

2013-12-20

金融工程(专题报告)

## 行业内选股

# 行业内选股之寻找龙头和背离

分析师: 范辛亭

☎ (8621)68751859

✉ fanxt@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120008

联系人: 庄皓亮

☎ (8621)68751791

✉ zhuanghl@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

单个行业增强效果图



资料来源: 长江证券

### 报告要点

#### ■ 行业内龙头股的投资

通过历史数据的测算, 验证投资行业龙头是否能获得相对行业的超额收益。

#### ■ 寻找行业内成长型龙头

针对申万一级行业寻找行业内的成长性龙头组合与行业指数的关系。成长性龙头中细分过去成长型龙头和未来预期成长性龙头。

#### ■ 寻找行业内阶段领涨型龙头

针对申万一级行业寻找行业内的成长性龙头组合与行业指数的关系。成长性龙头中细分过去成长型龙头和未来预期成长性龙头。

#### ■ 与行业走势的背离——补涨逻辑

针对强势行业的弱势股票, 使用历史数据验证其是否具有补涨的效应, 对有补涨效应的行业指定特定的投资策略, 以求达到稳定增强的效果。

#### ■ 使用龙头股和背离股相结合的投资策略

对每个行业使用其适合的龙头股或者背离股投资策略, 以获得超越沪深300和中证500的稳定收益。

## 目录

一、龙头股投资法——跟着指数走？ .....	4
1. 龙头股投资法则 .....	4
2. 行业筛选 .....	4
3. 规模龙头和指数的走势关系 .....	5
二、另类龙头股 .....	7
1. 连续成长型龙头 .....	7
2. 阶段领涨型龙头 .....	12
三、与行业走势背离的另一种形式——期待补涨 .....	15
1. 强势行业的弱势股票——期待补涨 .....	15
2. 适用补涨逻辑的行业汇总 .....	17
四、龙头股与背离股的结合的指数增强策略 .....	18
1. 每个行业适用的投资策略 .....	18
2. 行业中性配置——使用龙头与背离结合的策略 .....	18

## 图表目录

表 1: 行业筛选 (共 34 个行业)	4
表 2: 按照规模和营收判断的龙头股相对行业指数表现情况	7
表 3: 连续成长型龙头使用的行业	11
表 4: 阶段领涨型龙头适用的行业	14
表 5: 补涨逻辑适用的行业	18
表 6: 龙头与背离结合的策略统计信息	19
图 1: 煤炭开采 II 对行业指数的超额收益	5
图 2: 有色金属冶炼与加工对行业指数的超额收益	5
图 3: 食品加工制造对行业指数的超额收益	6
图 4: 白色家电对行业指数的超额收益	6
图 5: 计算机设备 II 连续成长型龙头 (绝对标准) 对行业指数的超额收益	8
图 6: 传媒连续成长型龙头 (绝对标准) 对行业指数的超额收益	8
图 7: 建筑材料连续成长型龙头 (绝对标准) 对行业指数的超额收益	9
图 8: 化学制品连续成长型龙头 (绝对标准) 对行业指数的超额收益	9
图 9: 计算机设备 II 连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益	10
图 10: 网络服务连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益	10
图 11: 房地产开发 II 连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益	11
图 12: 汽车整车连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益	11
图 13: 汽车整车阶段领涨龙头对行业指数的超额收益	13
图 14: 传媒阶段领涨龙头对行业指数的超额收益	13
图 15: 食品加工制造阶段领涨龙头对行业指数的超额收益	14
图 16: 家用轻工制造阶段领涨龙头对行业指数的超额收益	14
图 17: 环保工程及服务背离个股对行业指数的超额收益	16
图 18: 饮料制造背离个股对行业指数的超额收益	16
图 19: 网络服务背离个股对行业指数的超额收益	17
图 20: 电子制造背离个股对行业指数的超额收益	17
图 21: 龙头与背离结合的策略超额收益	19
图 22: 龙头与背离结合策略分年表现 (蓝色色代表沪深 300 超额, 蓝色代表中证 500 超额)	20

## 一、龙头股投资法——跟着指数走？

### 1. 龙头股投资法则

在日常投资中，常常会提到龙头股投资。而人们对于龙头股的定义也各不相同。在某些行业中，龙头股一般是这个行业最具代表性的几个公司。如石油化工中的中石油、中石化，如食品饮料中的茅台、伊利等。

从长期来看，某个细分行业，龙头股总是占有较大的市场份额，较多的行业资源以及较好的发展前景，因此为长期投资者所青睐。行业龙头股投资也是价值投资者比较倾向的投资方法。

但这些公司本身市值占比就比较大，因此投资这些股票是否和投资指数有很大的相关性是值得怀疑的。同时作为板块的风向标，经常会导致相对行业指数没有超额收益。另一个问题是，某些行业的细分子行业较多，因此每个细分子行业都有对应的龙头公司，且这些细分子行业不断变化，对于抓取龙头股也增加了一定的难度。因此国内的龙头股投资比较难以定义。

### 2. 行业筛选

下面是根据申万二级行业筛选的一些行业，并用历史数据做的回测结果。这里只按照规模和主营业务进行区别龙头股。

筛选行业的标准为：

1. 申万二级行业为样本
2. 去除银行、保险、证券
3. 去除市值低于 1000 亿或者行业股票数目低于 20 个的行业

以下是经过筛选的行业列表：

表 1：行业筛选（共 34 个行业）			
房地产开发 II	钢铁	饮料制造	生物制品 II
煤炭开采 II	建筑材料	专用设备	光学光电子
有色金属冶炼与加工	计算机设备 II	零售	电子制造
电气设备	网络服务	非汽车交运设备	服装家纺
建筑装饰	通信设备	化学制品	环保工程及服务 II
汽车整车	白色家电	化学制药	家用轻工
电力	通用机械	计算机应用	化工新材料 II
中药 II	汽车零部件 II	传媒	纺织制造
食品加工制造	化学纤维		

数据来源：wind，天软，长江证券研究部

### 3. 规模龙头和指数的走势关系

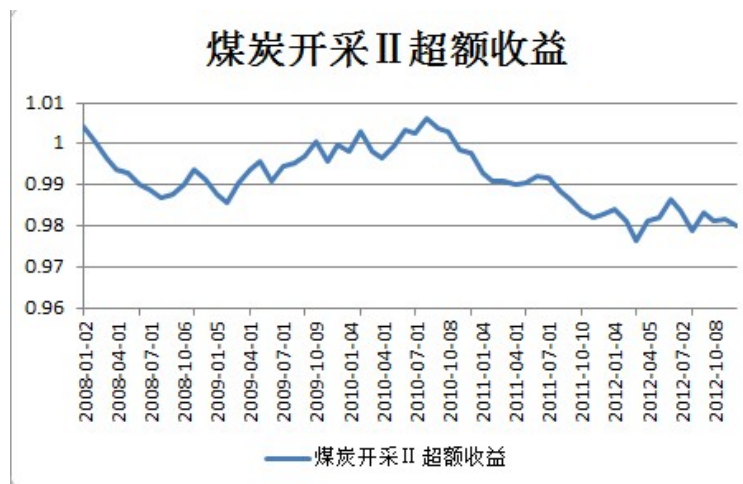
接下来我们运用规模和主营业务对细分行业龙头做一个筛选。

这种龙头股的选股方式为：

1. 按照细分行业规模+主营收入的前 10% 公司作为龙头组合
2. 剔除 ST 和 \*ST 股票

以下是一些行业中，这样选出的龙头股与行业指数等权指数的超额收益走势图。

图 1：煤炭开采 II 对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 2：有色金属冶炼与加工对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

图 3: 食品加工制造对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

图 4: 白色家电对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

下面统计了上述 34 个行业中, 使用这种方法选择龙头股的表现情况:

**表 2：按照规模和营收判断的龙头股相对行业指数表现情况**

超额收益	行业分布
<0	房地产开发、钢铁、煤炭开采等 6 个行业
0-5%	电气设备、服装家纺、电力、建筑装饰等 11 个行业
5%-10%	化学制药、汽车零部件、中药等 12 个行业
>10%	电子制造、食品加工制造、白色家电等 5 个行业

数据来源：wind，天软，长江证券研究部

由此可见，如果在龙头股的选择上只考虑规模和主营收入的话，往往其选出的股票市值占比较大，与行业指数的走势也十分贴近。从而造成其龙头股无法对比行业指数有比较显著的超额收益（大于 10%）。

## 二、另类龙头股

### 1. 连续成长型龙头

由上述数据可以看到，以规模和营收来判断的龙头股的确很难带来超额收益，那么我们试图用其他形式去刻画龙头股的特质。首先我们这里假定的龙头股是行业内成长最快的龙头股。我们针对这类连续成长型龙头股，也有如下定义：

1. 过去业绩良好
2. 未来预测业绩良好

要同时满足上述两条，我们对个股的一些指标进行规定和筛选，从而选择出成长型龙头。

这里涉及两种划分标准，一种是绝对划分标准，一种是相对划分标准：

#### 绝对划分标准：

- 过去三年净利润复合增长超过 30%
- 未来 2 个年报净利润预测增长超过 30%——wind 一致预期数据
- 代表企业——万科、云南白药、浪潮信息、百事通、巴安水务

#### 相对划分标准：

- 两个因子——过去三年净利润复合增长+预测净利润复合增速排序前 10%的行业内个股

根据上述的划分标准，我们对上述 34 个行业也做了龙头股选股策略。经过回测我们发现，某些行业的绝对划分效果较好而某些行业的相对划分标准相对较好。以下是几个行业的连续成长型龙头表现结果（包括相对标准和绝对标准）



■ 绝对标准表现较好的行业

图 5：计算机设备 II 连续成长型龙头（绝对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 6：传媒连续成长型龙头（绝对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部



■ 绝对标准表现较差的行业

图 7：建筑材料连续成长型龙头（绝对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 8：化学制品连续成长型龙头（绝对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

■ 相对标准表现较好的行业

图 9：计算机设备 II 连续成长型龙头（相对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 10：网络服务连续成长型龙头（相对标准）对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

■ 相对标准表现较差的行业

图 11: 房地产开发 II 连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

图 12: 汽车整车连续成长型龙头 (相对标准) 对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

根据每个行业所做的绝对和相对划分标准, 我们对于连续成长型龙头在各个行业的表现有了一定的认识, 以下是各个行业的表现情况。

表 3: 连续成长型龙头使用的行业

行业 (申万二级)	适用分类标准	信息比率	年化超额收益
中药 II	绝对	1.10	0.09
电气设备	绝对	1.29	0.10

计算机设备 II	绝对	1.51	0.16
网络服务	相对	1.44	0.10
通信设备	相对	1.11	0.11
白色家电	相对	0.98	0.13
通用机械	相对	0.82	0.08
食品加工制造	相对	1.56	0.09
传媒	绝对	1.42	0.14
化学制品	相对	1.01	0.07
房地产开发	相对	1.32	0.12
计算机应用	绝对	1.15	0.23
专用设备(申万)	相对	1.87	0.20

数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

## 2. 阶段领涨型龙头

另一类我们定义的是阶段龙头型股票，它的定义为：

在某段时间内领先于行业走势启动，并且在行业上升的过程中领涨，在下跌中比较抗跌的股票。这类股票在后续的背离讨论中会运用到实际策略中。

**阶段领涨型龙头的量化指标：**

- 相对行业涨跌幅（考虑复权因子）
- 热点衡量——交易量变化（过去一个月交易量/过去三个月交易量）
- 综合打分选前 10%

根据上述的标准，我们再对 34 个子行业进行测试，查看在历史上，阶段领涨型龙头表现较好的行业有哪些特征。

■ 阶段领涨型龙头表现较好的行业

图 13：汽车整车阶段领涨龙头对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 14：传媒阶段领涨龙头对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

■ 阶段领涨型龙头表现较差的行业

图 15：食品加工制造阶段领涨龙头对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 16：家用轻工制造阶段领涨龙头对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

根据每个行业所做的回测，我们对于阶段领涨型龙头在各个行业的表现有了一定的小结，以下是各个行业的表现情况。

表 4：阶段领涨型龙头适用的行业

行业（申万二级）	信息比率	年化超额收益
汽车整车	1.34	0.11
建筑装饰	1.31	0.12

通用机械	0.97	0.12
汽车零部件	1.41	0.15
化学纤维	1.51	0.10
非汽车交运设备	0.91	0.13
光学光电子	1.12	0.09
服装家纺	1.26	0.19
传媒	1.82	0.161

数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

综合以上结论我们发现,某些行业的连续成长型龙头表现较好,而某些行业的阶段领涨型龙头表现较好。在不同行业内体现了不同的龙头股投资特点,在传媒、电子相关的行业中,领涨的股票往往表现较好。而在一些大消费相关行业中,往往连续成长型的股票更受青睐。

### 三、与行业走势背离的另一种形式——期待补涨

#### 1. 强势行业的弱势股票——期待补涨

我们在投资中常常遇到这样的情况,在近期某些强势行业中,往往存在着一些相对弱势的股票,在整体行业高歌猛进的时候却表现平平,但是如果这个行业持续强势,则资金会更青睐这样一些期待补涨的个股。而刻画个股与行业走势的背离,则成为发现该规律的重要问题。

我们这里使用一些量化的指标来判断强势行业的弱势股票。

- (1) 行业过去 20 个交易日在所有行业中领涨居前

这里涨幅居前意味着两点,首先其涨跌幅为正,其次其涨跌幅在所有行业中排名前 10%

- (2) 同时相关个股在该行业中同期表现最差的后 10%

经过上述的量化指标后,我们利用数据看看是否在某些行业中存在明显的补涨逻辑,也就是可以利用个股走势与行业走势的背离来进行这个行业的增强。



■ 补涨逻辑表现较好的行业

图 17: 环保工程及服务背离个股对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

图 18: 饮料制造背离个股对行业指数的超额收益



数据来源: wind, 天软, 长江证券研究部

### ■ 补涨逻辑表现较差的行业

图 19：网络服务背离个股对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 20：电子制造背离个股对行业指数的超额收益



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

## 2. 适用补涨逻辑的行业汇总

同样的，我们运用历史数据对于 34 个子行业进行逐个测算，最终确定了 5 个比较适用补涨逻辑的行业。以下是这些行业的总结：

表 5: 补涨逻辑适用的行业

行业（申万二级）	信息比率	年化超额收益
环保工程及服务	1.40	0.11
饮料制造	1.32	0.131
零售	0.87	0.08
计算机应用	1.21	0.13
化学新材料	1.31	0.12

数据来源：wind，天软，长江证券研究部

## 四、龙头股与背离股的结合的指数增强策略

### 1. 每个行业适用的投资策略

根据刚才对于龙头股投资和背离股投资（补涨）的分析和验证，我们证实了这些投资手段都是有其适用行业的。

#### ■ 龙头股投资

- 连续成长型龙头股——计算机设备、网络服务、房地产开发等 13 个行业
- 阶段领涨型龙头股——传媒、汽车、化学纤维、通用机械等 9 个行业

#### ■ 阶段补涨逻辑（背离股投资）

- 期待强势行业的弱势股票形成补涨——环保工程、饮料制造等 5 个行业

#### ■ 不适合上述逻辑的行业

- 不适用上述逻辑的行业，在进行策略应用时按照行业权重进行标准配置  
共 57 个行业（包括占据较大权重的金融，采掘外，其余一些行业市值本身就很小）

### 2. 行业中性配置——使用龙头与背离结合的策略

根据上述每个行业适用的最佳投资策略，我们利用行业中性原则作出其相对沪深 300 和相对于中证 500 的超额收益走势，发现其增强效果比较稳定可行。后续列出其超额收益走势、样本内外的信息统计以及分年收益情况。

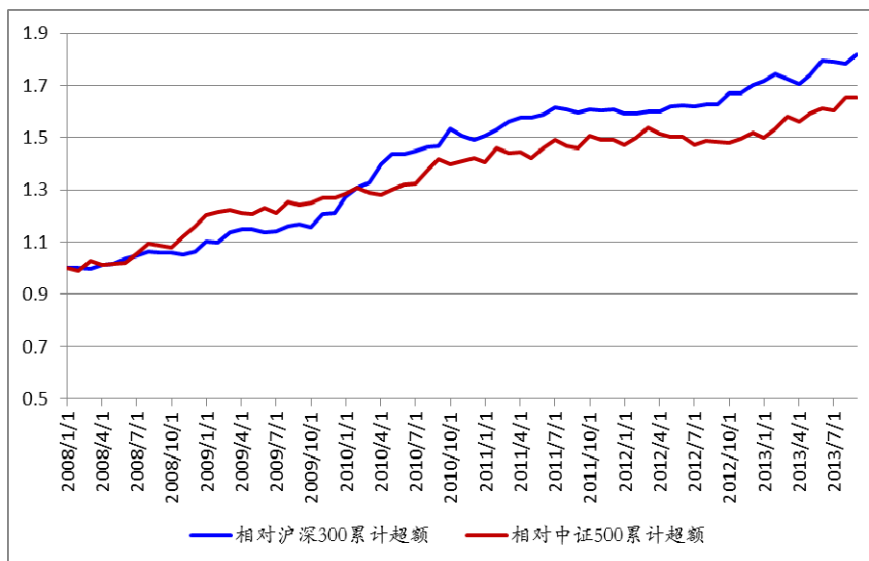
样本内：2008.1.1 - 2013.3.31

样本外：2013.3.1 - 2013.9.30

持有期：月底换仓

交易成本：双边千分之五

图 21：龙头与背离结合的策略超额收益



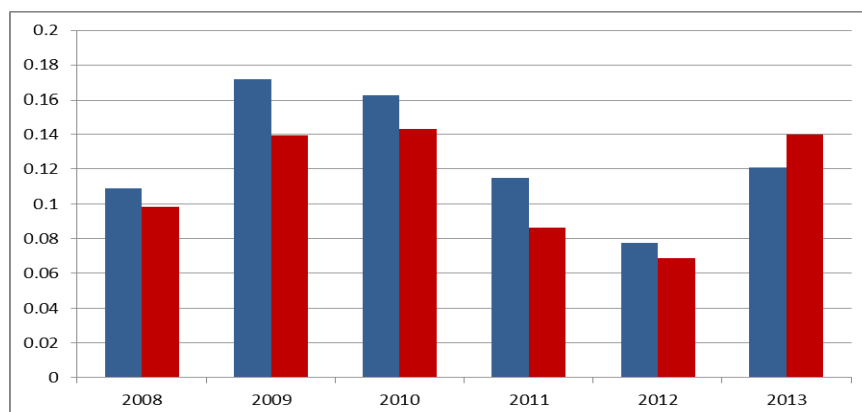
数据来源：wind，天软，长江证券研究部

表 6：龙头与背离结合的策略统计信息

	相对沪深 300	相对中证 500
超额年化 (样本内)	12.18%	10.19%
超额年化 (样本外)	11.03%	11.65%
最大连续回撤 (样本内)	3.03%	2.56%
最大连续回撤 (样本外)	2.02%	1.78%
信息比率 (样本内)	1.65	1.34
信息比率 (样本外)	1.22	1.18

数据来源：wind，天软，长江证券研究部

图 22：龙头与背离结合策略分年表现（蓝色代表沪深 300 超额，蓝色代表中证 500 超额）



数据来源：wind，天软，长江证券研究部

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

### 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。