

证券研究报告—深度报告

金融工程

数量化投资

风格投资专题研究之二

2014年6月30日

专题报告

相关研究报告:

《寻找“未起飞”的成长股: 欧奈尔选股法则》—
2013-04-10

《运用 CanSlim 选股法构建强势组合》—
2013-07-09

《寻找被真实低估的“价值股”》—2014-1-02

证券分析师: 黄志文

电话: 0755-82133129

E-MAIL: huangzw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120059

证券分析师: 林晓明

电话: 021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

成长到价值常规路径

● 成长投资

成长投资是一种注重企业发展潜力, 认为股票价格不断上涨的动力来自于企业快速发展, 盈利高速增长的投资风格。我国正处于经济发展期, 在经济转型趋势下, 成长股的发展空间巨大, 投资逻辑也应突破传统, 具备高成长性的优质公司有很多, 这些公司的快速成长, 会给投资人带来丰厚的回报。

● 成长股面临风险

市场股票存在成长和价值特征, 成长投资是一种“注重企业发展潜力, 认为股票价格不断上涨的动力来自于企业快速发展, 盈利高速增长”的投资风格。成长股的阶段性即表现在成长转变为价值过程中的预期压力被市场所反映, 一旦被证实, 则会受到估值和业绩增速的双重压制, 继而出现成长股崩盘。

● 风格划分的局限性

风格划分的方式, 能够利用风格 Z 值来观察成长股票的成长与变化, 然而对于成长-价值特征的划分, 由于临界值判定的不稳定, 无法更为精确的将成长股与价值股严格区分开来。

● 成长下的营收增速

营业收入增速可以被当作成长性的代表指标, 高增速也代表着高成长。营收增速下降所反映的企业成长性转变的时期, 股票的收益也进入了趋势性下降阶段。营收增速的下降能够更好的帮助投资者判断股票的未来形势, 有效地降低成长股转换时期的投资风险。

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

成长投资.....	4
内在价值理论	4
生命周期理论	4
成长是什么	6
为什么研究成长股	6
格力电器——从成长到价值	6
风格分类——基于改进的 MSCI 方法	8
指标选取	8
计算成长 Z 值和价值 Z 值	8
Z 值的有效性	8
四种风格收益水平	10
成长股指标有效性分析	12
股票的选取	12
指标分析	13
估值指标	14
风险预测	16
结论.....	18
存在的风险	18
国信证券投资评级.....	19
分析师承诺.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 格力电器 (000651.SZ) 季度盈利能力与股价表现.....	7
图 2: 格力电器 (000651.SZ) 历史 P/E 与 P/B.....	7
图 3: 苏宁云商 (002024.SZ) Z 值走势.....	9
图 4: 安琪酵母 (600298.SH) Z 值走势.....	9
图 5: 外运发展 (600270.SH) Z 值走势.....	9
图 6: 振华重工 (600320.SH) Z 值走势.....	10
图 7: 张裕 A (000869.SZ) Z 值走势.....	10
图 8: 中金黄金 (600489.SH) Z 值走势.....	10
图 9: 金发科技 (600143.SH) Z 值走势.....	10
图 10: 4 种特征股票组合累积收益.....	11
图 11: 增强成长特征后的收益.....	11
图 12: 新的 4 种特征股票组合累积收益.....	12
图 13: 成长股票组合的平均营收增速走势.....	13
图 14: 成长股票组合的平均市值走势.....	14
图 15: 成长股票组合的平均 PE 走势.....	15
图 16: 成长股票组合的平均 PB 走势.....	15
图 17: 成长股票组合的平均 PS 增速走势.....	15
图 18: 成长股票组合的毛利率走势.....	16
图 19: 成长股票组合的净利润增速走势.....	16
图 20: 成长股票组合的相对涨跌幅与毛利率.....	17
图 20: 成长股票组合的相对涨跌幅走势.....	17
表 1: MSCI 风格分类.....	8
表 2: 2000-2014 年高速成长股票.....	13
表 3: 各指标与相对收益的相关性检验.....	16

成长投资

成长投资是一种注重企业发展潜力，认为股票价格不断上涨的动力来自于企业快速发展，盈利高速增长的投资风格。

在 A 股的投资市场里面，我们往往说到的成长股，多为阶段性的成长股，一旦增速放缓，市场给它的估值就会迅速下降，出现业绩和估值的双杀。很多时候，目标公司最新公布的财务报表显示利润尚未出现放缓现象，但估值被市场给的非常低，会给人误导它被低估了，其实，市场很多情况下是有效的，市场会给这么一个低的估值，是因为市场已经预判到该公司或者该行业即将进入周期下滑或者增速下降阶段，市场从而提前做出了反应。

对于成长股的投资，即要找到能够反映出上述情况的现象，避免成长股的转变带来的风险。

内在价值理论

关于股票的成长—价值的分类，来源于内在价值理论，开创者是美国投资大师格雷厄姆。主要观点是认为股票价格是围绕着股票“内在价值”波动的，虽然由于各种非理性原因股票价格会经常偏离“内在价值”，但这种偏离会随着时间的推移而得到纠正。

围绕“内在价值”，我们将股票分为两种特点：价值股和成长股。

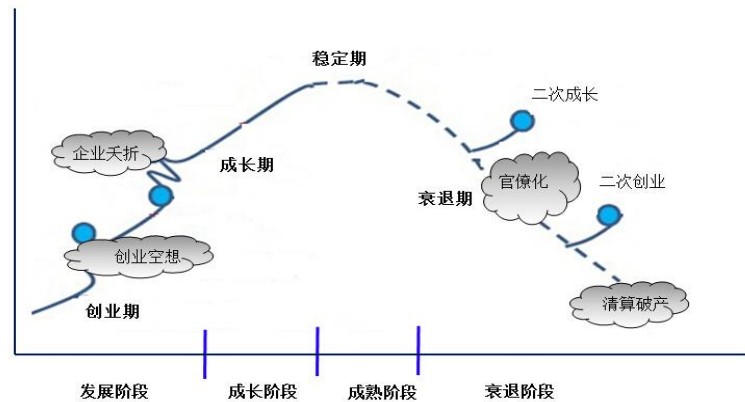
从市场估值来看——所谓价值股，是指相对于他们的现有收益，股价被低估的一类股票，这类股票通常具有低市盈率（P/E）、低市净率（P/B）、高股息的特征；所谓成长股，是指具有高收益，且市盈率和市净率倾向于比其它股票高的一类股票。

从企业业绩来看——成长股是指因某一生产要素领先而形成垄断，并且具有持续成长潜力的股票；价值股一般是因为具备某项领先的竞争力而形成垄断，并且公司一般已经停止增长，进入稳步发展时期，且规模很大，给投资者带来稳定回报的公司。

生命周期理论

与企业的成长特征密切相关的是企业的生命周期理论。企业生命周期理论是关于企业成长、消亡阶段性和循环的理论。企业生命周期是企业的发展与成长的动态轨迹，包括发展、成长、成熟、衰退几个阶段。企业在生命周期中每一阶段的竞争状况是不同的。企业生命周期曲线应该是一条曲线，在完美的情况下，这条曲线可以延续几十年甚至上百年，但实际上很多企业没有走完这条完美的曲线就消失了。有的仅仅几年、十几年还在成长期就夭亡了。

图 1：企业的生命周期示意图



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

在企业的**创始初期**，毫无疑问，企业的规模可能非常小，由于企业的业务或者产品刚刚出现，客户很少，企业输出的特点、性能等都在不断的发展变化之中。为了**货得市场渗透**，发展阶段的营销成本高，销售收入较低，生产成本低。由于企业在这一时期面临的价格弹性小，通常会采用高价策略。因而在企业的发展阶段，我们容易看到高毛利，但是净利润较低。

初期的经营风险非常高，产品的开发能够被市场接受存在很大不确定性，面临成功或者失败两种可能。成功则将逐步进入成长阶段，失败将无法收回前期的投入，导致企业的消失。

当企业进入**成长阶段**，其显著标志便是企业销售的节节攀升，销售收入迅速增长。由于这个阶段企业的市场渗透程度提高，需求大于供应，企业的产品价格最高，因而我们能够看到很高的净利润水平。

企业在市场上具有一定的地位，但是这个时期，企业的重心仍在于发展，内部管理并不匹配。

成熟阶段的标志在于企业所面临的竞争者的价格竞争。企业所面临的市场基本饱和，其产品或服务的输出逐步标准化，技术和质量改进缓慢。由于市场的稳定饱和，企业的毛利率和净利率都会下降，利润的空间适中。

由于企业所面临的整个行业达到前所未有的规模，且比较稳定，企业经营的重点就会转向巩固市场份额的同时提高投资报酬率。在企业的成熟阶段，企业的成本将会降低，管理模式也走向成熟规范。

在企业的**衰退阶段**，企业的毛利水平很低，收入开始下滑，企业的主要目标是控制成本。企业内部的优越感强，做事讲求程序规范。逐渐的，内部管理制度制约了企业灵活性和竞争力。当然，在这个阶段，如果企业能够保持创新与竞争力，也会引来二次发展。

整个生命周期的曲线主要的构造指标即为企业的收入水平，从企业的发展阶段特征来看，由于领导者的拼搏以及员工的创新、发展的干劲，从收入、规模等，我们都能看到一个蓬勃向上的发展节奏，投资者对于企业的前景乐观，企业的

市场价值也具有强劲的势头。

企业的成长阶段后期，如果内部的管理控制稳定，避开了“贵族”、“官僚”的心态，仍然抱有发展的心态，那么企业将进一步成长，虽然成长性开始降低，但是各项指标仍会稳定在较高的水平，在股票市场中，也会跨入价值股的行列。

如果企业完全丧失了创新的意愿与能力，开始规避风险，回避矛盾，那么企业也将迅速衰落，而投射在股票市场，便是投资者对于企业失去了信心，企业价值开始滑落。

从长期来看，能否真正实现主营业绩的持续高成长，兑现其成长性预期，是决定其股价能否维持估值溢价的关键因素。能够在转型中真正实现持续高成长，最终由小变大的企业是极少数的，大多数新兴产业的公司由于成立时间短、技术不成熟、公司治理缺陷，或是不具备核心竞争力等原因，难以真正实现持续增长。

成长是什么

对成长股的评估要综合多方面的因素，包括：财务指标、大趋势、行业空间、股东结构和管理团队、公司战略、公司的安全边际等。成长派认为，公司未来业务能否高速扩展，是成长派最关心的事情，他们追求的是公司高速增长所带来的暴利，公司短暂的亏损和微利是他们可以接受的。所以，成长股最重要的特点在于业绩能够保持高速增长。

为什么研究成长股

除了前文提到的成长股在投资时所面临的转换风险之外，从投资的选择角度出发，成长股的可投资性也很明显。

价值投资理论可细分为两种策略。第一种策略：公司的质量很差，但只要股票的价格远低于其清算价值，投资者仍可以以较低的风险获得较为合理的回报。第二种策略是以合理的价格买入优质的公司。对“优质公司”的理解又可分为两种：第一种是指公司虽然不具备太高成长性，但其资本收益率极高，每年都能给股东较高的红利回报；第二种是指具有极高成长前景的优质公司，公司的股价会随着公司的成长而成长，投资人也因此获得丰厚的回报。

在中国的证券市场中，市净率低于 1 的上市公司极少，价格低于清算价值的上市公司根本就没有，而且中国上市公司的分红普遍很低，想依靠分红获得较高的投资回报对于多数投资者的可行性也不高。

中国正处于经济的高速发展期，经济转型趋势下，中国成长股的发展空间巨大，投资逻辑也应突破传统。具备高成长性的优质公司有很多，这些公司快速成长，给投资人带来了丰厚的回报。因此成长股投资策略非常适合中国证券市场。

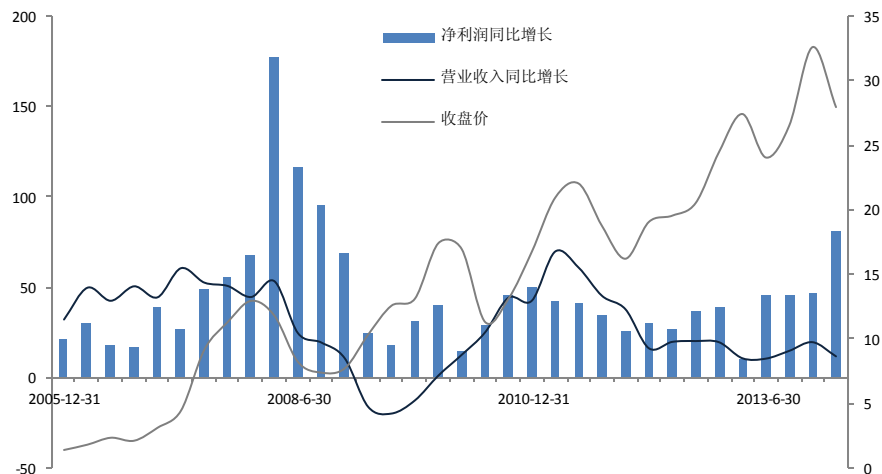
格力电器——从成长到价值

如果说成长和价值能够对应企业的生命周期，那我们就可以通过能够反映企业所处生命周期的财务和估值数据来判断企业的投资价值和投资风格。我们以格力电器（000651.SZ）为例，研究财务和估值数据是否能够对成长和价值的划分起到帮助。

格力电器 1996 年 11 月 18 日上市时总股本 0.75 亿股，开盘价 17.5 元，总市值 13 亿，截至 2014 年 3 月 31 日，格力电器总股本达到 30 亿，收盘价 28 元，

总市值将近 900 亿。18 年增长 64 倍，格力电器的快速成长性和投资价值显而易见。

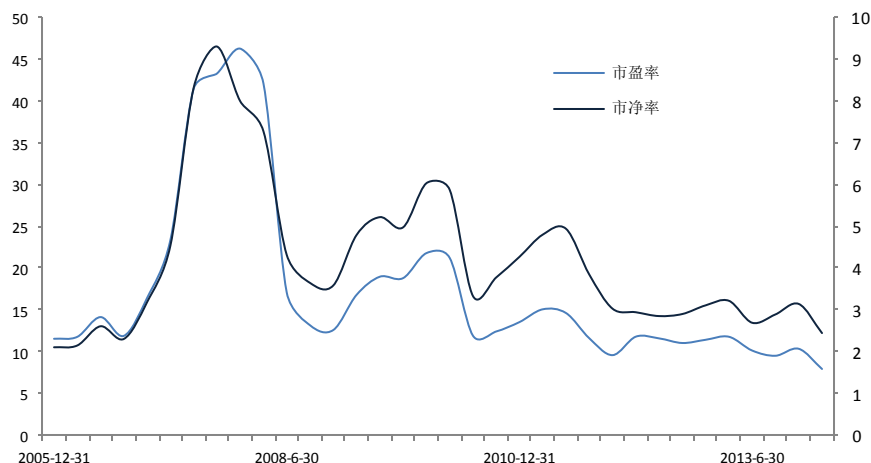
图 2: 格力电器（000651.SZ）季度盈利能力与股价表现



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

格力电器自上市以来，年年盈利，从未亏损，季度的净利润同比增长率也从未出现负值，使得格力电器的前复权收盘价节节攀升。从图中还可以看出，格力电器曾在 2008 年整年出现了净利润同比增速大幅上升的情况，但进入 2009 年之后净利润同比增速开始回落，与此同时，营业收入同比增速持续下滑，说明 2007-2009 年间，格力电器的业绩虽然保持增长，但波动较大。

图 3: 格力电器（000651.SZ）历史 P/E 与 P/B



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

格力电器在 2007 年获得了较高估值，P/E（TTM）最高达到 46 倍，P/B 达到 9.3 倍，随后格力电器在 2008 年的净利润出现大幅增长，可见估值较准确地反应了市场对格力电器未来业绩的预期。进入 2012 年后，估值趋于稳定，长期低于行业水平，业绩增长同样趋于稳定，仅从估值和业绩成长来看，格力电器已经从成长股蜕变为一只价值股。

当成长股发生转变时，如果能够发现案例中展现的明显规律，利用有效的指标能够帮助我们观察到成长股转型的时点，将使得我们避免上文提到的转变时的双杀，降低成长投资的风险。

风格分类——基于改进的 MSCI 方法

为了进一步探究成长股的特征，我们希望能够通过指标将股票更加数据化的进行分类。经过前述研究，我们认为，影响股票投资风格的指标主要包括市值、估值、分红、业绩增长、盈利能力等指标。我们借鉴 MSCI（摩根斯坦利资本国际公司）2005 年对全球价值和增长指数系列的编制方法，选取全 A 市场为研究对象，把股票分为成长股和价值股两大类，以便藉此研究各股在不同风格区域所具备的特点。

指标选取

MSCI 在作分类时采用了 8 个基本的财务指标，其中有两个成长类指标涉及到预测数据。为了限定使用数据为历史数据，我们仅使用 6 个指标来描述股票的价值和成长特征。

价值类指标包括：

- 净资产账面价值/市场价格（BV/P）
- 12 个月的收益价格比（E fwd/P）
- 股利收益率（D/P）

成长类指标包括：

- 现在的内部增长率（g）
- 长期历史每股收益增长趋势（LT his EPS G）
- 长期历史市销率增长趋势（LT his SPS G）

计算成长 Z 值和价值 Z 值

首先使用市值加权的均值和标准差对以上各指标进行标准化，然后使用简单平均得到各股票的成长 Z 值和价值 Z 值。

价值 Z 值等于三个价值类指标的算术平均，成长 Z 值则按照金融类和非金融类企业的划分进行计算。金融类企业的成长 Z 值等于 Z_g 和 $Z_{LT\ his\ EPS\ G}$ 的平均值，非金融类企业的成长 Z 值等于 Z_g 、 $Z_{LT\ his\ EPS\ G}$ 和 $Z_{LT\ his\ SPS\ G}$ 的平均值。

表 1：MSCI 风格分类

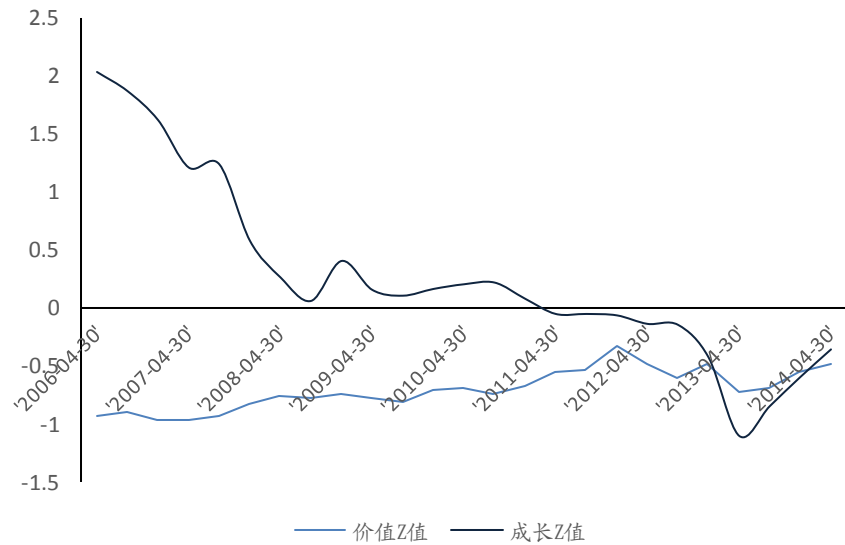
价值 Z 值	成长 Z 值	风格特点
正	零或负	价值型
零或负	正	成长型
正	正	价值+成长型
负或零	负或零	非价值+非成长型

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

Z 值的有效性

那么，风格分类的方法，是否真的能够将成长的特征划分出来？我们根据经验选取了数只股票，分别计算其成长 Z 值与价值 Z 值。

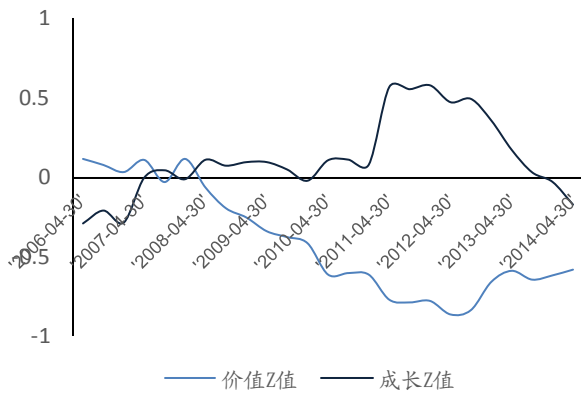
图 4: 苏宁云商 (002024.SZ) Z 值走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

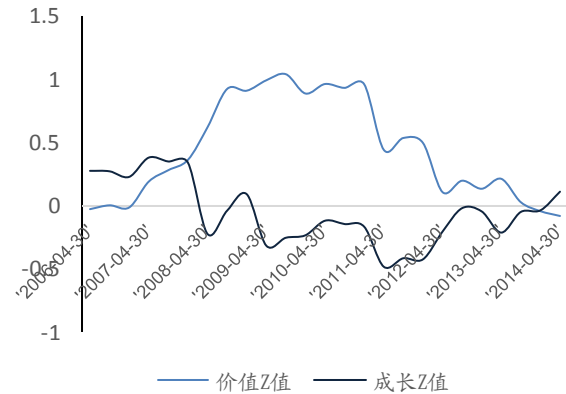
可以看到, 苏宁云商的 Z 值变化具有显著规律, 其成长 Z 值随着时间较快的下降, 而价值 Z 值有一个较弱的上升, 但没有突破 0 线, 和苏宁云商从高速增长到放缓的实际情况是吻合的。

图 5: 安琪酵母 (600298.SH) Z 值走势



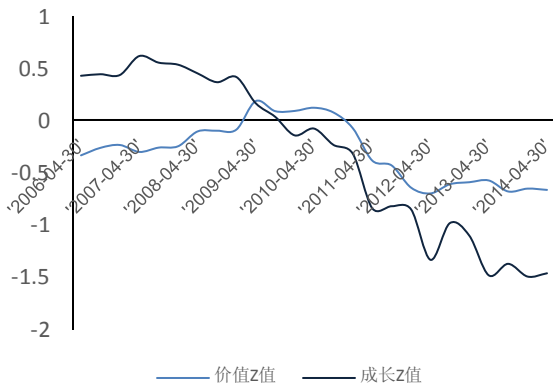
资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 6: 外运发展 (600270.SH) Z 值走势



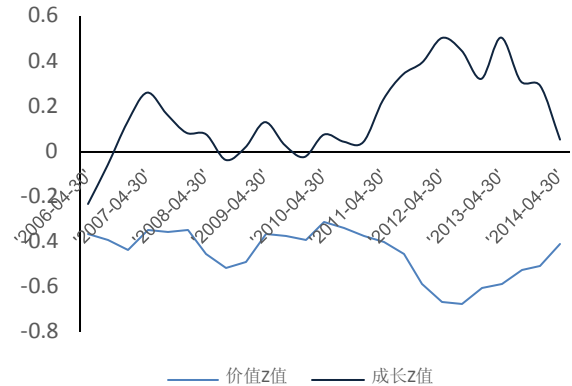
资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 7: 振华重工 (600320.SH) Z 值走势



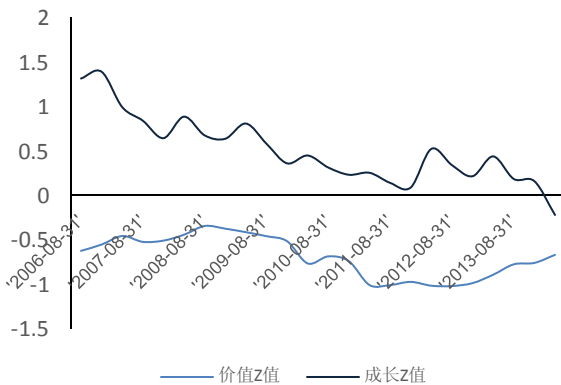
资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 8: 张裕 A (000869.SZ) Z 值走势



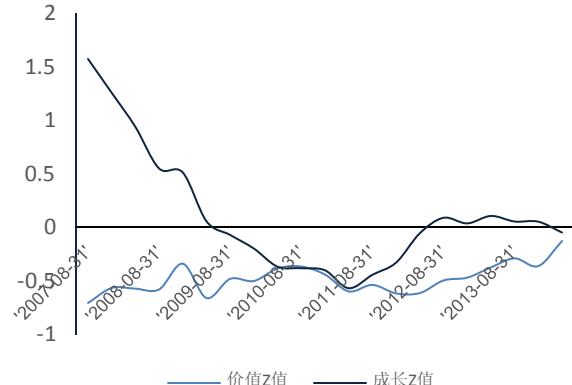
资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 9: 中金黄金 (600489.SH) Z 值走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 10: 金发科技 (600143.SH) Z 值走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

从其它几个被选股票的 Z 值走势可以发现，股票的成长性与价值性随着时间具有波动，但是，成长 Z 值的下降趋势也是比较显著的。图 5 中，安琪酵母 (600298.SH) 的成长 Z 值与价值 Z 值交替变化，成长性在经历了一段时期的发展之后，开始了下降，随之其价值特征便显现出来。而图 8 中，张裕 A (000869.SZ) 的成长 Z 值与价值 Z 值均没有突破 0 线，可以认为其成长特征与价值特征没有发展质的变化，只随时间增强或减弱，我们认为是一种保持成长性的特点。其它几只股票的走势也可以看出，成长 Z 值在显著下降的过程中，价值 Z 值有波动，但会受到 0 线的束缚，这与前文中我们所提及的成长股的生命周期，以及成长股的转变受到压力是一致的。

考虑到走势图与理论和股票实际特征的吻合，我们认为，风格划分对于股票的成长性是有意义的。

四种风格收益水平

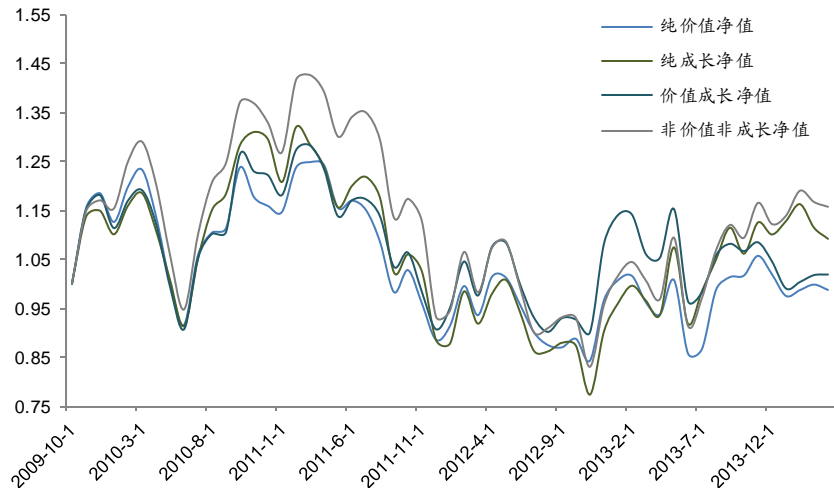
在验证了风格划分其风格特征的有效性之后，考虑到股票的成长性和价值性的

特点，普遍认为，成长型股票的收益水平更高，因而我们试图寻找不同风格下的股票组合的收益特征。

将股票按照成长—价值特征分为 4 种类别之后，我们首先观察 4 种特征的股票的收益是否具有显著差异。

将 4 种类别股票的平均收益的累积净值图如下：

图 11：4 种特征股票组合累积收益

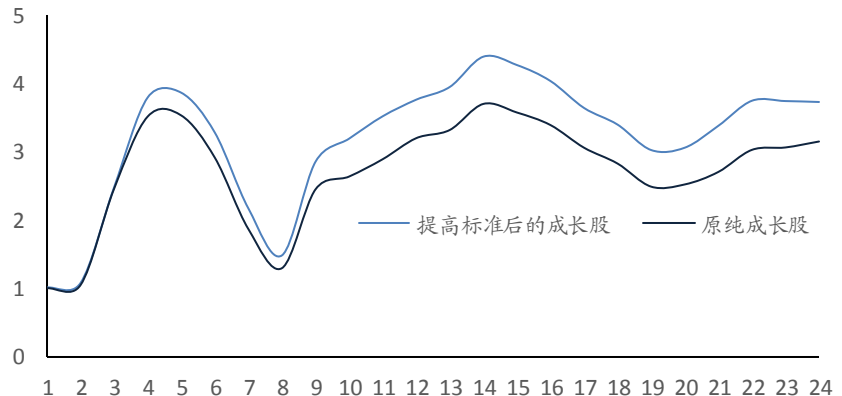


资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

从上图可以看到，不同的特征的股票组合的收益率之间存在明显的同步性，收益的水平也十分接近，从累计收益的走势上看，可以认为，4 种特征的股票不存在突出于其它三者的高收益类别。

由于上图收益水平的数据不足以使我们认定成长股的收益要优于其它股票，我们尝试将成长股的特征加以强化——提高成长 Z 值得临界点为 0.5，再次划分成长型股票组合，其收益情况如图：

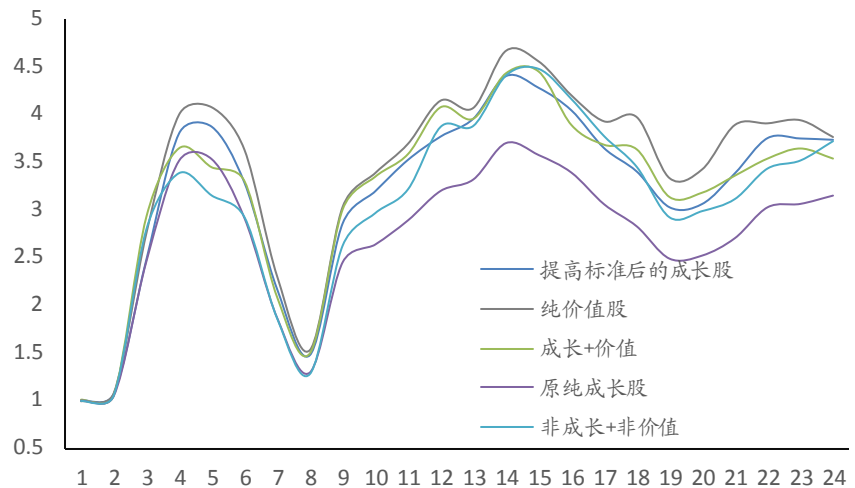
图 12：增强成长特征后的收益



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

可以看到，成长 Z 值更高的股票组合的平均收益水平更高，与我们通常认为的成长性股票的收益特征是一致的。然而，将新的成长股组合与剩余 3 种风格的股票组合的收益情况再作对比：

图 13: 新的 4 种特征股票组合累积收益



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

可以看到，成长股的收益水平在 4 种风格中，仍然无法突显出来。

综合整个 MSCI 式风格划分的数据结果来看，风格分类的方式具有一定的划分效果，不同特征的股票的风格 Z 值随着成长-价值的转换的确有明显的变动规律。但是，风格划分的股票组合的收益水平还无法得到区分，也就是说，风格划分的方式存在一定程度的失效，部分风格比较接近的股票特征无法通过 Z 值的数值反映出来。

成长股指标有效性分析

正如前文所说，成长股的投资，实质是对企业未来发展前景的投资，发展前景所依赖的，是企业业绩的良好发展与高速增长，以及业绩的高速增长所带来的利润、规模的高速增长。

在利用数量化模型风格分类失效的情况下，我们结合企业成长的定义与特征，考虑营收增速及其他财务、估值指标，对成长股的判定和成长转变过程进行分析。

在整个指标分析的思路中，我们将营业收入的同比增速作为主要的衡量指标：

从企业成长的角度出发，财务数据更能反映出企业真实的发展状况，产品的市场渗透、企业的整体发展速度，都能够在企业的收入、成本、利润等指标中显现出来。

而在营业收入这一收入指标，相较于企业成本及最后得到的企业利润，被操控的可能性较小，可靠性更高，营收增速所反映出的企业业绩的成长水平能够更为真实的反映出企业的成长潜力。

股票的选取

根据成长股的特征,我们整理了市值排名前 1000 的 A 股市场股票在 2000 年至 2014 年间的营业收入增速,构造正增长年数,增长 20%以上年数以及连续增长 20%以上年数等评价指标,再按照这三个指标对股票进行评价和排序,得到 A 股在 2000-2014 年时间区间内部分显现成长特征的股票。

然后根据股票组合中的近期市值,已及行业经验,我们剔除了部分质量不高的企业,选出 19 只具有代表性的股票:

表 2: 2000-2014 年高速成长股票

股票 ID	股票名称	所属申万一级行业
600298.SH	安琪酵母	农林牧渔
600089.SH	特变电工	电气设备
000538.SZ	云南白药	医药生物
600383.SH	金地集团	房地产
600887.SH	伊利股份	食品饮料
600519.SH	贵州茅台	食品饮料
000157.SZ	中联重科	机械设备
600518.SH	康美药业	医药生物
600276.SH	恒瑞医药	医药生物
600596.SH	新安股份	化工
002024.SZ	苏宁云商	商业贸易
600362.SH	江西铜业	有色金属
600066.SH	宇通客车	汽车
000651.SZ	格力电器	家用电器
600270.SH	外运发展	交通运输
600320.SH	振华重工	机械设备
000869.SZ	张裕 A	食品饮料
600489.SH	中金黄金	有色金属
600143.SH	金发科技	化工

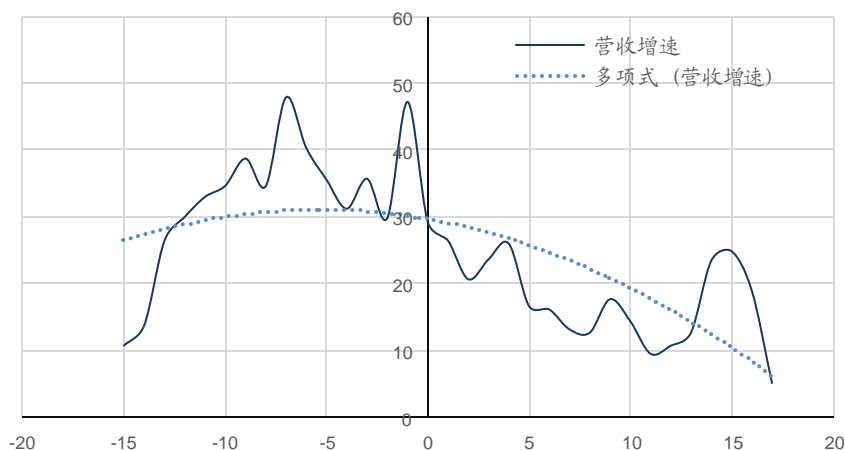
资料来源:国信经济研究所分析师归纳整理

我们将营收增速首次开始下降的时期作为成长股转变的零点,数据的时间单位为季度,对股票进行分析。

指标分析

首先单独观察与企业成长密切相关的营收增速。

图 14: 成长股票组合的平均营收增速走势

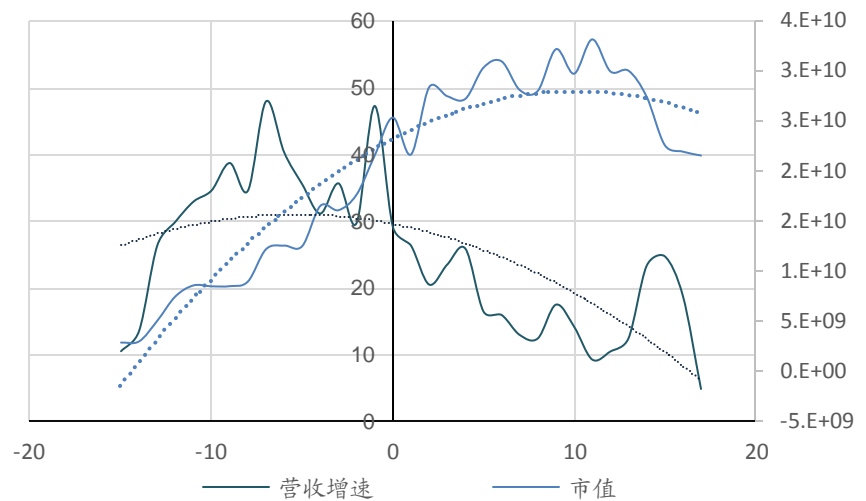


资料来源:国信证券经济研究所整理、wind

从股票组合的平均营收增速上看，成长股发生转变的零点与增速第一次下降的时间一致。我们认为，每只成长股通常都只有一个明显持续的快速增长阶段，即只有一个成长期。经过成长期后，营业收入很难再保持大于 20% 的增长速度。成长期过后，营业收入增速更多的是表现为低速持续增长，或正负增长交替的情形。营收增速这一指标的走势，很好的反映出了上述的成长股规律。

接着，考虑当成长股发生转变时，代表其价值的主要指标——市值有怎么样的变化。

图 15: 成长股票组合的平均市值走势



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

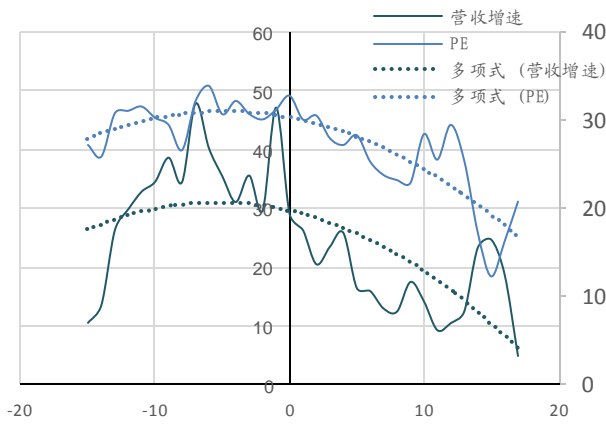
我们从走势图上可以发现，当营收增速开始下降，成长股开始转向价值股时，其市值的高增速也开始放缓，市值趋于稳定。蓝色虚线的市值的趋势线很好的反应了这一特征。

同时，另一个角度，从被选中股票的市值与营收增速上看，我们选中的股票所发生的转变的确是从成长股向价值股的转变，其市值稳定而非下降，也没有发生前文提到的成长转变时的双杀现象。

估值指标

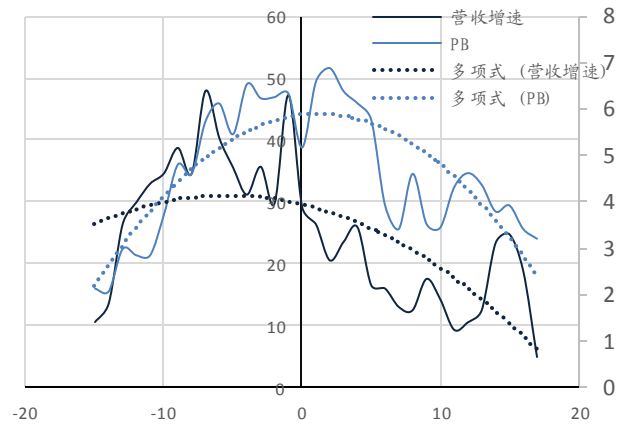
在相关的估值指标中，我们观察了 PE、PB、PS 三个有效指标。

图 16: 成长股票组合的平均 PE 走势



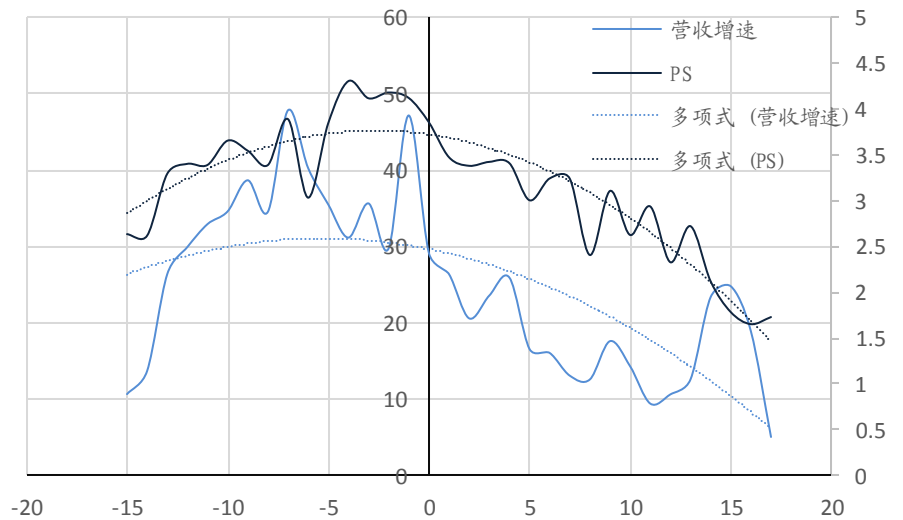
资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

图 17: 成长股票组合的平均 PB 走势



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

图 18: 成长股票组合的平均 PS 增速走势

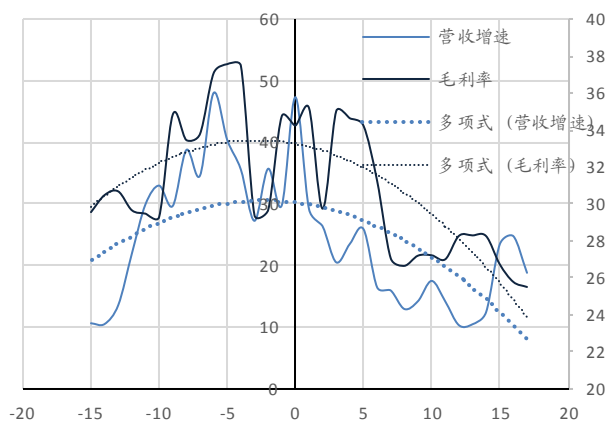


资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

从图中可以看到，三个估值指标 PE、PB、PS 的峰值均在成长股发生转变的零点附近，它们的图线的趋势与营收增速的趋势一致，可以被认为是成长股向价值股转变时的特征指标。

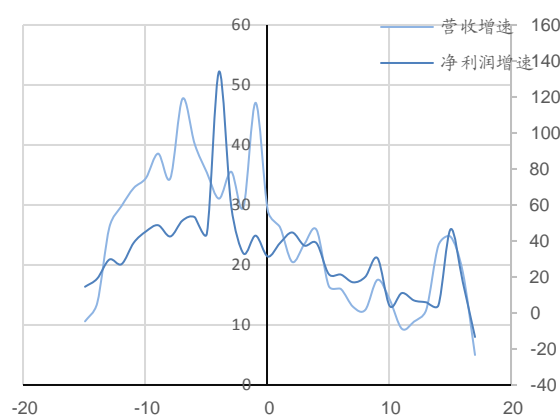
利润指标

图 19: 成长股票组合的毛利率走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 20: 成长股票组合的净利润增速走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理、wind

图 18 可以看到，毛利率的整体与营收的变化一致，但波动性较大；成长股的营收增速与净利润增速的走势中，利润拐点和营业收入拐点存在明显的相关性，如果出现其中一个拐点，则另一个拐点一般会在近期内出现，也就是说，净利润增速也可以当作判断股票特征转变的一个指标。

在对营收增速的分析中，我们的确可以看到营收增速对企业的增速、价值的未来趋势的辅助预测，营收增速的较大趋势的下滑基本可以作为未来期企业营收、价值、利润等指标下降趋势的指导性指标，也是企业成长性降低的有效表征。

风险预测

接着，我们考虑，在对企业的基本面指标有效预测的同时，营收增速对股票的投资风险是否同样具有预测效果。

对于股票组合，扣除各自所属行业的行业收益率，得到股票组合的相对收益。

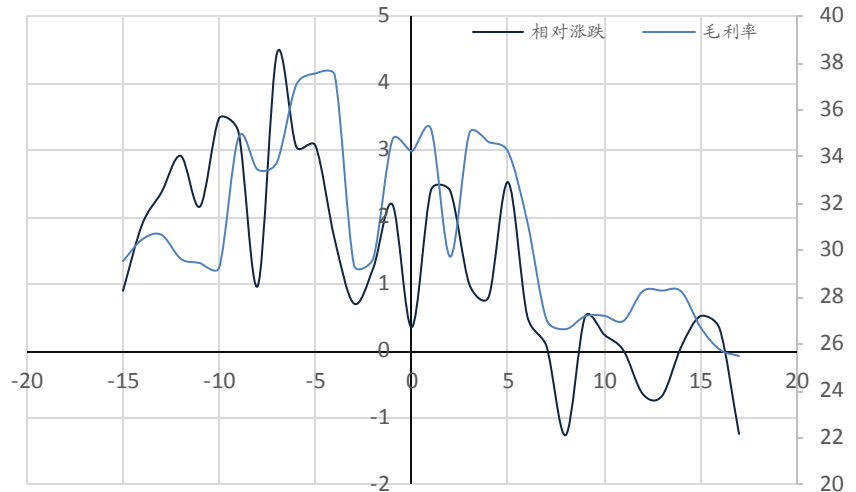
表 3: 各指标与相对收益的相关性检验

指标	相关系数	显著水平
营收增速	.541**	.001
总市值	-.651**	.000
A 股流通市值	-.675**	.000
PE	.485**	.004
PEG	.262	.140
PB	.035	.845
PCF	-.135	.454
PS	.406*	.019
ROIC	.056	.757
利润增速	.314	.075
毛利率	.615**	.000
利润率	.141	.434
涨跌幅	.457**	.008
振幅	.172	.337
换手率	-.293	.098
相对收益率	1	

资料来源: 国信经济研究所分析师归纳整理

从各指标与收益率的相关性来看，营收增速、毛利率、市值等指标相关度较高且显著。综合几个显著指标的可靠性与前述的走势情况，我们认为营收增速对于股价风险应该具有预测作用。

图 21: 成长股票组合的相对涨跌幅与毛利率

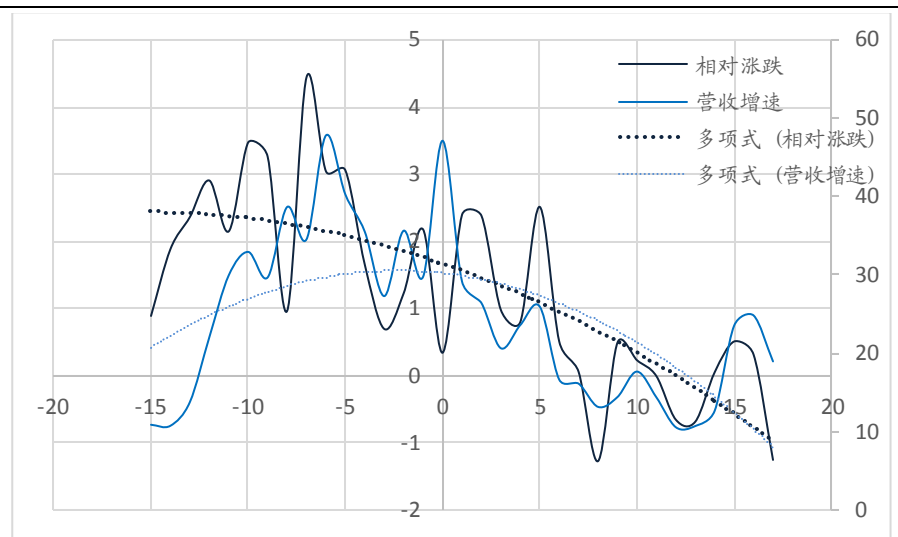


资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

从图中可以看到，毛利率与涨跌幅的波动情况比较一致，也吻合了毛利和涨跌幅相关性较高的情况。我们认为，毛利率的波动与走势也可以作为股票风险与收益的一个参考指标。

然而由于其波动较大，对比前文中毛利率与营收的走势情况，再考虑实际情况中，毛利率数据的可靠性不如营收数据，营收增速仍然作为主要的参考指标。

图 22: 成长股票组合的相对涨跌幅走势



资料来源：国信证券经济研究所整理、wind

可以看到，当营收增速下降所反映的企业成长性转变的时期，企业股票的收益也进入了趋势性下降阶段。市场价格对企业的情况的判断从图线上看，比企业

自身财报的情况反映更早，但是，考虑到市场股价的波动情况，营收增速的下降给予投资者的“出场”信号能够更好的帮助投资者判断股票的未来形势，有效的规避成长股转换时期的投资风险。

结论

在成长股的成长周期中，会随着增长而向价值股转换。然而由于企业自身的质量、水平、所处行业以及宏观形势等因素的影响，成长股的转化面临着压力，从成长—价值的划分中看，成长股更多的情况并没有转入价值股的类别之中。成长股的阶段性即表现在转变中的压力被市场所反映，估值以及业绩增速均受到压制，则会出现成长股崩盘。

利用 MSCI 的风格分类，我们并不能很好的将成长股与其它风格个股在组合收益层面区分开来，从而规避投资风险。

营收增速可以被当作成长性的代表指标，高增速也代表着高成长。而对应增速下滑时期的估值指标 PE、PB、PS 均能够及时体现成长速度降低，股票业绩下滑的情况。同时，当营收增速下降所反映的企业成长性转变的时期，企业股票的收益也进入了趋势性下降阶段，营收增速这一指标可以帮助投资者有效的规避成长股转换时期的投资风险。

存在的风险

成长股的投资本身即存在双杀的风险——一旦成长股增速放缓，市场给它的估值迅速的下降，股票随即崩盘，出现业绩和估值的双杀，所以对成长转化为价值时期的指标变动的判断显的尤为关键。然而，如果企业的成长性并不充分，伪成长性股票混入，股票风格的划分以及指标的预测性有可能失效，将面临投资损失的风险。因此，除了区分价值和成长之外，怎样从成长股中剔除伪成长，也是一个意义重大但又极富挑战的研究课题。并非所有股票都能从成长转变为价值，更多的可能从成长转变为非成长。

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

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
刘鹏		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
魏玉敏				朱海涛	
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
		黄道立	0755-82130685	丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
				刘勍	0755-82133400
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
汽车及零部件		金融工程		基金评价与研究	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310
		陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163
		吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843
		周琦	0755-82133568		

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		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617							
陈孜譞	18901140709							