

小盘价值，投资王道



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹力

SAC 执业证书编号:S1000510120026

(0755)8208 0141

caoli@mail.htlhsc.com.cn

- 如果按照流通市值和估值将股票分为四种风格：大盘价值，大盘成长，小盘价值，小盘成长。小盘价值风格是这四种风格中具有最好长期收益的。不管是中国 A 股市场还是美国市场，都有大量的证据表明小盘价值的长期收益遥遥领先。一些著名的投资者，比如彼得·林奇和查克·罗伊斯等，长期遵循了小盘价值的投资风格，获得了巨大的成功。对于小盘价值长期占优的普遍现象背后的原因，我们做出一些抛砖引玉的初探。
- 本文设计了华泰联合小盘价值的选股流程，以中证 500 成分股为样本池，利用流通市值，市盈率，市净率，市现率等维度打分计算每个股票的总分，然后提取总分最高的 50 个股票作为投资组合持有 6 个月，再筛选新的组合。
- 2007 年以来截止到 2011 年 5 月 18 日的实证表明以上的选股策略获得了巨大的成功，分别战胜中证 500 和沪深 300 指数 392%和 524%，今年年初选出的 50 个股票获得了 10%的正收益，而中证 500 指数还是负收益。策略相对中证 500 指数的月度胜率超过 75%，Sharpe 比例上也有绝对优势。
- 文中公布了我们的选股策略目前持有的 50 个股票名单，新的名单将会在 7 月初公布，供投资者跟踪和参考。

目 录

小盘价值长期占优.....	4
中国市场的小盘价值和小盘成长	4
美国市场的小盘价值和小盘成长	4
小盘价值型的著名投资者	6
小盘价值长期占优的原因初探.....	7
华泰联合小盘价值选股策略	7
小盘价值选股流程.....	7
小盘价值选股实证.....	8
最新推荐组合	10
风险提示	12

图表目录

图 1: 中信小盘价值 816410 和小盘成长 816420 比较 (1994-2011)	4
图 2: 罗素 2000 风格指数走势 (1995-2011)	5
图 3: 华泰联合小盘价值策略和中证 500, 沪深 300 指数比较	8

小盘价值长期占优

中国市场的小盘价值和小盘成长

在几乎所有的行情软件里都有巨潮风格指数的实时行情，关注一下其中的两个：小盘价值指数 399377，小盘成长指数 399376。Wind 提供的这个两个指数数据从 2010 年初开始，截止 2011 年 5 月 18 日，小盘价值指数收益为 13.0%，而小盘成长指数收益为 7.5%，小盘价值指数已经领先 5.5%。

再深入一点的研究就会发现，小盘价值收益率好于小盘成长并不是一件偶然的事情，而是一个中外股票市场都有的普遍现象。

比如 Wind 提供的中信小盘价值 816410 和小盘成长指数 816420 自从 1994 年以来的表现：

图 1： 中信小盘价值 816410 和小盘成长 816420 比较（1994-2011）



资料来源：华泰联合证券研究所，Wind 资讯

这两个指数的起始点都是 100 点，在 17 年之后的今天，两者已经有了巨大的差别，1994 年投资于小盘价值指数的 1 万元，目前已经变成了 26.96 万元，而投资小盘成长的 1 万元，现在只有 6.45 万元。两种风格的投资产生了净值 4 倍的差距。

图中的紫色线条表示了中信小盘价值指数和小盘成长的对数差，代表了小盘价值相对小盘成长的优势，这根线条长期保持了向上的趋势，只在极少数时间段内有下跌，说明在过去的 17 年内，绝大部分时间都是小盘价值的投资价值要好于小盘成长。

美国市场的小盘价值和小盘成长

现在让我们观察有耶鲁大学教授伊普森 (Roger G.Ibbotson) 编制的 1927 年到 2002 年期间美国股市不同风格指数的收益数据：

表格 1：伊普森编制风格指数长期表现

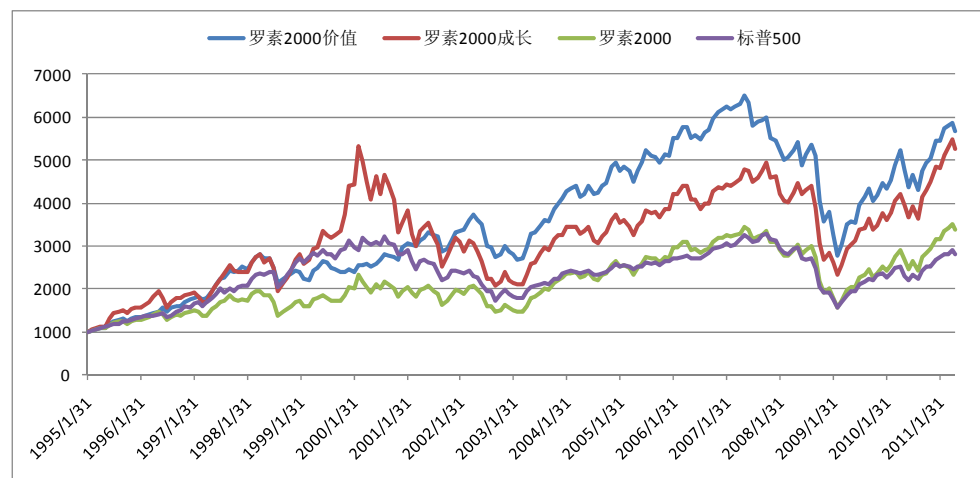
伊普森风格指数	1927 年 1 美元投资 2002 年的净值(\$)	年化收益率 (%)
小盘价值	19650	14.1
大盘价值	3571	11.5
大盘成长	673	9.1
小盘成长	504	8.7

在四种风格中，小盘价值的长期年化收益最高，有非常明显的优势，靠每年复利的累积，75 年之后和投资于成长风格的指数净值有天壤之别。

无独有偶，达特茅斯学院（Dartmouth）的金融学教授弗兰奇（Kenneth French）也在他的网站上公布了从 1962 年到 2002 年的四十年期间不同投资风格的年化收益率情况：小盘价值 17.4%，大盘价值 13.7%，大盘成长 9.8%，小盘成长 7.7%。小盘价值收益遥遥领先，虽然考察的时间段不同，这四种风格的收益率排序完全和伊普森的一致。小盘价值风格在长期年化收益显著战胜小盘成长的同时，波动率却显著更低，弗兰奇指出上述四十年中，小盘价值的年化波动率为 18.7%，而小盘成长的年化波动率为 24.4%。

再看一下美国著名的小盘指数罗素 2000 及它的风格分类指数的情况。罗素 2000 指数(Russell 2000 Index)由 FrankRussell 公司创立于 1972 年，成份指数股数 2000 家，则是罗素 3000 指数中市值最小的 2000 支股票构成。此指数大约包含了罗素 3000 指数 11% 的市场总值。彭博提供了 1995 年以来的数据，我们把这些指数的起始点位统一转化为 1000 点，它们的走势是：

图 2： 罗素 2000 风格指数走势（1995-2011）



资料来源：华泰联合证券研究所，Wind 资讯

假设在 1995 年初四位投资者将相等的资金分别投入到代表小盘价值的罗素 2000 价值，代表小盘成长的罗素 2000 成长，代表性美国小盘股的罗素 2000，和市场基准标普 500 指数。那么 16 年后的今天，小盘价值的投资者又笑到了最后，成为四位投资者中的最优胜者。16 年中小盘价值投资者的年化收益率是 11.5%，而市场基准标普 500 的年化收益仅为 6.7%。在低波动的考核上，罗素 2000 价值的也非常出色，年化波动率为 18.5%，而罗素 2000 成长年化波动率 25.1%，罗素 2000 指数 20.7%，标普 500 指数 16.1%。

小盘价值型的著名投资者

我们已经看到大量的实证表明小盘价值风格有非常大的收益优势，而且这种优势非常持续。一些著名的投资家实际上遵循了小盘价值的风格，获得了巨大的成功。他们的成功重要原因之一就是选择了优势明显的风格：小盘价值，并且长期坚持下来了。

彼得·林奇实际上就是小盘价值型投资者。众所周知，彼得·林奇曾经管理的麦哲伦基金持有的股票数目非常多，而且持有大量的小盘股。在他的经典著作《彼得·林奇的成功投资》中他总结 13 条选股准则，前几条就是公司名字听起来枯燥乏味和生僻，公司业务枯燥，让人生厌，最好没有华尔街分析师关注，机构没有持股...，顺着这样的规则寻找到的一定是小盘股，大盘股没有不知名或不被分析师覆盖的。通常大众都会认为林奇是成长型投资者，但实际上他非常注重公司在价值维度的表现，在书中，他反复告诫：千万不要买入市盈率特别高的股票。除了极少数例外情况，特别高的市盈率是股价上涨的障碍，正如特别重的马鞍是赛门奔跑的障碍一样。

英国的著名基金经理安东尼·伯顿的投资风格和彼得·林奇非常接近，被称为欧洲的彼得·林奇，他管理的特殊情况基金主要挖掘不为人所熟知的公司，通常是小公司，或者处在困境中，股价已经非常低的公司。同样也可以将伯顿的风格归类为小盘价值。

特威迪布朗公司的资产管理者克里斯托弗·布朗(Christopher Browne)也创造了长期大幅跑赢市场基准指数收益的投资业绩。在他的著作《投资中的哪些因素起作用？》(What Has Worked In Investing) 中，明确提出了他们成功的原因，五大选股标准：低市净率，低市盈率，被大股东或一致行动人（公司管理层和董事）大举增持，股价有大幅下跌，小市值。这 5 条中除了第三条和小盘价值不相关之外，其他四条都和小盘价值高度相关。书中还展示了多个交易所的几项研究，据此说明，市值较小的股票在长时期里超越大盘股。其中的一项研究也显示，小市值结合低的 P/B, P/E 或 P/CF 在统计上是股市表现最好的一类股，也就是小型价值股。

另一位小盘股投资大师查克·罗伊斯也是小盘价值投资者。自从 35 年前创立罗伊斯宾夕法尼亚基金以来就开始专业的投资于小公司股票，罗伊斯主要投资于那些市值低于 50 亿美元的公司。其旗下基金的回报率为年均收益近 15%，在净值比市场波动更小，而业绩轻易击败了市场。现在，罗伊斯公司旗下已有 24 只小型和中型价值型基金，其中 13 只是由罗伊斯管理。罗伊斯公司的网站签名就是：

The Royce Funds - Small-cap value investing is our core business.

可见小盘价值就是他成功的核心理念。

小盘价值长期占优的原因初探

如果把平面按照流通市值和估值两个维度划分成四个象限，代表着四个不同的投资风格。小盘价值股票就是在其中的一个象限：流通市值小+估值低。第一个维度流通市值小通常代表了这个公司的市值成长空间是大的，股价有大幅增长的可能性。第二个维度保证了投资在购买时没有付出过高的成本，有一定的安全边际。在所有的四个象限里，小盘价值象限中出现大幅度惊喜的可能性最大。

前面很多的数据也说明了小盘成长股的长期表现并不佳，在美国市场上是四种风格中长期表现最差的。可能是由于高成长的公司往往伴随着非常高的市盈率，因为财报数据亮眼，市场通常高度关注这样的公司，给予了它们过高的期望。而公司盈利的高成长速度往往很难延续，比如雅虎公司在它股价高峰时的市盈率所蕴含的增长率如果连续维持 15 年，它的市值会超过美国 GDP，这显然是不可能发生的。过高期望带来的大部分是失望，股价的表现会不进入人意。另一方面，小公司的财报数据有很大的美化和粉饰空间，比如收入的确认，存货价值的估算，关联交易等等都可以让公司业绩产生大幅度变化，高增长背后很有可能包含了会计游戏的水分。

而小盘价值股票，因为买得便宜，很大程度就避免了高市盈率和不可持续业绩的陷阱，大幅度减少了亏损的概率。

小盘价值长期跑赢小盘成长现象的另外一个重要原因是人性的偏好。太多的投资者具有短期视野，包括相当多的专业投资者。专业投资者们设定了业绩比较基准，经常在较短的时间内进行业绩评估，因此他们会在价值策略成功之前就失去了耐心。价值策略可能会需要比较长的时间才能产生最大收益，但是专业投资者通常不能跑输业绩基准，即便是短期跑输也难以承受。“业绩不佳”对专业投资者的影响非常大，可能会没有奖金，没有升迁，甚至可能会丢掉工作。出于职业安全的考虑，专业投资者也更倾向于偏好热门股票，即便是有勇气反对这种羊群效应的基金经理，他们的雇主或者客户也可能丧失信心，让他们回到大众策略中去，去持有那些热门的，看起来前途一片光明的股票。但是这样做的时候往往忽视了证券分析中的一个重要因素：价格。过高的关注和大众共同的乐观预期往往使得股票的价格超出了实际的价值。相反，被市场冷落和悲观预期对待的公司往往在价格上已经低于公司实际价值，特别是没有得到大量关注的小盘股中非常容易出现这样的股票，人性的偏好为价值型投资者创造了投资机会。

华泰联合小盘价值选股策略

小盘价值选股流程

受到小盘价值长期占优现象的启发，我们可以开发小盘价值选股策略。华泰联合小盘价值策略的具体步骤如下：

- 一. 样本：选择中证 500 指数成分股为样本空间。
- 二. 给每个股票打分。选用 0 或 1 分制。

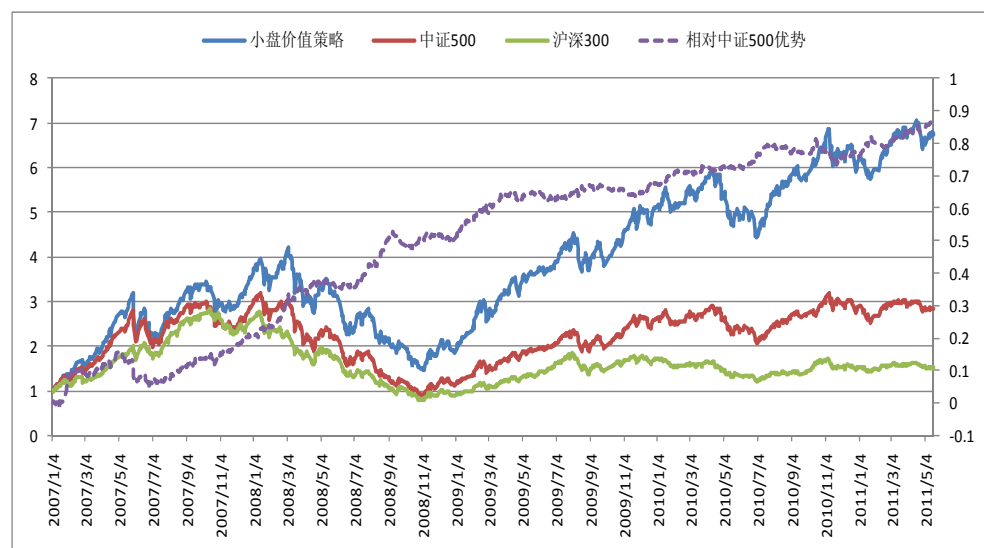
1. 流通市值：把 500 个股票按照当期流通市值从小到大排序，排在前 50% 的得 1 分，否则得 0 分。

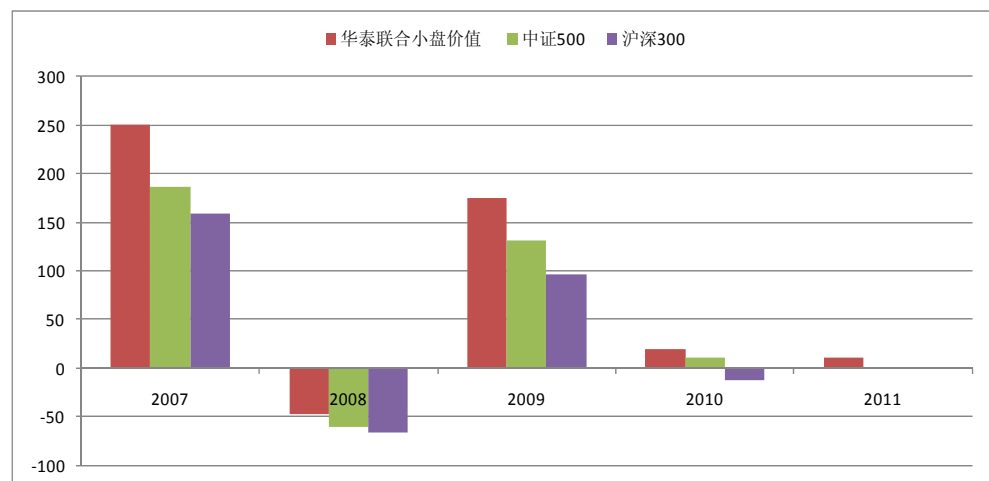
2. 市盈率:按照过去 12 个月盈利数据计算的市盈率从小到大排序,排在前 50% 的得 1 分,否则得 0 分。
 3. 市净率:按照最新年报数据计算的市净率从小到大排序,排在前 50% 的得 1 分,否则得 0 分。
 4. 市现率:按照过去 12 个月财报数据计算的市现率从小到大排序,排在前 50% 的得 1 分,否则得 0 分。
 5. 股息率:按照过去 12 个月分红数据计算的股息率从大到小排序,排在前 50% 的得 1 分,否则得 0 分。
 6. 前期涨幅:按照过去 n 个月收益率从低到高排序,排在前 50% 的得 1 分,否则得 0 分。
- 三. 把以上每项得分按照一定权重加起来得到总分,再按总分从高到低排序,排名前 50 名即为当期选股。
- 四. 持有所选组合 6 个月,重新按照以上规则选出新的组合。

小盘价值选股实证

因为中证 500 指数的历史可以上溯到 2007 年,我们以上提出的选股策略可以从 2007 年 1 月开始实证,不计每年两次换手的成本,事实上这是一个非常低的换手率,交易成本和冲击成本对策略净值的影响较小。

图 3: 华泰联合小盘价值策略和中证 500, 沪深 300 指数比较





资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

可以看到我们的小盘价值选股策略有非常巨大的优势，每一年都战胜了中证 500 指数和沪深 300 指数。相对中证 500 累积超额收益为 392%，相对沪深 300 指数累积超额收益为 524%。今年以来取得了 10% 左右的正收益。

2007 年以来华泰联合小盘价值策略的年化收益率是 54.1%，而中证 500 指数和沪深 300 指数的同期年化收益率分别为 26.6% 和 9.8%。

华泰联合小盘价值策略的 Sharpe 比例为 1.30，而中证 500 同期 Sharpe 比例为 0.67，沪深 300 同期 Sharpe 比例为 0.28。

月度胜率上，我们的小盘价值策略相对中证 500 指数月度胜率为 75%，而相对沪深 300 指数月度胜率为 68%。相对沪深 300 指数的胜率反而低，是因为该策略是完全的小盘风格暴露，在市场大盘风格占优的时候，也难以战胜沪深 300 指数。

相对其他巨潮和中信的小盘价值指数，该策略也有非常明显的收益优势，在可比的每一个年度都战胜了同类指数：

表格 2：截止 5 月 18 日华泰联合小盘价值和其他 A 股相关指数比较（%）

年份	华泰联合 小盘价值	中信 小盘价值	巨潮 小盘价值	沪深 300 指数	中证 500 指数
2007	249.85	215.68	NA	158.25	187.04
2008	-46.75	-59.19	NA	-65.95	-60.80
2009	174.31	158.09	NA	96.71	131.27
2010	19.20	11.18	6.88	-12.51	10.07
2011	10.76	4.91	5.14	-0.24	-1.15

最新推荐组合

华泰联合小盘价值策略目前持有的股票组合是 2011 年 1 月初选出的：

代码	股票名称	市盈率（TTM，2011 年 1 月）
SH600190	锦州港	33.30
SZ000088	盐田港	18.73
SZ002109	兴化股份	38.19
SH600126	杭钢股份	12.00
SH600510	黑牡丹	18.70
SH600665	天地源	19.00
SZ002328	新朋股份	38.77
SH600063	皖维高新	44.37
SZ000584	友利控股	28.69
SZ000910	大亚科技	24.36
SH600966	博汇纸业	24.48
SZ002336	人人乐	41.85
SH601678	滨化股份	27.28
SZ000619	海螺型材	22.03
SZ002088	鲁阳股份	32.36
SH600339	天利高新	19.61
SZ000548	湖南投资	41.62
SH600227	赤天化	44.83
SH600650	锦江投资	22.07
SZ000089	深圳机场	13.25
SZ000407	胜利股份	16.48
SH600240	华业地产	17.02
SH601000	唐山港	22.27
SH600981	江苏开元	45.65
SH600743	华远地产	14.45
SH600686	金龙汽车	17.64

SZ002309	中利科技	36.91
SZ000062	深圳华强	29.80
SZ002393	力生制药	45.29
SH600708	海博股份	23.69
SH600606	金丰投资	14.27
SZ000726	鲁泰 A	12.64
SH600787	中储股份	24.17
SH600020	中原高速	14.59
SH600806	昆明机床	29.87
SH600897	厦门空港	16.24
SZ000042	深长城	12.09
SZ000949	新乡化纤	27.09
SH600138	中青旅	22.64
SH600120	浙江东方	21.28
SZ000905	厦门港务	39.69
SZ000571	新大洲 A	35.29
SZ000919	金陵药业	29.18
SH600864	哈投股份	17.15
SZ000828	东莞控股	19.81
SH600551	时代出版	28.26
SH600626	申达股份	16.55
SH600654	飞乐股份	41.99
SH600683	京投银泰	20.25
SZ000429	粤高速 A	15.57

这 50 个股票在入选时的平均市盈率 (TTM) 仅仅为 25.9 倍, 而中证 500 在 2011 年初的加权市盈率为 39.6 倍 (算术平均市盈率更高), 显然是中证 500 中的价值股票, 因此也不难理解在今年市场价值回归的格局下, 我们选择的组合今年以来收益达到了 10%, 而中证 500 还是负收益。

下一期的小盘价值股票组合将在 2011 年 7 月初选出, 到时我们会公布组合名单供投资者参考。

风险提示

本报告中的所有模型都是根据历史数据建立和测算的，虽然有样本外跟踪，但图表中展示的效果亦是基于历史数据，并不必然保证未来有同样好的收益。本报告中的所有模型和结论只供投资者参考，并不能完全排除未来的风险。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

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

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn