



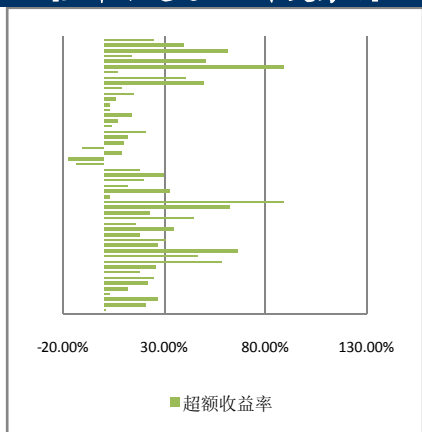
新量化选股策略之二

——ZIPPO 策略掘金次新股

金融工程研究报告

数量化选股策略系列

选股策略 51 只成分股超额收益率
[上市不超过 200 个交易日]



- “十二五”期间，A 股市场有望迎来扩容的最高峰。预计到“十二五”期末，上交所将新增上市公司 300 家左右，深交所中小板和创业板也将分别新增 640 家和 810 家以上。扩容压力虽存，但其中蕴含的投资机会也不言而喻。
- 对于次新股而言，在上市后一段时间内，基本面分析通常对其市场表现难以把握。价值分析的作用已经在 IPO 定价以及上市首日得以体现，若要良好的解释其二级市场走势，须另觅他法。
- 次新股特别适合作为数量化策略的投资标的。以统计学的角度来研究次新股上市一段时间内的走势是十分必要且有效的。
- 寻找影响次新股超额收益率的因子时，我们分别考察了基本面因子以及设计的新指标——**追捧值[ZIPPO]**，ZIPPO 值由二级市场追捧值、一级市场追捧值合成。
- 考察结果显示，与我们预期一致，基本面因子解释能力偏弱，与其相比，追捧值 ZIPPO 对次新股收益率的解释中起到决定作用，解释能力显著。
- 我们以为 ZIPPO 值可以作为制定次新股选股原则的重要因子，在这一前提下，构建了 ZIPPO 选股策略。将上市不超过 200 个交易日的所有 A 股作为初始池，运用该策略筛选出 51 只股票，并对选股效果进行测试。历史实证从三个层面上进行，结果显示选股绩效优异，表现突出。非常值得投资人重点关注。
- 次新股中，自有黄金屋。

分析师

程志田

电话：0755-83706130

邮件：chengzt@ghzq.com.cn

执业证书编号：S0350209110592

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

国内新股发行频仍，“十二五”期间，预计沪深两市将平均每天新增一家上市公司。目前，上交所共有 900 余家上市公司；而深交所所有中小板公司 560 余家、创业板公司 180 余家。到“十二五”期末，上交所将新增上市公司 300 家左右，深交所中小板和创业板也将分别新增 640 家和 810 家以上。

如此扩容速度，自会带来市场扩容压力，然后我们亦不能忽视二级市场蕴含着巨大的投资机会。

次新股中，自有黄金屋

本文将上市不满 200 交易日的股票称为次新股

目前 A 股共有上市公司 2,000 多家，数目上不算多。在庞大的分析师队伍的覆盖下，具备较高成长性、质地优良的公司基本上被挖掘殆尽。当然，这是导致市场估值虚高的主要原因之一。

从次新股中寻找质地优良的公司已经成为部分投资者的共识。市场扩容，将来不乏能出现可以被冠以“伟大”的成长性公司。次新股中有黄金。

若将某个公司的基本面研究透彻，需要较长时间，而次新股登陆市场速度之快，令基本面分析师眼花缭乱，无暇全顾，而市场投资机会往往转瞬即逝。

再者，对于次新股而言，在上市后一段时间内，基本面分析通常对其市场表现难以把握。价值分析的作用已经在 IPO 定价以及上市首日得以体现，若要良好的解释二级市场走势，须另觅他法。

本文就是在此前提之下，试图运用金融工程视角去审视次新股中的投资机会，并寻找量化的选股策略。

寻找次新股的收益率解释因子

新指标：追捧值 ZIPPO

追捧值，由一级市场追捧值与二级市场追捧值构成，两者分别由多个因子决定，前者由网上认购倍数，网上申购倍数，超募比率等决定，二级市场追捧值由首日换手率，首日涨幅，首日波动率，实体 K 线长度，实体 K 线顶部价格决定，当日涨跌幅，当日换手率，当日收盘价等因子共同决定。

具体表示如下：

一级市场追捧值 = f(网上认购倍数，网上申购倍数，超募比率)

二级市场追捧值 = f(首日换手率，首日涨幅，首日振幅，首日实体 K 线长度，首日实体 K 线顶部价格，当日涨跌幅，当日换手率，当日收盘

价)

追捧值=F (一级市场追捧值, 二级市场追捧值)

追捧值介于[-1,1]区间。

虚拟变量 Y

Y=1 (上市首日至当日, 追捧值曾经大于 0);

否则 Y=0。

基本面因子

基本面得分值 F, 由以下几个因素合成: 过去三年收入增长率、最新 PE 与板块平均 PE 比值、最新财报 ROE 等等。

我们考察所有上市时间不超过 200 日的次新股作为考察的总样本。考察各股票的最高涨幅与 Y 之间的关系。

次新股收益率的解释能力

我们用多元线性回归来检验各收益因子对次新股收益率的解释能力。

首先考察虚拟变量 Y 的影响。设定回归方程如下:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 F_t + \beta_2 Y_t + \varepsilon_t,$$

R_t : 次新股最高涨幅;

Y_t : 表征追捧与否的虚拟变量;

F_t : 基本面得分值。

表 1 回归结果一

系数	β_0	β_1	β_2
估计值	-0.019	0.0091	0.526
t 值	-4.36	1.71	50.11
p 值	1.2e-04	2.75e-06	1.49e-276
DEV : 0.1459			
R^2 : 69.21%			

数据来源: 国海证券研究所

由上述回归结果可以发现, 我们构建的模型能解释次新股收益率的七成。

再者, $\beta_1=0.0091$, 且 t 值很小, 基本面因子确实在新股上市一年

内解释能力较弱, 这也从数据上验证了我们的看法; 而 $\beta_2=0.526$, t 值

等于 50.11，虚拟变量 Y 解释清晰，说明本文构建的追捧值指标绩效优良，具有较佳的追捧值的次新股预期收益率将较高。

ZIPPO 次新股选股策略与有效性测试

选股原则

在上市不足 200 交易日的所有次新股中，选择追捧值 ZIPPO 刚刚转正的标的股票。采用简单的 B&H 策略，考察该选股原则的有效性。

选股有效性测试

最高涨幅

选股策略在最近的 200 个交易日内筛选出共 51 只股票符合条件。

所选股票持有期的最高涨幅直接决定了本选股策略收益的天花板高低，是考察策略有效性的重要指标之一。

于是，我们首先计算该 51 只股票在持有期间的最高涨幅分别如下：

表 2：51 只股票最高收益率[上市不超过 200 交易日]

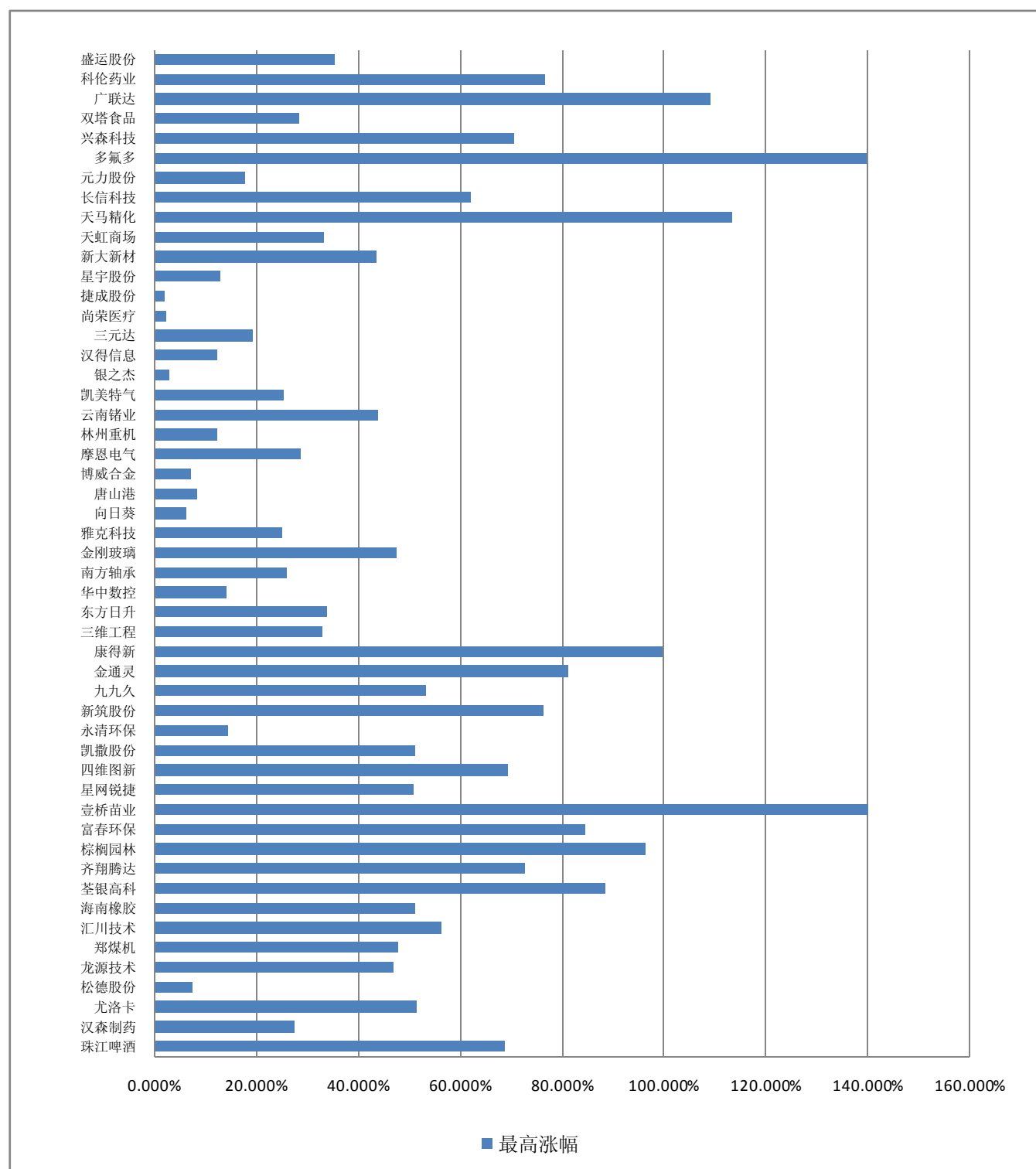
股票代码	股票名称	最高收益率	股票代码	股票名称	最高收益率	股票代码	股票名称	最高收益率
002461	珠江啤酒	68.66%	300085	银之杰	3.07%	002480	新筑股份	76.26%
002412	汉森制药	27.58%	300170	汉得信息	12.51%	002411	九九久	53.48%
300099	尤洛卡	51.54%	002417	三元达	19.40%	300091	金通灵	81.36%
300173	松德股份	7.58%	002551	尚荣医疗	2.46%	002450	康得新	99.70%
300105	龙源技术	47.04%	300182	捷成股份	2.25%	002469	三维工程	33.13%
601717	郑煤机	47.78%	601799	星宇股份	13.05%	300118	东方日升	34.01%
300124	汇川技术	56.28%	300080	新大新材	43.69%	300161	华中数控	14.33%
601118	海南橡胶	51.07%	002419	天虹商场	33.21%	002553	南方轴承	26.18%
300087	荃银高科	88.59%	002453	天马精化	113.36%	300093	金刚玻璃	47.72%
002408	齐翔腾达	72.60%	300088	长信科技	62.06%	002409	雅克科技	25.29%
002431	棕榈园林	96.24%	300174	元力股份	17.86%	300111	向日葵	6.31%
002479	富春环保	84.47%	002407	多氟多	139.66%	601000	唐山港	8.51%
002447	壹桥苗业	140.11%	002436	兴森科技	70.74%	601137	博威合金	7.19%
002396	星网锐捷	50.90%	002481	双塔食品	28.54%	002451	摩恩电气	28.66%
002405	四维图新	69.25%	002410	广联达	109.06%	002535	林州重机	12.39%
002425	凯撒股份	51.29%	002422	科伦药业	76.52%	002428	云南锗业	44.04%
300187	永清环保	14.40%	300090	盛运股份	35.45%	002549	凯美特气	25.52%

数据来源：国海证券研究所、WIND 资讯

从最高涨幅来看，200 个交易日内，所选股票变现非常优异[普遍都在 30% 以上]。

壹桥苗业最高涨幅达到了 140%，并有多氟多、天马精化、广联达涨幅超过 100%。

图 1：51 只股票最高收益率[上市不超过 200 交易日]

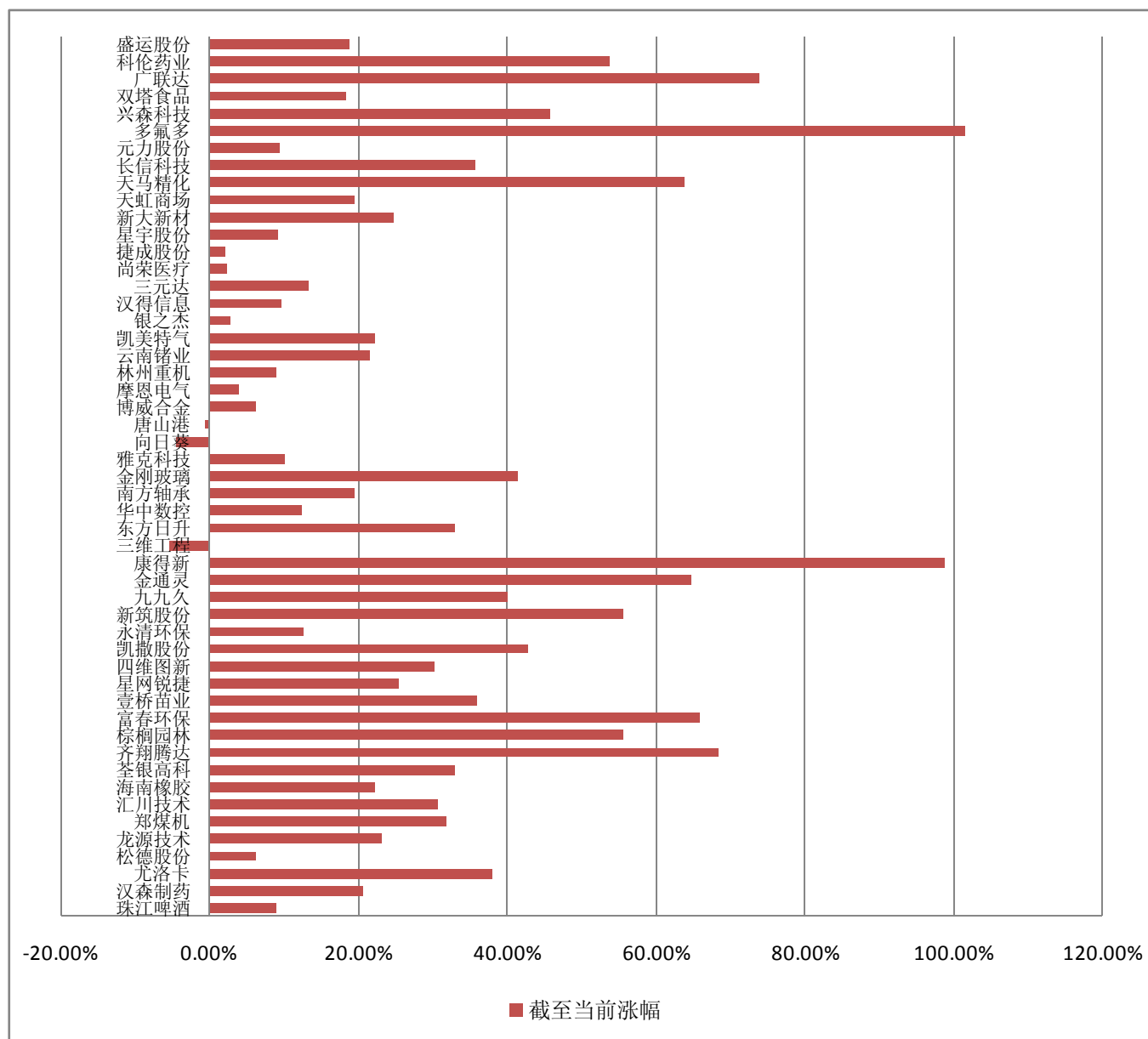


数据来源：国海证券研究所、WIND 资讯

持有期收益率

其次，计算出 51 只股票在持有期的到期收益率，考察普通 B&H 策略在本选股原则上应用效果。详见下图。

图 2: 51 只股票持有期收益率[上市不超过 200 交易日]



数据来源：国海证券研究所

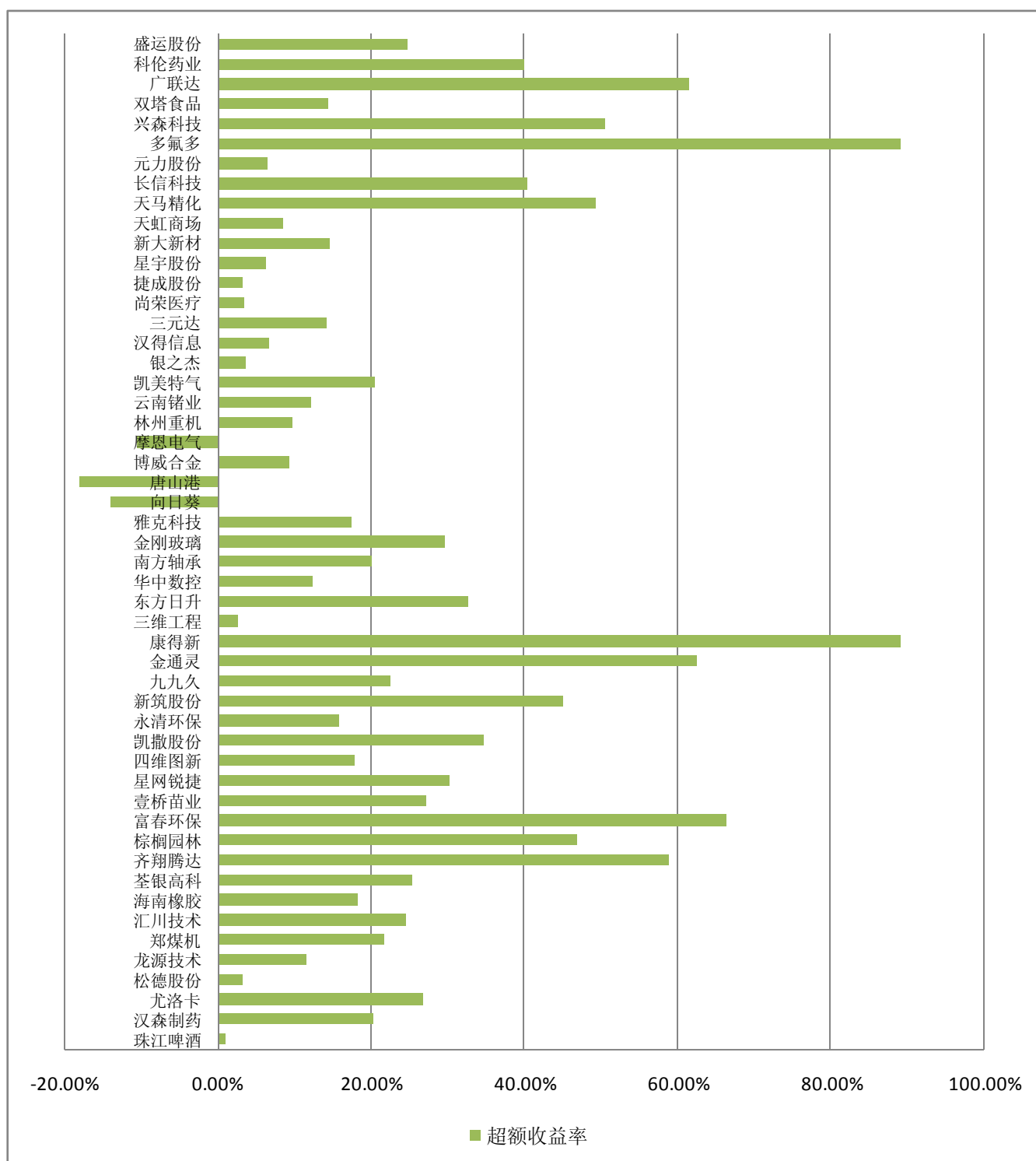
持有期超额收益率

由于新股上市的时间各异，对比其持有期最高涨幅或者到期收益率也许不太符合逻辑。因此，我们根据其上市的时间，对比市场标杆指数，分别计算出其超额收益率。考察结果如下。

除唐山港、摩恩电气、向日葵三股迄今为止超额收益率为负之外，51 股中其余个股均录得正超额收益率。

详见下图。

图 3: 51 只股票持有期超额收益率[上市不超过 200 交易日]



数据来源：国海证券研究所

我们从持有期最高涨幅、持有期收益率、持有期超额收益率三个层面上考察了本选股原则的有效性。无论从哪个角度来看，本文制定的选股策略以及其所蕴含的选股因子都是非常实用有效的。

结语

本文以为，对于次新股，基本面分析或者价值分析已经在其 IPO 定价中得到体现，其上市后的二级市场表现往往不适合用基本面分析方法进行解释。

鉴于此，我们为次新股设计了“追捧值”这一指标。并同时分别考量基本面分析与“追捧值”对次新股收益率的解释能力。考察结果验证了我们的判断，追捧值的解释能力显著。

同时，我们利用追捧值指标构建了次新股的选股策略，从所有上市不超过 200 个交易日的次新股进行筛选所得共 51 只股票，并对其进行收益率测试，结果表明 ZIPPO 选股策略绩效优异。

分析师简介:

程志田，国海证券研究所金融工程部负责人，曾就职于长江证券金融衍生产品部。五年证券从业经验。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。