

穿越迷雾，寻找中国的绝对收益

——2011年下半年小盘股暨数量化投资策略

长城证券研究所

宋绍峰 FRM CIIA CFA candidate

13810043998

songshit@163.com

执业证书编号 S1070210030003

核心观点

- 我们对上半年A股市场判别准确。其中，风格切换是最大的主题，并且价值类风格战胜成长类，周期类风格战胜非周期类。即使我们在选股因子中调整了市值因子，今年我们的量化成长选股策略依然跑输指数，但偏重于价值与反转的选股策略取得了5%的净收益。
- 当前市场对于经济的看法模糊不清。站在量化投资者的角度，我们的判断需要规避争执。总体而言，我们认为下半年市场机会大于风险。在沪深300指数为首的估值中枢逼近历史低点之时，我们认为市场已经步入底部区间，投资经理更需考虑何时入场。而在博反弹之际，更需考虑时机而非点位。我们建议关注的两个反弹操作点为7月和10月，配置上仍以低估值蓝筹为主，小盘股可配置为卫星资产。之前研究表明，小盘股的系统性机会与货币流动性密切相关，我们认为明年初小盘成长类风格可能重拾升势。
- 市场并非没给小盘股机会，上半年涨幅居前牛股大部分仍属小盘股。鉴于小盘股系统性风险较大，当前采用数量化方法谋求小盘组合的绝对收益较难，因此今年我们一直采用半主动的方法精选个股。选股的逻辑包括剔除创业板，对业绩、股东分布等做严格的筛选，并进行深度的调研与推导。上半年我们成功首家推荐了鲁银投资、ST厦华等个股机会，下半年我们将为A股市场奉献更好的投资标的。

目录

1、上半年市场特征与我们的应对

- 1.1 最大的主题——风格切换
- 1.2 量化选股策略业绩回顾
- 1.3 解决系统性风险——我们的应对
- 1.4 量化择时——透过迷雾，抓住趋势

2、穿越迷雾——对下半年市场的观点

- 2.1 穿越经济迷雾，把握市场趋势
- 2.2 季节规律——为反弹增添点信心
- 2.3 小盘股行情何时重启？
- 2.4 选股思路

3、结论与展望

- 3.1 市场趋势及配置建议
- 3.2 量化策略及中小盘个股推荐
- 3.3 创新产品展望
- 3.4 鸣谢

1、上半年市场特征和我们的应对

1.1 最大的主题——风格切换

➤ 市场间指数来看

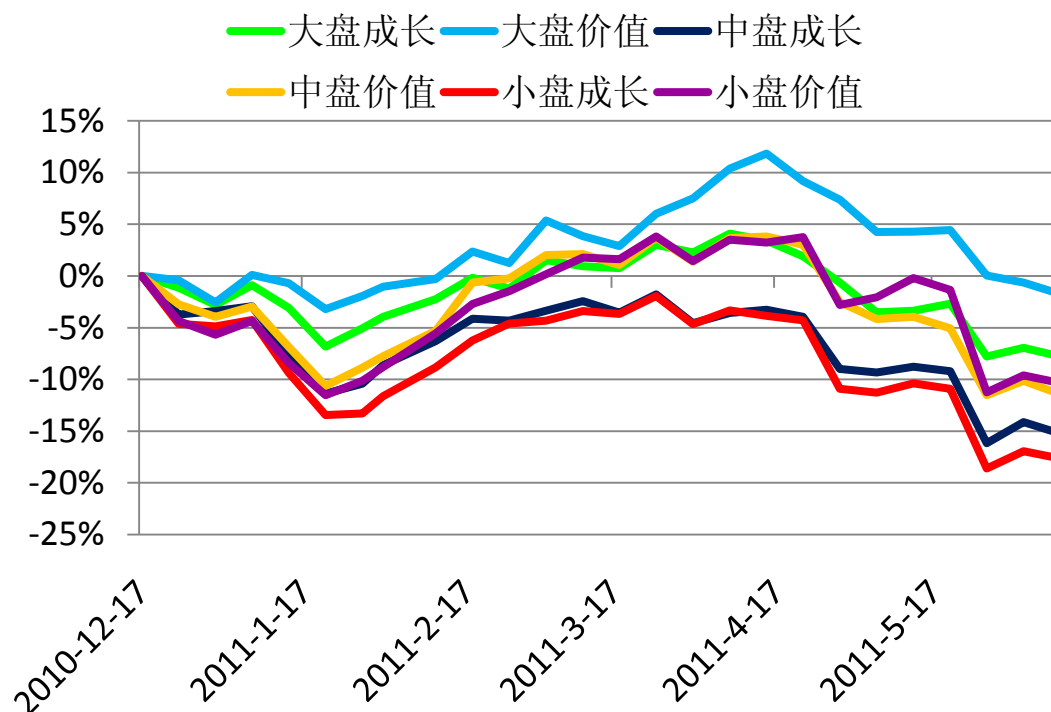
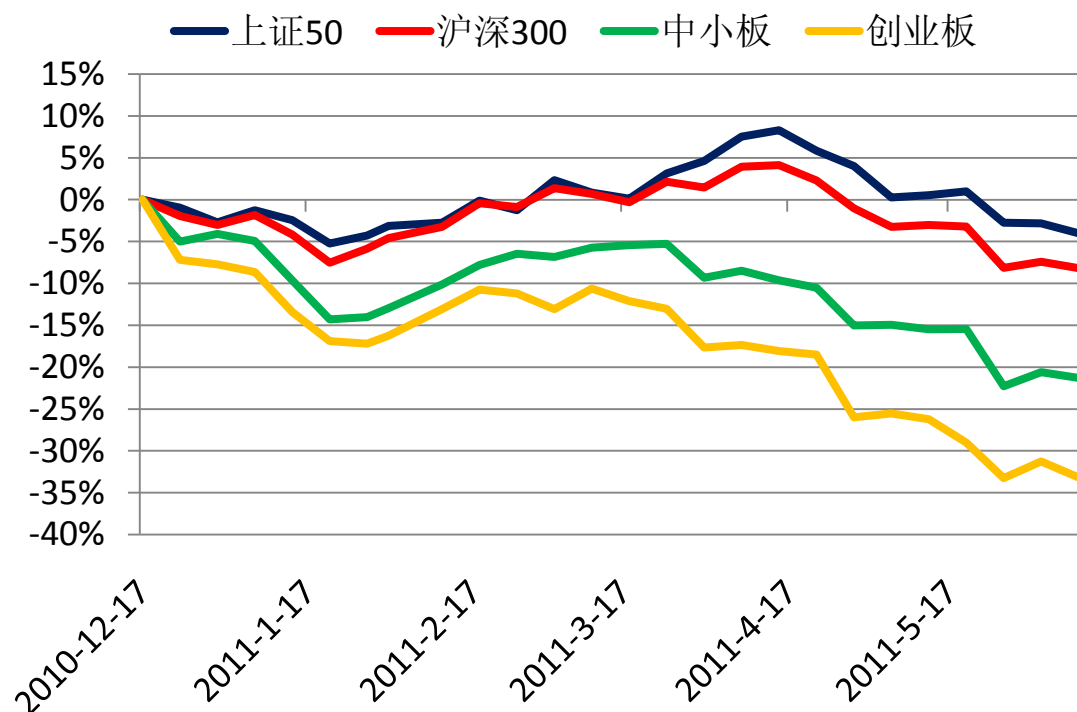
12月中旬至今（6月10日），创业板指数下跌33%，而上证50仅下跌4%

➤ 从巨潮风格指数来看

跌幅根据大、中、小盘依次放大，同一规模中，价值类跌幅小于成长类

➤ 路演交流的感受

12月中旬部分机构第一波杀小盘，到1月中旬“抓大放小”已成为主流



1.2 量化选股业绩回顾

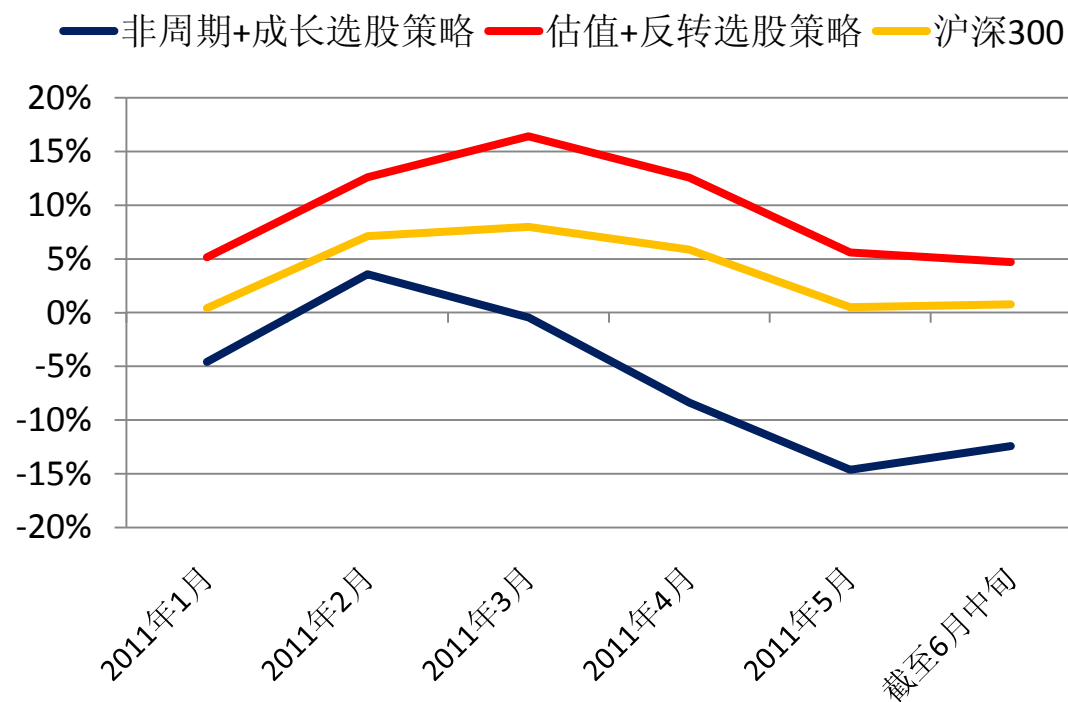
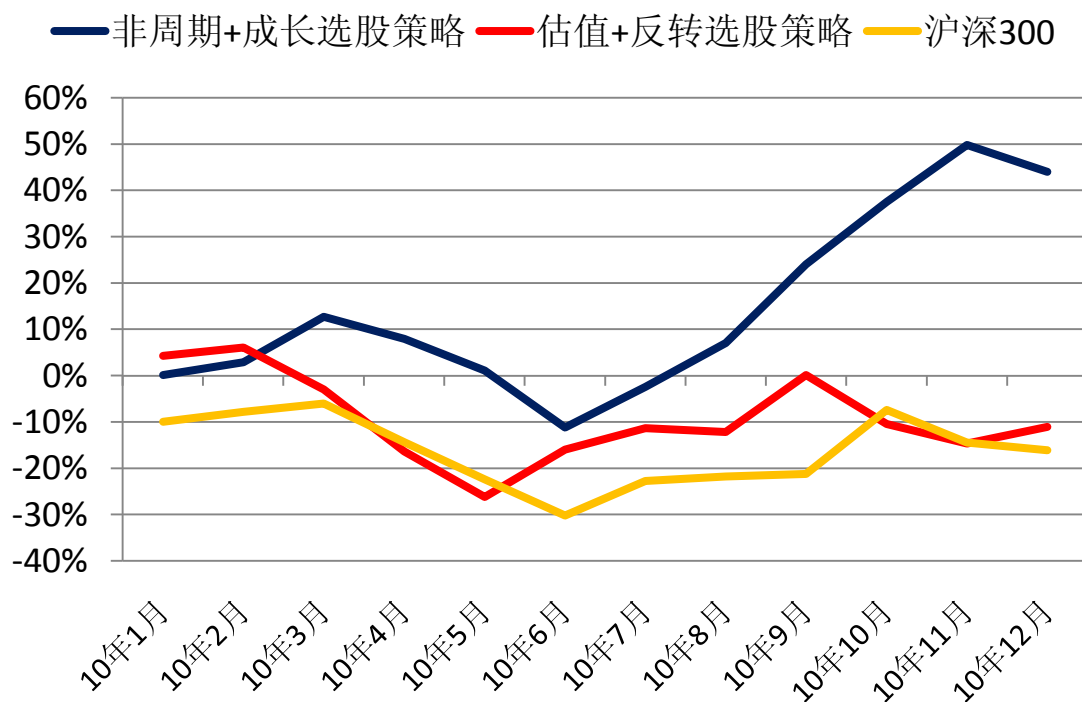
➤ 估值+反转策略今年回报显著

去年非周期+成长策略全年净回报（剔除交易成本）44%，但今年明显跑输沪深300；去年收益平平的估值+反转策略今年净回报5%，跑赢多数基金

➤ 业绩分析——还是风格因子！

市场存在明显结构性分化，市场偏好中大盘、价值，如果量化选股因子调整不及时，将遭遇系统地雷（创业板地雷、估值地雷等）

我们的反思——在市场风格不确定之时平均因子权重或缩短因子强度回归周期；对部分板块进行人工屏蔽，回避市场一致预期之下的系统性风险



1.3 解决系统性风险——我们的应对

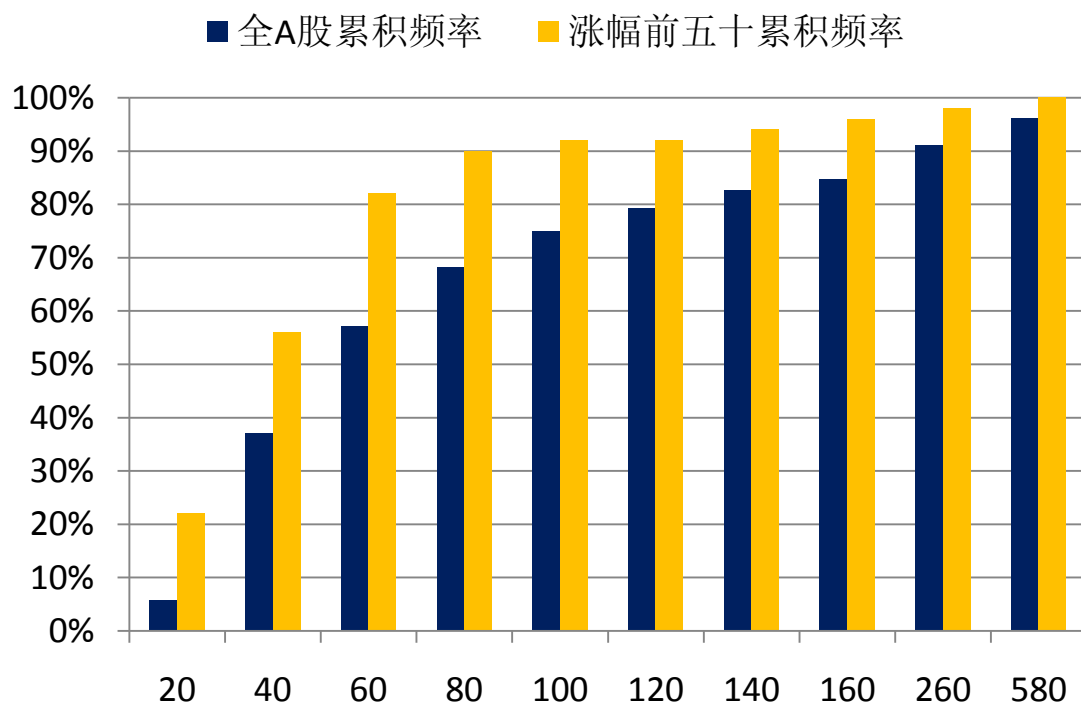
➤ 牛股出在哪里？

我们筛选出年初至今剔除ST和摘帽后、涨幅最高的50支个股，通过市值（2010年12月31日收盘价计算的总市值）分析后发现，牛股还是多出现在小盘股，今年涨幅最高的前50支个股有46支都是百亿市值以内

➤ 另一种更投机的方法……

如果从年初以来等市值买入迄今为止摘帽的19支个股，则收益率为34%，当然这需要对摘帽股的提前预判；

假设摘帽当日买入持有到今，有13%收益，但考虑大冲击成本后仅剩5%



注：纵轴为**0-X**亿市值的个股占总个股的比例
横轴单位为“亿元”

1.3 解决系统性风险——我们的应对

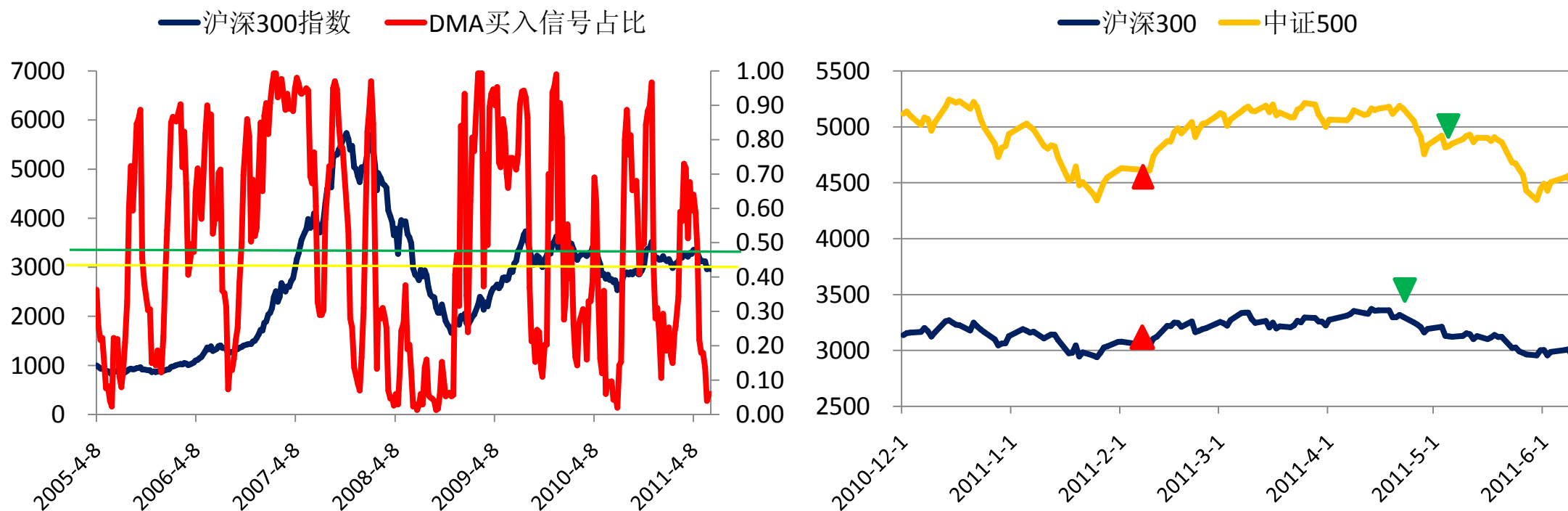
- 我们上半年的小盘semi-active选股思路
系统地雷太多，可纳入组合数目太少，采用半主动精选个股；
回避创业板，主攻主板；
回避11年业绩仍旧疲软；
回避机构重仓股；
回避100亿以上的大盘股（否则俺的小盘属性变啦）；
其他技术……
- 深情提示的重要思路：10年年底，国资委明确表态，依靠资本市场，十二五期间打造30到50家具有国际竞争力的大型国企；地方国资举措应声而舞

上半年跟踪调研的小盘股表现

股票代码	股票名称	首次调研报告	评级	推荐日股价	期间最高涨幅
000811	烟台冰轮	2011-1-3	推荐	19.78	9.76%
600870	ST厦华	2011-1-24	推荐	7.33	36.43%
600784	鲁银投资	2011-3-2	推荐	12	63.83%
600114	东睦股份	2011-4-15	中性	13.69	39.74%
600113	浙江东日	2011-4-18	推荐	7.64	26.83%
002175	广陆数测	2011-5-23	推荐	13.85	下跌
600249	两面针	2011-5-24	中性	8.21	下跌

1.4 量化择时——透过迷雾，抓住趋势

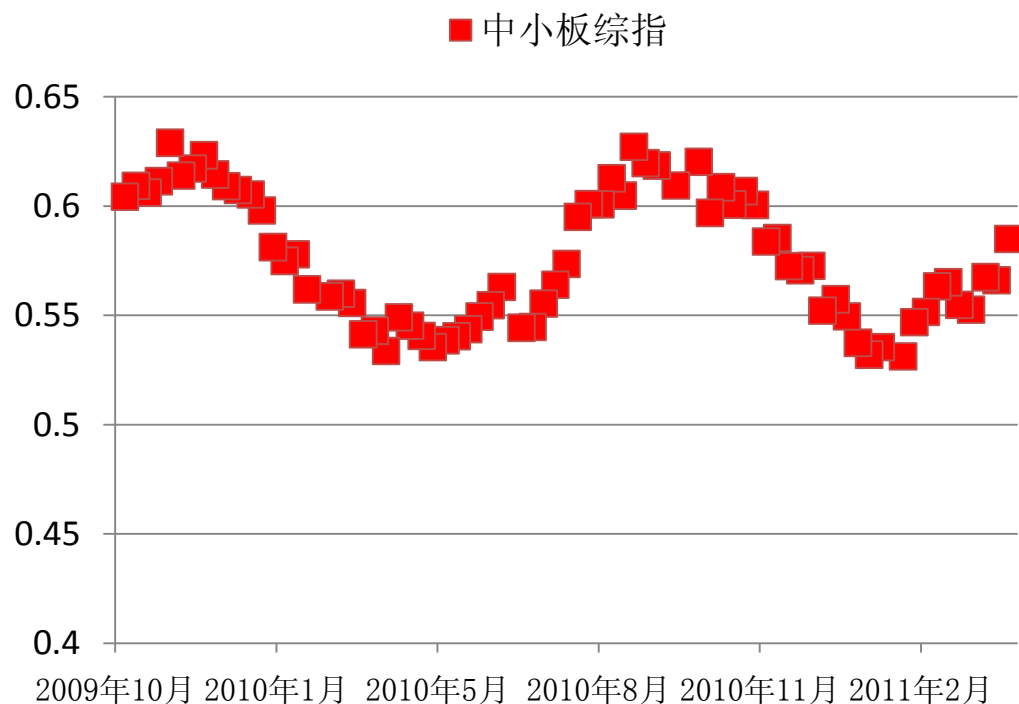
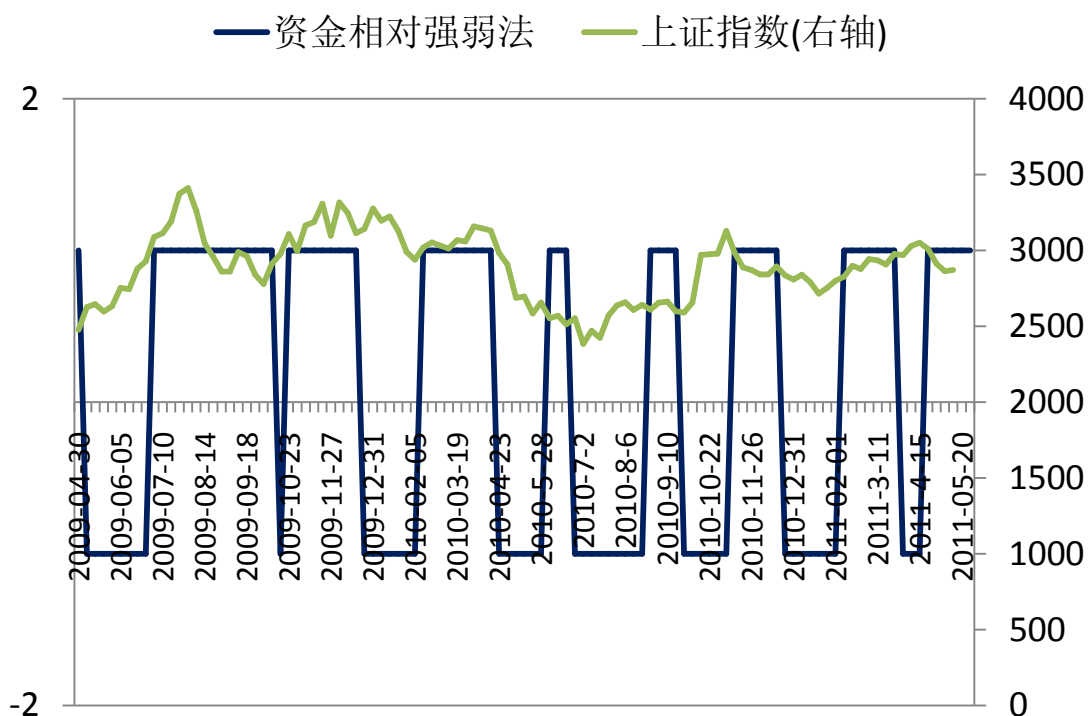
- 上半年主要市场指数波动区间缩窄，多数卖方择时指标失效
- 我们2月开发的双均线及DMA指标在2月10日附近显示看多，在4月下旬发出卖出信号，基本把握了2月以来的短暂反弹，但盈利空间不大
- 震荡市中我们采用SVM模型把握左侧环境，双均线跟踪右侧趋势



数据来源：长城证券，《量化投资系列之七——双均线择时：战胜震荡，把握趋势》

1.4 量化择时——透过迷雾，抓住趋势

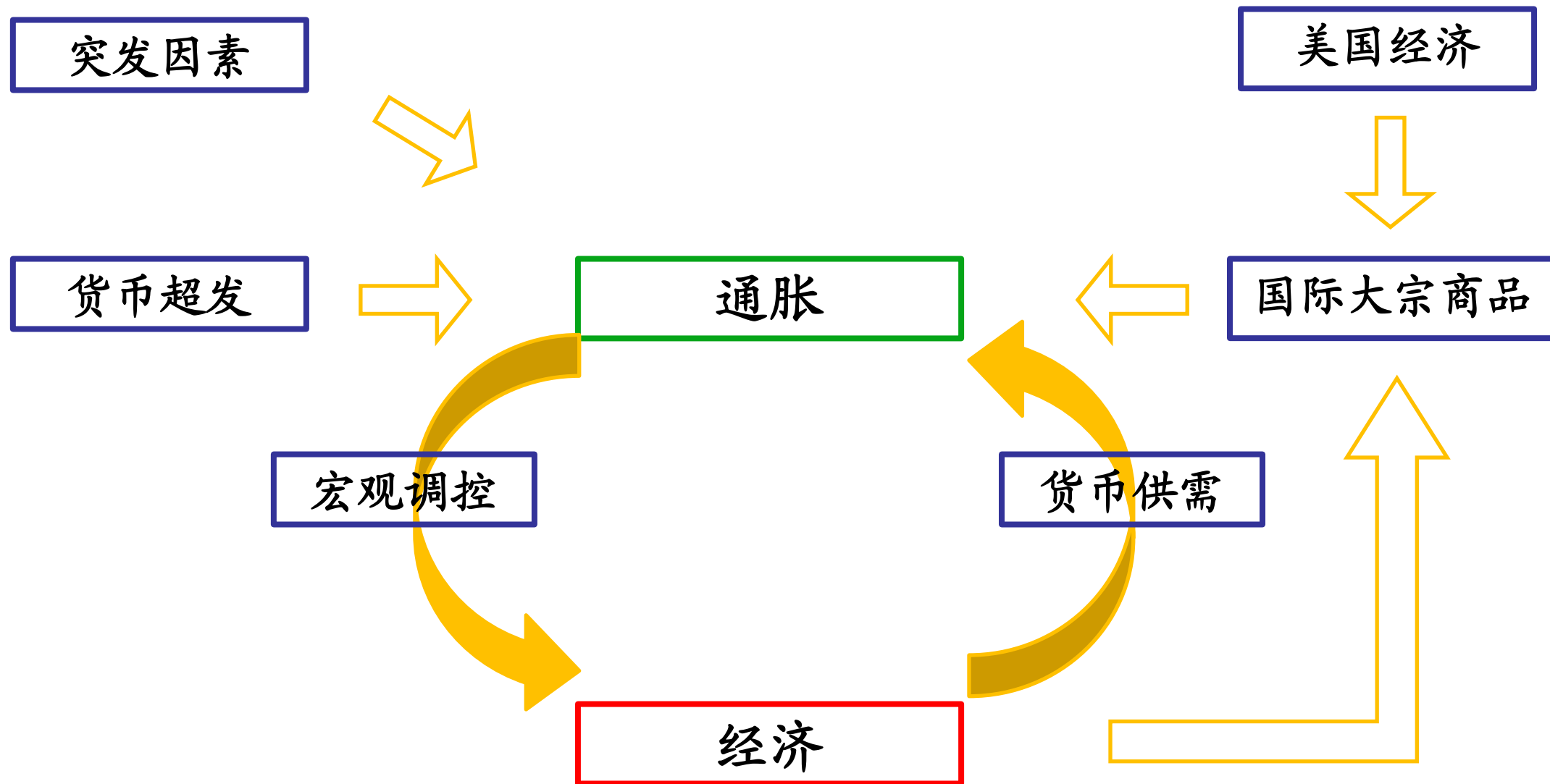
- 上半年我们风格判别模型效果一般，但对今年1月、4月的两次小盘股系统性风险判断准确
- 中小板Hurst指数显示，本轮中小板调整的长波趋势尚未结束。这也是我们今年一直对小盘股保持谨慎情绪的重要依据



数据来源：长城证券，Wind，《量化投资系列之四——大小盘风格轮动的标识》

2、穿越迷雾——对下半年市场的观点

2.1 穿越经济迷雾，把握市场趋势



当前经济矛盾的勾嵌关系

外生性关键变量：美国经济、美元指数、国内自然灾害……

2.1 穿越经济迷雾，把握市场趋势

自2010年开始，市场对经济的看法便存在很大争执。例如当前投资者又在谈论“经济是否硬着陆”、“保障房究竟有多少规模”，然而逻辑即使真的算准了，也未必是市场逻辑…… 从我们量化投资者角度出发，正确的做法是规避争执，找寻分歧之下的确定性行为

➤ 从通胀与经济的关系来看

如果硬着陆，那么很可能重启08年类似政策，市场将有贝塔型机会；
如果经济内生性增长依然强劲，通胀短期难掉头，但市场估值也下不去

➤ 长期通胀风险尚无法确认

5月CPI突然升高有自然灾害、猪肉涨价等因素，但均为短周期因素

➤ 大宗商品带来输入型通胀风险已基本消除

美国经济同样无法承受高油价，原因在于油价高抑制消费；
如我们年初调研判断，欧美经济仍不乐观，抑制大宗商品需求；
美元指数处于历史低位，上涨概率大于下跌概率；

PS 美国地产继续不乐观，但不必用中国式思维说事（是我们太看重房子）

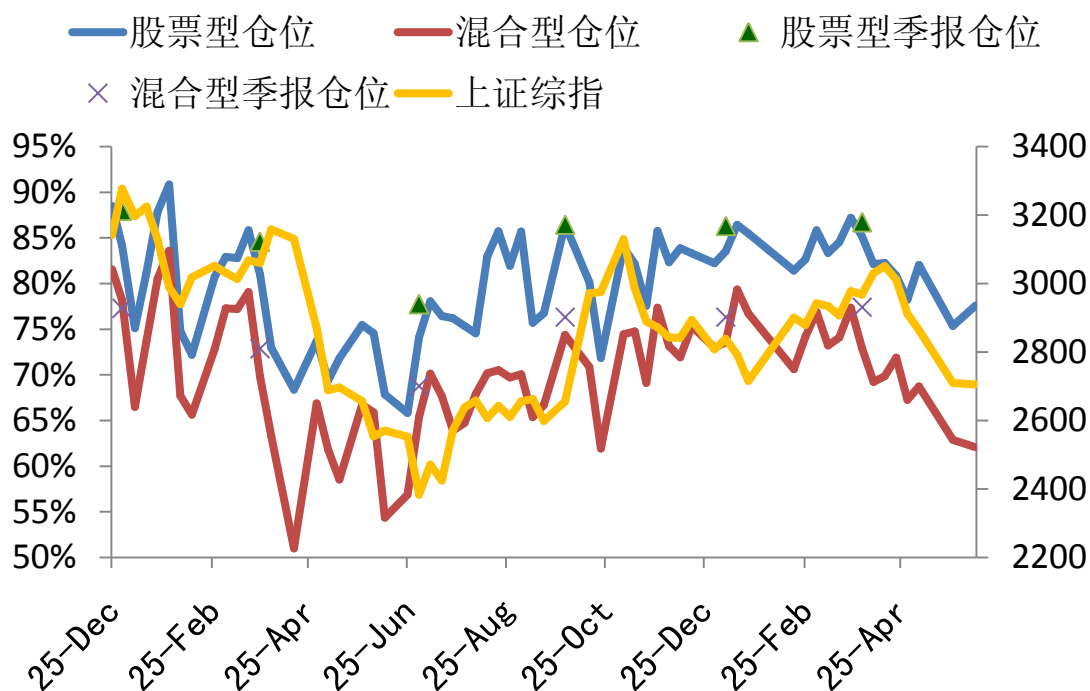
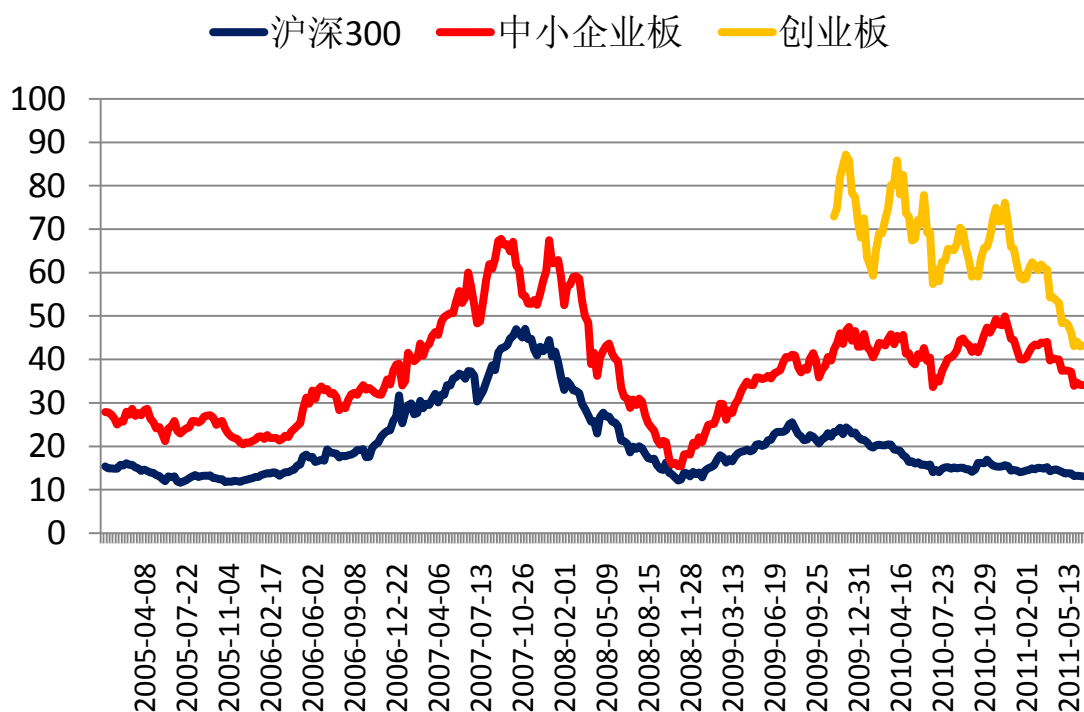
2.1 穿越经济迷雾，把握市场趋势

归结到A股市场，下半年绝对收益的机会明显，我们更重视**何时入场**

➤ 沪深300 TTM PE离历史底部只有8%，而经济为主动调控之下的收缩，因此中枢指数确定性见底；

中小板和创业板系统性风险释放过半，理论上还有下跌空间

➤ 股票型基金仓位降至77%，处于历史低位，市场一旦启动将为**逼空行情**；
当下越跌越买将注定在半年内获得绝对收益！



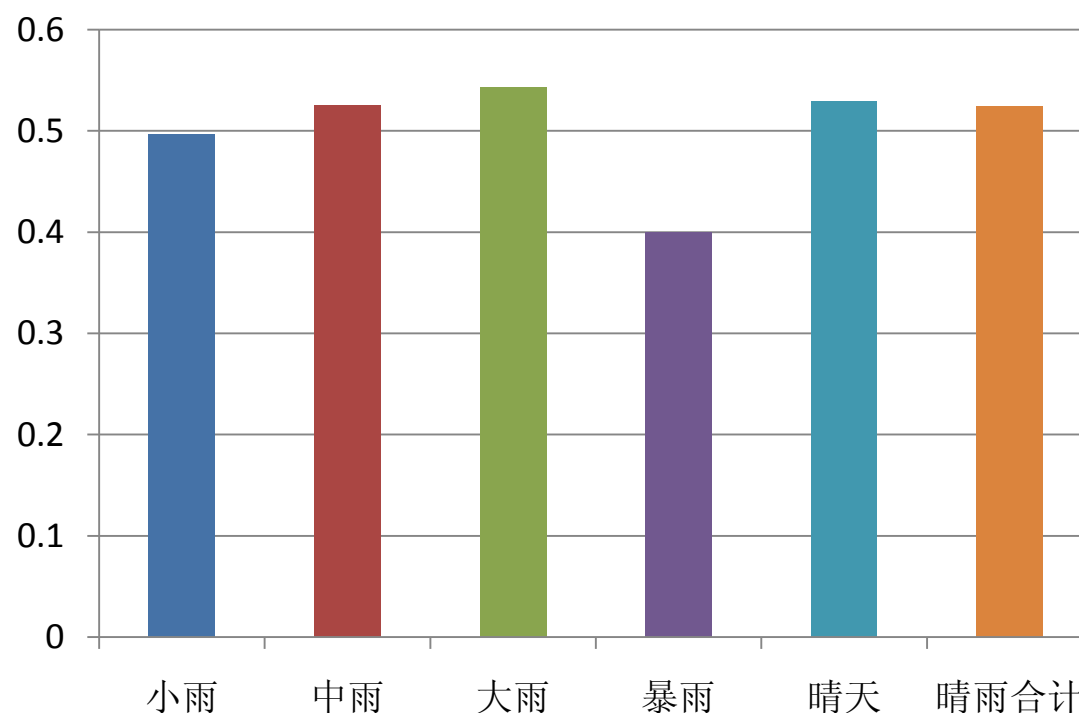
2.2 季节规律——为反弹增添点信心

➤ Sell in May

去年夏天我们做过一次有趣的研究，A股市场也存在明显的季节效应，Sell in May and Buy in October会取得显著收益，我们归结为是温度影响了投资者的情绪。

另一方面，我们考察了上海地区降水对市场影响，夏天降水多，出现暴雨的时候，往往大盘好不了。这个经验得到了部分基金经理印证。

上海地区不同降水情形下A股的上涨概率



数据来源：长城证券，《专题报告——透过气象看股市》

2.2 季节规律——为反弹增添点信心

换一种逻辑来映证，我们认为今年下半年确实可能重蹈烂熟之规律

➤ 反弹第一时间变量：7月上旬

逻辑在于市场具备交易性反弹机会，当前基金仓位处于低点，全部机构投资者都将买入中报考核期但绝大多数还未做出正收益，蓝筹指数下跌空间基本锁定，市场过度恐慌纠正，加息节奏可能调整，我们的量化先行指标显示7月可能出现变盘点……

把握中下游低估值类个股(兼具安全与弹性)和超跌低估值小盘股。

➤ 反弹第二时间变量：金秋十月

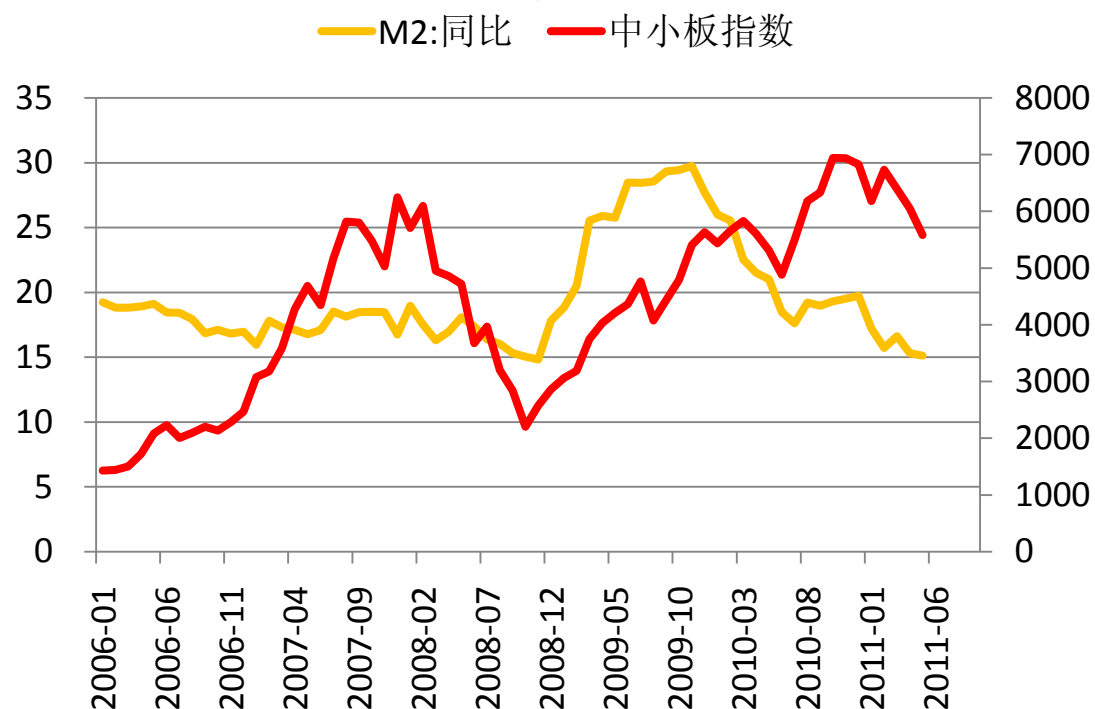
逻辑在于通胀高峰可能确定性过去，紧缩政策临近尾声，如果7月反弹未遂，那么调整至10月已经消化了大部分泡沫，投资机构面临年底核算……

可能是跨年度行情，反弹初期先低估值上游周期（弹性大），再消费类和成长类小盘股。

如果配合债市反转，行情可以更加乐观。

2.3 小盘股行情何时重启？

- 我们之前的研究指出，M2对小盘股活跃度有3个月左右领先
- M2现在已在历史底部，如果四季度确认升势，明年上半年小盘股有大行情
- 当前小盘股系统行情左右侧信号均未出现，因此配置上仍需谨慎



零假设：M2引导小盘股资金强弱(p)		零假设：小盘资金强弱引导M2 (p)	
M2(-1)	0.00151		0.66282
M2(-3)	0.00049		0.54808
M2(-6)	0.00512		0.13456

2.4 选股思路

- 三季度继续保持谨慎，延续上半年小盘股选股思路
 - 重视国资整合带来的优质资产注入机会；
 - 重视主业发生变动带来的脱胎换骨机会；
 - 关注股价长期底部徘徊的个股；
 - 关注11年估值足够低的个股；
 - 关注主营发生反转的个股；
 - 回避创业板；
 - 回避高估值
- 四季度开始回归成长股，采取重组50+成长50的配置
 - 小盘股风暴之后系统性风险释放，寻找被错杀的个股；
 - 四季度估值切换之际，重视12年估值诱人的个股；
 - 非周期+成长的量化选股模式重新奏效；
 - 新一轮产业政策的实施；
 - 适当倾向创业板

3、结论与展望

3.1 市场趋势及配置建议

➤ 市场趋势

基于沪深300静态估值已经临近历史底部，机构投资者仓位也处于较低水平，我们认为下半年市场机会大于风险，市场一旦启动将为逼空行情。

当前机构投资者更应该考虑何时入场而非减仓。

市场估值中枢已经处于安全位置，博反弹应看重时机，而非点位。

➤ 博反弹时机

建议观测两个时间点。一是7月上旬，而是金秋十月。逻辑上文已述。

➤ 配置建议

由于创业板与中小板系统性风险并未消除，建议下半年核心资产继续配置低估值蓝筹，卫星资产考虑小盘股博取超额收益。三季度建议配置中下游行业，四季度初考虑上游周期行业，继而转向消费和成长股。

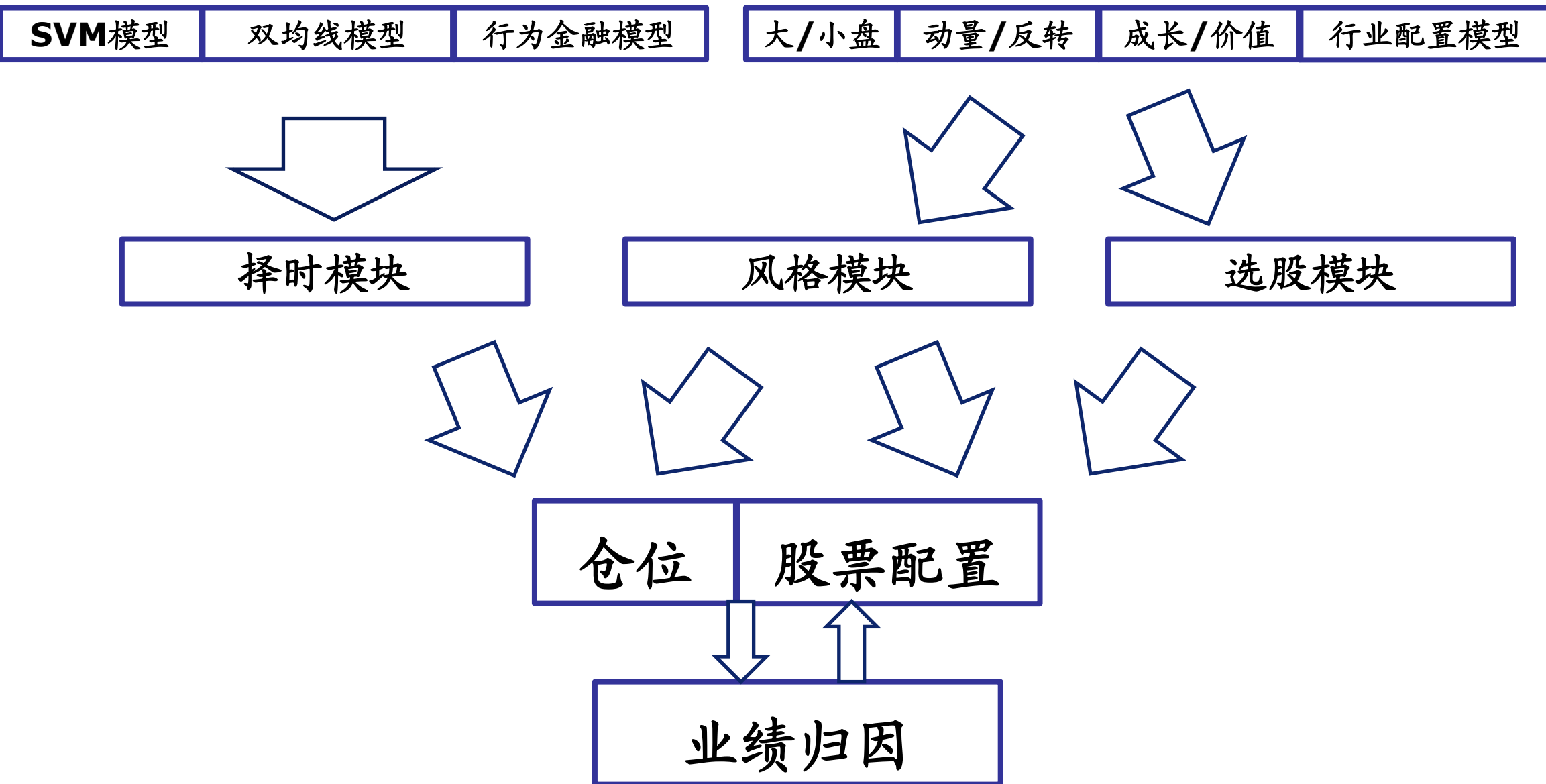
➤ 小盘股展望

当前小盘股系统行情的左右侧信号均未出现，因此配置上需谨慎。

目前主要选股策略仍为转型与重组，选股难度较大；

四季度加大对创业板的配置力度，选股策略偏向成长。

3.2 量化策略及中小盘个股推荐



- 我们已经开发了择时、风格、行业配置、选股等多种模型
- 计算处理方法不断完善，多模型耦合不断完善

3.2 量化策略及中小盘个股推荐

股票代码	股票名称	评级	介入时点	推荐理由
600784	鲁银投资	推荐	长期持有	旗下资产优良，分拆价值16元；业绩11年1元，12年1.2元；烟台万润上市后提升长期股权投资；国资控股，未来公司主营业务有望变化
600113	浙江东日	推荐	四季度	温州国资旗下唯一融资平台，业务转型进行中，今明年有望完成资产注入
002175	广陆数测	推荐	四季度或14元以下	细分行业龙头，行业内整合提供业绩弹性，未来进军数控机床
600891	ST秋林	暂无	长期持有	摘帽，资产注入进行中

3.3 创新产品展望

- 上半年开放式基金市场整体缩水，2010年已成为行业分水岭。即使我们看到了保本基金、ETF基金仍不断发售，但仅仅是迎合了市场当前需要而已。基金行业的改革还有很长路要走，追求绝对收益应成为一个重要目标。
- 上半年金融工程卖方研究乏善可陈，很多在炒剩饭，或进行没有结果的填鸭式研究，这不意味着国内量化研究真的没有研究余地，反而预示未来多因子模型为代表的阿尔法策略将逐步让位于统计套利和算法交易，这也是国外Hedge Fund发展的最终途径。
- 从几支量化基金表现来看，量化投资的威力仍未显现，原因请自揣。

基金全称	基金规模（亿元）	年初或成立以来收益率	收益率排名
长盛量化红利	3.377	-1.15%	50/362
富国沪深300增强	24.3766	0.64%	12/362
南方策略优化	11.6332	-4.08%	167/362
光大保德信量化核心	116.7605	-2.47%	98/362
中海量化策略	7.3805	-8.57%	314/362
华富量子生命力	2.9358	-10.19%	339/362
长信量化先锋	1.8135	-2.41%	93/362

3.4 鸣谢

- 感谢公司领导与同事的支持
- 感谢买方机构的提携与交流
- 感谢卖方机构的鞭策与榜样
- 感谢上市公司的支持与合作
- 感谢高校机构的分享与鼓励
- 感谢A股市场给予我们不断进取的动力

长城研究 与您共成长

长城证券研究所

宋绍峰 FRM CIIA CFA candidate

2011年6月

长城证券研究所投资评级标准：

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人:

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。