌厨柜	轻工制造	18.9	-3.9	-1616.8	18.4	6.4%	3.60	3.2%	1.57
002867.SZ	周大生	轻工制造	18.6	-38.3	-51.9	14.5	8.9%	2.70	0.0%	2.43
603387.SH	基蛋生物	医药生物	17.9	-28.3	-45.1	27.3	40.2%	4.88	50.0%	0.94
300482.SZ	万孚生物	医药生物	17.8	21.9	38.7	65.8	56.5%	11.70	53.7%	0.28
603018.SH	中设集团	建筑装饰	17.1	-27.0	-29.8	12.7	12.5%	2.18	13.5%	1.87
603233.SH	大参林	医药生物	16.8	30.4	52.7	45.0	78.1%	7.57	70.4%	0.67
002768.SZ	国恩股份	化工	16.8	28.2	29.7	23.7	23.9%	3.99	35.4%	0.33
600183.SH	生益科技	电子	16.7	12.3	53.2	48.0	97.3%	8.03	98.6%	1.00
603596.SH	伯特利	汽车	16.5	-7.4	17.9	29.4	46.1%	4.87	55.7%	0.21
603638.SH	艾迪精密	机械设备	16.2	4.9	-2.3	50.2	82.9%	8.15	84.7%	0.00
601636.SH	旗滨集团	建筑材料	15.4	-29.2	-22.4	10.9	17.8%	1.68	28.4%	5.59
002878.SZ	元隆雅图	传媒	15.2	8.4	-26.9	37.0	25.3%	5.62	26.6%	0.97
002907.SZ	华森制药	医药生物	15.1	-11.0	-17.0	42.9	20.6%	7.01	10.6%	0.20

002706.SZ	良信电器	电气设备	14.9	17.4	11.7	37.0	51.5%	6.14	83.7%	1.89
603517.SH	绝味食品	食品饮料	14.7	-7.6	-60.7	47.2	99.3%	6.96	90.7%	0.78
603298.SH	杭叉集团	机械设备	14.7	-7.7	9.1	12.4	2.3%	1.82	2.8%	2.30
000603.SZ	盛达矿业	有色金属	13.9	-75.1	-144.3	24.4	39.7%	3.40	11.4%	0.00
600603.SH	广汇物流	综合	13.9	32.6	21.6	7.7	0.3%	1.20	35.7%	14.97
300012.SZ	华测检测	综合	13.9	-19.3	-143.4	63.8	79.8%	8.87	95.7%	0.20
300627.SZ	华测导航	通信	13.7	-21.2	14.1	46.9	55.9%	6.43	45.3%	0.75
603466.SH	风语筑	建筑装饰	13.5	-27.6	-49.6	17.5	11.4%	2.37	0.0%	0.54
603806.SH	福斯特	电气设备	13.5	-6.5	3.2	28.3	71.0%	3.94	56.8%	0.93
002531.SZ	天顺风能	电气设备	13.3	2.7	16.3	13.3	2.6%	1.77	14.4%	1.01
000828.SZ	东莞控股	交通运输	12.4	-56.9	-57.9	8.4	8.6%	1.03	0.5%	3.69
600577.SH	精达股份	电气设备	11.8	-17.8	-13.0	14.0	5.3%	1.65	6.5%	1.29
300695.SZ	兆丰股份	汽车	11.7	31.6	71.8	18.6	26.2%	2.19	29.1%	1.59
000582.SZ	北部湾港	交通运输	10.4	8.0	10.8	15.9	8.2%	1.66	20.6%	1.15
002203.SZ	海亮股份	有色金属	9.8	35.6	-67.5	19.4	16.2%	2.05	7.6%	0.76
603979.SH	金诚信	采掘	7.5	15.7	20.3	16.2	6.3%	1.21	21.1%	0.82

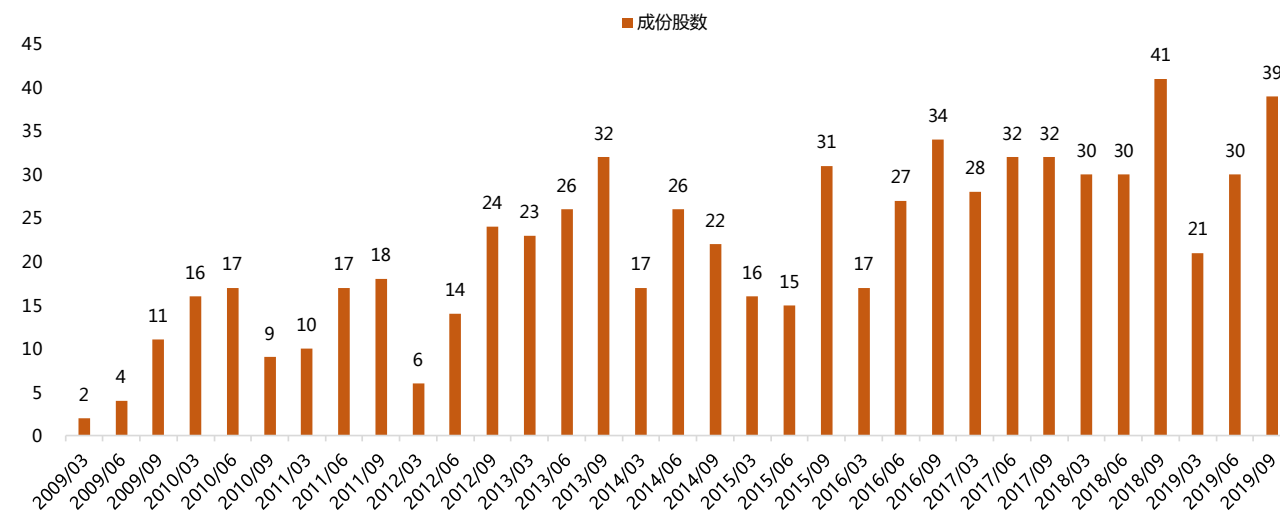
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：价值组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：价值组合历史各期选股个数



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.3. 高分红组合：持续高分红且盈利较稳定（分红能力）

该组合重点选择业绩趋势相对平稳，且具备较高且稳定分红的公司。组合在每个季报期（4.30、8.31、10.31）后选择股票并进行统一换仓，09年以来平均每期股票个数20左右。组合特点：具备高分红的属性，09至今年化超额20%、年化波动22.7%。

**组合的建立与调仓：**2009年Q1建仓，季报调仓（一季报/中报/三季报）；调仓日为季报披露后的第一个交易日；等权重。具体参数设定如下：

- 1) **股息率及分红：**连续三年股息率位于行业的前30%；最近一年分红比例>30%；
- 2) **ROE及趋势：**当期ROE(TTM)位于行业前20%，且最近两期ROE环比变化率>-5%；
- 3) **增速及趋势：**当期营收增速>0%；当期扣非净利润增速位于0%-400%，且环比变化率>-10%；
- 4) **资产质量和估值：**造假模型拟合值<阈值(0.0038)、负债率<80%、商誉总资产比<20%、TTM经营现金流>0；PE<50、PB历史分位<95%、市值行业分位>70%。

截至2020/04/30，分红组合的累计收益率895%，年化收益率23.2%，超额收益率20%。组合各期的胜率（相比沪深300）为82%。

上一期（19Q3）的组合收益率为2.42%，超额收益率3.43%，个股胜率为43%，个股正收益比例为40%。2020Q1最新的选股结果如下表。

图 14：20Q1 分红组合选股结果（6 支）

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
603444.SH	吉比特	传媒	27.0	46.3	47.2	29.7	82.5%	8.01	70.3%	2.64
600298.SH	安琪酵母	农林牧渔	18.7	12.7	22.8	31.6	51.9%	5.92	77.0%	0.94
002595.SZ	豪迈科技	机械设备	17.5	7.1	22.8	16.1	2.1%	2.81	24.1%	2.07
600598.SH	北大荒	农林牧渔	13.6	8.1	37.0	31.7	50.9%	4.31	83.5%	2.35
601939.SH	建设银行	银行	11.7	11.9	5.2	5.9	30.2%	0.73	0.0%	4.76
603686.SH	龙马环卫	机械设备	11.5	22.7	61.4	25.3	32.2%	2.91	31.5%	1.05

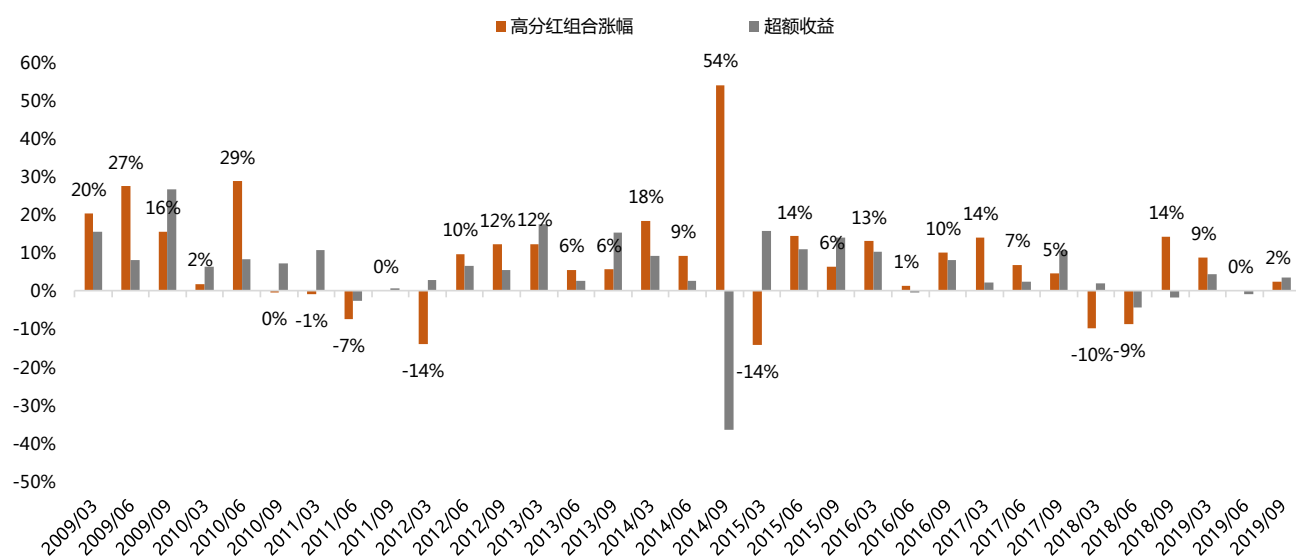
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：19Q4 分红组合选股结果（20 支，表中财务指标为 20Q1 数据）

代码	名称	行业	ROE(TTM) %	营收增速 %	扣非增速 %	PE(TTM)	PE 分位	PB(LF)	PB 分位	股息率 %
002555.SZ	三七互娱	传媒	30.6	33.8	56.0	32.0	32.4%	9.78	92.2%	0.82
600612.SH	老凤祥	轻工制造	19.0	-3.4	10.3	15.3	8.4%	2.91	0.5%	2.68
600298.SH	安琪酵母	农林牧渔	18.7	12.7	22.8	31.6	51.9%	5.92	77.0%	0.94
002867.SZ	周大生	轻工制造	18.6	-38.3	-51.9	14.5	8.9%	2.70	0.0%	2.43
002595.SZ	豪迈科技	机械设备	17.5	7.1	22.8	16.1	2.1%	2.81	24.1%	2.07
601636.SH	旗滨集团	建筑材料	15.4	-29.2	-22.4	10.9	17.8%	1.68	28.4%	5.59
002818.SZ	富森美	商业贸易	15.2	-9.4	-17.5	11.0	0.5%	1.67	0.0%	4.40
002706.SZ	良信电器	电气设备	14.9	17.4	11.7	37.0	51.5%	6.14	83.7%	1.89
601877.SH	正泰电器	电气设备	14.8	-4.9	-39.5	15.0	18.5%	2.22	4.7%	2.41
603298.SH	杭叉集团	机械设备	14.7	-7.7	9.1	12.4	2.3%	1.82	2.8%	2.30
603806.SH	福斯特	电气设备	13.5	-6.5	3.2	28.3	71.0%	3.94	56.8%	0.93
601567.SH	三星医疗	电气设备	12.3	1.3	1.2	10.4	12.9%	1.28	14.5%	3.93
002158.SZ	汉钟精机	机械设备	12.0	1.0	6.2	26.8	36.9%	3.22	28.5%	1.21
600761.SH	安徽合力	机械设备	11.6	-24.2	-51.4	11.7	3.8%	1.35	2.6%	3.80
002293.SZ	罗莱生活	纺织服装	11.3	-21.9	-48.6	15.9	18.5%	1.80	0.7%	4.01
600143.SH	金发科技	化工	10.9	-6.2	-51.6	21.6	42.3%	2.35	69.9%	1.05
601158.SH	重庆水务	公用事业	10.4	2.7	-23.5	15.9	27.0%	1.66	0.0%	5.29
603556.SH	海兴电力	机械设备	9.2	-14.2	-52.8	15.3	5.0%	1.40	12.2%	2.63
601899.SH	紫金矿业	有色金属	9.0	24.5	-12.7	22.3	40.6%	2.22	25.0%	2.25
002152.SZ	广电运通	计算机	7.7	-10.4	-34.8	44.9	95.5%	3.47	42.3%	0.92

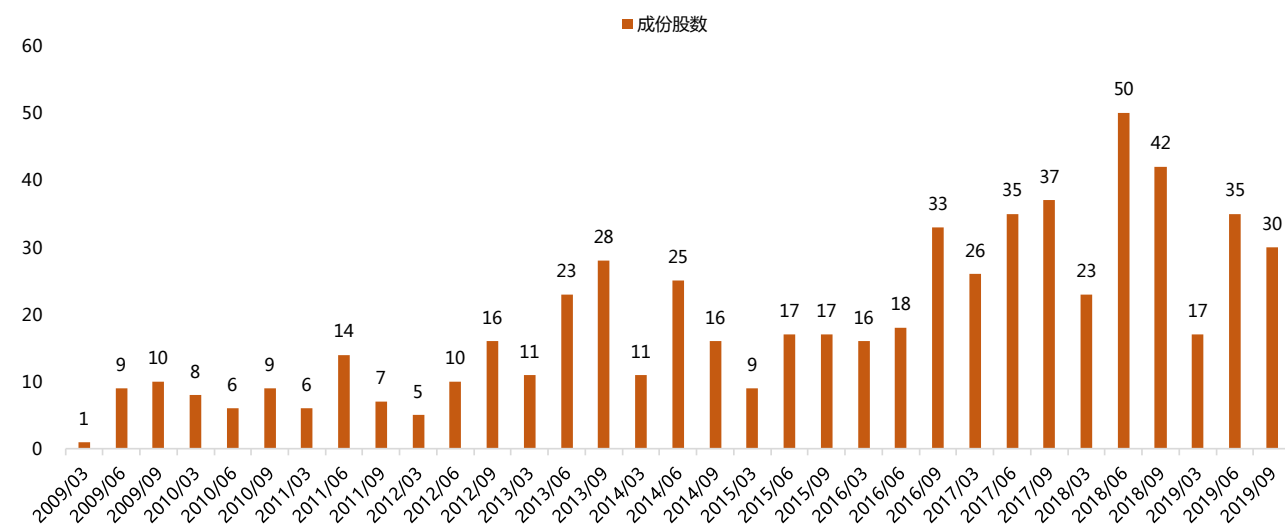
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：分红组合各期涨幅与超额收益率（截止 2020/04/30）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：分红组合历史各期选股个数



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com