

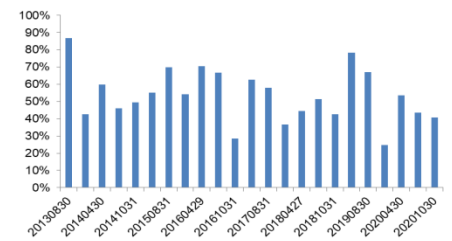
如何在高估值股中“火中取栗”

长线选股系列(四)

报告摘要:

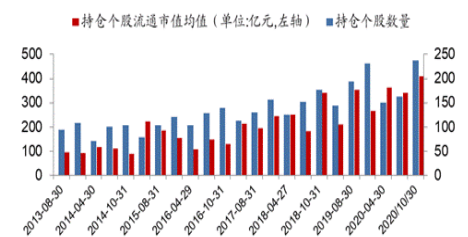
- **盈利能力及其成长性和持续性的相关指标用于高估值个股中选股。**个股盈利与成长维度相关的指标信息在基本面选股框架中，处于核心变量。对于估值水平较高的股票，应该观察其未来继续成长的潜力，本篇专题报告围绕通过盈利、成长相关指标，从估值相对高的个股样本中筛选出优质个股。
- **实证分析。**基于个股的基本面指标，利用个股的盈利与成长性和持续性的关键指标，在策略回测期内，在全市场与在科技板块中构建的股票组合策略，均能获得较好的组合分层效果，其中高分组相对低分组能获得较为稳健的长期收益。股票组合在全市场中，高分组组合平均每期持股数量约为 135 只，每期组合内个股的平均流通市值为 200 亿元左右；从历史组合每期入选个股的行业分布中可以看出，医药生物、化工、电子等行业个股入选次数较多。
- **核心假设风险。**本报告旨在对所研究问题的主要关注点进行分析，因此对市场及相关交易做了一些合理假设，但这样会导致建立的模型以及基于模型所得出的结论并不能完全准确地刻画现实环境，在此可能会与未来真实的情况出现偏差。专题策略推荐个股，仅从量化角度筛选，不代表广发证券发展研究中心行业分析师观点。

图：市值加权组合换手率



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

图：组合数量及市值特征



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

分析师：陈原文



SAC 执证号：S0260517080003



0755-82797057



chenyuanwen@gf.com.cn

分析师：罗军



SAC 执证号：S0260511010004



020-66335128



luojun@gf.com.cn

分析师：安宁宁



SAC 执证号：S0260512020003



SFC CE No. BNW179



0755-23948352



anningning@gf.com.cn

请注意，陈原文、罗军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

如何寻找“物美价廉”的优质 2020-12-04

企业：长线选股系列(三)

如何挖掘景气向上，持续增长 2020-08-25

企业：长线选股系列(二)

目录索引

一、引言	4
(一) 高估值股票长期整体表现不佳	4
(二) 低估值中优选标的	4
(三) 高估值中也有优质标的	5
二、从盈利、支出、持续性能来“火中取栗”	6
(一) G-SCORE 指标计算方法	6
(二) G-SCORE 投资策略	7
三、实证分析	7
(一) 数据说明	7
(二) 组合构建	7
(三) 实证分析	7
四、总结	19
五、风险提示	20

图表索引

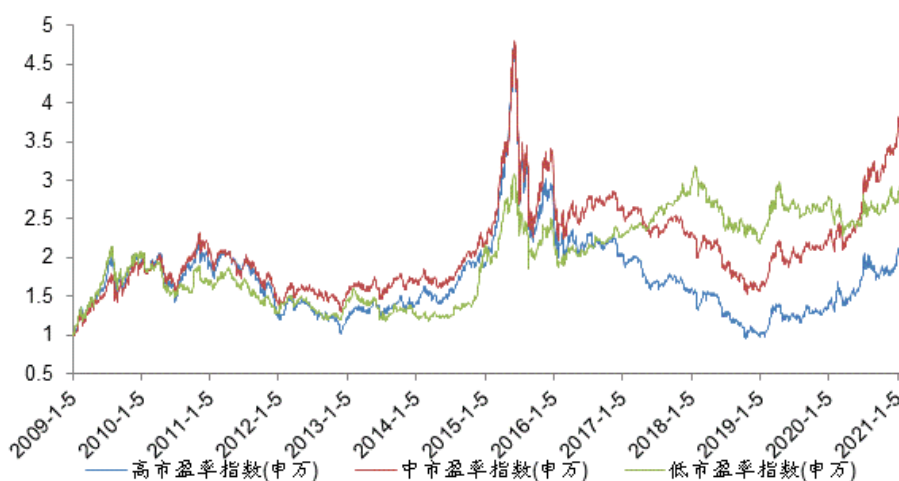
图 1: 申万市盈率指数走势图	4
图 2: PE 因子历史 IC 走势.....	5
图 3: PE 因子历史逐月累计收益率走势.....	5
图 4: 贵州茅台市盈率(PE_TTM)与股价走势图.....	6
图 5: 恒瑞医药市盈率(PE_TTM)与股价走势图.....	6
图 6: 等权重组合历史策略表现.....	8
图 7: 等权组合历史换手率走势.....	8
图 8: 全市场等权策略分层效果对比	9
图 9: 市值权重组合历史策略表现	9
图 10: 市值加权组合历史换手率走势	10
图 11: 全市场策略市值加权分层效果	10
图 12: 组合历史持仓个股数量及市值分布	11
图 13: 组合市值在中证 800 及 Wind 全 A 中的分位数分布	12
图 14: 组合历史行业分布.....	12
图 15: 科技板块中选股等权重组合历史策略表现	14
图 16: 等权组合历史换手率走势.....	14
图 17: 科技行业策略等权重分层效果	15
图 18: 科技板块中市值权重组合历史策略表现.....	15
图 19: 市值加权组合历史换手率走势	16
图 20: 科技行业市值权重分层效果	16
图 21: 组合历史持仓个股数量及市值分布	17
图 22: 组合市值在中证 800 及 Wind 全 A 中的分位数分布	18
图 23: 组合历史行业分布.....	18
表 1: Fscore 选股模型打分细则.....	5
表 2: G-score 判断指标	6
表 3: 策略全市场选股组合历史表现	7
表 4: 组合历史分年度收益率表现	11
表 5: 策略历史超配个股每期部分明细一览.....	13
表 6: 科技行业选股组合历史表现	14
表 7: 组合历史分年度收益率表现	17
表 8: 策略历史超配个股每期部分明细一览.....	19

一、引言

（一）高估值股票长期整体表现不佳

在价值投资的理论中，股票价格是围绕着股票内在价值而变化的，不会脱离其基本面。当股价较股票内在价值偏高时，那它在未来一段时间内会调整到其合理价值所对应的价格区间中去，反之亦然。然而，股票的内在价值很难用具体指标来量化衡量。因此，很多估值指标被用来估计股票当前的价格的相对高低程度。最常见的估值指标有PE、PB等，这些指标分别代表投资者要购买该公司一单位的利润或者净资产所需要付出的价格。当估值指标相对高时，就说明这个股票的股价处在一个高估的阶段，那么将来这只股票股价下降的可能性就会偏高。

图1：申万市盈率指数走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

观察能反映市场不同估值区间股票投资价值的指数发现，高市盈率的股票综合表现确实长期低于非高市盈率的股票。

（二）低估值中优选标的

在国内市场上，A股长期上看，低估值的个股相对高估值的个股存在一定程度的超额收益。这个反映在因子角度上看，估值相关的因子，如经典的PE或者PB指标历史上看，因子的方向在大部分时间上都是正的方向。而针对如何在低估值的个股中优选基本面较好的个股，在本篇专题报告之前，我们也尝试了几个方向，如主要考虑个股估值等基本面相关指标构建策略的《财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》、《叠加反转效应下的财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》、《如何寻找“物美价廉”的优质企业：长线选股系列(三)》等相关的专题报告。

在低估值公司中为了降低进入估值陷阱的概率，如在学术上，Piotroski (2000) 从基本面的角度给公司打分，分别考虑了股票的盈利能力、杠杆与融资能力以及经营效率情况，对低估值股票进行分层处理。

表 1: Fscore选股模型打分细则

指标大类	细分指标	打分细则	
		指标大于零	指标其他情况
盈利能力	资产收益率	1	0
	资产收益率增长率	1	0
	每股经营活动现金流净额	1	0
	每股经营活动现金流与资产收益率差值	1	0
杠杆、流动性能力	长期负债率变化相对上期	0	1
	流动比率变化相对上期	1	0
	总股本变化相对上期	0	1
运营效率	毛利率增长率	1	0
	总资产周转率增长率	1	0

数据来源：广发证券发展研究中心

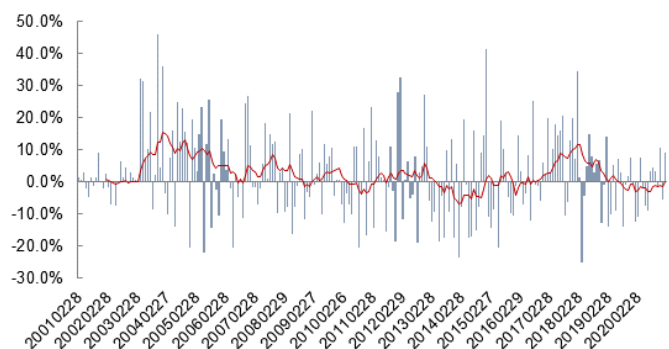
F-score策略的计算方法是在每只股票上对表中9个条件依次进行判断，如果股票满足某个条件，则该股票的分数加1，这样最终每只股票在调仓日可能会得到0-9分一共10组，得分越高则说明股票基本面条件越好。将得到7、8、9分的股票定为高分组，4、5、6分的股票定为中分组，其余定为低分组。这样每期做多高分组，就能在长期获得一定的超额收益，详细的实证分析可以参考广发金工在《财务指标选股策略研究：基于Piotroski Fscore模型》相关的研究结论。

而最近两三年，市场的结构特征较以往几年发展了比较大的变化，传统低估值有效的策略逐渐失效。市场对于高估值的品种给予了比较高的溢价水平，而如何在相对高估值的品种中，挖掘出优质的投资标的，是本篇专题报告研究的主要内容。

（三）高估值中也有优质标的

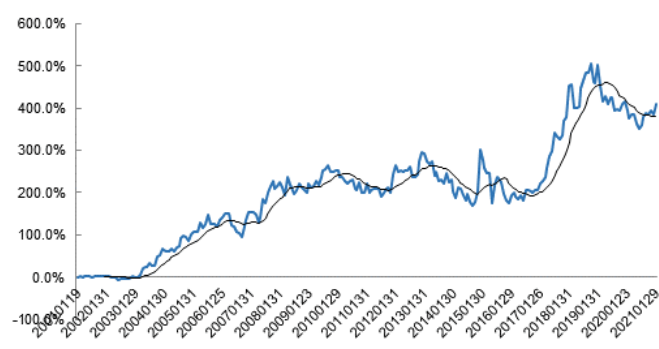
虽然一些优质股票的估值水平较高，超出了同类公司或者自身过去情况的平均值，但由于公司有优良的未来预期等长期利好因素，股票持续估值较高也并不代表这只股票就不值得投资，在合理的区间内，投资者愿意为了长期的未来收益，而在当前接受较高的价格。

图2: PE因子历史IC走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3: PE因子历史逐月累计收益率走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：贵州茅台市盈率(PE_TTM)与股价走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：恒瑞医药市盈率(PE_TTM)与股价走势图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、从盈利、支出、持续性能力来“火中取栗”

(一) G-score 指标计算方法

Mohanram (2005) 提出了一种从高估值中优选的方法：G-score，其初衷是从高估值股票中优选出那些仍有增长潜力的优质股票。G-score的构建思路整体上是希望筛选出盈利能力以及盈利的持续能力优秀，而且在一些与未来盈利相关的支出指标上表现良好的股票。G-score的具体计算方式是判断股票是否满足某个条件，如果满足的话则将该股整体得分加一分，否则不加分，经过不同维度上对个股的打分，最终得到截面上每只个股的整体分数。理论上，该得分越高，说明个股在基本上上越高，在未来时间相对得分低的个股具有更大概率超额收益率机会。

表 2：G-score 判断指标

指标类别	判断条件
盈利能力	ROA 大于股票所在一级行业的中位数
	经营现金流/总资产大于所在一级行业的中位数
	经营现金流大于 0 并且大于净利润
成长稳定性	过去五年 ROA 的方差小于所在一级行业的中位数
	过去五年销售增长率的方差小于所在一级行业中位数
增长前景	研发费用大于所在一级行业的中位数
	资本支出大于所在一级行业的中位数
	广告费用大于所在一级行业的中位数

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）G-score 投资策略

理论上，对个股最后的G-score打分整体上位于0-8区间内，得分从0分组到得分8分组这9组中，未来增长前景依次变的更好，因此对应组合的收益应该是递增的，做多8分组并做空0分组就能获得理论上最高超额收益率机会。但由于实际情况中，能得到8分或者0分的股票较少，不能显示出足够的统计规律，从而使得不同组别的累计收益不能显示出明显的单调性。因此，本篇专题报告根据每期个股的截面得分高低将个股分为3组。其中，得到6、7、8分的股票为高分组，得到3、4、5分的股票为中分组，得到0、1、2分的股票为低分组，分别观察高分组的多头绝对收益、以申万高市盈率指数为基础的超额收益以及高分组和低分组相对收益高低。

三、实证分析

（一）数据说明

1. 本篇专题报告中，具体的回测时间为从2013年4月30日至2021年1月27日（以下如无特殊说明，2021年指的是截止至2021年1月27日），每年三次调仓，分别在：4月，8月以及10月最后一个交易日，对每个个股测算统一用截止至调仓时点能采集到的最新财报数据进行测算；

2. 样本股票的筛选剔除掉上市未满一年、ST、*ST个股、上财报亏损的个股；

（二）组合构建

1. 在每次调仓时，样本股选择调仓时点横截面上在申万一级行业内市净率PB较高的个股为高估值股；在高估值股中计算股票所得分数；

2. 组合权重设置：每期组合个股权重分别考虑等权重以及流通市值加权下的测算结果。

（三）实证分析

1. 全市场回测表现

在实证回测期内，根据组合构建的方式，在全市场股票中考虑等权重和流通市值加权下组合的历史表现。

表 3：策略全市场选股组合历史表现

	年化收益	年化波动	起始日期	结束日期	夏普比
等权多头	16.88%	27.62%	20150612	20181018	61.10%
市值加权多头	18.71%	24.54%	20150612	20160128	76.25%
等权高低分组相对	8.17%	7.60%	20130902	20150615	107.49%
市值高低分组相对	6.90%	9.81%	20130924	20150608	70.30%
等权超额	8.80%	8.86%	20131206	20150603	99.37%
市值加权超额	8.73%	15.48%	20150612	20170103	56.43%

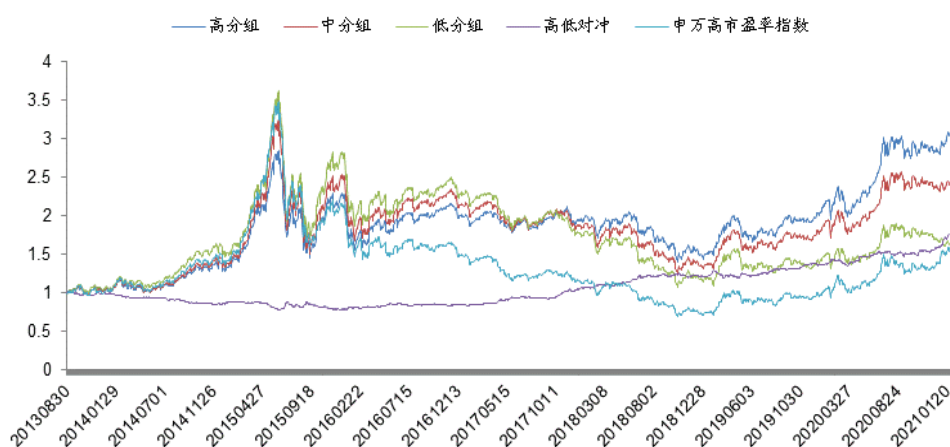
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在回测期内，基于等权重的高分组股票组合累计收益率为303.1%，年化收益率为16.88%，基于市值权重的高分组股票组合累计收益率为343.65%，年化收益率为18.71%，同期申万高市盈率指数累计收益率为154.83%，无论是等权还是流通市值加权，策略都能获得不错的绝对和超额收益。

等权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为7.6%，最大回撤开始时间为2013年12月6日，结束时间为2015年6月3日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2018年10月18日。

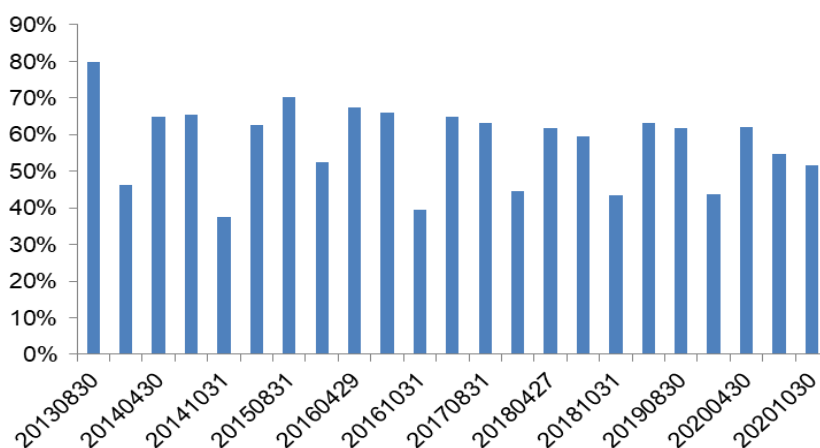
市值权重策略在历史回测期内相对申万高市盈率指数年化波动率为9.81%，最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2017年1月3日，绝对收益最大回撤开始时间为2015年6月12日，结束时间为2018年10月18日。

图6：等权重组合历史策略表现



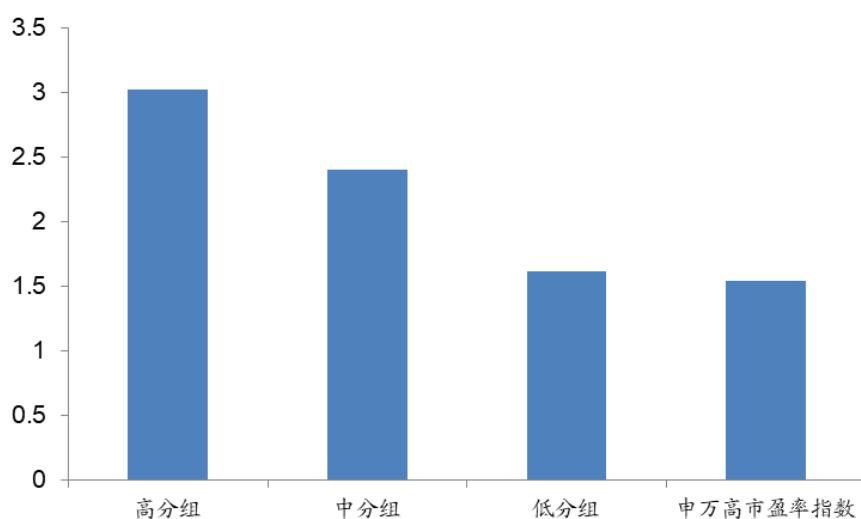
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：等权组合历史换手率走势



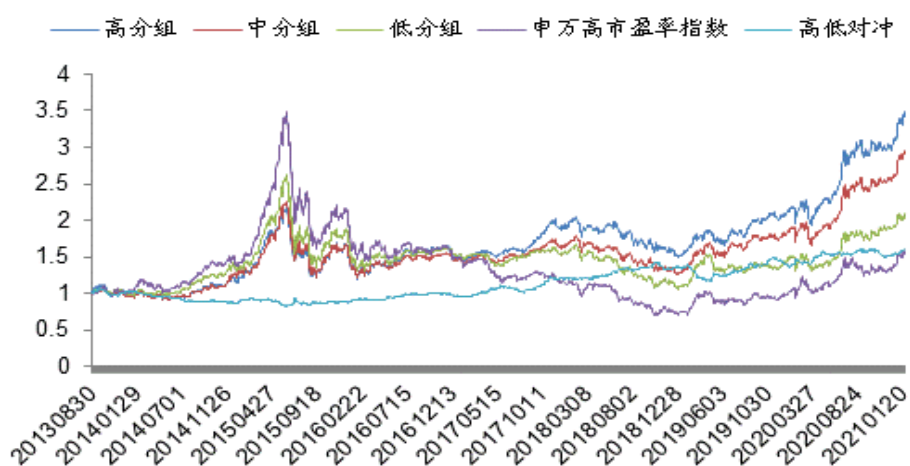
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: 全市场等权策略分层效果对比



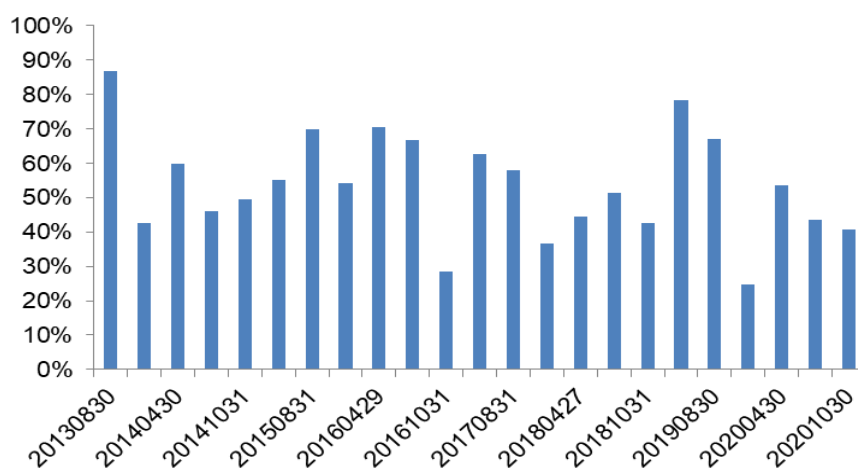
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 市值权重组合历史策略表现



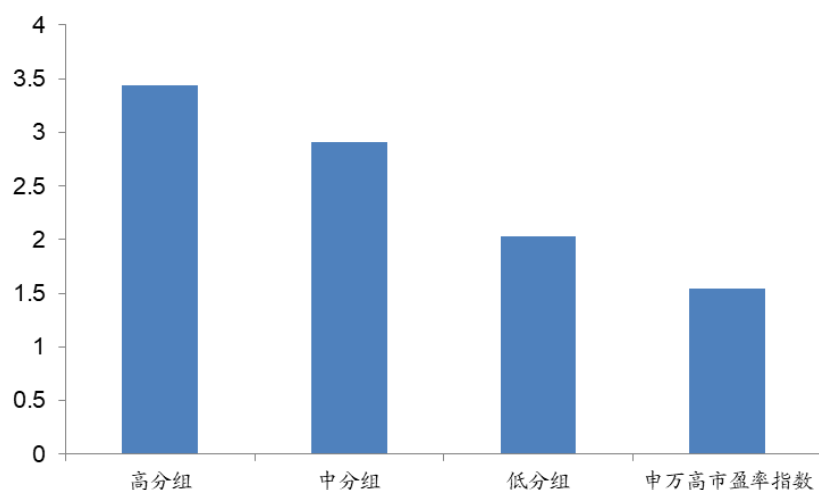
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 市值加权组合历史换手率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 全市场策略市值加权分层效果



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 组合历史分年度收益率表现

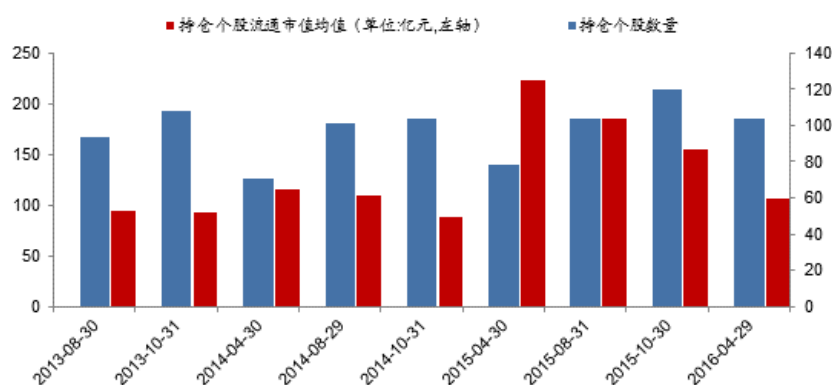
	等权	市值加权	等权高低 分组相对	市值加权高低 分组相对	等权超额	市值加权超额
2013	6.19%	2.82%	-0.90%	1.71%	3.63%	0.19%
2014	21.61%	13.88%	-12.69%	-14.34%	-10.09%	-16.47%
2015	73.14%	38.83%	-9.06%	0.23%	13.45%	-11.63%
2016	-11.10%	-8.18%	7.35%	10.54%	26.23%	27.74%
2017	-2.01%	28.17%	25.82%	24.80%	26.51%	63.32%
2018	-24.19%	-20.88%	15.19%	13.37%	18.98%	21.78%
2019	39.88%	40.76%	11.48%	2.93%	0.73%	-0.13%
2020	38.91%	49.59%	17.59%	8.73%	-8.21%	-2.31%
2021	5.64%	7.82%	9.71%	5.68%	-0.75%	1.41%
全样本	16.88%	18.71%	8.17%	6.90%	8.80%	8.73%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 全市场组合持仓特征

全市场策略的多头组合从个股持股数量上看, 平均每期持股数量为135只, 每期组合内个股的平均流通市值为209.5亿元。

图 12: 组合历史持仓个股数量及市值分布



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 图中持仓个股数量单位为只

从组合内个股的历史每期均值在对应期内中证800及Wind全A中的分位数中可以看出, 整体上每期组合内个股市值分布上都处于Wind全A中市值分布的前90%左右分位数, 在中证800的前80%分位数左右的位置, 市值上看处于中大市值为主。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/187056063166006162>