

信息设备行业最优量化选股指标

——行业量化选股指标解析系列之七



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

王红兵

SAC 执业证书编号:S1000207010092

wanghb@lhqz.com

联系电话: 0755 8249 2185

联系人

魏志强

weizhiqiang@lhqz.com

联系电话: 0755 8212 5151

- 针对信息设备行业, 本文从有效性、稳健性和区分度三个不同的角度, 对基本面、市场、估值等 6 大类 25 个选股指标进行分别评价, 并综合给出选股指标的优劣排序, 供投资者参考。
- 为了消除不同投资起点对组合业绩的影响, 采用了在整个分析期间内, 所有交易日都作为投资起点, 将所得结果进行平均的方法, 给出的结果更为稳健和贴近实际投资。
- 首先, 在不择时的前提下, 对整个回溯期 (2000 ~ 2010 十年间) 进行了分析。整体而言, 信息设备行业在过去十年表现出了明显的对小市值企业的偏好, 高 ROE 也是一个很好的选股指标; 对于价值 vs. 成长的投资理念, 投资者应二者并重, 以 PE、PCF 以及 EPS 增长、主营收益增长为主要选股指标, 同时结合小市值和高 ROE 进行股票筛选和调仓。
- 加入简单的择时后, 将市场按照上涨、下跌和震荡分为 8 个不同的阶段, 考察在每个阶段内部, 各个选股指标的有效性、稳健度和区分度。
- 结合 10 年间的市场环境的变动, 可以发现在上涨阶段, 市场最关注的是小市值的企业, 同时低 PB 和低每股收益也给出了较好的选股效果;
- 在下跌阶段, 估值类指标低 PE 表现最为突出, 体现出了稳定而有效的抗跌特性, 大市值股票 (总市值、流通股数) 整体表现不俗;
- 在震荡阶段, 每股现金流净额增长率给出了最好的选股有效性、稳定性和区分度; 高 ROE 也给出了较好的选股效果。
- 加入简单择时后, 胜率得以很大提升, 各阶段最优指标的胜率均在 75% 左右或更高。

目 录

分析对象与分析方法	6
股票池	6
指标池	6
指标评价体系	6
分析方法	7
市场划分	7
十年回顾（2000.1.4~2010.4.2，不择时）	8
有效性（超额收益/跟踪误差）	8
稳健性（正超额收益天数比例）	9
区分度（相对组合的收益/风险）	10
指标表现综合排序	11
第一上涨期（2000.1.4~2001.6.13）	12
有效性（超额收益/跟踪误差）	12
稳健性（正超额收益天数比例）	13
区分度（相对组合的收益/风险）	13
指标表现综合排序	14
第一下跌期（2001.6.14~2001.12.31）	15
有效性（超额收益/跟踪误差）	15
稳健性（正超额收益天数比例）	16
区分度（相对组合的收益/风险）	17
指标表现综合排序	18
第一震荡期（2002.1.4~2004.4.7）	19
有效性（超额收益/跟踪误差）	19
稳健性（正超额收益天数比例）	20
区分度（相对组合的收益/风险）	21
指标表现综合排序	22
第二下跌期（2004.4.8~2005.6.3）	23
有效性（超额收益/跟踪误差）	23
稳健性（正超额收益天数比例）	24
区分度（相对组合的收益/风险）	24
指标表现综合排序	25
第二上涨期（2005.6.6~2007.10.16）	26
有效性（超额收益/跟踪误差）	26
稳健性（正超额收益天数比例）	27
区分度（相对组合的收益/风险）	28
指标表现综合排序	29
第三下跌期（2007.10.17~2008.10.28）	30
有效性（超额收益/跟踪误差）	30
稳健性（正超额收益天数比例）	31
区分度（相对组合的收益/风险）	32
指标表现综合排序	33

第三上涨期（2008.10.29 ~ 2009.8.3）	34
有效性（超额收益/跟踪误差）	34
稳健性（正超额收益天数比例）	35
区分度（相对组合的收益/风险）	36
指标表现综合排序	37
第二震荡期（2009.8.4 ~ 2010.4.2）	37
有效性（超额收益/跟踪误差）	37
稳健性（正超额收益天数比例）	38
区分度（相对组合的收益/风险）	39
指标表现综合排序	40
总结与讨论	41
选股指标总结	41
信息设备行业选股时钟	42

图表目录

图表 1	十年间各选股指标表现综合排序.....	11
图表 2	第一上涨期选股指标综合排序.....	15
图表 2	第一下跌期选股指标综合排序.....	18
图表 3	第一震荡期选股指标综合排序.....	22
图表 4	第二下跌期选股指标综合排序.....	25
图表 5	第二上涨期选股指标综合排序.....	29
图表 6	第三下跌期选股指标综合排序.....	33
图表 7	第三上涨期选股指标综合排序.....	37
图表 8	第二震荡期选股指标综合排序.....	40
图表 9	信息设备行业选股时钟.....	42

表格目录

表格 1	选股指标池.....	6
表格 2	市场划分.....	8
表格 3	十年期间各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	8
表格 4	十年间各选股指标的正超额收益比例.....	9
表格 5	十年间各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	10
表格 6	第一上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	12
表格 7	第一上涨期各选股指标的正超额收益比例.....	13
表格 8	第一上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	14
表格 9	第一下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	15
表格 10	第一下跌期各选股指标的正超额收益比例.....	16
表格 11	第一下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	17
表格 12	第一震荡期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	19
表格 13	第一震荡期各选股指标的正超额收益比例.....	20
表格 14	第一震荡期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	21
表格 15	第二下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	23
表格 16	第二下跌期各选股指标的正超额收益比例.....	24
表格 17	第二下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	25
表格 18	第二上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	26
表格 19	第二上涨期各选股指标的正超额收益比例.....	27
表格 20	第二上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	28
表格 21	第三下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	30
表格 22	第三下跌期各选股指标的正超额收益比例.....	31
表格 23	第三下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	32
表格 24	第三上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	34
表格 25	第三上涨期各选股指标的正超额收益比例.....	35
表格 26	第三上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）.....	36
表格 27	第二震荡期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）.....	37

表格 28	第二震荡期各选股指标的正超额收益比例.....	38
表格 29	第二震荡期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）	39
表格 30	不同市场环境下的选股指标综合排序.....	41
表格 31	申万 I 级信息设备行业类股票列表.....	43

分析对象与分析方法

股票池

研究对象为申银万国行业分类信息设备 I 级行业分类所包含的 60 支股票，其代码及名字如表格 31 所示（因列表过长，置于报告正文后）。

指标池

选股指标池共包括 6 大类共 25 个选股指标，如下表所示：

表格 1 选股指标池

选股要素	指标
估值	PE*
估值	PB*
估值	PCF*
基本面	每股收益
基本面	每股净资产
基本面	每股经营现金流量净额
经营能力	净资产收益率
经营能力	净利润率
经营能力	三项费用占比
成长性	主营收入增长率
成长性	净利润增长率
成长性	净资产增长率
成长性	每股收益增长率
成长性	每股净资产增长率
成长性	每股经营活动现金流量净额增长率
市值规模	流通市值
市值规模	总市值
市值规模	流通股数
市场行情	当天换手率
市场行情	一个月平均换手率
市场行情	三个月平均换手率
市场行情	一个月收益率
市场行情	三个月收益率
市场行情	六个月收益率
市场行情	一年收益率

数据来源：华泰联合证券研究所。

注：对*所标注的指标，取倒数进行排序和分析

指标评价体系

通过事后检验，得出各个指标的相关表现数据，按照如下三个步骤来综合评价选股指

标:

首先,以3个月为固定投资期,在每一投资起始日,根据市场最新的指标数据,对“增持”与“减持”组合进行一次重新调整,并计算两个组合在3个月内的超额收益和跟踪误差,以考察两个组合的收益和风险特征。将所有投资起点所得到的超额收益和风险特征平均,以综合评价该选股指标的有效性。

本研究中,跟踪指数采用信息设备行业内所有的股票收益率以流通市值加权来计算得到的行业指数,以反映选股组合相对于大盘和行业的表现情况;

其次,考察所有的3个月固定投资期中,能够带来超额收益的比例。如果该比例大于50%,则可认为指标是(从概率的角度)有效的,且该比例越大,则依据相应指标选股的胜率就越大;

最后,为了评价选股指标的区分度是否足够大,考察了增持组合和减持组合的相对收益和波动率。该步骤我们构建了一个“虚拟”的“相对组合”:持有增持组合+卖出减持组合,或者持有减持组合+卖出增持组合(因为我们考察的是增持、减持组合的差异,所以持有其中超额收益大的,卖出超额收益小的)。如果这个相对组合的收益大(即增持和减持组合的收益具有较大差别)且波动率小(差别持续且稳定),则证明这一指标的区分度较好;反之则是低区分度的选股指标。

分析方法

首先,在不择时的前提下,将整个回溯期间(2000~2010)看作一个整体,运用指标池里的单指标进行排序和选股,每3个月调仓一次,从有效性、稳健性和区分度三个角度分别对各指标的表现进行打分和评价。

其次,加入最简单的择时,即将市场划分为上涨、下跌和震荡,考察不同市场区间内的单指标表现,并综合给出各个不同市场条件下的指标表现,总结为一个选股时钟。

具体而言,对每一选股指标,考察两个组合——“增持组合”与“减持组合”,二者的构建方法如下:每次选择一个指标,依据该指标对行业内个股进行排序。根据指标代表的大小,选择指标排序最优的前25%的股票设定为“增持”,后25%的股票设定为“减持”。将“增持”与“减持”股票,按照流通市值加权组成“增持”与“减持”投资组合。

市场划分

将2000年初到2010年初的市场分为如下8个阶段,具体如表格2所示。

考察在每一市场阶段内,各个选股指标的有效性(增、减持组合的超额收益和跟踪误差)、稳定性(带来超额收益的比例)、以及区分度(增、减持组合的相对收益和波动率),综合评价后给出各个阶段的选股指标表现图,供投资者参考。

表格 2 市场划分

开始时间	结束时间	市场状态	命名
20000104	20010613	上涨	第一上涨期
20010614	20021231	下跌	第一下跌期
20020104	20040407	震荡	第一震荡期
20040408	20050603	下跌	第二下跌期
20050606	20071016	上涨	第二上涨期
20071017	20081028	下跌	第三下跌期
20081029	20090803	上涨	第三上涨期
20090804	20100402	震荡	第二震荡期

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

十年回顾（2000.1.4 ~ 2010.4.2，不择时）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于整个分析区间（2000.1.4 ~ 2010.4.2），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 3 十年期间各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
小总市值	14.6%	22.04%	1.512	25
小流通市值	14.5%	17.26%	1.188	24
高净资产收益率	15.0%	15.74%	1.052	23
低 PCF	9.9%	10.03%	1.014	22
低 PE	9.6%	9.10%	0.953	21
高每股收益增长率	11.2%	9.90%	0.883	20
净利润率	14.6%	12.36%	0.849	19
净资产增长率	14.0%	10.83%	0.775	18
PB	12.0%	8.05%	0.668	17
一年收益率	12.9%	7.82%	0.604	16
主营收入增长率	10.1%	6.01%	0.596	15
当日换手率	10.4%	5.88%	0.566	14
净利润增长率	10.6%	5.90%	0.555	13
六个月收益率	12.4%	6.71%	0.540	12
三个月收益率	12.3%	6.66%	0.540	11
一个月收益率	12.1%	6.35%	0.526	10
三个月平均换手率	8.6%	4.39%	0.509	9
每股收益	15.1%	6.98%	0.461	8
三项费用占比	12.2%	5.21%	0.429	7
一个月平均换手率	9.1%	3.79%	0.418	6
每股经营活动现金流量	11.5%	3.48%	0.303	5
净额增长率				

每股净资产	13.4%	3.53%	0.263	4
每股经营现金流量净额	10.8%	2.67%	0.249	3
流通股数	12.6%	2.69%	0.214	2
每股净资产增长率	9.1%	1.64%	0.179	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

以过去十年为考察对象，小市值股票（小市值、小流通市值）表现突出，分别带来了 22%和 17%的年化平均超额收益，而对应的跟踪误差仅为 14.6%和 14.5%；其后是高 ROE 股票，信息比率也都在 1 附近（平均年化超额收益 15.74%）；低估值股票（低 PCF、低 PE）的超额收益也在 9%左右，而高成长企业（每股收益增长率），超额收益也在这一水平。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于整个十年（2000.1.4 ~ 2010.4.2），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 4 十年间各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
PE	65%	46%	65%	25
PCF	64%	45%	64%	24
净利润增长率	63%	40%	63%	23
每股收益增长率	63%	39%	63%	22
净资产收益率	59%	42%	59%	21
三项费用占比	58%	44%	58%	20
一年收益率	46%	58%	58%	19
流通股数	58%	46%	58%	18
主营收入增长率	58%	47%	58%	17
流通市值	50%	57%	57%	16
每股净资产	57%	47%	57%	15
三个月平均换手率	39%	56%	56%	14
总市值	47%	56%	56%	13
当日换手率	41%	56%	56%	12
一个月平均换手率	40%	55%	55%	11
每股经营活动现金流量 净额增长率	55%	47%	55%	10
PB	54%	36%	54%	9
一个月收益率	51%	54%	54%	8
每股经营现金流量净额	44%	54%	54%	7
三个月收益率	53%	50%	53%	6
六个月收益率	52%	52%	52%	5
每股净资产增长率	52%	45%	52%	4

每股收益	51%	50%	51%	3
净资产增长率	51%	45%	51%	2
净利润率	47%	50%	50%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理。

可见在整个十年间，估值类指标（PE/PCF）均表现稳定，超额收益的概率均在 65% 左右。另外成长类指标（净利润增长、每股收益增长）的超额收益概率也达到 63%。ROE 的稳定性也接近 60%

整体而言，估值和成长都是比较稳定的选股指标，小市值的稳定性不甚理想。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 5 十年间各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均 波动率	相对组合平均 收益率	相对组合的 收益率/波动率	排名得分
六个月收益率	22.2%	84.37%	3.802	25
净利润率	21.1%	59.62%	2.825	24
PE	22.3%	46.18%	2.073	23
三个月收益率	22.4%	45.67%	2.036	22
每股经营活动现金流量	19.1%	36.72%	1.921	21
净额增长率				
净资产收益率	21.7%	39.74%	1.829	20
一年收益率	22.5%	40.06%	1.778	19
总市值	20.0%	34.11%	1.708	18
每股收益	23.8%	37.19%	1.560	17
主营收入增长率	21.8%	33.70%	1.545	16
PB	22.0%	33.79%	1.533	15
每股净资产增长率	20.2%	24.77%	1.227	14
每股净资产	21.4%	21.04%	0.983	13
三项费用占比	21.0%	19.95%	0.951	12
净资产增长率	22.3%	20.93%	0.940	11
每股经营现金流量净额	21.3%	18.30%	0.859	10
当日换手率	22.0%	16.05%	0.729	9
流通股数	17.6%	10.76%	0.612	8
每股收益增长率	20.2%	10.70%	0.529	7
三个月平均换手率	21.6%	8.58%	0.398	6
一个月平均换手率	21.7%	5.55%	0.256	5
净利润增长率	20.7%	5.07%	0.245	4
流通市值	19.2%	3.99%	0.208	3

一个月收益率	22.2%	3.66%	0.165	2
PCF	19.8%	0.76%	0.038	1

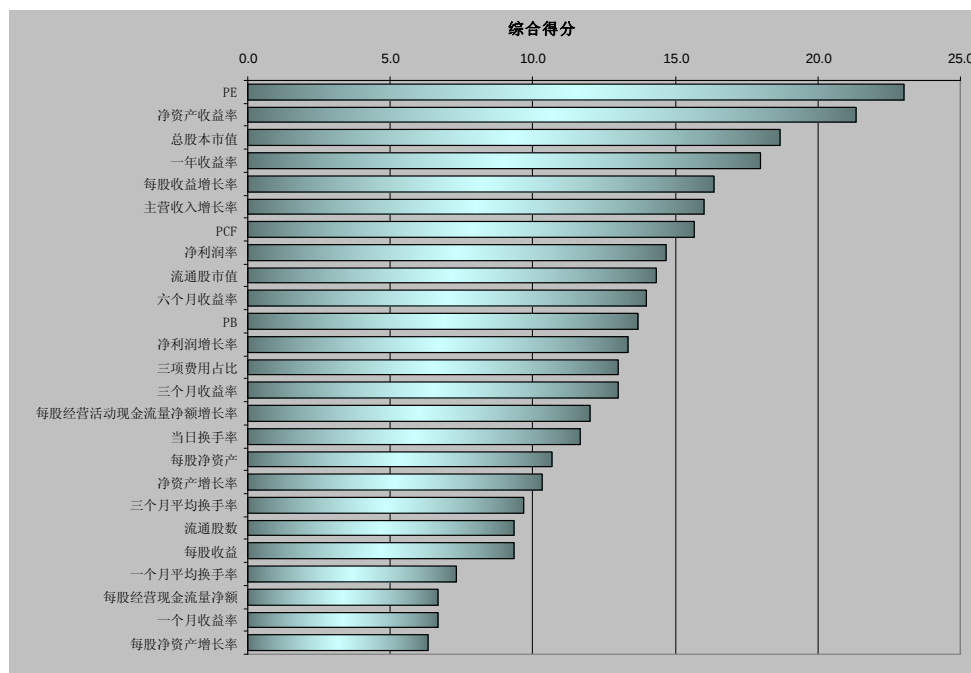
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在整个十年间，市场类指标（动量/反转）的区分度最强，表现为其相对组合的收益高，3个月、6个月和1年的市场类指标均带来了超过40%的年化相对组合超额收益；财务类指标中的净利润率、净资产收益率排名比较靠前，估值类指标中的PE也具有很好的区分度。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 1 十年间各选股指标表现综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

整体而言，信息设备行业在过去十年表现出了明显的对小市值企业的偏好，高 ROE 也是一个很好的选股指标；从超额收益的角度讲，投资者应价值和成长并重，以 PE、PCF 以及 EPS 增长、主营收益增长为主要选股指标。

如果以整个十年为考察周期，也即在选股的时候**不加以择时**，则稳健性（胜率）最高为 65%。在随后的分析中，我们将加入简单的择时，将市场简单划分为上涨、下跌和

震荡 3 种状态，考察在每一状态下的选股指标的有效性、稳健性和区分度。具体的市场划分方法见表格 2。

第一上涨期（2000.1.4 ~ 2001.6.13）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第一上涨期（2000.1.4 ~ 2001.6.13），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 6 第一上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
总市值	12.2%	18.57%	1.526	25
流通市值	12.6%	16.34%	1.296	24
三项费用占比	6.6%	7.98%	1.218	23
PE	5.1%	5.84%	1.135	22
每股净资产增长率	5.3%	5.54%	1.050	21
PCF	6.4%	6.67%	1.040	20
每股收益	10.0%	9.53%	0.952	19
三个月收益率	7.0%	6.61%	0.948	18
三个月平均换手率	7.6%	5.52%	0.727	17
六个月收益率	6.6%	4.64%	0.706	16
PB	7.3%	4.99%	0.681	15
每股经营活动现金流量	8.1%	5.34%	0.660	14
净额增长率				
一年收益率	7.1%	4.62%	0.650	13
每股净资产	9.7%	6.25%	0.643	12
净利润增长率	5.7%	3.42%	0.604	11
一个月收益率	6.8%	3.81%	0.557	10
每股收益增长率	5.7%	2.71%	0.475	9
一个月平均换手率	7.7%	3.62%	0.468	8
净资产增长率	8.5%	3.46%	0.408	7
当日换手率	7.3%	2.04%	0.279	6
净利润率	8.7%	1.87%	0.215	5
流通股数	9.0%	1.43%	0.158	4
每股经营现金流量净额	7.8%	-0.08%	-0.010	3
主营收入增长率	9.4%	-0.36%	-0.039	2
净资产收益率	4.7%	-0.51%	-0.109	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一上涨期，小市值指标（总市值、流通市值）表现最优，均产生了超过 16% 的超额收益；高三项费用占比的股票也有超过 1.2 的信息比率；低 PE、低 PCF 的股票其信息比率也均大于 1；另外每股净资产增长率也值得关注。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第一上涨期（2000.1.4~2001.6.13），计算了在所有的为期3个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 7 第一上涨期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
总市值	6%	89%	89%	25
PE	80%	49%	80%	24
PB	79%	30%	79%	23
三个月收益率	79%	27%	79%	22
流通市值	29%	78%	78%	21
三项费用占比	77%	17%	77%	20
每股净资产增长率	75%	18%	75%	19
净利润增长率	74%	34%	74%	18
一年收益率	55%	74%	74%	17
每股收益	32%	73%	73%	16
六个月收益率	70%	45%	70%	15
每股收益增长率	70%	27%	70%	14
三个月平均换手率	64%	38%	64%	13
每股净资产	37%	63%	63%	12
PCF	46%	63%	63%	11
每股经营活动现金流量	33%	62%	62%	10
净额增长率				
一个月收益率	61%	40%	61%	9
一个月平均换手率	58%	47%	58%	8
当日换手率	56%	54%	56%	7
净利润率	47%	56%	56%	6
流通股数	55%	50%	55%	5
净资产收益率	52%	42%	52%	4
主营收入增长率	44%	47%	47%	3
每股经营现金流量净额	40%	47%	47%	2
净资产增长率	40%	45%	45%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

加入简单择时后，稳健性大幅提到，最高接近 90%。其中，小市值和小流通市值的稳定性分别为 89%和 78%，估值类指标 PE 和 PB 的稳定性分别为 80%和 79%。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当

于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 8 第一上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均 波动率	相对组合平均 收益率	相对组合的 收益率/波动率	排名得分
每股收益	15.2%	32.24%	2.115	25
流通股数	12.4%	20.23%	1.631	24
PE	12.1%	18.48%	1.529	23
总市值	16.3%	23.74%	1.458	22
每股净资产	14.7%	16.01%	1.091	21
净利润率	13.5%	13.88%	1.028	20
PB	13.6%	13.16%	0.970	19
三个月收益率	14.1%	12.23%	0.866	18
当日换手率	13.3%	9.53%	0.718	17
三项费用占比	13.9%	9.83%	0.706	16
净资产收益率	13.5%	9.39%	0.694	15
三个月平均换手率	13.0%	7.78%	0.596	14
主营收入增长率	14.3%	7.08%	0.495	13
六个月收益率	13.0%	5.48%	0.423	12
PCF	11.5%	4.72%	0.411	11
一个月平均换手率	13.7%	4.76%	0.348	10
一年收益率	11.0%	2.42%	0.221	9
净资产增长率	13.3%	2.82%	0.211	8
每股净资产增长率	13.7%	2.85%	0.208	7
流通股市值	16.4%	2.86%	0.174	6
每股经营活动现金流量	13.5%	2.08%	0.153	5
净额增长率				
一个月收益率	13.8%	1.67%	0.121	4
每股经营现金流量净额	13.3%	1.49%	0.112	3
净利润增长率	13.7%	0.98%	0.071	2
每股收益增长率	13.7%	0.31%	0.023	1

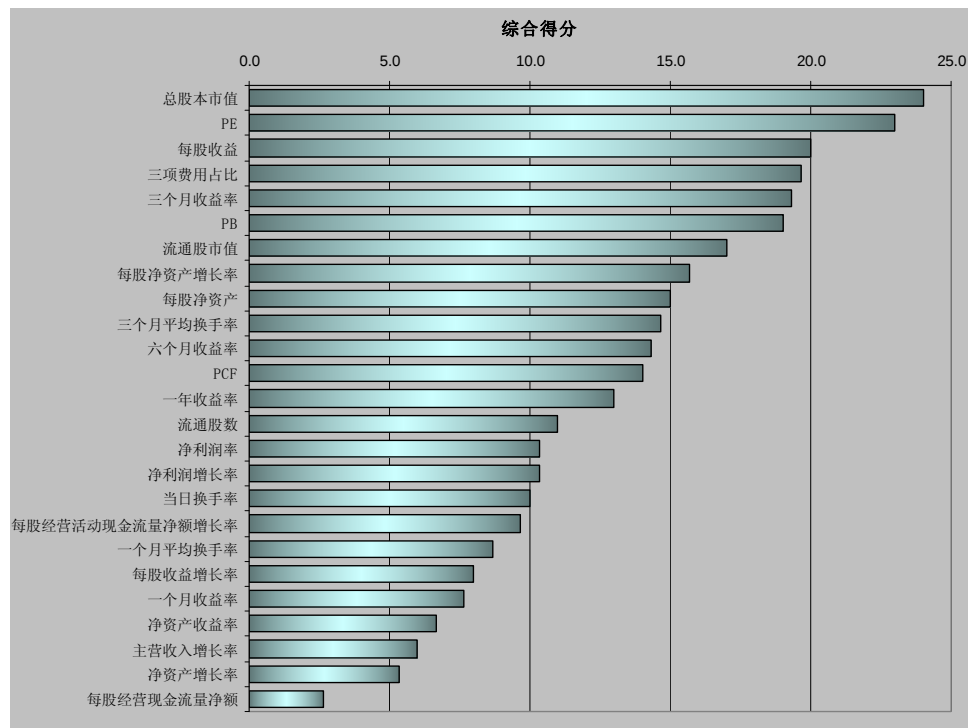
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一上涨期，每股收益的区分度最强，相对组合的收益/波动比率大于 2；此外，市值类指标（流通股数、总市值）以及估值类指标 PE、PB 也具有很好的区分度。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 2 第一上涨期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一个上涨区间内，整体而言，小总市值的股票，体现了最好的有效性、稳定性和区分度。估值类指标 PE 排名第二，其后是高每股收益。

第一下跌期（2001.6.14 ~ 2001.12.31）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第一下跌期（2001.6.14 ~ 2001.12.31），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 9 第一下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
PCF	5.6%	15.10%	2.679	25
流通股数	3.5%	8.01%	2.309	24
总市值	4.2%	9.49%	2.285	23
一个月平均换手率	7.5%	12.47%	1.668	22
流通市值	3.3%	4.95%	1.504	21
当日换手率	6.6%	9.09%	1.377	20
三个月收益率	6.8%	8.66%	1.275	19
PE	4.1%	4.33%	1.067	18
一个月收益率	7.0%	7.16%	1.017	17
六个月收益率	7.2%	7.23%	1.012	16

三个月平均换手率	8.0%	7.02%	0.881	15
三项费用占比	7.5%	5.81%	0.770	14
PB	4.9%	3.44%	0.699	13
主营收入增长率	7.1%	3.37%	0.475	12
每股净资产	8.1%	2.78%	0.345	11
净利润率	8.3%	2.56%	0.307	10
每股收益	11.4%	3.50%	0.307	9
每股收益增长率	6.6%	1.72%	0.262	8
净利润增长率	6.8%	1.61%	0.236	7
一年收益率	8.6%	1.94%	0.226	6
净资产收益率	6.8%	0.74%	0.109	5
每股经营现金流量净额	7.1%	-0.82%	-0.115	4
净资产增长率	5.8%	-1.27%	-0.218	3
每股净资产增长率	5.7%	-1.31%	-0.230	2
每股经营活动现金流量	6.2%	-2.10%	-0.340	1
净额增长率				

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一下跌期，市场对于包含现金流的估值指标 PCF 最为重视，超额收益高达 15%；其后是市值类指标，不过该阶段能带来超额收益的已经是大市值（大总市值、大流通市值和大流通股数）；另外高换手率股票的抗跌性也较强，以一月平均换手率而言，可能是因为整个板块的股票轮流下跌，前一个月成交活跃、跌幅较大的股票，在其后的一段时间内，会相对抗跌。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第一下跌期（2001.6.14 ~ 2001.12.31），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 10 第一下跌期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
PCF	1%	100%	100%	25
流通股数	100%	0%	100%	24
一个月平均换手率	99%	0%	99%	23
流通市值	96%	24%	96%	22
总市值	94%	10%	94%	21
PE	88%	55%	88%	20
三个月平均换手率	88%	0%	88%	19
当日换手率	86%	9%	86%	18
六个月收益率	23%	73%	73%	17
一个月收益率	31%	71%	71%	16
三个月收益率	37%	69%	69%	15

主营收入增长率	27%	67%	67%	14
三项费用占比	37%	65%	65%	13
PB	64%	23%	64%	12
一年收益率	55%	62%	62%	11
净利润率	14%	59%	59%	10
每股收益	44%	58%	58%	9
每股净资产增长率	55%	42%	55%	8
每股净资产	37%	54%	54%	7
净利润增长率	47%	54%	54%	6
净资产增长率	54%	41%	54%	5
每股经营活动现金流量	54%	41%	54%	4
净额增长率				
净资产收益率	15%	51%	51%	3
每股收益增长率	47%	50%	50%	2
每股经营现金流量净额	38%	44%	44%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

可见在第一下跌期，稳定性靠前的指标，以估值类指标 PCF、PE 以及市值类指标和换手率类指标为主。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 11 第一下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均 波动率	相对组合平均 收益率	相对组合的 收益率/波动率	排名得分
PCF	10.3%	20.18%	1.961	25
流通股数	10.5%	15.80%	1.509	24
当日换手率	11.9%	15.56%	1.312	23
总市值	12.9%	16.59%	1.288	22
一个月平均换手率	12.6%	16.18%	1.287	21
三个月收益率	15.8%	17.48%	1.108	20
净资产收益率	11.7%	10.63%	0.909	19
主营收入增长率	11.9%	10.08%	0.849	18
三个月平均换手率	13.0%	9.96%	0.764	17
六个月收益率	17.0%	12.96%	0.762	16
净利润率	14.0%	9.37%	0.668	15
PB	13.5%	8.86%	0.657	14
三项费用占比	13.5%	8.47%	0.630	13
流通市值	11.2%	7.01%	0.626	12

一个月收益率	14.5%	8.87%	0.614	11
净利润增长率	11.1%	6.35%	0.573	10
每股收益增长率	11.8%	6.29%	0.531	9
每股净资产	12.8%	6.63%	0.520	8
一年收益率	13.7%	3.28%	0.239	7
每股经营现金流量净额	11.7%	1.91%	0.164	6
每股净资产增长率	11.7%	1.86%	0.159	5
每股经营活动现金流量	12.2%	1.40%	0.115	4
净额增长率				
净资产增长率	12.0%	1.14%	0.095	3
PE	10.6%	0.93%	0.087	2
每股收益	16.7%	1.03%	0.062	1

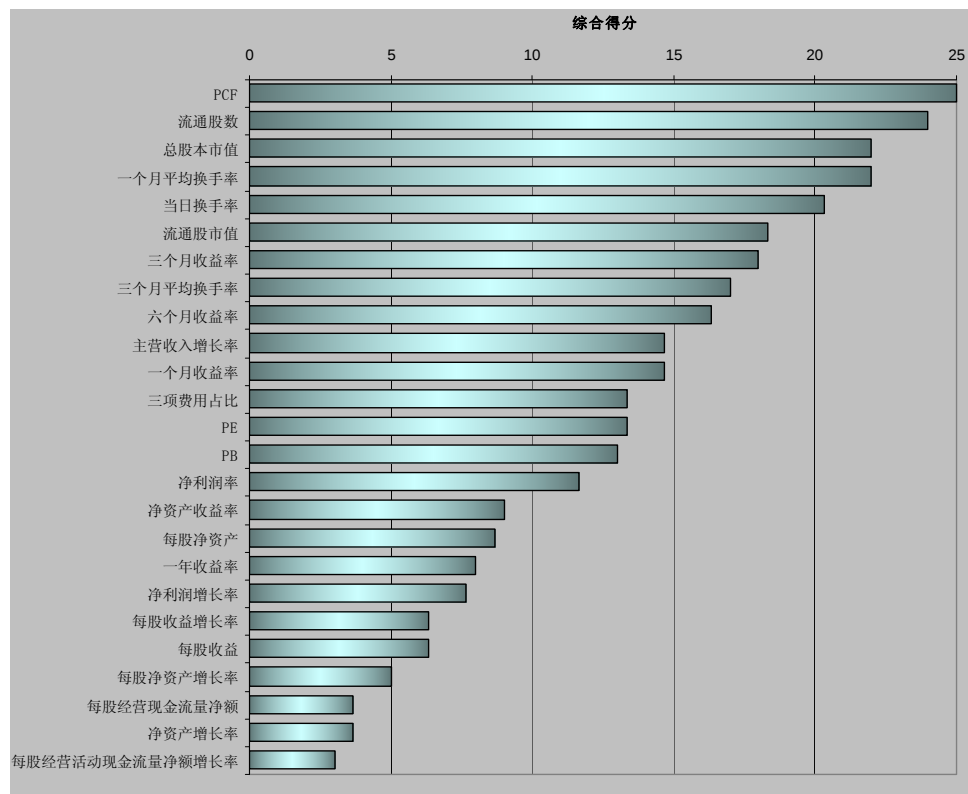
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一下跌期，估值类指标 PCF 的区分度很强，表现为其相对组合的收益高（20.18%），而风险不大（10.3%）。此外市值类指标和换手率也是具有较高区分度的指标。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 3 第一下跌期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一个下跌区间内，整体而言，PCF 指标表现最优，大市值类指标（大总市值、大流通市值、大流通股数）的抗跌性也非常突出，而高换手率也是较好的抗跌指标。

第一震荡期（2002.1.4 ~ 2004.4.7）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第一震荡期（2002.1.4 ~ 2004.4.7），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 12 第一震荡期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
PCF	5.7%	10.03%	1.762	25
流通股数	3.3%	4.63%	1.399	24
净资产收益率	6.3%	7.72%	1.217	23
PE	6.1%	7.31%	1.208	22
流通市值	3.2%	3.59%	1.121	21
每股收益增长率	6.6%	7.11%	1.085	20
三项费用占比	6.8%	6.63%	0.971	19
三个月平均换手率	6.9%	6.48%	0.946	18
净利润增长率	6.4%	5.57%	0.875	17
总市值	4.0%	3.38%	0.844	16

一个月平均换手率	6.5%	5.00%	0.770	15
主营收入增长率	6.5%	4.79%	0.739	14
净资产增长率	7.0%	4.91%	0.703	13
每股经营活动现金流量净额增长率	7.0%	3.94%	0.566	12
净利润率	7.4%	4.10%	0.555	11
每股经营现金流量净额	5.9%	3.18%	0.540	10
当日换手率	6.5%	3.39%	0.521	9
每股净资产	5.8%	2.79%	0.479	8
三个月收益率	6.4%	2.95%	0.460	7
一个月收益率	6.9%	3.06%	0.443	6
每股收益	6.5%	2.78%	0.429	5
一年收益率	8.2%	2.21%	0.270	4
每股净资产增长率	6.6%	1.41%	0.214	3
六个月收益率	5.9%	1.25%	0.212	2
PB	8.4%	-0.31%	-0.037	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一震荡期，估值类指标 PCF 位居前列，低 PCF 和低 PE 股票的平均超额收益分别为 10% 和 7.3%；此外大市值股票（大流通股数、大流通市值、大总市值）的表现比较突出；

另外，高净资产收益率指标也值得关注，其平均年化超额收益在 7.72%。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第一震荡期（2002.1.4 ~ 2004.4.7），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 13 第一震荡期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
流通股数	75%	30%	75%	25
PCF	72%	22%	72%	24
三个月平均换手率	33%	69%	69%	23
流通市值	69%	34%	69%	22
净资产收益率	68%	35%	68%	21
主营收入增长率	65%	38%	65%	20
三项费用占比	63%	41%	63%	19
净利润率	35%	62%	62%	18
每股经营活动现金流量	62%	54%	62%	17
净额增长率				
PE	62%	48%	62%	16
一个月平均换手率	33%	61%	61%	15

总市值	60%	37%	60%	14
每股收益	50%	59%	59%	13
一年收益率	50%	57%	57%	12
当日换手率	41%	57%	57%	11
每股经营现金流量净额	56%	41%	56%	10
净利润增长率	55%	47%	55%	9
每股收益增长率	55%	49%	55%	8
三个月收益率	51%	55%	55%	7
一个月收益率	55%	54%	55%	6
六个月收益率	49%	51%	51%	5
每股净资产	50%	47%	50%	4
PB	50%	44%	50%	3
每股净资产增长率	44%	50%	50%	2
净资产增长率	49%	37%	49%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从稳定性的角度，在第一震荡期，大流通股数和大流通市值最值得关注，其稳健性比率达到 75%和 69%；估值类指标 PCF 的胜率为 72%，位居第二；低换手率（3 个月）的稳定性为 69%，而 ROE 为 68%，这两个也是第一震荡期比较稳健的选股指标。

区分度（相对组合的收益/风险）

相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来——取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率如下表所示：

表格 14 第一震荡期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益率/波动率	排名得分
每股收益增长率	13.4%	105.38%	7.858	25
PCF	12.2%	74.87%	6.134	24
PE	13.4%	80.40%	5.996	23
三项费用占比	12.6%	71.89%	5.723	22
每股净资产	13.2%	68.18%	5.180	21
每股经营活动现金流量净额增长率	12.7%	54.93%	4.317	20
净资产收益率	14.2%	61.33%	4.307	19
净资产增长率	14.2%	57.57%	4.055	18
净利润增长率	13.6%	53.86%	3.956	17
三个月收益率	14.0%	53.22%	3.799	16
流通股数	10.8%	31.74%	2.947	15
净利润率	13.1%	34.80%	2.651	14
PB	14.0%	30.53%	2.181	13
三个月平均换手率	13.7%	28.01%	2.048	12

一个月平均换手率	13.0%	26.43%	2.030	11
一个月收益率	14.0%	28.18%	2.017	10
每股收益	13.5%	26.05%	1.936	9
当日换手率	12.5%	22.12%	1.776	8
总市值	12.0%	13.12%	1.091	7
每股净资产增长率	12.1%	13.07%	1.084	6
主营收入增长率	13.3%	13.15%	0.985	5
流通市值	11.8%	6.51%	0.554	4
一年收益率	13.7%	6.91%	0.503	3
每股经营现金流量净额	12.2%	1.89%	0.155	2
六个月收益率	13.8%	0.30%	0.021	1

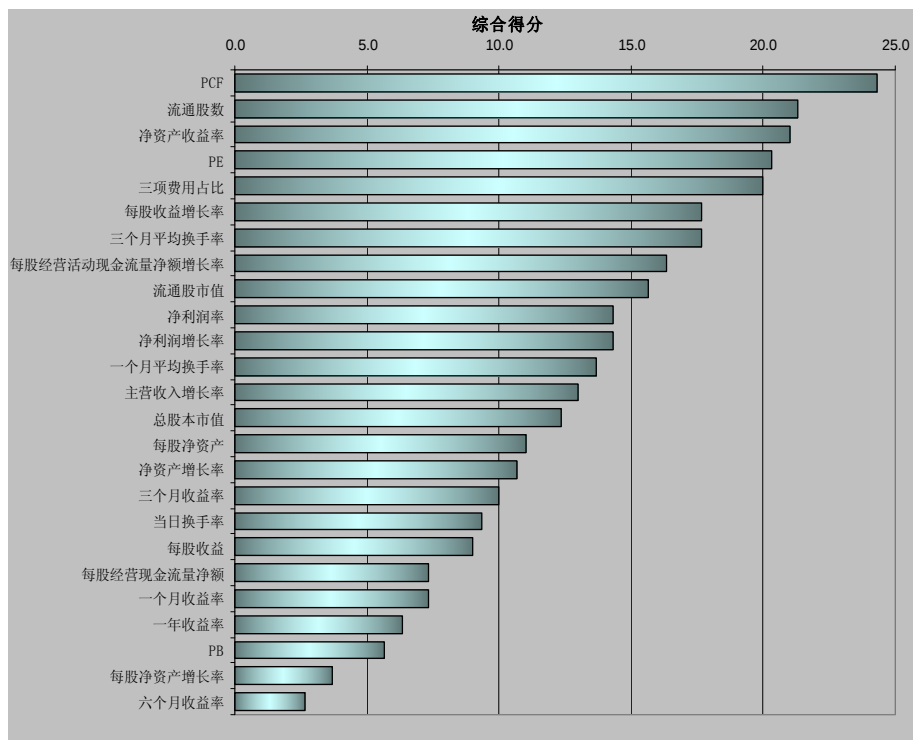
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第一震荡期，从区分度的角度，表现最好的是成长类指标（EPS 增长率）和估值类指标 PCF 及 PE。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个最终排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 4 第一震荡期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

整体而言，在第一震荡期，估值类指标集体表现最优，低 PCF 和低 PE 都是兼具有效性、稳定性和区分度的指标；此外，市值类指标大流通股数和财务类指标 ROE 也值得关注。

第二下跌期（2004.4.8 ~ 2005.6.3）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第二下跌期（2004.4.8 ~ 2005.6.3），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 15 第二下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
三个月平均换手率	10.9%	26.51%	2.427	25
一年收益率	6.7%	14.63%	2.199	24
净资产增长率	9.0%	18.87%	2.097	23
净利润增长率	11.5%	23.53%	2.042	22
总市值	5.3%	10.58%	2.015	21
每股收益增长率	11.2%	22.43%	2.007	20
PE	9.8%	19.35%	1.965	19
三项费用占比	12.0%	23.30%	1.942	18
主营收入增长率	10.3%	18.97%	1.836	17
一个月平均换手率	10.4%	18.38%	1.770	16
六个月收益率	7.6%	13.09%	1.723	15
流通市值	4.2%	7.30%	1.723	14
净资产收益率	10.4%	17.45%	1.680	13
流通股数	4.4%	7.28%	1.669	12
每股净资产增长率	9.4%	15.41%	1.633	11
每股净资产	8.9%	13.76%	1.542	10
每股经营现金流量净额	11.8%	16.21%	1.376	9
PCF	10.3%	13.28%	1.286	8
净利润率	12.3%	15.82%	1.282	7
当日换手率	10.8%	12.39%	1.151	6
每股收益	10.6%	12.19%	1.150	5
三个月收益率	9.2%	4.34%	0.473	4
一个月收益率	10.1%	0.31%	0.031	3
每股经营活动现金流量	10.3%	-4.54%	-0.441	2
净额增长率				
PB	12.5%	-6.44%	-0.516	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二下跌期，排名靠前的选股指标以成长类为主，包括高净资产增长率（超额收益 18.87%）、高净利润增长率（超额收益 23.53%）和高 EPS 增长率（超额收益 22.43%）。此外技术类指标一年动量、低换手率以及大市值股票也体现出了较好的抗跌性。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第二下跌期（2004.4.8~2005.6.3），计算了在所有的为期3个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 16 第二下跌期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
净利润增长率	98%	19%	98%	25
三项费用占比	97%	34%	97%	24
主营收入增长率	97%	13%	97%	23
每股收益增长率	94%	18%	94%	22
PCF	93%	15%	93%	21
三个月平均换手率	12%	93%	93%	20
总市值	92%	11%	92%	19
净资产收益率	91%	16%	91%	18
PE	89%	25%	89%	17
每股净资产增长率	36%	89%	89%	16
流通股数	89%	5%	89%	15
六个月收益率	89%	19%	89%	14
一年收益率	89%	19%	89%	13
每股经营现金流量净额	40%	88%	88%	12
净资产增长率	88%	18%	88%	11
每股净资产	87%	22%	87%	10
流通市值	87%	2%	87%	9
一个月平均换手率	5%	84%	84%	8
每股收益	80%	23%	80%	7
当日换手率	14%	72%	72%	6
净利润率	70%	14%	70%	5
三个月收益率	63%	27%	63%	4
一个月收益率	50%	39%	50%	3
每股经营活动现金流量	39%	26%	39%	2
净额增长率				
PB	16%	31%	31%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从稳健性的角度比较，成长性指标在该阶段的优势非常明显。净利润增长率、主营收入增长率、每股收益增长率的稳定性均在90%以上。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当

于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 17 第二下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益 率/波动率	排名得分
净利润率	21.5%	46.54%	2.161	25
净利润增长率	22.1%	42.55%	1.927	24
净资产增长率	21.0%	36.55%	1.744	23
每股收益增长率	22.2%	35.25%	1.591	22
主营收入增长率	20.1%	30.57%	1.524	21
净资产收益率	23.5%	34.88%	1.483	20
三项费用占比	21.4%	29.36%	1.371	19
每股经营现金流量净额	21.9%	27.82%	1.268	18
PE	23.0%	28.81%	1.254	17
每股收益	23.7%	28.71%	1.213	16
流通股数	16.0%	18.52%	1.160	15
一年收益率	19.4%	22.43%	1.158	14
流通市值	16.8%	19.03%	1.130	13
总市值	18.2%	19.75%	1.088	12
三个月平均换手率	22.5%	22.84%	1.015	11
每股经营活动现金流量	17.6%	16.21%	0.923	10
净额增长率				
PB	18.3%	16.03%	0.878	9
六个月收益率	19.1%	16.42%	0.859	8
每股净资产	19.5%	16.48%	0.843	7
PCF	21.5%	17.60%	0.819	6
三个月收益率	19.6%	8.72%	0.444	5
每股净资产增长率	18.5%	6.75%	0.364	4
一个月平均换手率	20.2%	7.20%	0.356	3
当日换手率	19.9%	5.66%	0.285	2
一个月收益率	20.3%	1.60%	0.079	1

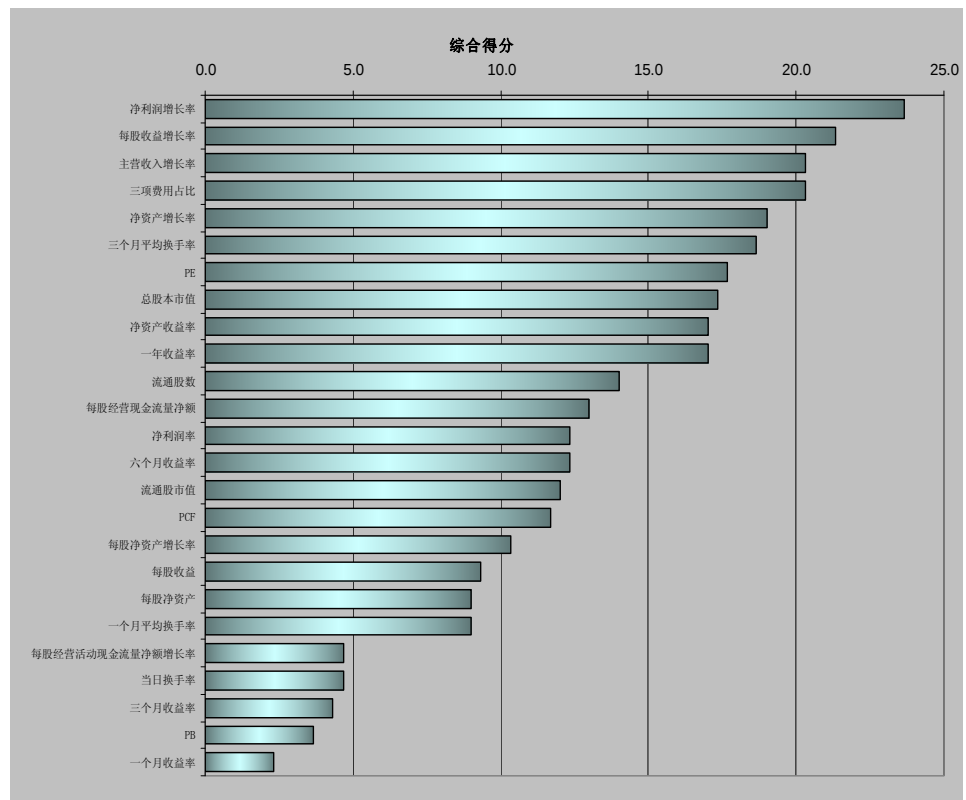
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从区分度的角度对各指标排名，则可发现靠前的指标仍是以成长类为主。净利润增长率、净资产增长率、每股收益增长率、主营收入增长率等都具有非常高的区分度。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 5 第二下跌期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

综合而言，成长指标在第二下跌期具有绝对的优势，净利润增长率、EPS 增长率、注意升入增长率和净资产增长率均体现了较为平衡的选股有效性、稳定性和区分度。

第二上涨期（2005.6.6 ~ 2007.10.16）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第二上涨期（2005.6.6 ~ 2007.10.16），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 18 第二上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
净资产收益率	21.6%	73.66%	3.409	25
总市值	19.6%	50.44%	2.567	24
PB	17.2%	39.17%	2.280	23
净利润率	21.3%	47.80%	2.241	22
流通市值	18.7%	39.67%	2.123	21
PCF	14.0%	28.44%	2.030	20
净资产增长率	20.7%	38.71%	1.873	19
六个月收益率	17.1%	30.14%	1.762	18

PE	20.3%	26.05%	1.284	17
每股收益	20.6%	26.43%	1.281	16
每股收益增长率	15.3%	19.47%	1.276	15
三个月收益率	16.4%	18.13%	1.106	14
三项费用占比	14.7%	15.27%	1.038	13
主营收入增长率	18.4%	17.25%	0.935	12
一个月收益率	16.0%	14.31%	0.893	11
一年收益率	17.8%	15.15%	0.852	10
净利润增长率	14.1%	11.20%	0.794	9
当日换手率	12.9%	10.00%	0.776	8
每股经营活动现金流量	14.8%	10.42%	0.706	7
净额增长率				
流通股数	15.6%	8.40%	0.538	6
每股净资产增长率	16.6%	4.48%	0.270	5
每股净资产	17.6%	4.56%	0.259	4
一个月平均换手率	10.5%	2.24%	0.214	3
每股经营现金流量净额	14.8%	1.78%	0.120	2
三个月平均换手率	18.2%	0.89%	0.049	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二上涨期，低 ROE 的股票带来了最大的超额收益，达到 73% 以上；此外小市值股票的成长性也得到了肯定，小总市值和小流通市值的超额收益分别为 50% 和 39%；低 PB、低 PCF 和低 PE 也带来了较大的超额收益，年化平均分别达到 39%，28% 和 26%。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第二上涨期（2005.6.6 ~ 2007.10.16），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 19 第二上涨期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
PCF	73%	37%	73%	25
六个月收益率	49%	67%	67%	24
当日换手率	39%	63%	63%	23
流通市值	57%	63%	63%	22
PB	61%	35%	61%	21
每股收益增长率	61%	44%	61%	20
三项费用占比	60%	52%	60%	19
主营收入增长率	47%	60%	60%	18
净利润增长率	60%	44%	60%	17
每股净资产	59%	39%	59%	16

一个月平均换手率	43%	58%	58%	15
一个月收益率	51%	58%	58%	14
每股经营现金流量净额	43%	57%	57%	13
PE	56%	56%	56%	12
净资产增长率	53%	56%	56%	11
总市值	55%	47%	55%	10
净资产收益率	55%	51%	55%	9
流通股数	54%	47%	54%	8
每股净资产增长率	53%	44%	53%	7
每股收益	45%	52%	52%	6
净利润率	50%	52%	52%	5
一年收益率	42%	51%	51%	4
三个月平均换手率	43%	51%	51%	3
每股经营活动现金流量	50%	50%	50%	2
净额增长率				
三个月收益率	47%	49%	49%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二上涨期，低估值、小市值、低换手率和 6 月反转都是较为稳定的选股指标。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 20 第二上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益 率/波动率	排名得分
一个月收益率	27.9%	109.28%	3.913	25
总市值	24.9%	89.78%	3.611	24
流通市值	23.0%	77.02%	3.354	23
一年收益率	27.8%	85.60%	3.081	22
PB	29.6%	85.78%	2.901	21
流通股数	20.6%	55.66%	2.703	20
三个月收益率	28.4%	70.44%	2.479	19
净资产收益率	28.5%	50.18%	1.761	18
每股净资产	26.8%	41.01%	1.528	17
当日换手率	27.4%	33.76%	1.234	16
净利润增长率	29.1%	35.17%	1.210	15
每股收益增长率	27.7%	28.63%	1.032	14
净利润率	28.0%	26.53%	0.948	13
三个月平均换手率	26.7%	22.07%	0.828	12

主营收入增长率	26.6%	21.36%	0.802	11
净资产增长率	29.1%	23.03%	0.792	10
一个月平均换手率	26.9%	20.72%	0.770	9
每股收益	29.2%	21.68%	0.743	8
PE	29.6%	21.83%	0.738	7
三项费用占比	29.4%	20.86%	0.709	6
每股经营活动现金流量	23.6%	13.48%	0.572	5
净额增长率				
PCF	27.9%	12.18%	0.437	4
每股经营现金流量净额	28.2%	5.13%	0.182	3
六个月收益率	28.6%	4.89%	0.171	2
每股净资产增长率	25.4%	3.43%	0.135	1

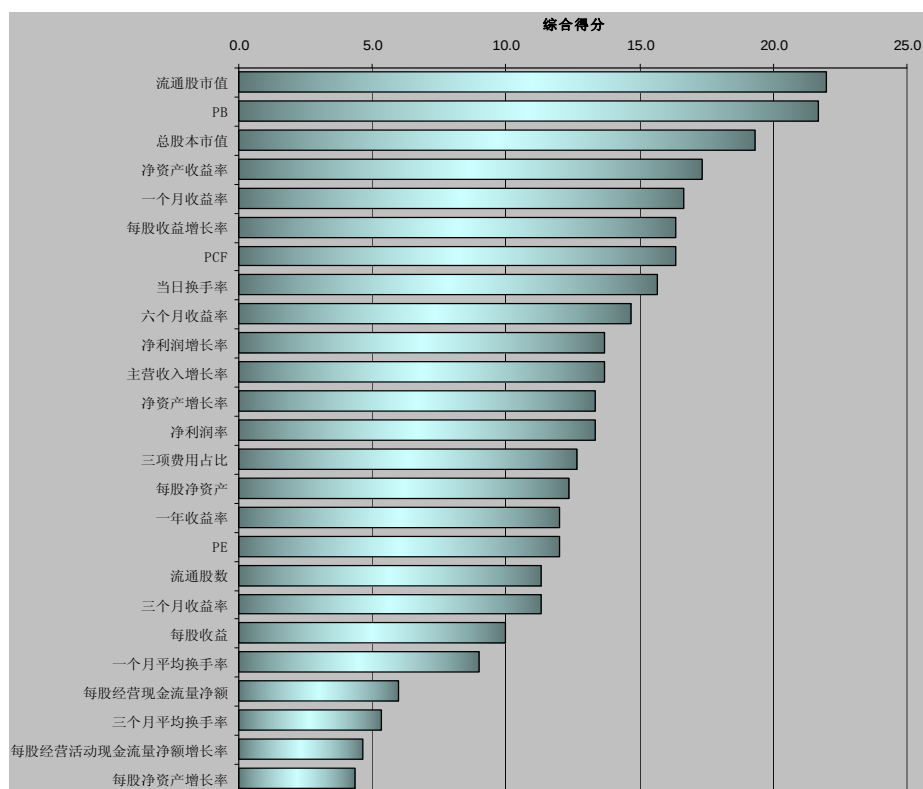
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二上涨期，市场类指标 1 月、3 月和一年动量反转的区分度非常突出（以反转类为优），其后是市值类指标总市值和流通市值（以小市值为优），此外估值指标 PB 也具有较好的区分效果（以低 PB 为优）。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 6 第二上涨期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二上涨区间内，小市值、低估值和 ROE 及反转类指标表现出了较为综合的选股有效性、稳定性和区分度。

第三下跌期（2007.10.17 ~ 2008.10.28）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第三下跌期（2007.10.17 ~ 2008.10.28），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 21 第三下跌期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
一个月平均换手率	12.9%	15.80%	1.228	25
当日换手率	17.0%	19.62%	1.153	24
每股收益	14.4%	16.33%	1.130	23
PE	16.4%	17.87%	1.091	22
每股净资产	13.2%	14.34%	1.088	21
三个月平均换手率	11.1%	11.53%	1.037	20
主营收入增长率	14.7%	15.03%	1.024	19
每股经营现金流量净额	14.4%	12.76%	0.888	18
流通市值	18.1%	13.50%	0.745	17

每股净资产增长率	13.5%	8.10%	0.598	16
总市值	17.2%	9.87%	0.575	15
净资产增长率	11.9%	5.82%	0.489	14
六个月收益率	16.5%	7.57%	0.458	13
流通股数	17.3%	6.88%	0.397	12
一个月收益率	18.0%	3.86%	0.215	11
三个月收益率	17.7%	2.38%	0.134	10
每股经营活动现金流量	17.1%	1.35%	0.079	9
净额增长率				
净利润率	16.8%	-0.68%	-0.040	8
一年收益率	18.0%	-1.78%	-0.099	7
PB	17.0%	-4.21%	-0.247	6
PCF	16.1%	-4.75%	-0.295	5
三项费用占比	15.7%	-7.08%	-0.450	4
净资产收益率	14.8%	-7.22%	-0.489	3
每股收益增长率	17.3%	-11.68%	-0.674	2
净利润增长率	17.1%	-13.07%	-0.765	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第三下跌期，市场单边向下，前期换手率低的股票，似乎不是市场卖空的热点，因而其抗跌性也较为出色，这与第一下跌期的换手率指标表现不一致；此外高每股收益和高每股净资产是较好的抗跌指标，后者说明了投资者在下跌行情中对于“保底”指标的看中；低 PE 指标也表现不俗。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第三下跌期（2007.10.17~2008.10.28），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 22 第三下跌期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合稳定性	排名得分
每股收益	88%	2%	88%	25
每股净资产	88%	6%	88%	24
一个月平均换手率	18%	87%	87%	23
三个月平均换手率	35%	86%	86%	22
每股经营现金流量净额	10%	80%	80%	21
主营收入增长率	80%	29%	80%	20
当日换手率	22%	79%	79%	19
PE	75%	7%	75%	18
每股净资产增长率	75%	6%	75%	17
净资产增长率	71%	11%	71%	16
总市值	64%	61%	64%	15

流通市值	56%	62%	62%	14
流通股数	61%	57%	61%	13
每股经营活动现金流量	34%	60%	60%	12
净额增长率				
六个月收益率	57%	34%	57%	11
一年收益率	29%	52%	52%	10
一个月收益率	41%	50%	50%	9
PB	49%	18%	49%	8
三个月收益率	48%	46%	48%	7
PCF	37%	45%	45%	6
净利润率	44%	19%	44%	5
净资产收益率	38%	15%	38%	4
三项费用占比	13%	37%	37%	3
每股收益增长率	29%	12%	29%	2
净利润增长率	27%	10%	27%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从稳健性的角度考察，依次是高每股收益、高每股净资产及低换手率等指标具有最好的稳定性。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 23 第三下跌期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益 率/波动率	排名得分
PE	26.9%	10.35%	0.385	25
PCF	20.7%	7.49%	0.362	24
每股收益	32.5%	10.69%	0.328	23
每股经营现金流量净额	27.9%	8.60%	0.309	22
净利润率	22.3%	6.80%	0.305	21
每股经营活动现金流量	26.7%	8.10%	0.304	20
净额增长率				
每股净资产	29.8%	7.43%	0.250	19
净资产收益率	22.4%	5.41%	0.242	18
净资产增长率	27.8%	5.55%	0.200	17
一个月平均换手率	30.5%	5.51%	0.181	16
每股净资产增长率	28.7%	4.93%	0.172	15
六个月收益率	30.9%	5.18%	0.167	14
当日换手率	33.0%	5.13%	0.156	13

主营收入增长率	30.1%	4.18%	0.139	12
三个月收益率	31.7%	4.07%	0.129	11
每股收益增长率	22.0%	2.56%	0.117	10
净利润增长率	21.6%	2.47%	0.115	9
一年收益率	32.4%	2.74%	0.085	8
三个月平均换手率	29.2%	2.17%	0.074	7
流通股数	23.6%	1.57%	0.066	6
三项费用占比	25.0%	0.94%	0.038	5
一个月收益率	30.5%	0.78%	0.026	4
流通市值	23.7%	0.35%	0.015	3
总市值	23.8%	0.09%	0.004	2
PB	28.2%	0.09%	0.003	1

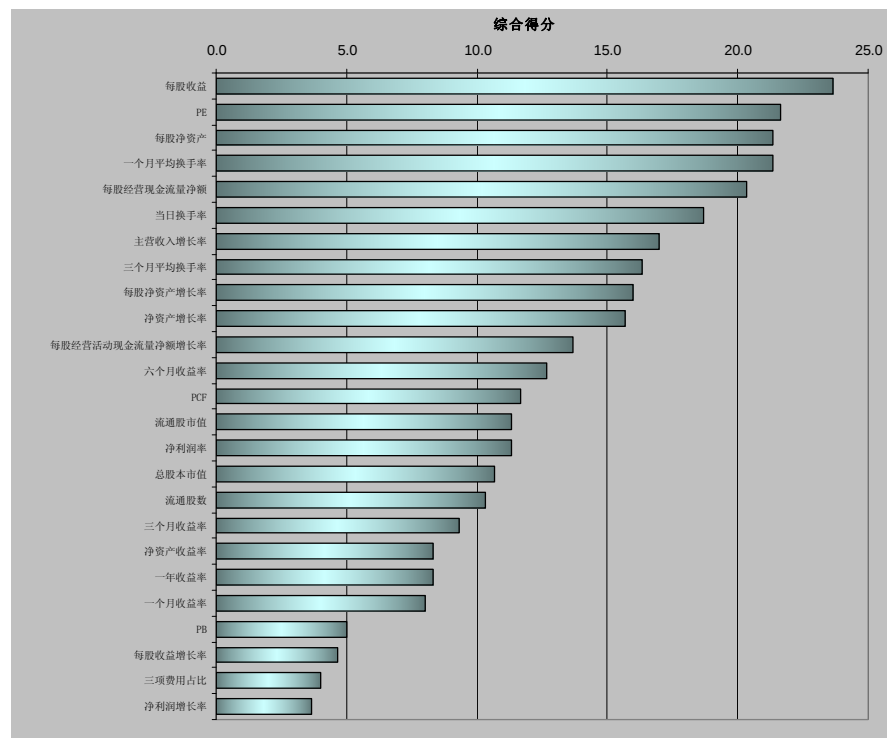
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第三下跌期, 估值类指标 PE 和 PCF 的区分度最为明显(以低 PE 和低 PCF 为优), 其次是每股收益和每股现金净额指标。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价(有效性、稳健性及区分度)综合起来, 得到一个综合排序。具体方法为: 将前面三个方面的排名得分等权平均, 得到综合得分, 并以此进行排序:

图表 7 第三下跌期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

综合而言，在第三下跌期区间内，高每股收益、高每股净资产、高每股现金流净额以及低 PE 和低换手率无论从有效性、稳健度还是区分度的角度，都位居各选股指标的前列。

第三上涨期（2008.10.29 ~ 2009.8.3）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第三上涨期（2008.10.29 ~ 2009.8.3），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 24 第三上涨期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
总市值	21.3%	127.00%	5.960	25
流通市值	21.0%	118.50%	5.630	24
净资产增长率	20.3%	97.47%	4.790	23
PE	21.1%	77.57%	3.678	22
每股净资产	19.4%	68.57%	3.542	21
每股收益	21.7%	74.25%	3.417	20
净资产收益率	21.9%	69.61%	3.177	19
六个月收益率	14.1%	43.49%	3.091	18
净利润率	21.0%	64.48%	3.067	17
每股收益增长率	17.5%	52.24%	2.990	16
一年收益率	19.5%	56.77%	2.911	15
每股经营现金流量净额	14.7%	34.56%	2.348	14
一个月平均换手率	16.5%	37.85%	2.287	13
三个月平均换手率	15.7%	35.60%	2.270	12
每股净资产增长率	15.7%	33.28%	2.117	11
净利润增长率	18.5%	37.72%	2.041	10
主营收入增长率	22.2%	43.00%	1.936	9
每股经营活动现金流量	16.3%	26.63%	1.632	8
净额增长率				
当日换手率	16.9%	24.69%	1.462	7
一个月收益率	15.4%	22.17%	1.444	6
流通股数	16.2%	20.01%	1.239	5
三个月收益率	14.5%	15.15%	1.046	4
PCF	16.0%	16.67%	1.043	3
PB	16.3%	13.06%	0.802	2
三项费用占比	16.1%	10.27%	0.637	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第三上涨期，小市值指标（总市值、流通市值）表现最优，平均超额收益分别高达127%和118%，对应的信息比率分别为5.96和5.63，选股的有效性十分显著。此外，净资产增长率越低的股票，其后期市场表现越好，而高估值（PE）的股票，反而后期涨势更猛。这些都反映出这个上涨期的特殊性。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第三上涨期（2008.10.29~2009.8.3），计算了在所有的为期3个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 25 第三上涨期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合稳定性	排名得分
PE	45%	100%	100%	25
每股收益	12%	100%	100%	24
总市值	0%	100%	100%	23
净资产收益率	38%	99%	99%	22
净利润率	42%	99%	99%	21
流通市值	0%	99%	99%	20
一年收益率	16%	98%	98%	19
每股净资产	8%	96%	96%	18
主营收入增长率	39%	96%	96%	17
每股净资产增长率	48%	92%	92%	16
净资产增长率	19%	91%	91%	15
一个月平均换手率	91%	4%	91%	14
PCF	72%	91%	91%	13
每股经营活动现金流量	89%	88%	89%	12
净额增长率				
每股收益增长率	82%	86%	86%	11
三个月平均换手率	81%	8%	81%	10
每股经营现金流量净额	77%	13%	77%	9
净利润增长率	62%	77%	77%	8
当日换手率	74%	8%	74%	7
三项费用占比	61%	73%	73%	6
PB	72%	49%	72%	5
流通股数	30%	68%	68%	4
三个月收益率	56%	68%	68%	3
一个月收益率	38%	59%	59%	2
六个月收益率	45%	58%	58%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从稳定性的角度更容易看出第三上涨期的特殊性：除小市值股票领涨比较容易解释外，高PE、低每股收益、低ROE、低净利润率的组合反而能够带来极为稳定的超额

收益。

区分度（相对组合的收益/风险）

增持组合和减持组合的差异越大，说明选股指标的区分度越好。为此我们计算了相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来，取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率：

表格 26 第三上涨期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益 率/波动率	排名得分
净资产增长率	25.7%	232.88%	9.076	25
总市值	25.8%	178.08%	6.913	24
净利润增长率	20.6%	127.66%	6.196	23
净利润率	26.0%	142.44%	5.488	22
每股净资产	25.2%	136.09%	5.410	21
每股收益增长率	21.9%	116.53%	5.315	20
PE	27.1%	131.41%	4.850	19
每股收益	28.9%	137.95%	4.780	18
净资产收益率	27.6%	112.71%	4.086	17
每股经营现金流量净额	22.8%	92.65%	4.067	16
一年收益率	30.2%	111.72%	3.702	15
每股净资产增长率	20.5%	72.25%	3.516	14
一个月平均换手率	22.9%	77.92%	3.402	13
主营收入增长率	27.4%	92.04%	3.359	12
流通市值	25.4%	81.12%	3.197	11
当日换手率	25.1%	63.23%	2.521	10
一个月收益率	24.9%	47.76%	1.914	9
三个月平均换手率	23.3%	35.82%	1.538	8
PB	26.8%	38.99%	1.454	7
三项费用占比	21.6%	26.38%	1.221	6
PCF	21.5%	21.35%	0.995	5
六个月收益率	23.0%	22.57%	0.983	4
三个月收益率	23.2%	19.56%	0.841	3
流通股数	21.2%	17.58%	0.830	2
每股经营活动现金流量	20.2%	0.71%	0.035	1
净额增长率				

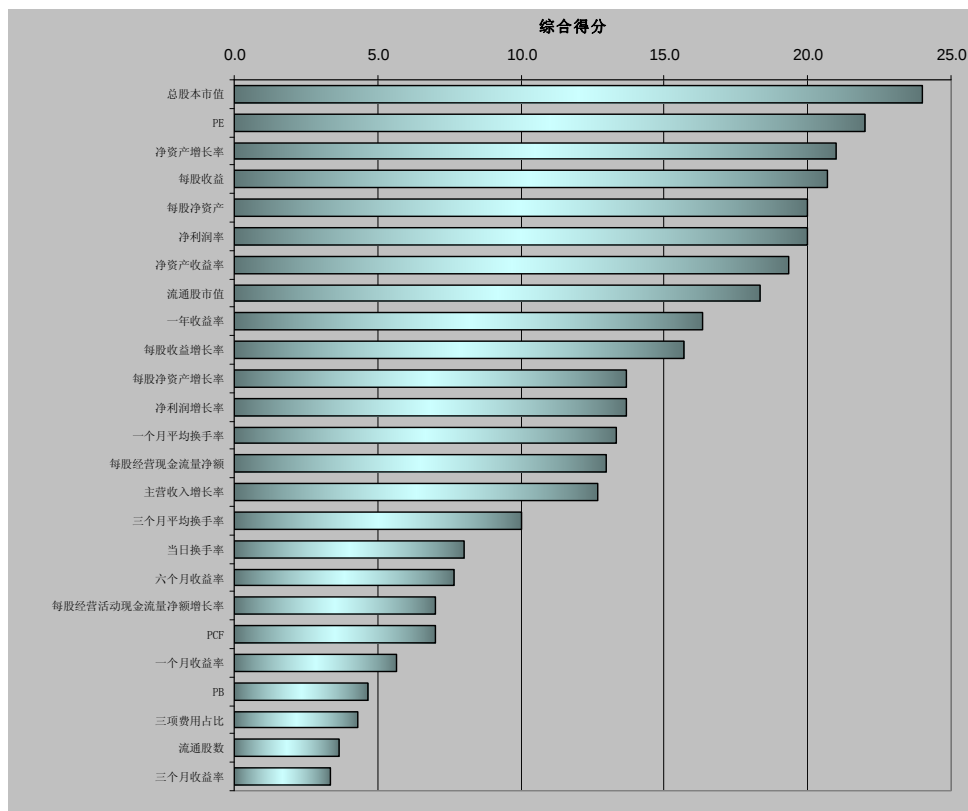
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第三上涨期，成长类指标（净资产增长率、净利润增长率、每股收益增长率）的区分度最强，其次是总市值及净利润率。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个综合排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 8 第三上涨期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第三上涨期，整体而言，小市值股票体现了最为平衡和突出的选股有效性、稳定性及区分度。此外高 PE、低净资产增长率、低每股收益和低每股净资产也是较好的选股指标。

第二震荡期（2009.8.4 ~ 2010.4.2）

有效性（超额收益/跟踪误差）

对于第二震荡期（2009.8.4 ~ 2010.4.2），各个选股指标的平均超额收益、平均跟踪误差及信息比率如下表所示：

表格 27 第二震荡期各选股指标的平均跟踪误差和平均超额收益（均年化）

指标	平均跟踪误差	平均超额收益	信息比率	排名得分
每股经营活动现金流量	10.9%	26.04%	2.380	25
净额增长率				
总市值	16.0%	34.44%	2.151	24

净利润率	12.0%	20.72%	1.721	23
三个月收益率	13.9%	23.85%	1.711	22
六个月收益率	13.4%	17.83%	1.328	21
每股净资产增长率	12.5%	14.70%	1.178	20
每股净资产	13.1%	15.06%	1.150	19
净资产收益率	11.8%	13.27%	1.126	18
每股收益增长率	11.6%	12.15%	1.049	17
一个月收益率	13.8%	9.56%	0.696	16
一年收益率	12.5%	8.44%	0.673	15
每股经营现金流量净额	11.1%	5.69%	0.510	14
流通股数	15.4%	5.93%	0.386	13
PB	15.6%	3.42%	0.218	12
净利润增长率	14.5%	0.43%	0.029	11
一个月平均换手率	7.7%	-0.94%	-0.123	10
流通市值	15.9%	-4.41%	-0.278	9
主营收入增长率	12.2%	-3.65%	-0.299	8
净资产增长率	17.1%	-5.31%	-0.310	7
PCF	13.6%	-4.69%	-0.345	6
三个月平均换手率	7.9%	-3.67%	-0.464	5
PE	10.5%	-7.60%	-0.726	4
当日换手率	9.8%	-7.16%	-0.728	3
三项费用占比	10.4%	-7.95%	-0.764	2
每股收益	10.6%	-13.31%	-1.251	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

在第二震荡期（2009.8.4~2010.4.2），现金流量净额增长率最为突出，平均年化超额收益达到 26%，而其跟踪误差仅为 10%。小总市值和高净利润也是较好的选股指标。3 月和 6 月反转也值得关注。

稳健性（正超额收益天数比例）

对于第二震荡期（2009.8.4~2010.4.2），计算了在所有的为期 3 个月的持有其内，增持组合和减持组合中能够带来正的超额收益（正的信息比率）的所占比例：

表格 28 第二震荡期各选股指标的正超额收益比例

指标	增持组合稳定性 (平均)	减持组合稳定性 (平均)	较好组合 稳定性	排名得分
每股经营活动现金流量 净额增长率	92%	76%	92%	25
三个月收益率	34%	85%	85%	24
一年收益率	45%	83%	83%	23
总市值	0%	82%	82%	22
每股净资产增长率	81%	28%	81%	21
六个月收益率	19%	79%	79%	20

净利润率	77%	25%	77%	19
每股净资产	32%	75%	75%	18
流通股数	27%	72%	72%	17
一个月收益率	36%	71%	71%	16
PB	70%	43%	70%	15
每股经营现金流量净额	69%	42%	69%	14
每股收益增长率	68%	67%	68%	13
净资产收益率	66%	30%	66%	12
净利润增长率	44%	51%	51%	11
PCF	33%	45%	45%	10
主营收入增长率	42%	21%	42%	9
流通市值	22%	42%	42%	8
一个月平均换手率	18%	40%	40%	7
净资产增长率	37%	37%	37%	6
当日换手率	34%	25%	34%	5
三项费用占比	12%	27%	27%	4
三个月平均换手率	13%	25%	25%	3
PE	10%	20%	20%	2
每股收益	3%	20%	20%	1

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从稳健性的角度考察，每股现金流增速、反转类指标以及小市值指标都具有较强的稳健性。

区分度（相对组合的收益/风险）

相当于持有增持组合、卖出减持组合（或者反过来——取决于增持和减持的相对表现）的相对组合的平均收益和波动率如下表所示：

表格 29 第二震荡期各相对组合的平均波动率和收益率（均年化）

指标	相对组合平均波动率	相对组合平均收益率	相对组合的收益/波动率	排名得分
六个月收益率	19.5%	87.79%	4.497	25
净利润率	19.9%	58.15%	2.920	24
一年收益率	18.5%	49.70%	2.694	23
每股经营活动现金流量净额增长率	15.5%	40.94%	2.647	22
PE	24.8%	49.29%	1.988	21
三个月收益率	22.9%	44.57%	1.948	20
净资产收益率	20.2%	38.66%	1.919	19
总市值	19.9%	37.67%	1.898	18
PB	21.4%	38.64%	1.803	17
主营收入增长率	24.5%	42.17%	1.718	16

每股收益	24.8%	41.81%	1.684	15
净资产增长率	23.9%	27.85%	1.167	14
三项费用占比	16.4%	18.38%	1.124	13
每股净资产增长率	23.1%	24.19%	1.047	12
一个月平均换手率	19.8%	14.74%	0.743	11
三个月平均换手率	20.1%	14.70%	0.731	10
流通市值	18.8%	13.35%	0.710	9
PCF	20.0%	12.92%	0.646	8
每股净资产	19.9%	12.39%	0.624	7
每股经营现金流量净额	18.7%	9.80%	0.524	6
流通股数	18.8%	8.40%	0.446	5
一个月收益率	21.4%	6.99%	0.326	4
净利润增长率	18.7%	2.58%	0.138	3
每股收益增长率	17.5%	0.99%	0.057	2
当日换手率	21.6%	0.19%	0.009	1

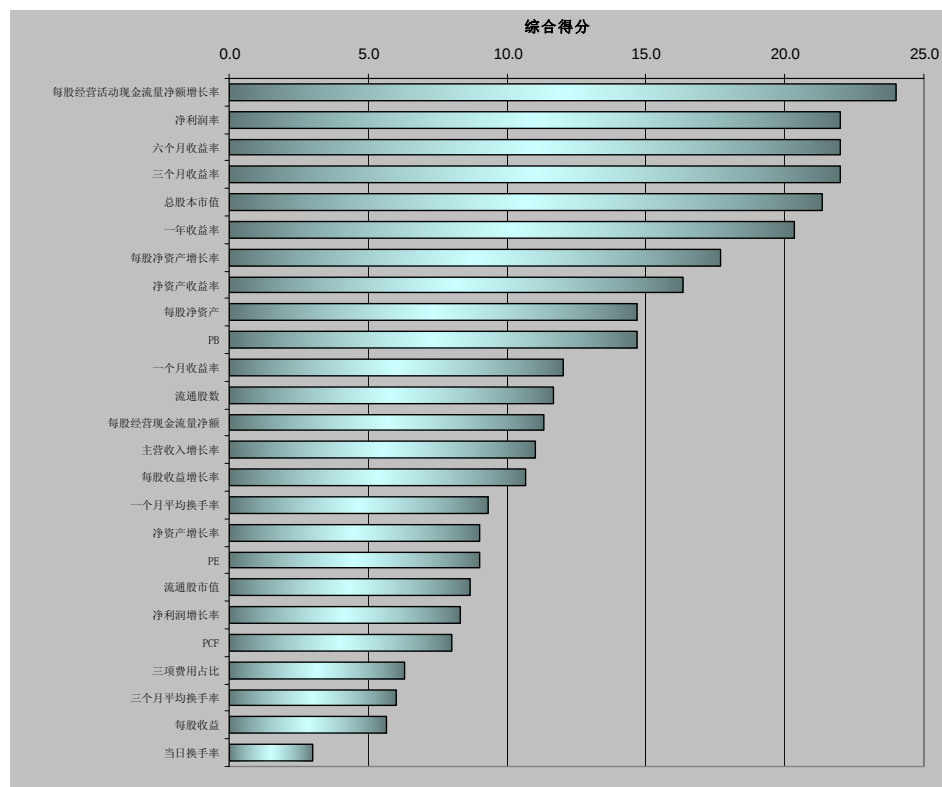
数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

从区分度来看，反转/动量类指标、净利润和每股现金增速的对比最为明显。

指标表现综合排序

下面我们将前面对选股指标的三个方面的评价（有效性、稳健性及区分度）综合起来，得到一个最终排序。具体方法为：将前面三个方面的排名得分等权平均，得到综合得分，并以此进行排序：

图表 9 第二震荡期选股指标综合排序



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

高每股现金流净额增速是该阶段综合表现最佳的指标,其后是高净利润率以及6个月、3个月反转,同时小总市值指标也值得关注。

总结与讨论

选股指标总结

整体而言,信息设备行业在过去十年表现出了明显的对小市值企业的偏好,高 ROE 也是一个很好的选股指标;从超额收益的角度讲,投资者应价值和成长并重,基于上述指标,采用单指标或多指标加权的方式来进行股票的筛选和调仓。如果以整个十年为考察周期,不进行择时,则单指标选股的稳健性(胜率)最高为 65%。

如果对市场进行最简单的择时,则可得到不同的市场环境(上涨、下跌、震荡)下,信息设备行业的选股指标表现排序。将各个相同的市场阶段(3 个下跌、2 个上涨和 2 个震荡)的指标得分进行同类平均,可得到不同市场环境下的选股指标排序,取其前 8 个列表如下:

表格 30 不同市场环境下的选股指标综合排序

上涨	下跌	震荡
总市值	PE	每股经营活动现金流量净额增长率
流通市值	一个月平均换手率	净资产收益率
PE	主营收入增长率	净利润率

每股收益	三个月平均换手率	总市值
每股净资产	总市值	流通股数
PB	流通股数	PCF
净利润率	PCF	三个月收益率
净资产收益率	当日换手率	PE

数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

综合了有效性、稳定性和区分度三方面的考量，并结合了 10 年间的市场环境的变动，可以发现在上涨阶段，市场最关注的是小市值的企业，同时低 PB 和低每股收益也给出了较好的选股效果，对于 PE 和每股净资产，虽然其排名也比较靠前，但在不同上涨期间，其增持、减持组合的表现有轮动，因此不能作为可靠的选股指标。

在下跌阶段，估值类指标低 PE 表现最为突出，体现出了稳定而有效的抗跌特性；换手率指标具有很好的区分度，但在不同下跌阶段，增持、减持组合有轮动，所以整体表现不稳定；大市值股票（总市值、流通股数）整体表现不俗。

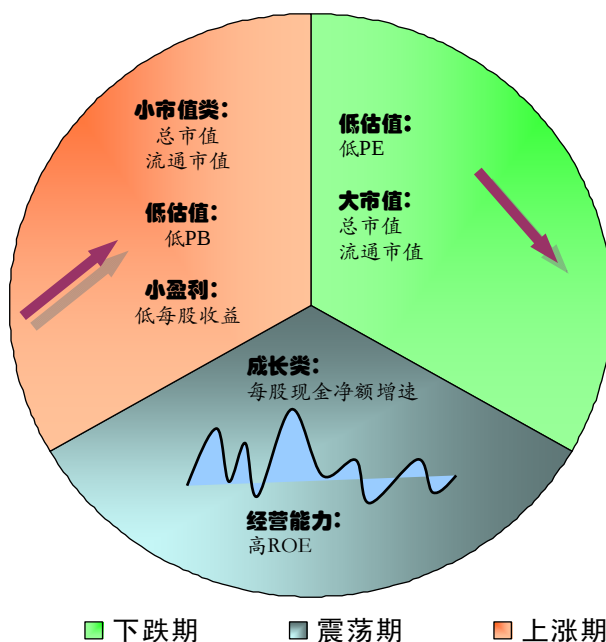
在震荡阶段，每股现金流净额增长率给出了最好的选股有效性、稳定性和区分度；高 ROE 也给出了较好的选股效果；对于净利润率、市值类和 PCF 指标，虽然整体表现不错，但在两个震荡期也出现了增持和减持组合的轮动，因此不推荐作为选股指标。

加入简单择时后，胜率得以很大提升，各阶段最优指标的胜率均在 75%左右或更高。

信息设备行业选股时钟

基于以上分析，做出信息设备行业的不同市场阶段选股指标时钟，供参考。

图表 10 信息设备行业选股时钟



数据来源：天软科技、华泰联合证券研究所整理

表格 31 申万 I 级信息设备行业类股票列表

交易代码	股票名称	交易代码	股票名称
000021	长城开发	000034	*ST 深泰
000066	长城电脑	000035	ST 科健
000688	S*ST 朝华	000851	高鸿股份
000748	长城信息	002017	东信和平
000938	紫光股份	002104	恒宝股份
000948	南天信息	600057	*ST 夏新
000977	浪潮信息	600130	*ST 波导
000981	S*ST 兰光	600775	南京熊猫
000988	华工科技	000063	中兴通讯
000997	新大陆	000586	*ST 汇源
002027	七喜控股	002089	新海宜
002152	广电运通	002115	三维通信
002177	御银股份	002194	武汉凡谷
002197	证通电子	002231	奥维通信
300042	朗科科技	002281	光迅科技
600076	*ST 华光	002313	日海通讯
600100	同方股份	300038	梅泰诺
600149	*ST 建通	600105	永鼎股份
600185	*ST 海星	600198	大唐电信
600501	航天晨光	600345	长江通信
600590	泰豪科技	600405	动力源
600601	方正科技	600485	中创信测
600658	兆维科技	600487	亨通光电
600711	ST 雄震	600498	烽火通信
600850	华东电脑	600522	中天科技
600855	航天长峰	600776	东方通信
000517	ST 成功	002093	国脉科技
600680	上海普天	300025	华星创业
000032	深桑达 A	300050	世纪鼎利

数据来源：Wind 资讯、华泰联合证券研究所整理

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3092
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com