

# 跳出庐山看庐山

## ——AB、AH 股数量化筛选策略



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.htlhc.com.cn

### 联系人

左杰

(0755)8208 0134

zuojie@mail.htlhc.com.cn

- 只用 A 股市场的信息来挖掘 A 股的机会投资类似于要在庐山中看清楚庐山。对于在 A、B 股市场或者 A、H 股市场同时上市的股票，相应的 B 股或者 H 股构成了天然的外在参照物，如果总是去寻找那些看起来在过去一段时间收益率明显落后于对应 B 股或对应 H 股的股票，锚定效应很有可能帮助我们获得更好的收益。这就是利用了 A 股之外的市场信息来挖掘 A 股的机会，做到了跳出庐山看庐山。
- 股票的收益差是指给定的时间区间内，这个股票在两个不同市场的收益率之差。这个收益差越大，而且 A 股收益落后，那么 A 股的这个股票投资价值越大。
- 本报告综合测试了其他指标对基于收益差的选股策略的影响，在 A、B 股组合 A、H 股组进行测试，通过测试，基本排除了对其他常见指标的依赖，如动量、反转、估值、流动性、低价因素、流通市值等指标。仅仅在 A、H 股组的因子选择中，我们通过剔除流通市值较大的五只股票，对基于收益差因子的策略进行了改善。
- 本报告对 A、B 股组以及 A、H 股组通过收益差选股策略进行实证，从 2006 年 1 月至 2011 年 6 月，每 4 个月进行一次换手，选择 10 只 A 股股票，考虑到交易成本，AB 组股票的筛选策略取得了 760% 的收益，而 AH 组股票的筛选策略收益率为 518%，同期沪深 300 指数的收益率仅为 219%，显示出这一筛选策略的实效。
- 从近两年的收益情况来看，基于收益差的选股策略都展现出稳健的超额收益。2010 年下半年，AB 股策略和 AH 股策略相对沪深 300 指数的超额收益分别为 18.58% 和 18.27%。2011 上半年超额收益约为 2.08% 和 4.39%。同时，通过我们优选系统选出的前 10 只股票组合的表现要优于前 20 只，且大大优于后 10 只股票组合。说明策略的优选能力是有效的。

## 目 录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 跳出庐山看庐山 .....   | 4  |
| 基于收益差的选股策略..... | 5  |
| 收益差定义 .....     | 5  |
| 基于收益差选股流程 ..... | 5  |
| 基于收益差选股实证 ..... | 7  |
| 最近推荐组合 .....    | 10 |
| 风险提示 .....      | 10 |

## 图表目录

|  |       |
|--|-------|
| 图 1: AB 股收益差策略净值走势与相对优势.....                           | 7     |
| 图 2: AH 股收益差策略净值走势与相对优势 .....                          | 8     |
| 图 3: AB 股、AH 股精选相对沪深 300 指数的超额收益 (2006.1~2011.6) ..... | 8     |
| 图 4: AB 股策略排名前 10、前 20、后 10 的对比 (2006.1~2011.6) .....  | 9     |
| 图 5: AH 股策略排名前 10、前 20、后 10 的对比 (2006.1~2011.6) .....  | 9     |
| <br>表格 1: 优选逻辑考察 .....                                 | <br>5 |
| 表格 2: 基于收益差的选股策略风险与收益 (2006.1~2011.1) .....            | 8     |
| 表格 3: 最新一期 AB 股组合 (2011.6.1) .....                     | 10    |
| 表格 4: 最新一期 AH 股组合 (2011.6.1) .....                     | 10    |

横看成岭侧成峰，

远近高低各不同；

不识庐山真面目，

只缘身在此山中。

-----苏轼《题西林壁》

## 跳出庐山看庐山

A 股市场的投资者每天都在两千多个股票中寻找投资机会，这不是一个容易的任务。很多股票只有在涨了之后我们才感慨苦苦寻觅机会的原来就是它。苏东坡的诗句“不识庐山真面目，只缘身在此山中”或许能道出部分的感受。

只用 A 股市场的信息来挖掘 A 股的机会投资类似于要在庐山中看清楚庐山，这样做是有方法上的局限的。伟大的科学家伽利略很早就认识到运动的相对性，必须有参照物才能描述物体运动的速度。他曾生动地描述，如果观察者在一艘平稳而且匀速行驶的大船里，拉上船舱的窗帘让他看不到船以外的物体，那么船里的一切都会像是船静止不动时一样，他无法感知到船在运动。可见参照物的重要，给 A 股找一个参照物是非常有必要的。

其实，很多 A 股的股票就有天然的极佳参照物。同时在 A 股和 B 股上市的公司，同时在 A 股和 H 股上市的公司，相应的 B 股和 H 股，就是 A 股最好的参照物。比如万科 B 就是万科 A 的参照物，中国平安 H 股就是中国平安 A 股的参照物。截止到 2010 年 6 月，同时有 AB 股的公司共有 85 家，同时有 AH 股的公司有 67 家。

我们就以万科 A 和万科 B 为例。既然这两个股票的背后是同一家上市公司，有着完全一致的基本面，那么这两者的价格走势信息是相互影响的。有的人会认为 A 股市场更大，有更多的玩家和信息挖掘者，因此应该 A 股价格决定 B 股价格，这样的说法听起来有点道理，但是暂时还看到足够的研究表明 A 股的价格能领先 B 股价格。去寻找一个市场领先另一个市场的证据是一个不错的学术问题，从投资者的角度出发，却不一定非要钻研那么深。

我们知道万科 A 和万科 B 的价格走势会相互影响就够了。因为两个市场的玩家都可以看到另外一个市场的价格变化，而人的行为中有非常明显的心理锚定现象（anchoring effect）的作用，假如在过去的一个月中，万科 B 股的价格上涨了 50%，而万科 A 股的价格还没有启动，那么会在投资者心中产生强烈的预期万科 A 股的价格也会跟着上涨。市场上的玩家几乎都不知道合适的价格在哪个位置，锚定效应就会强烈地影响人们的预期。在大城市生活的人们都知道楼盘的价格就是这么涨起来的，当一个房子卖出了比市场平均水平更高的价钱，很快周边的类似的房子所有者都会跟着有强烈的预期提价。

以上的分析就让我们产生一个寻找 A 股投资机会的思路：总是去寻找那些看起来在过去一段时间收益率明显落后于对应 B 股或对应 H 股的股票，锚定效应很有可能帮助我们获得更好的收益。这就是利用了 A 股之外的市场信息来挖掘 A 股的机会，做到了跳出庐山看庐山。

## 基于收益差的选股策略

### 收益差定义

我们用收益差来量化我们跳出庐山看庐山的想法，我们定义收益差如下所示：

定义一段时期股票在某个市场（市场 S，如 A 股市场）的收益率为期末交易价格相对期初交易价格的收益率：

$$r_s = \frac{P_{st}}{P_{s0}} - 1;$$

而同一时间区间内股票在另一个市场（市场 N，如 B 股或 H 股市场）的收益率为期末交易价格相对期初交易价格的收益率：

$$r_n = \frac{P_{nt}}{P_{n0}} - 1$$

那么股票在两个市场的收益差为：

$$\Delta r = r_n - r_s$$

这个收益差越大，越说明市场 S 价格变化没有跟上市场 N 价格的变化，在市场 S 被低估了，所以具有更好的中长线投资价值。

### 基于收益差选股流程

#### AB 股组的选股策略

基于收益差选股筛选 AB 股的流程如下：

**第一步：选择样本：**同时在 A、B 股市场上市的公司，共 85 家。

**第二步：综合考量股票各类指标：**

我们主要考虑收益差指标对股票的优选作用。不过我们也考量其他的指标对股票的优选能力，从收益效果来分析各指标优选股票的主因。加入什么指标进行分析，见仁见智，我们挑选了一些常见的筛选方法，如下表：

**表格 1：优选逻辑考察**

| 指标   | 投资逻辑                               |
|------|------------------------------------|
| 收益差  | 寻找之前一段时间收益率上被低估的股票                 |
| 收益率  | 动量和反转选股                            |
| 估值指标 | 市盈率或市净率：寻找低估值或高估值的股票               |
| 换手率  | 流动性：寻找市场交易活跃或冷落的股票                 |
| 价格   | 低价因素：寻找比较便宜的股票                     |
| 流通市值 | 市值因素：寻找小市值股票或者寻找大市值股票，以保证股票有足够市场深度 |

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

我们以收益差指标为主要因子，把其他的指标逐个加入测试。经过测试，我们将不同配对测试结果总结如下：

收益率的影响不甚明显，因为主因为收益差，从动量的逻辑来看，之前涨幅过大的股票，如果收益差也较大的话，那么在 B 股市场已经有了更好的收益，那么在后期可能存在动量不足的情况，而对于之前表现低迷的股票，测试中亦没有给策略更多优化效果。

从估值指标来看，低市盈率对股票的优选能力不显著，而从测试的结果来看，高市盈率，以及市净率对 A、B 股的优选几乎毫无作为。

从流动性指标来看，换手率反映了市场对于 A、B 股的关注程度。我们的测试中高换手率的股票组合相对沪深 300 指数基本无超额收益。我们试图发掘被冷落的股票组合，即低换手率的股票，不过依然不能走出较好的走势。

从价格因素来看，通常的逻辑在于投资者是否会选择一些更为低价的股票持有。不过我们的测试中，低价因素并无优势。

从流通市值来看，流通市值因素对 A、B 股的优选并无显著影响。

综合以上测试来看，我们基本排除了以基于收益差的选股策略对其他常见指标的依赖。确保了我们的策略超额收益主要来自于收益差因子选股的贡献。

### AH 股组的选股策略

基于收益差选股筛选 AH 股的流程如下：

**第一步：选择样本：**同时在 A、H 股市场上市的公司，共 67 家。

**第二步：综合考量股票各类指标：**

我们主要考虑收益差指标对股票的优选作用。同样我们也考量其他的指标对股票的优选能力，从收益效果来分析各指标优选股票的主因。加入的指标我们同样参考表格 1。

我们以收益差指标为主要因子，把其他的指标逐个加入测试。经过测试，我们将不同配对测试结果总结如下：

之前一段时间的收益率对 A、H 股选择并无优选作用，不管是动量逻辑还是反转逻辑。

从估值指标来看，低市盈率对股票的优选能力不显著，而从测试的结果来看，高市盈率，以及市净率对 A、H 股的优选几乎毫无作为。

从流动性指标来看，换手率反映了市场对于 A、H 股的关注程度。我们的测试表明了换手率同样没有明显的优化效果。

从价格因素来看，我们试图发掘投资者是否在 A、H 股里面更热衷一些低价股票，不过测试的结果并没有支撑这一逻辑。

从流通市值来看，因为同在 A、H 股市场上市的有较多的金融板块等大盘股，虽然前期可能 H 股行情有所启动，但是之后因为其流通市值较大，A 股市场涨势的启动亦无力度。所以我们剔除了流通市值较大的五只股票。从测试效果来看，在我们的样本里面选择小市值的股票并无明显的优化效果，但是如果剔除流通市值较大的五只股票，对基于收益差因子的策略还是有不错的改善作用。

综合以上测试来看，我们基本排除了以基于收益差的选股策略对其他常见指标的依赖。虽然加入了剔除流通市值较大的五只股票，我们基本上确保了策略超额收益主要来自于收益差因子选股的贡献。

## 基于收益差选股实证

### 实证流程

#### A、B 股组设置：

我们以上提出的选股策略从 2006 年 1 月开始实证，每 4 个月进行一次换手，考虑到千分之五的换手成本。对于同在 A、B 股市场上市的股票，我们只基于收益差因子在样本内选择 10 只 A 股。在之后的表述中，我们把基于 AB 股收益差的选股策略简称为 AB 股策略。

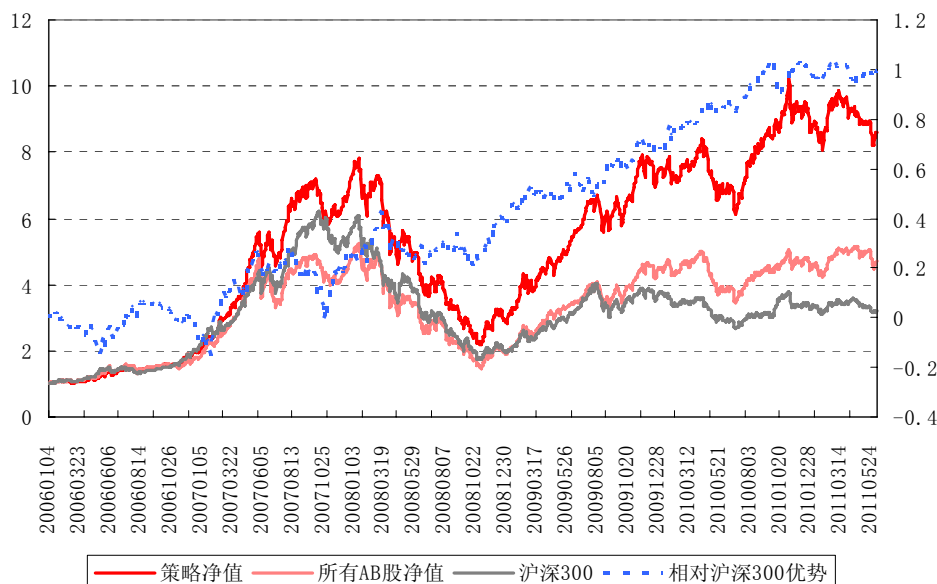
#### A、H 股组设置：

从 2006 年 1 月开始实证，每 4 个月进行一次换手，考虑到千分之五的换手成本。对于同在 A、H 股市场上市的股票，考虑到较大市值股票的影响，我们剔除了流通市值最大的五只股票，然后基于收益差因子在样本内选择 10 只 A 股。在之后的表述中，我们把基于 AH 股收益差的选股策略简称为 AH 股策略。

### 实证效果

下图为 2006 年 1 月至 2011 年 6 月，AB 股策略与 AB 股全选以及沪深 300 指数的净值比较，以及 AB 股策略相对沪深 300 指数的优势。

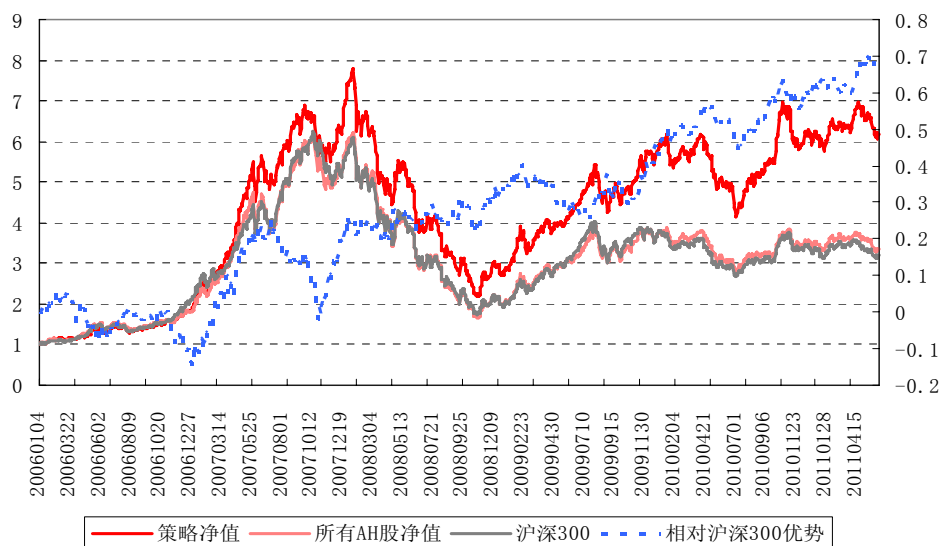
图 1： AB 股收益差策略净值走势与相对优势



资料来源：华泰联合证券研究所

下图为 2006 年 1 月至 2011 年 6 月，AH 股策略与 AH 股全选以及沪深 300 指数的净值比较，以及 AH 股策略相对沪深 300 指数的优势。

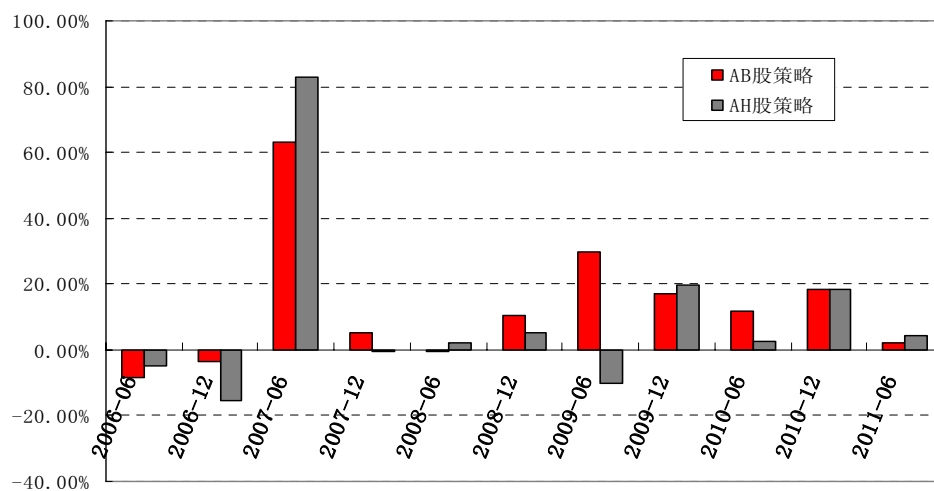
图 2： AH 股收益差策略净值走势与相对优势



资料来源：华泰联合证券研究所

下图为 AB 股策略、AH 股策略每半年相对沪深 300 指数的超额收益。我们可以看到，2010 年下半年，AB 股策略和 AH 股策略相对沪深 300 指数的超额收益分别为 18.58% 和 18.27%。2011 上半年超额收益约为 2.08% 和 4.39%。

图 3： AB 股、AH 股精选相对沪深 300 指数的超额收益（2006.1~2011.6）



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：基于收益差的选股策略风险与收益（2006.1~2011.6）

| 策略        | 总收益率    | 年化收益率  | 夏普率    |
|-----------|---------|--------|--------|
| 沪深 300 指数 | 219.11% | 23.84% | 0.7223 |
| AB 股策略    | 760.06% | 48.68% | 1.3296 |
| AH 股策略    | 518.65% | 39.91% | 1.1448 |

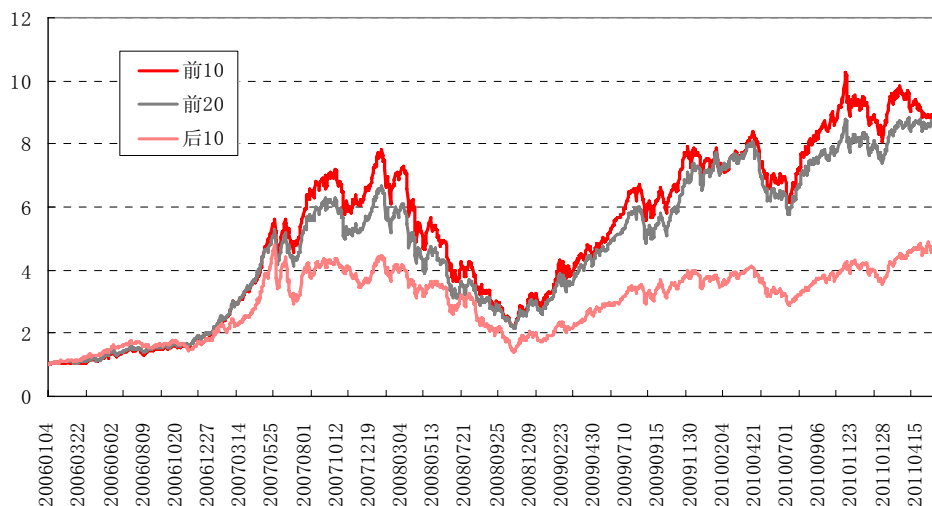
资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技



总结基于收益差的选股策略表现，从以上图表来看，在市场处于强上涨市中，基于收益差的选股策略优势并不明显，不过在下跌市以及震荡市中，策略优势非常明显。从近两年的收益情况来看，基于收益差的选股策略都展现出正的超额收益。总体来看，基于收益差的选股策略从风险和收益上要优于沪深 300 指数。

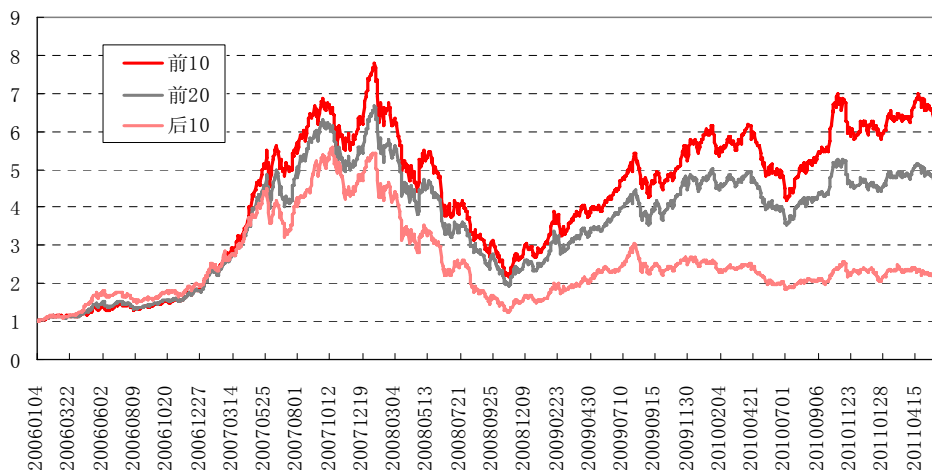
当然，我们需要展示我们策略的优选能力，即通过我们的优选系统，如果选择排名靠前的股票，要优于选择靠后的股票。同时，排名最后的股票，是表现较差的股票。我们选取了排名前 10，排名前 20 以及排名后 10 的股票组合进行策略，从测试结果来看，排名前 10 的收益效果要优于排名前 20 的股票组合。而排名后 10 的股票组合收益效果较差，如下图。这说明了，基于收益差的选股策略优选能力是有效的。

图 4： AB 股策略排名前 10、前 20、后 10 的对比（2006.1-2011.6）



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： AH 股策略排名前 10、前 20、后 10 的对比（2006.1-2011.6）



资料来源：华泰联合证券研究所

## 最近推荐组合

表格 3：最新一期 AB 股组合（2011.6.1）

| 排序 | 股票代码     | 股票名称  | 排序 | 股票代码     | 股票名称 |
|----|----------|-------|----|----------|------|
| 1  | SZ000002 | 万 科 A | 6  | SH600190 | 锦州港  |
| 2  | SZ000012 | 南 玻 A | 7  | SZ000028 | 一致药业 |
| 3  | SZ000418 | 小天鹅 A | 8  | SH600054 | 黄山旅游 |
| 4  | SH600835 | 上海机电  | 9  | SH600819 | 耀皮玻璃 |
| 5  | SZ000596 | 古井贡酒  | 10 | SH600841 | 上柴股份 |

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

表格 4：最新一期 AH 股组合（2011.6.1）

| 排序 | 股票代码     | 股票名称 | 排序 | 股票代码     | 股票名称 |
|----|----------|------|----|----------|------|
| 1  | SH601808 | 中海油服 | 6  | SH600188 | 兖州煤业 |
| 2  | SH600362 | 江西铜业 | 7  | SH600115 | 东方航空 |
| 3  | SH601111 | 中国国航 | 8  | SH600875 | 东方电气 |
| 4  | SH600600 | 青岛啤酒 | 9  | SH601998 | 中信银行 |
| 5  | SH601288 | 农业银行 | 10 | SH601318 | 中国平安 |

资料来源：华泰联合证券研究所，天软科技

## 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