

研究報告

回报率较高的“好”公司具备哪些基因

——基于 A 股上市公司夏普比值的分析

潘妙丽 陈希 晋田

资本市场研究所

内容摘要

在股市中，投资者回报除了现金分红之外，主要来源于资本利得。从保护投资者权益的角度出发，应倡导价值投资理念，引导和鼓励投资者更多投资于能够创造长期稳定回报的上市公司，尽可能用科学的方法以小风险换取大回报。

夏普比率（Sharpe Ratio）是一个用来衡量投资回报与投资风险关系的综合指标，该指标衡量每承受一单位风险，会产生多少的超额收益。本文以企业上市以来的长时段为研究窗口，计算全体 A 股公司的夏普比率，并将夏普比率排名前 200 名的公司视为“好”公司，夏普比率排名后 200 名的公司视为“差”公司。

分析发现，“好”公司是有基因的。主要有：一是大多拥有一个好的行业“出身”，主要分布在泛消费行业及近年来景气度较高的行业；二是往往具备一些过硬的核心竞争力，具体体现为强大的品牌优势、显著的规模效应、独特的要素优势、持续的创新力等；三是业绩表现更加出色，通常具有更高的成长性及更强的盈利能力；四是能够吸引更多机构投资者，被一些机构投资者长期持有；五是融资活动较活跃而现金分红偏低。

基于上述结论，从吸引、培育优秀上市公司，提供投资者长期回报的角度而言，我们对监管部门提出以下建议：一是从企业所处行业、自身核心竞争力角度筛选优质上市资源；二是进一步加强投资者教育，倡导价值投资；三是支持资本市场为夏普比率较高的“好”公司提供融资；四是对“好”公司的现金回报给予一定的容忍度。

目录

一、“好”公司的筛选标准	4
二、A股公司夏普比率统计分析	6
三、“好”公司具备哪些特征?	10
(一)“好”公司大多拥有一个好的行业“出身”	10
(二)“好”公司具有更强的核心竞争力	12
(三)“好”公司的业绩成长性及盈利能力更强	15
(四)“好”公司能够吸引更多的机构投资者	17
(五)“好”公司融资更多，现金回报更少	18
四、结论与建议	19

回报率较高的“好”公司具备哪些基因

——基于 A 股上市公司夏普比值的分析

在股市中，投资者回报除了现金分红之外，主要来源于资本利得。为更好地保护投资者权益，应倡导价值投资理念，引导和鼓励投资者更多投资于能够创造长期稳定回报的上市公司，尽可能用科学的方法以小风险换取大回报。以此为出发点，本报告基于夏普理论，综合考虑股票收益率与波动率，筛选出 A 股市场回报较高的“好”公司，并与回报较低的“差”公司进行对比分析，归纳、总结出“好”公司的基因，为监管机构制定相关政策提供参考。

一、“好”公司的筛选标准

市场各界对“好”公司没有统一的标准，“好”与“坏”本身也是一个见仁见智的问题。本文从投资者回报的角度定义“好”公司，即，能够长期、稳定地给予投资者二级市场回报的公司，我们认为是“好”公司，具体则通过金融学中的夏普比率来衡量。

夏普比率（Sharpe Ratio），是一个用来衡量投资回报与投资风险关系的综合指标。该指标由 1990 年度诺贝尔经济学奖得主威廉-夏普（William Sharpe）提出，用于衡量金融资产绩效表现，其计算公式为：

$$S_a = \frac{E(R_a - R_b)}{\sqrt{\text{var}(R_a - R_b)}}$$

其中， R_a 为资产的收益率， R_b 为基准资产的收益率，一般可将大盘指数或者无风险收益率选为基准资产。 $E(R_a - R_b)$ 为资产对于基准资产的超额收益率的期望， $\text{var}(R_a - R_b)$ 为超额收益率的方差，衡量资产的风险。实践中，由于期望和方差是未知的，常常使用历史超额收益的均值和样本方差代替公式中的期望和方差，求出夏普比率的估计值。夏普比率将资产的风险和收益结合在一起，衡量了每承受一单位风险，会产生多少的超额收益。因此，理论上说，夏普比率越高越好，投资者应尽量选择夏普比率较高的股票/投资组合，而避开夏普比率较低的股票/投资组合。

基于夏普理论，本文试图通过夏普比率寻找 A 股市场的“好”公司。由于股票的短期波动受到诸多因素的影响，而长期表现主要取决于公司基本面，我们只选择上市五年以上的公司作为研究的样本，即 2013 年 1 月 1 日之前上市的沪深 A 股公司。据统计，上市五年以上公司共 2048 家，其中沪市主板 789 家、深市主板 350 家、中小板 641 家、创业板 268 家。计算夏普比率的时间跨度为从股票的上市日起至 2017 年 6 月 30 日，第一个价格取上市首日的股票发行价格，之后取每月底最后一个交易日的收盘价格。股票收益率采用对数收益率，也即是 $R_i = \text{Log}(P_i) - \text{Log}(P_{i-1})$ ，其中 P_i 与 P_{i-1} 分别为本月与上月的价格， R_i 为股票在本月的收益率。为了避免除权除息等股本变动对收益率产生的影响，我们对股票的价格进行了复权处理。根据股票所处板块，我们将基准资产分别选取为上证综合指数（000001.SH）、深证成份指数（399001.SZ）、中小板指数（399005.SZ）以及创业板指数

(399006.SZ)¹。

二、A 股公司夏普比率统计分析

通过上述研究方法，我们计算了全部样本公司的夏普比率。总体来看，A 股公司夏普比率的均值为 0.046，中位数为 0.041，两者较为接近且都大于 0，说明大部分股票相对于其指数都有一个正的风险溢价；标准差为 0.054，意味着不同股票之间的差异性比较大。所有样本公司中，表现最好的股票为康得新(002450)，其夏普比率高达 0.369；表现最差的股票为*ST 锐电（601558），其夏普比率低至-0.271。

表 1 自上市以来股票夏普比率统计

板块	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
沪市主板	789	0.040	0.043	-0.271	0.015	0.034	0.062	0.201
深市主板	350	0.036	0.030	-0.060	0.016	0.035	0.053	0.181
中小板	641	0.066	0.063	-0.143	0.028	0.065	0.101	0.369
创业板	268	0.031	0.069	-0.256	-0.009	0.031	0.076	0.232
所有 A 股	2048	0.046	0.054	-0.271	0.015	0.041	0.074	0.369

数据来源：Wind 数据库

分类别看，A 股公司的夏普比率在上市时间、行业分布、地域分布、板块分布上均具有显著的类型化特征。

第一，2007 年以后上市的公司夏普比率整体更高。从图 1²可以看出，总体而言，2007 年以后上市的公司夏普比率相较之前上市公司要更高。非参数方差分析的结果也表明了不同年份上市的股票的夏普比率有显著差异³。但 2008 至 2012 年上市的公司夏普比率差

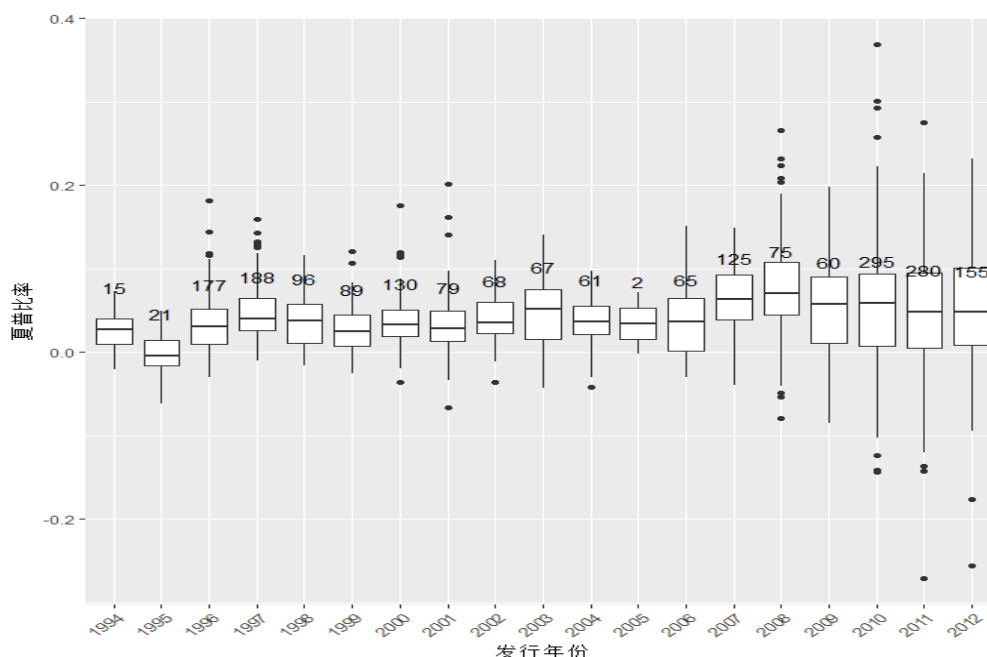
¹为了计算的一致性，我们将指数发布之前上市的股票剔除掉。

²图 1 表示不同年份上市公司夏普比率的 boxplot 图形，箱形上面的数字为当年上市的公司数量。

³Kruskal-Wallis 检验的统计量为 146.99，p 值为 2.2e-16。

异较大，所有夏普率低于-0.1 的股票都是在 2010 年至 2012 年上市，几乎所有夏普率高于 0.2 的股票都是在 2008 至 2012 年上市的。这一方面，可能与 2007 年前后上市的公司所处行业存在差异有关，另一方面，理论上讲，上市时间越长，夏普值高的可能性更低。

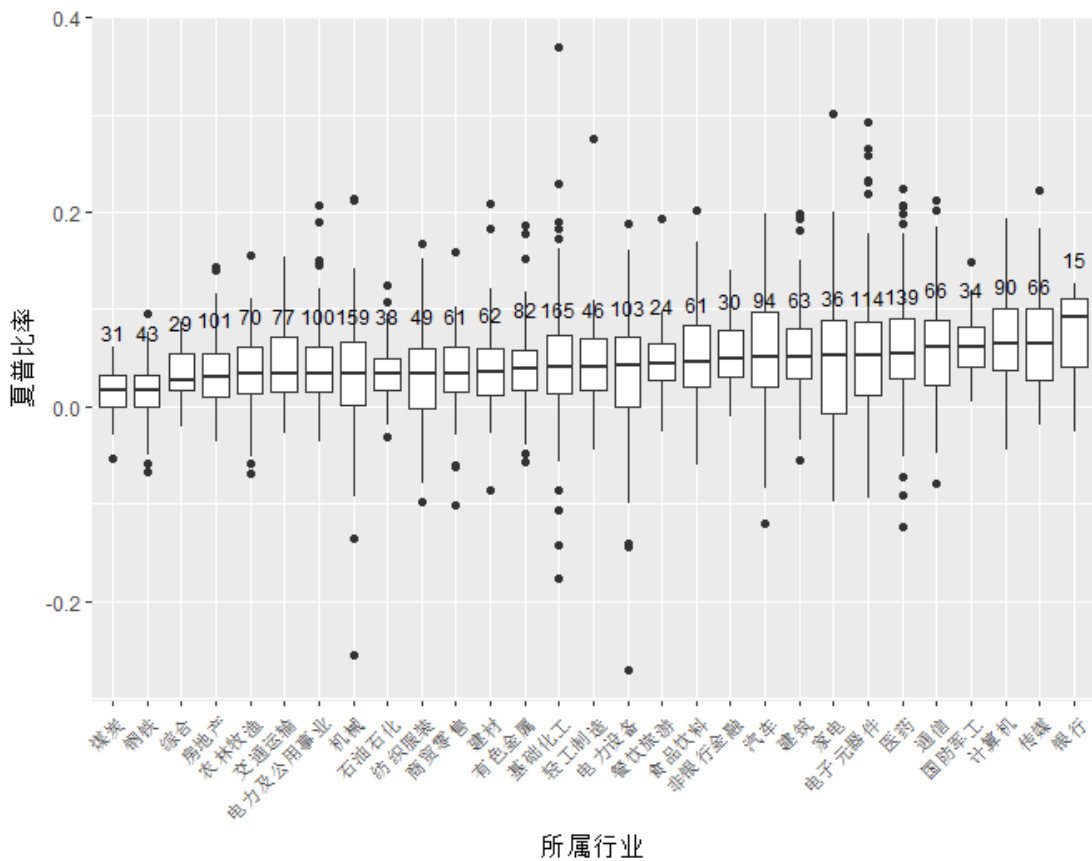
图 1 不同年份上市公司夏普值分布图



数据来源：Wind 数据库

第二，高科技行业、新兴行业夏普比率较高，而产能过剩行业、传统行业夏普比率较低。图 2 将不同行业的上市公司夏普比率的按照从左到右递增的顺序排序。可以看出，不同行业上市公司之间的差距较为显著。数值最高的 5 个行业分别为银行、传媒、计算机、国防军工以及通信；最低的 5 个行业分别为煤炭、钢铁、综合、房地产与农林牧渔。电力设备、机械、化工行业内部分化明显，主要是由于这些行业的子行业较多，且细分行业景气度差异较大。

图 2 不同行业上市公司夏普值分布图

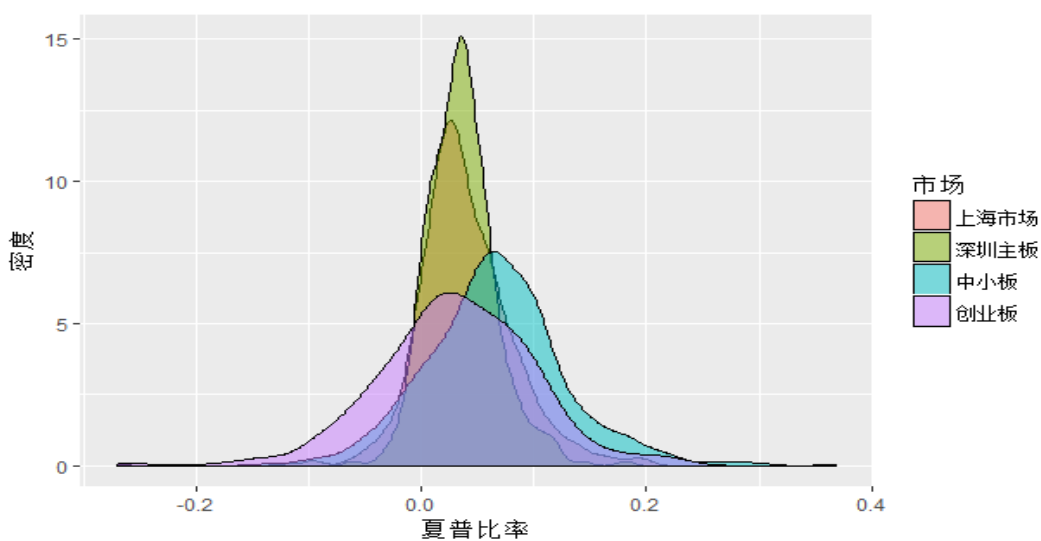


数据来源: Wind 数据库

第三，不同板块股票的夏普比率具有明显的差异。如图 3 所示，沪深主板股票的夏普比率分布较为集中，而中小板、创业板股票的个体差异则更大。中小板股票的夏普比率普遍高于其他三个板块，而夏普比率较小的股票中，创业板股票所占比例显著高于其他三个板块。非参数方差分析与多重检验的结果也表明了不同板块股票的夏普比率有显著差异⁴，中小板股票显著优于其他三个板块，而剩下三个板块之间的股票的夏普比率没有显著差别。

⁴Kruskal-Wallis 检验的统计量为 134.02，p 值为 2.2e-16。

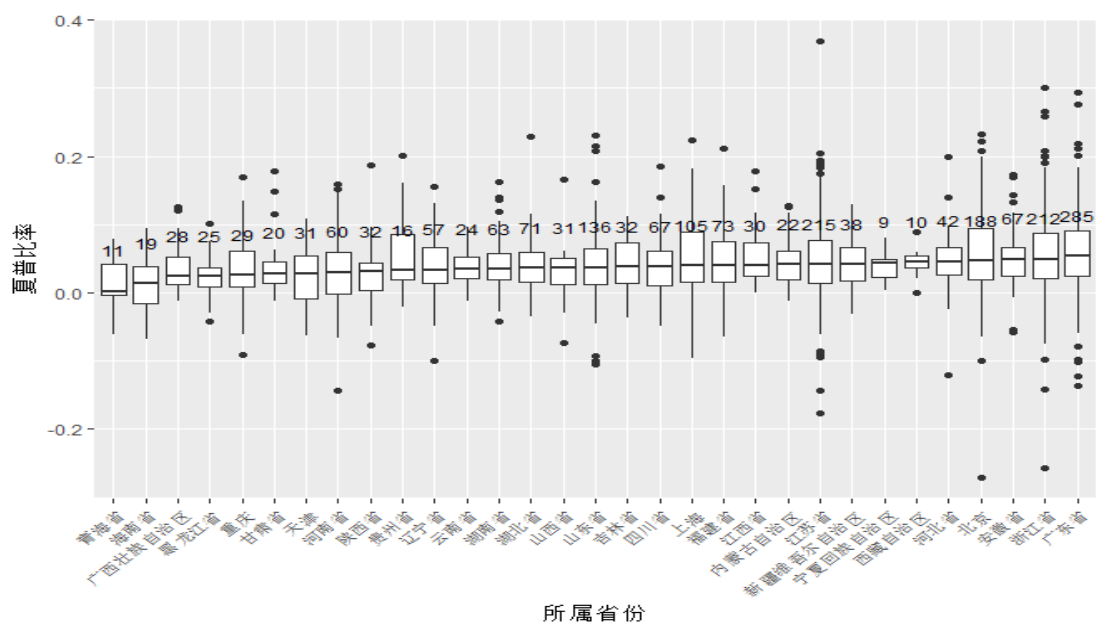
图 3 不同板块的夏普比率分布图



数据来源: Wind 数据库

第四，分省份看，经济较发达省份的上市公司夏普比率较高，而经济欠发达地区的公司则相对较低。图 4 给出了不同上市省份的股票夏普比率分布图，按照中位数从左到右递增的顺序排序。夏普比率中位数前三的省份分别为广东、浙江与安徽；而夏普比率最低的三个省分别为青海、海南与广西。

图 4 不同省份上市公司夏普比率分布图



三、“好”公司具备哪些特征？

根据上述计算结果，按照 10%的比例，我们筛选出 A 股市场夏普比率排名前 200 名的公司，并将这些公司定义为“好”公司。同时，作为对照，筛选出夏普比率后 200 名的公司，将其定义为“差”公司。从行业、竞争力、财务状况、投资者结构等多个维度对“好”公司与“差”公司进行对比，我们发现，“好”公司普遍具备以下共同基因。

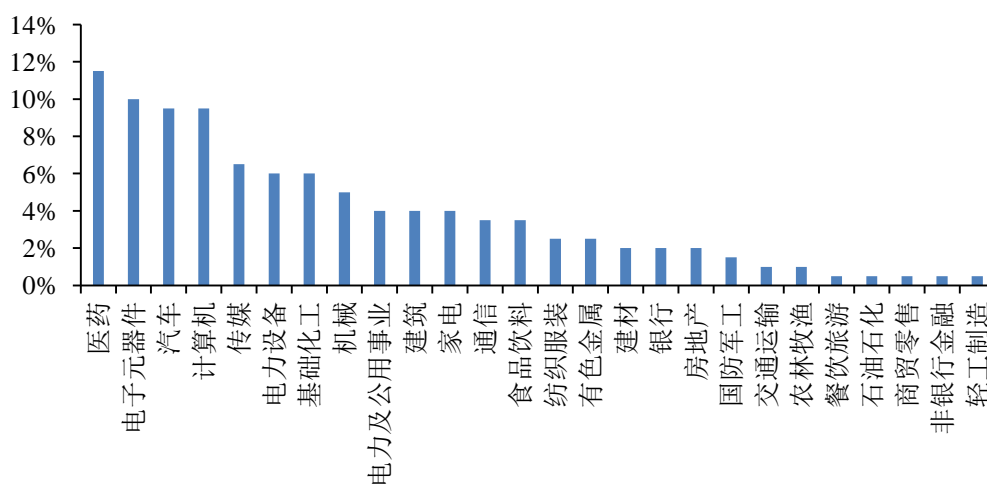
（一）“好”公司大多拥有一个好的行业“出身”

从行业分布来看，夏普比率排名靠前的公司更多分布在泛消费行业及景气度较高的行业，而排名靠后的公司较多处于周期性行业及景气度较低的行业。

数据显示，排名前 200 名的公司中，占比最高的五大行业依次为医药、电子元器件、汽车、计算机及传媒，合计占比近一半。而机械、基础化工这些上市公司数量比较多的行业，占比仅 5%-6%；钢铁、煤炭行业则没有 1 家企业上榜。可见，“好”公司往往是处于一个“好”行业，通常表现为：行业本身增长较快，具有广阔的发展前景，从而带动企业高速增长；或是行业具有逆周期的特征，从而使得企业经营保持相对稳定。例如，医药行业兼具成长性及抗周期性，并且公司数量较多，因此孕育的“好”企业数量也最多，代表企业包括恒瑞医药、同仁堂、片仔癀、东阿阿胶等，这些企业所处的行业很大程度上决定了企业能够穿越经济周期，获得稳定而持续的增长；又如，我国安防行业在过去十年处于快速发展的“风口”，总产值从 2007 年的 1400

亿元增长至 2015 年的 5000 亿元，海康威视、大华股份作为行业的双寡头，上市以来规模得以迅速扩大，两家公司的夏普比率均名列前茅。

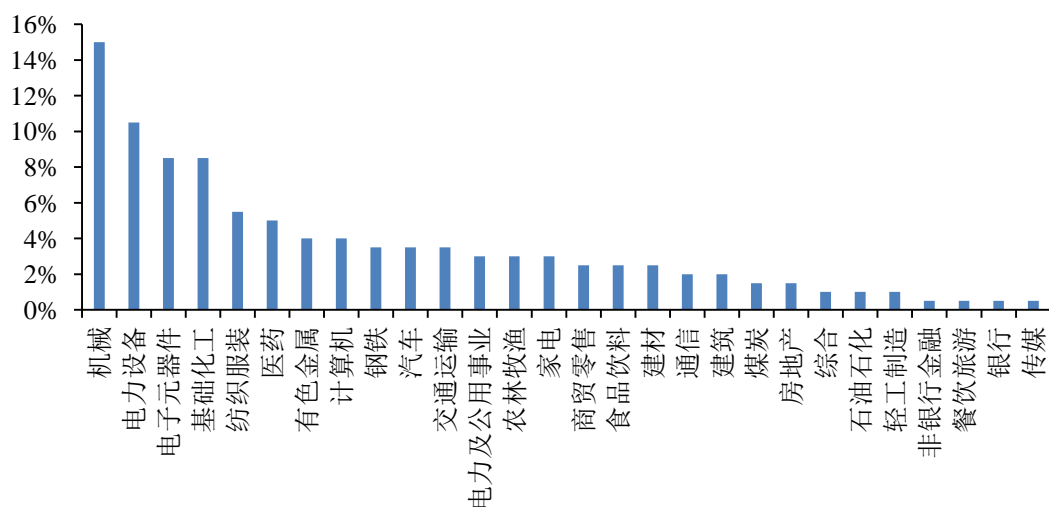
图 5 夏普比率排名前 200 名公司行业分布



数据来源：Wind 数据库

而排名后 200 名的公司中，占比最高的前五大行业依次为机械、电力设备、电子元器件、基础化工及纺织服装，占比也接近一半。这些行业有些属于周期性行业，受宏观经济影响较大；也有些属于传统行业或产能过剩行业，行业景气度较低。例如电力设备中的光伏、风电领域，由于产能过剩的问题，企业效益普遍不佳，导致夏普比率偏低；矿山冶金机械行业下游主要为周期性行业，行业波动相对较大，从而拖累行业内企业表现。

图 6 夏普比率排名后 200 名公司行业分布



数据来源：Wind 数据库

（二）“好”公司具有更强的核心竞争力

从“好”公司与“差”公司的行业分布看，即便是景气度较高的行业如医药、电子元器件、计算机等，也同样有“好”公司、“差”公司之分。因此，除行业因素外，“好”公司必定还具备一些独特的竞争优势。这些独特的竞争优势就像“护城河”一样，使企业以更高效的方式或更低廉的成本持久性地创造价值。

第一，是强大的品牌优势。强大的品牌使企业能够不断扩大市场份额，并且具有较强的议价权甚至定价权，从而获取持久的超额利润。夏普比率排名前 200 名企业中，相当一部分通过历史沉淀、民族品牌传承、后天打造等形成了品牌效应，如贵州茅台、格力电器、同仁堂，都是具有品牌优势的典型代表。品牌的强大吸引力、产品的出众特质使这些企业在行业中拥有不可取代的地位，并且享有较高的资本收益率。而排名最后的 200 家公司中，这类企业相对较少，例如，同属食

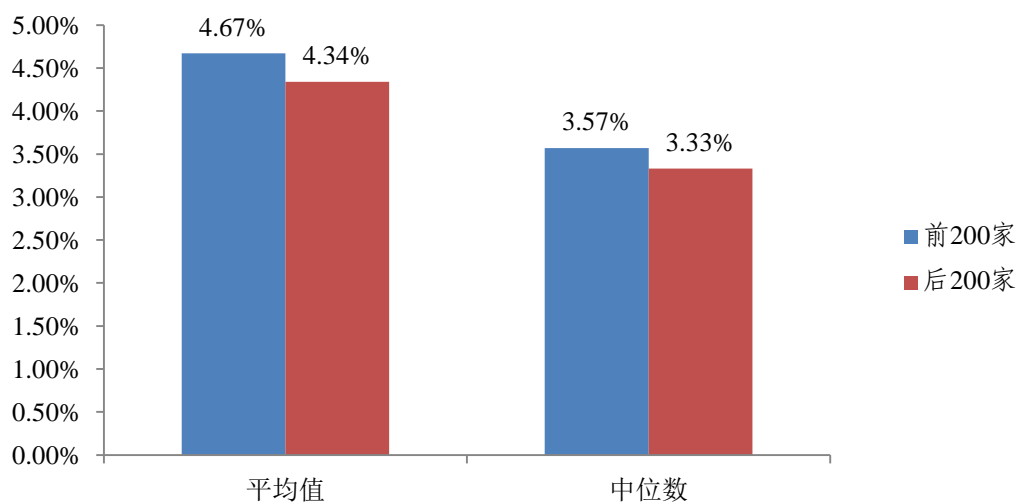
品饮料行业，夏普比值靠后的青青稞酒和惠泉啤酒，就没有贵州茅台和五粮液品牌效应大。

第二，是规模效应。对于固定成本占比较高的制造行业，企业的生产规模越大，分摊到单位产品上的成本越低，因此大企业能够比小规模竞争对手获得更高的盈利水平，也拥有更强的资金实力去改进生产工艺及扩大生产规模，从而进一步拉开与竞争对手的差距。在资本市场上则表现为，夏普比率较高的通常是这些行业的龙头企业，而夏普比率较低的企业规模较小，在行业中往往处于追赶者的地位。以汽车整车行业为例，上汽集团、长城汽车等行业龙头的夏普比率分别达到 12.55%、19.85%，而海马汽车、一汽夏利等规模相对较小的企业夏普比率均为负值。

第三，是独特的要素优势。哈佛商学院的迈克尔波特教授在《国家竞争优势》一书中提到，国家竞争力有三方面的驱动因素，分别是要素驱动、效率驱动和创新驱动。其实，企业竞争力亦然。就要素驱动而言，独特的地理位置、资源优势就属于典型的要素驱动。例如，对于农产品、食品加工、港口等行业，优越的地理位置具有不可替代性，不随时间和技术而变化。比如涪陵区特殊的土壤和气候条件使得涪陵榨菜具有天然的竞争优势。而独特的资源包括能源矿产、中医药材以及各类稀缺资源，例如天齐锂业是全球的锂矿龙头，片仔癀从产品配方到原料都具有极强的稀缺性。这些都构成了企业独特的要素驱动因素，使企业具备自然垄断的优势。

第四，是持续的创新力。现代社会，受制于资源禀赋有限、组织形式变革等因素，要素驱动和效率驱动的边际效应越来越低，创新驱动的地位越来越显著。无论是传统行业还是新兴产业，都需要持续不断的创新和技术研发。对传统产业而言，创新有助于其“老树发新芽”，对新兴产业而言，技术研发更是保障其同质化竞争中脱颖而出的不二法宝。从夏普比率排名最高和最低的 200 家公司看，研发投入的高低是两者的主要差异之一。以 2016 年为例，夏普比率排名最高的 200 家公司，其平均研发投入要高于排名最后的 200 家公司。没有研发投入的公司，在前 200 家中的占比是 7.5%，在后 200 家中的占比是 14%。从研发投入的效果看，前 200 家公司中不乏成绩佼佼者，而后 200 家公司相对逊色一些。例如，科大讯飞以年均 20% 以上的研发投入，在智能语音技术领域有了长足的积累，在中文语音合成、语音识别、口语评测等多项技术上拥有国际领先成果；新材料领军者康得新，也是依靠持续创新，在快速的产品更新换代中始终保持先发优势，获得了巨大的成长。

图 7 2016 年研发投入占主营业务收入比重



数据来源：Wind 数据库

（三）“好”公司的业绩成长性及盈利能力更强

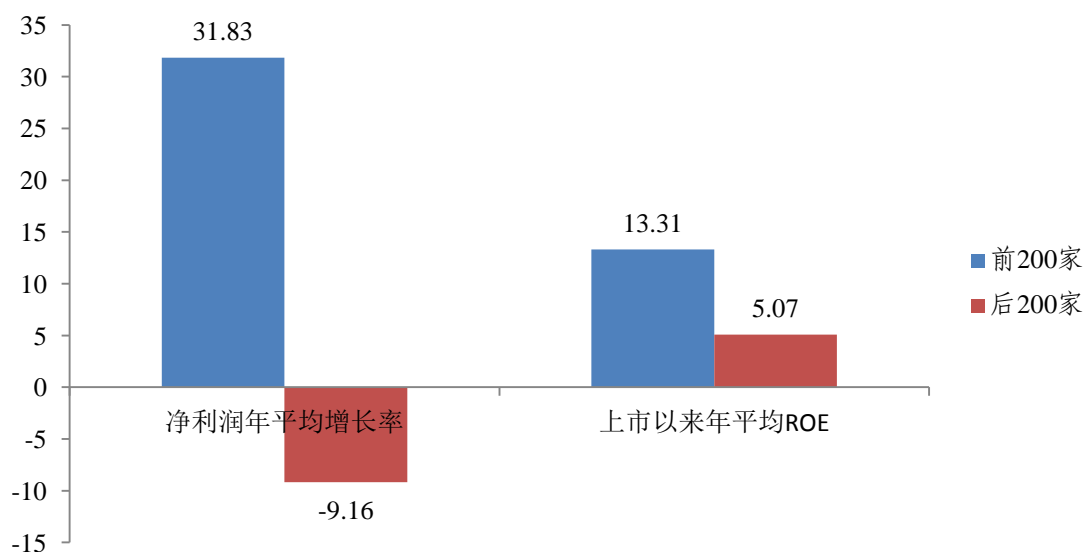
业绩代表着一家公司的基本面，也是白马股、价值股的重要衡量指标。首先，从业绩成长性看，“好”公司显著高于“差”公司。统计显示，“好”公司自上市后的平均年度净利润增长率为 31.83%，年度增长率超过 30% 的公司占比达到 56%，个别公司如三一重工、欧菲光等年平均增长率超过 100%。而“差”公司上市后的净利润平均年增长率为 -9.16%，即，夏普率排名最差的 200 家公司，上市后净利润每年平均下降近 10%。“差”公司中，年净利润实现正增长的公司占比不到一半，40% 的公司净利润每年下滑 30% 以上。个别公司如中国铝业、洛阳玻璃、汉王科技等的年均下降幅度在 300% 以上。

其次，从上市后净利润成长倍数看，“好”公司与“差”公司同样差异显著。截至 2016 年，相比上市年度，“好”公司的净利润增长倍数平均为 4.6 倍，即，“好”公司在上市后，通过发展，到 2016 年，

其实现的年度净利润已是上市年度的 4.6 倍。而“差”公司相比上市年度，最新年度的净利润不增反减，平均仅为上市初年的 57%，个别公司最新年度净利润仅为上市年度的三成左右。

再次，“好”公司的盈利能力显著高于“差”公司。统计显示，夏普比率排名最高的 200 家公司，自上市后的年平均 ROE 为 13.3%，年平均 ROE 在 15% 以上的公司占比为 40%，个别公司如洋河股份、海康威视、贵州茅台等的年均 ROE 在 30% 以上。而夏普比率排名最后的 200 家公司，年平均 ROE 仅为 5.07%，年平均 ROE 为负的公司占比近两成。

图 8 上市以来的净利润增长率及 ROE 情况 (%)



数据来源: Wind 数据库

表 2 夏普率最高和最低的十家公司

代码	公司名称	上市年度	夏普值	上市以来净利润年增长率 (%)	相对上市当年, 净利润最新增长倍数	上市以来年平均 ROE (%)
夏普值最高的 10 家公司						

002450	康得新	2010	36.86%	78.07	28.00	18.88
002508	老板电器	2010	30.05%	47.06	8.98	23.44
002475	立讯精密	2010	29.31%	53.37	9.99	17.61
002572	索菲亚	2011	27.56%	38.90	4.93	17.32
002236	大华股份	2008	26.56%	44.07	17.53	26.19
002415	海康威视	2010	25.78%	40.30	7.06	30.87
300296	利亚德	2012	23.21%	69.96	11.49	16.56
002241	歌尔股份	2008	23.14%	50.95	13.47	20.67
002694	顾地科技	2012	22.83%	-5.72	0.35	7.09
002252	上海莱士	2008	22.39%	58.67	15.39	19.02

夏普值最低的 10 家公司

300214	日科化学	2011	-10.57%	7.78	0.80	7.71
601258	庞大集团	2011	-12.03%	-8.86	0.59	1.47
002399	海普瑞	2010	-12.30%	-0.20	0.33	8.27
300193	佳士科技	2011	-13.61%	4.12	0.93	4.52
300111	向日葵	2010	-14.08%	-124.78	0.12	1.95
002585	双星新材	2011	-14.25%	-8.52	0.35	5.10
300080	易成新能	2010	-14.37%	22.73	0.14	3.03
300305	裕兴股份	2012	-17.58%	-4.49	0.65	6.83
300307	慈星股份	2012	-25.61%	-31.91	0.33	3.01
601558	*ST 锐电	2011	-27.10%	-1041.68	-5.18	-35.50

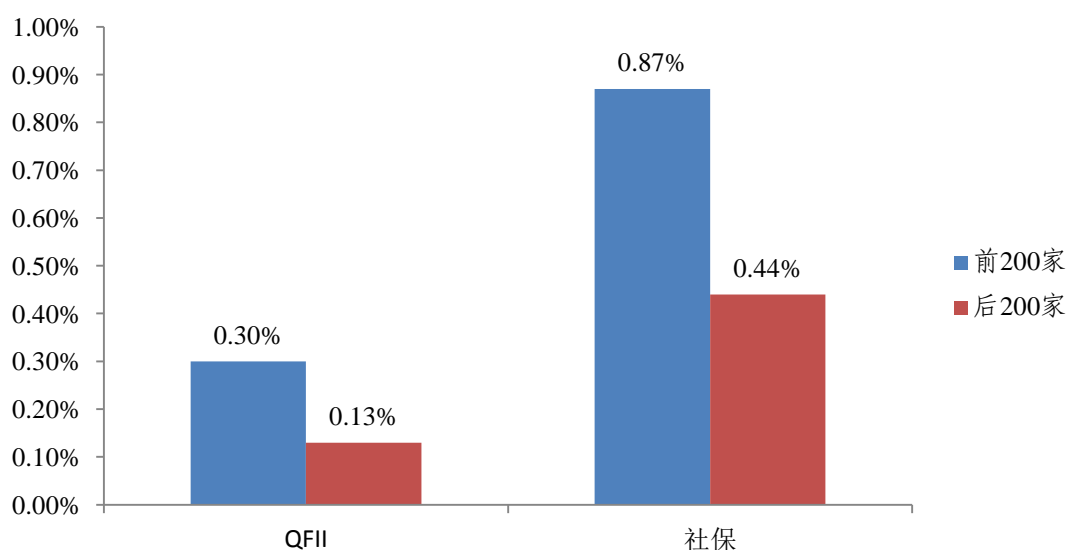
数据来源：Wind 数据库

（四）“好”公司能够吸引更多的机构投资者

一般而言，机构投资者更加注重价值投资和理性投资，因此，“好”公司被机构投资者持有的比例应该更高。从统计结果看，“好”公司和“差”公司的机构持股比例的确存在显著差异。例如，夏普比率排名前 200 的公司，其自上市以来被 QFII 持股的比例平均在 0.3% 左右，而排名后 200 家的公司，其自上市以来被 QFII 持股的平均比例仅为 0.13%，两者差异显著。从社保基金的持股情况看，排名前 200 家的公司自上市以来由社保持股的比例平均为 0.87%，后 200 家公司的持股比例为 0.44%，差异同样显著。另外，从持股的连续性看，“好”公司的机构持股更显常态化，如格力电器，自 2005 年以来的 12 年中，

仅 2 年年末没有 QFII 持股，其余年度均有持股。其他如宇通客车、山东黄金、东阿阿胶、复星医药等公司，大部分年度也均有 QFII 持股。而“差”公司的机构持股则断断续续，大部分公司自上市以来有 QFII 持股的年份在 5 年以下。

图 9 自上市以来机构投资者年度平均持股情况

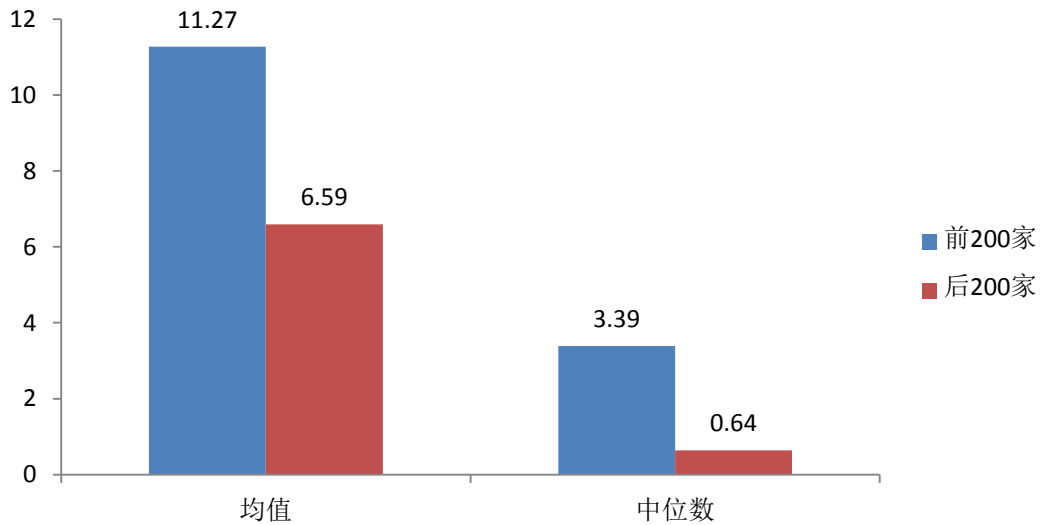


数据来源：Wind 数据库

（五）“好”公司融资更多，现金回报更少

从融资角度看，夏普值排名最高的 200 家公司，上市后的再融资金额平均是发放现金股利金额总额的 11.27 倍，而夏普值排名最低的 200 家公司，相应的比值为 6.58 倍，两者差异显著。排名最高的 200 家公司中，有大约 1/4 的公司上市后未进行过再融资，排名最后的 200 家公司中，则有一半未进行过再融资。从发放现金股利的角度看，“好”公司上市后的平均股利支付率（上市后的现金股利总额/净利润总额）为 26%，而“差”公司的平均股利支付率为 33%。

图 10 自上市以来再融资金额/现金股利情况



数据来源：Wind 数据库

四、结论与建议

本文以夏普比率为衡量指标，综合考虑公司二级市场的收益率及波动率，将夏普比率较高的公司定义为“好”公司，夏普比率较低的公司定义为“差”公司。由此筛选出 A 股市场上，自上市后股票夏普比率排名前 200 和后 200 家的公司，并对这两组公司进行了多维度的实证分析，找出成为“好”公司需要具备的“基因”。分析后发现，夏普回报率较高的公司，一般具有以下几个特征：

第一，有好的行业“出身”。

第二，有过硬的核心竞争力。

第三，有出色的业绩表现。

第四，这类公司容易被机构投资者发现。

第五，这类公司的现金回报较差。

总体上，从二级市场股价收益率的角度而言，能够给投资者带来长期回报的公司，要么是赶上了时代的发展，企业处于景气度较高的行业，要么是拥有某种品牌、资源、技术等核心竞争力，最终使得企业在业绩上拥有出色的表现，从而给予投资者长期的回报。因此，从吸引、培育优秀上市公司，提供投资者长期回报的角度而言，我们建议，

第一，从企业所处行业、自身核心竞争力角度筛选优质上市资源。

“好”公司是具有先天基因的，应优先选择符合未来产业发展方向的企业，以及医药、消费等非周期性行业的企业。另外，从企业自身角度而言，应选择具备品牌、规模、要素资源以及核心技术的企业。业绩好坏是上述事项的自然结果，因此，对具备上述品质的公司，因其他非重大因素而导致业绩暂时表现不佳的情形，应适当提高容忍度。

第二，进一步加强投资者教育，倡导价值投资。从历年投资者盈亏分析看，机构投资者的盈利要显著高于中小投资者，究其原因，与机构投资者的持股偏好有关。机构投资者对“好”公司的持股比例更高，从而获得的收益也更高。应从案例、分析等角度告诉中小投资者，只有投资“好”的公司，坚持价值投资，才能获得长期收益。

第三，支持资本市场为“好”公司提供融资。资本市场的两大基本功能是融资和资源配置，对“好”公司提供融资是资本市场优化资源配置的重要途径。对“好”公司的融资，有助于其发展主业，为投资者创造更大的价值。

第四，对现金回报给予一定的容忍度。资本市场上，投资者获取

回报的方式主要有两种，一种是现金股利回报，一种是二级市场价差回报。对于夏普比值较高的“好”公司而言，二级市场的回报较高，因此对现金回报的比例可适当降低。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单位：上海证券交易所资本市场研究所

微信：上交所资本市场研究所二维码：

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传真：021-6880 5057

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼



邮箱：rypu@sse.com.cn

网址：www.sse.com.cn

邮编：200120
