

5 月消费板块股票或将迎来机会

——量化因子月报（2011 年 4 月）

罗军 研究员

电话：020-87555888-655

eMail: lj33@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511010004

胡海涛 研究员

电话：020-87555888-406

eMail: hht@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020010

量化行业配置模型最新观点

在因子方面，估值类的三个因子表现都出现不同程度的下调，其中 PE 以及 PB 的下滑较为明显，PE 的 4 月因子收益为 -3.43%，而 PB 的收益也仅为 0.06%，比上月的 2.81% 正收益相去甚远。PCF 因子跌幅与上月相若，行业轮动效用还是较为疲弱。但 ROE 因子已连续两个月获得正收益，表现理想。而且因子收益有继续走高的迹象，建议关注。一致预期因子方面，预期 PE 表现不如人意，预期净利润增长虽然跌幅较为收窄，但还没到关注时机。动量方面，中期动量持续偏弱，但一个月动量有走强迹象，应该关注！根据 2010-4-30 日最新收盘价对各因子进行综合打分，得分最高的四个行业为纺织服装，交通运输，商业贸易与综合。而农林牧渔，有色金属，建筑建材和电子元器件得分较低，建议低配。4 月下旬以来，家用电器与医药生物等个股受到资金的轮番照顾，而且它们的投资评级也上升至 4，在 5 月或有一番作为，也应适时关注！综合来说，总结模型的结果以及行业研究的观点，我们觉得 5 月消费类股票走高概率较大。

市净率因子表现回暖，十二个月股价反转效应显现

在行业内因子表现方面，以最近各行业六个月的因子表现而言，“市净率”因子当月成为表现最佳估值因子，因子的跨行业平均收益为 1.82%，证明近期它在不同行业内的选股有效性回升。该因子在建材，纺织服装和有色金属行业的表现尤为出色。上月提到了“预测市盈率”因子对于家用电器行业的有效性。根据我们计算所得，无论从中期角度，抑或长期的表现来看，该因子在行业的表现持续向好，值得关注！反转因子方面，“十二个月股价反转”因子在收益表现方面近期占优，六个月跨行业平均可达 1.4%。当月该因子在采掘，食品饮料和农林牧渔行业的表现较为突出。长期来看，因子在农林牧渔行业也有显著的正收益表现，所以近期应该关注。“一个月评级改变”因子近期表现好转，跨行业六个月平均月收益为 1.18%，评级改变好的个股在建材，医药行业下收益水平继续上扬，值得关注。

近期应关注的财务指标

上月月报推荐“资本支出折旧比”因子在黑色金属行业的表现不俗，而当月也有不错成绩，三年的平均收益也有翘头迹象，应继续关注！“流动资本周转率”因子在家用电器行业表现突出，六个月平均收益为 3.21%，而三年的平均也高达 1.86%。所以家用电器行业内流动资本充足的股票建议适时关注！结合三年平均水平来看，“经营活动产生的现金流量净额与营业收入比”因子在食品饮料行业的长期正收益相当明显，三年平均可达 1.41%，投资者应该关注！

目录索引

一、量化行业配置模型简介	5
二、上月因子回报分析	5
三、当前行业配置建议	7
四、量化因子简介	8
五、九大类因子综合分析	9
(一) 资本支出准则	9
(二) 现金流	9
(三) 成长性	9
(四) 流动性	9
(五) 盈利能力	9
(六) 营运能力	10
(七) 财务杠杆	10
(八) 估值	10
(九) 股价反转	10
六、各行业因子平均收益图	10
(一) 电子元器件	10
(二) 医药	11
(三) 建材	11
(四) 机械	12
(五) 化工	12
(六) 黑色金属	13
(七) 交运设备	13
(八) 采掘	14
(九) 信息设备	14
(十) 有色金属	15
(十一) 家用电器	15
(十二) 食品饮料	16
(十三) 纺织服装	17
(十四) 轻工制造	17
(十五) 农林牧渔	17
(十六) 公用事业	18
(十七) 交通运输	18
(十八) 餐饮旅游	19
(十九) 房地产	20
(二十) 金融服务	20
(二十一) 商业贸易	20
(二十二) 信息服务	21

图表索引

图表 1: 电子元器件行业因子六个月平均回报.....	10
图表 2: 电子元器件行业因子三年平均回报.....	10
图表 3: 医药行业因子六个月平均回报.....	11
图表 4: 医药行业因子三年平均回报.....	11
图表 5: 建材行业因子六个月平均回报.....	11
图表 6: 建材行业因子三年平均回报.....	11
图表 7: 机械行业因子六个月平均回报.....	12
图表 8: 机械行业因子三年平均回报.....	12
图表 9: 化工行业因子六个月平均回报.....	13
图表 10: 化工行业因子三年平均回报.....	13
图表 11: 黑色金属行业因子六个月平均回报.....	13
图表 12: 黑色金属行业因子三年平均回报.....	13
图表 13: 交运设备行业因子六个月平均回报.....	13
图表 14: 交运设备行业因子三年平均回报.....	13
图表 15: 采掘行业因子六个月平均回报.....	14
图表 16: 采掘行业因子三年平均回报.....	14
图表 17: 信息设备行业因子六个月平均回报.....	15
图表 18: 信息设备行业因子三年平均回报.....	15
图表 19: 有色金属行业因子六个月平均回报.....	15
图表 20: 有色金属行业因子三年平均回报.....	15
图表 21: 家用电器行业因子六个月平均回报.....	16
图表 22: 家用电器行业因子三年平均回报.....	16
图表 23: 食品饮料行业因子六个月平均回报.....	16
图表 24: 食品饮料行业因子三年平均回报.....	16
图表 25: 纺织服装行业因子六个月平均回报.....	17
图表 26: 纺织服装行业因子三年平均回报.....	17
图表 27: 轻工制造行业因子六个月平均回报.....	17
图表 28: 轻工制造行业因子三年平均回报.....	17
图表 29: 农林牧渔行业因子六个月平均回报.....	18
图表 30: 农林牧渔行业因子三年平均回报.....	18
图表 31: 公用事业行业因子六个月平均回报.....	18
图表 32: 公用事业行业因子三年平均回报.....	18
图表 33: 交通运输行业因子六个月平均回报.....	19
图表 34: 交通运输行业因子三年平均回报.....	19
图表 35: 餐饮旅游行业因子六个月平均回报.....	19
图表 36: 餐饮旅游行业因子三年平均回报.....	19
图表 37: 房地产行业因子六个月平均回报.....	20
图表 38: 房地产行业因子三年平均回报.....	20
图表 39: 金融服务行业因子六个月平均回报.....	20
图表 40: 金融服务行业因子三年平均回报.....	20
图表 41: 商业贸易行业因子六个月平均回报.....	20

图表 42: 商业贸易行业因子三年平均回报.....	20
图表 43: 信息服务行业因子六个月平均回报.....	21
图表 44: 信息服务行业因子三年平均回报.....	21

表格索引

表格 1: 行业配置模型上月各因子得分.....	5
表格 2: 行业配置模型本月因子得分.....	7
表格 3: 所有因子.....	8

一、量化行业配置模型简介

我们的量化行业配置模型在筛选出影响较为显著的四类风格因子基础上，对各行业对应因子进行打分排名，按照得分高低分成五类行业，对综合得分最高的四行业进行超配，对得分最低的四行业进行低配。

主要步骤分为三块：第一，先对候选因子进行单因子打分，因子回报的计算方法采用滚动一年排名较高的行业平均收益减去排名较低的行业平均收益。第二，在第一步的基础上依照过去12个月相对回报的高低对因子的打分赋予适当权重。第三，根据单因子得分及权重得出行业的综合得分，从而得到模型结果。详细的方法请参考《风格因子驱动下的行业选择：超配金融地产》报告。

根据2011-4-30最新收盘价，我们可以得到模型的最新结果，如下：

二、上月因子回报分析

总体来看，4月的A股市场走出了前高后低的大幅震荡格局，让投资者深感迷惑。首先是月初金融地产的轮番走高使得指数一举站上了3000点的台阶，并让投资者形成指数站稳向上的错觉。哪知投资热情刚被点燃，便被大盘“五连阴”的这盘无情冷水浇灭。大部分追高的投资者都被深套在这轮“诱多”中，重创市场信心。最后一个交易日虽然以一根中阳线收尾，但并不能改变4月收出月阴线的败局，上证指数当月下跌0.57%。而深市的中小板，创业板更沦为杀跌的“重灾区”。由于大部分中小型企业一季度业绩低于市场预期，导致创业板指数一个月的跌幅达到9.48%，而中小板指数也下跌了5.43%。但经过这一轮的下滑，空方力量已经有所减弱，大盘短期可能迎来超跌反弹的要求。

在因子方面，估值类的三个因子表现都出现不同程度的下调，其中PE以及PB的下滑较为明显，PE的4月因子收益为-3.43%，而PB的收益也仅为0.06%，比上月的2.81%正收益相去甚远。PCF因子跌幅与上月相若，行业轮动效用还是较为疲弱。但ROE因子已连续两个月获得正收益，表现理想。而且因子收益有继续走高的迹象，建议关注。一致预期因子方面，预期PE表现不如人意，预期净利润增长虽然跌幅较为收窄，但还没到关注时机。动量方面，中期动量持续偏弱，但一个月动量有走强迹象，应该关注！

表格 1: 行业配置模型上月各因子得分

		农林牧渔	采掘	化工	黑色金属	有色金属	建筑建材	机械设备	电子元件
本月收益		-4.97%	-2.34%	-3.77%	0.19%	-5.27%	-5.38%	-8.21%	-9.67%
收益得分		3	4	3	5	2	2	1	1
因子回报%		上月各行业对应因子的得分							
PE	-3.43%	3	1	3	2	5	2	2	5
PB	0.06%	2	1	4	2	5	1	3	4
PCF	-3.52%	3	2	3	2	4	1	4	5

ROE	5.58%	1	2	4	5	5	2	1	1
预期 PE	-1.92%	4	1	2	1	1	1	2	5
预期净利增长	-0.98%	4	3	2	2	4	5	1	2
6 个月	-1.90%	2	5	3	4	4	5	5	3
3 个月	1.90%	1	3	4	5	2	5	3	1
1 个月	3.72%	1	5	3	5	4	3	2	1
		信息							
		交运设备	设备	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业
本月收益		-8.96%	-7.93%	-4.03%	-1.49%	-5.09%	-2.04%	-2.65%	1.52%
收益得分		1	1	3	4	2	4	4	5
因子回报%		上月各行业对应因子的得分							
PE	-3.43%	2	4	2	4	4	5	4	1
PB	0.06%	3	4	2	5	4	5	5	1
PCF	-3.52%	2	5	2	4	4	5	5	1
ROE	5.58%	4	3	4	3	3	4	2	5
预期 PE	-1.92%	2	4	2	3	3	2	4	3
预期净利增长	-0.98%	2	4	2	3	5	3	3	4
6 个月	-1.90%	3	3	5	2	4	3	1	2
3 个月	1.90%	4	2	5	2	4	4	1	3
1 个月	3.72%	2	1	4	3	5	3	2	4
		交通运输 房地产 金融服务 商业贸易 餐饮旅游 信息服务 综合							
本月收益		-1.99%	-5.50%	1.14%	-1.25%	-3.42%	-5.04%	-3.80%	
收益得分		4	2	5	5	3	2	3	
因子回报%		上月各行业对应因子的得分							
PE	-3.43%	1	1	3	3	5	4	3	
PB	0.06%	2	1	4	2	3	3	3	
PCF	-3.52%	4	1	1	3	3	2	3	
ROE	5.58%	5	2	2	3	3	1	4	
预期 PE	-1.92%	5	3	3	4	4	5	5	
预期净利增长	-0.98%	1	3	1	5	4	5	1	
6 个月	-1.90%	2	4	2	1	1	1	4	
3 个月	1.90%	3	5	3	2	2	1	4	
1 个月	3.72%	2	5	4	3	2	1	4	

数据来源: 广发证券发展研究中心

三、当前行业配置建议

下表根据2010-4-30日最新收盘价对各因子进行综合打分，得分最高的四个行业为纺织服装，交通运输，商业贸易与综合。而农林牧渔，有色金属，建筑建材和电子元器件得分较低，建议低配。4月下旬以来，家用电器与医药生物等个股受到资金的轮番照顾，而且它们的投资评级也上升至4，在5月或有一番作为，也应适时关注！综合来说，总结模型的结果以及行业研究的观点，我们觉得5月消费类股票走高概率较大。

表格 2：行业配置模型本月因子得分

	农林牧渔	采掘	化工	黑色金属	有色金属	建筑建材	机械设备	电子元器件
因子综合得分	1	2	3	2	1	1	3	1
因子	各行业对应因子的得分							
PE	4	4	2	1	1	2	5	2
PB	2	3	3	1	1	3	5	4
PCF	5	2	4	1	4	1	4	3
ROE	1	2	4	5	5	2	1	1
预期 PE	3	1	2	1	3	2	4	5
预期净利增长	5	2	3	2	4	4	1	2
6 个月	1	3	3	5	1	5	3	2
3 个月	2	5	4	5	3	3	1	1
1 个月	3	4	3	5	2	2	1	1
	交运设备	信息设备	家用电器	食品饮料	纺织服装	轻工制造	医药生物	公用事业
因子综合得分	2	2	4	2	5	3	4	4
因子	各行业对应因子的得分							
PE	3	2	4	3	5	1	3	2
PB	4	4	2	1	2	2	4	3
PCF	2	3	3	3	4	5	5	4
ROE	4	3	4	3	3	4	2	5
预期 PE	3	4	1	2	3	2	4	1
预期净利增长	3	4	2	3	4	3	5	2
6 个月	1	2	5	4	4	4	2	5
3 个月	1	2	5	2	4	4	2	4
1 个月	1	1	3	4	2	4	4	5
	交通运输	房地产	金融服务	商业贸易	餐饮旅游	信息服务	综合	
因子综合得分	5	4	4	5	3	3	5	
因子	各行业对应因子的得分							
PE	5	4	5	4	1	3	3	
PB	4	5	5	2	3	5	1	
PCF	2	1	2	3	2	5	1	
ROE	5	2	2	3	3	1	4	
预期 PE	4	3	2	4	5	5	5	
预期净利增长	1	3	1	4	5	5	1	

6 个月	2	4	3	2	3	1	4
3 个月	2	3	4	3	3	1	5
1 个月	4	2	5	5	3	2	3

数据来源: 广发证券发展研究中心

四、量化因子简介

根据《风格因子驱动下的行业内量化选股研究》报告, 我们运用了因子值排序法每月来为不同行业下的个股进行排序, 并将超配与低配股票组合之间的下月收益差作为该因子的收益代表。我们的模型所涵盖的因子有34个之多, 主要是不同的财务指标, 估值指标以及股价反转指标。根据它们经济性质的不同, 可以细分为以下的9大类:

表格 3: 所有因子

资本支出准则 资本支出折旧比 经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入净收益	现金流 经营活动产生的现金流量净额/总市值 经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入
成长性 经营活动产生的现金流量净额 (同比增长率) 预测每股收益 1 年总收入同比增长率	流动性 流动比率 速动比率 保守速动比率
估值 股息率 企业倍数 (EV2/EBITDA) 市净率 (最新) 市现率 市盈率 预测市盈率 市销率	盈利能力 净资产收益率 ROE (摊薄) 总资产净利润 ROA 息税前利润 / 营业总收入 营业利润 / 营业总收入 净利润 / 营业总收入
营运能力 固定资产周转率 存货周转率 总资产周转率 流动资本周转率 长期债务与营运资金比率	动量/反转 一个月内评级改变 一个月股价动量/反转 三个月股价动量/反转 六个月股价动量/反转 十二个月股价动量/反转
财务杠杆 资产负债比 负债权益比	

数据来源：广发证券发展研究中心

从我们对于不同行业内各类因子历史收益的跟踪表现来看，发现在不同时间里各个因子的收益会出现不同的变化，代表着不同因子对于行业的有效性会随着时间的推移而发生改变。而对于每个行业，某些因子的历史表现明显优于其他因子，代表该因子对于行业的有效性较强，值得长期跟踪。每月我们的量化因子月报会为投资者揭示申万一级22个行业内34个因子（这里我们特别注明一下，由于金融服务行业内股票的经营模式与其他行业股票有所不同，所以我们把不符合行业股票特性的因子都去掉，只留下了14个因子作为长期跟踪对象。）的近期和长期平均收益的表现，让投资者能够更直观的了解不同行业内各个因子的有效性。

五、九大类因子综合分析

（一）资本支出准则

我们以最近六个月的因子平均表现为研判标准，结合各行业的收益结果，“经营活动产生的现金流量净额与营业收入净收益”因子一直领先于“资本支出折旧比”因子。领先因子的六个月跨行业平均收益为1.22%，与上月相若。该因子在建材，食品饮料和黑色金属行业内近期表现较优。值得注意的是，上月月报推荐该因子在黑色金属行业的表现不俗，而当月也有不错成绩，三年的平均收益也有蹿头迹象，应继续关注！

（二）现金流

以最近六个月平均因子回报的收益来对比，“经营活动产生的现金流量净额与营业收入比”因子在跨行业的收益水平上继续领先“经营活动产生的现金流量净额与总市值比”因子，收益为0.58%。该因子近六个月在建材，食品饮料和机械行业内表现领先其他行业。结合三年平均水平来看，因子在食品饮料行业的长期正收益相当明显，三年平均可达1.41%，投资者应该关注！

（三）成长性

综合各行业最近六个月平均因子回报的收益表现情况，三个成长性的因子中，仅“经营活动产生的现金流量净额(同比增长率)”因子获得正收益，继续为三个因子之首。按因子六个月在不同行业平均收益大小排序，前三位排名分别是化工，机械和有色金属。而结合三年期因子收益的平均值来分析，因子在化工行业的平均值为1.09%，行业内选股有效性还是较好，值得近期关注！上月所提到该因子在黑色金属行业内的表现稳定，我们维持该观点，建议继续关注！

（四）流动性

综合各行业最近六个月平均因子回报的收益表现情况，该类的三个因子在跨行业收益表现方面弱势不改，平均收益一律为负。但值得一提的是上月推荐的“流动比率”因子在黑色金属行业的表现继续领先于其他行业，值得继续跟踪。

（五）盈利能力

以最近六个月平均因子回报的收益作为比较，五个盈利能力的因子表现不佳，跨行业收益都为负值。上月建议关注“息税前利润与营业总收入比”因子在黑色金属行业内

的表现。但由于当月该因子的表现出现超预期的下滑，证明该因子波动性较大，不适合近期操作。而其他因子在各个行业的近期表现都无可圈点之处，所以本月我们不做任何建议。

（六）营运能力

以最近六个月平均因子回报的收益来比较，由于当月的良好表现，“流动资本周转率”因子一跃成为近六个月表现最优营运能力因子，跨行业收益为0.42%。该因子在化工，家用电器以及建材行业下收益表现可观。特别是在家用电器行业，六个月平均收益为3.21%，而三年的平均也高达1.86%。所以家用电器行业内流动资本充足的股票建议适时关注！

（七）财务杠杆

以最近六个月平均因子回报的收益表现为基准，两个财务杠杆类因子表现继续向好“资产负债比”因子继续略微领先，六个月跨行业平均为1.73%。该因子近六个月在采掘，建材和餐饮旅游行业内的表现较为出色。长期来看，对于食品饮料行业，两个财务杠杆因子的三年平均收益还是维持在1%以上，有效性显著。

（八）估值

估值类因子由于与股价相关，所以长期来看他们对各行业的有效性不言而喻。以最近各行业六个月的因子表现而言，“市净率”因子当月成为表现最佳估值因子，因子的跨行业平均收益为1.82%，证明近期它在不同行业内的选股有效性回升。该因子在建材，纺织服装和有色金属行业的表现尤为出色。上月提到了“预测市盈率”因子对于家用电器行业的有效性，根据我们计算所得，无论从中期角度，抑或长期的表现来看，该因子在行业的表现持续向好，值得关注！

（九）股价反转

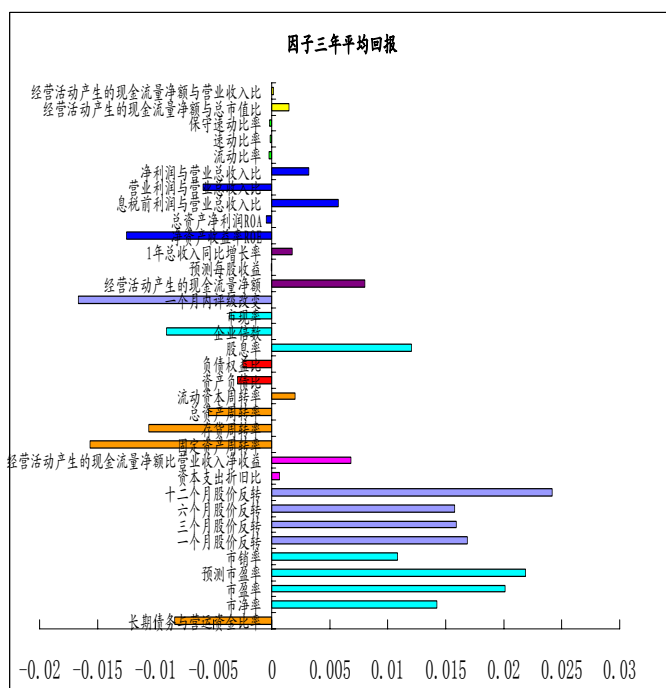
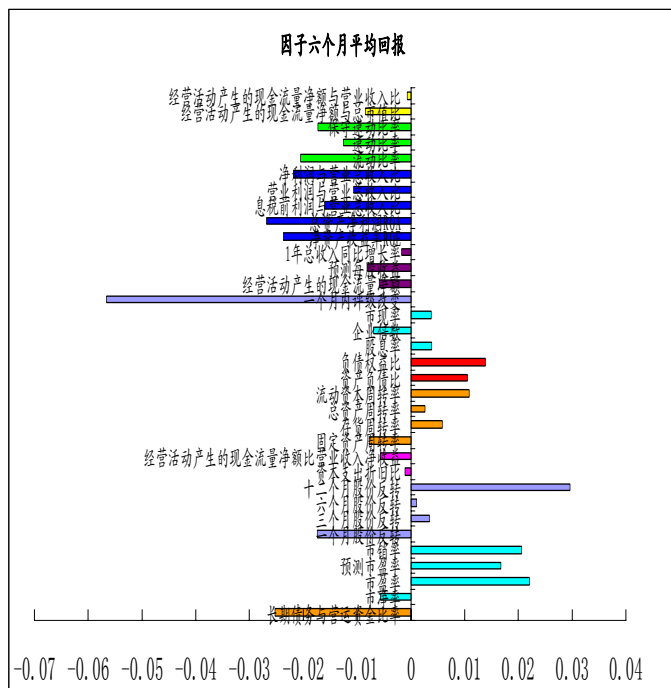
根据不同行业的因子历史收益分析，可以发现股价反转效应在个别行业存在着很强的选股效用。从最近六个月的因子平均收益数据可分析得出，“十二个月股价反转”因子在收益表现方面近期占优，六个月跨行业平均可达1.4%。当月该因子在采掘，食品饮料和农林牧渔行业的表现较为突出。长期来看，因子在农林牧渔行业也有显著的正收益表现，所以近期应该关注。“一个月评级改变”因子近期表现好转，跨行业六个月平均月收益为1.18%，评级改变好的个股在建材，医药行业下六月平均收益水平继续上扬，值得关注。

六、各行业因子平均收益图

（一）电子元器件

图表 1：电子元器件行业因子六个月平均回报

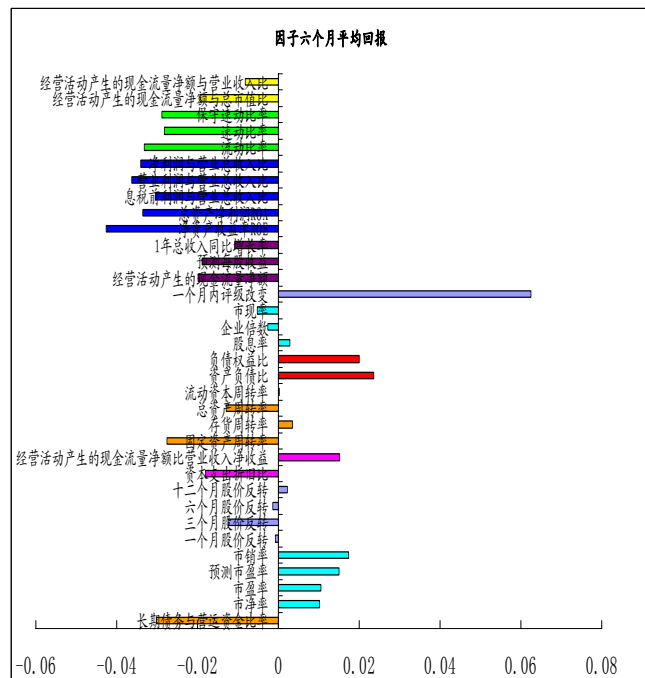
图表 2：电子元器件行业因子三年平均回报



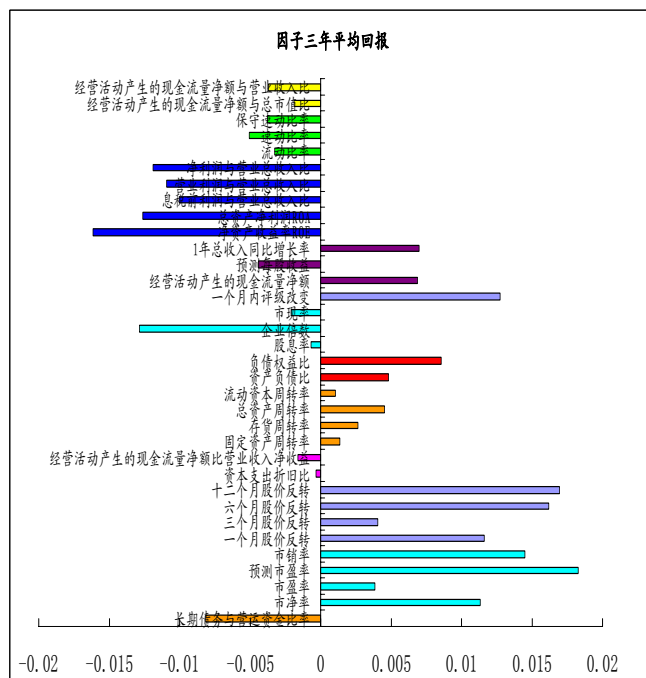
数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 医药

图表 3: 医药行业因子六个月平均回报



图表 4: 医药行业因子三年平均回报



数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 建材

图表 5: 建材行业因子六个月平均回报

图表 6: 建材行业因子三年平均回报