

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

王湘 执业证书编号: S0570516100001
研究员 0755-82366825
xiangwang@htsc.com

相关研究

- 1《周期研究对大类资产的预测观点》2017.02
- 2《A股红利指数比较研究》2017.02
- 3《华泰价值选股之 FFScore 模型》2017.02

华泰价值选股之“漂亮 50”选股模型

价值-成长 PEG 选股 A 股实证研究

“漂亮 50”投资理念

“漂亮 50”是指美股 1970 年代初期股价大幅上涨的 50 只龙头股，这些股票被视作可以“买入并持有”的优质成长股。“漂亮 50”股票具备基本面良好、业绩稳定增长等特点，尽管其估值不低，但其长期稳定的成长将化解短期的估值压力。

市场环境由“概念炒作”转向“龙头抱团”

自 17 年以来，市场投资风格逐渐从“概念炒作”转向“龙头抱团”，白马龙头股大幅跑赢市场指数。过去多年取得超额收益的小市值因子逐渐失效，价值因子归来，市场逐渐回归价值投资的本质。这种市场环境与美国“漂亮 50”所处的市场环境相似，因此，我们受美股“漂亮 50”启发，推出了华泰 A 股“漂亮 50”组合。

价值-成长因子

价值-成长因子可以同时体现股票的价值属性和成长属性，以经典 PEG 和一致预期 PEG 因子为代表，其中一致预期 PEG 因子采用了分析师对股票的一致预期，更能体现股票未来的成长性和估值。

价值因子和成长因子

与此同时，我们研究了 A 股典型的几种价值因子：PE、PB、ROE，股息率，实证研究发现，4 种经典价值因子的完全满足分层单调性。另一方面，我们也研究了两种典型的成长因子：过去 12 个月的营业收入增长率，过去 12 个月的净利润增长率，尽管此两种成长因子同样满足分层单调性，但各分层组合的区分度不如价值因子显著。相关性分析显示，股息率和 ROE、PE、PB 因子的相关度非常高，说明价值因子具有一定的重合度。

华泰 A 股“漂亮 50”选股模型

- (1) 排除 PE<0，或 PEG<0 的股票，市值最小的 20%的股票；
 - (2) 在每一个时间截面，选取一致预期 PEG 位于行业最低的 2/3 的股票；
 - (3) 所选股票的净利润增长率处于行业最高的 2/3；
 - (4) 所选股票的 ROE 因子处于行业最高的 1/3；
- 若根据上述条件选出的股票数量大于 50 只，则在满足上述条件的股票中选取股息率最高的 50 只股票。

模型在 A 股实证表现优良，超额收益显著

历史回测绩效优良：2005 年 01 月到 2017 年 05 月，华泰“漂亮 50”选股模型的总收益率为 2223.52%，年化收益率为 29.05%，夏普率为 0.88，最大回撤为 70.09%，同期，沪深 300 年化收益率为 11.09%，中证 500 年化收益率为 16.11%。稳定性良好：13 年的回测区间里，共有 12 年华泰“漂亮 50”选股模型跑赢指数。适应市场环境变化：华泰“漂亮 50”选股模型年初以来到 5 月 31 号的收益率达到 6.70%，跑赢沪深 300 和中证 500。

风险提示：模型是对历史规律的总结，不作为直接投资建议。

正文目录

“漂亮 50”投资理念	5
美国市场 “漂亮 50”	5
A 股 “漂亮 50”	5
A 股 “漂亮 50” 因子研究	6
价值-成长因子：PEG	6
经典 PEG	6
一致预期 EPS 分析	7
一致预期 PEG 分层回测	10
价值-成长因子小结	10
价值因子	11
PE 因子测试	11
PB 因子测试	11
ROE 因子测试	12
股息率因子测试	12
价值因子小结	13
成长因子	14
过去 12 个月的营业收入增长率	14
过去 12 个月的净利润增长率	14
成长因子小结	15
三类因子的 IC 测试与相关性研究	16
华泰 A 股 “漂亮 50” 选股模型	18
价值和成长三因子	18
华泰 “漂亮 50” 选股模型回测	20
量化选股标准	20
回测数据	20
模型收益分析	20
多空组合收益分析	21
组合持仓数量	22
组合行业分析	23
成分股分析	24
最新一期股票池	25
换手率分析	26
市值分析	26
总结	27

图表目录

图表 1: 经典 PEG 因子分层回测净值曲线	7
图表 2: 经典 PEG 因子分层回测绩效	7
图表 3: 经典 PEG 因子年度回测绩效	7
图表 4: EPS 预测值与真实值差值比率 (每期中位数)	8
图表 5: EPS 预测值与真实值排名差值比率 (每期中位数)	8
图表 6: 未来 12 个月真实 EPS 排名 v.s. 一致预期 EPS 排名	8
图表 7: 一致预期 EPS 排名 v.s. 当前 EPS 排名	9
图表 8: 未来 12 个月与真实 EPS 排名 v.s. 当前 EPS 排名	9
图表 9: 一致预期 PEG 因子分层回测净值曲线	9
图表 10: 一致预期 PEG 因子分层回测净值曲线	10
图表 11: 一致预期 PEG 因子分层回测绩效	10
图表 12: 一致预期 PEG 因子年度回测绩效	10
图表 13: PE 因子分层回测净值曲线	11
图表 14: PE 因子分层回测绩效	11
图表 15: PB 因子分层回测净值曲线	11
图表 16: PB 因子分层回测绩效	12
图表 17: ROE 因子分层回测净值曲线	12
图表 18: ROE 因子分层回测绩效	12
图表 19: 股息率因子分层回测净值曲线	12
图表 20: 股息率因子分层回测绩效	13
图表 21: 营业收入增长率因子分层回测净值曲线	14
图表 22: 营业收入增长率因子分层回测绩效	14
图表 23: 净利润增长率因子分层回测净值曲线	14
图表 24: 净利润增长率因子分层回测绩效	15
图表 25: 各因子 IC 测试统计量	16
图表 26: 各指标过去 36 个月的相关性强度	16
图表 27: 三因子分层测试绩效	18
图表 28: PEG-净利润增长率因子组合分析	19
图表 29: ROE-PEG 因子组合分析	19
图表 30: 净利润增长-ROE 因子组合分析	20
图表 31: 各模型的净值曲线	21
图表 32: 各模型回测绩效	21
图表 33: 模型分年度收益率	21
图表 34: 多空组合回测绩效	22
图表 35: 模型相对沪深 300 超额收益与多空组合收益	22
图表 36: 模型相对中证 500 超额收益与多空组合收益	22
图表 37: 模型持仓数量	23
图表 38: 各行业入选次数	23
图表 39: 各行业历年入选次数	24

图表 40: 入选次数最多的 50 只股票25

图表 41: 2017 年 5 月 31 日调仓股票池.....25

图表 42: 模型各时间截面换手率26

图表 43: 模型组合市值均值（亿元）26

图表 44: 模型组合市值中位数（亿元）27

“漂亮 50” 投资理念

“漂亮 50” (Nifty Fifty) 是上世纪 70 年代初期美国纽约证券交易所的 50 只备受追捧的大盘股，这些股票被视作可以“买入并持有”的优质成长股，同时也成为七十年代早期牛市行情的重要推动力量。“漂亮 50” 与传统价值蓝筹股的主要区别在于：“漂亮 50” 投资理念不是一味追求低 PE 的股票，而是挑选基本面良好、盈利增长稳定、成长性良好的优质成长股。“漂亮 50” 投资理念认为，静态的高 PE 并不可怕，因为长期、稳定的成长将化解短期的估值压力。

美国市场“漂亮 50”

“漂亮 50” 是指 1970 年代初期股价大幅上涨的 50 只龙头股。1969 年到 1972 年期间“漂亮 50” 大幅上涨，收益超越标普 500；在 20 世纪 80 年代第三次科技革命浪潮开始后，“漂亮 50” 逐步跑输标普 500；2008 年以后，“漂亮 50” 再次超越标普。从长期看，穿越半个世纪的牛熊市，大多数“漂亮 50” 公司仍活跃于资本市场，并且依然是各细分行业的龙头股。

“漂亮 50” 行情的发展有其特殊的时代背景。从上世纪 60 年代初开始，美国经历了一轮经济高速发展的“黄金时代”，美国成为世界超级大国，这个阶段的美国股市热衷于电子概念股票，凡是包含“electronic”的股票都会受到投资者的热捧。但伴随着 70 年代的到来，美国发展进入了一个滞胀期：从美国国内来看，科技的发展陷入低潮期，而朝鲜和越南战争又使得美国外债大幅攀升，伴随布雷顿森林体系濒临崩溃；从外部看，日本和欧洲的崛起导致美国的贸易出现逆差。在这种环境下，炒概念和主题的投资方式难以为继，许多概念股票最后被证实一文不值。市场对未来的不确定性陡增，华尔街机构们开始购买各细分行业的龙头股进行避险。业绩稳定增长、基本面良好的“漂亮 50” 因而可以获得“确定性溢价”。

从产业环境来看，战后“婴儿潮”出生的大批人口到上世纪 60 年代末 70 年代初已经成长为消费主力人群，催生了大量的消费需求，推动了消费产业升级，从而利好以消费龙头为主的“漂亮 50”。

我们总结了“漂亮 50” 具备 3 个典型的特征：(1) 大多是细分领域的龙头股，市场占有率高；(2) 市值、利润率、ROE、股息率等显著高于行业平均和市场平均；(3) 营业收入和利润稳定增长。

A 股“漂亮 50”

A 股当前的市场环境与美国“漂亮 50” 所处的环境具有一定的相似性：(1) 从发达国家经验来看，第三产业占比高于 50% 以后，GDP 增速很难维持在高位，事实上，宏观经济近年来逐步告别高速增长期，在这种以存量市场博弈为主的环境下，行业细分龙头的优势明显，其资源整合能力更强，市场份额将进一步扩大；(2) 投资者对未来经济的发展具有不确定性，因此更倾向于购买确定性较强的龙头股票，从而形成“抱团取暖”；(3) 机构投资者占比的增加，改变了市场投资者的结构，使得市场风格从“概念乱战”逐步走向真正的价值投资。

IPO 的加速使得过去几年取得超额收益的小市值因子逐渐失效而价值因子归来，市场逐渐回归价值投资的本质。投资者更关注企业未来价值的折现，而不是交易对手的博弈。今年以来股市投资风格逐渐从“概念炒作”转向“龙头抱团”，格力电器、美的集团、招商银行、贵州茅台、云南白药等白马龙头股跑赢市场。

为了适应新的市场环境，我们推出华泰 A 股“漂亮 50” 选股模型：与美股“漂亮 50” 略有不同，我们的选股不局限于消费股，而是选择各行业基本面良好并具有成长确定性的龙头股；另一方面，不同于美股“漂亮 50” 简单的“Buy and Hold” 买入持有策略，我们的模型定期调仓，每期选择同时具备价值属性和成长属性的白马组合。

A 股“漂亮 50”因子研究

“漂亮 50”投资思路与传统价值投资思路的差别在于：传统价值投资的目标是购买“便宜”的股票，或者说被市场低估的股票，而“漂亮 50”投资的思路是在基本面和成长性良好的股票中挑选相对被低估的股票。“漂亮 50”不是一味拒绝 PE 高的股票，因为上市公司长期盈利持续增长将使得目前看起来“昂贵”的估值在未来反而相对“便宜”。

基于此思路，我们测试了三类选股因子：价值-成长因子、价值因子、成长因子。价值-成长因子可以同时表现股票的价值属性和成长属性，典型代表是 PEG，是我们投资策略的核心指标。除此之外，我们还考虑经典的、经过市场检验的价值因子和成长因子，进一步筛选出基本面优良、而价值还未被完全发掘的“漂亮 50”股票组合。

价值-成长因子：PEG

价值-成长因子可以同时体现股票的价值属性和成长属性。PEG 因子就是一种典型的价值-成长因子，同时考虑反映价值属性的 PE 和反映成长属性的 EPS 增长率，其计算规则如下：

$$PEG = PE / \text{过去 12 个月的 EPS 增长率}$$

这是经典的 PEG 因子的计算方法，采用的都是历史财务报告的真实信息，其优点在于数据是真实客观的，不存在人为估计的部分，但其缺点也是同样明显：过去的 EPS 增长率只能表明该股票过去的成长性良好，不能确定其未来能保持同样的增长势头。

因此，我们也采用了未来 12 个月的一致预期 EPS 增长率来代替过去 12 个月的 EPS 增长率的计算方法，我们称其为一致预期 PEG，其计算规则如下：

$$\text{一致预期 PEG} = PE / \text{未来 12 个月的一致预期 EPS 增长率}$$

在假定分析师对股票的一致预期是相对可靠的条件下，一致预期 PEG 相比经典 PEG 更能反映股票的价值成长属性，有助于选出成长性良好而价值又相对被低估的“绩优股”。

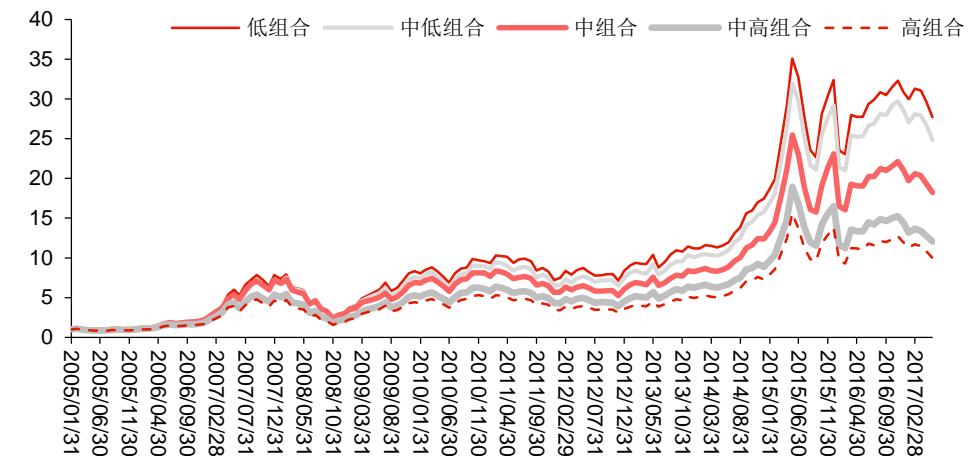
经典 PEG

分层回测的规则如下：

1. 回测时间：2005 年 1 月 1 日-2017 年 5 月 31 日；
2. 可交易股票池：A 股所有股票，剔除上市 30 天以内的股票、停牌股；
3. 对任意一个截面，在每个中信 1 级行业内部，在 $PE > 0$ 且 EPS 增长大于 0 的条件下，根据 PEG 因子，将可交易股票池分为 5 层：低组合，中低组合，中组合，中高组合，高组合，分别对应 PEG 位于行业 0-20%，20%-40%，40%-60%，60%-80%，80%-100%分位数之间的股票。
4. 将不同行业的低组合，中低组合，中组合，中高组合，高组合的股票汇总，组成当前截面的总的低组合，中低组合，中组合，中高组合，高组合；
5. 各组合内股票按等权重配置，按月调仓。

分层回测结果如下图所示。

图表1：经典 PEG 因子分层回测净值曲线



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表2：经典 PEG 因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	2672.34%	30.91%	37.09%	0.83	-68.83%
中低组合	2384.23%	29.75%	35.31%	0.84	-67.84%
中组合	1722.21%	26.53%	35.93%	0.74	-67.36%
中高组合	1105.77%	22.37%	36.24%	0.62	-66.78%
高组合	900.26%	20.53%	37.24%	0.55	-67.73%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

此外，我们还计算了经典 PEG 因子各分层在不同年份的表现情况，并统计了每年的最优组合。

图表3：经典 PEG 因子年度回测绩效

	低组合	中低组合	中组合	中高组合	高组合	最优组合
2005 年收益绩效	0.28%	4.74%	3.49%	-1.80%	-8.36%	中低组合
2006 年收益绩效	124.57%	118.35%	115.18%	88.14%	81.87%	低组合
2007 年收益绩效	248.32%	216.73%	225.18%	191.37%	176.41%	低组合
2008 年收益绩效	-60.16%	-57.93%	-58.47%	-58.10%	-57.34%	高组合
2009 年收益绩效	165.98%	148.87%	129.79%	133.69%	125.13%	低组合
2010 年收益绩效	15.38%	18.05%	17.09%	15.98%	17.18%	中低组合
2011 年收益绩效	-24.92%	-27.20%	-30.06%	-29.53%	-34.15%	低组合
2012 年收益绩效	16.28%	15.27%	7.91%	5.36%	5.23%	低组合
2013 年收益绩效	33.82%	34.01%	35.55%	37.48%	37.83%	高组合
2014 年收益绩效	55.46%	56.77%	49.47%	42.53%	46.93%	中低组合
2015 年收益绩效	85.98%	84.91%	86.46%	85.56%	89.85%	高组合
2016 年收益绩效	-4.63%	-2.11%	-8.87%	-12.59%	-13.39%	中低组合
2017 年收益绩效	-10.28%	-13.05%	-13.35%	-16.41%	-16.40%	低组合

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

一致预期 EPS 分析

一致预期 PEG 指标的关键在于分析师一致预期 EPS。为了研究一致预期 EPS 是否准确，我们测试了一致预期 EPS 与 12 个月后的 EPS 真实值的差距。

首先，我们测试了一致预期 EPS 与真实值的差值比率，计算公式如下：

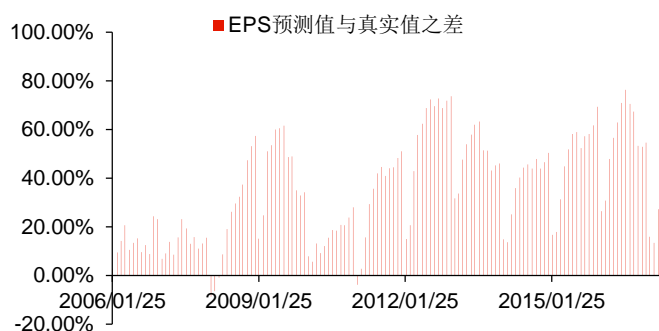
$$\text{EPS 预测值与真实值的差值比率} = \frac{\text{一致预期 EPS} - \text{EPS 真实值}}{\text{EPS 真实值}}$$

我们统计了每期差值比率的中位数，发现 EPS 的预测值在大多数时间截面都大于 EPS 真实值，说明分析师对股票的 EPS 增长普遍过于乐观，在一定程度上高估了股票的盈利增长。尽管如此，我们的目的是选股，而不是对股票进行估值计算，因此我们只需要知道股票的相对排名。我们统计了 EPS 预测值与真实值的排名差值比率，计算公式如下：

$$\text{EPS 预测值与真实值的排名差值比率} = \frac{|\text{一致预期 EPS 排名} - \text{EPS 真实值排名}|}{\text{总股票数量}}$$

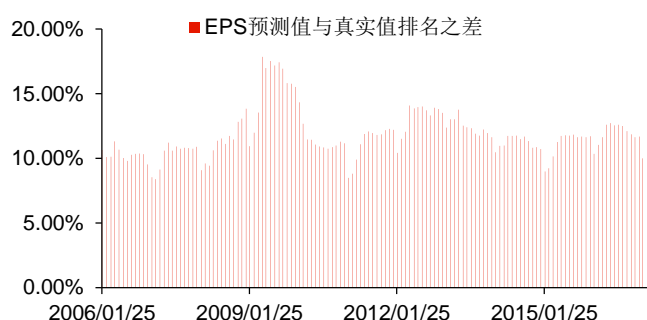
结果显示，EPS 预测值与真实值的排名差值比率在 10% 左右，说明预测排名和真实排名的差值的绝对值，相对于股票池的总数长期处于较低水平，这说明一致预期 EPS 尽管相对乐观，但对于估计股票在股票池中的相对排位是较为精确的。

图表4： EPS 预测值与真实值差值比率（每期中位数）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

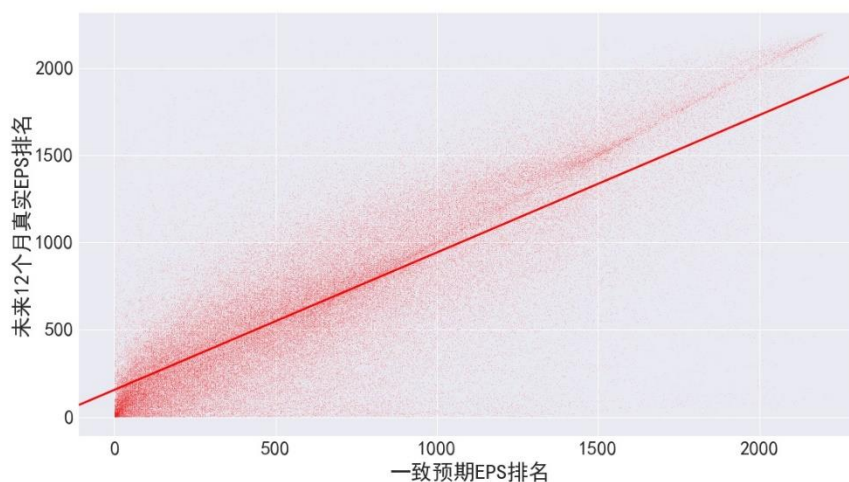
图表5： EPS 预测值与真实值排名差值比率（每期中位数）



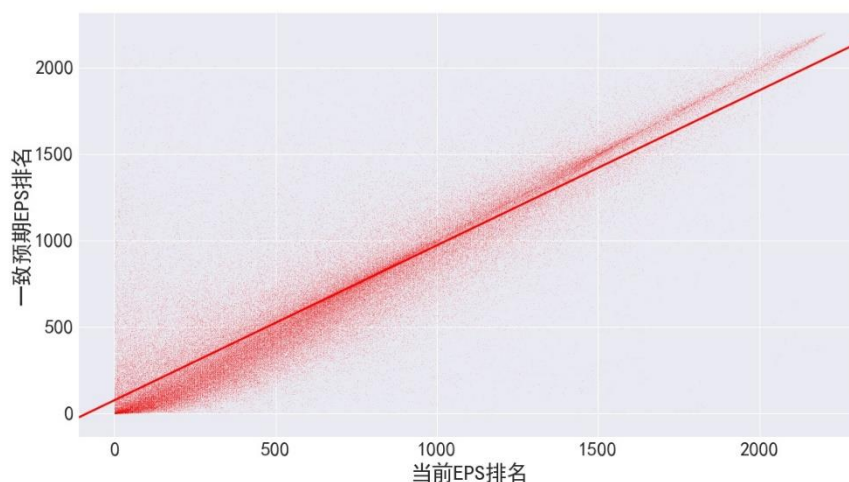
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

我们也对一致预期 EPS 排名、未来 12 个月真实 EPS 排名和当前 EPS 排名两两进行了回归分析，分析结果展示如图表 6-9 所示。

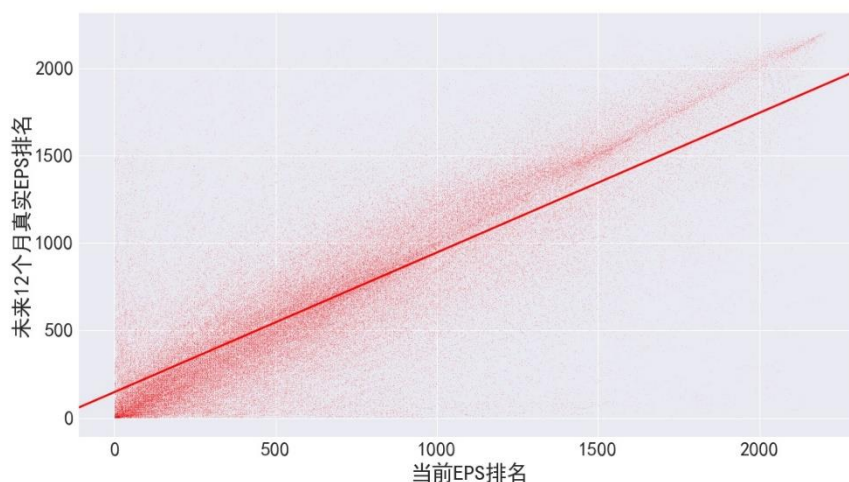
图表6： 未来 12 个月真实 EPS 排名 v.s. 一致预期 EPS 排名



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表7： 一致预期 EPS 排名 v.s. 当前 EPS 排名

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表8： 未来 12 个月与真实 EPS 排名 v.s. 当前 EPS 排名

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表9： 一致预期 PEG 因子分层回测净值曲线

	截距	回归系数	t 值	p 值
一致预期 EPS 排名-未来 12 个月真实 EPS 排名	154.89	0.79	120.57	0.00%
当前 EPS 排名-一致预期 EPS 排名	75.30	0.90	81.61	0.00%
当前 EPS 排名-未来 12 个月真实 EPS 排名	146.54	0.80	116.90	0.00%

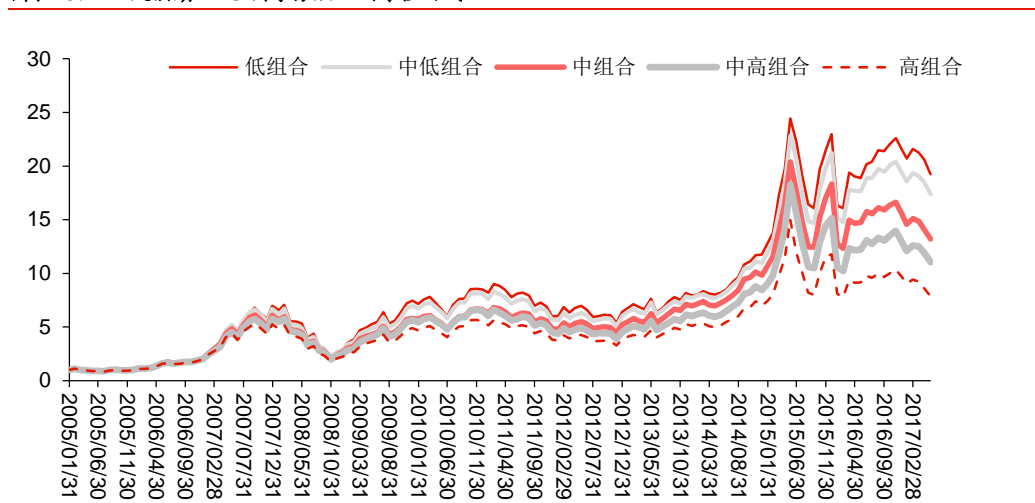
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

一致预期 EPS 排名与未来 12 个月真实 EPS 排名有较高的相关性，t 值达到 120.57，说明分析师预测股票在股票池中的相对排位是比较精确的；当前 EPS 排名和一致预期 EPS 排名相关性也较高，t 值达到 81.61，说明分析师的一致预期依据于股票当前的 EPS 相对排名；当前 EPS 排名和未来 12 个月真实 EPS 排名也具有较高相关性，t 值达到 116.90，说明股票的 EPS 相对排名具有延续效应。

一致预期 PEG 分层回测

同时一致预期 PEG 因子的分层回测结果如下图所示(规则与经典 PEG 因子一致):

图表10: 一致预期 PEG 因子分层回测净值曲线



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 一致预期 PEG 因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	1822.86%	27.09%	37.62%	0.72	-69.18%
中低组合	1638.41%	26.05%	36.38%	0.72	-67.54%
中组合	1220.64%	23.27%	35.83%	0.65	-66.64%
中高组合	1003.56%	21.49%	36.11%	0.60	-65.80%
高组合	686.28%	18.20%	37.31%	0.49	-67.07%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 一致预期 PEG 因子年度回测绩效

	低组合	中低组合	中组合	中高组合	高组合	最优组合
2005 年收益绩效	5.11%	5.14%	2.18%	-0.02%	-2.53%	中低组合
2006 年收益绩效	93.32%	101.71%	103.04%	99.71%	102.92%	中组合
2007 年收益绩效	243.24%	216.04%	193.25%	188.25%	164.90%	低组合
2008 年收益绩效	-58.65%	-56.88%	-56.44%	-56.98%	-57.31%	中组合
2009 年收益绩效	157.92%	141.51%	119.12%	127.50%	117.73%	低组合
2010 年收益绩效	14.04%	15.82%	14.04%	15.69%	12.88%	中低组合
2011 年收益绩效	-29.34%	-29.54%	-26.35%	-30.69%	-30.55%	中组合
2012 年收益绩效	6.91%	5.80%	7.28%	0.60%	0.70%	中组合
2013 年收益绩效	23.51%	27.76%	33.11%	32.08%	32.42%	中组合
2014 年收益绩效	48.33%	42.27%	41.16%	40.94%	37.09%	低组合
2015 年收益绩效	95.59%	93.74%	86.31%	78.97%	68.88%	低组合
2016 年收益绩效	-5.78%	-8.45%	-14.76%	-14.12%	-17.44%	低组合
2017 年收益绩效	-11.11%	-10.54%	-15.42%	-15.11%	-19.20%	中低组合

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

价值-成长因子小结

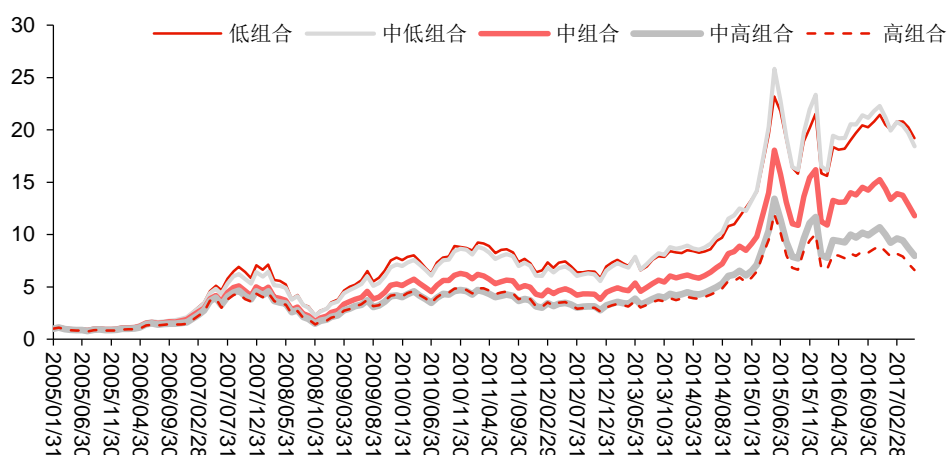
在本章节, 我们测试了两种价值-成长因子: 经典 PEG 因子和一致预期 PEG 因子, 实证研究结果显示: 经典 PEG 因子和一致预期 PEG 因子的分层效果都十分显著, 其中经典 PEG 因子的低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 30.91%、29.75%、26.53%、22.37%、20.53%; 一致预期 PEG 因子的低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 27.09%、26.05%、23.27%、21.49%、18.20%。

价值因子

价值-成长因子是 A 股“漂亮 50”选股的核心指标，而除此之外，我们还将考虑结合价值因子和成长因子。在本小节，我们测试了 A 股典型的几种价值因子：PE，PB，ROE，股息率。

PE 因子测试

图表13： PE 因子分层回测净值曲线



资料来源：Wind，华泰证券研究所

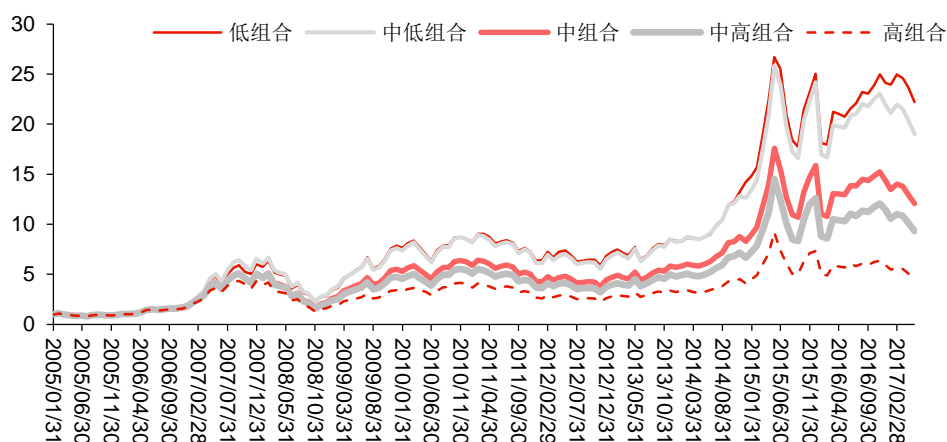
图表14： PE 因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	1820.07%	27.07%	34.96%	0.77	-67.91%
中低组合	1741.33%	26.64%	35.79%	0.74	-65.23%
中组合	1080.11%	22.16%	36.86%	0.60	-66.77%
中高组合	697.80%	18.34%	38.73%	0.47	-68.27%
高组合	560.43%	16.54%	40.85%	0.40	-68.47%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

PB 因子测试

图表15： PB 因子分层回测净值曲线

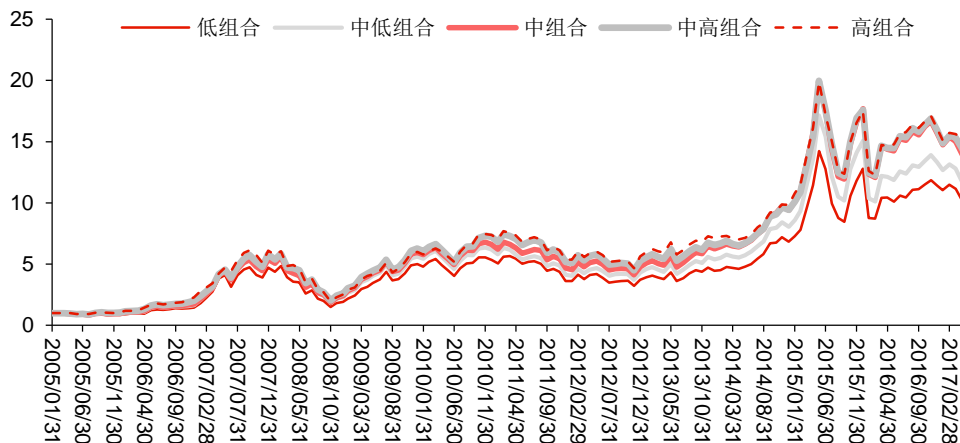


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16: PB 因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	2122.02%	28.59%	37.57%	0.76	-64.59%
中低组合	1802.18%	26.98%	37.97%	0.71	-65.78%
中组合	1105.65%	22.37%	37.85%	0.59	-67.58%
中高组合	830.94%	19.83%	38.09%	0.52	-69.14%
高组合	361.97%	13.21%	37.30%	0.35	-70.39%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

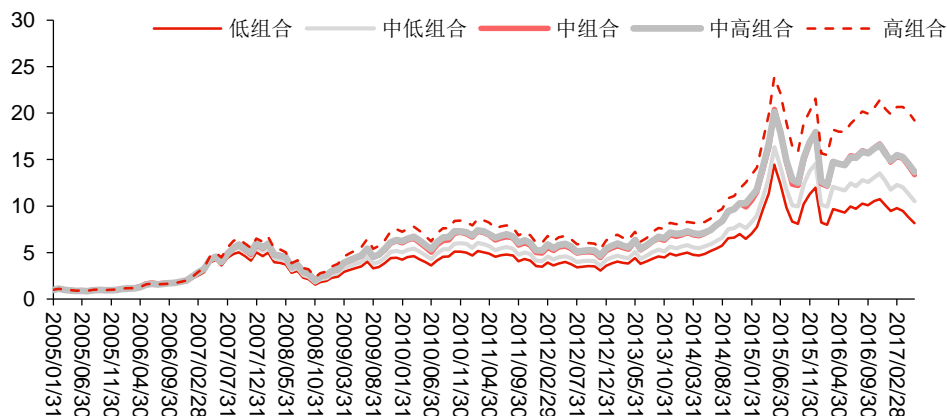
ROE 因子测试**图表17: ROE 因子分层回测净值曲线**

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: ROE 因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	845.30%	19.98%	40.64%	0.49	-69.07%
中低组合	995.88%	21.42%	39.34%	0.54	-67.22%
中组合	1200.25%	23.12%	37.48%	0.62	-66.65%
中高组合	1248.23%	23.48%	36.07%	0.65	-65.34%
高组合	1325.87%	24.04%	34.33%	0.70	-68.10%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

股息率因子测试**图表19: 股息率因子分层回测净值曲线**

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20：股息率因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	714.99%	18.54%	38.31%	0.48	-69.14%
中低组合	952.82%	21.03%	36.73%	0.57	-67.84%
中组合	1236.88%	23.40%	36.52%	0.64	-66.01%
中高组合	1265.70%	23.61%	35.54%	0.66	-65.99%
高组合	1823.01%	27.09%	34.72%	0.78	-64.74%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

价值因子小结

实证研究结果显示：

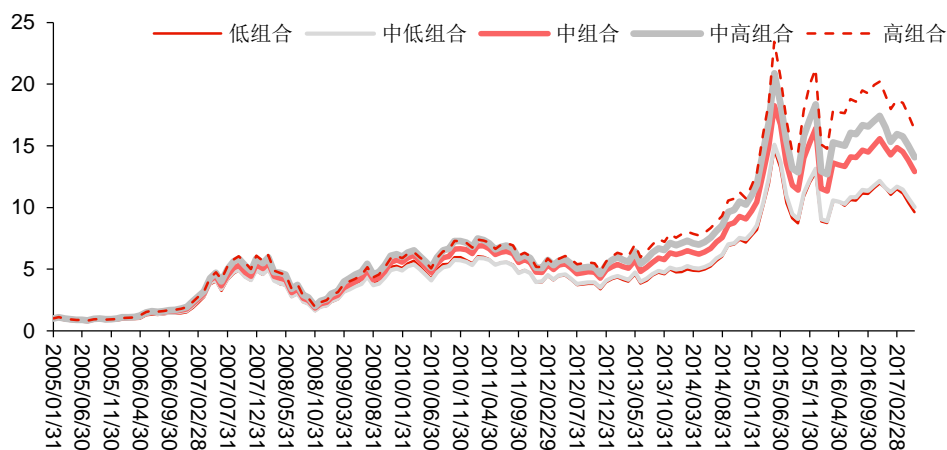
1. PE 越低的组合收益率越高，低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 27.07%、26.64%、22.16%、18.34%、16.54%；
2. PB 越低的组合收益率越高，低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 28.59%、26.98%、22.37%、19.83%、13.21%；
3. ROE 越高的组合收益率越高，低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 19.98%、21.42%、23.12%、23.48%、24.04%；
4. 股息率越高的组合收益率越高，低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合的年化收益率为 18.54%、21.03%、23.40%、23.61%、27.09%；
5. 测试的 4 个价值因子均满足单调，其中 PB 的分层效果最为显著。

成长因子

本部分我们测试了几种典型的成长因子：过去 12 个月的营业收入增长率，过去 12 个月的净利润增长率，测试方法与 PEG 因子相同，在每个中信一级行业中按照增长率的大小分为低组合、中低组合、中组合、中高组合、高组合，综合计算各组合的收益。

过去 12 个月的营业收入增长率

图表21： 营业收入增长率因子分层回测净值曲线



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

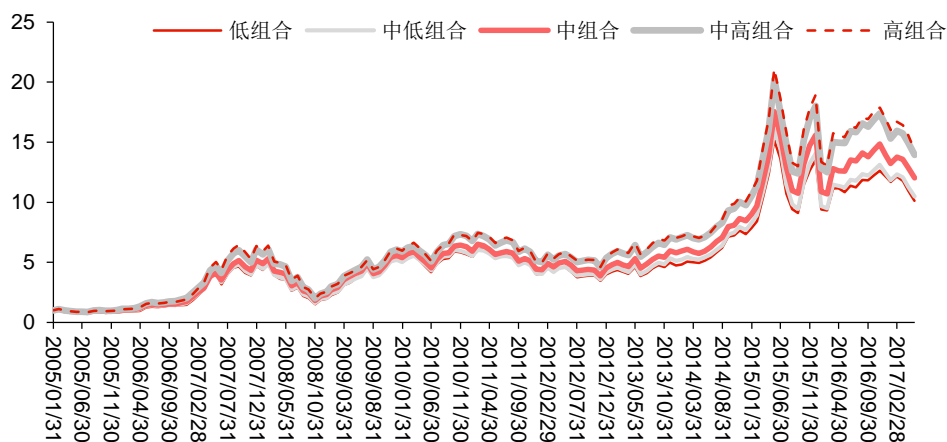
图表22： 营业收入增长率因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	863.37%	20.16%	39.30%	0.51	-67.80%
中低组合	902.45%	20.55%	37.91%	0.54	-67.26%
中组合	1192.14%	23.06%	36.81%	0.63	-66.66%
中高组合	1307.23%	23.91%	36.57%	0.65	-66.16%
高组合	1534.85%	25.43%	37.49%	0.68	-68.64%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

过去 12 个月的净利润增长率

图表23： 净利润增长率因子分层回测净值曲线



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表24： 净利润增长率因子分层回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
低组合	912.00%	20.64%	40.20%	0.51	-68.66%
中低组合	948.29%	20.99%	38.26%	0.55	-66.86%
中组合	1102.11%	22.34%	36.74%	0.61	-65.59%
中高组合	1295.07%	23.82%	36.11%	0.66	-66.98%
高组合	1336.98%	24.12%	37.64%	0.64	-68.60%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

成长因子小结

实证研究结果显示：两种典型成长因子的分层单调性较好，其中营业收入增长率因子的收益率呈严格单调（营业收入增长率越高收益率越高），净利润增长率因子的收益率也呈严格单调。但这两个成长因子的分层效果不如价值因子显著，各组合的收益率曲线十分接近，区分度不足。

三类因子的 IC 测试与相关性研究

因子的 IC 值是指因子在第 T 期的暴露度和第 T+1 期的收益率之间的相关系数，即：

$$IC_d^T = \text{corr}(\overrightarrow{R^{T+1}}, \overrightarrow{d^T})$$

其中， IC_d^T 表示因子 d 第 T 期的 IC 值， $\overrightarrow{R^{T+1}}$ 代表所有个股第 T+1 期的收益率向量， $\overrightarrow{d^T}$ 表示所有个股在第 T 期在因子 d 上的暴露度。

测试模型的构建方法如下：

1. 可交易股票池条件、测试区间、截面期与回归分析相同；
2. 因子值在去极值、标准化、去空值后，计算 T+1 期的收益率和第 T 期因子的 IC 值 IC_d^T ，综合所有截面期的 IC_d^T 可以得到一个 $\{IC_d^T\}$ 序列；
3. 根据 $\{IC_d^T\}$ 序列计算以下统计量：
 - a) $\{IC_d^T\}$ 序列的均值——因子的显著性；
 - b) $\{IC_d^T\}$ 序列的标准差——因子的稳定性；
 - c) IR 比率： $\{IC_d^T\}$ 序列的均值除以 $\{IC_d^T\}$ 序列的标准差——因子的有效性；
 - d) |IC| 均值： $\{IC_d^T\}$ 序列绝对值的均值——因子的解释性；
 - e) IC 值的累积曲线——随时间变化效果是否稳定。

我们测试了上述因子的 IC 值序列，并计算相应的统计量。由于 PEG 因子、PE 因子、PB 因子的逻辑是“指标越小的组合收益率越高”，因此我们在测试 IC 时，对这些指标取倒数处理。

图表25： 各因子 IC 测试统计量

	IC 均值	IC 标准差	IR 比率	IC >0.02 占比	IC>0 占比
1/经典 PEG	1.46%	10.01%	0.146	84.83%	53.79%
1/一致预期 PEG	1.93%	9.02%	0.214	86.21%	58.62%
1/PE	1.05%	17.00%	0.062	88.97%	51.72%
股息率	1.16%	11.52%	0.101	86.90%	50.34%
1/PB	2.75%	16.79%	0.164	93.10%	55.86%
营业收入增长率	-0.07%	7.71%	-0.009	79.31%	44.83%
净利润增长率	0.09%	6.26%	0.015	72.41%	49.66%
ROE	-0.06%	13.45%	-0.005	89.66%	46.90%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们使用相关性强度指标来衡量两个因子之间的相关度，计算规则如下：给定因子 A 和 B，我们首先计算因子 A 和 B 的月度相关度序列 $\{Corr_i^{AB}\}$ ，其中 $Corr_i^{AB}$ 是第 i 个月月末这一截面因子 A、B 在所有个股上的因子值的相关系数，为了衡量相关度序列的稳定性和显著性，我们构造了一个相关性强度指标：

$$C_{AB} = \frac{\text{mean}(Corr_i^{AB} | i = 1, \dots, N)}{\text{std}(Corr_i^{AB} | i = 1, \dots, N)}$$

此指标结合了相关度序列的均值和波动性（标准差），能综合反映两个指标之间的相关情况。考虑到 A 股市场环境变化较快，我们计算了各因子两两之间从 2014 年 04 月到 2017 年 04 月的 36 个月时间的相关性强度指标（如图 22 所示）。

图表26： 各指标过去 36 个月的相关性强度

	经典 PEG	一致预期 PEG	PE	PB	股息率	ROE	营收增长率	净利润增长率
经典 PEG	-	-0.41	-4.41	-1.10	2.09	2.29	3.10	3.30
一致预期 PEG	-0.41	-	4.28	3.62	-2.92	1.91	-0.40	0.65
PE	-4.41	4.28	-	3.06	-5.04	0.64	1.07	0.49
PB	-1.10	3.62	3.06	-	-20.10	1.21	3.63	-0.20
股息率	2.09	-2.92	-5.04	-20.10	-	7.30	-2.35	1.62
ROE	2.29	1.91	0.64	1.21	7.30	-	7.01	3.68
营收增长率	3.10	-0.40	1.07	3.63	-2.35	7.01	-	4.75
净利润增长率	3.30	0.65	0.49	-0.20	1.62	3.68	4.75	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所

各因子的 IC 测试结果显示：经典 PEG、一致预期 PEG、PE、PB 和股息率因子的效果显著，IC 均值都在 1% 以上，而营业收入增长率、净利润增长率和 ROE 因子的 IC 不显著。各因子的相关性强度分析显示：PB 与股息率呈显著的负相关性，36 个月的相关性强度达到 -20.10；此外，股息率和 PE 也呈显著的负相关，ROE 和股息率呈显著正相关，营业收入增长率和 ROE 呈显著正相关。另一方面，经典 PEG 和一致预期 PEG 与其他因子的相关度均不高，说明价值-成长因子独立性较强，不易与价值因子、成长因子产生重叠效应。

华泰 A 股“漂亮 50”选股模型

“漂亮 50”选股的基本思想是：(1) 选取基本面良好、成长性好的“绩优股”，(2) 在这些“绩优股”中选取价值相对被低估的股票。基于此思路，我们首先研究了两种价值-成长因子，经典 PEG 因子和一致预期 PEG 因子。我们发现两种 PEG 因子在分层回测中效果显著，考虑到一致预期因子可以反映企业未来的价值，同时我们通过实证研究发现分析师对股票相对排名的一致预期较准确，因此我们的模型采用**一致预期 PEG 因子**作为核心指标。另一方面，我们也对典型的价值因子和成长因子进行了研究，研究了各因子的分层效果、IC 测试和相关性。为了防止过拟合，我们采用尽可能少的因子，在价值因子中考虑**ROE 因子**，在成长因子中考虑**过去 12 个月的净利润增长率**。

价值和成长三因子

如上文所述，我们选取了价值-成长因子中的一致预期 PEG 因子，价值因子中的 ROE 因子，成长因子中的过去 12 个月净利润增长率作为华泰“漂亮 50”模型的三个主因子。我们参考 Fama-French 三因子研究方法，将一致预期 PEG 因子、ROE 因子、过去 12 个月净利润增长率因子分别分为低、中、高 3 个组合，并形成 $3 \times 3 \times 3 = 27$ 个组合，具体计算规则如下：

1. 在可交易股票池中去除 $PE < 0$ ， $PEG < 0$ 的股票、或市值最小的 20% 的股票；
2. 将符合条件的股票根据 3 个因子（每个因子分 3 层）分为 27 个投资组合，组合的形式如低 PEG-中 ROE-高净利润增长率；
3. 计算各投资组合的收益率、夏普率、最大回撤、今 3 年平均持仓市值、平均持仓数量等。

分层结果如下表所示：

图表27：三因子分层测试绩效

	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值（亿元）	平均持仓数量
低 PEG-低利润增长-低 ROE	749.96%	18.95%	40.05%	0.47	-73.72%	141.77	82.01
低 PEG-低利润增长-中 ROE	1147.60%	22.71%	37.74%	0.60	-67.67%	190.42	38.62
低 PEG-低利润增长-高 ROE	1855.33%	27.26%	37.32%	0.73	-66.17%	292.60	25.11
低 PEG-中利润增长-低 ROE	2071.39%	28.35%	38.18%	0.74	-67.35%	145.72	24.15
低 PEG-中利润增长-中 ROE	1899.02%	27.49%	37.67%	0.73	-66.32%	193.16	32.74
低 PEG-中利润增长-高 ROE	1269.64%	23.64%	35.12%	0.67	-71.02%	346.10	33.54
低 PEG-高利润增长-低 ROE	1836.44%	27.16%	39.14%	0.69	-65.61%	140.20	29.60
低 PEG-高利润增长-中 ROE	1906.84%	27.53%	36.94%	0.75	-70.04%	190.41	31.77
低 PEG-高利润增长-高 ROE	2782.99%	31.33%	36.80%	0.85	-75.05%	285.28	41.68
中 PEG-低利润增长-低 ROE	399.70%	13.93%	37.99%	0.37	-66.96%	174.55	44.62
中 PEG-低利润增长-中 ROE	628.64%	17.47%	36.36%	0.48	-66.12%	235.31	29.09
中 PEG-低利润增长-高 ROE	617.50%	17.33%	34.68%	0.50	-71.83%	364.59	19.15
中 PEG-中利润增长-低 ROE	390.63%	13.76%	39.58%	0.35	-73.32%	182.42	23.28
中 PEG-中利润增长-中 ROE	923.75%	20.76%	36.25%	0.57	-68.05%	200.39	43.69
中 PEG-中利润增长-高 ROE	1555.93%	25.56%	33.52%	0.76	-65.00%	281.43	48.40
中 PEG-高利润增长-低 ROE	1188.43%	23.03%	40.44%	0.57	-69.33%	155.90	24.23
中 PEG-高利润增长-中 ROE	1731.48%	26.59%	37.40%	0.71	-64.08%	148.91	38.05
中 PEG-高利润增长-高 ROE	1861.99%	27.30%	34.50%	0.79	-67.35%	242.79	52.90
高 PEG-低利润增长-低 ROE	344.92%	12.87%	40.71%	0.32	-69.18%	174.65	51.16
高 PEG-低利润增长-中 ROE	378.26%	13.53%	37.59%	0.36	-67.17%	232.55	27.23
高 PEG-低利润增长-高 ROE	571.91%	16.70%	38.12%	0.44	-67.36%	424.99	16.83
高 PEG-中利润增长-低 ROE	318.64%	12.31%	39.63%	0.31	-66.97%	260.01	28.61
高 PEG-中利润增长-中 ROE	740.55%	18.84%	36.69%	0.51	-65.14%	181.95	44.95
高 PEG-中利润增长-高 ROE	710.29%	18.49%	34.69%	0.53	-64.21%	221.82	45.10
高 PEG-高利润增长-低 ROE	587.98%	16.93%	39.69%	0.43	-69.21%	150.65	27.72
高 PEG-高利润增长-中 ROE	737.40%	18.80%	37.94%	0.50	-71.84%	166.16	38.29
高 PEG-高利润增长-高 ROE	1421.48%	24.70%	34.43%	0.72	-65.93%	229.68	58.68

资料来源：Wind，华泰证券研究所

同时我们将一致预期 PEG 因子、ROE 因子、过去 12 个月净利润增长率因子进行两两组合，也按照低、中、高的方式进行分层，对各个组合进行了绩效分析。

图表28: PEG-净利润增长率因子组合分析

低净利润增长							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	1007.61%	21.53%	38.39%	0.56	-69.60%	179.97	143.33
中 PEG	521.23%	15.96%	36.16%	0.44	-68.02%	222.24	90.90
高 PEG	335.64%	12.67%	38.43%	0.33	-68.49%	227.05	93.18
中净利润增长							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	1735.17%	26.61%	36.26%	0.73	-68.33%	242.06	88.38
中 PEG	1019.85%	21.64%	35.02%	0.62	-66.78%	234.15	112.98
高 PEG	611.01%	17.24%	35.91%	0.48	-65.62%	210.53	116.28
高净利润增长							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	2318.91%	29.47%	36.65%	0.80	-69.57%	214.02	100.74
中 PEG	1661.93%	26.19%	36.10%	0.73	-67.15%	186.84	113.13
高 PEG	964.58%	21.14%	35.98%	0.59	-67.77%	190.68	122.19

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: ROE-PEG 因子组合分析

低 ROE							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	1189.92%	23.04%	38.92%	0.59	-69.43%	142.00	138.07
中 PEG	575.55%	16.75%	38.39%	0.44	-68.54%	171.61	94.79
高 PEG	377.26%	13.51%	39.47%	0.34	-69.03%	185.64	110.23
中 ROE							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	1545.12%	25.49%	36.86%	0.69	-67.57%	191.54	104.23
中 PEG	1018.17%	21.62%	36.14%	0.60	-66.82%	189.98	114.19
高 PEG	640.90%	17.63%	36.90%	0.48	-67.65%	188.59	114.88
高 ROE							
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤	近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
低 PEG	1720.13%	26.52%	35.39%	0.75	-72.12%	307.63	102.08
中 PEG	1528.23%	25.39%	33.38%	0.76	-66.85%	274.49	123.15
高 PEG	958.48%	21.08%	34.37%	0.61	-64.51%	251.45	124.32

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30： 净利润增长-ROE 因子组合分析

	低 ROE						近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤			
低净利润增长	411.16%	14.14%	40.51%	0.35	-70.68%		126.26	299.73
中净利润增长	515.55%	15.88%	39.89%	0.40	-68.49%		210.70	94.74
高净利润增长	532.25%	16.13%	39.51%	0.41	-68.50%		133.76	120.08
	中 ROE						近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤			
低净利润增长	571.26%	16.69%	37.42%	0.45	-67.16%		221.30	133.03
中净利润增长	821.72%	19.73%	37.05%	0.53	-64.84%		166.92	203.85
高净利润增长	1058.78%	21.97%	37.39%	0.59	-67.44%		160.18	157.79
	高 ROE						近三年平均市值(亿元)	平均持仓数量
	总收益率	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤			
低净利润增长	570.22%	16.68%	36.33%	0.46	-67.45%		324.36	74.64
中净利润增长	1106.36%	22.37%	34.44%	0.65	-66.21%		253.15	199.34
高净利润增长	1458.32%	24.94%	35.25%	0.71	-70.21%		228.92	238.43

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

我们从价值和成长三因子中选择合适的选股逻辑主要考虑三个因素：（1）模型的收益率或夏普率；（2）模型选股的市值：我们期望选取偏大市值的组合，避免小市值因子的影响；（3）模型选股数量：模型每期的选股数量不宜过少，可以分散风险，防止黑天鹅发生。综合考虑上述 3 个因素，我们在模型的基本选股逻辑为：PEG 因子处于行业最低的 2/3，净利润增长率处于行业最高的 2/3，ROE 因子处于行业最高的 1/3。若所选股票数量大于 50 只，我们再挑选股息率最高的 50 只股票。

华泰“漂亮 50”选股模型回溯

通过上述分析，我们推出了以一致预期 PEG 因子、过去 12 个月的净利润增长率、ROE 因子为核心指标的华泰“漂亮 50”选股模型。

量化选股标准

华泰“漂亮 50”选股模型的选股标准：

- （1）排除 $PE < 0$ ， $PEG < 0$ 的股票，股息率小于等于 0，或市值位于全市场最小的 20% 的股票；
- （2）在每一个时间截面，选取一致预期 PEG 位于行业最低的 2/3 的股票；
- （3）所选股票的净利润增长率处于行业最高的 2/3；
- （4）所选股票的 ROE 因子处于行业最高的 1/3；

若根据上述条件选出的股票数量大于 50 只，则在满足上述条件的股票中选取股息率最高的 50 只股票。

回溯数据

选股范围：沪深两市全部 A 股；

回溯时间：2005 年 1 月 1 日-2017 年 5 月 31 日

股票权重：等权重

调仓频率：按月调仓

交易费用：不考虑

对比基准：沪深 300，中证 500

任意时间截面，剔除上市 30 天内、停牌、或者被 ST 的股票

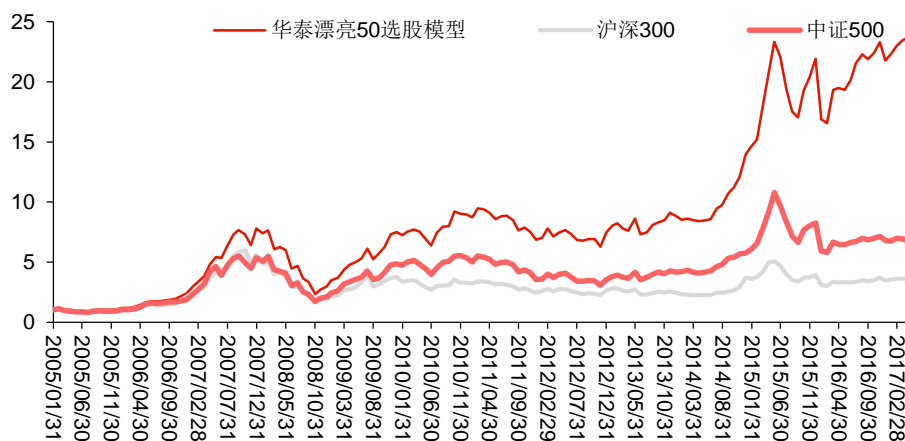
模型收益分析

2005 年 01 月到 2017 年 05 月，华泰“漂亮 50”选股模型的总收益率为 2223.52%，年化收益为 29.05%，夏普率为 0.88，最大回撤为 70.09%，同期，沪深 300 年化收益率为 11.09%，中证 500 年化收益率为 16.11%。实证研究表明，华泰“漂亮 50”选股模型的

收益跑赢沪深 300 与中证 500 指数。

年度收益分析进一步验证了华泰“漂亮 50”选股模型的稳定性：13 年的回测区间里，共有 12 年的最优组合是华泰“漂亮 50”选股模型，说明该策略具备持续盈利的能力；值得注意的是，华泰“漂亮 50”选股模型 2017 年（截至 5 月 31 号）的收益率达到了 6.70%，跑赢沪深 300 和中证 500 指数。

图表31： 各模型的净值曲线



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 各模型回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
华泰漂亮 50 选股模型	2223.52%	29.05%	33.08%	0.88	-70.09%
沪深 300	265.79%	11.09%	32.03%	0.35	-70.75%
中证 500	531.23%	16.11%	35.76%	0.45	-69.27%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 模型分年度收益率

	华泰漂亮 50 选股模型	沪深 300	中证 500	最优组合
2005 年收益绩效	8.11%	-3.29%	-6.78%	华泰漂亮 50 选股模型
2006 年收益绩效	121.03%	121.02%	100.68%	华泰漂亮 50 选股模型
2007 年收益绩效	226.58%	161.55%	186.63%	华泰漂亮 50 选股模型
2008 年收益绩效	-61.92%	-65.95%	-60.80%	中证 500
2009 年收益绩效	152.04%	96.71%	131.27%	华泰漂亮 50 选股模型
2010 年收益绩效	19.74%	-12.51%	10.07%	华泰漂亮 50 选股模型
2011 年收益绩效	-23.59%	-25.01%	-33.83%	华泰漂亮 50 选股模型
2012 年收益绩效	8.53%	7.55%	0.28%	华泰漂亮 50 选股模型
2013 年收益绩效	18.96%	-7.65%	16.89%	华泰漂亮 50 选股模型
2014 年收益绩效	57.91%	51.66%	39.01%	华泰漂亮 50 选股模型
2015 年收益绩效	56.97%	5.58%	43.12%	华泰漂亮 50 选股模型
2016 年收益绩效	-0.71%	-11.28%	-17.78%	华泰漂亮 50 选股模型
2017 年收益绩效	6.70%	5.52%	-7.02%	华泰漂亮 50 选股模型

资料来源：Wind，华泰证券研究所

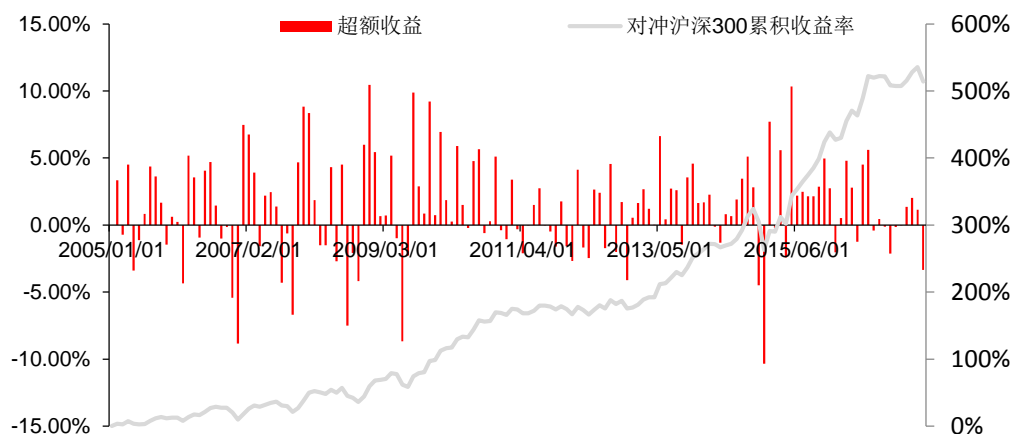
多空组合收益分析

华泰“漂亮 50”选股模型对冲沪深 300 或者中证 500 指数绩效优良。模型与沪深 300 指数的多空对冲年化收益率达到 12.70%，夏普率为 1.25，最大回撤 14.77%；模型与中证 500 指数的多空对冲年化收益率达到 9.61%，夏普率为 0.83，最大回撤 13.50%。总体来看，模型相对指数的超额收益较稳定，通过对冲可以获得稳定的 alpha 收益。

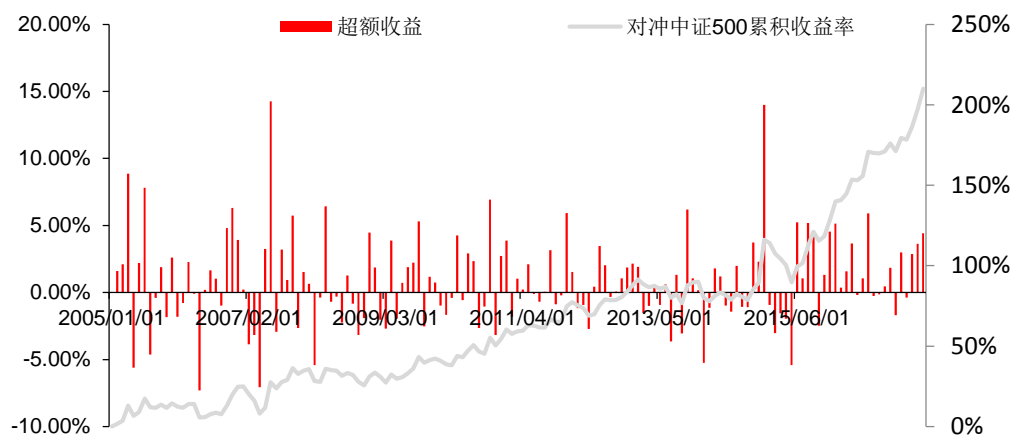
图表34：多空组合回测绩效

	总收益率	年化收益率	年化波动率	夏普率	最大回撤
对冲沪深 300 组合绩效	514.11%	15.85%	12.70%	1.25	-14.77%
对冲中证 500 组合绩效	209.99%	9.61%	11.53%	0.83	-13.50%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表35：模型相对沪深 300 超额收益与多空组合收益

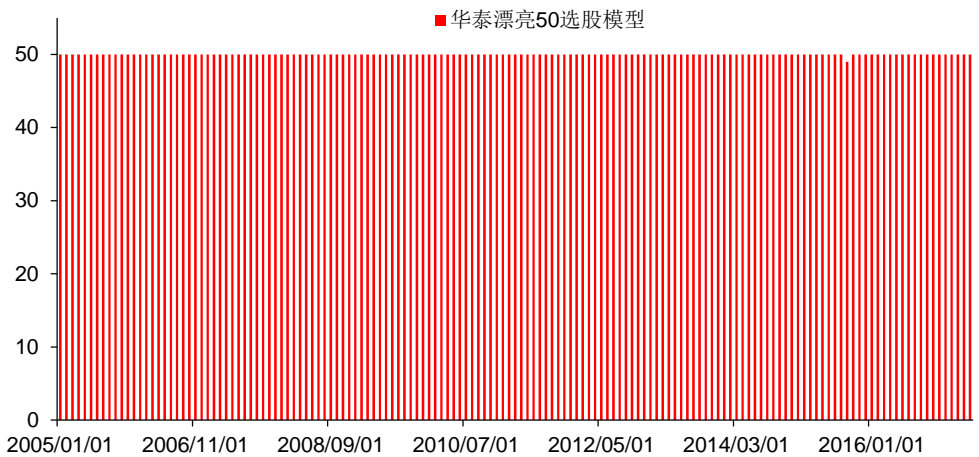
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表36：模型相对中证 500 超额收益与多空组合收益

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

组合持仓数量

华泰“漂亮 50”选股模型从 2005 年 01 月到 2017 年 05 月共 149 期选股，每期所选股票数量不一定相同（选股条件决定上限为 50），共 7449 只股票入选（含重复入选），平均每期持仓数量为 49.99 只，最低 49 只，最高 50 只。模型选股数量基本稳定在 50 只，与“漂亮 50”概念一致。总体来说，模型选股数量稳定且数量适中，在等权重持仓的条件下，能有效分散风险，组合收益不容易受个股极端行情的影响。

图表37： 模型持仓数量

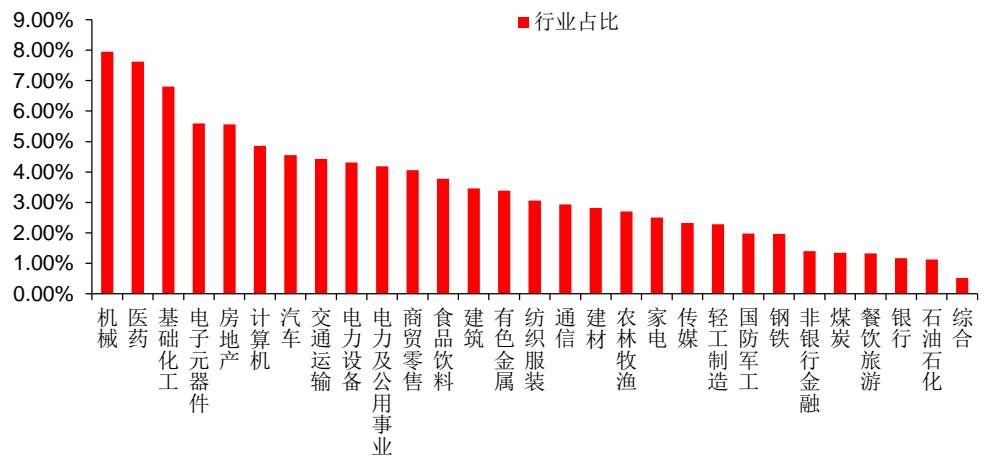
资料来源：Wind，华泰证券研究所

组合行业分析

华泰“漂亮 50”选股模型并非完全行业中性，因此我们需要分析该模型是否具有显著的行业偏离情况。

统计结果显示，行业入选次数最多的 5 个行业分别为机械、医药、基础化工、房地产、计算机，占比分别为 7.95%、7.62%、6.80%、5.59%、5.57%，总体来说，行业分布比较均匀，未出现较严重的行业偏离情况。

观察年度持仓数量的行业分布情况，我们可以发现模型具有一定行业轮动特性，但总体来说，各年的行业持仓数量较均匀，组合持仓风格接近行业中性。

图表38： 各行业入选次数

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 各行业历年入选次数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
交通运输	80	48	37	69	58	70	81	71	81	108	102	119	48
传媒	6	10	1	11	17	28	46	30	54	83	87	103	41
农林牧渔	28	30	33	40	39	43	57	45	49	63	56	85	31
医药	91	62	68	64	67	97	136	110	192	253	224	249	75
商贸零售	45	36	45	49	74	74	88	102	98	112	80	67	28
国防军工	11	11	10	19	32	32	17	25	26	52	73	98	34
基础化工	106	67	52	84	74	126	125	107	137	202	148	186	85
家电	30	23	19	24	25	36	63	56	50	61	68	74	24
建材	29	27	27	24	46	54	62	30	56	87	82	70	29
建筑	20	35	25	26	45	45	73	55	105	93	97	105	46
房地产	53	66	66	71	67	118	107	87	120	143	135	143	55
有色金属	60	59	45	59	55	46	81	69	58	64	56	55	38
机械	72	55	49	76	93	95	200	148	206	273	239	182	74
汽车	33	37	41	44	41	71	112	78	87	127	159	131	44
煤炭	30	21	14	36	15	32	49	29	19	16	14	16	5
电力及公用事业	53	53	59	51	44	48	47	57	106	111	124	110	59
电力设备	36	31	35	37	74	83	80	61	91	143	118	124	42
电子元器件	44	26	14	38	38	89	118	94	127	180	184	221	63
石油石化	25	4	7	10	7	27	25	19	34	39	22	19	10
纺织服装	38	38	37	33	34	30	54	60	65	87	75	94	31
综合	3	3	6	5	5	15	14	2	5	12	29	10	6
计算机	21	18	21	23	36	49	64	96	140	170	182	193	65
轻工制造	17	24	17	25	37	25	35	38	52	59	67	85	23
通信	22	26	26	31	25	46	66	55	68	64	88	104	30
钢铁	29	38	28	33	18	36	40	33	43	48	43	33	8
银行	14	10	3	29	16	20	25	14	21	33	36	25	13
非银行金融	5	10	6	5	11	14	23	34	51	36	33	54	29
食品饮料	39	34	34	38	47	54	66	80	92	90	101	117	44
餐饮旅游	19	16	17	9	19	18	21	26	25	27	34	42	18

资料来源：Wind，华泰证券研究所

成分股分析

下图给出了华泰“漂亮 50”选股模型入选次数最多的 50 只股票，入选的股票基本是大盘蓝筹股，其中不乏投资者耳熟能详的蓝筹白马股，如贵州茅台、格力电器、万科 A、双汇发展、五粮液等。入选次数最多的 50 只股票合计入选 1817 次，占总入选股票次数的 28.7%，集中度偏高，说明模型风格偏向明显，专注于选择基本面良好、业绩稳定增长的价值蓝筹和成长白马。

图表40: 入选次数最多的 50 只股票

股票代码	入选次数	股票名称	所属行业	股票代码	入选次数	股票名称	所属行业
000002.SZ	89	万科 A	房地产	600690.SH	66	青岛海尔	家电
000423.SZ	89	东阿阿胶	医药	002065.SZ	66	东华软件	计算机
600048.SH	88	保利地产	房地产	002104.SZ	66	恒宝股份	通信
002146.SZ	86	荣盛发展	房地产	600426.SH	66	华鲁恒升	基础化工
600153.SH	85	建发股份	交通运输	002025.SZ	65	航天电器	国防军工
600309.SH	84	万华化学	基础化工	600761.SH	64	安徽合力	机械
600519.SH	84	贵州茅台	食品饮料	601166.SH	63	兴业银行	银行
000069.SZ	81	华侨城 A	房地产	600271.SH	63	航天信息	计算机
600066.SH	80	宇通客车	汽车	600809.SH	63	山西汾酒	食品饮料
600352.SH	79	浙江龙盛	基础化工	601006.SH	62	大秦铁路	交通运输
002152.SZ	79	广电运通	计算机	000550.SZ	62	江铃汽车	汽车
600660.SH	77	福耀玻璃	汽车	002003.SZ	62	伟星股份	纺织服装
000028.SZ	77	国药一致	医药	002294.SZ	61	信立泰	医药
000858.SZ	76	五粮液	食品饮料	600067.SH	60	冠城大通	房地产
000895.SZ	76	双汇发展	食品饮料	600987.SH	60	航民股份	纺织服装
000786.SZ	76	北新建材	建材	601668.SH	59	中国建筑	建筑
600697.SH	72	欧亚集团	商贸零售	002035.SZ	59	华帝股份	家电
000826.SZ	72	启迪桑德	电力及公用事业	002081.SZ	59	金螳螂	建筑
000568.SZ	71	泸州老窖	食品饮料	600970.SH	59	中材国际	建筑
000726.SZ	68	鲁泰 A	纺织服装	600983.SH	59	惠而浦	家电
600517.SH	68	置信电气	电力设备	600585.SH	58	海螺水泥	建材
000651.SZ	68	格力电器	家电	002179.SZ	58	中航光电	国防军工
002241.SZ	68	歌尔股份	电子元器件	000422.SZ	57	湖北宜化	基础化工
600563.SH	67	法拉电子	电子元器件	000157.SZ	57	中联重科	机械
000540.SZ	67	中天金融	房地产	601318.SH	56	中国平安	非银行金融

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

最新一期股票池

下图是 2017 年 5 月 31 日调仓的股票池, 大多数入选的股票流通市值大于 100 亿。

图表41: 2017 年 5 月 31 日调仓股票池

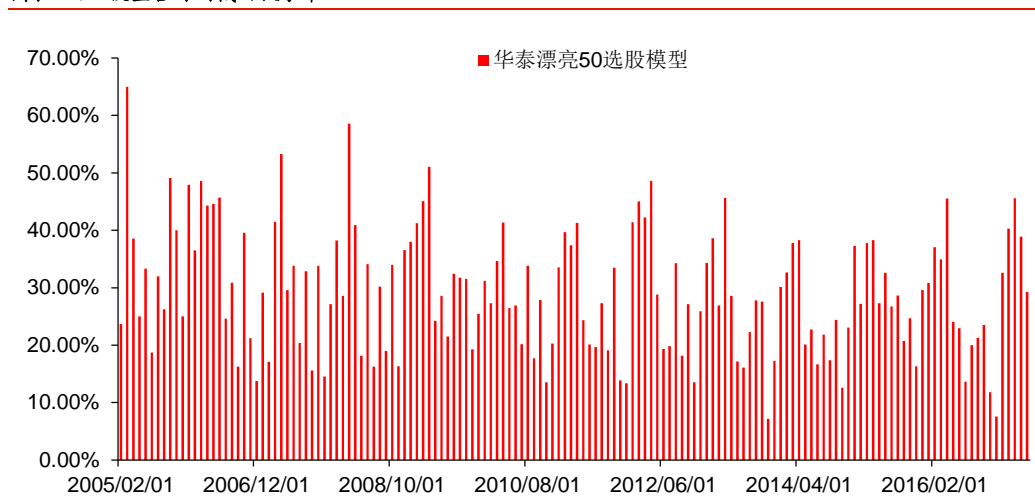
股票代码	股票名称	一级行业	流通市值(亿)	股票代码	股票名称	一级行业	流通市值(亿)
000002.SZ	万科 A	房地产	2067.36	600016.SH	民生银行	银行	2373.01
000055.SZ	方大集团	建材	47.92	600036.SH	招商银行	银行	4625.01
000501.SZ	鄂武商 A	商贸零售	125.79	600089.SH	特变电工	电力设备	312.78
000603.SZ	盛达矿业	有色金属	87.87	600183.SH	生益科技	电子元器件	162.13
000651.SZ	格力电器	家电	2050.16	600350.SH	山东高速	交通运输	296.37
000718.SZ	苏宁环球	房地产	184.20	600398.SH	海澜之家	纺织服装	425.91
000726.SZ	鲁泰 A	纺织服装	67.60	600409.SH	三友化工	基础化工	159.13
000776.SZ	广发证券	非银行金融	985.56	600483.SH	福能股份	电力及公用事业	162.48
000963.SZ	华东医药	医药	442.31	600565.SH	迪马股份	房地产	134.49
002003.SZ	伟星股份	纺织服装	61.57	600566.SH	济川药业	医药	285.80
002050.SZ	三花智控	机械	236.89	600585.SH	海螺水泥	建材	853.14
002142.SZ	宁波银行	银行	719.51	600606.SH	绿地控股	房地产	947.90
002146.SZ	荣盛发展	房地产	450.90	600612.SH	老凤祥	商贸零售	140.45
002157.SZ	正邦科技	农林牧渔	99.19	600660.SH	福耀玻璃	汽车	479.11
002202.SZ	金风科技	电力设备	339.57	600816.SH	安信信托	非银行金融	488.12
002394.SZ	联发股份	纺织服装	45.48	600828.SH	茂业商业	商贸零售	123.49
002410.SZ	广联达	计算机	193.54	600829.SH	人民同泰	医药	70.86
002561.SZ	徐家汇	商贸零售	54.30	601155.SH	新城控股	房地产	387.56
002563.SZ	森马服饰	纺织服装	230.59	601166.SH	兴业银行	银行	3438.13
002597.SZ	金禾实业	基础化工	107.67	601633.SH	长城汽车	汽车	727.55
002662.SZ	京威股份	汽车	107.25	601668.SH	中国建筑	建筑	2835.00
002677.SZ	浙江美大	家电	89.65	601899.SH	紫金矿业	有色金属	518.36
002713.SZ	东易日盛	建筑	51.59	603188.SH	亚邦股份	基础化工	97.57
002749.SZ	国光股份	基础化工	48.00	603198.SH	迎驾贡酒	食品饮料	149.44
300202.SZ	聚龙股份	计算机	90.34	603306.SH	华懋科技	汽车	62.87

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

换手率分析

华泰“漂亮 50”选股模型的平均换手率为 29.34%，最高为 64.96%，最低为 7.18%。

图表42： 模型各时间截面换手率

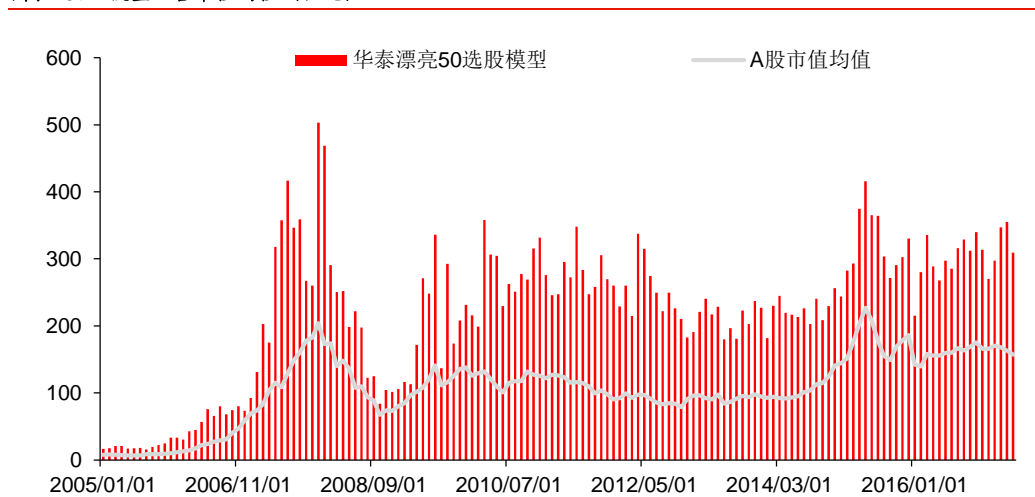


资料来源：Wind，华泰证券研究所

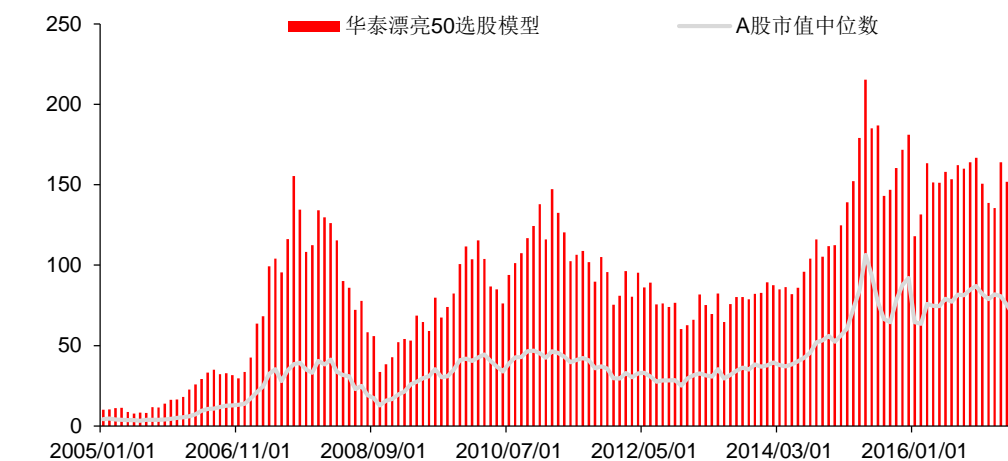
市值分析

我们统计了在每一选股期，华泰“漂亮 50”选股模型所选股票的市值均值和市值中位数，并与同期 A 股全市场市值均值和市值中位数对比。通过观察可知，在大多数截面，模型所选股票池的市值均值和市值中位数均远大于 A 股，说明模型股票池偏向大市值股票，收益来源不来自小市值因子。在所选股票市值偏大的情况下，还能取得远优于指数的超额收益，充分说明模型所选组合的盈利能力和稳健。

图表43： 模型组合市值均值（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 模型组合市值中位数（亿元）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

总结

本报告引用国外价值投资书籍里的一个故事作为总结。在美国股市科网泡沫时期，投资者都倾向于购买高估值的成长股，哪怕估值已经非常不合理，而当时却只有一个坚持价值投资被称为“汉克的傻瓜”才熬过了几年之后的熊市。故事里强调的投资理念也是我们华泰价值选股系列报告的初衷，回归投资的本源，投资的本质是上市公司的未来价值折现，而不仅仅是交易对手之间的博弈。相信随着全球市场经济的一体化加速，A股市场也逐步与国际成熟股票市场接轨，不论机构还是散户投资者会更多的从上市公司价值本源的角度进行思考和投资。那么华泰漂亮 50 组合将是一个很好的选择，同时模型回测表现良好，符合价值+成长的投资大逻辑，也希望能够给各位投资者的投资和研究工作有所帮助。

风险提示：模型是对历史规律的总结，不作为直接投资建议。

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不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、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。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 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；

一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

一报告发布日后的 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；

一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：86 25 83389999 / 传真：86 25 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：86 755 82493932 / 传真：86 755 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：86 10 63211166 / 传真：86 10 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：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com