

深度报告

金融工程

投资性产品

投资性指标与策略系列之三

2010年12月28日

本报告独到之处:

- 依据投资者不同的投资风格, 分别建立基本面指标选股体系, 完成各类投资风格的初步股票筛选, 以求股票覆盖广泛, 节省初步筛选时间。
- 对 A 股市场不同风格和行业的股票进行数据统计研究, 掌握各种基本面指标的取值范围。

专题报告

成长股选股策略研究

1. 建立基本面选股体系的意义

由于研究成本高昂, 股票数量众多难以覆盖等因素, 海外的投资和研究机构都建立了基本面选股系统, 来形成初步的股票池以供后续的基本面深入研究。A 股市场面临同样的问题, 机构建立选股系统迫在眉睫。我们建议形成利用财务与市场因子来进行股票筛选的基本面选股体系, 节省选股时间和精力, 迅速形成各种投资风格的股票池。此外, 该体系的建立可以支持其它量化模型的研究, 比如我们的 CART 决策树模型。

2. 基本面选股体系的布局

根据我们定义的风格指标, 基本面选股体系将在 A 股市场中直接筛选出成长股, 价值股, GARP, 动量股四大风格股票池。结合这四个分类, 我们将深入到 A 股的各个行业中去, 做行业内的细化研究, 寻找行业指标特征。最终, 我们希望这个选股体系可以衍生出个股的财务评价系统和市场的估值跟踪系统。

3. 定义成长型股票

投资者对成长股的概念各有不同的认定, 对特征指标的选取也不尽相同。我们在报告中提供了一种分类的方法, 并对每种组合的绩效进行分析。我们从高估值, 高盈利能力, 高盈利质量, 高潜力这四个角度定义成长股。

4. 高估值成长股选股策略

需要对市场后市有明确的判断, 只有整体环境向好, 政策倾向性明显的环境下才可投资该类股票。顺应当前市场环境, 我们筛选出的组合集中在医药消费类板块, 在长期和短期都有极高的收益率。

5. 高盈利性成长股选股策略

我们认为这是最好的成长股类别, 有坚实的业绩基础, 可以持续稳定的战胜市场, 抗跌性强, 在上涨市场具有极强的爆发力, 长短期都有很好的收益率。我们的筛选结果中有很多熟悉的白马股, 组合的表现符合预期。

6. 高盈利质量成长股选股策略

一般也是高盈利性成长股, 这种策略更看重公司的管理和经营能力, 在上涨市场中弱于高盈利成长股, 但在下跌市场中抗跌性更好。我们筛选出来的组合基本是高盈利性筛选组合的子集, 它在长短期都有较好的收益率, 风险和收益相对均衡。

7. 潜力成长股选股策略

该类组合不适合整体短线投资, 应作为研究储备对待, 需要对个股进行更深入的基本面挖掘来进行优中选优。短期来看, 个股的爆发通常会被组合整体的平庸拖累。组合可进行整体长期投资, 可获得较好的收益率。

该研究系列相关报告:

《基于 CART 决策树的行业内选股方法》

《CART 决策树在制造业内的选股效果》

联系人: 赵学昂

电话: 0755-82133538

E-mail: zhaoxang@guosen.com.cn

分析师: 焦健

电话: 0755-82130833-6220

E-mail: Jiaojian1@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040012

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

| | |
|--------------------|----|
| 建立基本面选股体系的意义 | 3 |
| 基本面选股体系的布局 | 3 |
| 何谓成长型股票 | 4 |
| 高估值成长股选股策略 | 4 |
| 高盈利性成长股选股策略 | 7 |
| 高盈利质量成长股选股策略 | 9 |
| 潜力成长股选股策略 | 11 |
| 成长股选股策略总结 | 13 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 基本面选股体系布局 | 3 |
| 表 1: A 股基本面选股常用指标 | 4 |
| 表 2: 高估值成长股选股结果 (2009-4-30) | 5 |
| 图 2: 组合样本外效果 (2009-5-1) | 5 |
| 表 3: 高估值成长股选股结果 (2010-4-30) | 6 |
| 图 3: 组合样本外效果 (2010-5-1) | 7 |
| 表 4: 高盈利性成长股选股结果 (2009-4-30) | 8 |
| 图 4: 组合样本外效果 (2009-5-1) | 8 |
| 表 5: 高盈利性成长股选股结果 (2010-4-30) | 8 |
| 图 5: 组合样本外效果 (2010-5-1) | 9 |
| 表 6: 高盈利质量成长股选股结果 (2009-4-30) | 10 |
| 图 6: 组合样本外效果 (2009-5-1) | 10 |
| 表 7: 高盈利质量成长股选股结果 (2010-4-30) | 10 |
| 图 7: 组合样本外效果 (2010-5-1) | 11 |
| 表 8: 潜力成长股选股结果 (2009-4-30) | 11 |
| 图 8: 组合样本外效果 (2009-5-1) | 12 |
| 表 9: 潜力成长股选股结果 (2010-4-30) | 12 |
| 图 9: 组合样本外效果 (2010-5-1) | 12 |

建立基本面选股体系的意义

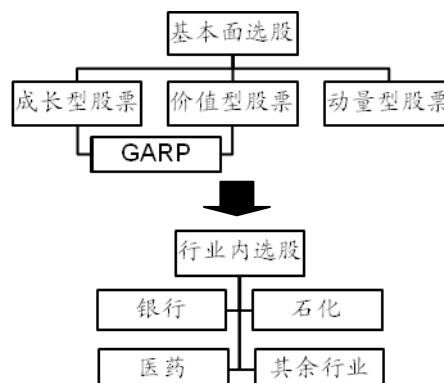
在海外，大型基金公司或资产管理公司在建立投资组合时，通常都会通过股票基本面筛选器，来进行初步的股票筛选，来形成符合目标投资风格的初级股票池。一方面，上市公司的不断增多使得分析师的研究无法全面覆盖；另一方面，券商的研究部门由于成本控制而呈现行业整体萎缩的态势。因此，投资者拥有自己的选股体系可以节省大量的研究时间和研究成本。先锋基金(Vanguard)，富达基金(Fidelity)，标准普尔(Standard & Poor's)等国外知名的机构都有完整的基本面选股系统，而大型的财经媒体，研究机构也都提供简便的股票筛选器。

截至 2010 年 12 月 1 日，A 股上市公司共有 2009 家，这显然远远超过了国内券商的研究覆盖范围。通常，一些研究覆盖之外的股票具有令人意想不到的成长性，而这部分股票往往从未被机构投资者注意到。虽然目前基金公司普遍拥有自己的股票池，但通常都是依据制度约定，分析师推荐等原因而建立，而非经过严格的市场扫描。此外，由于投资标的限制的原因，基金公司也一定程度上丧失了对建立完整股票筛选体系的动力。反观，选股体系在一些私募上倒是发挥了实际的效果。作为秉承价值投资理念的机构投资者，我们认为极其有必要建立一个初步的股票筛选器，而基于的标准，自然是基本面因素。在选股器中，基本面因素主要由财务因素和市场因素构成。

基本面选股体系的布局

由于投资者对投资风格，股票分类等概念有差异化的观点，因此我们在本系列报告中先做出一个统一，给出如下布局：

图 1：基本面选股体系布局



数据来源：标准普尔，国信证券经济研究所

就具体的基本面选股指标而言，我们一般选择如下财务与市场指标（适用于 A 股市场）：

表 1: A 股基本面选股常用指标

| 股票信息 | 股票表现 | 盈利能力 | 成长能力 | 估值水平 | 流动水平 | 其他指标 |
|-------|---------|------|-------------|------|---------|----------|
| 收盘价 | 年初至今收益率 | 营业收入 | 1 年 EPS 增长率 | PE | 流动比率 | 机构法人持股比率 |
| 平均成交量 | 1 个月收益率 | 毛利率 | 3 年 EPS 增长率 | PS | 净资产负债率 | 券商平均投资评级 |
| 市值 | 3 个月收益率 | 净利率 | 红利率增长率 | PB | 总资产负债率 | 内部持股比率 |
| 红利率 | 1 年收益率 | ROE | 营业收入增长率 | PCF | 长期负债/现金 | 每股收益比预期 |
| 流通量 | 3 年收益率 | ROA | ROE 增长率 | PEG | 现金/总资产 | |
| 所属行业 | 相对强弱指标 | | | | | |
| 所属行业 | beta 值 | | | | | |
| 所属指数 | 标准差 | | | | | |

数据来源：标准普尔，国信证券经济研究所

这里需要注意，我们没有将海量的财务指标全部堆砌到这个列表里，因为很多指标的效果重合明显，一些指标由于非常偏门也不予考虑。海外的经验是，6 个指标就可以达到较好的股票筛选效果。此外，我们再次强调，这里讨论的是单纯的指标筛选过程，而不是多因素回归模型。

何谓成长型股票

成长股历来是投资者首要追求的股票类别，其简单定义如下：

成长股是指这样一些公司所发行的股票，它们的销售额和利润额持续增长，而且其速度快于整个国家和本行业的增长。这些公司通常有宏图伟略，注重科研，留有大量利润作为再投资以促进其扩张。由于公司再生能力强劲，随着公司的成长和发展，所发行的股票的价格也会上升，股东便能从中受益。成长股的营业收入与净利润增长率通常要连续战胜行业平均水平与市场平均水平，由于其成长周期长，因此需要投资者耐心的长期持有。投资者对成长股一般寄予了厚望，所以成长股的估值通常高于市场平均水平。

人们对成长股的具体判定方法可谓千差万别，在报告中我们仅给出了一种判定的参考方式，并展示了筛选出的成长股组合的市场绩效。

高估值成长股选股策略

成长股的首要特征就是高估值。我们的选股策略是，目标股票的动态PE与静态PE(TTM)，PS与PB均比选股日的沪深300指数的相同指标高100%以上。这种选股的思路是，目标股票的预期与实际估值均高过市场整体。很明显，按照这种策略，我们可以预见将会筛选出一些当时市场上估值很高的热门股。本次选股的时间为2009年4月30日，我们严格运用在当时时点的已知信息。当前的指标阈值可以尝试选取如下，这里直接给出沪深300在选股日的对应估值：

- 1.动态PE大于 $17.14 \times 2 = 34.28$ ，小于100；
- 2.静态PE大于 $19.24 \times 2 = 38.48$ ，小于100；
- 3.PS大于 $1.81 \times 2 = 3.62$ ，小于20；

4. PB大于 $2.74 \times 2 = 5.48$ ，小于20;
5. 收盘价大于5元;
6. 流通市值大于10亿元，小于100亿元;
7. 在2008年之前上市。

我们限定了这几个估值指标的最大值，避免选到拥有极值的个股（一般为事件影响）。此外，股价过于便宜的股票通常存在隐患，而市值过大的公司成长性很小，因此我们在收盘价与流通市值上也制定了上限。这里涉及到一个参数设定的问题，我们的原则是选出的股票数量较少。因此，参数的数值选择仅以筛选得到的股票数量为唯一标准（数量过大的初选股票池缺乏实际意义），而绝非以选出组合的市场表现来反复调整参数。至于参数的经济学与市场意义，具体大小，以及筛选出的股票数量，则是投资者应该结合市场环境和经验独立去判断的。以A股全部股票为备选池，上述指标选股结果如下：

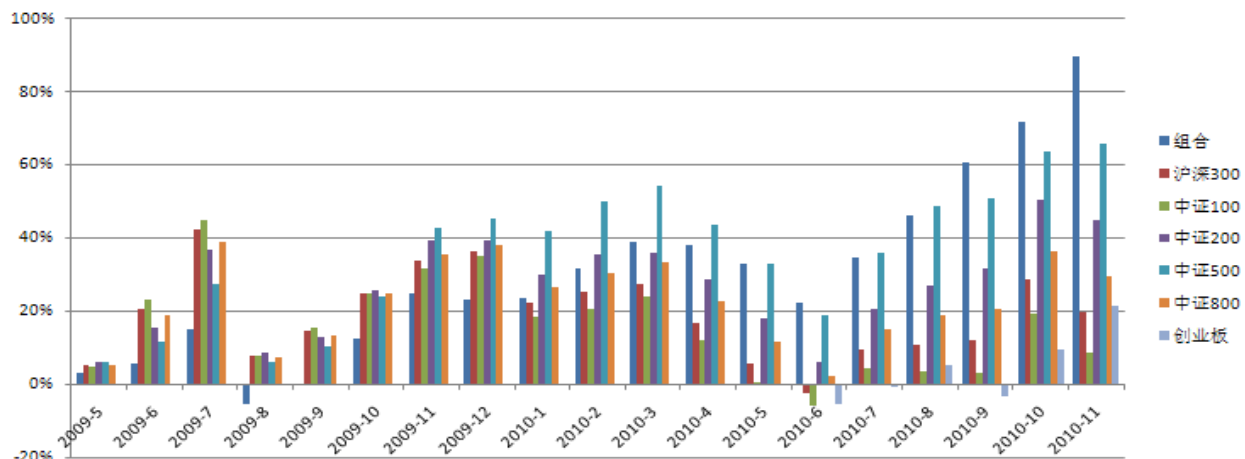
表 2: 高估值成长股选股结果（2009-4-30 取得数据）

| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 动态PE | PE (TTM) | PB | PS | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|------|----------|------|------|------------|---------|
| 000563.SZ | 陕西投A | 10.9 | 25.5 | 54.7 | 63.7 | 7.9 | 17.6 | 1994-1-10 | 信托II |
| 000777.SZ | 中核科技 | 17.0 | 21.5 | 64.4 | 94.5 | 6.1 | 6.0 | 1997-7-10 | 普通机械 |
| 002030.SZ | 达安基因 | 11.8 | 22.7 | 43.2 | 58.4 | 7.2 | 9.9 | 2004-8-9 | 生物制品II |
| 002089.SZ | 新海宜 | 11.3 | 14.4 | 39.9 | 55.4 | 6.7 | 8.2 | 2006-11-30 | 通信设备 |
| 002093.SZ | 国脉科技 | 15.7 | 11.5 | 36.8 | 52.3 | 10.0 | 8.1 | 2006-12-15 | 通信设备 |
| 002153.SZ | 石基信息 | 67.1 | 24.0 | 35.4 | 52.7 | 11.7 | 17.0 | 2007-8-13 | 计算机应用 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 20.8 | 60.8 | 47.7 | 61.2 | 9.4 | 4.8 | 1997-10-30 | 饮料制造 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 20.2 | 48.0 | 45.6 | 63.3 | 14.8 | 14.4 | 1998-6-16 | 生物制品II |
| 600195.SH | 中牧股份 | 23.4 | 46.9 | 35.9 | 42.6 | 8.3 | 5.0 | 1999-1-7 | 生物制品II |
| 600406.SH | 国电南瑞 | 29.7 | 52.0 | 39.7 | 60.8 | 7.7 | 6.8 | 2003-10-16 | 电气设备 |
| 600435.SH | 中兵光电 | 19.0 | 36.2 | 41.2 | 41.0 | 8.1 | 7.4 | 2003-7-4 | 非汽车交运设备 |
| 600683.SH | 京投银泰 | 9.9 | 22.2 | 74.6 | 68.6 | 8.0 | 6.2 | 1993-10-25 | 零售 |
| 600765.SH | 中航重机 | 17.3 | 15.5 | 37.7 | 56.1 | 9.4 | 5.0 | 1996-11-6 | 普通机械 |
| 600825.SH | 新华传媒 | 18.5 | 47.4 | 37.7 | 43.6 | 5.6 | 3.7 | 1994-2-4 | 传媒 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

从结果来看，筛选出来的股票普遍股价不高，估值水平偏高，但并不夸张，主要是市场当时处于触底反弹的初期所致。估值高的品种在牛市中可能持续受到追捧，一个高估值的股票篮子，整体上涨的概率高于下跌。以上的组合，正好遇到了A股摆脱金融危机，大幅反弹的行情（组合收益均为等权重测算）：

图 2: 组合样本外效果（2009-5-1 建仓，累积收益）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

从上图可以看到，高估值的成长股在市场反弹的初期，涨幅优势并不明显，这时候市场的中流砥柱是以中证100为代表的大盘蓝筹。在2009年8月底，市场大幅回调，高估值的小盘股首先被打压，损失可谓惨重，但在接下来市场再次反弹时候却展现了稳定上涨的态势。在2010年二季度之后，高估值的成长股开始发力，领跑市场。在09年中期至今的这段行情里，开始被市场追捧的高估值品种，在后来也是资金追逐的目标。

为了更好的评估该选股策略的效果，我们在2010年4月30日再进行一次选股，建仓期为2010年5月1日（节假日顺延）。以下的各种不同策略，我们均在相同的时间点进行研究，并保证作出两个样本外检验。由于数据的取值日期发生变化，我们的选股条件发生微调：

1. 动态PE大于 $15.09 \times 2 = 30.18$ ，小于100（剔除极值）；
2. 静态PE大于 $17.29 \times 2 = 34.58$ ，小于100；
3. PS大于 $2.01 \times 2 = 4.02$ ，小于20；
4. PB大于 $2.75 \times 2 = 5.50$ ，小于20；
5. 在2009年之前上市。

筛选后，我们发现满足以上条件的股票有90只，占A股股票总数的4.48%，比前面的筛选数量大幅增加。可见，09年至10年期间A股中估值有大幅提升的个股数量猛增，这是市场上涨的必然结果。为减少筛选出股票的数量，前面的筛选系统需要随市场作出调整，因此我们要求目标股票的动态PE与静态PE(TTM)，PS与PB均比选股日的沪深300指数的相同指标高200%以上。显而易见，我们在挖掘估值已经极高的品种。

这里存在一个问题，就是我们随市场变化来调整筛选制度这一行为是否正确。从实际投资角度来看，作出调整，或者说作出大幅调整，并不英明。市场上涨推动了个股估值的提升，这些过高的估值往往意味着模型的使用者应该降低仓位，而不应该变换标准来继续追高。本报告主要目的是给出定义成长股风格的指标，验证各种选股方法在不同市场阶段的表现，且希望每次筛选出的组合数量可控，而不是一个可以直接应用的投资模型，这一点请格外注意。没有一个固定的筛选标准，会在任意市场行情下都有效，但在变化的市场下，还是应该坚守自己认可的投资原则！

新的筛选结果如下所示：

表 3：高估值成长股选股结果（2010-4-30 取得数据）

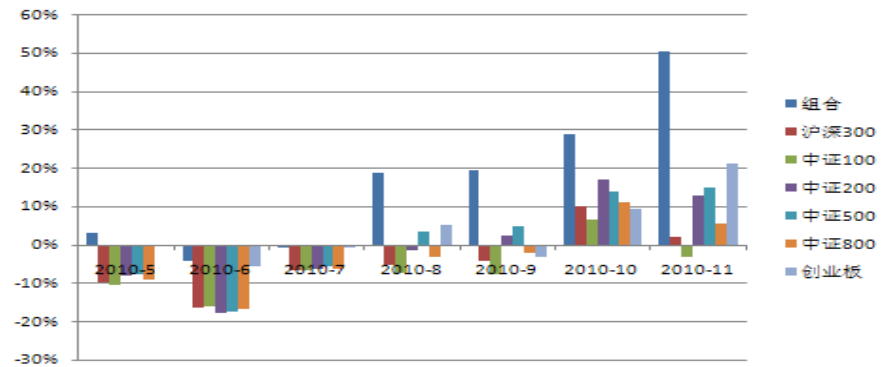
| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 动态PE | PE (TTM) | PB | PS | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|------|----------|------|------|------------|-----------|
| 000566.SZ | 海南海药 | 23.0 | 47.8 | 48.6 | 76.5 | 12.4 | 9.4 | 1994-5-25 | 化学制药 |
| 002004.SZ | 华邦制药 | 53.3 | 53.0 | 49.5 | 61.5 | 8.4 | 12.9 | 2004-6-25 | 化学制药 |
| 002030.SZ | 达安基因 | 13.7 | 31.4 | 50.3 | 67.3 | 8.9 | 10.3 | 2004-8-9 | 生物制品 II |
| 002168.SZ | 深圳惠程 | 16.1 | 15.5 | 61.0 | 65.8 | 9.0 | 15.3 | 2007-9-19 | 电气设备 |
| 002214.SZ | 大立科技 | 30.8 | 19.0 | 48.4 | 66.4 | 8.3 | 14.4 | 2008-2-18 | 其他电子器件 II |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 47.3 | 18.4 | 47.4 | 62.4 | 15.4 | 13.6 | 2008-4-18 | 医疗器械 II |
| 002241.SZ | 歌尔声学 | 27.0 | 24.3 | 51.7 | 77.0 | 11.1 | 8.6 | 2008-5-22 | 元件 II |
| 600763.SH | 通策医疗 | 12.4 | 19.8 | 47.7 | 77.6 | 9.5 | 10.5 | 1996-10-30 | 医疗服务 II |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

在大幅提高估值筛选阈值后，股票的数量明显减少，仅有8只，且明显集中在

医药板块，这是2010年中期之后估值最高的板块。我们来看一下这些当时估值极高的个股在下半年表现如何：

图 3：组合样本外效果（2010-5-1 建仓，累积收益）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

2010年5月市场跳水，高估值个股依然有正收益；8月市场出现反弹，我们的组合表现远超市场；在11月，该组合已经积累了超过50%的正收益。2010年下半年是医药板块表现十分出色的一段时间，这得益于新兴产业规划的政策以及医药在大消费行业内确定的成长性，可以说是国家政策与自生性发展两个因素共同作用的结果。作为投资人，在挖掘高估值成长股的同时，一定要对市场环境做出一个判断，看这些个股是否具备进一步上涨的空间。前期已经被热捧的个股，必然是成长性被大家认可的品种，如果外因有利，则有很大的概率会继续被追捧。因此，选股模型并不可以完全替代投资者思维，在这里需要投资者提供一个自上而下的判断。

高盈利性成长股选股策略

高盈利能力是成长股的一个重要特征，直观上来说，我们认为这类股票的风险低于用高估值筛选出来的品种，毕竟它们有绝对业绩的支撑。我们的选股策略是，目标股票的连续四年净利润同比增长率要高，且最近年报的净资产收益率超过25%。处于2009年4月30日的时点上，当时的指标阈值可以尝试选取如下：

- 1.去年年报ROE大于25%；
- 2.连续四年净利润同比增长率均大于20%且小于300%；
- 3.收盘价大于5元；
- 4.流通市值大于10亿元，小于1000亿元（不再局限于中小盘股）。
- 5.在2004年之前上市。

上述指标的选股结果如下：

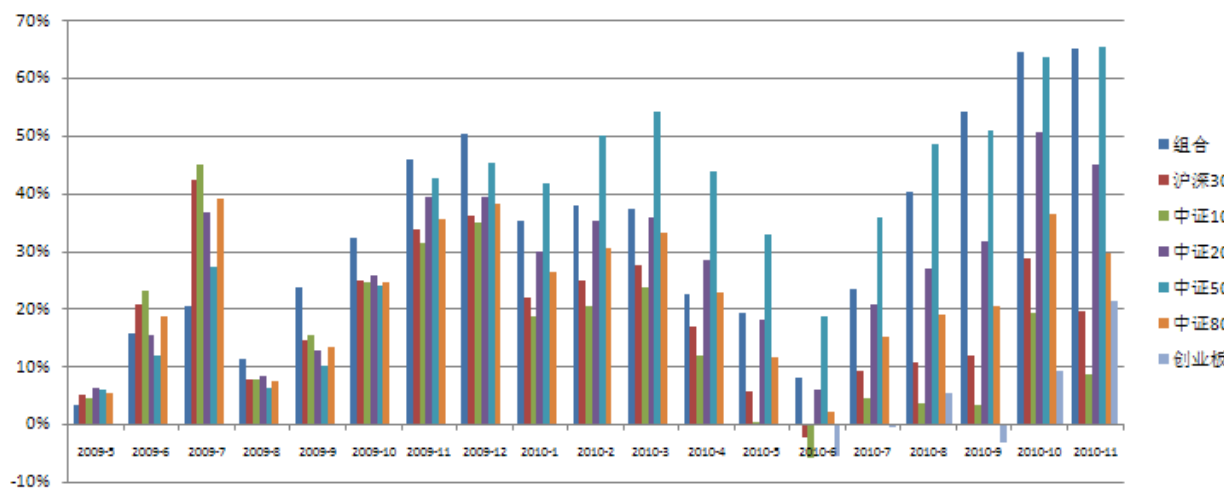
表 4: 高盈利性成长股选股结果 (2009-4-30 取得数据)

| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 净利润同比增长率/% | | | | ROE | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|------------|------|-------|------|------|------------|----------|
| | | | | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | | | |
| 000651.SZ | 格力电器 | 30.5 | 376.8 | 85.2 | 62.5 | 21.5 | 24.0 | 26.8 | 1996-11-18 | 白色家电 |
| 000792.SZ | 盐湖钾肥 | 54.7 | 213.7 | 33.4 | 21.9 | 61.7 | 72.3 | 47.5 | 1997-9-4 | 化学制品 |
| 000869.SZ | 张裕A | 48.2 | 52.7 | 39.9 | 60.7 | 42.0 | 50.4 | 35.2 | 2000-10-26 | 饮料制造 |
| 000950.SZ | 建峰化工 | 14.2 | 12.6 | 82.2 | 77.7 | 274.0 | 28.0 | 28.2 | 1999-9-16 | 化学制品 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 116.4 | 529.5 | 34.2 | 84.2 | 34.0 | 36.5 | 33.8 | 2001-8-27 | 饮料制造 |
| 600547.SH | 山东黄金 | 38.2 | 132.3 | 292.8 | 54.0 | 49.0 | 51.7 | 28.2 | 2003-8-28 | 有色金属冶炼II |
| 600582.SH | 天地科技 | 19.4 | 62.8 | 22.6 | 72.7 | 94.2 | 74.8 | 27.5 | 2002-5-15 | 专用设备 |
| 600596.SH | 新安股份 | 37.4 | 73.6 | 268.1 | 47.0 | 42.4 | 51.2 | 56.5 | 2001-9-6 | 化学制品 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

高盈利性的筛选结果让我们看到了一些熟悉的白马股的身影, 它们没有在第一节中被选出, 证明它们的估值并没有被疯狂的抬高。从净利润同比增长率来看, 这些个股都是盈利性极强的公司, 在追踪它们的市场表现前, 我们预计无论市场整体如何, 它们的股价都应该更稳定, 并应该可以跑赢大盘。

图 4: 组合样本外效果 (2009-5-1 建仓, 累积收益)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

实际观测到的结果验证了我们的猜想, 这个白马股组合一直紧紧咬住了市场上涨的脚步, 并在市场回调中显示出了抗跌性。我们认为这是个比较令人放心的超赢组合, 可以稳定战胜市场, 并可应用到股指期货alpha套利中去。此外, 这个组合的行业并没有过于集中, 这种离散化比较难得。

我们在2010年4月30日再进行一次选股, 条件不变:

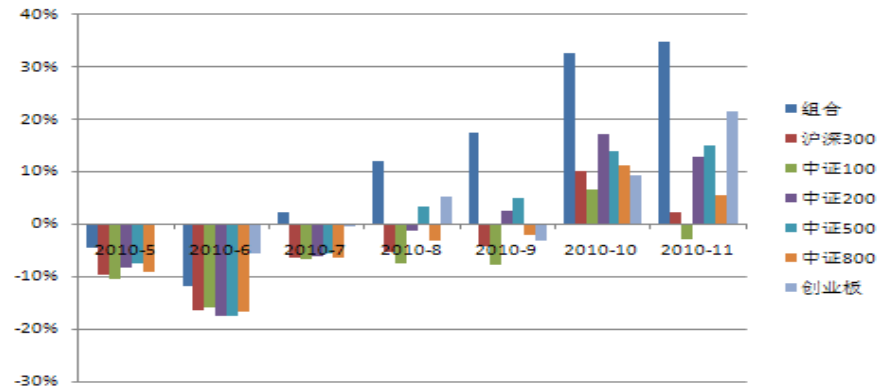
表 5: 高盈利性成长股选股结果 (2010-4-30 取得数据)

| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 净利润同比增长率/% | | | | ROE | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|------------|-------|-------|-------|------|------------|--------|
| | | | | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | | | |
| 000651.SZ | 格力电器 | 22.0 | 406.7 | 43.9 | 85.2 | 62.5 | 21.5 | 29.2 | 1996-11-18 | 白色家电 |
| 000869.SZ | 张裕A | 75.1 | 102.0 | 24.7 | 39.9 | 60.7 | 42.0 | 37.1 | 2000-10-26 | 饮料制造 |
| 000880.SZ | 潍柴重机 | 16.8 | 22.7 | 159.9 | 27.3 | 218.8 | 83.5 | 25.7 | 1998-4-2 | 普通机械 |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 72.0 | 259.3 | 226.8 | 66.7 | 37.9 | 50.7 | 36.5 | 2004-6-25 | 生物制品II |
| 002028.SZ | 思源电气 | 30.4 | 90.4 | 20.3 | 45.4 | 36.9 | 61.8 | 33.2 | 2004-8-5 | 电气设备 |
| 600031.SH | 三一重工 | 27.9 | 415.4 | 39.7 | 20.7 | 168.1 | 147.5 | 26.1 | 2003-7-3 | 专用设备 |
| 600582.SH | 天地科技 | 24.5 | 165.0 | 24.8 | 22.6 | 72.7 | 94.2 | 28.6 | 2002-5-15 | 专用设备 |
| 600828.SH | 成商集团 | 15.7 | 57.1 | 45.3 | 112.6 | 148.2 | 101.5 | 25.4 | 1994-2-24 | 零售 |
| 600983.SH | 合肥三洋 | 22.3 | 27.4 | 70.9 | 71.5 | 30.7 | 29.4 | 26.0 | 2004-7-27 | 白色家电 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

更改了选股日期后，可以看到有公司重复出现，证明了高盈利能力具有可持续性。这次的组合在行业上更加分散，而分散则意味着风险更低。注意到本节选出股票的流通市值，在20亿至500亿元之间，中大盘为主。在2010年小盘股狂热炒作的氛围中，该组合还能有如下优异表现，足以证明盈利能力对于公司股价的重要性，这应当成为价值投资者追求的主要目标。在表5中，该组合抗跌能力很强，率先反弹，在上涨市场中爆发力惊人。

图 5: 组合样本外效果 (2010-5-1 建仓, 累积收益)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

高盈利质量成长股选股策略

盈利能力强是优秀公司的一个表现，盈利质量也同样值得关注，通常这两者可以在同一家公司上体现。公司的营业收入增长率和毛利率是反应公司盈利质量的指标，该两项指标突出的公司未来通常值得看好。我们的选股策略是，目标股票的连续四年营业收入和毛利率同比增长率都要有较大增幅，并且当前的净资产负债率低于70%。净资产负债率的限定意味着排除掉大肆操纵财务杠杆，依靠疯狂借贷来制造超额利润的公司，自生性收入的增加是我们希望看到的。该节与上一节选股思路的区别，主要是该节更强调公司的经营治理能力。

处于2009年4月30日的时点上，当时的指标阈值可以尝试选取如下：

1. 去年年报净资产负债率低于0.7；
2. 连续四年营业收入同比增长率均大于10%且小于300%；
3. 连续四年毛利率同比增长率均大于1%且小于100%（1%这个数字来源于08年金融危机的制约，否则可以进一步提高）；
3. 收盘价大于5元；
4. 流通市值大于10亿元，小于1000亿元；
5. 在2004年之前上市。

上述指标的选股结果如下：

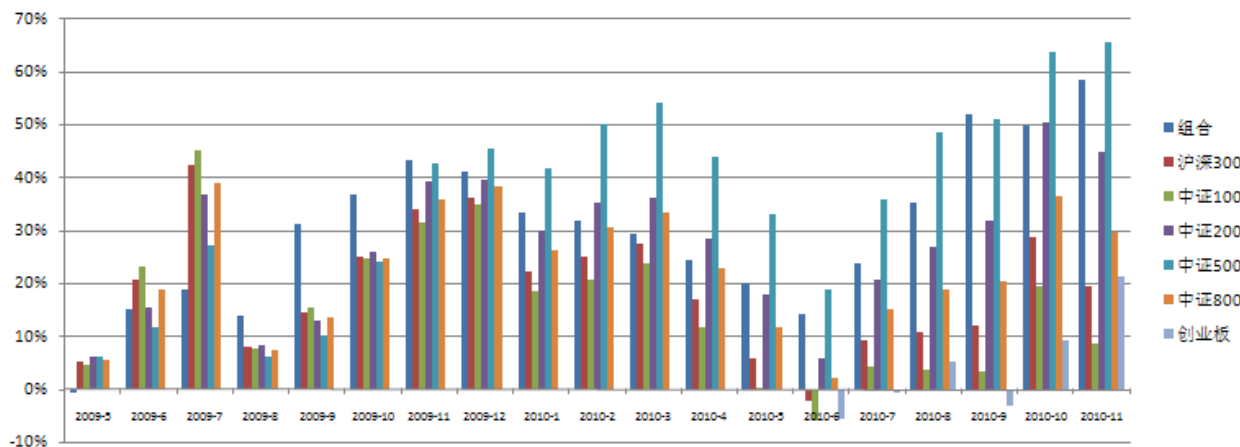
表 6: 高盈利质量成长股选股结果 (2009-4-30 取得数据)

| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 营业收入同比增长率/% | | 毛利率同比增长率/% | | 净资产负债率 | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|--------|----------|-------------|---------|------------|---------|--------|------------|--------|
| | | | | 2008 | 2007 | 2008 | 2007 | | | |
| 000869.SZ | 张裕A | 48.2 | 52.7359 | 26.492 | 25.9723 | 10.6857 | 27.5838 | 0.5629 | 2000-10-26 | 饮料制造 |
| 600161.SH | 天坛生物 | 20.18 | 48.0158 | 28.6889 | 27.2931 | 1.6222 | 10.7724 | 0.6616 | 1998-6-16 | 生物制品II |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 116.35 | 529.5332 | 13.8758 | 47.601 | 18.4493 | 24.3219 | 0.378 | 2001-8-27 | 饮料制造 |
| 600596.SH | 新安股份 | 37.39 | 73.5625 | 88.5915 | 32.9107 | 74.6414 | 13.3211 | 0.3709 | 2001-9-6 | 化学制品 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

这个筛选的结果有些出乎意料, 股票数量仅有4只。事实上, 我们将净资产负债率的限制提高到0.7 (开始的限定是0.5, 选出的数量更少), 才勉强选到4只。这些条件看起来并不苛刻, 08年的金融危机是一个原因, A股公司的盈利质量是另一个原因, 或者说, 盈利质量的进步 (通过毛利率连年增长来表达) 是一问题。如果净资产负债率限制再度提高, 则公司数量明显增加, 可见很多公司的利润创造依赖于大幅借贷, 自生性较差。此外, 选出的股票基本是第二节选出股票的子集。这验证了盈利能力和盈利质量一般共生的这个观点。从营业收入与毛利率同比增长率来看, 这几个股票的绝对数值不低, 而我们的限定值又很低 (毛利率同比增长率大于1%) 这样又推断出另一个结论: 盈利质量高的公司, 将盈利能力一般的公司, 远远的甩在了后面。

图 6: 组合样本外效果 (2009-5-1 建仓, 累积收益)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

由于组合与第二节的趋同性, 样本外检验的效果也差别不大, 组合表现的比较稳定, 但可以看到市场对盈利质量的认同度还不如盈利能力。我们在2010年4月30日再进行一次选股, 条件不变, 结果只得到1只股票。我们将净资产负债率的条件放松到“小于1”, 得到如下结果:

表 7: 高盈利质量成长股选股结果 (2010-4-30 取得数据)

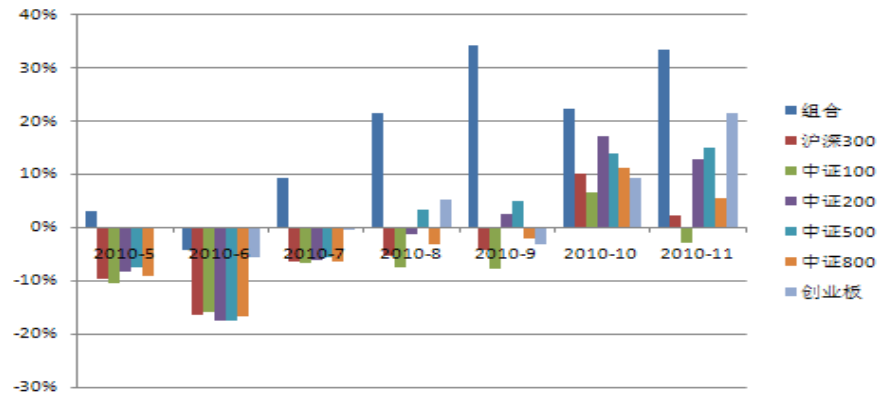
| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 营业收入同比增长率/% | | 毛利率同比增长率/% | | 净资产负债率 | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|-------------|------|------------|------|--------|------------|------|
| | | | | 2008 | 2007 | 2008 | 2007 | | | |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 33.0 | 175.7 | 23.3 | 22.1 | 11.5 | 15.2 | 0.2752 | 1996-7-29 | 中药II |
| 000869.SZ | 张裕A | 75.1 | 102.0 | 21.6 | 26.5 | 4.4 | 10.7 | 0.7206 | 2000-10-26 | 饮料制造 |
| 600425.SH | 青松建化 | 21.2 | 78.0 | 31.6 | 38.3 | 34.2 | 9.6 | 0.9713 | 2003-7-24 | 建筑材料 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 35.7 | 99.4 | 12.5 | 16.9 | 57.4 | 5.0 | 0.7669 | 1993-8-27 | 饮料制造 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

进入2010年下半年, 公司对借贷的需求再度增强, 导致我们不断的放松对净

资产负债率的要求。对比图7与图5，组合在下跌市中表现的更加顽强，这有两个可能的原因：第一，样本过小，偶然因素导致；第二，市场认可这些公司的盈利质量，并相信它们的管理水平，在下跌的悲观气氛中，对以往高盈利能力的公司的前景十分担忧，转而追进以往高盈利质量的公司，相信后者更有可能在恶劣的环境中保持住盈利水平。如果第二点成立，那么高盈利质量的公司将是下跌市或震荡市中的不二选择。

图 7：组合样本外效果（2010-5-1 建仓，累积收益）



数据来源：Wind，国信证券经济研究所

潜力成长股选股策略

很多成长性很强的小型公司的股票价格偏低，未在市场上得到应有的关注，这些公司通常是喜欢挖掘黑马的投资者最喜欢的目标。我们这样定义这些潜力股：连续四年的每股收益都有大幅增长，股价较低，市值也较低。这样的判定标准筛选出来的股票，很容易成为高送配，概念炒作等事件的主角。这里需要注意的是，这些黑马股价较低，是因为长期没有受到市场的关注，交易冷清，因此可能需要很长的时间才会得到认可，是典型的长期持有，高风险，高回报的品种。具体的指标阈值可以尝试选取如下：

- 1.连续四年每股收益同比增长率均大于20%且小于300%；
- 2.收盘价小于20元且大于5元；
- 3.流通市值大于10亿元且小于50亿元；
- 4.在2004年之前上市。

上述指标的选股结果如下：

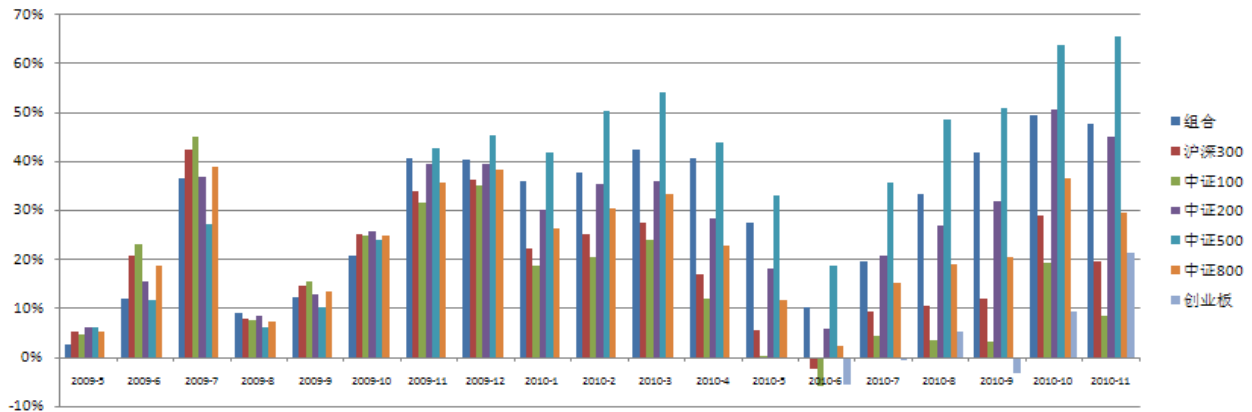
表 8：潜力成长股选股结果（2009-4-30 取得数据）

| | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 每股收益同比增长率/% | | | | 上市日 | 所属行业 |
|----------------|-------|---------|-------------|-------|-------|------|------------|--------|
| | | | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | | |
| 000028.SZ 一致药业 | 18.9 | 28.2 | 23.7 | 56.1 | 124.2 | 30.5 | 1993-8-9 | 医药商业II |
| 000655.SZ 金岭矿业 | 19.4 | 30.0 | 79.1 | 109.4 | 182.8 | 31.8 | 1996-11-28 | 其他采掘II |
| 600122.SH 宏图高科 | 11.9 | 30.5 | 158.6 | 191.7 | 28.5 | 51.6 | 1998-4-20 | 零售 |
| 600429.SH 三元股份 | 7.1 | 45.1 | 114.0 | 200.0 | 110.0 | 50.0 | 2003-9-15 | 食品制造 |
| 600814.SH 杭州解百 | 6.6 | 14.9 | 25.0 | 53.9 | 136.4 | 44.7 | 1994-1-14 | 零售 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所

由于我们本次的要求比较严格，因此股票数量较少，但均是收益成长性极强的个股。从图8中，我们看到该组合整体走势温和，初期与大盘同涨同跌，在2010年中期随小盘股热潮而冲顶（该组合为中小盘组合）。潜力成长股个体具有很大的爆发潜力，但作为一个组合，则潜力被分散化：某只涨幅巨大的个股很容易被淹没在组合之中。黑马股之间不太具备协同性，因此该组合非常需要进行个体基本面的进一步深入研究，以便确定符合时宜的黑马。

图 8: 组合样本外效果 (2009-5-1 建仓, 累积收益)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

我们在2010年4月30日再进行一次选股，条件不变:

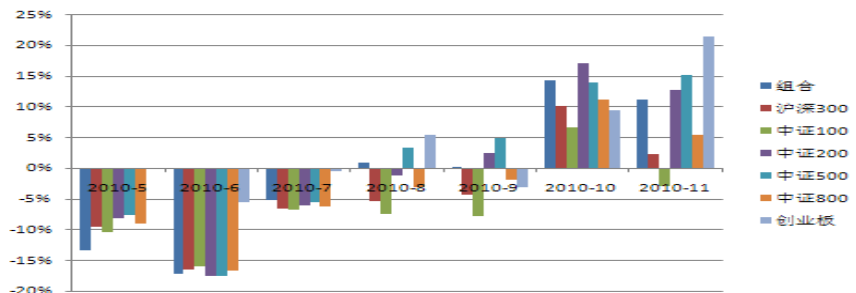
表 9: 潜力成长股选股结果 (2010-4-30 取得数据)

| | | 收盘价/元 | 流通市值/亿元 | 每股收益同比增长率/% | | | | 上市日 | 所属行业 |
|-----------|------|-------|---------|-------------|------|-------|-------|------------|---------|
| | | | | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | | |
| 000547.SZ | 闽福发A | 11.8 | 23.2 | 131.4 | 63.5 | 40.0 | 115.9 | 1993-11-30 | 综合II |
| 000789.SZ | 江西水泥 | 8.1 | 30.3 | 34.9 | 30.3 | 237.7 | 107.0 | 1997-9-23 | 建筑材料 |
| 000880.SZ | 潍柴重机 | 16.8 | 22.7 | 160.0 | 25.0 | 100.0 | 109.3 | 1998-4-2 | 普通机械 |
| 600376.SH | 首开股份 | 16.9 | 30.5 | 34.9 | 79.9 | 89.4 | 37.9 | 2001-3-12 | 房地产开发II |
| 600480.SH | 凌云股份 | 13.9 | 43.4 | 96.8 | 40.9 | 29.4 | 88.9 | 2003-8-15 | 汽车零部件II |
| 600841.SH | 上柴股份 | 17.1 | 45.0 | 133.3 | 62.2 | 33.3 | 150.0 | 1994-3-11 | 普通机械 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

选股日推后了一年，筛选出来的组合面目全非：前面的黑马都已经涨幅很大，超过了我们选股的股价界限，自然已经不再是黑马（绝非是因为每股收益成长性不具备持续性）。在这批潜力成长股中，行业分布十分有趣，全然没有当前热点，因此股价很低。

图 9: 组合样本外效果 (2010-5-1 建仓, 累积收益)



数据来源: Wind, 国信证券经济研究所

由图9可见，潜力成长股的组合不是短期组合，它的表现难以预期，跑赢或跑输市场都时常发生，因此该节的选股思路最不适合作为“投资组合”的依据，而应坚决作为“研究组合”来对待。如果投资者可以坚持长期持有原则，那么该组合就具备了直接整体投资的资格。

成长股选股策略总结

本报告中讨论了四种成长股选股策略，我们对每种策略的评价如下：

高估值成长股：需要对市场后市有明确的判断，只有整体环境向好，政策倾向性明显的情况下才可投资。若满足这个条件，长期或短期投资都会有极高的收益率；

高盈利性成长股：最好的成长股类别，有坚实的业绩基础，可以持续稳定的战胜市场，抗跌性强，在上涨市场具有极强的爆发力，长短期都有很好的收益率（相比市场整体）；

高盈利质量成长股：一般也是高盈利性成长股，更看重公司的管理和经营能力，在上涨市场中弱于高盈利成长股，但在下跌市场中抗跌性更好，长短期都有较好的收益率；

潜力成长股：组合不适合整体短线投资，应作为研究储备对待，需要对个股进行更深入的基本面挖掘。组合可进行整体长期投资，可获得较好的收益率。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
| | 回避 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|--------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 宏观 | | 固定收益 | | 策略 | |
| 周炳林 | 0755-82130638 | 李怀定 | 021-60933152 | 黄学军 | 021-60933142 |
| 林松立 | 010-66026312 | 侯慧梯 | 021-60875161 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 崔嵘 | 021-60933159 | 张旭 | 010-66026340 | | |
| 吴土金 | 0755-82130833-1332 | 刘子宁 | 021-60933145 | | |
| 交通运输 | | 银行 | | 房地产 | |
| 郑武 | 0755- 82130422 | 邱志承 | 021- 60875167 | 方焱 | 0755-82130648 |
| 陈建生 | 0755- 82133766 | 黄飙 | 0755-82133476 | 区瑞明 | 0755-82130678 |
| 岳鑫 | 0755- 82130432 | 谈焯 | 010- 66025229 | 黄道立 | 0755- 82133397 |
| 高健 | 0755-82130678 | | | | |
| 机械 | | 汽车及零配件 | | 钢铁 | |
| 余爱斌 | 0755-82133400 | 李君 | 021-60933156 | 郑东 | 010- 66025270 |
| 陈玲 | 0755-82130646 | 左涛 | 021-60933164 | 秦波 | 010-66026317 |
| 杨森 | 0755-82133343 | | | | |
| 商业贸易 | | 基础化工 | | 医药 | |
| 孙菲菲 | 0755-82130722 | 张栋梁 | 0755-82130532 | 贺平鸽 | 0755-82133396 |
| 祝彬 | 0755-82131528 | 陈爱华 | 0755-82133397 | 丁丹 | 0755- 82139908 |
| 田惠蓝 | 0755-82133263 | 邱斌 | 0755-82130532 | 陈栋 | 021-60933147 |
| 吴美玉 | 010-66026319 | 罗洋 | 0755-82150633 | 杜佐远 | 0755-82130473 |
| 石油与石化 | | 电力设备与新能源 | | 传媒 | |
| 严蓓娜 | 021-60933165 | 皮家银 | 021-60933160 | 陈财茂 | 021-60933163 |
| 有色金属 | | 电力与公用事业 | | 非银行金融 | |
| 彭波 | 0755-82133909 | 徐颖真 | 021-60875162 | 邵子钦 | 0755- 82130468 |
| 谢鸿鹤 | 0755-82130646 | 谢达成 | 021-60933161 | 田良 | 0755-82130513 |
| | | | | 童成敦 | 0755-82130513 |
| 通信 | | 造纸 | | 家电 | |
| 严平 | 021-60875165 | 李世新 | 0755-82130565 | 王念春 | 0755-82130407 |
| 程峰 | 021-60933167 | 邵达 | 0755-82130706 | 黄海培 | 021-60933150 |
| 计算机 | | 电子元器件 | | 纺织服装 | |
| 段迎晟 | 0755- 82130761 | 段迎晟 | 0755- 82130761 | 方军平 | 021-60933158 |
| | | 黄磊 | 0755-82151833 | | |
| | | 高耀华 | 0755-82130771 | | |
| 农业 | | 旅游 | | 食品饮料 | |
| 张如 | 021-60933151 | 陈财茂 | 021-60933163 | 黄茂 | 0755-82138922 |
| 建材 | | 煤炭 | | 建筑 | |
| | | | | 邱波 | 0755-82133390 |
| | | | | 李遵庆 | 0755-82133055 |
| 新兴产业 | | 研究支持 | | 指数与产品设计 | |
| 陈健 | 010-66022025 | 沈瑞 | 0755-82132998 | 焦健 | 0755-82133928 |
| 李筱筠 | 010-66026326 | 雷达 | 0755-82132098 | 彭甘霖 | 0755-82133259 |
| | | 袁剑 | 0755-82139918 | 阳瑾 | 0755-82133538 |
| | | 余辉 | 0755-82130741 | 周琦 | 0755-82133568 |
| | | 王越明 | 0755-82130478 | 赵学昂 | 0755-66025232 |
| | | | | 邓岳 | 0755- 82150533 |
| 投资基金 | | 量化投资 | | 交易策略 | |
| 杨涛 | 0755-82133339 | 葛新元 | 0755-82133332 | 戴军 | 0755-82133129 |
| 刘舒宇 | 0755-82133568 | 董艺婷 | 021-60933155 | 秦国文 | 0755-82133528 |
| 康亢 | 010-66026337 | 林晓明 | 0755-25472656 | 徐左乾 | 0755-82133090 |
| 刘洋 | 0755-82150566 | 赵斯尘 | 021-60875174 | 黄志文 | 0755-82133928 |
| 李腾 | 0755-82130833-6223 | 程景佳 | 010-88005326 | | |
| | | 郑云 | 021-60875163 | | |
| | | 毛甜 | 021-60933154 | | |

国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） | | | 华东区（机构销售二部） | | | 华南区（机构销售三部） | | |
|-------------|---|--|-------------|--|--|-------------|--|--|
| 王立法 | 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn | | 盛建平 | 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn | | 魏宁 | 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn | |
| 王晓建 | 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn | | 马小丹 | 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn | | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn | |
| 焦戢 | 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn | | 郑毅 | 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn | | 林莉 | 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn | |
| 徐文琪 | 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn | | 黄胜蓝 | 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn | | 王昊文 | 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn | |
| 李文英 | 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn | | 刘塑 | 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn | | 甘墨 | 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn | |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | | 叶琳菲 | 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn | | 段莉娟 | 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn | |
| 原祎 | 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn | | 孔华强 | 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn | | 徐冉 | 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn | |
| | | | | | | 严小燕 | 13590436977 yanxy@guosen.com.cn | |
| | | | | | | 赵晓曦 | 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn | |
| | | | | | | 温馨 | 13612901872 wenxin@guosen.com.cn | |