



雪球系列丛书



很多时候，觉得牛市很短，熊市很长

其实并非真的牛市很短，只是没能学会
好好与熊市告别

成长股量化策略

逆势盈利的奥义

执棋参禅 / 著

这是一本教会你满仓的书

不管是牛市还是熊市，不管消息面利好还是利空，你只需要关注手中的持仓个股状态如何

雪球大V
联袂推荐

疯狂的里海

天道骑牛

孳孳的大树

邱福男

没有人能够保证月月都赚钱，
但是我们可以学会跑赢指数！

高抛低吸，抄底逃顶，

永远是趋势投机者口中的盈利秘籍。

可口可乐、贵州茅台，

永远是价值投资者笔下的致富标的。

对于判断不了趋势，

又抓不住百倍牛股的花芸芸大众，

能否在市场稳定盈利？参看本书。

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE



成长股量化策略

逆势盈利的奥义

执棋参禅 / 著

内 容 简 介

本书是为二级市场投资者或者证券行业从业者编写的一本市场投资书籍。以价值投资作为理论基石，深入分析总市值 = 业绩 × 估值这一恒等式，从而推导出一系列投资模型和方法，并进行量化回测，总结出最佳的实战参考策略。

本书重点是识别一家优秀公司；制订一个好的策略，进行买卖；最后验证这个策略的实战性。

书中没有模棱两可的语言，没有过分专业化的术语，作者将成长价值投资之道和国内特有的市场环境相结合，尤其适合在 A 股市场中找不到投资方法的投资人学习使用。

图书在版编目 (CIP) 数据

成长股量化策略：逆势盈利的奥义 / 执棋参禅著. —北京：

中国铁道出版社，2019. 1

ISBN 978-7-113-25066-9

I. ①成… II. ①执… III. ①股票投资 - 基本知识

IV. ① F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 240425 号

书 名：成长股量化策略——逆势盈利的奥义

作 者：执棋参禅 著

责任编辑：张亚慧

读者热线电话：010-63560056

责任印制：赵星辰

封面设计：MXK DESIGN STUDIO

出版发行：中国铁道出版社（100054，北京市西城区右安门西街8号）

印 刷：三河市兴达印务有限公司

版 次：2019年1月第1版 2019年1月第1次印刷

开 本：700 mm × 1 000 mm 1/16 印张：11.25 字数：156 千

书 号：ISBN 978-7-113-25066-9

定 价：49.00 元

版权所有 侵权必究

凡购买铁道版图书，如有印制质量问题，请与本社读者服务部联系调换。电话：（010）51873174

打击盗版举报电话：（010）51873659

PREFACE

前 言

翻开指数的K线，打开尘封的记忆，上证指数几十年历史，高点与低点，波峰与波谷，错落有致，遥遥相望。

但是谁能告诉我们，在每一个高点和波峰，是什么事件导致它们开启下跌？在每一个低点和波谷，又是什么事件导致它们开启上涨？

我们看到的牛市就是真的牛市吗？

我们经历的熊市就是真的熊市吗？

为什么股市里大部分人逃不开亏损的结局？

如果对这一切同样满是疑惑，欢迎打开这本书，编者相信其中的讲解，能够给你展示另一个完全不同的世界。

在这个市场，每个投资人获得的收益，来自于买入和卖出之间的差价，于是习以为常，将股价（指数）的提升定义为上涨行情，当上涨行情幅度足够大，便定义为牛市来了，确定了牛市之后，才会返回寻找之前的最低点，定义为牛市的起点。

然而，在那个牛市起点的当下阶段，绝大多数人都是充满着担忧、畏惧和绝望，几乎没人相信自己正处于一个伟大行情的诞生阶段。

因此，能够在牛市中取得极大收益的人，很少是牛市启动后再满仓加融资杀入，而是在熊市末期不断筑底时已经介入，伴随指数起起伏伏孕育着牛市新生的希望。

而这正是我们当下阶段所面临的行情。股票，一个七亏二平一赚的残酷市场，我们想要做那其中的“一”，就需要逆向思维，就需要搞清楚赚钱的本质。

作为一本讲述成长股+量化的书籍，本书的重点在于讲述成长价值的投

资，而量化回测可以为我们提供一个验证自身思路的办法，能让我们有更多的启迪去思考如何选择一家好的公司。

因此，本书的重点内容之一，就是告诉大家如何识别一家优秀的公司。A 股市场，3000 多家企业，未来还可能继续扩容，在这些企业中，只有不到 5% 具备长期投资价值，只有不到 20% 具备中短期观察价值。当看到一个代码，如何对其背后的公司进行初步筛选，就是我们首先要面对的问题。

选择好的企业后，如何制定一个好的策略，进行买入和卖出，这就是本书的重点内容之二。制定了一个策略之后，需要验证，这就引入了回测的概念，通过量化回测，可以得出这个策略是否有效、能否继续优化的结论，从而不断提升策略的收益率。

最后，这样一个策略或许理论上是成功的，那么对当下的操作有没有指引，这就是策略的实战性如何，也就是本书的重点内容之三。通过实战，可以观察到理论和股价清晰的印证，从而不断增强我们的信心，改良我们的操作，从而找到在 A 股市场制胜的奥秘。

感谢在本书编写过程中，神威 Fast 工作室给予的强大支持，没有他们的努力和帮助，本书很多内容无法完成；感谢在本书编写过程中，家人和朋友给予的无私支持，没有他们的帮助，本书同样很难完成；也非常感谢出版社的编辑，没有他们的辛苦付出，就没有本书的出版。

本书的意义在于讲述成长价值投资在国内市场的应用和实战，这是传统西方价值投资理念和 A 股特殊市场环境的结合。希望本书能够帮助更多国内投资者认清投资盈利的本源，从而让他们摆脱过去若干年间听消息、赌内幕、追概念的错误炒股方式，进而实现个人资产的稳定盈利。

最后，祝愿所有投资人操作顺利，收益长红！

编者

2018 年 10 月

| 目录 |

CONTENTS

第 1 章 成长价值，投资明灯 / 1

- 1.1 牛市或许未曾来过 / 2
- 1.2 选股法则三元悖论 / 5
- 1.3 投资门派相煎何急 / 7
 - 1.3.1 技术面投资者 / 7
 - 1.3.2 逻辑面投资者 / 8
 - 1.3.3 基本面投资者 / 8
- 1.4 三元悖论平面映射 / 10

第 2 章 拒绝平庸，无惧牛熊 / 15

- 2.1 优秀企业初筛选 / 16
 - 2.1.1 上交所 / 18
 - 2.1.2 深交所 / 19
- 2.2 财务报表关注点 / 22
 - 2.2.1 同比增长率 / 23
 - 2.2.2 环比增长率 / 24
 - 2.2.3 单季度同比增长的环比增长率 / 25
- 2.3 产业格局定胜负 / 26
- 2.4 业绩预测方法论 / 29
- 2.5 外延并购大揭秘 / 30
- 2.6 生死时速预期差 / 34
 - 2.6.1 安全边际 / 34
 - 2.6.2 理论空间 / 35
- 2.7 选股黑洞需谨慎 / 36

2.7.1 误区 1.0: 绩优低估死蓝筹 / 37

2.7.2 误区 2.0: 业绩拐点伪成长 / 38

2.7.3 误区 3.0: 跟风爆炒纯概念 / 39

2.8 成长投资防周期 / 40

2.9 实例分析见真章 / 42

2.9.1 实例一: 共享经济第一股——荣泰健康 / 43

2.9.2 实例二: 人体工学概念股——乐歌股份 / 49

第 3 章 低估潜伏, 量化估值 / 59

3.1 低估潜伏齿轮交易 / 60

3.2 改进估值量化参数 / 61

3.3 分散风险择优去劣 / 66

3.4 建立规则严格执行 / 67

3.5 长期满仓穿越牛熊 / 70

第 4 章 轮动要素, 调仓奥秘 / 73

4.1 万物相通球赛类比 / 74

4.1.1 主力 / 74

4.1.2 替补 / 74

4.2 死亡五小全力一搏 / 76

4.2.1 主力 / 78

4.2.2 替补 / 79

第 5 章 数据回测, 揭示真理 / 83

5.1 十年一战财富自由 / 84

5.2 最好防守即为进攻 / 89

5.3 超额收益源泉分析 / 93

5.4 逆水行舟激流勇进 / 98

第6章 低洼反转，二次腾飞 / 103

- 6.1 成长价值原理思考 / 104
- 6.2 低洼反转普遍真相 / 105
- 6.3 潜伏轮动创造奇迹 / 108

第7章 节点跟踪，战胜人性 / 111

- 7.1 分散仓位防范风险 / 112
- 7.2 科学建模网格量化 / 114
- 7.3 缺口加速盈利核心 / 116
 - 7.3.1 汤臣倍健 / 120
 - 7.3.2 信捷电气 / 121
 - 7.3.3 大族激光 / 122
 - 7.3.4 宁波华翔 / 123
 - 7.3.5 黄河旋风 / 123
- 7.4 风口潜伏数据证明 / 126

第8章 实盘亮剑，沙场点兵 / 145

- 8.1 抄底追高，艰难选择 / 146
- 8.2 估值佐证，预判底部 / 148
 - 8.2.1 估值面 / 149
 - 8.2.2 情绪面 / 150
- 8.3 季报选股，加速至上 / 151
- 8.4 次新暴跌，天赐良机 / 157
- 8.5 割肉轮换，再创新高 / 160
- 8.6 业绩时限，关注节点 / 162
- 8.7 筛选个股，潜伏中报 / 164
- 8.8 缺口放量，板上钉钉 / 166

第1章

成长价值，投资明灯

在市场顶部区域，政策即使不断放出利空，也无法阻挡人们躁动的心情，入场的仍旧蜂拥而至、争先恐后，在泡沫中陷入癫狂。

在市场底部区域，政策即使不断放出利好，也无法安抚人们受伤的灵魂，场内的在黎明前最黑暗的时候，在不断绝望中丢失筹码。

大多数投资人，若只把股票当成K线、数字，那么一定会不断重复上述的错误。只有真正了解股票，了解这只股票背后的公司，了解这家公司的盈利能力和潜在价值，才能真正意义上做出合理的判断，才能安心持股度过漫漫“熊”市。

很多时候，我们觉得牛市很短，熊市很长。其实并非真的牛市很短，只是我们没能学会，好好与熊市进行告别。

在熊市中生存，在熊市中盈利，对企业价值的研究，就从这里、从现在开始。

1.1 牛市或许未曾来过

有一名神枪手，在一个靶子上每隔十厘米打一个洞。设想这个靶子的平面上生活着一种二维智能生物，他们中的科学家在对自己的宇宙进行观察后，发现了一个伟大的定律：“宇宙每隔十厘米，必然会有一个洞。”它们把这个神枪手一时兴起的随意行为，看成了自己宇宙中的铁律。

——射手假说

在 A 股市场中阅遍了各类投资理念，仍有无数的谜题等待人们解答。所有人都期望来一轮永不结束的牛市，与泡沫拥抱实现财富和心灵的自由，只是，大多数人真的懂得什么是牛市，什么是熊市吗？

每个投资人获得的收益，来自于买入和卖出之间的差价，于是习以为常，将股价（指数）的提升定义为上涨行情，当上涨行情幅度足够大，便定义为牛市来了，确定了牛市之后，才会返回寻找之前的最低点，定义为牛市的起点。然而在那个牛市起点的当下阶段，绝大多数人都是充满着担忧、畏惧和绝望，几乎没人相信自己正处于一个伟大行情的诞生阶段。

因此，能够在牛市中取得极大收益的人，很少是牛市启动后再满仓为融资杀人，而是在熊市末期不断筑底时已经介入，伴随指数起起伏伏孕育着资产增长新生的希望。相反，在牛市半途中仓皇介入的人，往往开始能够快速赚到不少，但是伴随着牛市的突然终结，往往带着失落和绝望清空所有的持仓，抑或是满仓死扛等待遥遥无期的解套。

然而，当抛开对牛市和熊市的成见，用心去想，某个时段指数的最低点，就可以定义为牛市的起点吗？我们不去直接回答，而是看看道琼斯指

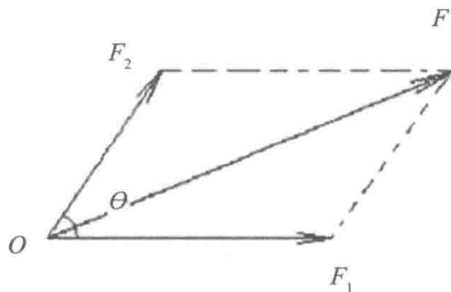
数近百年的走势，可以给我们带来许多思考，如图 1-1 所示。



• 图 1-1 道琼斯指数近百年的走势

从图 1-1 中可以明显地发现，从最大级别来看，指数居然一直处于“牛市”之中。更精确地讲，每次“熊市”的底部都在不断抬高，每次“牛市”的顶部也在不断抬高，只不过间隔的时间长短不一罢了。那么，如果是单纯上涨、下跌行情，指数波动的高低点应该杂乱无章，为何指数总体趋势一直向右上方倾斜呢？

初中时，我们在物理课本中学过力的分解。基本思路是，表面上看只有一个力 F 向右上方，但仔细分解，却是 F_1 、 F_2 两个不同方向的合力所产生的效果，如图 1-2 所示。



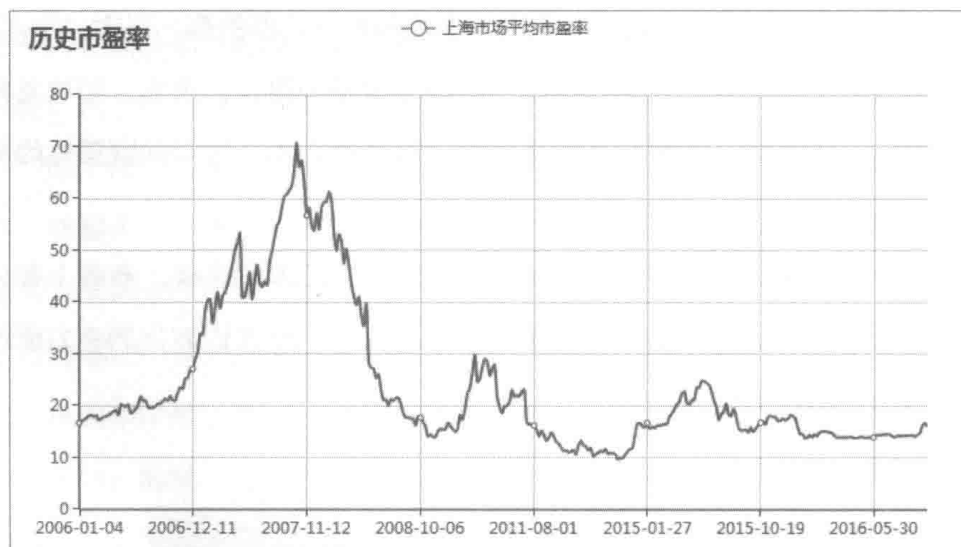
• 图 1-2 力的分解

成长股量化策略——逆势盈利的奥义

可以发现，冥冥之中，自有外力。很多读者也许已经领悟，股价总体方向向右上方倾斜，正源于企业的发展、经济的增长、文明的进步，甚至适度的通货膨胀，而这也从本质上也印证了教科书中“股市是国民经济发展的晴雨表”这一结论。

那么，将单纯的股价上涨和下跌概念从脑中抹去，排除企业成长这一分力对股价的影响，可以重新定义牛市。一次整体性牛市，可以理解成市场估值的整体提升，一次局部性牛市，可以理解成市场估值的局部提升；而由局部性牛市向整体性牛市的转变，就是增量资金不断寻找市场估值低洼的过程。没有产生牛市，不代表股价不会涨，只要企业盈利能力不断提升，股价仍然会向右上方延伸。

带着对牛市的重新定义，用市盈率 PE 来作为体现估值的标准之一，重新审视过去上证的走势，如图 1-3 所示。



• 图 1-3 上海市场平均市盈率

可以发现，对于上证指数而言，自 2007 年以来仍然处于熊市筑底阶段，无论是 2009 年的上涨还是 2015 年的上涨，更多是由于沉寂多年不断积累的内在业绩的释放，而并非整体估值的显著提升。从这个角度看，过去的十年里，上证综指的牛市，也许从未来过。

思考到这里，你还会觉得下一个牛市要等很久吗？

1.2 选股法则三元悖论

牛市与熊市，若看成是估值的变动，本就不可预测，更加困难的是，用 PE 的高低起伏去定义牛熊就绝对精准吗？

下面来看这样几个疑问。

为什么第一大券商中信证券 2015 年牛市顶峰市值 4 500 亿元，市盈率只有 23 倍，而同花顺只是个炒股软件居然同期市值近 800 亿元，市盈率 80 倍，这合理吗？

为什么招商银行在 2010 年时市盈率只有 10 倍左右，其后三年净利润保持稳定增长，由 200 亿元增加到 400 亿元，然而股价在此期间却不断创新低，这合理吗？

为什么格力电器账上近 1 000 亿元现金，每年 120 亿元利润，经营净现金流 200 亿元，2016 年初市值才 1 100 亿元。如果剔除现金，市盈率不到 1 倍，这合理吗？

如果类似这样的情形，只是短期存在尚可以理解，但若长期如此，就再次值得深思：个股间、板块间的估值是否不能进行对等比照。换句话说，对于某些市场或者某些板块，是否估值本来就有变化的趋势（例如，整体板块处于“概念—成长—价值”阶段，市盈率本身就将呈现不断降低的趋势），而并非受到“牛市”、“熊市”的影响。此时即使市盈率保持不变，可能本身就已处于“牛市”之中。

谈到此，我们会发现牛市、熊市的定义越来越含糊，其实牛熊本就沒有一定的判别标准（即使用股价去判断也无法认定上涨超过百分之几可定义为牛市而不是反弹），技术分析也不一定要用在股价之中。资金面的推动是造成股价上涨和下跌的直接原因，而企业自身经营的状况决定了这种

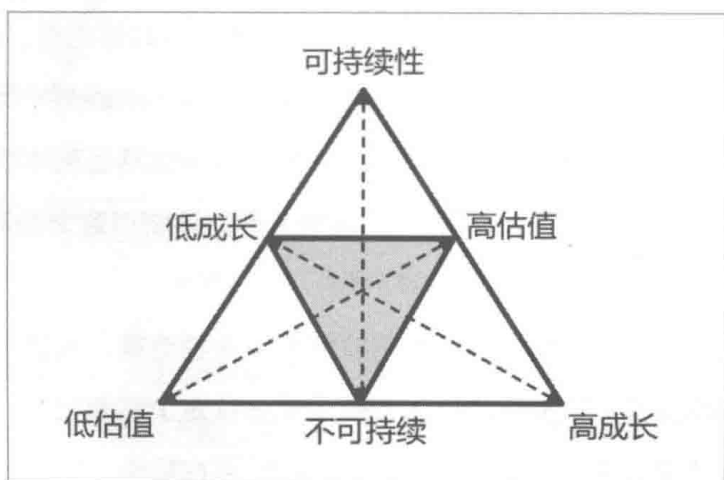
资金流向的可持续性，在熊市中耕耘，在牛市中收获只是一个笼统的说法，更加准确的是投资者按照自己的操作模式选定一条合理价值中轴，在中轴下分批买入，在中轴上分批卖出。

牛市、熊市的思路转变了，该如何投资？很多人说，那还不简单，买成长最快的个股，安心赚企业成长的钱，然而有那么容易吗？对于每一只个股而言，也许正处于此股的“牛市”区域，也许正处于此股的“熊市”区域，在买入时能够做出正确的抉择吗？

类似于国际经济学中的三元悖论，选股时也存在这样一个三元悖论。

何为选股的三元悖论？

如图 1-4 所示，笔者的理解是，由于信息传播速度不断加快，市场资金可自由进出，那么一只个股几乎是无法同时实现低估值、高成长、可持续性强的。举例而言，一家企业发展很快、成长性高，同时行业距离天花板很远，未来可以长期持续，那么它就不可能出现足够便宜的估值让你介入（解释了为何同花顺估值始终高于中信证券）；再举例而言，一家企业发展不断加速，但是市场始终不愿给其很高的估值，往往就是因为行业具有明显的天花板（或较强的周期性），预期高速的发展难以持续（解释了为何招商银行那些年股价不涨反跌）。



• 图 1-4 选股的三元悖论

正因为这样一个三元悖论，才让基于企业基本面的投资非常不易。

是否因为三元悖论存在，选股时就真的无迹可循？

恰恰相反，弱者等待机会，强者创造机会。只要能够正视三元悖论的存在，选股只需要确定其中一元，在另外两元中寻找一种平衡，就能实现稳定的收益。而这一类方法，正是代表着形形色色所有基于基本面的投资方法。

1.3 投资门派相煎何急

上节中，笔者讲到了只要正视三元悖论的存在，不但不必恐慌，反而可以形成自己基于基本面的投资方法。本节中先展开来说一下，在证券市场中，曾见到哪些投资方法。

1.3.1 技术面投资者

这类投资者非常普遍，我国证券市场发展多年，早在20年前，就有各大股评师各种画图指点大盘江山的案例。进入证券市场的投资人文化水平良莠不齐，但是基本的图形大家都能看懂，所以这类投资者人数之众令人瞠目结舌。技术面有用吗？笔者用近十年现货市场每天22小时的盯盘经验告诉读者：也许有用吧，但是绝对没有大多数人想象的那么有用。

技术面投资者可以分为两类。

（1）打板一族：这类不需要多说，追涨杀跌，严格止盈止损，顶级游资的摇篮。很多人认为都是骗子，笔者倒是见过几个真正成功的打板者，做得好一段时间可能盈利非常大。但是做过的人会知道，这种是最难成功的，说千里挑一完全不过分。普通的投资者没有特殊天赋的不建议采用，否则只是扩大了你的亏损程度。

（2）趋势投资：这类投资也非常普遍，简要来说就是四个字——顺势

而为。他们追求的是确定性的机会，往往能够成功逃顶抄底，在熊市中把握大的波段，甚至塑造成“股神”的形象。但是，一种方法有利就必有弊，趋势投资在震荡行情中就表现不佳，经常频繁“打脸”。往往行情走出来刚参与就开始回调，刚止损又企稳继续上涨。所以只依靠什么画线就能执行趋势交易的“大师”，基本上难逃破产的噩运。

1.3.2 逻辑面投资者

这类投资者往往显得十分高深，天文地理、四书五经无所不通。其核心是什么？核心即是依赖市场不断重复的规律，制定一系列高胜率的策略，且不断多次重复尝试，获得稳定的市场回报。

逻辑面投资者也可以分为两类。

(1) 题材潜伏：这类特指能够准确把握市场动向，对热点有灵敏嗅觉的参与者，需要宏观微观经济都略知一二，提前预判行情的起点，并同时设定题材兑现的节点，利用市场波动中人性的弱点进行操作。股价变动的过程，其实都在其推演的范围之内，在某个热点静无声息时介入，在这个热点开始被人熟知推高时撤出。

(2) 量化投资：这类原指有一定的建模基础，选择适合市场的各种指标，然后机械性执行并进行回测，从而获得高效的投资盈利模式。在国外由于是 T+0 交易，这类投资方法非常普遍，在某个模型钻研透了之后，成功赚钱概率很大，但是参与者多了或者规则改动后，模型也很容易失效。为什么“阿尔法狗”那么厉害？这就是程序化 + 自我学习高度结合的产物。

1.3.3 基本面投资者

最后来谈基本面投资，这类投资的成功大师很多，推广也最有深度，市面上（特别是国外）很多成功投资书籍，大多都是从基本面着手的。这类投资人有一个特点，无论其细分为哪一类，他们始终坚持这么一个准

则——股价的短期波动，也许不具有突出意义；但是股价的长期走势，必定与这只股票背后的公司息息相关。

而各个细分类别的差别和原因，正是上文不断提到的——基于基本面分析三元悖论的侧重点不同，其可以细分为以下几类。

（1）格老（格林厄姆）的价投：以企业低估值为绝对要求，寻找成长不发生衰退（不能出现严重负增长）、企业发展稳定可持续（不会发生倒闭、退市）的个股，待企业由低估值回归到合理估值卖出。一句话概括：测算安全边际，分散逆向投资。

（2）巴神（巴菲特）的价投：以企业可持续性稳定发展为绝对要求，密切关注企业的护城河，寻找成长较快，估值处于合理区域的个股，即以合理的估值买入优秀的公司。一句话概括：精选优质企业，漫漫时间长伴。

（3）周期股投资：以企业成长性突变为绝对要求，忽略估值的影响因素，同时准确判断高速成长持续的时间，做到提前潜伏、提前退出，具体表现形式常为高估值买入、低估值卖出。一句话概括：把握行业拐点，获得超额回报。

（4）成长股投资：以企业高速成长为绝对要求，在估值的高低和企业发展持续性中获得平衡，若企业高速发展持续性佳，则允许稍高的估值，若企业高速发展持续性不确定，则对估值合理性要求更高。一句话概括：优选最快成长，业绩估值双击。

（5）白马股投资：以企业可持续性较快发展为绝对要求，在估值的高低和企业发展速度中获得平衡，注意发掘企业发展加速引起的估值溢价和企业发展减速导致的估值折价。一句话概括：合理估值介入，长伴企业发展。

（6）新题材投资：以企业新兴领域发展可持续性为绝对要求，寻找若干年后社会发展所需的产业，对估值无过多要求，成长性更看重营收增长，由于只有少部分能够实现真正的产业化，注意波段止盈。一句话概括：跟随产业风口，及时兑现收益。

投资不易，且行且珍惜。价值投、成长投甚至题材投，本是同根生，