

报告类型/ 策略专题报告

基于公司业绩与机构行为的价值发掘与组合构建

报告摘要：

影响股价波动的原因有公司本身质地的优良，资本市场对公司未来发展的预期以及短期市场行为的扰动。选择公司盈利增长、业绩预警，机构增减持行为等三维度，以探讨股价波动、构建组合、获取超额收益。

组合设计：通过对 2006 年-2011 年 24 个季度的上市公司业绩增长、业绩预警以及基金增持等数据的分析研究，按季度挑选出符合我们模型设计的投资组合，并检验其随后交易周期 2 周、1 个月、中等周期 2 月、3 个月、4 个月、5 个月和 6 个月的组合收益率，以此判断我们三维度基本面模型的有效性并予以改进。

回测分析：通过对业绩增长与机构增持的交互、确定选股规则，最终选出 369 只各季度符合规则的个股、平均每个季度 21 只个股、数量合适。在过去 6 年间，每年平均相对收益率(与沪深 300 为基准)为 21.32%，并高于全样本下的基金持续增仓组合的 16.95%以及全样本下基金新进个股组合的 11.34%。

外推测算：对 2012 年前三季度符合各季度选股规则的个股筛选出来，并计算相对应持有期限的收益率，得出 2012 年 1 季度股票组合在持有 4 个月后实际相对收益为 15.85%，而 2012 年 2 季度股票组合持有 2 个月的实际相对收益为 1.42%，均跑出超额收益。并列出基于三季报数据的组合样本。

组合操作中的细节：我们向投资者呈现出基于公司业绩与机构行为的三因素选股模型策略的基本原理及其有效性。实际操作细节中还需关注组合流动性及冲击成本测算问题，组合个股基本面分析以及组合持有期限的优化以及对冲操作等在实际操作中可能遇到的问题，为投资者提供有效、可靠的实战投资策略。

相关报告

《价值投资策略之：定向增发与股权激励条件下的价值股挖掘-20121019》

2012-10-19

《价值投资策略之：增持概念股的选择-20120820》

2012-8-21

《策略专题-上市公司 2011 年年报分析及中期业绩前瞻-20120511》

2012-5-14

证券分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550511010009

(021)20361167 shenzy@nesc.cn

目 录

1. 股价运行的业绩和行为因子：业绩增长、业绩预警与机构增持.....	3
2. 三因素基本面选股模型设计	3
2.1. 三因素模型变量选择.....	3
2.1.1. 业绩增长因子.....	3
2.1.2. 业绩预警因子.....	4
2.1.3. 基金增持因子.....	4
2.2. 三因素模型模拟收益时点,持有期限及收益率的选择.....	5
2.2.1. 收益率计算起始点的选择.....	5
2.2.2. 组合持有期限的选择.....	6
2.2.3. 组合收益率评判标准的选取.....	6
2.3. 业绩增长、业绩预警及基金增持三因素模型规则挖掘与确定.....	6
2.3.1. 全样本下的各季度组合收益率综合表现（业绩预警为预增）.....	6
2.3.2. 一季度与四季度组合选择.....	7
2.3.3. 基于基金增持与业绩增长模型的规则探讨.....	7
3. 三因素基本面选股组合构建与历史数据的验证.....	9
4. 三因素基本面选股策略模型实证模拟：2012 年选股组合	10
5. 具体投资实践中相关细节的思考.....	11

表 1: 2006-2011 年上市公司归属母公司净利润同比增长区间分布情况	4
表 2: 2006-2011 年上市公司业绩预警分布情况：预增家数平稳且较多	4
表 3: 2006-2011 年间基金增持或新进个股程度的区间家数分布情况.....	5
表 4: 三变量每一季度大致集中公布的时间.....	5
图 1: 全样本各季度不同期限的收益率情况（预增）.....	6
表 5: 1 季度与 4 季度各持有期限收益率 t-test 检验表.....	7
表 6: 业绩增长与基金持续加仓收益率交互表（全样本）.....	8
表 7: 业绩增长与基金新进个股收益率交互表（全样本）.....	8
表 8: 三因素选股模型 2006-2011 年各季度收益率情况以及全样本下基金持续增仓及基金新进个股各年 各季度收益率情况.....	9
表 9: 三因素选股模型之 2012 年前 3 季度个股组合	10

1. 股价运行的业绩和行为因子：业绩增长、业绩预警与机构增持

股价是反应上市公司价值的表征。影响股价波动的原因无外乎三个：公司本身质地的优良，资本市场对公司未来发展的预期，以及短期市场行为的扰动。我们挑选公司盈利增长、业绩预警，机构增减持情况三大变量作为以上三个原因的表征，探讨股价波动的规律。

根据弱式有效市场假说(Weak-Form Market Efficiency)认为在弱式有效市场的情况下，股票价格已充分反映出所有历史的证券价格信息，包括股票的成交价、成交量，融资融券金额等，基于股价的一般技术分析多失效，基本分析还可能帮助投资者获得超额利润。目前我国股票市场由于信息不对称，不同投资者获得信息的能力相差巨大，对上市公司价值判断存在偏差，股票价格有时难以反映上市公司的真实价值。但从市场长期趋势看，股票价格始终围绕价值波动。我国市场较符合弱势有效市场假说理论特征，基本面的研究仍能给投资者带来超额收益。

就资本市场而言，上市公司业绩增长是市场最为关心的基本面因素。业绩增长是支撑股价上升的基本动力，是投资者获得分红、现金流的来源，所以业绩增长所带来的利好必将在股价中有所反应。我们选择上市公司季报、半年报及年报所披露的上市公司归属母公司净利润同比增长率作为衡量公司业绩增长的指标。**该指标每季度公布一次，我们选择归属母公司净利润同比增长率为正的上市公司为我们研究对象。**

业绩预警反应上市公司根据当下及未来公司发展情况对业绩进行的预判上市公司对自身经营情况的预判很大程度上会影响市场投资者对公司的判断。业绩预警一定程度上给出市场一个预期，如果最终业绩符合预期或超出预期，将给股价一个正面的刺激，但若低于预期，市场的反应或将大相径庭。**我们通过筛选每季报公布前的业绩预警公告为预增、扭亏、续盈等正面信号的上市公司，结合季报公告业绩增长的上市公司作为研究股价波动的标的。**

作为市场投资的主要参与者，机构投资者向来以投资管理专业化，投资结构组合化，投资行为规范化著称。其中，公募基金又是 A 股市场重要参与者且仓位变化数据较为公开透明便于分析，截止 2012 年 8 月 30 日，公募基金中股票型以及混合型基金的市场净值为 15772 亿，占 A 股市值的 7.4%。公募基金对上市公司的增持行为一定程度上反应市场机构投资者对上市公司未来发展潜力的肯定，是在专业化，科学化，规范化的调查研究后得出的合理结果。所以我们选择对受到基金公司增持的上市公司进行筛选，**选择在研究期内被基金公司增持的个股进行进一步研究。**

2. 三因素基本面选股模型设计

我们通过对 2006 年-2011 年 24 个季度的上市公司业绩增长、业绩预警以及基金增持等数据的分析研究，按季度挑选出符合我们模型设计的投资组合，并检验其随后交易周期 2 周、1 个月，中等周期 2 个月、3 个月、4 个月、5 个月和 6 个月的组合收益率，以此判断我们三维度基本面模型的有效性并予以改进。

2.1. 三因素模型变量选择

2.1.1. 业绩增长因子

我们选择上市公司在季报、半年报、年报中公告的归属母公司净利润同比增长率作为我们判断上市公司业绩是否增长的标准。归属母公司净利润同比增长率为正的公司将作为我们研究的重点对象。表 1 中展示自 2006 年至 2011 年 6 年间归属母

公司净利润同比增速为正的各不同净利润增速区间上市公司家数分布情况。

表 1: 2006-2011 年上市公司归属母公司净利润同比增长区间分布情况

		年份					
	家数	2006	2007	2008	2009	2010	2011
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	<u>325</u>	381	440	455	474	749
	7%-20%	586	634	685	639	927	1115
	20%-45%	885	1046	948	1040	1585	1720
	45%-110%	929	1192	1016	1030	1631	1412
	110%-260%	576	811	621	619	979	664
	260%以上	339	634	395	392	676	470

数据来源：东北证券 wind。注：以每年四期(1 季报、中报、3 季报、年报)，6 年共 24 期的样本来考察净利润增速与年度的分布情况，如表 1 首格“325”为 2006 年 4 个季度、归属母公司净利润同比增长 0-7%的家数的总和，下同略。

2.1.2. 业绩预警因子

在每季度公布财报之前，部分上市公司会对下一期财报业绩进行预判，预警类别分别有续亏、扭亏、略增、续盈、预增等。预警的结果最终大都会在下期财报公布后得到验证。预警的作用主要是上市公司对公司未来一个季度公司运营情况的一个判断，给市场一个初步的预期，而股价会对这种预期做出反应。

预警与财报最终结果的一致性很大程度上会影响到公司股价的走势，作为我们选择投资组合的一个标准，业绩预警为正面，如扭亏、略增、续盈、预增都将给市场传递一个积极的信号，有利股价上涨。在业绩增长的个股组合中，我们选择对下季度业绩预警为正面的上市公司进行分类比较，有限减少组合的个股数量，提高组合综合收益率。

表 2: 2006-2011 年上市公司业绩预警分布情况：预增家数平稳且较多

		年份					
	家数	2006	2007	2008	2009	2010	2011
业绩预警	预增	<u>342</u>	600	377	342	622	550
	扭亏	159	154	99	147	179	96
	续盈	17	2	89	148	227	289
	略增	39	194	230	225	516	874

数据来源：东北证券 wind。注：以每年四期(1 季报、中报、3 季报、年报)，6 年共 24 期的样本来考察净利润增速与年度的分布情况，如表 1 首格“342”为 2006 年 4 个季度、业绩预警为预增的家数的总和，下同略。

2.1.3. 基金增持因子

从万得数据库中选取的个股基金持仓变化情况，寻找基金在研究期内增持或新进的品种。由于此数据由基金公司季度报表统计而来，基金公司 1 季报及 3 季报仅公布前十大重仓股的变化情况，而仅半年报与年报公布全部持仓情况，所以并不能完全反应基金增减仓的情况。

我们的模型只需要选择出基金增持或新进的个股，而非基金增持的所有品种，故上述数据收集缺陷不影响模型选股效果。而对于增持某家公司的情况我们具体分为：

- 1、持续增持即上一报告期已持有该股，本期加仓；

2、新进个股即上一报告期末有基金持有该股票而本期新进的个股。

具体基金增持程度我们使用增持股数占公司总流通股股数的比例的变化率表示，即 $(\text{本期增持股数在总流通股的占比} - \text{上期增持股数在总流通股的占比}) / (\text{上期增持股数在总流通股的占比})$ ，对于基金新进个股，则采用本期增持股数在总流通股的占比。表 3 显示 2006-2011 年间基金增持或新进个股程度的区间家数分布情况。

表 3：2006-2011 年间基金增持或新进个股程度的区间家数分布情况

		年份					
	家数	2006	2007	2008	2009	2010	2011
加仓个股： 增持比例区间	0-0.24%	3	2	4	0	7	14
	0.24%-11%	52	61	116	65	132	247
	11%-45%	93	145	157	127	241	349
	45%-155%	102	138	162	135	286	303
	155%-588%	71	98	65	103	170	162
	588%以上	35	44	52	62	132	122
新进个股： 增持比例区间	0-0.13%	9	23	24	64	74	152
	0.13%-0.44%	32	43	49	105	123	125
	0.44%-1.5%	79	72	117	142	258	153
	1.5%-4.1%	87	104	75	156	247	149
	4.1%-7.7%	56	83	54	70	124	114
	7.7%以上	52	71	26	24	64	91

数据来源：东北证券 wind

2.2. 三因素模型模拟收益时点,持有期限及收益率的选择

2.2.1. 收益率计算起始点的选择

由于最终检验模型的有效性是通过对组合未来一段时间（2 周、1 个月、2 个月、3 个月、4 个月、5 个月和 6 个月）收益率的跟踪进行评判，我们需要统一设置各个季度组合的收益率计算起始点。

由于每只个股季报，半年报，年报，以及业绩预告公告公布时间各不相同，所以组合中每支个股的收益率计算起始点将各不相同。而基金增持数据由基金公布财报统计得出，所以主观选择在每年的 4 月 30 日、7 月 31 日、10 月 31 日和次年 3 月 31 日截取基金数据以得到基金增持个股的数据。

最终计算收益率的起始时点为基金增持数据截止日，考察期下一季度业绩预告公告日，考察期季度财报公告日最晚的一个时点。为了便于操作以及数据的搜集，我们分别确定 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日和次年 4 月 30 日为 1、2、3、4 季度的收益率计算起始点。表 4 为三因素每一季度大致集中公布的时间。

表 4：三变量每一季度大致集中公布的时间

集中披露时间	Q1	Q2	Q3	Q4
公司季报，半年报， 年报披露时间	4 月 30 日之 前 1 个月	8 月 31 日前 1 个半月	10 月 31 日 前 1 个月	次年 4 月 30 日前 3 个月间
下一季度业绩预告 公告时间	4 月 30 日之 前 1 个月	8 月 31 日前 2 个月	10 月 31 日 前 1 个月	次年 4 月 30 日前 2 个月间

基金季报公布时间	4 月 30 日之 前 1 个月	8 月 31 日前 2 个月	10 月 31 日 前 1 个月	前一会计年度结 束 90 天内公布
----------	---------------------	-------------------	---------------------	----------------------

数据来源：东北证券 wind

2.2.2. 组合持有期限的选择

由于各季度组合收益率计算起始点已经分别确定为 4 月 30 日、8 月 31 日、10 月 31 日和次年 4 月 30 日，为了保证投资组合的简洁性，可操作性以及连贯性，我们分别确定 1-4 季度组合的持有时间分别为：4 个月、2 个月和 6 个月，以便考察一个年度的组合收益情况

2.2.3. 组合收益率评判标准的选取

组合的持有期限分为交易周期 2 周和 1 个月，中等周期 2 个月、3 个月、4 个月、5 个月和 6 个月共 7 档。通过对不同期限收益率水平变化情况，考察组合的特性，并解释其原因。组合收益率我们选择相对收益作为我们观察的主要指标。相对收益以沪深 300 指数在考察期内的涨跌幅为基准。

2.3. 业绩增长、业绩预警及基金增持三因素模型规则挖掘与确定

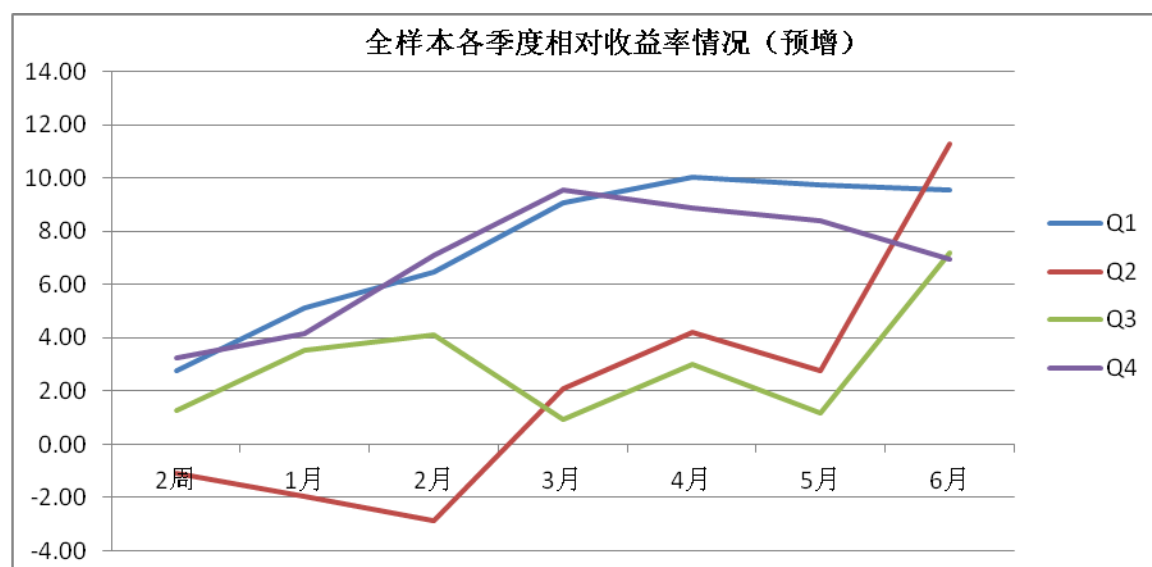
2.3.1. 全样本下的各季度组合收益率综合表现（业绩预警为预增）

根据表 2，2006-2011 年上市公司业绩预警分布情况可看出业绩预警为预增的每年上市公司家数较为平稳且家数较多，为了简化模型，我们仅选择下一报告期业绩预警为预增的个股作为我们组合研究的标的。

每个季度由于公司季报，基金季报以及业绩预警的公告时间相去甚远，信息披露存在时差，股价反应每个季度的情况各不相同。我们以业绩增长为正，基金持续加仓或基金新进个股及业绩预警为预增三因素为限制条件，构建各季度全部个股组合并计算各持有期限收益率情况，大致反应出全样本各季度在各种期限下的收益率变化情况，收益率方面我们选取各组合的相对收益作为我们主要研究对象，期限分别为 2 周，1 个月、2 个月、3 个月、4 个月、5 个月和 6 个月。

结果如图 1：

图 1：全样本各季度不同期限的收益率情况（预增）



数据来源：东北证券

从图中可发现，正如我们预期各个季度组合收益率表现大相径庭。1、4 季度组合表现较为相似，都随着持有时间的延续收益率稳步提升分别在持有 4 个月和 3 个月达到顶峰，随后收益率缓慢下降。2 季度组合随持有期限的增加逐步增加，其中持有 2 个月及持有 5 个月，组合收益率会出现回调；3 季度组合却与 2 季度相反，在持有 2 个月达到阶段峰值然后逐级下降而在第 6 个月收益率情况出现跳升。就波动情况看，Q1，Q4 表现较为相似波动较小，但均获得正的相对收益，而 Q2，Q3 波动较大。

我们分析造成以上结果的原因有 4 点。

1、收益率整体随持有期限推移而上升表现整体上市公司业绩增长有持续性，基金加仓反应对公司未来业绩的看好，股价在未来期限预期兑现后作出正面反应造成收益率逐级上升；

2、1 季度和 2 季度较为相似主要由于 1 季度组合收益率起始点与上年 4 季度组合收益率起始点重合，导致两个组合在相同的市场大背景下运行，收益率曲线较为相似（具体在 4 月 30 日选择 1 季度组合或 4 季度组合，在后文中会作出详细解释）；

3、2 季度 2 个月内表现较差是受中报信息披露时滞，造成市场判断不一致，而进入第三个月市场通过对 3 季报的确认，股价带来正刺激而上涨明显；

4、3 季度信息披露最为直接有效，且对于公司全年预期较为明确，市场达到一致性预期的可能性较大，短期市场表现较好，但进入年报公布期，噪声增多，收益率受限。

2.3.2. 一季度与四季度组合选择

上文提到 4 季度组合的收益率起始计算点与次年 1 季度起始计算点重合，我们需要确定在 4 月 30 日选择通过 4 季度信息挑选出来的组合或是通过次年 1 季度信息挑选出来的组合。由于我们投资组合从 4 月 30 日起仅持有 4 个月，根据表 5 的结果，1 季度与 4 季度无统计学上的显著区别，我们确定根据次年 1 季度披露信息所挑选出来的组合作为 4 月 30 日交易的投资组合。

表 5：1 季度与 4 季度各持有期限收益率 t-test 检验表

	Q1 收益率 mean	Q4 收益率 mean	t 检验值
2 周	2.76	3.25	-0.3446
1 月	5.13	4.18	0.6927
2 月	6.47	7.10	-0.3251
3 月	9.05	9.54	-0.2159
4 月	10.01	8.89	0.4165
5 月	9.73	8.37	0.4123
6 月	9.56	6.96	0.6485

数据来源：东北证券

2.3.3. 基于基金增持与业绩增长模型的规则探讨

根据表 1：2006-2011 年上市公司归属母公司净利润同比增长区间分布情况以及表 3：2006-2011 年间基金增持或新进个股程度的区间家数分布情况，我们将上市公司业绩增长分为 6 个区间；而将机构增持分为两个大类：基金持续加仓与基金新进个股，每一类分别也有 6 个区间。由业绩增长与基金增持各区间两两交叉便形成我们选股规则的基本框架。

通过对全样本个股按各区间分类，并计算每个区间不同期限收益率，得到以下

我们需要的业绩增长与基金增持模型的全样本收益率分布情况。如下量表，内中数据展示的是所选规则下的相对收益，例如表 6 中首格“-5.28”即为以 1 季报归属母公司净利润同比增速 0-7%且基金加仓比例 0-0.24%，以 4 月 30 日为初始日持有 4 个月后相对沪深 300 的超额收益即为-5.28%，下同略。

表 6: 业绩增长与基金持续加仓收益率交互表（全样本）

4.30 持有 4 个月		加仓个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.24%	0.24%-11%	11%-45%	45%-155%	155%-588%	588%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	-5.28	0.27	-0.09	2.20	-0.82	5.72
	7%-20%	-5.71	-0.93	2.62	1.77	-0.76	0.79
	20%-45%	4.82	3.16	7.65	2.53	3.99	3.62
	45%-110%	-11.64	5.58	7.33	5.34	5.15	6.01
	110%-260%	98.16	11.43	5.55	1.93	4.71	8.18
	260%以上	18.99	0.07	3.35	1.12	7.00	9.18
8.31 持有 2 个月		加仓个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.24%	0.24%-11%	11%-45%	45%-155%	155%-588%	588%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	2.25	-0.65	-0.93	0.57	-2.16	3.40
	7%-20%	3.08	1.13	-0.80	1.08	-1.35	-1.29
	20%-45%	9.34	1.32	3.85	0.94	1.18	-1.09
	45%-110%	-7.92	4.15	3.14	1.64	2.44	3.35
	110%-260%	41.43	3.67	3.88	-0.81	-0.42	2.46
	260%以上	6.29	-0.10	0.39	-1.15	1.03	3.01
10.31 持有 6 个月		加仓个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.24%	0.24%-11%	11%-45%	45%-155%	155%-588%	588%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	-5.92	3.85	6.60	6.64	5.40	14.29
	7%-20%	-4.87	-1.61	5.93	-1.35	0.45	2.89
	20%-45%	-2.71	7.40	10.93	5.45	5.89	6.41
	45%-110%	-3.58	9.72	10.16	7.02	6.95	9.31
	110%-260%	63.92	19.74	6.76	5.69	6.58	5.39
	260%以上	37.55	5.04	8.65	7.55	14.88	11.24

数据来源：东北证券

表 7: 业绩增长与基金新进个股收益率交互表（全样本）

4.30 持有 4 个月		新进个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.13%	0.13%-0.44%	0.44%-1.5%	1.5%-4.1%	4.1%-7.7%	7.7%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	4.39	2.57	4.48	3.99	-0.09	-4.48
	7%-20%	4.30	3.43	4.97	3.85	0.67	-3.32
	20%-45%	5.05	4.62	3.72	1.11	4.96	-2.26

	45%-110%	2.07	5.38	7.57	3.74	8.72	8.75
	110%-260%	6.49	6.96	4.75	4.27	8.89	3.09
	260%以上	-0.50	-0.31	7.44	10.95	4.35	7.17
8.31 持有 2 个月		新进个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.13%	0.13%-0.44%	0.44%-1.5%	1.5%-4.1%	4.1%-7.7%	7.7%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	-2.69	0.36	-0.19	-0.21	-1.30	-5.07
	7%-20%	1.32	-0.97	-0.08	0.75	-0.48	-4.64
	20%-45%	0.86	3.28	0.41	-0.49	0.98	-1.16
	45%-110%	-0.57	0.53	3.58	-0.42	0.97	1.83
	110%-260%	0.54	0.51	-0.84	-0.94	4.90	5.63
	260%以上	-4.93	-0.42	3.23	3.91	1.37	6.06
10.31 持有 6 个月		新进个股：增持比例区间					
	相对收益率	0-0.13%	0.13%-0.44%	0.44%-1.5%	1.5%-4.1%	4.1%-7.7%	7.7%以上
归属母公司 净利润 YOY	0-7%	4.94	3.37	8.39	7.31	5.98	-4.94
	7%-20%	10.62	6.32	8.30	5.98	0.68	1.36
	20%-45%	4.12	4.31	6.11	5.53	4.21	-0.13
	45%-110%	4.79	9.27	8.61	6.98	12.47	15.48
	110%-260%	12.60	9.04	8.69	17.22	7.22	1.04
	260%以上	5.47	3.67	18.77	17.78	3.13	10.92

数据来源：东北证券

通过对以上表中收益率排序，选取每个时间点排名前 15 的收益率所对应的归属母公司净利润同比增长率区间以及基金增持比例区间作为三因素选股模型的选股标准，表中已用黄色标记。

从表 6 和表 7 中可以看出，虽然持有期限不同，操作时间不同，但大体上，对于基金持续增仓品种，市场对归属母公司净利润保持稳健增长，增长率在 45%-110% 这一区间的个股组合表现较好；而对于基金新进品种，市场更加关注公司的成长性，盈利增长在 45%-260% 都较受市场关注，收益率表现较佳，符合一般的市场逻辑。

3. 三因素基本面选股组合构建与历史数据的验证

我们根据上文中确定的选股规则，对 2006 年至 2011 年共计 18 个季度的数据进行筛选，共选出 369 只各季度符合规则（即上文中黄色标记项）的个股，平均每个季度 21 只个股，数量合适。组合收益率情况以及各年公司家数分布详见表 8。

表 8: 三因素选股模型 2006-2011 年各季度收益率情况以及全样本下基金持续增仓及基金新进个股各年各季度收益率情况

模型	Q1	Q2	Q3	合计	家数
2006	15.44	-8.24	35.81	43.00	31
2007	-4.74	-12.92	11.20	-6.45	59
2008	6.88	3.79	29.19	39.85	67
2009	-5.69	21.17	11.81	27.30	17
2010	21.14	-1.96	-5.76	13.42	92

2011	12.50	-2.44	0.73	10.78	103
均值	7.59	-0.10	13.83	21.32	
全样本下基金持续增仓组合的各年分季度收益情况					
持续增仓	Q1	Q2	Q3	合计	家数
2006	20.76	-5.54	32.20	47.42	35
2007	-19.07	-13.24	9.12	-23.20	51
2008	11.42	0.39	34.18	45.99	64
2009	0.00	9.33	3.63	12.96	14
2010	13.00	0.38	-7.48	5.90	93
2011	13.32	-2.53	1.82	12.60	113
均值	6.57	-1.87	12.24	16.95	
全样本下基金新进入组合的各年分季度收益情况					
新进个股	Q1	Q2	Q3	合计	家数
2006	11.59	-8.16	9.44	12.87	18
2007	-0.20	-13.12	13.21	-0.11	44
2008	-3.99	0.28	28.00	24.30	41
2009	-5.69	8.24	9.74	12.30	18
2010	25.72	-7.25	-3.71	14.76	63
2011	6.00	-5.66	3.57	3.92	40
均值	5.57	-4.28	10.04	11.34	

数据来源：东北证券

由上表可知，我们的组合在过去 6 年间，每年平均收益率为 21.32%，高于全样本下的基金持续增仓组合的 16.95%，以及全样本下基金新进个股组合的 11.34%。所选股股票家数大大小于全样本数，且每期个股数量较为合理，有效提升组合的收益率以及简化实际操作难度。

就季度收益分布看，1 季度以及 3 季度平均收益率为正，而 2 季度为负，符合之前对全样本各季度不同期限下的收益率曲线的分析，2 季度在持有 2 个月收益率最低的判断。但总体看除 2007 年大牛市外，组合均跑出较大的超额收益。

4. 三因素基本面选股策略模型实证模拟：2012 年选股组合

通过已确定的选股模型，我们将 2012 年前三季度符合各季度选股规则的个股筛选出来，并计算相对应持有期限的收益率，得出 2012 年 1 季度股票组合在持有 4 个月后实际相对收益为 15.85%，而 2012 年 2 季度股票组合持有 2 个月的实际相对收益为 1.42%，均跑出超额收益。

3 季度组合为最新资料筛选出来的股票组合，尚未有实际相对收益数据，我们会进一步跟踪三因素基本面选股模型的实战应用能力。各季度所选出的个股组合如表 9，

表 9：三因素选股模型之 2012 年前 3 季度个股组合

2012Q1		2012Q2		2012Q3	
002375.SZ	亚厦股份	002375.SZ	亚厦股份	600850.SH	华东电脑
002311.SZ	海大集团	002310.SZ	东方园林	000982.SZ	中银绒业
002358.SZ	森源电气	002358.SZ	森源电气	002028.SZ	思源电气

002450.SZ	康得新	002236.SZ	大华股份	002052.SZ	同洲电子
600858.SH	银座股份	002503.SZ	搜于特	002159.SZ	三特索道
002313.SZ	日海通讯	002325.SZ	洪涛股份	002161.SZ	远望谷
002154.SZ	报喜鸟	002081.SZ	金螳螂	002226.SZ	江南化工
600366.SH	宁波韵升	002241.SZ	歌尔声学	002236.SZ	大华股份
002481.SZ	双塔食品	002635.SZ	安洁科技	002241.SZ	歌尔声学
002385.SZ	大北农	002051.SZ	中工国际	002304.SZ	洋河股份
600007.SH	中国国贸	002481.SZ	双塔食品	002310.SZ	东方园林
002429.SZ	兆驰股份	002663.SZ	普邦园林	002325.SZ	洪涛股份
002288.SZ	超华科技	000616.SZ	亿城股份	002358.SZ	森源电气
002656.SZ	卡奴迪路	600007.SH	中国国贸	002391.SZ	长青股份
		002656.SZ	卡奴迪路	002398.SZ	建研集团
		600019.SH	宝钢股份	002421.SZ	达实智能
		002653.SZ	海思科	002429.SZ	兆驰股份
		002567.SZ	唐人神	002450.SZ	康得新
		000705.SZ	浙江震元	002456.SZ	欧菲光
		002133.SZ	广宇集团	002507.SZ	涪陵榨菜
		002568.SZ	百润股份	002511.SZ	中顺洁柔
		002521.SZ	齐峰股份	002567.SZ	唐人神
		300135.SZ	宝利沥青	002653.SZ	海思科
		002507.SZ	涪陵榨菜	002656.SZ	卡奴迪路
		600748.SH	上实发展	300133.SZ	华策影视
				600778.SH	友好集团
				600809.SH	山西汾酒
				600886.SH	国投电力

数据来源：东北证券

5. 具体投资实践中相关细节的思考

通过对以上业绩增长、业绩预警以及基金增持三因素模型的分析，选股规则的探讨以及组合的初步构建与验证，我们大致向广大投资者呈现出基于公司业绩与机构行为的三因素选股模型策略的基本原理以及其有效性。作为一个可以给投资者实际操作的组合产品，我们致力完善选股策略在实际操作中遇到的问题。我们列出以下问题、相关细节，进一步加强选股策略的实际可操作性。

具体问题、相关细节有：

- 1、根据选股规则提取的组合的个股流动性问题：对组合内个股的最小流动市值、交易换手以及可能的冲击成本测算等实际操作中会考虑或遇到的问题进行进一步探讨；
- 2、组合标的池优化：分析组合个股的基本面特征如流通盘大小、是否有融券机制，增加一些行为及更多预期等增强型因子对组合进行合理优化；
- 3、组合持有期限的优化：根据三因素选股规则所挑选的每个季度股票组合拥有自己独特的收益率曲线。我们可以通过观察、分析历年来每个季度不同持有期收益率曲线，结合对冲机制、进一步优化组合的持有期限以达到提高选股策略有效性。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760