

数量化策略

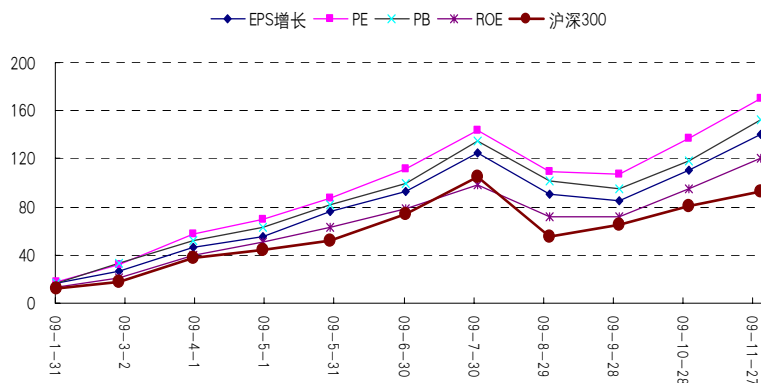
估值：市场的主要驱动力

——12 月份一致预期选股策略跟踪及展望

研究结论：

- 11 月份市场继续前期的强势，在这种市况下，我们 11 月份各个组合均大幅跑赢指数。
- 估值组合继续跑赢盈利组合，且 PE 组合稳定性强于 PB 组合。各个组合中，表现最好的为估值组合，即 PB 组合和 PE 组合，盈利组合（即 EPS 增长组合和 ROE 组合）虽然跑赢指数，但是继续输于估值组合，由此可见估值组合的获取超额收益的稳定性。在估值组合中，PE 组合的波动性要明显小于 PB 组合，这可以从前期两个组合的表现可以略见一斑。
- 在 market 上涨的初期，市场往往呈现出反转的特性，而在 market 上涨的中期市场会呈现出一定的动量效应。11 月份的组合中，在基本组合中加入反转指标均降低了基本组合的业绩，而动量组合均提升了基本组合的业绩。观察前期动量组合以及反转组合，我们发现：在 market 上涨的初期，市场往往呈现出反转的特性，而在 market 上涨的中期市场会呈现出一定的动量效应。
- 11 月份的组合中，估值组合继续跑赢盈利组合，这表明目前市场的主要驱动因素仍然为估值因素，上市公司的盈利还不足以使得市场的驱动因素从估值切换到盈利上来，这也正是 market 在上涨一段时间后，总会在季报、中报以及年报的后期会出现调整。当然在中报、季报或者年报披露的这种事件因素的驱动下，按照高盈利的逻辑去选择投资组合一般会获取比较稳定的超额收益。
- 在接下来的市场阶段中，估值因素是市场关注的主要因素，无论 market 趋势如何演绎，估值因素选股策略都会为投资者带来较优厚的回报。

组合累计收益与市场基准累计收益图



东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

阚先成

金融工程高级分析师
021-63325888-6118
kanxiancheng@orientsec.com.cn

高子剑

金融衍生品首席分析师
021-63325888-6115
gaozijian@orientsec.com.cn

报告日期

2009 年 12 月 7 日

相关研究报告：

《低估值反向策略受青睐——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 4 月

《低 PE 持续强势、兼顾动量尤甚——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 5 月

《市场强势，挖掘增长成主流——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 6 月

《盈利增长不足，估值仍是焦点——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 7 月

《EPS 增长：市场“接力”的关键——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 8 月

《盈利不济，估值占优——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 9 月

《盈利抢眼，估值兼顾——致预期数量化策略选股模型》 2009 年 11 月

该系列报告选取的主要指标是由朝阳永续系统提供的一致预期数据,主要包括一致预期估值指标以及一致预期盈利增长指标,主要指标的定义见附录。

我们的样本股为全部 A 股(剔除 ST 以及停牌的股票),构建组合的方法是基于一致预期估值指标以及一致预期盈利增长指标构建组合,构建组合的时间间隔为月,即每月末根据这些指标选取下个月的投资组合,然后持有组合至月末。

组合业绩比较标准为:比较每个投资策略的月受益和累积收益与相应时间段内上证综指以及深证成份指数的每个月的受益和累积收益。

在下面的模型中,投资者会发现动量和反转的指标,下面我们就这两个指标进行解释:

动量指标指过去一段时间股价涨幅最大;

反转指标指过去一段时间股价跌幅最大;

在这里我们定义“过去一段时间”为过去一个月,即按照过去一个月的股价涨幅选取涨幅最大以及跌幅最大的股票。

每个投资策略构建组合中的样本股个数我们选取按照各个指标排序之后最优的 100 个股。

1、EPS 增长、EPS 增长+动量以及 EPS 增长+反转

EPS 增长模型选股方法：在每个组合构建时间点上，按照一致预期 EPS 增长对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列，然后选取排名靠前的 100 的股票进行模型的构建。

EPS 增长+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 EPS 增长对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的涨幅进行降序排列、选取涨幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取上涨的股票进行组合的构建。

EPS 增长+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 EPS 增长对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的跌幅进行降序排列、选取跌幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取下跌的股票进行组合的构建。

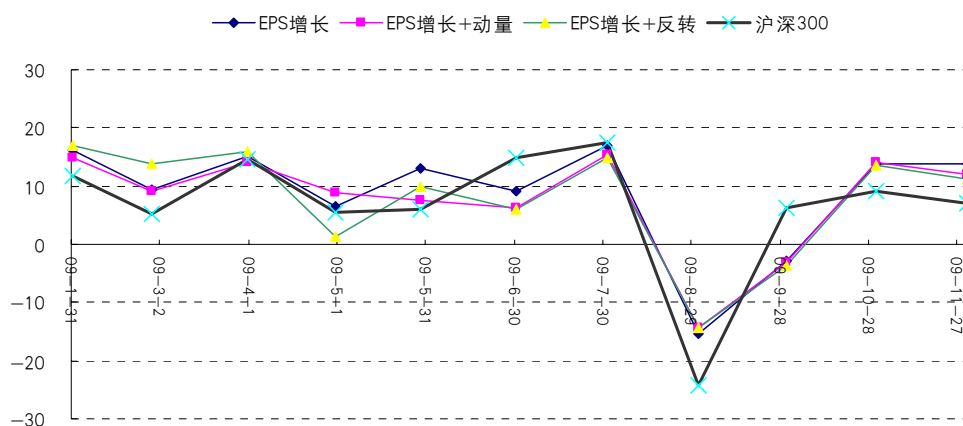
表 1、表 2 、图 1 以及图 2 给出了该指标的三个模型选取组合的月度收益以及累积收益与相应时间段内沪深 300 指数的月度收益以及累积收益。

表 1：模型构建组合月度收益与市场基准月度收益表

日期	EPS 增长	EPS 增长+动量	EPS 增长+反转	沪深 300
2009-8-31	-15.33	-14.24	-14.39	-24.22
2009-9-30	-2.79	-3.25	-3.69	6.17
2009-10-30	13.79	14.11	13.65	9.17
2009-11-30	13.77	11.92	11.18	7.05

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 1：模型构建组合月度收益与市场基准月度收益图

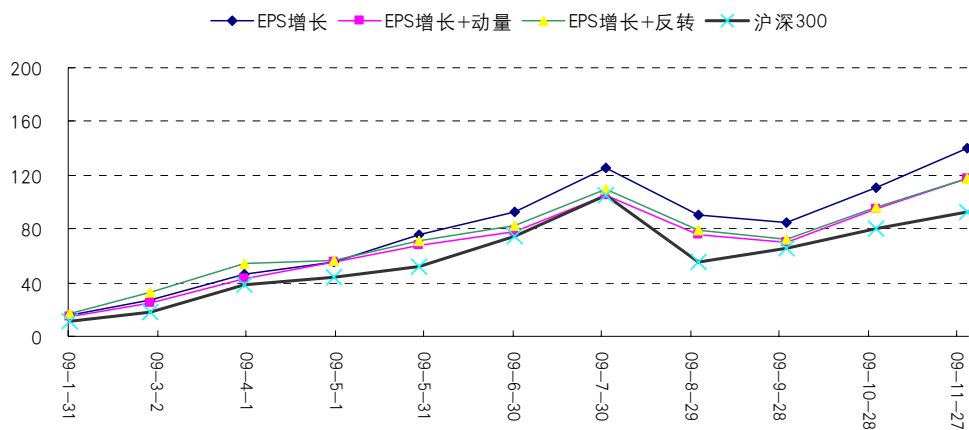


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

表 2：模型构建组合累积收益与市场基准累积收益表

日期	EPS 增长	EPS 增长+动量	EPS 增长+反转	沪深 300
2009-8-31	90.61	76.23	79.09	55.70
2009-9-30	85.29	70.50	72.48	65.31
2009-10-30	110.84	94.56	96.03	80.47
2009-11-30	139.88	117.75	117.94	93.19

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 2：模型构建组合累积收益与市场基准累积收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

2、PE、PE+动量以及 PE+反转

PE 模型选股方法：在每个组合构建时间点上，按照一致预期 PE 对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列，然后选取排名靠前的 100 的股票进行模型的构建。

PE+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 PE 对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的涨幅进行降序排列、选取涨幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取上涨的股票进行组合的构建。

PE+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 PE 对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的跌幅进行降序排列、选取跌幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取下跌的股票进行组合的构建。

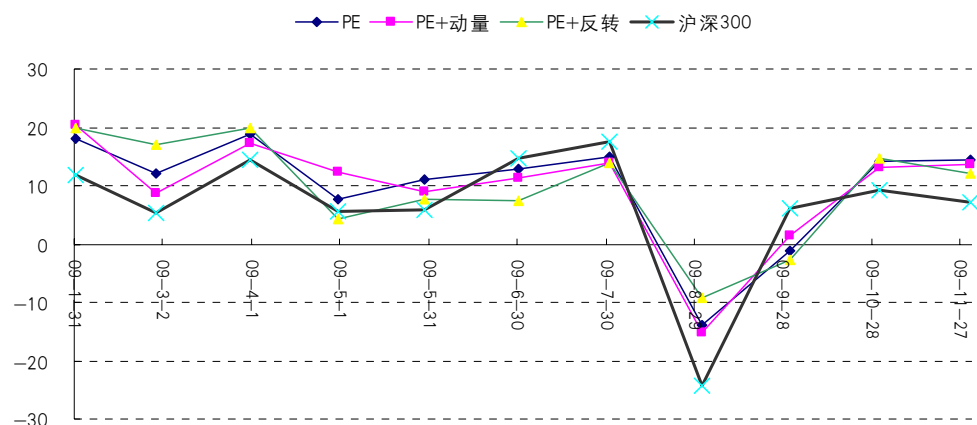
表 3、表 4 、图 3 以及图 4 给出了该指标的三个模型选取组合的月度收益以及累积收益与相应时间段内沪深 300 指数的月度收益以及累积收益。

表 3：构建组合月度收益与市场基准月度收益表

日期	PE	PE+动量	PE+反转	沪深 300
2009-8-31	-13.96	-15.07	-9.16	-24.22
2009-9-30	-1.04	1.38	-2.82	6.17
2009-10-30	14.16	13.01	14.58	9.17
2009-11-30	14.30	13.75	12.06	7.05

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 3：构建组合月度收益与市场基准月度收益图

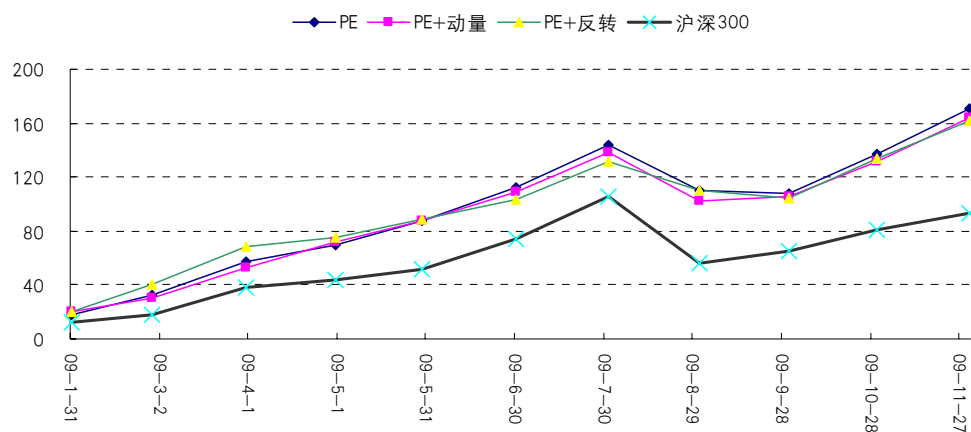


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

表 4：构建组合累积收益与市场基准累积收益表

日期	PE	PE+动量	PE+反转	沪深 300
2009-8-31	109.64	102.34	110.06	55.70
2009-9-30	107.46	105.13	104.14	65.31
2009-10-30	136.84	131.82	133.90	80.47
2009-11-30	170.71	163.70	162.11	93.19

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 4：构建组合累积收益与市场基准累积收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

3、PB、PB + 动量以及 PB + 反转

PB 模型选股方法：在每个组合构建时间点上，按照一致预期 PB（剔除负值）对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列，然后选取排名靠前的 100 的股票进行模型的构建。

PB+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 PB（剔除负值）对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的涨幅进行降序排列、选取涨幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取上涨的股票进行组合的构建。

PB+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 PB（剔除负值）对全部 A 股（剔除 ST）进行升序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的跌幅进行降序排列、选取跌幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取下跌的股票进行组合的构建。

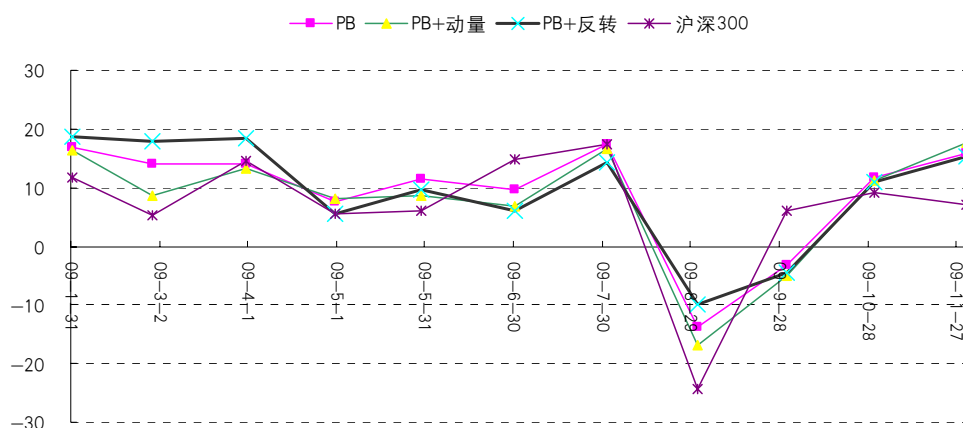
表 5、表 6、图 5 以及图 6 给出了该指标的三个模型选取组合的月度收益以及累积收益与相应时间段内沪深 300 指数的月度收益以及累积收益。

表 5：构建组合月度收益与市场基准月度收益表

日期	PB	PB+动量	PB+反转	沪深 300
2009-8-31	-13.89	-16.75	-10.02	-24.22
2009-9-30	-3.23	-5.00	-4.48	6.17
2009-10-30	11.82	11.21	11.05	9.17
2009-11-30	15.80	17.55	15.38	7.05

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 5：构建组合月度收益与市场基准月度收益图

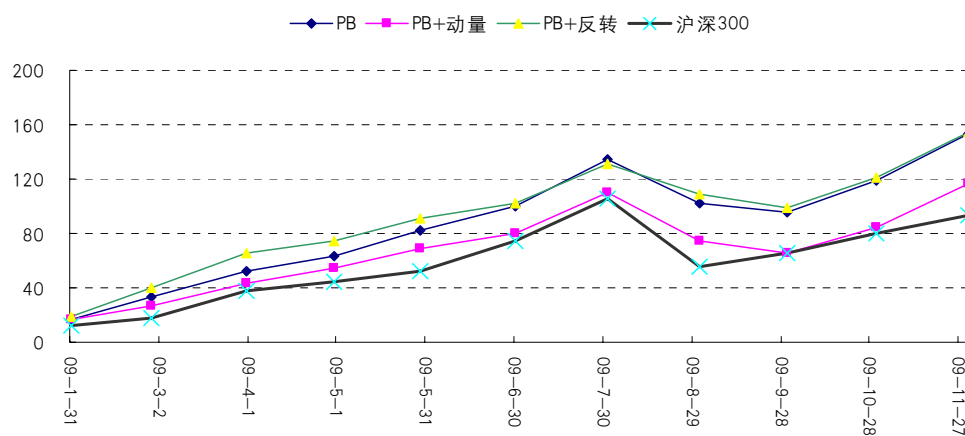


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

表 6：构建组合累积收益与市场基准累积收益表

日期	PB	PB+动量	PB+反转	沪深 300
2009-8-31	101.90	74.63	108.35	55.70
2009-9-30	95.38	65.90	99.01	65.31
2009-10-30	118.47	84.49	121.00	80.47
2009-11-30	152.99	116.87	155.00	93.19

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 6：构建组合累积收益与市场基准累积收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

4、ROE、ROE +动量以及 ROE +反转

ROE 模型选股方法：在每个组合构建时间点上，按照一致预期 ROE 对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列，然后选取排名靠前的 100 的股票进行模型的构建。

ROE+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 ROE 对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的涨幅进行降序排列、选取涨幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取上涨的股票进行组合的构建。

ROE+动量模型选股方法：在每个组合构建时间点上，首先按照一致预期 ROE 对全部 A 股（剔除 ST）进行降序排列、选取排名靠前的 300 的股票，然后该 300 只股票按照过去一个月的跌幅进行降序排列、选取跌幅最大的前 100 只股票进行模型的构建，若不足 100 只，那就选取下跌的股票进行组合的构建。

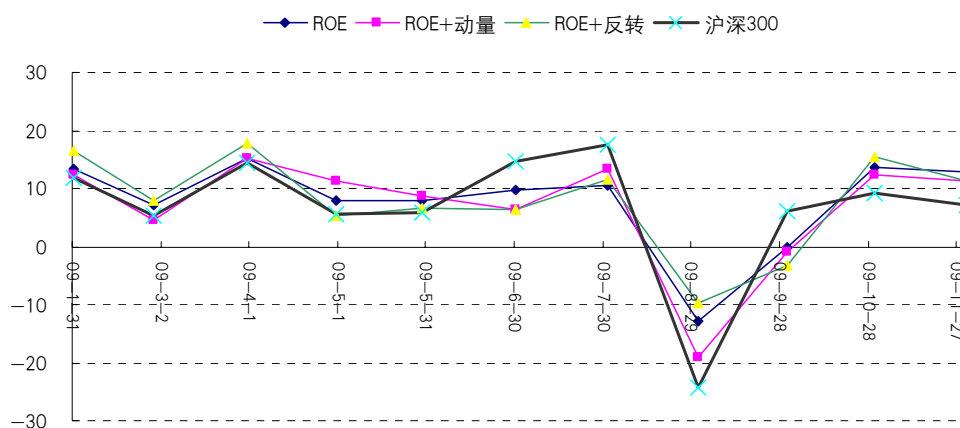
表 7、表 8、图 7 以及图 8 给出了该指标的三个模型选取组合的月度收益以及累积收益与相应时间段内沪深 300 指数的月度收益以及累积收益。

表 7：构建组合月度收益与市场基准月度收益表

日期	ROE	ROE+动量	ROE+反转	沪深 300
2009-8-31	-12.93	-19.08	-9.74	-24.22
2009-9-30	-0.25	-0.83	-3.35	6.17
2009-10-30	13.57	12.46	15.36	9.17
2009-11-30	12.81	11.37	11.25	7.05

数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 7：构建组合月度收益与市场基准月度收益图

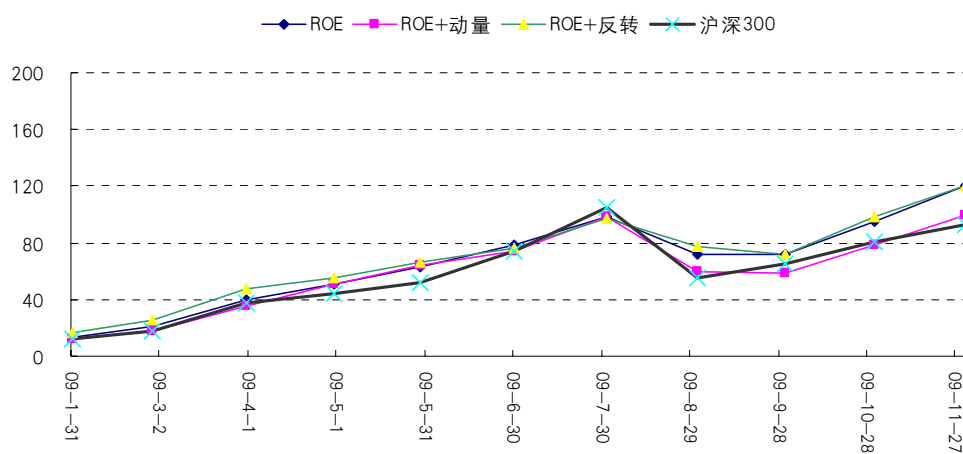


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

表 8：构建组合累积收益与市场基准累积收益表

日期	ROE	ROE+动量	ROE+反转	沪深 300
2009-8-31	72.27	60.13	77.80	55.70
2009-9-30	71.84	58.80	71.84	65.31
2009-10-30	95.16	78.59	98.24	80.47
2009-11-30	120.16	98.90	120.54	93.19

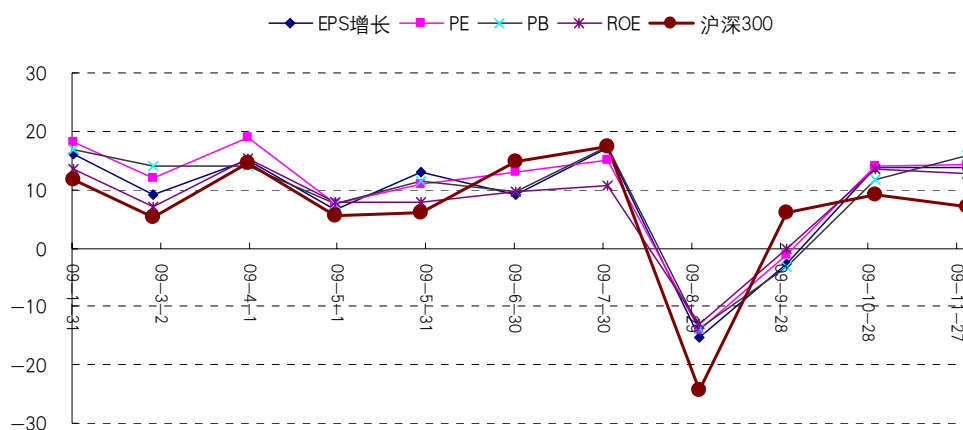
数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 8：构建组合累积收益与市场基准累积收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

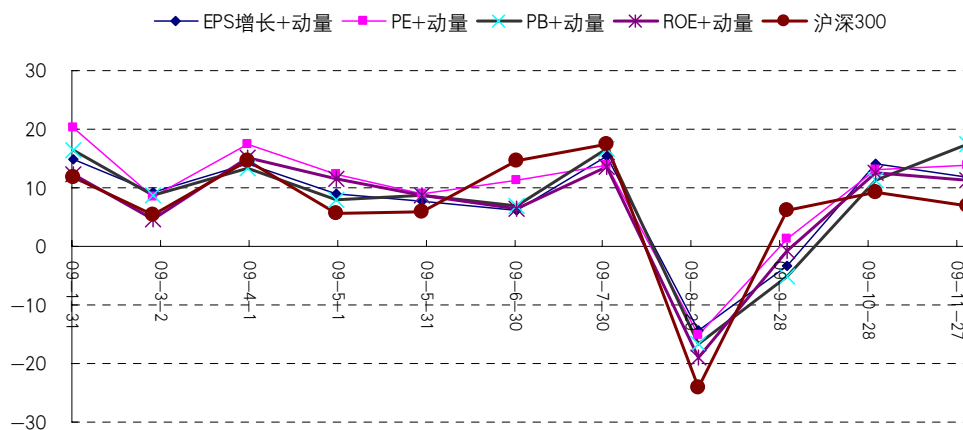
图 9 至图 14 分别给出了以上五个指标选股组合的月度收益和累积收益以及相应时间段内沪深 300 的月度收益和累积收益的对比数据表。

图 9：基本组合月度收益与市场基准月度收益图



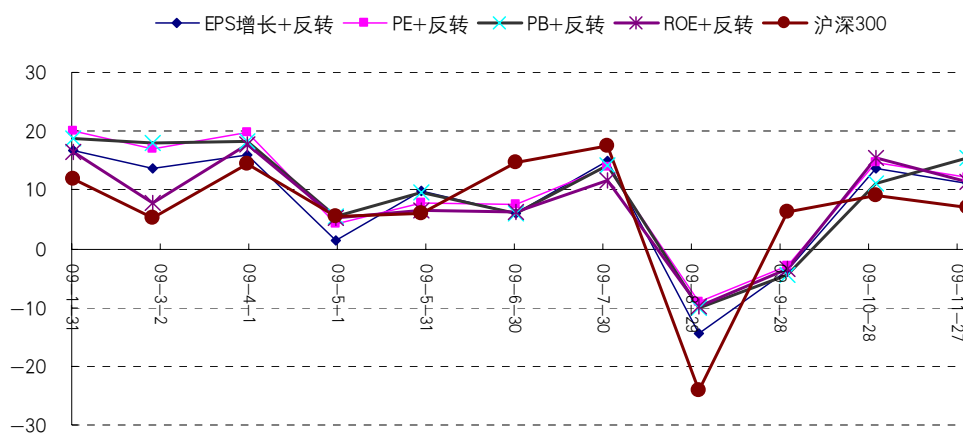
数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 10：动量组合月度收益与市场基准月度收益图



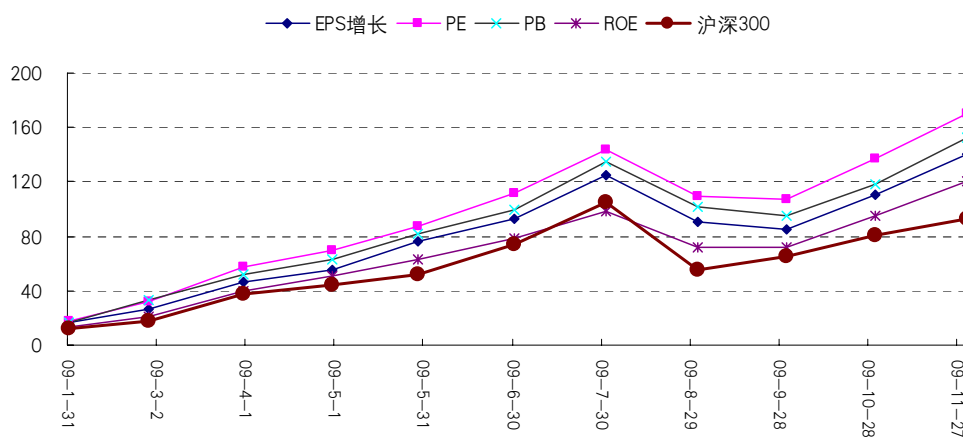
数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 11：反转组合月度收益与市场基准月度收益图

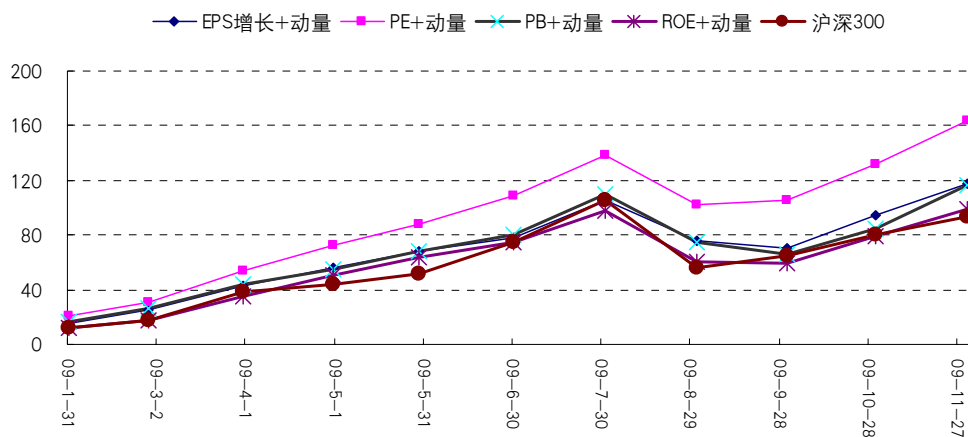


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

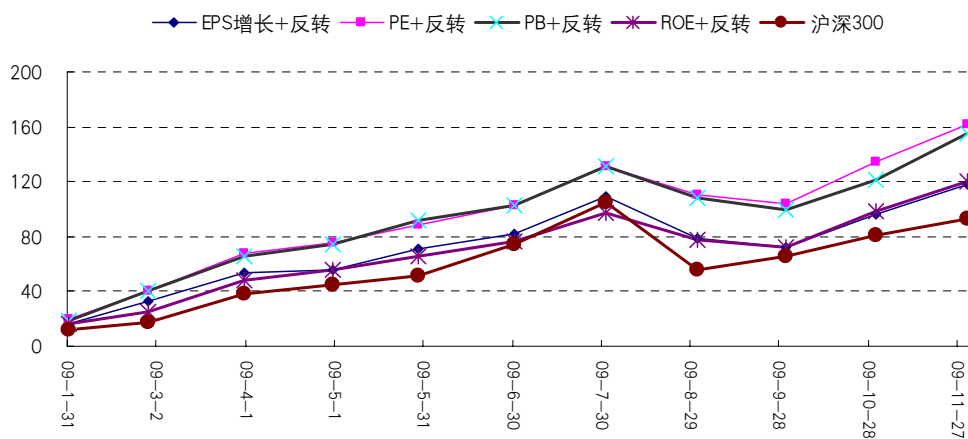
图 12：基本组合累积收益与市场基准累计收益图



数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 13：动量组合累计收益与市场基准累计收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

图 14：反转组合累计收益与市场基准累计收益图


数据来源：朝阳永续 东方证券整理

总结

11 月份市场继续前期的强势，在这种市况下，我们 11 月份各个组合均大幅跑赢指数。

各个组合中，表现最好的为估值组合，即 PB 组合和 PE 组合，盈利组合（即 EPS 增长组合和 ROE 组合）虽然跑赢指数，但是继续输于估值组合，从此可见估值组合的获取超额收益的稳定性。在估值组合中，PE 组合的波动性要明显小于 PB 组合，这可以从前期两个组合的表现可以略见一斑。

11 月份的组合中，在基本组合中加入反转指标均降低了基本组合的业绩，而动量组合均提升了基本组合的业绩。观察前期动量组合以及反转组合，我们发现：在市场上涨的初期，市场往往呈现出反转的特性，而在市场上涨的中期市场会呈现出一定的动量效应。

11 月份的组合中，估值组合继续跑赢盈利组合，这表明目前市场的主要驱动因素仍然为估值因素，上市公司的盈利还不足以使得市场的驱动因素从估值转换到盈利上来，这也正是市场在上涨一段时间后，总会在季报、中报以及年报的后期会出现调整。当然在中报、季报或者年报披露的这种事件因素的驱动下，按照高盈利的逻辑去选择投资组合一般会获取比较稳定的超额收益。

在接下来的市场阶段中，估值因素是市场关注的主要因素，无论市场趋势如何演绎，估值因素选股策略都会为投资者带来较优厚的回报。

附录

下面主要介绍这些指标的定义：

一致预期 EPS 同比增长：计算时已考虑股本变动摊薄问题，其中一致预期 EPS 的计算是近 90 日内机构影响力和发布时间影响力双重加权计算；

一致预期 PE：统计日收盘价 / 一致预期 EPS；

一致预期 PB：统计日收盘价/每股净资产（不包括负债），其中每股净资产算法为预测年 N 每股净资产 = 上一年的每股净资产 + 预测年 N 一致预期 EPS - 预测年 N 每股预期分红；

一致预期 ROE：一致预期净利润/期末净资产；

分析师承诺

阚先成 高子剑：金融工程高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn