

# 赢取开门红

## 年关量化选股

### 相关研究

- 如何在新年的第 1、2 月就能获取超额收益，赢取一个开门红呢？本报告主要考察在年关的 2 个月哪些选股要素能带来超额收益，以此构建股票组合进行跟踪，分析样本基于沪深 300 指数同期成份股。
- 每年的年关市场表现有很大差异，从 06 年的触底反弹、07 年的大牛、08 年的牛末熊初，到 09 年再现触底反弹，A 股市场走出一个比较完整的牛熊周期。
- 分析框架包括当前价值、未来价值、历史成长、市场指标、PEG、ROE 稳健性、市值规模和基本面质量八个类别，共 32 个选股指标，股票组合规模经实证最佳为 75 只。
- 通过研究发现，ROE 信息比、流通市值和基本面质量这三类指标能够在大盘调整或上扬的年关持久获得较高 alpha，在大盘下跌的年关，以上三类指标也具有很好的抗跌性。
- PEG 适用于在乐观预期市场条件下进行选股，而在牛末熊初的 08 年年关选股业绩非常糟糕，而基于历史业绩的估值指标与 PEG 相反，其更适用于悲观预期下的市场。
- 对于 32 个细分指标，我们根据 4 个年关中指标选股业绩的序位和平均收益率综合衡量指标的年关选股能力，最强的年关选股指标为营业总成本比例，其选股能力逐年都比较稳定且平均收益率水平也较高。
- 我们按照 ROE 信息比、基本面质量和流通市值筛选出基本股票池，再按照“营业总成本比例”筛选出 75 只股票构建了年关股票组合，该组合在 2009/12/31 - 2010/01/25 样本期外表现优于沪深 300，超额收益 3.04%，我们将持续跟踪。

分 析 师

王红兵

(0755) 8249 2185

wanghb@lhzq.com

谢江

(0755) 8249 2392

xiejiang@lhzq.com

## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 一、选股指标分析框架 .....                | 3 |
| 二、不同市场状态下沪深 300 的年关选股要素偏好 ..... | 4 |
| 2.1、2006 年关大盘触底反弹 .....         | 4 |
| 2.2、2007 年关大盘单边上扬 .....         | 4 |
| 2.3、2008 年关大盘牛末熊初 .....         | 5 |
| 2.4、2009 年关大盘触底反弹 .....         | 5 |
| 2.5、选股指标的年关选股能力 .....           | 6 |
| 三、年关量化股票组合的构建 .....             | 8 |
| 四、报告结论 .....                    | 8 |

每年的年关，也就是开年的 1、2 月份，在中国是一个值得期待的季节，上市公司经历完一个完整的会计年度，两会也即将召开，老百姓开始步入新年消费生活状态，重大政策决策也在酝酿实施或者公布。

那么在每年年关如何布局来年的中国 A 股呢，如何在新年的第 1、2 月就能获取超额收益，赢取一个开门红呢？

当然每年的年关市场表现又有很大差异，从 06 年的触底反弹、07 年的大牛、08 年的牛末熊初，到 09 年再现触底反弹，A 股市场走出一个比较完整的牛熊周期。

本报告主要考察在年关的 2 个月哪些选股要素能带来超额收益，以此构建股票组合进行跟踪，分析样本基于沪深 300 指数同期成份股。

## 一、 选股指标分析框架

对于选股指标框架，我们扩展了以往的研究框架，引入了 9 大类要素，分别是当前价值、未来价值、历史成长、市场指标、PEG、ROE 稳健性、市值规模和基本面质量。选股指标的设置如下：

当前价值：市盈率、市净率、基于营业现金流的市现率、基于净现金流的市现率、分红率指标反映上市公司价值被低估或高估；

未来价值：一致预期 T+1 年、T+2 年 EPS 与当前股票收盘价的比值，以此代表个股未来的估值压力水平；

当前成长：主营收入同期增长率、净利润同期增长率的指标用来衡量上市公司的成长性；

未来成长：基于 T+1 年、T+2 年的预期 EPS 的成长性；

市场：采用 3，6，12 月的反转与动量表现股票市场特征；

PEG：基于 T+1 年、T+2 年预期 EPS 成长性的 PEG；

ROEIR：ROE 的近 3 年信息比率，用于衡量上市公司历史业绩的稳健性；

市值规模：利用流通市值来衡量股票流通性大小；

基本面质量：对于非金融上市公司我们采用销售毛利率、息税前利润/营业总收入、营业总成本/营业总收入、营业外收支净额/利润总额和总资产周转率五个指标；对于银行与保险类上市公司，该要素主要采用贷款总额、不良资本率、净资产收益率、销售净利率和管理费用/营业总收入这五个指标；对于证券类上市公司，我们采用净资产收益率、销售净利率、管理费用/营业总收入和经营活动净收益/利润总额四个指标。

## 二、不同市场状态下沪深 300 的年关选股要素偏好

我们对 2006 至 2009 每年 1、2 月份沪深 300 进行各项选股指标选股能力进行考察, 行业分层抽样, 抽样数量分别为 25, 50, 75, 结论是不同抽样数量所获得的收益率相近, 75 只股票组合的平均收益率比 50、25 只组合高出 1.88%且 Sharpe 比率最大。

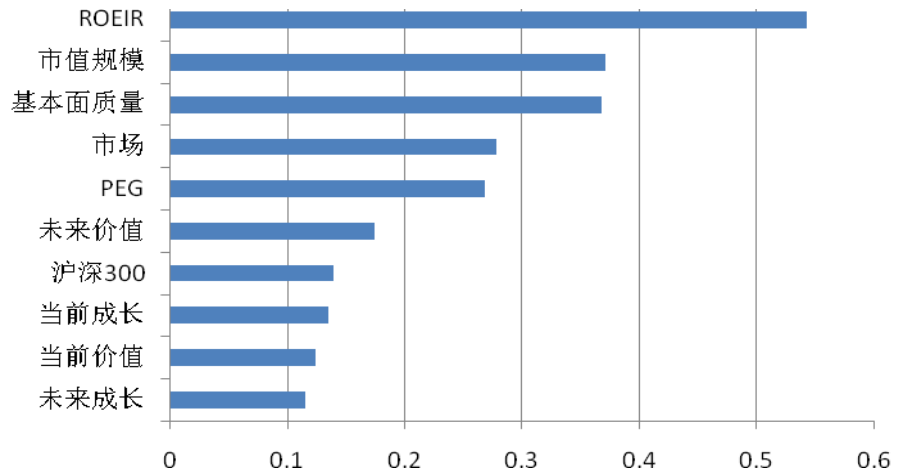
单指标来看, 50 只股票规模, 88.62%的选股指标的选股业绩能超越沪深 300; 75 只股票规模, 89.46%的选股指标的选股业绩能超越沪深 300; 25 只股票规模, 89.02%的选股指标的选股业绩能超越沪深 300。

所以从年关的选股规模来看 75 只股票是比较合适的。

### 2.1、2006 年年关大盘触底反弹

2006 年年关大盘在创出历史新低后逐渐走稳, 衡量上市公司净资产收益率稳健性的 ROE 信息比获得最高的 alpha, 同时大市值以及好的基本面质量也能带来较好的超额收益, 在 2006 年年初市场的信心还在慢慢恢复, 谨慎投资情绪占主流, 投资者对于资产安全性要求非常高。

图 1、2006 年年关, 选股指标的收益率

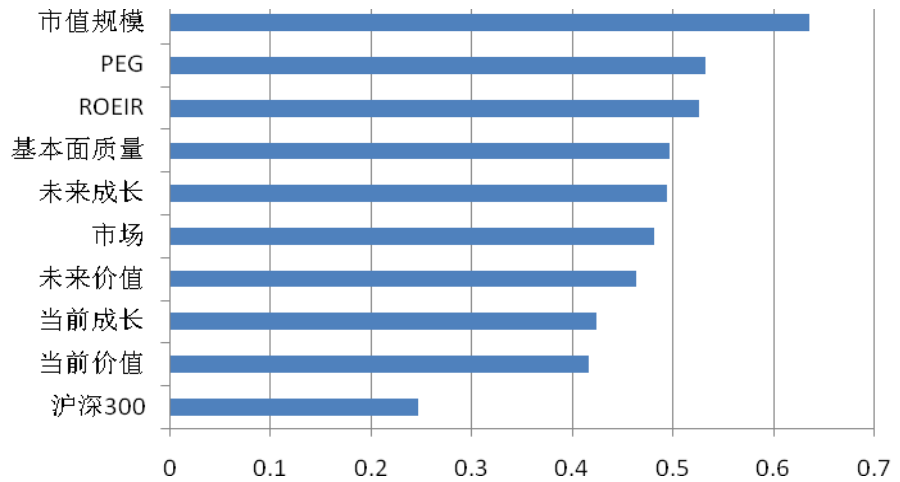


数据来源: 联合证券研究所。

### 2.2、2007 年年关大盘单边上扬

2007 年年关货币周期扩张, 强周期行业表现突出, 大市值股拉动大盘一路上行, 另外经历了 2006 年的估值提升投资者比较关注兼顾成长性和估值的 PEG, 对成长性的要求高了起来, 同时对基本面质量的诉求仍然没有放松, ROE 越高且稳健的上市公司仍然能较好地超额沪深 300。

图 2、2007 年年关，选股指标的收益率

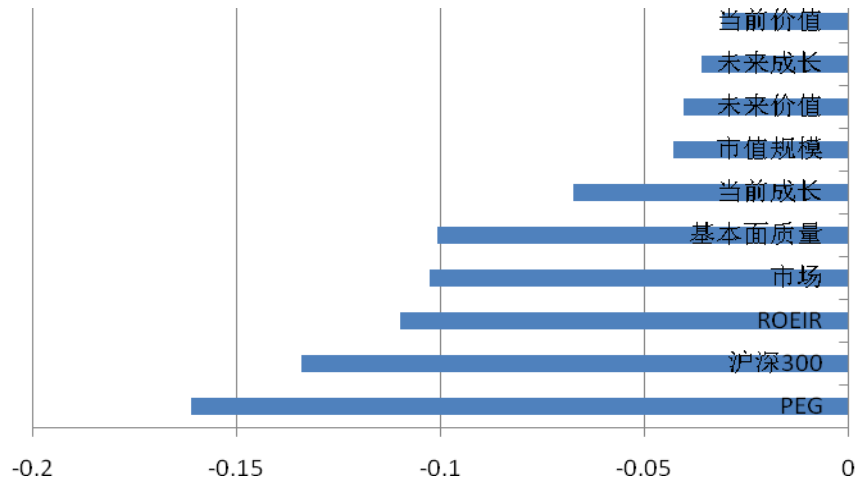


数据来源：联合证券研究所。

### 2.3、2008 年年关大盘牛末熊初

2008 年年关 A 股进入了牛末熊初的交界时段，大后继无力，在 1 月份的一波反弹后直线下落。在恐慌甚至悲观的投资情绪下，投资者诉求资产价格更安全的投资品种，故当前估值、未来成长、未来价值等要素表现突出。另外在市场初跌时，大市值股票的抗跌性要强于小盘股。

图 3、2008 年年关，选股指标的收益率

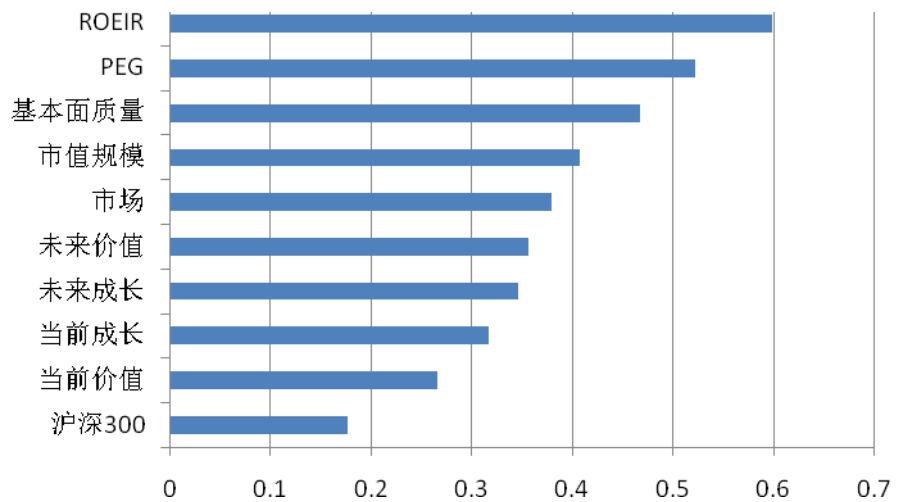


数据来源：联合证券研究所。

### 2.4、2009 年年关大盘触底反弹

2009 年年关大盘触底反弹，似乎回到与 2006 年年关相似的市场状态。此时 2006、2007 年超额收益率最大来源的 ROE 信息比、PEG、基本面质量和市值规模再一次有着相对较好的表现。当前价值、当前成长再次在此震荡和上升的状态中表现最差。

图 4、2009 年年关，选股指标的收益率



数据来源：联合证券研究所。

## 2.5、选股指标的年关选股能力

ROE 信息比，基本面质量在大盘触底反弹下能够获得较好的超额收益率，其中 ROE 信息比在年关牛市状态下有着良好的表现，但年关熊市状态下，ROE 信息比相对表现比较差。

PEG 在年关牛市状态下表现最突出，但当处于年关熊市时下跌程度将超过基准。与 PEG 相反，当前价值指标在年关震荡或上扬状态下，表现均弱于其他指标，但在年关熊市时有非常良好的抗跌性。

表 1：沪深 300 在年关不同市场状态下的表现

|         | 触底反弹 |   |     | 牛市中后期 |   |     | 牛末熊初 |   |     |
|---------|------|---|-----|-------|---|-----|------|---|-----|
|         | 好    | 差 | 不确定 | 好     | 差 | 不确定 | 好    | 差 | 不确定 |
| ROE 信息比 | √    |   |     | √     |   |     |      | √ |     |
| 基本面质量   | √    |   |     |       |   | √   |      |   | √   |
| 当前价值    |      | √ |     |       | √ |     | √    |   |     |
| 当前成长    |      | √ |     |       | √ |     |      |   | √   |
| PEG     |      |   | √   | √     |   |     |      | √ |     |
| 市值规模    | √    |   |     | √     |   |     | √    |   |     |

数据来源：华泰联合证券研究所。

哪些选股指标能始终在年关月份超越沪深 300 呢？我们统计出从 2006 年至 2009 年每年 1、2 月份获得超额收益的选股指标，具体指标见下表：

**表 2、2006—2009 年关均超越沪深 300 的选股指标**

| 风格要素偏好  | 具体指标                                |
|---------|-------------------------------------|
| 当前价值    | 市现率                                 |
| 当前成长    | 净利润增长率                              |
| 未来价值    | 一致预期 T+2 年 EPS/当前股价                 |
| 市场      | 3 月反转、6 月反转                         |
| ROE 信息比 | ROE 信息比                             |
| 流动市值    | 流动市值                                |
| 基本面质量   | 销售毛利率、息税前利润/营业总收入、营业总成本/营业总收入、不良资本率 |

数据来源：华泰联合证券研究所。

在这些指标中哪个指标在年关最为突出呢？我们按照以下步骤设计了指标选股能力的衡量标准：

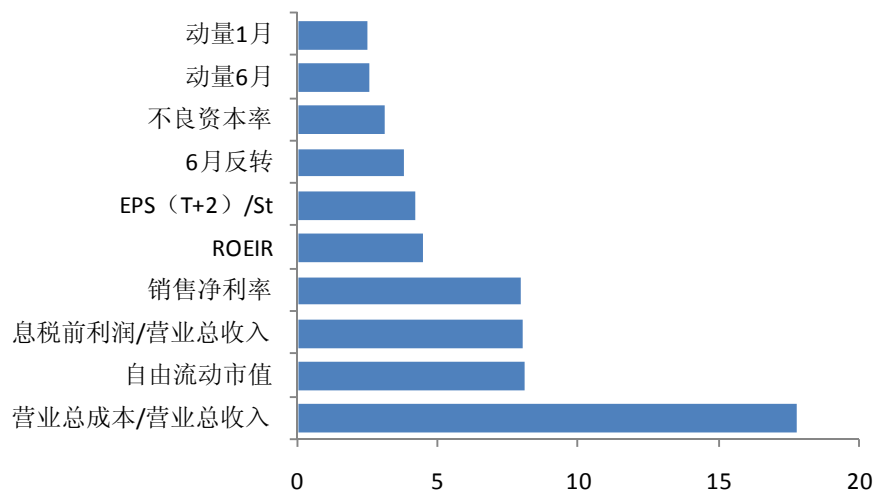
（1）我们根据每个选股指标的选股业绩进行排列，选出组合的收益率最高的指标得 32 分，最低的得 1 分；

（2）把单个指标在 4 个考察期间（2006 至 2009 年）的得分总和除以其得分的标准差，可得到单个指标的总分标准差比；

（3）再把此数值乘以相应指标 4 年年关的平均收益率最终得到数值用来衡量该指标年关的选股能力。

图 5 列出了选股能力考前的前十大指标，其中最强的年关选股指标为营业总成本比例，其选股能力逐年均比较稳定且平均收益率水平也较高。

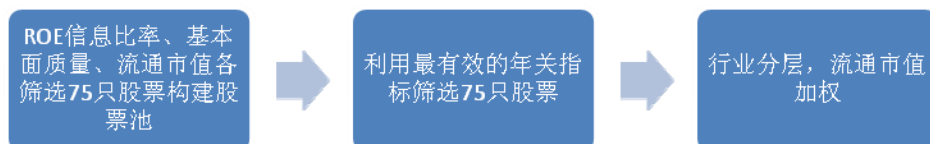
**图 5、选股指标在年关的选股能力（前十位）**



数据来源：联合证券研究所。

### 三、 年关量化股票组合的构建

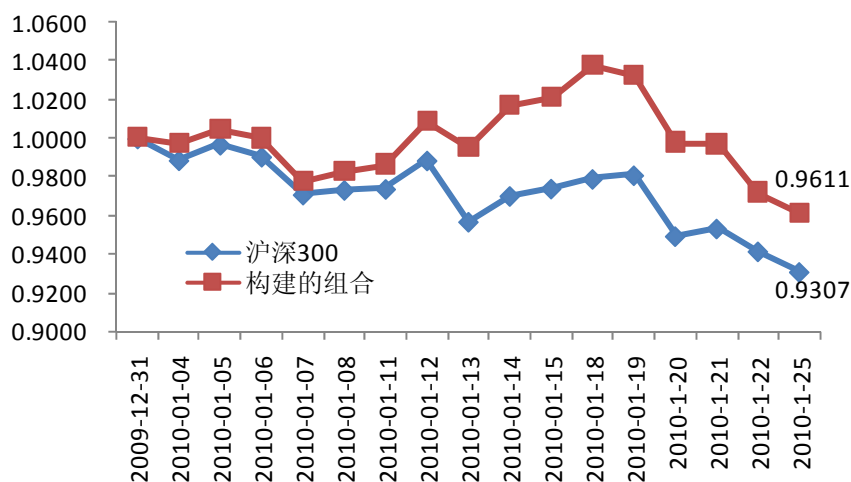
通过以上研究我们观察到 ROE 信息比、流通市值和基本面质量这三种风格要素能够在大盘调整或上扬的情况下持久获得较高 alpha，在大盘下跌的情况下，以上三种风格要素也具有很好的抗跌性。我们按以上三种风格中在表 1 所包含的指标各选前 75 只股票，剔除重复的股票后总共得到 216 只样本股。



进一步，我们采用营业总成本/营业总收入指标从股票池中按行业分层构建 75 只股票作为我们最终的投资组合，成份股见附表。

样本外期间 2009/12/31- 2010/01/25 间我们所构建的股票组合与沪深 300 指数的走势比较如图 6 所示，截止 1 月 25 日 16 个交易日的累积超额收益率为 3.04%。

图 6、构建的股票组合与沪深 300 在样本期外的比较



数据来源：华泰联合证券研究所。

### 四、 报告结论

如何在新年的第 1、2 月就能获取超额收益，赢取一个开门红呢？本报告主要考察在年关的 2 个月哪些选股要素能带来超额收益，以此构建股票组合进行跟踪，分析样本基于沪深 300 指数同期成份股。

当然每年的年关市场表现又有很大差异，从 06 年的触底反弹、07 年的大牛、08 年的牛末熊初，到 09 年再现触底反弹，A 股市场走出一个比较完整的牛熊周期。

分析框架包括当前价值、未来价值、历史成长、市场指标、PEG、ROE 稳健性、市值规模和基本面质量，共 32 个选股指标，股票组合规模经实证最佳为 75 只。

通过研究发现，ROE 信息比、流通市值和基本面质量这三类指标能够在大盘调整或上扬的年关持久获得较高 alpha，在大盘下跌的年关，以上三类指标也具有很好的抗跌性。

PEG 适用于在乐观预期市场条件下进行选股，而在牛末熊初的 08 年年关选股业绩非常糟糕，而基于历史业绩的估值指标与 PEG 相反，其更适用于悲观预期下的市场。

对于 32 个细分指标，我们根据 4 个年关中指标选股业绩的序位和平均收益率构建指标来衡量指标的年关选股能力，最强的年关选股指标为营业总成本比例，其选股能力逐年都比较稳定且平均收益率水平也较高。

我们按照 ROE 信息比、基本面质量和流通市值筛选出股票池，再按照“营业总成本比例”筛选出 75 只股票构建了年关股票组合，该组合在 2009/12/31 - 2010/01/25 样本期外表现优于沪深 300，超额收益 3.04%，我们将持续跟踪。

**附表：沪深 300 年 2009/12/31 抽样投资组合**

| 代码     | 股票名称   | 行业    | 代码     | 股票名称 | 行业   |
|--------|--------|-------|--------|------|------|
| 600395 | 盘江股份   | 采掘    | 601111 | 中国国航 | 交通运输 |
| 000725 | 京东方 A  | 电子元器件 | 600428 | 中远航运 | 交通运输 |
| 000897 | 津滨发展   | 房地产   | 000927 | 一汽夏利 | 交运设备 |
| 000031 | 中粮地产   | 房地产   | 600653 | 申华控股 | 交运设备 |
| 000543 | 皖能电力   | 公用事业  | 000768 | 西飞国际 | 交运设备 |
| 600027 | 华电国际   | 公用事业  | 600104 | 上海汽车 | 交运设备 |
| 600022 | 济南钢铁   | 黑色金属  | 000625 | 长安汽车 | 交运设备 |
| 600569 | 安阳钢铁   | 黑色金属  | 600006 | 东风汽车 | 交运设备 |
| 000932 | 华菱钢铁   | 黑色金属  | 000951 | 中国重汽 | 交运设备 |
| 000898 | 鞍钢股份   | 黑色金属  | 600643 | 爱建股份 | 金融服务 |
| 000825 | 太钢不锈   | 黑色金属  | 600635 | 大众公用 | 金融服务 |
| 000717 | 韶钢松山   | 黑色金属  | 000876 | 新希望  | 农林牧渔 |
| 600117 | 西宁特钢   | 黑色金属  | 600108 | 亚盛集团 | 农林牧渔 |
| 600282 | 南钢股份   | 黑色金属  | 600058 | 五矿发展 | 商业贸易 |
| 600782 | 新钢股份   | 黑色金属  | 600694 | 大商股份 | 商业贸易 |
| 000709 | 唐钢股份   | 黑色金属  | 600500 | 中化国际 | 商业贸易 |
| 600307 | 酒钢宏兴   | 黑色金属  | 600153 | 建发股份 | 商业贸易 |
| 600019 | 宝钢股份   | 黑色金属  | 600655 | 豫园商城 | 商业贸易 |
| 000822 | 山东海化   | 化工    | 600859 | 王府井  | 商业贸易 |
| 600251 | 冠农股份   | 化工    | 600597 | 光明乳业 | 食品饮料 |
| 600176 | 中国玻纤   | 化工    | 000895 | 双汇发展 | 食品饮料 |
| 600096 | 云天化    | 化工    | 600770 | 综艺股份 | 信息服务 |
| 600299 | 蓝星新材   | 化工    | 600588 | 用友软件 | 信息服务 |
| 000039 | 中集集团   | 机械设备  | 000917 | 电广传媒 | 信息服务 |
| 600320 | 振华重工   | 机械设备  | 600601 | 方正科技 | 信息设备 |
| 000100 | TCL 集团 | 家用电器  | 600100 | 同方股份 | 信息设备 |
| 600839 | 四川长虹   | 家用电器  | 000021 | 长城开发 | 信息设备 |
| 600690 | 青岛海尔   | 家用电器  | 000063 | 中兴通讯 | 信息设备 |
| 600170 | 上海建工   | 建筑建材  | 600812 | 华北制药 | 医药生物 |
| 600820 | 隧道股份   | 建筑建材  | 600196 | 复星医药 | 医药生物 |
| 600528 | 中铁二局   | 建筑建材  | 601600 | 中国铝业 | 有色金属 |
| 601186 | 中国铁建   | 建筑建材  | 600111 | 包钢稀土 | 有色金属 |
| 601390 | 中国中铁   | 建筑建材  | 000807 | 云铝股份 | 有色金属 |
| 601618 | 中国中冶   | 建筑建材  | 600456 | 宝钛股份 | 有色金属 |
| 601919 | 中国远洋   | 交通运输  | 000878 | 云南铜业 | 有色金属 |
| 600029 | 南方航空   | 交通运输  | 000630 | 铜陵有色 | 有色金属 |
| 600221 | 海南航空   | 交通运输  | 601168 | 西部矿业 | 有色金属 |
| 600087 | 长航油运   | 交通运输  |        |      |      |

数据来源：华泰联合证券研究所。

## 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       |

## 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  |

## 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  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: 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  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。