

## 量化策略

# 基本面量化系列（1）：如何看待价值股的“价值”

近两年以来，价值股的收益显著跑输其他风格，部分投资者开始认为，价值股可能不再具有“投资价值”。但实际上，**价值股最重要的特征是抗风险能力较强，对于偏稳健的投资者来说，依然具有较高的配置价值。**本篇报告重点分析了价值股风险收益特征和基本面特征，并尝试构建价值股优选策略，以更好地发挥价值股在抵御风险方面的优势。

### 价值股最重要的风险收益特征：抵御风险能力较强

**近期价值因子的失效源于基本面、投资者偏好的双重作用：**我们认为，未来当货币政策收紧，利率水平上行时，投资者风险偏好降低，价值因子有效性将有所恢复；同时，可重点关注低估值企业的财务披露情况，基本面表现的提升，将是价值因子有效性恢复的重要信号。

**价值股抵御风险能力较强：**从分组的风险指标统计来看，无论是尾部风险，还是下行风险，PB-ROE 因子值较小的组合（价值股）均优于因子值较大的组合，呈现出一定的单调性；即使在 2019 年以后，价值股收益可能相对回撤，但抵御风险的能力仍较强。因此，我们认为**价值股在风险收益方面最重要的特征是抵御风险能力较强**，即使在其超额收益出现回撤的阶段，其尾部风险和下行风险仍保持相对较低的水平。

**价值股总体分红水平高、安全性较好：**我们统计了历年价值股的基本面特征，发现价值股的分红水平、现金流状况绝大部分年度均高于其他股票，这主要是因为**价值股大多为发展较为成熟、现金流相对稳定的企业**，这一类企业可能成长空间不大，但现金分红率较高，总体安全性是较好的。

### 如何筛选优质价值股？

价值股投资的风险点主要在于“价值陷阱”以及价值发现的不确定性，因而其选股策略构建思路可以从规避其风险点的角度进行考虑。经过分析，我们认为可从三个角度考虑，首先，龙头企业基本面风险较小，组合风险可控；其次，稳定高分红企业尾部风险较小，综合考虑下行风险时，风险收益的性价比是较高的；最后，关注稳健成长的企业，具有持续稳定的超额收益，并且对风险的控制依然较好。

**价值股优选策略：**2009 年 5 月以来，策略年化收益率为 21.8%，风险控制表现较好。该策略 2009 年 5 月以来，绝大部分年份均贡献正收益，仅 2011、2018 年受系统性风险影响，收益为负，总体年化收益率为 21.8%；从风险控制角度来看，该策略下行波动率为 17.6%，VaR 为 -2.3%、预期相对历史高点回撤率为 -11.0%，均显著优于价值股基础池表现（下行波动率为 21.5%、VaR 为 -2.9%、预期相对历史高点回撤率为 -23.3%）。

**策略持仓主要集中于周期、必需消费行业：**价值股优选策略换手率相对较低，平均月度单边换手率约 27%，换手较高的是财报截止月（4、8、10 月底），约 50-70%。策略持仓的市值分布略偏大盘，行业板块主要集中于周期、必需消费行业。

**风险提示：**本篇报告基于市场历史收益表现，探究价值股总体风险收益特征，并从企业基本面角度尝试构建了价值股优选策略。该策略仅从组合整体风险收益角度进行优化，未考虑个股风险因素，也无法确保模型样本外收益表现。

分析员

**刘均伟**SAC 执证编号：S0080520120002  
junwei.liu@cicc.com.cn

分析员

**王汉锋，CFA**SAC 执证编号：S0080513080002  
SFC CE Ref: AND454  
hanfeng.wang@cicc.com.cn

价值股指的是相对企业业绩表现、股东回报而言, 股价被低估的股票。从历史股价表现来看, 价值股长期具有显著的超额收益; 然而最近两年以来, 价值股贡献的超额收益出现了持续回撤, 部分投资者开始认为, 价值股可能不再具有“投资价值”。但是, 经过分析, 我们发现价值股虽然最近两年收益端相对回撤, 但抵御风险方面的特性仍然显著, 对于偏稳健的投资者来说, 价值股依然具有较高的配置价值。

本篇报告重点分析了价值股风险收益特征和基本面特征, 并尝试构建价值股的优选策略, 以更好地发挥价值股抵御风险方面的优势。

## 1. 价值股: 抵御风险能力较强

价值股是被低估的股票, 即: 当前价格低于真实价值的股票。但由于股票的真实价值难以准确计量, 如何具体定义价值股, 仍然是一个值得探究的问题。借鉴沪深 300 价值指数的筛选方案, 则是通过股息率、市盈率、市净率、市现率等估值指标综合打分进行筛选的, 但这种方式只考虑了股票的估值, 未考虑公司的盈利情况。

本篇报告对于价值股的定义参考市场上常用的“PB-ROE”体系, 即: 以 PB 为因变量, ROE 为自变量, 通过行业虚拟变量控制行业中性情况下进行回归, 取回归残差 (PB-ROE 因子, 即价值因子) 作为衡量股票是否被低估的标准, 残差值越小, 反映股票被低估的越明显。

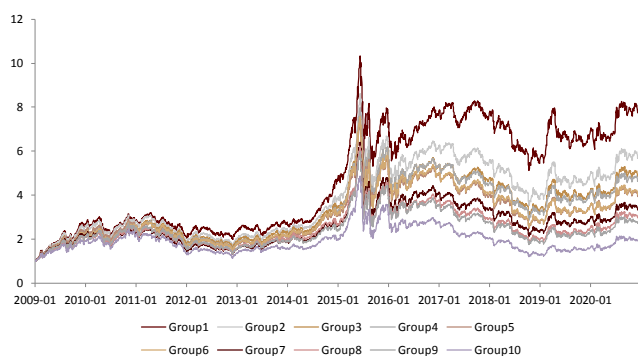
### 价值因子的失效源于基本面、投资者偏好的双重作用

依据 PB-ROE 因子在行业中性情况下将全市场股票均分为 10 组, 其中, Group1 为因子值最低一组, 即为 PB-ROE 体系下定义的价值股; Group10 为因子值最高一组。下图为 PB-ROE 因子的分组及多空组合表现。

价值股长期具有显著超额收益, 但近两年出现持续性回撤。从分组表现来看, Group1 组合长期优于其他各组, 说明价值股长期具有显著超额收益。从多空净值 (Group1/Group10) 角度来看, 也可观察到, 2019 年 4 月以前, PB-ROE 因子多空净值历年持续创出新高; 但 2019 年 4 月以后则出现持续性回撤。

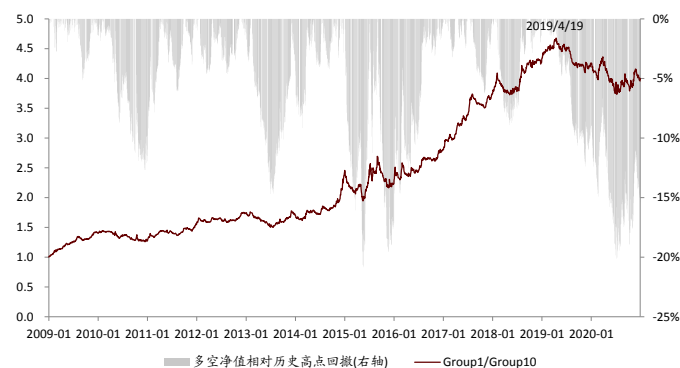
2019 年 4 月以来的多空回撤幅度与 2015 年的回撤幅度相当, 但持续时间更长。价值股的超额收益回撤并非第一次出现, 观察多空净值相对历史高点回撤的面积图, 可以发现, 2010、2013、2015 年均出现过较大幅度的回撤。其中, 2015 年的回撤幅度最大, 2015 年 5 月 18 日前后, PB-ROE 因子多空净值相对历史高点回撤一度超过 20%。而 2019 年 4 月以来, PB-ROE 因子多空收益的回撤幅度实际上未超过 2015 年, 只是持续时间更长。

图表 1: PB-ROE 因子分组表现 (行业中性)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020-12-31)

图表 2: PB-ROE 因子多空收益表现 (行业中性)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020-12-31)

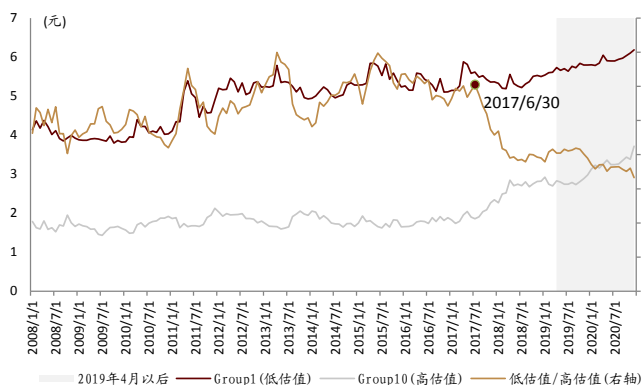
为探讨价值因子多空收益出现回撤的原因，我们将价格拆分为基本面(BPS)和估值(PB)，并分别统计低估值组(Group1)、高估值组(Group10)股票各期的 BPS 和 PB 中位数，其中 BPS 反映不同估值企业基本面的信息，PB 反映投资者的估值偏好。

$$P = PB \times BPS$$

**回顾历史: 投资者偏好呈现周期性变化; 2017 年 6 月前低估值企业基本面表现相对较强。**观察低估值组 PB 与高估值组 PB 的相对表现，可以看出投资者对于估值的偏好呈现比较明显周期性变化。基于 PB-ROE 因子分组 BPS 中位数统计，2017 年 6 月前，低估值企业相对 BPS 震荡上行，说明其基本面表现相对强于高估值企业，对于价值因子的有效性具有一定支撑。

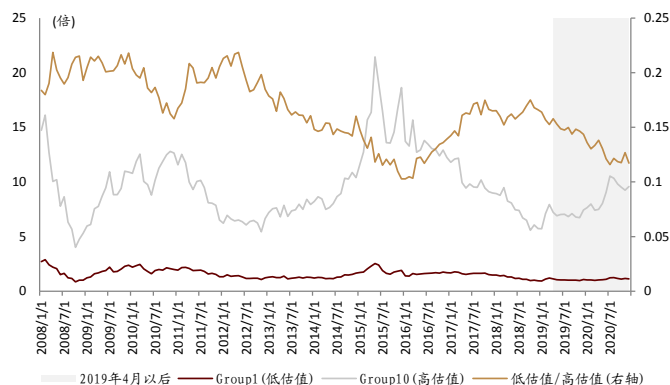
**近期价值因子的回撤是基本面、估值双重作用下形成的。**如下图所示，2019 年 4 月以来，低估值组 PB、BPS 相对于高估值组均出现明显下行，说明低估值组企业基本面表现相对较弱，投资者偏好也明显转向高估值企业。

图表 3: PB-ROE 因子分组 PB 中位数统计



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020-12-31)

图表 4: PB-ROE 因子分组 BPS 中位数统计



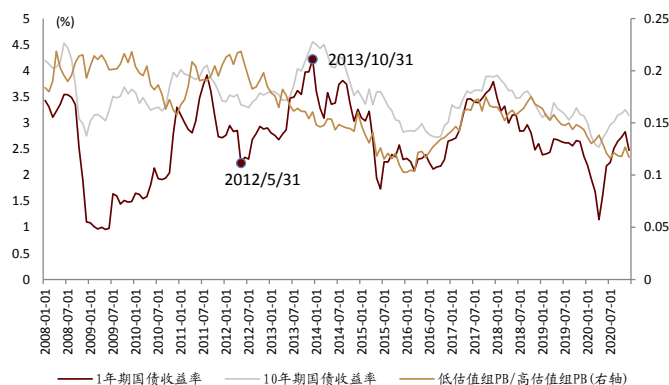
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020-12-31)

**投资者的估值偏好受利率水平影响。**对比国债收益率与投资者的估值偏好，不难看出，历史上大部分时间段内，投资者的估值偏好与利率水平具有显著相关关系，即：**利率下行时，投资者具有相对较高的风险偏好，偏向于高估值企业；而利率上行时，风险偏好较低，投资者偏向于低估值企业。**仅 2012 年 6 月至 2013 年 10 月期间，投资者的估值偏好与利率水平的相关关系出现背离，主要是受该段时间并购重组“浪潮”的影响。

**外资流入加剧对于高估值核心资产的偏好。**我们统计了 2016 年 6 月以来陆股通通道持仓股票的加权平均 PB 估值水平，并与 Group1、Group10 的 PB 进行对比，发现 2018 年以来，陆股通通道持仓股票估值较高，逼近高估值组(Group10)PB 水平。

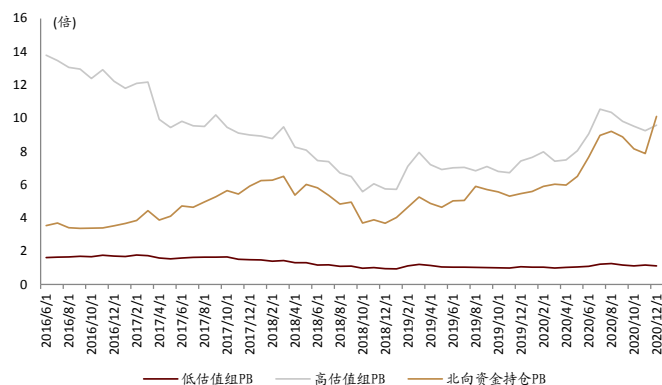
基于以上分析，我们认为，近期价值因子的失效源于基本面、投资者偏好的双重作用。展望未来，当货币政策收紧，利率水平上行时，投资者风险偏好降低，价值因子有效性将有所恢复；同时，可重点关注低估值企业的财务披露情况，基本面表现的提升，将是价值因子有效性恢复的重要信号。

图表 5: 国债收益率与估值偏好对比



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（截止于 2020-12-31）

图表 6: 北向资金持仓估值统计



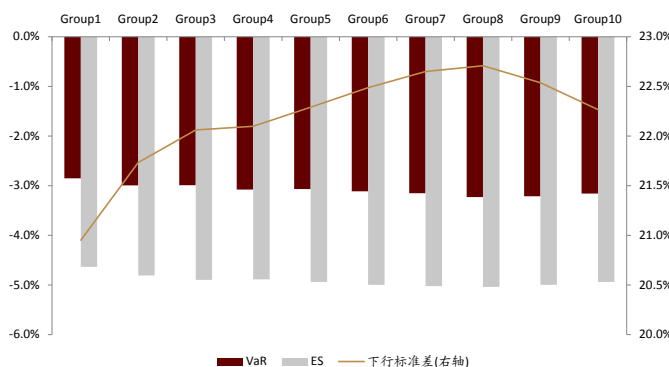
资料来源：万得资讯，中金公司研究部（截止于 2020-12-31）

### 价值股的风险收益特征：抵御风险能力较强

接下来，我们从风险角度观察价值股的风险收益特征。以 VaR（Value at Risk）、ES（预期损失）、下行波动率（下行标准差）衡量价值股抵御风险的能力，其中，VaR 和 ES 衡量组合的尾部风险，即：在极端情形下，可能给组合造成大幅度的损失；下行波动率则衡量组合的下行风险。

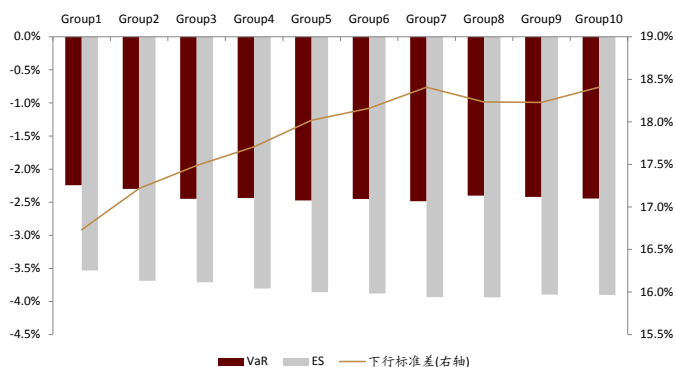
**价值股抵御风险能力较强。**从分组的风险指标统计来看，无论是尾部风险，还是下行风险，PB-ROE 因子值较小的组合（价值股）均优于因子值较大的组合，呈现出一定的单调性；并且，这一特征在不同时段内的延续性较强，即使在 2019 年以后，价值股收益可能相对回撤，但抵御风险的能力仍较强。

图表 7: PB-ROE 因子分组风险指标统计（2009 年以来）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（统计期：2009-01-01 至 2020-12-31）

图表 8: PB-ROE 因子分组风险指标统计（2019 年以来）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（统计期：2019-01-01 至 2020-12-31）

因此，我们认为，从收益角度来看，价值因子是一种风险因子，它的有效性呈现出周期变化；而从风险角度来看，**抵御风险能力较强才是价值股最重要的风险收益特征**，这一特征延续性较强，即使在其超额收益出现回撤的阶段，其尾部风险和下行风险仍保持相对较低的水平。

### 价值股的基本面特征: 总体分红水平较高, 安全性较好

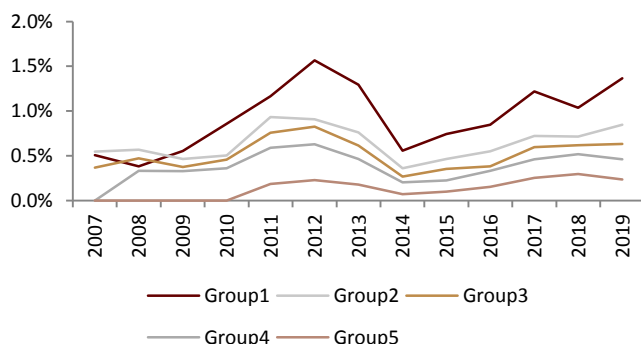
如前文所述, 价值股具有较好的抵御风险的能力, 那么, 价值股具有怎样的基本面特征呢? 本节从分红、盈利、业绩增速、现金流等角度统计了 PB-ROE 分组各基本面指标的中位数。为了方便展示, 我们依据 PB-ROE 因子在行业中性情况下, 将全市场股票均分为 5 组, 其中, Group1 为因子值最低一组, Group5 为因子值最高一组。

**价值股总体现金分红率较高、现金流水平较好。**我们统计了历年各组股票的股息率、股利支付率的中位数, 不难发现, PB-ROE 因子最低一组分红水平绝大部分年度均高于其他各组。这主要是因为价值股大多为发展较为成熟、现金流相对稳定的企业, 这一类企业通常成长空间不大, 但现金分红率较高。

**价值股总体盈利水平和业绩增速相对较低。**从业绩增速和盈利水平 (ROE、ROIC) 的统计结果来看, 价值股总体盈利水平和业绩增速大部分年度相对较低, 这一方面是因为很多发展较为成熟的企业, 成长空间较为有限; 另一方面也是由于存在“价值陷阱”, 即: 虽然看起来当前估值合理, 但基本面存在持续恶化的可能。

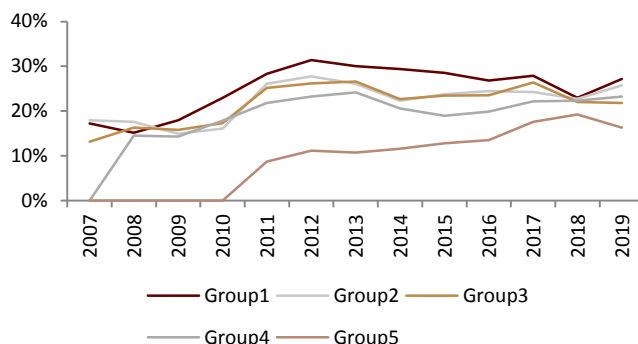
因此, 价值股之所以具有较强的风险抵御能力, 主要是因为很多价值股往往也是发展较为成熟、现金流相对稳定的蓝筹股, 成长空间可能不大, 但现金分红率通常较高, 安全性较好。但是, 在价值股的筛选过程中, 须警惕“价值陷阱”。

图表 9: PB-ROE 因子分组历年股息率统计 (中位数)



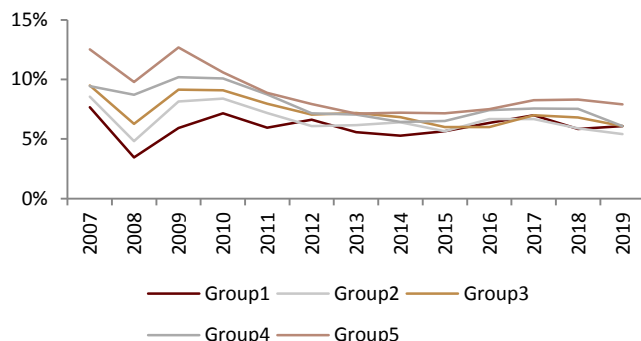
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 10: PB-ROE 因子分组历年股利支付率统计 (中位数)



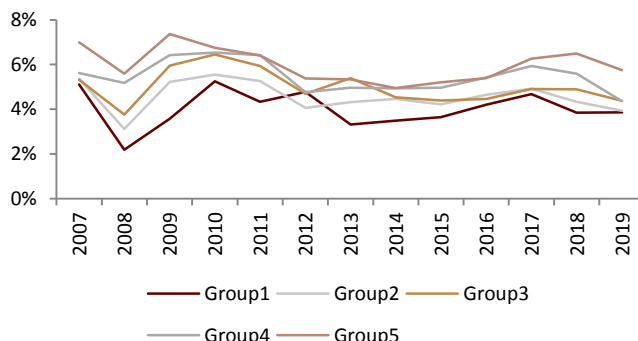
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 11: PB-ROE 因子分组历年 ROE 统计 (中位数)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

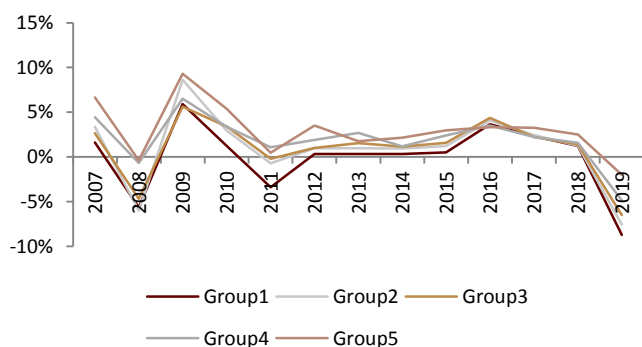
图表 12: PB-ROE 因子分组历年 ROIC 统计 (中位数)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

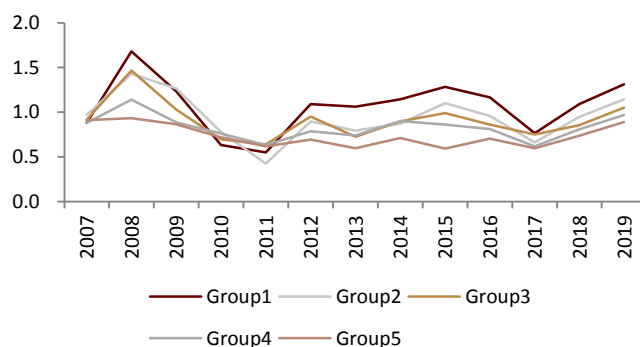


图表 13: PB-ROE 因子分组历年业绩增速统计（中位数）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（注：业绩增速为 TTM 净利润环比增速）

图表 14: PB-ROE 因子分组历年现金流比率统计（中位数）



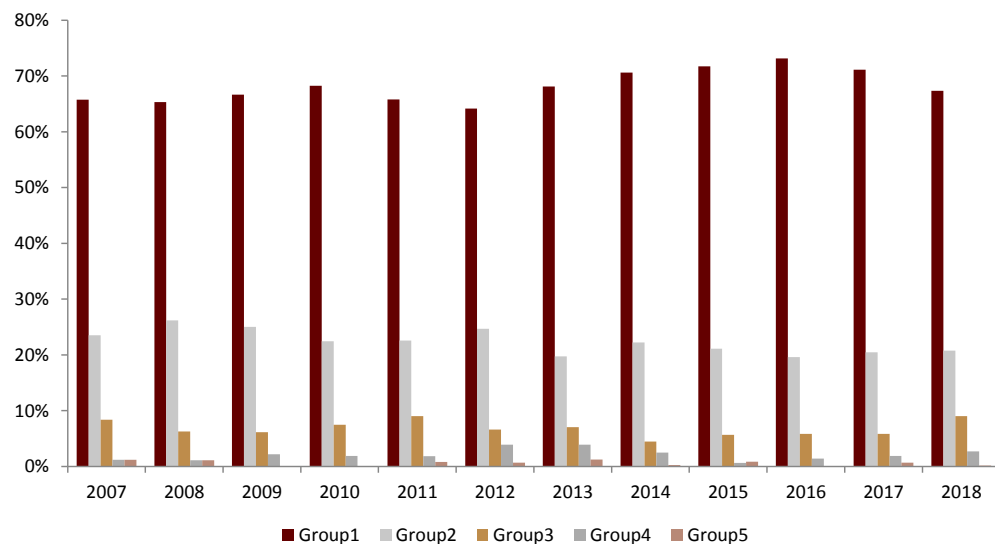
资料来源：万得资讯，中金公司研究部（注：现金流比率定义为经营性现金流量净额/营业利润）

### 价值发现的过程具有不确定性

我们依据 PB-ROE 因子在行业中性情况下，将全市场股票均分为 5 组，统计了历年 PB-ROE 因子最低一组的股票，下一年度在各组的概率分布。

大部分低估值的股票，下一年度仍然维持较低的估值；仅 10% 以内的价值股在一年以后估值有较为明显的提升。一方面是由于具有估值提升可能性的优质价值股数量不多，另一方面也涉及到价值发现的不确定性。我们可以将价值股估值提升的过程理解为价值发现的过程。价值的发现需要时间和契机，有些价值股可能在短时间内为市场所发掘；也有些价值股可能由于缺乏一些契机，而在较长时间内都维持较低的估值。

图表 15: 历年 PB-ROE 最低一组，下一年度 PB-ROE 在各分组的概率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

综上所述，价值股大多为发展较为成熟、现金流相对稳定的企业，安全性较好，故而具有较强的风险抵御能力。但是，在投资价值股时，同样存在两方面风险点，一是“价值陷阱”，警惕基本面可能持续恶化的企业；二是价值发现的过程可能较为缓慢。

## 2. 如何筛选优质的价值股

本章节我们重点探索如何筛选优质的价值股。在进行价值股投资策略研究之前，我们须明确价值股的投资价值不仅仅在于较高的收益率，更在于其对风险的抵御能力，因此，我们在衡量价值股投资策略的优劣时，除了关注策略的收益率之外，更要关注风险指标，如下表所示。

其中，VaR、ES 主要衡量组合的尾部风险，即出现风险事件时，可能造成多大损失；下行波动率、索提诺比率是波动率和夏普比率的改进，因为收益率为正的波动通常是有利的波动，不应纳入风险计量范围；预期相对高点回撤、出现回撤次数、平均回撤天数则统计历史上组合发生回撤的次数、幅度和时长，直观展示组合的抗风险能力。

图表 16: 风险指标具体定义

指标	含义	计算方式
VaR	一定置信度下，组合未来可能面临的最大单日损失	日收益序列的5%分位数
ES	一定置信度下，组合未来可能面临的最大单日损失（期望值）	日收益序列5%分位数以下的平均收益率
下行波动率	组合的下行风险	日收益序列大于0的值赋值为0，再计算年化波动率
索提诺比率	表明组合承担单位下行风险能获得的回报率	年化收益率 / 下行波动率
预期相对历史高点回撤	组合未来可能面临的回撤期望值	相对历史高点回撤序列的均值
出现回撤次数	统计时段内，组合出现回撤的次数	-
平均回撤天数	组合出现回撤后，重新回到高点平均所需时间	-

资料来源：中金公司研究部

**价值股选股策略研究思路：**价值股投资的风险点主要在于“价值陷阱”以及价值发现的不确定性，因而其选股策略的研究思路可以从规避其风险点的角度进行考虑：

- ▶ **规避“价值陷阱”：**筛选行业内具有竞争优势的企业，或者说龙头企业。这一类企业通常基本面质量较好，不容易出现持续恶化的问题。具体筛选可以考虑企业营收规模、盈利水平等角度。
- ▶ **捕捉具有价值发现契机的企业：**筛选高分红、业绩稳健成长的企业。业绩的成长是最为直接影响投资者预期的信息，但在价值股优选策略中，不能只关注业绩单期的成长性，更要关注长期业绩成长的稳健性；除了业绩的成长外，投资者还关注价值股的分红水平，较高的分红水平同样影响投资者预期。

**测试框架：**在行业中性情况下，筛选全市场内 PB-ROE 因子值较小的三分之一股票，作为价值股的基础池；再在基础池内，进一步依据一些测试指标进行分组测试，关注多头组合相对价值股的超额收益情况，以及分组历史收益、风险统计的对比。

### 龙头企业基本面风险较小

具有竞争优势的龙头企业往往有两方面的特点：一是盈利能力较强；二是市场占有率高，我们可基于这两个角度构建指标筛选龙头企业。

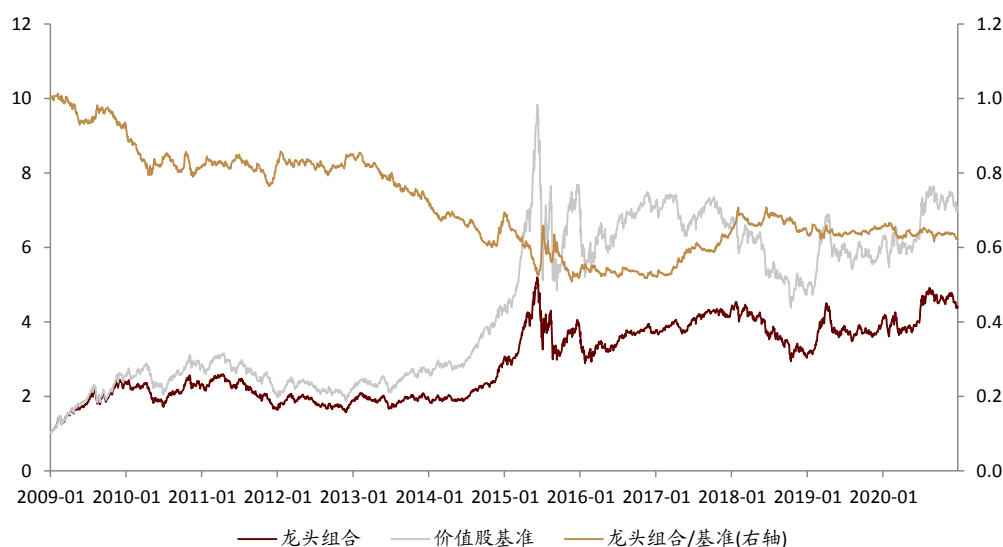
- ▶ **盈利能力：**主要考虑相对行业中位数的盈利水平，盈利指标采用考虑了企业总体投入成本的 ROIC 指标。在中信一级行业分类下，用企业的 ROIC 减去所在行业的 ROIC 中位数，再依据相对行业 ROIC 的分位数进行打分。
- ▶ **市场占有率：**主要关注营收规模，在中信一级行业分类下，行业内依据营业收入进行分位数排序，作为市占率得分。

- **龙头指标:** 在价值股基础池内, 将盈利能力得分与市占率得分等权相加, 得分高的企业为具有竞争优势的龙头企业。

**龙头组合收益表现受市值因子的影响。**如下图所示, 龙头组合(龙头得分最高一组)相对价值股基础池的收益在 2009、2013、2014 年均出现回撤, 而在 2017 年则具有显著的超额收益, 时间上与市值因子的表现相吻合; 同时, 龙头指标的构建中, 确也包含了一定的规模信息(市占率), 故其收益表现受市值因子的影响。

**龙头得分越高的组合, 风险抵御能力较强。**从分组风险指标统计情况来看, 龙头指标得分高的组合, 下行波动率、尾部风险(VaR、ES)、回撤表现均优于龙头指标得分低的组合, 呈现出明显的单调性。

图表 17: 龙头组合相对价值股基础池的收益表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部(截止于 2020 年 12 月 31 日; 价值股基准为行业中性情况下, PB-ROE 因子较低的三分之一股票构建的组合; 龙头企业为在价值股基础池内龙头指标得分较高的前十分之一股票构建的组合)

图表 18: 龙头指标分组收益和风险统计

分组	年化收益率	年化波动率	下行波动率	索提诺比率	最大回撤率	预期相对历史高点回撤率	VaR	ES	平均回撤天数	出现回撤次数
Group1	24.5%	31.7%	23.8%	1.14	-59.8%	-22.1%	-3.4%	-5.3%	36.0	74
Group2	19.3%	30.9%	23.3%	0.96	-62.4%	-25.5%	-3.2%	-5.2%	38.4	70
Group3	17.8%	30.1%	22.7%	0.92	-60.4%	-26.8%	-3.1%	-5.1%	39.9	68
Group4	17.4%	29.7%	22.3%	0.92	-63.7%	-27.0%	-3.1%	-5.0%	39.9	68
Group5	16.3%	29.4%	22.0%	0.89	-61.5%	-28.8%	-3.0%	-4.9%	44.0	62
Group6	15.8%	29.3%	22.0%	0.86	-61.4%	-27.9%	-3.0%	-4.9%	44.8	61
Group7	16.1%	28.9%	21.4%	0.89	-55.2%	-24.7%	-2.9%	-4.7%	42.7	64
Group8	15.0%	28.2%	20.9%	0.86	-54.3%	-25.0%	-2.8%	-4.6%	53.1	52
Group9	13.8%	27.7%	20.4%	0.82	-48.4%	-24.0%	-2.8%	-4.5%	52.4	53
Group10	13.7%	26.9%	19.6%	0.84	-44.4%	-20.7%	-2.6%	-4.3%	47.8	58

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部(统计期: 2009-01-01 至 2020-12-31)

### 高分红企业风险收益比更优

分红是价值股投资者获得投资回报的重要实现形式之一, 因而企业的分红水平也是投资者所重点关注的指标。并且, 一个每年稳定高分红的企业, 往往更受价值股投资者的追

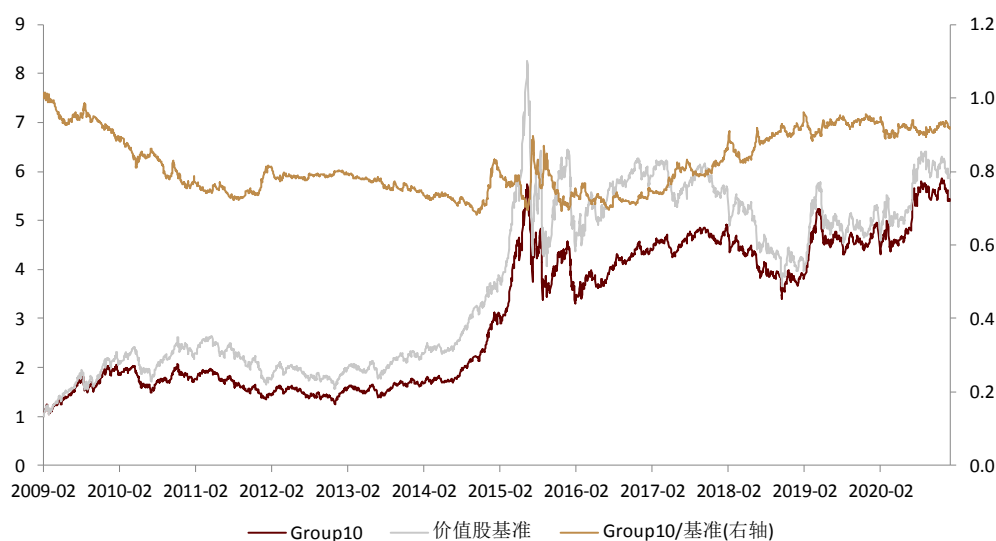


捧。由此，我们构建了平均股息率指标以筛选稳定高分红的企业，即：对过去两个年度的股息率（税前现金分红/市值）取平均。

**高分红企业无显著超额收益。**从多头组合的收益角度来看，高分红企业相对价值股基础池并无超额收益，2009 年以来基本跑平。

**高分红企业尾部风险较小。**从分组风险指标统计来看，股息率越高，下行风险、尾部风险越小，出现回撤的次数也越少。并且，在考虑了下行风险后，高分红组合的索提诺比率表现更佳，说明高分红企业的风险收益“性价比”更高。

图表 19: 平均股息率最高一组 (Group10) 相对价值股基础池的收益表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020 年 12 月 31 日; 价值股基准为行业中性情况下, PB-ROE 因子较低的三分之一股票构建的组合)

图表 20: 平均股息率分组收益和风险统计

分组	年化收益率	年化波动率	下行波动率	索提诺比率	最大回撤率	预期相对历史高点回撤率	VaR	ES	平均回撤天数	出现回撤次数
Group1	18.2%	30.5%	23.1%	0.93	-58.9%	-25.5%	-3.2%	-5.1%	39.1	69
Group2	14.8%	31.1%	23.5%	0.80	-62.4%	-27.3%	-3.3%	-5.2%	43.0	63
Group3	15.5%	31.0%	23.3%	0.83	-64.6%	-29.3%	-3.3%	-5.2%	46.1	59
Group4	13.1%	30.5%	23.0%	0.74	-64.0%	-29.7%	-3.2%	-5.1%	47.9	57
Group5	15.3%	29.7%	22.3%	0.84	-56.3%	-22.9%	-3.1%	-4.9%	46.2	59
Group6	14.6%	29.6%	22.2%	0.81	-60.5%	-27.0%	-3.0%	-4.9%	45.3	60
Group7	15.1%	28.6%	21.4%	0.85	-53.3%	-23.0%	-2.9%	-4.7%	44.1	62
Group8	14.7%	28.2%	21.0%	0.85	-56.6%	-25.8%	-2.8%	-4.7%	41.2	66
Group9	15.4%	27.6%	20.6%	0.88	-54.7%	-25.0%	-2.7%	-4.6%	44.8	61
Group10	15.8%	25.0%	18.3%	0.97	-42.6%	-18.4%	-2.4%	-4.0%	56.1	49

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-02-03 至 2020-12-31)

### 稳健成长企业具有持续超额收益

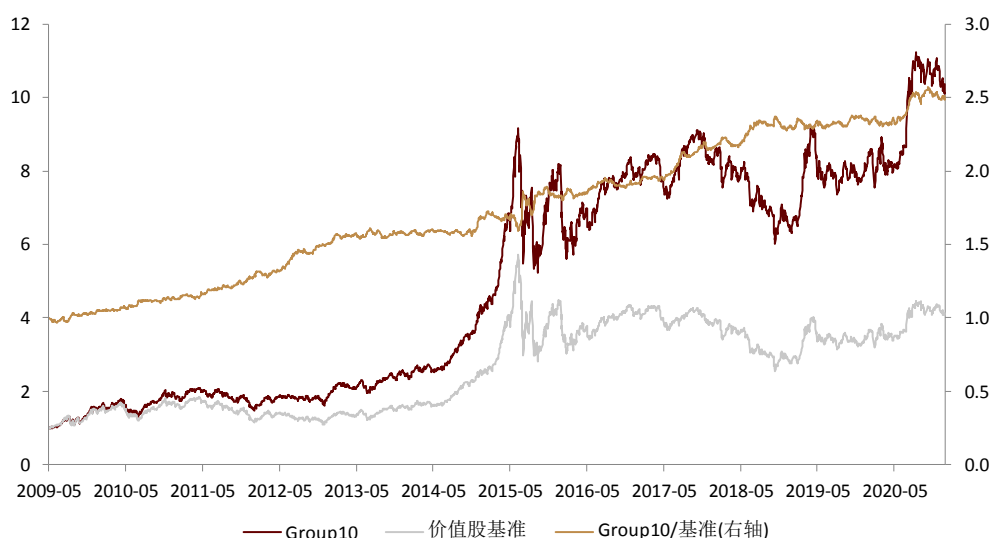
业绩改善仍然是最直接影响投资者预期的关键，但在价值股的优选中，不能只看单期的业绩提升的幅度，更要关注业绩改善的持续性和稳健性，由此，我们构建稳健成长指标以筛选出业绩增速稳定改善的企业，即：以当期的业绩增速除以过去 8 个季度业绩增速

的标准差, 其中, 业绩增速均以 TTM 归母净利润的环比增速进行计算。

**稳健成长的企业相对价值股基础池具有持续稳定的超额收益。**从多头组合表现来看, 稳健成长的企业相对价值股基础池历史上超额收益显著, 年化超额收益达 8%, 月度胜率达 64%; 从分组收益统计来看, 亦呈现出明显的单调性, 稳健成长指标越高, 收益表现越好。

**稳健成长指标虽提高了短期回撤的频率, 但大部分情况下均能快速回到高点, 对风险的控制依然较好。**从分组的统计情况来看, 稳健成长指标越高, 出现回撤的次数越多, 但平均回撤天数越少, 说明稳健成长的企业短期回撤虽然增多了, 但大部分情况下均能快速回到高点。再参考下行风险、尾部风险、回撤水平的统计, 稳健成长指标较高的企业, 风险依然较小。

图表 21: 稳健成长指标最高一组 (Group10) 相对价值股基础池的收益表现



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (截止于 2020 年 12 月 31 日; 价值股基准为行业中性情况下, PB-ROE 因子较低的三分之一股票构建的组合)

图表 22: 稳健成长指标分组收益和风险统计

分组	年化收益率	年化波动率	下行波动率	索提诺比率	最大回撤率	预期相对历史高点回撤率	VaR	ES	平均回撤天数	出现回撤次数
Group1	5.1%	29.0%	22.1%	0.42	-68.0%	-33.9%	-3.0%	-4.9%	73.5	37
Group2	6.0%	29.1%	22.1%	0.46	-67.4%	-33.2%	-3.0%	-4.9%	68.1	40
Group3	6.9%	28.6%	21.7%	0.50	-63.3%	-31.4%	-3.0%	-4.8%	56.5	48
Group4	7.4%	28.9%	21.9%	0.52	-67.3%	-32.5%	-3.0%	-4.9%	53.8	50
Group5	9.0%	29.4%	22.3%	0.58	-61.0%	-29.9%	-3.1%	-4.9%	61.5	44
Group6	11.0%	28.9%	21.8%	0.67	-56.4%	-25.3%	-3.0%	-4.8%	61.2	44
Group7	14.9%	28.5%	21.3%	0.85	-53.8%	-24.7%	-2.9%	-4.7%	45.9	58
Group8	16.5%	27.8%	20.7%	0.93	-49.9%	-20.3%	-2.8%	-4.5%	43.0	62
Group9	18.1%	27.7%	20.5%	1.00	-45.6%	-16.5%	-2.7%	-4.5%	32.9	80
Group10	23.1%	27.4%	20.1%	1.22	-43.0%	-10.7%	-2.7%	-4.4%	27.6	94

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部 (统计期: 2009-05-05 至 2020-12-31)

综上所述, 价值股优选策略可从三个角度考虑, 首先, 龙头企业基本面风险较小, 组合风险可控; 其次, 稳定高分红企业尾部风险较小, 综合考虑下行风险时, 风险收益性价比较高; 最后, 关注稳健成长的企业, 具有持续稳定的超额收益, 并且对风险的控制依然较好。

### 3. 价值股优选策略

本章节我们将结合前述研究成果，构建价值股选股策略，并对策略表现、持仓股票特征进行分析。

#### 策略构建：围绕龙头指标、高分红、稳健成长

价值股投资的风险点主要在于“价值陷阱”以及价值发现的不确定性，因而价值股优选策略的构建思路亦从规避其风险点的角度进行考虑。基于以上分析，我们将围绕**龙头指标**、**平均股息率**、**稳健成长指标**三个角度，构建价值股优选策略。

- ▶ **基础池**：在行业中性情况下，筛选全市场内 PB-ROE 因子值较小的三分之一股票，作为价值股的基础池。
- ▶ **优选持仓**：在基础池内，将龙头指标、平均股息率分位数、稳健成长指标分位数等权重相加，得到综合得分，筛选综合得分排名前 30 名的股票作为最终持仓。

我们在如下回测框架下，对价值股优选策略历史表现进行测试，其中，回测期为 2009 年 5 月 5 日开始，主要是因为稳健成长指标的计算用到了多个报告期的数据，只能从 2009 年 5 月才有第一期持仓名单。

图表 23：价值股优选策略回测框架

参数设定	
回测期	2009-05-05至2020-12-31
换仓频率	月度调仓
手续费	单边0.3%
权重配置	等权重
基本面指标更新频率	财报截止月份更新基本面指标（4、8、10月底）
换仓日停牌或一字板	调入名单中有换仓日停牌或一字板的股票，则剔除该股票；并依据综合得分，调入得分次高的股票
基础池	全市场A股，剔除ST股

资料来源：中金公司研究部

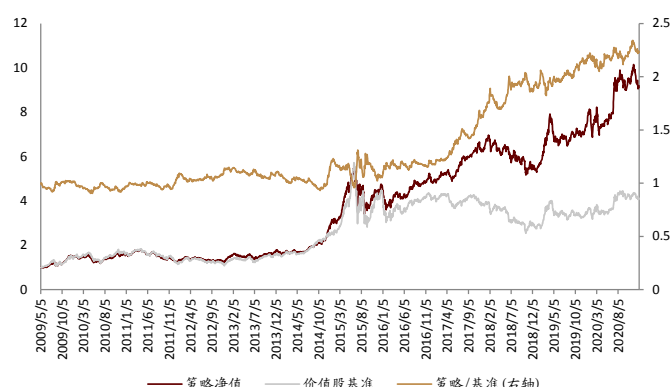
#### 策略表现：风险控制表现较好

以价值股基础池为基准，价值股优选策略表现如下图所示。

**该策略 2009 年 5 月以来，年化收益率为 21.8%，风险控制表现较好。**总体收益表现来看，该策略 2009 年 5 月以来，绝大部分年份均贡献正收益，仅 2011、2018 年受系统性风险影响，收益为负，总体年化收益率为 21.8%；从风险控制角度来看，该策略相对历史高点回撤的表现显著优于全市场等权基准，其下行波动率为 17.6%，VaR 为 -2.3%、预期相对历史高点回撤率为 -11.0%，亦显著优于价值股基础池表现（下行波动率为 21.5%、VaR 为 -2.9%、预期相对历史高点回撤率为 -23.3%）。

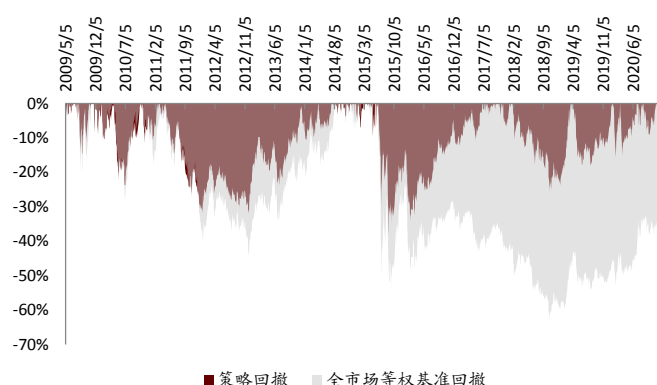
**2017 年以来，该策略相对价值股基础池具有显著超额收益，年化超额收益达 17%。**从相对价值股基础池的超额收益表现来看，2017 年以来每年均有正超额收益，年化超额收益达 17%，其中，超额收益最高一年为 2017 年，该年度超额收益达 43%。今年以来，价值股总体收益表现不佳，该策略截止 2020 年 12 月 31 日的收益率为 18.9%。

图表 24：价值股优选策略收益表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（截止于 2020 年 12 月 31 日；价值股基准为行业中性情况下，PB-ROE 因子较低的三分之一股票构建的组合）

图表 25：价值股优选策略相对历史高点回撤



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（截止于 2020 年 12 月 31 日）

图表 26：价值股优选策略分年度收益和风险统计

	收益率	年化波动率	超额收益	相对波动率	下行波动率	索提诺比率	最大回撤率	预期相对历史高点回撤率	VaR	ES
2009	90.3%	29.5%	0.9%	8.8%	21.0%	3.28	-14.8%	-2.8%	-2.9%	-4.4%
2010	4.2%	25.3%	-5.8%	8.3%	19.1%	0.38	-24.0%	-8.6%	-2.5%	-3.9%
2011	-20.8%	21.5%	6.9%	7.5%	16.1%	-1.31	-30.9%	-11.9%	-2.3%	-3.1%
2012	17.9%	20.4%	8.5%	8.7%	13.1%	1.42	-17.7%	-7.4%	-1.9%	-2.5%
2013	16.1%	20.1%	-6.9%	8.5%	14.2%	1.19	-15.4%	-5.0%	-1.9%	-2.9%
2014	79.7%	18.4%	10.5%	11.3%	10.4%	5.81	-7.7%	-2.5%	-1.5%	-2.1%
2015	56.9%	44.0%	-17.6%	23.8%	31.9%	1.72	-37.9%	-12.5%	-5.5%	-7.0%
2016	4.4%	25.1%	8.7%	11.9%	19.7%	0.38	-22.6%	-5.1%	-2.3%	-4.4%
2017	34.5%	13.8%	43.3%	10.1%	9.0%	3.40	-9.6%	-2.0%	-1.2%	-1.7%
2018	-17.2%	21.2%	14.8%	10.7%	16.4%	-1.01	-25.7%	-12.5%	-2.2%	-3.4%
2019	45.2%	19.9%	11.5%	10.6%	12.9%	3.05	-18.2%	-8.8%	-1.5%	-2.6%
2020	18.9%	24.3%	1.5%	10.3%	17.3%	1.21	-15.6%	-5.3%	-2.4%	-3.6%
总体	21.8%	24.6%	5.6%	11.7%	17.6%	1.29	-37.9%	-11.0%	-2.3%	-3.8%

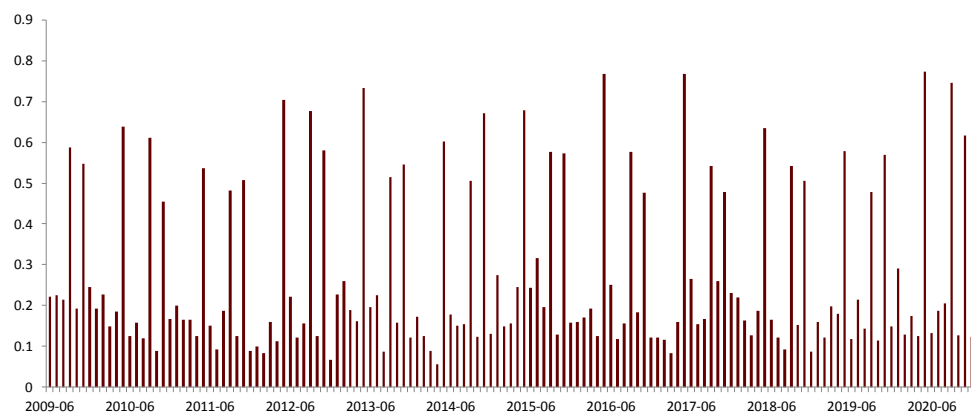
资料来源：万得资讯，中金公司研究部（统计期：2009-05-05 至 2020-12-31，2009 年收益率为年化收益率）

### 策略换手率低，持仓集中于周期、必需消费板块

本节我们对价值股优选策略的持仓分布和换手率方面的信息进行分析，以清晰掌握策略特征。

价值股优选策略平均单边月度换手率约 27%。其中，基本面信息更新的 4、8、10 月底之后的调仓，换手率在 50-70% 范围内；其他月份的换手率通常在 20% 左右或更低。

图表 27: 价值股优选策略换手率



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

**价值股优选策略持仓略偏大盘。**如下图所示, 统计了各期持仓的市值分布情况。从具体数据来看, 2014 年以来, 策略持仓市值的 35%分位数大多在 100 亿人民币以上; 80%分位数很多期也可达 1000 亿人民币以上。

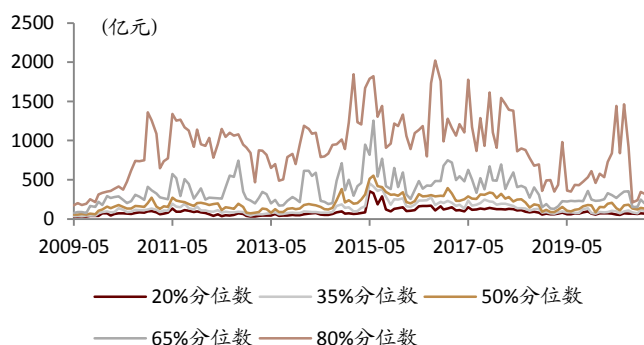
**周期中游、周期上游、必需消费行业股票数量占比较高。**统计行业分布时, 为方便展示, 我们在中信一级行业的基础上划分了大类行业板块, 具体划分标准如下表所示。从统计结果来看, 持仓股票数量较为集中于周期中游、周期下游以及必需消费行业, 数量占比通常超过 60%。

图表 28: 大类板块划分标准 (基于中信一级行业分类)

金融	可选消费	必需消费	科技板块	周期上游	周期中游	周期下游
银行	汽车	农林牧渔	电子	石油石化	基础化工	建筑
非银行金融	家电	纺织服装	通信	煤炭	钢铁	房地产
综合金融	食品饮料	医药	计算机	有色金属	建材	电力及公用事业
		商贸零售	传媒		机械	交通运输
		消费者服务			电力设备及新能源	
		轻工制造			国防军工	

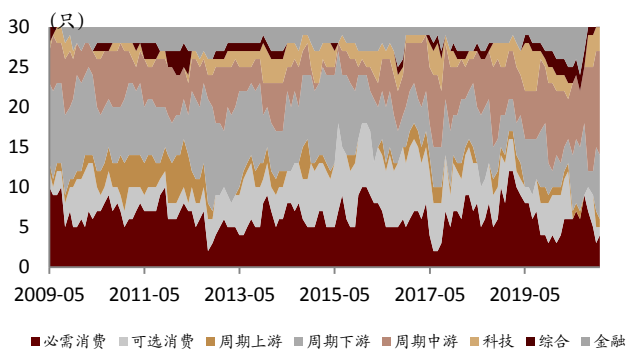
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 29: 持仓股票市值分布



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 30: 各大行业板块股票持仓数量分布



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 31: 价值股优选策略最新一期持仓名单 (2020-12-31)

代码	名称	代码	名称
000156	华数传媒	600028	中国石化
000338	潍柴动力	600282	南钢股份
000581	威孚高科	600461	洪城水业
000789	万年青	600475	华光环能
000883	湖北能源	600479	千金药业
000932	华菱钢铁	600642	中能股份
000951	中国重汽	600655	豫园股份
001696	宗申动力	600720	祁连山
002088	鲁阳节能	601000	唐山港
002233	塔牌集团	601003	柳钢股份
002327	富安娜	601098	中南传媒
002394	联发股份	601216	君正集团
002534	杭锅股份	601225	陕西煤业
300082	奥克股份	601900	南方传媒
600019	宝钢股份	603013	亚普股份

资料来源: 中金公司研究部 (注: 已剔除限制名单内股票)

---

## 风险提示

本篇报告基于市场历史收益表现，探究价值股总体风险收益特征，并从企业基本面角度尝试构建了价值股优选策略。该策略仅从组合整体风险收益角度进行优化，未考虑个股风险因素，也无法确保模型样本外收益表现。

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：樊荣

## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

