

林晓明 执业证书编号: S0570516010001  
研究员 0755-82080134  
linxiaoming@htsc.com

# 华泰基本面选股之高股息率模型

## 奥轩尼斯选股法 A 股实证研究

### 相关研究

- 1《行业内选股因子分析之八: 公用事业行业》  
2012.10
- 2《行业内选股因子分析之九: 能源行业》  
2012.10
- 3《行业内选股因子分析之十: 电信业务行业》  
2012.10

### 专注于股息率的价值选股模型

本报告借鉴美国著名投资人奥轩尼斯的价值选股思想, 根据 A 股市场状况, 推出适用于 A 股市场的高股息率选股模型。奥轩尼斯选股精髓可以总结为: 1) 低市盈率选股对于大市值股票来说是最有效的; 2) 无论对于大市值股票还是小市值股票, 低市收率都能带来高回报, 而高市收率股票不具有投资价值; 3) 对于大市值股票而言, 高股息率非常有效, 但是它一点都不适用于小市值股票。

### 高股息率股票长期收益率更高

剔除掉股息率为负的股票后, 在每个行业中按照股息率将股票等分成 4 组, 然后合并成高股息率、中高股息率、中低股息率、低股息率 4 个组合。4 个组合年化收益率依次是 30.03%、27.19%、26.90%、22.50%, 夏普比率依次是 0.84、0.74、0.73、0.59。股息率高的组合长期收益率更高, 波动率更低, 夏普比率优势明显。

### 大市值公司股息率更高

市值是影响收益率非常显著的因子, 本报告重点考察两个问题: 1) 股息率选股是否对小市值股票不适用? 结论是显著的, 按照前面同样的方法, 将市值最小的 25% 股票分成高股息率、中高股息率、中低股息率、低股息率 4 个组合, 发现长期收益率无显著差异。2) 大市值的公司是否股息率更高? 结论同样是显著的, 分别考察 2005、2010、2015 年三个时间点, 在每个行业内部进行市值和股息率的秩相关系数检验, 发现市值与股息率显著正相关。

### 高股息率选股量化标准

华泰高股息率模型量化选股标准如下: 1) 总市值在全市场从大到小前 80%; 2) 市盈率在全市场从小到大前 40% (剔除市盈率为负的股票); 3) 市收率小于 2.5; 4) 满足前三条标准的股票按照股息率从大到小排序, 选取股息率最高的 50 只股票。

### 模型在 A 股实证表现优良, 超额收益显著, 净值相对平稳

2005 年 1 月到 2016 年 5 月, 华泰高股息选股模型总收益率 1720%, 年化收益率 29.18%, 夏普比率 0.79; 同期沪深 300 和中证 500 的年化收益率分别是 11.17% 和 17.87%, 夏普比率分别是 0.33 和 0.48。模型相对于沪深 300、中证 500 的年化超额收益率分别为 18.01% 和 11.31%。

风险提示: 模型是价值型选股模型, 偏向高股息率和大市值股票, 如果市场风格持续偏向小市值股票或者主题投资主导, 模型可能跑不赢市场。

## 正文目录

奥轩尼斯价值投资策略.....	4
奥轩尼斯简介 .....	4
奥轩尼斯投资思想.....	4
奥轩尼斯价值选股量化标准 .....	4
A 股市场实证分析 .....	5
股息率与长期收益率的关系 .....	5
市值对于股息率投资的影响 .....	8
市值与股息率的相关性 .....	8
华泰高股息率选股模型.....	9
量化选股标准 .....	9
回测数据 .....	9
回测结果分析 .....	10
收益分析.....	10
胜率分析.....	10
相对业绩分析.....	11
组合的行业分布.....	12
成份股分析 .....	14
换手率分析 .....	15
最新一期组合股票列表（2016-06 月） .....	15

## 图表目录

图 1: 股息率分层组合净值.....	6
图 2: 小市值股息率分层组合净值.....	8
图 3: 中大市值股息率分层组合净值 .....	8
图 4: 组合模拟净值.....	10
图 5: 组合月度收益率及累计净值.....	11
图 6: 组合相对沪深 300 绩效.....	11
图 7: 组合相对中证 500 绩效 .....	12
图 8: 组合行业集中度.....	12
图 9: 05-15 年组合行业占比 .....	13
图 10: 05-08 年组合行业占比 .....	13
图 11: 13-15 年组合行业占比.....	13
图 12: 组合换手率 .....	15

表格 1: 主要选股指标说明 .....5

表格 2: 股息率分层组合绩效分析 .....5

表格 3: 股息率分层组合年度收益率 .....6

表格 4: 分行业不同股息率组合年化收益率 .....6

表格 5: 分行业不同股息率组合夏普比率 .....7

表格 6: 市值与股息率秩相关性系数 .....9

表格 7: 华泰高股息率选股模型整体绩效分析 .....10

表格 8: 05-15 年组合行业入选次数 .....13

表格 9: 模型入选次数前 100 股票 .....14

表格 10: 最新一期组合股票列表 .....15

## 奥轩尼斯价值投资策略

### 奥轩尼斯简介

奥轩尼斯投资法则来自于奥轩尼斯资产管理公司主席詹姆斯·奥轩尼斯 (James Patrick O'Shaughnessy)。他是美国著名投资人，1988 年创立奥轩尼斯资产管理公司，开始股票市场量化研究生涯。随后的数十年中，他出版了多部著作介绍股票市场的定量分析结果。如 1994 年，《最优投资》(Invest like the best)；1996 年，《华尔街怎样运作：最佳策略投资指南》(What Works on Wall Street)；1998 年，《如何富裕的退休》(How to Retire Rich)；2006 年，《预测市场的明天》(Predicting the Markets of Tomorrow)。

其中《华尔街怎样运作：最佳策略投资指南》一书最具影响力，成为当时的最畅销书。在此书中，他回测了过去 44 年股票市场数据来比较成长型与价值型选出的股票的表现，寻找出能够获得最好投资回报的选股策略与标准。他指出，市盈率并不是最好的指标，小公司相对于大公司并没有优势。他把市值、市收率放在重要的位置，同时对盈利增长有一定要求。他认为许多投资者的收益率低于市场平均水平，是因为他们没有遵照投资方法来投资，而总是受市场环境的影响，使自己原先的投资计划被打乱。因而，在确定投资策略之后，不建议频繁的更换投资组合中的股票。

他的投资策略被授予多项美国专利，而他本人被福布斯评选为传奇投资人。

### 奥轩尼斯投资思想

奥轩尼斯的选股精髓可以总结成以下五点：

1. 小市值的公司和控制风险的前提下比其他规模的公司表现要好，但是风险也非常大，因此投资难度很大。但总体考虑风险与收益，小市值股票仍然表现较好；
2. 低市盈率选股对于大市值股票来说是最有效的。小公司一般具有较强的成长型，市盈率可能高一些；
3. 无论是对于大市值还是小市值股票，低市收率都能带来高回报，而高市收率的股票是不具有投资价值的；
4. 对于大市值股票来说，高股息率非常有效，但它一点都不适用于小市值股票；
5. 价值型投资比较适合大市值股票。可能是由于小市值公司没有实力卷土重来，但是大市值公司很少有爆发式增长，适合保守型投资。

奥轩尼斯的选股策略分价值选股策略和成长选股策略，本报告专注于研究其价值选股策略在 A 股市场的应用。

### 奥轩尼斯价值选股量化标准

对于价值型投资策略，奥轩尼斯主要关注股价现金流量比率、市收率、市盈率、市净率以及股息率。同时他也提出一些具体的量化指标（美国市场）：

1. 尽量选择大市值股票（大于 1.5 亿，1994 年标准）；
2. 要有足够的流动性，公司普通股数量超过平均水平；
3. 每股现金流超过平均水平；
4. 总销售收入为平均水平 1.5 倍之上；
5. 建议使用股息率建立投资组合。测试表明在风险一定的情况下，高股息的大公司表现的较好。

**表格1: 主要选股指标说明**

指标	指标特征	适用性
股价现金流比	比率高的股票不具有投资价值, 除非在特殊情况下, 公司高成长性能够避免现金流风险	适用所有股票
市收率	低市收率能带来高回报, 而高市收率的股票不具有投资价值	适用所有股票
市盈率	低市盈率选股对大市值股票最为有效	根据市值具体分析
市净率	低市净股票具有投资价值。高市净率与成长性紧密相连, 市净率高并不意味着没有投资价值	根据市值具体分析
股息率	高股息率的股票值得投资	适用于大市值股票

资料来源: 华泰证券研究所

## A 股市场实证分析

### 股息率与长期收益率的关系

股息率是判断公司当前价值的重要指标, 对于价值型选股策略而言, 股息率的重要性不言而喻。投资者心甘情愿地承担风险, 主要是要获得投资回报。在股市中, 股息就是重要的投资回报。虽然高派息的公司不一定是好公司, 不派息的公司也未必都是坏公司, 但是对于价值投资者而言, 高派息说明公司自由现金流充裕、经营稳健, 具有稳定可靠的盈利预期。而持续高派息的公司则大概率是好公司, 往往收到价值投资者的追捧。公司的好坏最终会反应到股价上, 我们以 A 股市场为例, 定量分析股息率与长期收益率的关系。

剔除掉股息率为负的公司后, 按照股息率将股票分成 4 组: 高股息率组合、中高股息率组合、中低股息率组合、低股息率组合四组。为剔除掉行业的影响, 所有的比较都是在行业内进行, 即高股息率组合是每个行业里面股息率前 1/4 的股票。

4 个组合都按照等权的方式构建, 每个月更新一次, 回测期从 2005 年 1 月 31 日到 2016 年 5 月 31 日, 不考虑交易费用。

实证结果显示, 高股息率组合拥有明显的优势:

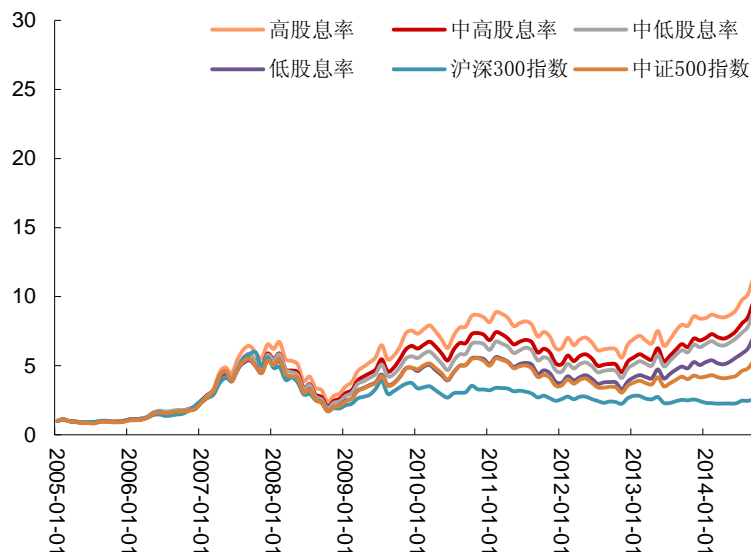
1. 股息率高的组合, 长期收益率更高。股息率由高到低的 4 个组合累计收益率依次递减: 1861%、1427%、1388%、897%; 年化收益率分别是 30.03%、27.19%、26.90%、22.50%。
2. 股息率高的组合, 更加稳定。4 个组合的年化波动率依次递增: 35.77%、36.61%、37.06%、38.35%; 并且在 07-08 年度以及 15-16 年度的最大回撤也更小。
3. 股息率高的组合, 性价比优势显著。4 个组合的夏普比率分别是: 0.84、0.74、0.73、0.59。

**表格2: 股息率分层组合绩效分析**

	总收益	年化收益率	年化波动率	夏普比率	07-08 年度最大回撤率	15-16 年度最大回撤率
高股息率	1861.18%	30.03%	35.77%	0.840	58.18%	32.62%
中高股息率	1426.61%	27.19%	36.61%	0.743	65.28%	37.27%
中低股息率	1387.59%	26.90%	37.06%	0.726	67.10%	35.15%
低股息率	897.49%	22.50%	38.35%	0.587	63.32%	43.11%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图1: 股息率分层组合净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

表格3: 股息率分层组合年度收益率

	高股息率组合	中高股息率组合	中低股息率组合	低股息率组合
2005 年收益	-5.73%	-8.36%	-8.28%	-9.21%
2006 年收益	94.31%	101.15%	103.02%	94.93%
2007 年收益	231.45%	193.13%	186.50%	187.95%
2008 年收益	-54.33%	-55.57%	-57.87%	-60.48%
2009 年收益	152.58%	146.05%	133.35%	126.02%
2010 年收益	12.77%	12.64%	15.57%	13.04%
2011 年收益	-26.33%	-28.64%	-29.05%	-30.16%
2012 年收益	4.32%	2.48%	3.08%	0.86%
2013 年收益	28.65%	28.84%	32.08%	30.84%
2014 年收益	55.66%	50.88%	45.74%	39.21%
2015 年收益	79.12%	81.99%	96.62%	80.60%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

表格4: 分行业不同股息率组合年化收益率

	高股息率组合	中高股息率组合	中低股息率组合	低股息率组合
交通运输	14.61%	11.70%	17.76%	11.81%
传媒	37.78%	22.11%	25.46%	18.69%
农林牧渔	30.61%	18.62%	18.93%	7.97%
医药	33.06%	25.38%	20.91%	22.75%
商贸零售	27.16%	17.11%	21.79%	15.83%
国防军工	21.82%	24.79%	18.03%	22.20%
基础化工	18.72%	24.23%	19.81%	13.62%
家电	36.04%	21.86%	19.17%	7.33%
建材	21.58%	14.55%	21.99%	12.21%
建筑	21.63%	18.70%	16.06%	17.60%
房地产	28.52%	16.22%	15.42%	12.85%

	高股息率组合	中高股息率组合	中低股息率组合	低股息率组合
有色金属	19.28%	24.93%	21.29%	17.70%
机械	21.61%	18.65%	16.72%	15.57%
汽车	23.34%	22.51%	20.05%	11.58%
煤炭	16.71%	6.03%	9.01%	14.02%
电力及公用事业	13.95%	10.98%	11.29%	10.71%
电力设备	21.35%	25.00%	29.09%	16.85%
电子元器件	24.25%	19.11%	18.60%	14.25%
石油石化	13.36%	18.26%	20.17%	18.64%
纺织服装	22.27%	22.28%	12.76%	21.47%
综合	19.36%	10.79%	1.83%	13.77%
计算机	30.58%	25.89%	29.50%	15.18%
轻工制造	20.74%	13.70%	13.34%	14.99%
通信	18.60%	18.46%	29.59%	9.74%
钢铁	11.46%	11.70%	9.90%	5.89%
银行	11.27%	19.39%	19.55%	16.28%
非银行金融	-0.30%	4.03%		0.54%
食品饮料	22.04%	15.65%	23.67%	24.16%
餐饮旅游	21.28%	18.34%	25.38%	10.36%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**表格5: 分行业不同股息率组合夏普比率**

	高股息率组合	中高股息率组合	中低股息率组合	低股息率组合
交通运输	0.471	0.335	0.463	0.336
传媒	0.846	0.523	0.525	0.376
农林牧渔	0.812	0.470	0.504	0.201
医药	0.969	0.722	0.596	0.614
商贸零售	0.711	0.486	0.624	0.390
国防军工	0.463	0.530	0.384	0.432
基础化工	0.503	0.611	0.536	0.335
家电	1.027	0.582	0.467	0.182
建材	0.521	0.345	0.510	0.283
建筑	0.479	0.486	0.380	0.389
房地产	0.725	0.413	0.364	0.296
有色金属	0.400	0.526	0.448	0.386
机械	0.560	0.476	0.433	0.394
汽车	0.591	0.555	0.498	0.276
煤炭	0.334	0.125	0.203	0.326
电力及公用事业	0.391	0.310	0.308	0.272
电力设备	0.557	0.601	0.715	0.409
电子元器件	0.602	0.480	0.443	0.340
石油石化	0.350	0.428	0.491	0.469
纺织服装	0.580	0.519	0.304	0.495
综合	0.455	0.221	0.039	0.297
计算机	0.743	0.555	0.632	0.332
轻工制造	0.551	0.364	0.337	0.378
通信	0.423	0.430	0.672	0.223



	高股息率组合	中高股息率组合	中低股息率组合	低股息率组合
钢铁	0.282	0.282	0.229	0.132
银行	0.369	0.515	0.527	0.430
非银行金融	-0.006	0.091		0.012
食品饮料	0.674	0.501	0.602	0.597
餐饮旅游	0.561	0.467	0.664	0.234

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 市值对于股息率投资的影响

市值一直都是影响股票收益率和波动性的重要因素，A 股市场尤其明显。小市值股票拥有更好地投资回报，同时波动性也更高。奥轩尼斯选股规则中提到：高股息率选股对大市值股票最为有效，却一点也不适用于小市值股票。价值投资偏向大市值股票，成长投资偏向中小市值股票，股息率作为价值投资型选股策略，适用于大市值股票也是理所当然的。

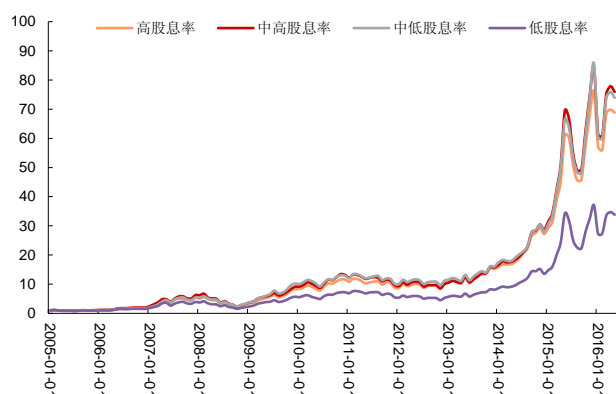
我们将全市场的股票按照市值分成两组：中大市值股票（前 75%）和小市值股票（后 25%）。

注：市值分类的过程依然是行业中性的，即在同行业中进行市值排序。

然后按照上一章节同样的做法，在中大市值股票和小市值股票中，分别构建 4 个组合：高股息率组合、中高股息率组合、中低股息率组合、低股息率组合。

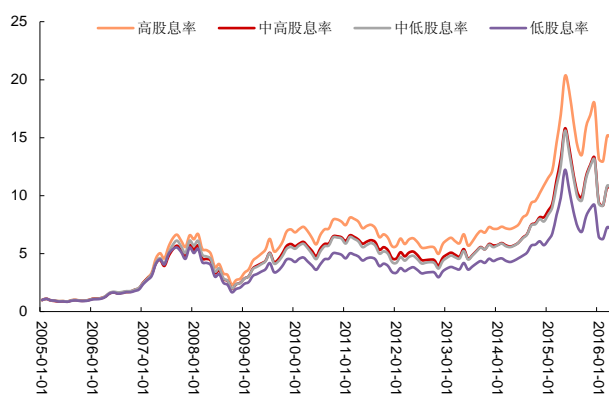
小市值组 4 个组合中有 3 个组合净值走势基本一致，说明股息率对于小市值股票区分度不够大。即股息率指标对于小市值股票不适用。

图2：小市值股息率分层组合净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图3：中大市值股息率分层组合净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 市值与股息率的相关性

市值与股息率投资值得探讨的第二个问题是：大市值的公司是否股息率更高？在 2005-2015 区间段，我们分别选择 2005 年 1 月 31 日，2010 年 1 月 29 日，2015 年 1 月 30 日三个时间点，考察市值与股息率之间的相关性。

具体方法如下：

1. 为剔除行业影响，所有的分析都是行业内进行；
2. 相关性算法采用 spearman 秩相关系数。为了排除秩相关系数中的无效干扰信息，对其进行显著性检验，显著性水平  $\alpha=0.05$ 。每期检验时查询对应时期行业相关股票数量，得到秩相关系数临界值，从而判断是否具有显著相关水平。



2005 年、2010 年、2015 年，市值与股息率显著正相关的行业分别为 21、19、18。所占全部行业数量比例为 72.4%、65.5%、62.1%。以 2015 年为例，其中相关性最高的行业分别为银行（0.74）、食品饮料（0.59）、煤炭行业（0.51），相关度最低的为钢铁（0.00）、计算机（-0.03）、电子元器件（-0.03）。未发现市值与股息率明显反相关的行业。

因此大市值的公司股息率更高的结论是成立的。

**表格6: 市值与股息率相关性系数**

行业名称	2005-01-31	2010-01-29	2015-01-30	行业名称	2005-01-31	2010-01-29	2015-01-30
交通运输	0.26	0.36	0.2	电力及公用事业	0.59	0.3	0.44
传媒	0.62	0.43	0.17	电力设备	0.04	0.16	0.1
农林牧渔	0.13	0.05	0.21	电子元器件	0.33	0.07	-0.03
医药	0.56	0.48	0.27	石油石化	0.24	0.36	0.31
商贸零售	0.29	0.21	0.29	纺织服装	0.25	0.24	0.28
国防军工	0.27	0.15	0.04	综合	0.36	0.54	0.25
基础化工	0.36	0.44	0.21	计算机	0.32	0.05	-0.03
家电	0.59	0.41	0.32	轻工制造	0.41	0.28	0.38
建材	0.32	0.43	0.35	通信	0.48	0.37	0.33
建筑	-0.21	0.09	0.39	钢铁	0.66	0.52	0
房地产	0.36	0.4	0.34	银行	0.6	0.4	0.74
有色金属	0.32	0.46	0.34	非银行金融	0.71	0.53	0.31
机械	0.31	0.2	0.27	食品饮料	0.48	0.54	0.59
汽车	0.34	0.37	0.38	餐饮旅游	0.47	0.41	0.46
煤炭	0.27	0.84	0.51				

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 华泰高股息率选股模型

### 量化选股标准

高股息率选股是有效的，而且对大市值股票更加有效。但是仅仅依据股息率和市值大小来选股，而不考虑财务与估值数据是有风险的。对于投资而言，好股票也必须要有好价格。因此我们在选股的时候加入市盈率和市收率两个指标，用于控制买入价格。

具体的选股标准如下：

1. 总市值在全市场从大到小前 80%；
2. 市盈率在全市场从小到大前 40%（剔除市盈率为负的股票）；
3. 市收率小于 2.5；
4. 满足前三条标准的股票按照股息率从大到小排序，选取股息率最高的前 50 只股票。

### 回溯数据

时间区间：2005 年 1 月 31 日到 2016 年 5 月 31 日；

选股范围：全部 A 股；

股票权重：等权重配置；

调仓频率：每月进行调仓；

交易费用：不考虑交易费用；

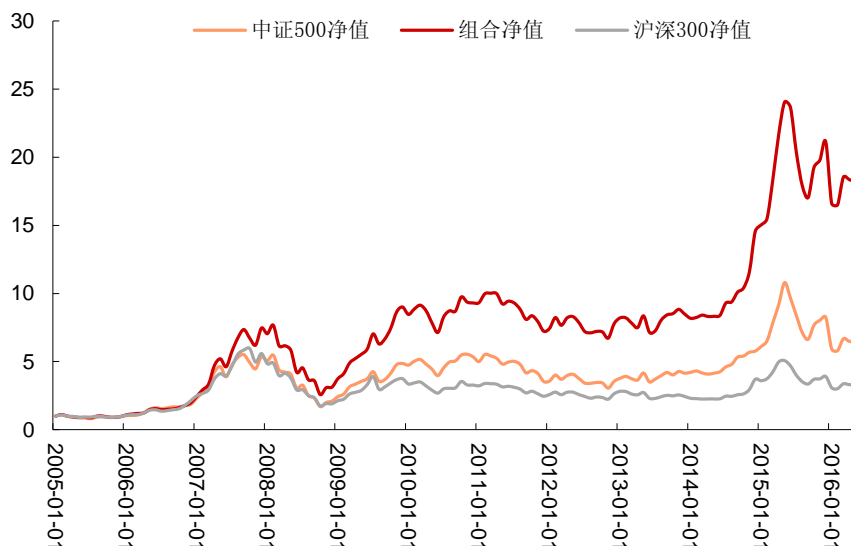
对比基准：沪深 300 指数和中证 500 指数。

## 回测结果分析

### 收益分析

2005 年 1 月到 2016 年 5 月，华泰高股息选股模型总收益率为 1720%，年化收益率为 29.18%；同期沪深 300 和中证 500 的年化收益率分别是 11.17% 和 17.87%。模型相对于沪深 300、中证 500 的年化超额收益率分别为 18.01% 和 11.31%。

图 4： 组合模拟净值



资料来源：Wind、华泰证券研究所

表格 7： 华泰高股息率选股模型整体绩效分析

	总收益	年化收益率	年化波动率	夏普比率	07~08 年度最大回撤率	15~16 年度最大回撤率
奥轩尼斯策略	1720%	29.18%	36.76%	0.794	66.40%	31.40%
中证 500 指数	545%	17.87%	37.24%	0.480	69.30%	46.30%
沪深 300 指数	232%	11.17%	33.39%	0.334	70.80%	40.60%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

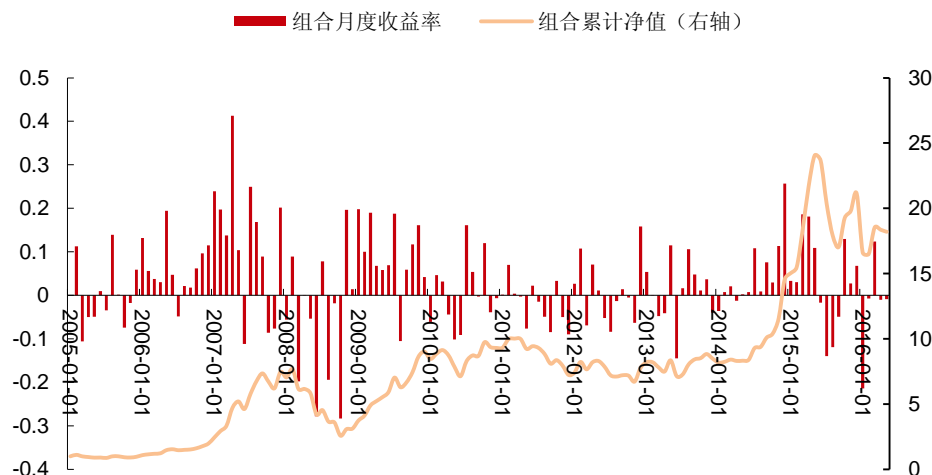
### 胜率分析

对组合每个月的收益进行统计，共 136 个月，84 个月盈利，52 个月亏损，胜率为 61.8%。以 2011 年 1 月 31 日为界，这个日期之前胜率为 64.8%，而在这个日期之后胜率为 58.5%，显示出明显下降。

依据策略每月收益率累加，策略主要收益分为三个阶段：

1. 第一阶段为 2005 年 6 月 30 日到 2008 年 1 月 31 日；
2. 第二阶段为 2008 年 10 月 31 日到 2010 年 10 月 29 日；
3. 第三个阶段为 2014 年 5 月 30 日到 2015 年 6 月 30 日。

这三个阶段收益率依次降低，策略最大的收益率来自于第一阶段，即 2005 年 6 月 30 日到 2008 年 1 月 31 日。由于市值大的蓝筹股股息率更高，模型更加偏好大市值股票，而 05-07 年也正好是大市值股票表现最佳的阶段，所以模型在这一阶段表现最好。

**图5： 组合月度收益率及累计净值**

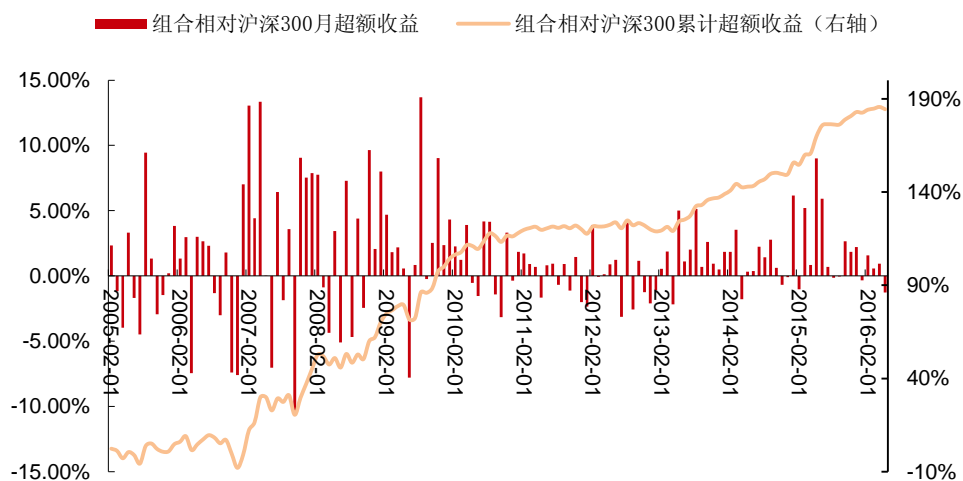
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

**相对业绩分析**

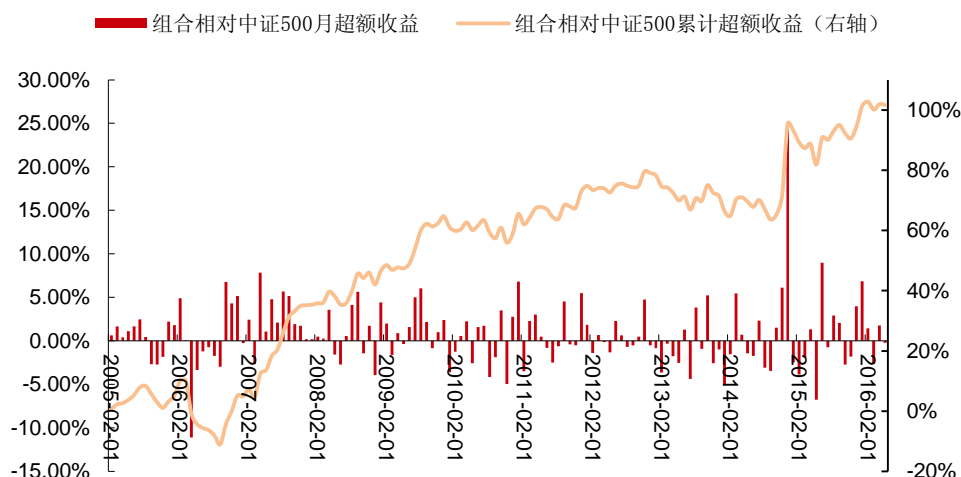
分别以沪深 300 和中证 500 为基准，组合相对于沪深 300 指数以及中证 500 指数的平均胜率分别为 66.2% 和 55.9%。

同样以 2011 年 1 月 31 日为界，在此之前胜率分别为 63.4% 和 66.2%，而在此之后的胜率分别为 69.2% 和 44.6%。由此可见，策略对沪深 300 有着稳定的胜率，但是对中证 500 的胜率却随时期不同而显著不同。

在 2011 年以前对于中证 500 有 66.2% 的胜率，但是在 2011 年以后胜率为 44.6%，低于 50%。这是由于 2011 年以后的行情由小盘股驱动，中证 500 指数走势很强。而对于偏好于大盘股的高股息率组合而言，相对于中证 500 胜率低于 50% 也属正常。值得注意的是，尽管胜率低于 50%，以 2011 年 1 月 31 日为起点，策略相对于中证 500 指数仍有 8.3% 的超额收益。

**图6： 组合相对沪深300 绩效**

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

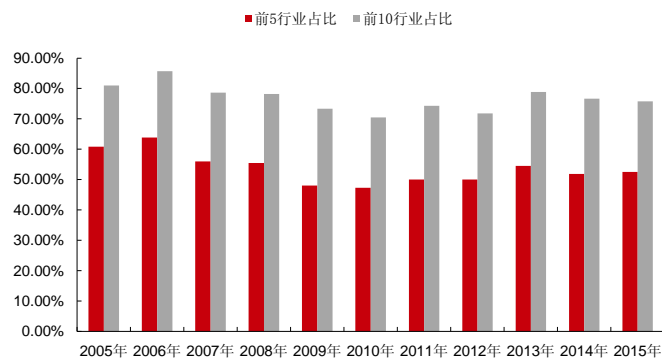
**图7： 组合相对中证 500 绩效**

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 组合的行业分布

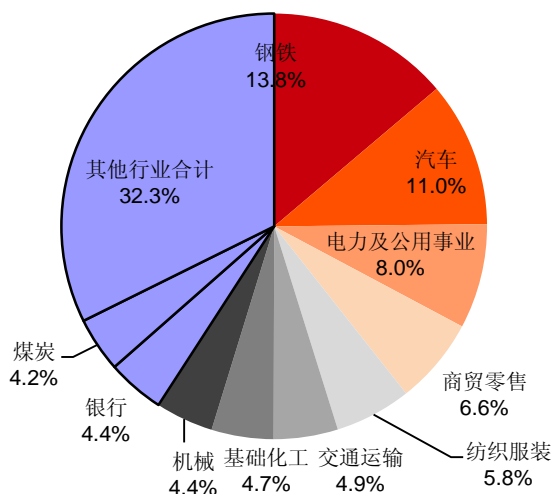
组合每期选择 50 只股票，每年 12 个月，11 年历史数据，总计 6600 次入选（含重复入选）。行业分布特征如下：

1. 周期性行业占压倒性优势，其次是消费股，TMT 类股票入选次数最少；
2. 前五名的行业分别是钢铁、汽车、电力及公用事业、商贸零售、纺织服装，占比分别是 13.8%、11.0%、8.0%、6.6%、5.8%；
3. 钢铁虽然入选次数最多，但是时间上的分布很不均匀，主要是在 05-08 年集中入选，13-15 年入选次数非常少；
4. 汽车和电力及公用事业入选稳定，05-07 年和 13-15 这两个时间段都保持在前三名；05-07 年汽车占比 9.5%，电力及公用事业 8.6%；13-15 年汽车占比 9.1%，电力及公用事业 9.4%；
5. 行业集中度随着时间在下滑，占比前十大的行业占策略组合的比例从 2006 年最高的 85.7% 下降到 2015 年的 75.7%，而前 5 大行业占比从 2006 年的 60.83% 下降的 2015 年 52.5%；虽然行业集中程度略有下降，但是总体而言集中程度仍然较高。

**图8： 组合行业集中度**

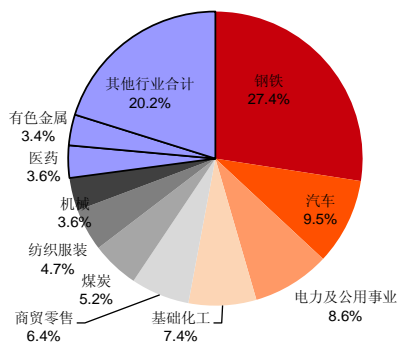
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图9: 05-15 年组合行业占比



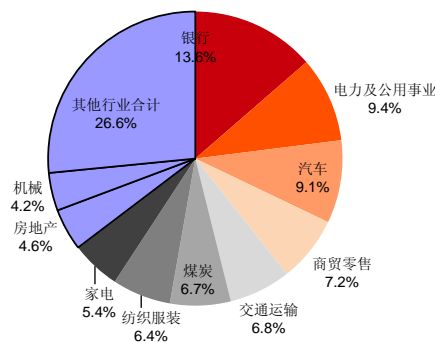
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图10: 05-08 年组合行业占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图11: 13-15 年组合行业占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

表格8: 05-15 年组合行业入选次数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	总计
钢铁	183	162	149	147	53	62	64	42	28	2	20	912
汽车	72	55	44	65	69	72	91	95	71	27	66	727
电力及公用事业	38	77	39	45	20	54	58	25	16	59	94	525
商贸零售	27	33	56	30	61	55	23	19	37	39	54	434
纺织服装	23	29	32	24	33	34	36	56	51	33	32	383
交通运输	3	26	8	26	26	9	38	64	72	43	7	322
基础化工	41	45	48	30	40	20	15	30	9	16	17	311
机械	31	13	21	40	65	20	3	22	37	28	10	290
银行	0	0	0	0	0	0	0	43	80	117	48	288
煤炭	23	44	27	6	15	22	8	10	53	53	14	275
房地产	8	11	4	13	8	41	49	19	10	34	39	236
建筑	2	17	26	14	33	30	24	11	17	27	14	215
石油石化	12	1	12	21	18	28	26	23	15	24	27	207
家电	14	7	8	7	11	15	25	13	19	27	52	198

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	总计
电力设备	13	5	27	23	18	22	19	22	18	11	10	188
医药	16	24	24	26	32	20	27	13	1	0	1	184
轻工制造	4	6	10	5	28	25	32	30	10	9	12	171
电子元器件	10	0	17	20	11	13	19	23	25	15	16	169
有色金属	25	19	17	36	10	0	0	1	3	5	11	127
食品饮料	8	1	3	2	20	9	1	2	8	17	22	93
农林牧渔	23	19	15	10	2	4	5	7	0	1	5	91
建材	5	3	3	4	4	4	3	20	16	6	20	88
综合	0	0	8	5	7	15	6	0	0	6	4	51
计算机	10	3	0	0	10	8	4	0	0	0	0	35
餐饮旅游	0	0	0	0	4	7	11	2	0	0	0	24
非银行金融	0	0	0	0	0	8	13	0	0	0	0	21
传媒	0	0	0	0	0	0	0	8	4	1	5	18
通信	3	0	2	1	2	3	0	0	0	0	0	11
其他	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
国防军工	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 成份股分析

从 2005 年 1 月到 2016 年 5 月, 累计选择了 6850 次只股票, 525 只不同的股票。图 12 统计了出现次数最多的前 40 只股票, 累计 2361 次只, 占比总数的 34.47%, 模型选股相对稳定。

表格9: 模型入选次数前 100 股票

股票名称	入选次数	股票名称	入选次数	股票名称	入选次数	股票名称	入选次数
宝钢股份	109	太钢不锈	49	中集集团	37	上海建工	29
雅戈尔	98	生益科技	48	鞍钢股份	37	阳泉煤业	28
江铃汽车	94	格力电器	48	云铝股份	36	宁波联合	28
宇通客车	89	一汽轿车	48	伟星股份	36	永新股份	27
鲁泰 A	88	山东钢铁	46	东风汽车	36	万丰奥威	27
中国石化	83	紫江企业	46	凌钢股份	36	冀中能源	27
建发股份	80	白云机场	45	大冶特钢	36	四川美丰	27
河钢股份	76	中国石油	44	广州发展	35	金融街	27
杭钢股份	71	江淮汽车	44	华域汽车	35	万华化学	26
武钢股份	68	上汽集团	44	哈药股份	35	华光股份	26
首钢股份	68	深圳能源	44	酒钢宏兴	34	陕鼓动力	26
华能国际	65	农业银行	44	龙净环保	34	工商银行	26
航民股份	59	中国神华	43	穗恒运 A	34	青岛海尔	25
云内动力	57	晨鸣纸业	41	内蒙华电	33	双良节能	25
福耀玻璃	57	大秦铁路	41	上海电力	33	鲁西化工	25
九阳股份	55	万向钱潮	41	建设银行	33	包钢股份	25
双汇发展	55	本钢板材	40	申达股份	32	光大银行	25
国电电力	54	粤电力 A	40	正泰电器	32	大东方	24
新兴铸管	54	*ST 南化	40	安阳钢铁	32	浦发银行	24
南钢股份	53	南宁糖业	39	吉林森工	30	中远航运	23
泸天化	53	*ST 八钢	39	招商银行	30	首旅酒店	23

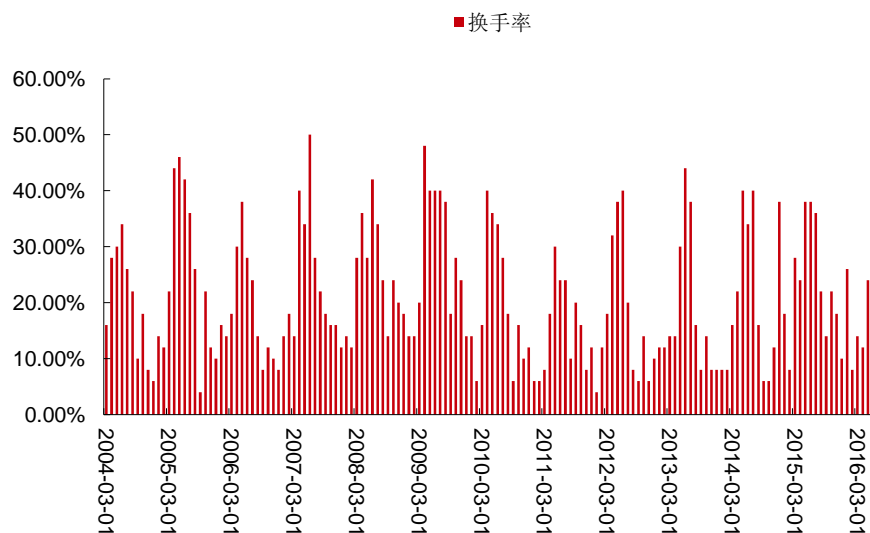
股票名称	入选次数	股票名称	入选次数	股票名称	入选次数	股票名称	入选次数
中能股份	51	国投电力	39	深科技	30	欧亚集团	23
栖霞建设	50	中国银行	39	京能电力	30	三星医疗	23
太阳电缆	50	中化国际	38	广州友谊	30	华电国际	23
马钢股份	49	方大特钢	37	华夏银行	29	腾达建设	23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 换手率分析

组合平均每月换手率 20.90%，年化换手率 2.5 倍。如果交易成本（印花税+交易手续费+冲击成本）设定在 0.6%，每年交易成本 1.50%；如果交易成本设定在 1.0%，每年交易成本 2.51%。

图 12: 组合换手率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 最新一期组合股票列表（2016-06 月）

表格 10: 最新一期组合股票列表

代码	股票名称	所属行业	代码	股票名称	所属行业
000600.SZ	建投能源	电力及公用事业	600720.SH	祁连山	建材
600863.SH	内蒙华电	电力及公用事业	600170.SH	上海建工	建筑
600795.SH	国电电力	电力及公用事业	601006.SH	大秦铁路	交通运输
600011.SH	华能国际	电力及公用事业	600269.SH	赣粤高速	交通运输
600023.SH	浙能电力	电力及公用事业	601088.SH	中国神华	煤炭
600578.SH	京能电力	电力及公用事业	600182.SH	S 佳通	汽车
600027.SH	华电国际	电力及公用事业	600066.SH	宇通客车	汽车
600886.SH	国投电力	电力及公用事业	600104.SH	上汽集团	汽车
600008.SH	首创股份	电力及公用事业	000550.SZ	江铃汽车	汽车
600642.SH	中能股份	电力及公用事业	000951.SZ	中国重汽	汽车
601991.SH	大唐发电	电力及公用事业	601633.SH	长城汽车	汽车
601877.SH	正泰电器	电力设备	002419.SZ	天虹商场	商贸零售



代码	股票名称	所属行业	代码	股票名称	所属行业
600048.SH	保利地产	房地产	600694.SH	大商股份	商贸零售
002083.SZ	孚日股份	纺织服装	600028.SH	中国石化	石油石化
000726.SZ	鲁泰 A	纺织服装	000895.SZ	双汇发展	食品饮料
002394.SZ	联发股份	纺织服装	600664.SH	哈药股份	医药
601339.SH	百隆东方	纺织服装	601939.SH	建设银行	银行
000830.SZ	鲁西化工	基础化工	601398.SH	工商银行	银行
000651.SZ	格力电器	家电	601288.SH	农业银行	银行
002242.SZ	九阳股份	家电	601988.SH	中国银行	银行
000333.SZ	美的集团	家电	601818.SH	光大银行	银行
002035.SZ	华帝股份	家电	601328.SH	交通银行	银行
000418.SZ	小天鹅 A	家电	600000.SH	浦发银行	银行
000786.SZ	北新建材	建材	600036.SH	招商银行	银行
600585.SH	海螺水泥	建材	600015.SH	华夏银行	银行

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：8625 83389999/传真：8625 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：8610 63211166/传真：8610 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com