

# 用历史和预期拥抱成长

——2014夏季主动量化及期权会议研究之七

证券分析师

夏祥全 A0230513070002

2014.06



## 主要内容

1. 成长股虽好，但寻找不易
2. 结合预期数据，锁定高成长股票
3. 从成长的前提出发，寻找持续成长股票
4. 结论与建议

## 1.1 净利润增长是成长股最重要的特征之一

- 成长股在今年的关注度较高，度量成长性有多种角度
  - 从股东的角度来看，能赚更多钱的企业更值得关注
  - 从资产规模来看，公司扩张的过程往往伴随着总资产、净资产的扩大
- 净利润增长是最重要的成长性度量方式之一
  - 净利润是上市公司实实在在赚到的钱
  - 净利润是可以用于分配或者留存用于企业发展的部分

图1：成长性可以用多类指标来度量

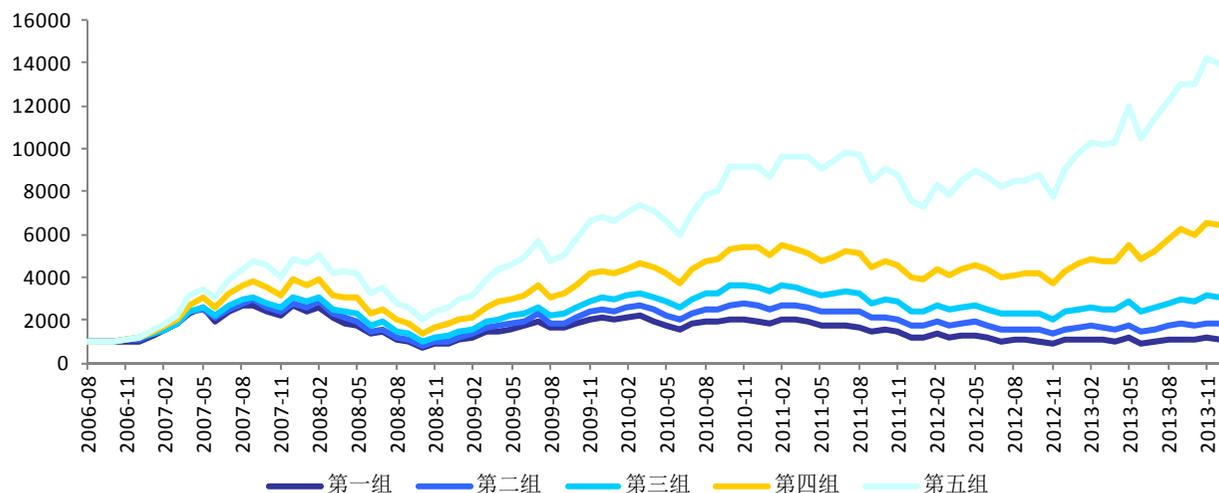


资料来源：申万研究

## 1.2 成长股的成长兑现过程中表现较好

- 假设可以预知成长，观察各对应时期的净利润增速对股票价格的影响
- 高成长的股票在成长逐渐兑现过程中表现较好
  - 净利润增速不同的股票具有严格单调性，成长性越高，股价表现越好：从2006年以来，净利润增速最高的20%A股的价格增长12倍！
  - 投资者对高成长企业的不断认识，带动股票价格不断上升

图2：按照同期净利润同比增速分组的股票表现

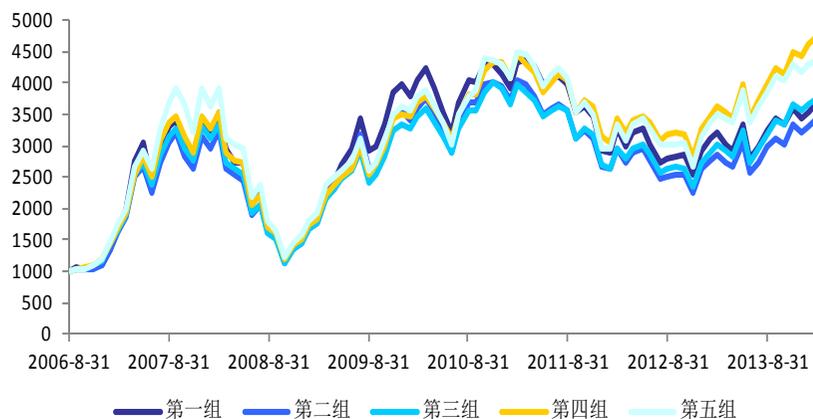


资料来源：申万研究，从第一组到第五组净利润同比增速逐渐增加，剔除金融类股票

## 1.2.1 通过历史数据寻找高成长股票的难度较大

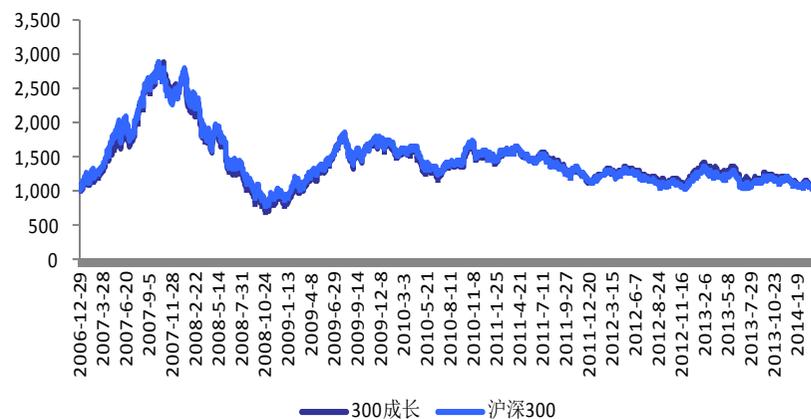
- 采用财报数据计算的历史高成长股票股价表现一般，成长股的选择难度较大：
  - 不同净利润同比增速的股票表现差异不大，且并非净利润增速越高的股票表现越好
  - 综合考虑主营业务收入、净利润、内部增长率的沪深300成长指数长期和沪深300表现基本一致

图3：按照净利润同比增速分组的股票表现差别不大



资料来源：申万研究，从第一组到第五组净利润同比增速逐渐增加，剔除金融类股票及前期亏损股票

图4：300成长指数长期和沪深300指数表现基本一致



资料来源：申万研究

## 1.2.2 数据滞后和成长低持续性是主要障碍

- 历史高成长的股票表现一般的原因在于数据滞后和成长持续性较差
  - 财报披露滞后，历史高成长股票在成长兑现过程中，股价已经有所表现
  - 成长持续性较差，历史成长的股票未必继续成长：在当期相对上期净利润增长的企业中，仅有60%的企业在下一报告期继续增长
- 寻找成长股的核心是要解决这两个问题

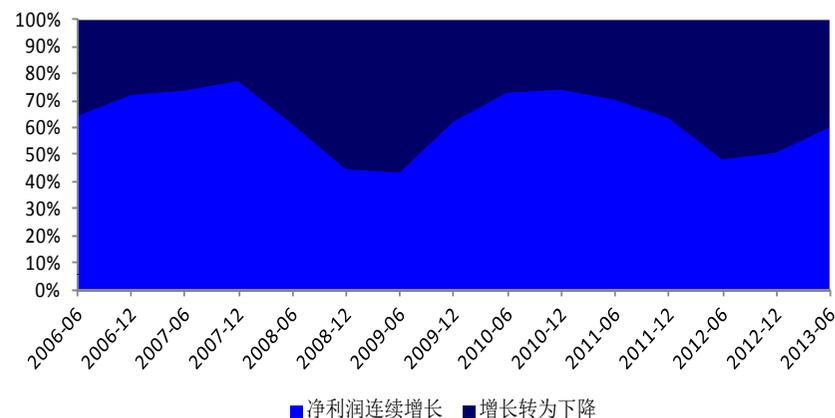
表1：财报披露时间相对滞后

报告期	时间跨度	披露截止日期	最长滞后时间
一季报	1月1日-3月31日	4月30日	1个月
中报	1月1日-6月30日	8月31日	2个月
三季报	7月1日-9月30日	10月31日	1个月
年报	1月1日-12月31日	第二年4月30日	4个月

资料来源：申万研究



图5：当期盈利增长的企业中不足六成下期继续增长

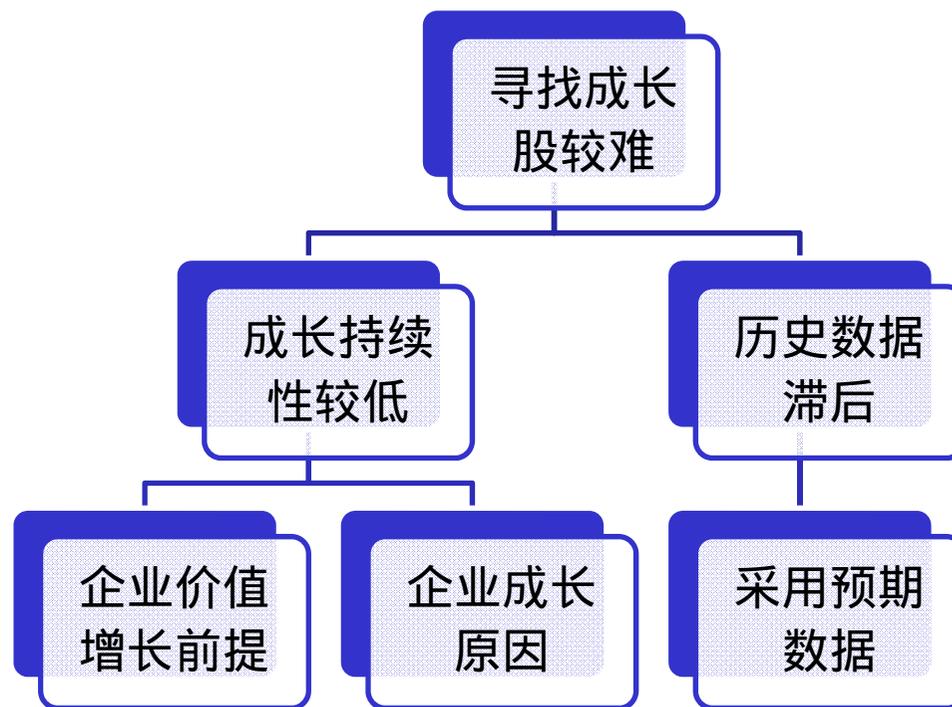


资料来源：申万研究

## 1.3 从预期和成长的前提出发，挑选成长股

- 如何解决历史数据选择成长股存在的问题？
- 采用预期数据解决数据滞后性
  - 分析师推荐股票需要预测企业盈利
  - 分析师是市场上最了解企业的一群人
- 成长需要追根溯源
  - 企业价值增长有前提
  - 企业成长的原因
- 如何运用？

图6：研究框架



资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 成长股虽好，但寻找不易
2. 结合预期数据，锁定高成长股票
3. 从成长的前提出发，寻找持续成长股票
4. 结论与建议

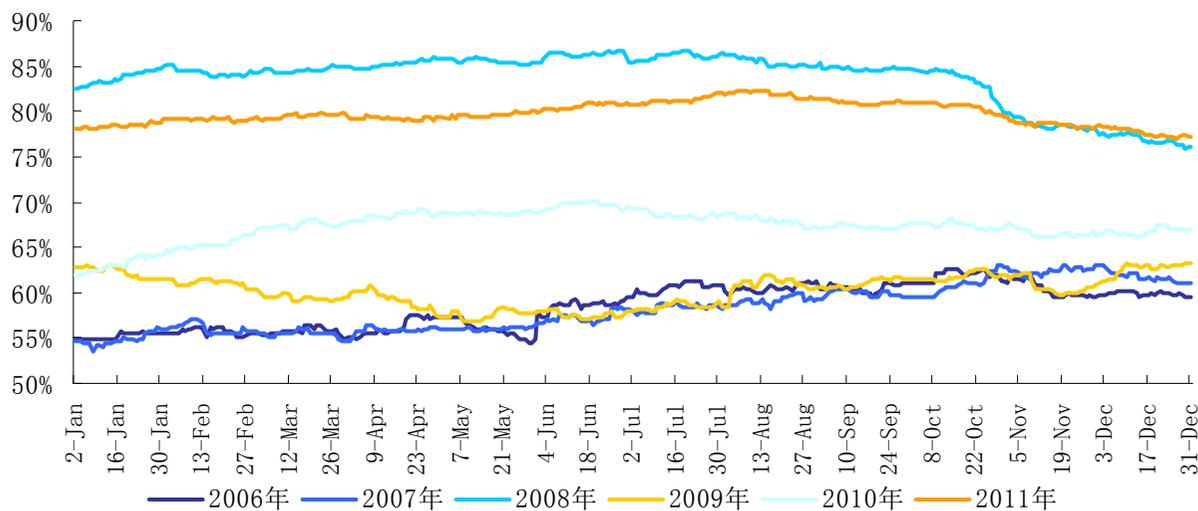
## 2.1 分析师预期是提前预测企业盈利情况的合理选择

- 财报数据滞后的解决方式是预测盈利情况，股票分析师的盈利预测正好满足该要求
  - 数据可获取性：基本每篇从基本面推荐某家公司的研究报告都必然会对该公司的收入、盈利情况进行预判
  - 数据可靠性：好的分析师会通过上市公司公告、调研上市公司等渠道，研究上市公司的发展情况、上市公司所处行业、上市公司的上下游等，是市场上最了解上市公司的人群之一
- 在实际操作中，投资者可以参考自己信任的分析师进行主动的筛选，在本报告中，以朝阳永续一致预期为例，研究用预期数据来寻找成长股的效果

## 2.2 分析师对上市公司盈利预测倾向乐观

- 预期净利润高于实际净利润的上市公司家数占比每年均超过50%
- 市场较差的时候，预期净利润高于实际净利润的上市公司家数占比更高
  - 2008年、2010年和2011年低于预期上市公司比例平均为83%、67%和80%
  - 2006年、2007年和2009年低于预期上市公司比例平均为58%、58%和60%

图7：乐观预测的上市公司家数占比常年超过50%



资料来源：申万研究，朝阳永续

## 2.2 分析师对上市公司盈利预测倾向乐观

### ■ 每年年底分析师盈利预测偏乐观

- 乐观幅度=（预期净利润-实际净利润）/ 实际净利润

### ■ 非金融行业乐观幅度高于金融服务行业

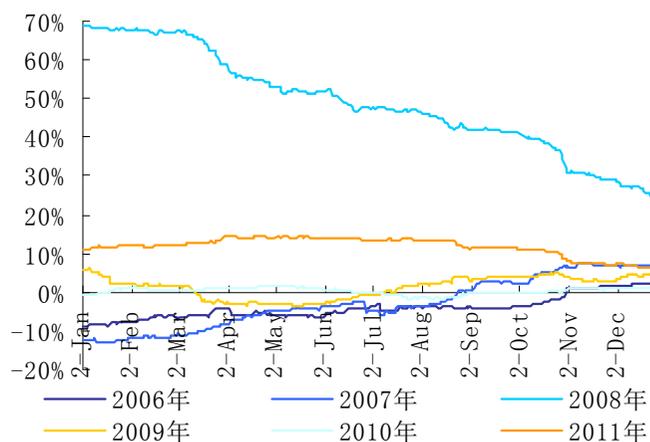
### ■ 小盘股盈利预测乐观幅度高于大盘股

表2：每年年底分析师盈利预测的乐观幅度

年份	全市场	非金融服务行业	非沪深300
2006年	2.17%	5.39%	18.96%
2007年	7.45%	8.65%	11.46%
2008年	23.09%	32.57%	56.58%
2009年	4.42%	11.73%	20.11%
2010年	1.27%	5.60%	12.17%
2011年	6.47%	12.18%	23.56%

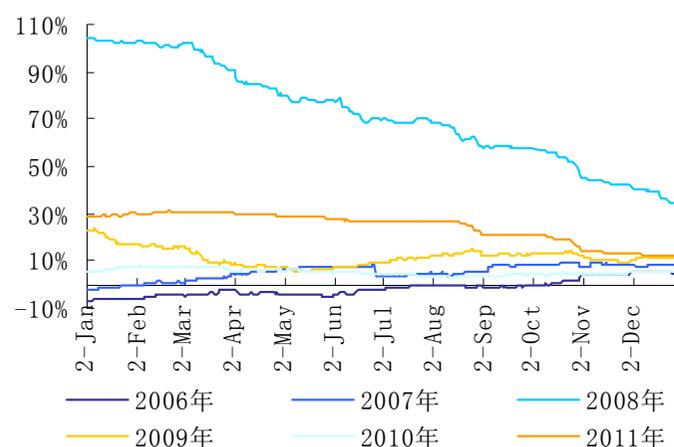
资料来源：申万研究

图8：全市场盈利预测乐观幅度



资料来源：申万研究，朝阳永续

图9：非金融服务行业盈利预测乐观幅度



资料来源：申万研究，朝阳永续

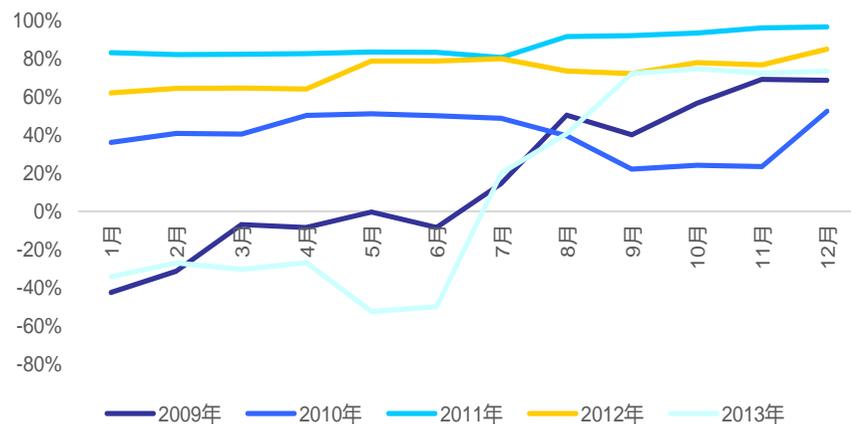
## 2.3 预期成长和实际成长的相关性随着信息的逐渐增加而提高

### ■ 一致预期成长与实际成长的相关性逐月提高

- 从简单相关系数来看，除2011、2012年外，其余各年的年初的相关系数均较低，甚至负相关，但相关系数逐月提高
- 从相对排序的相关性来看，预期成长和实际成长的相关性也是年初较小，但到年底时相关性平均在74%左右

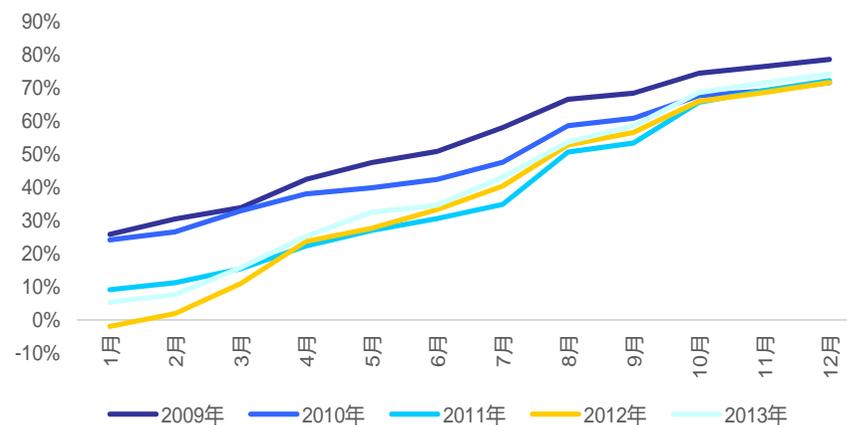
### ■ 预期成长和市场对成长的认识一样，都是被逐渐认识的过程，信息增加更有利于预测成长性

图10：预期成长和实际成长的相关系数逐月增加



资料来源：申万研究，朝阳永续

图11：预期成长和实际成长的秩相关系数逐月增加



资料来源：申万研究，朝阳永续

## 2.4 从概率的角度寻找相对高成长

### ■ 实际使用时，投资者更关注高成长的股票

- 由于市场上成长性最好的20%股票过去七年累计增长12倍，我们以寻找市场中实际成长性位于最高的20%的股票为目标

### ■ 预期高成长股票中能较高概率选到实际高成长的股票，且临近年末概率逐渐提高

- 不论是在预期成长最高的20%还是10%股票中，年初来看位于实际成长最高组的比例均最低（40%左右），而年底最高（74%）
- 在每个月末的预期高成长的10%股票中，属于实际高成长的股票的概率更大

### ■ 可以每个月以预期成长最高的10%股票作为实际高成长股票的预测，也可在此基础上进一步主动挑选

图12：预期成长最高的20%股票在实际成长分组中的情况

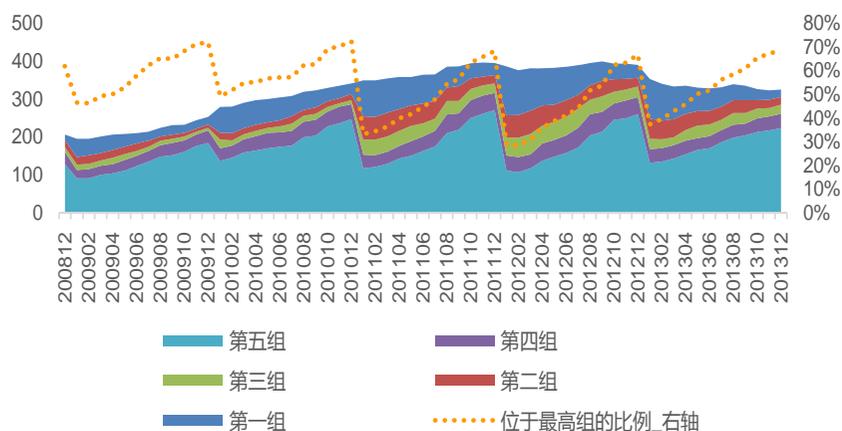
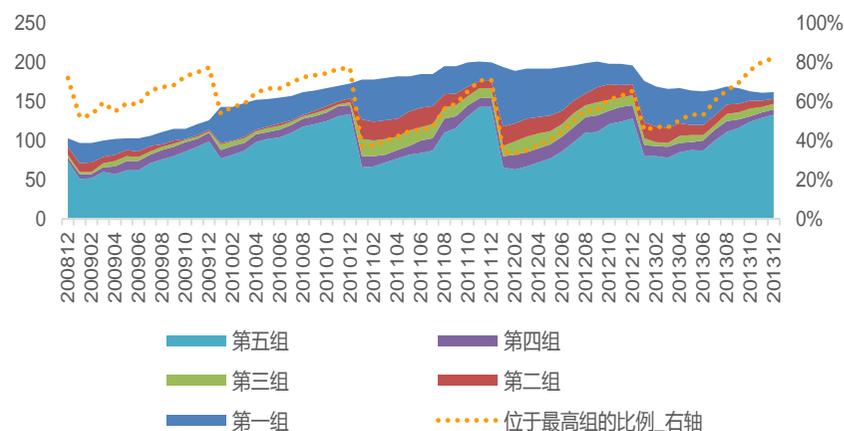


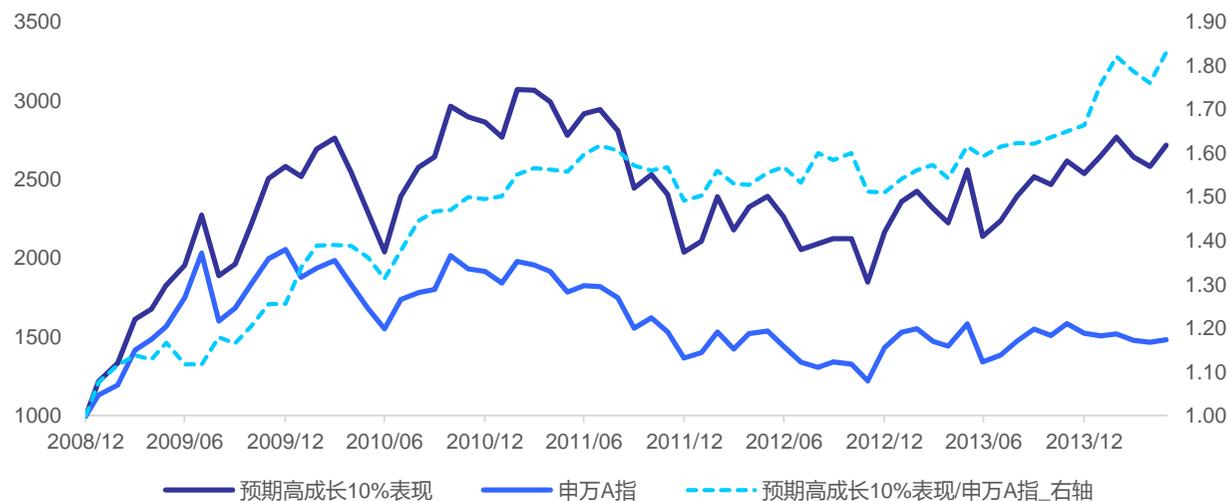
图13：预期成长最高的10%股票在实际成长分组中的情况



## 2.5 面临预测失误风险，“疑似”成长股的表现值得关注

- 从预期高成长中挑选出的“疑似”高成长股，不可避免面临预测错误的风险
- 从市场表现来看，预期成长最高的10%股票累计长期大幅跑赢市场
  - 从2009年以来，预期成长最高的10%股票累计上涨171.7%，而同期代表全市场的申万A指仅上涨48.4%，预测的“疑似”高成长股平均跑赢123.3%
  - 其主要原因是即使预测命中率最低的1月，预期成长最高的10%股票里平均也有近四成的股票属于实际高成长股票
  - 每月根据最新预期数据调整高成长股的预测名单，预测准确率不断提高

图14：预期高成长股的整体表现好于市场



## 2.6 最新预测高成长股票池

■ 根据5月30日数据，得到的最新预测高成长股票池：

表3：最新预测高成长股票池

股票简称	预期成长	股票简称	预期成长	股票简称	预期成长	股票简称	预期成长	股票简称	预期成长	股票简称	预期成长	股票简称	预期成长
圣莱达	21225%	爱康科技	1545%	中国船舶	717%	巨龙管业	454%	天泽信息	321%	海越股份	272%	中远航运	225%
中创信测	14283%	天音控股	1464%	启源装备	691%	中环股份	437%	凯迪电力	320%	南风股份	270%	掌趣科技	222%
顺荣股份	10630%	海澜之家	1445%	宁波海运	632%	银之杰	419%	永太科技	318%	春兴精工	270%	双龙股份	219%
大康牧业	6511%	天成控股	1300%	尤夫股份	630%	新乡化纤	417%	信邦制药	315%	中际装备	266%	烯碳新材	219%
天一科技	6357%	正和股份	1167%	大富科技	616%	华仪电气	413%	九九久	315%	四川九洲	265%	宝馨科技	218%
光正集团	5746%	海伦哲	1129%	齐星铁塔	600%	福建南纺	398%	世纪游轮	313%	兴发集团	257%	星湖科技	214%
当代东方	5725%	中材国际	1121%	GGY 视讯	583%	美都控股	390%	澳洋科技	310%	卫士通	257%	庞大集团	214%
有研新材	4032%	东山精密	990%	河北钢铁	572%	南通锻压	383%	通源石油	303%	天奇股份	256%	茂硕电源	213%
国电南自	3123%	盛路通信	942%	江山化工	545%	新南洋	382%	隆基股份	301%	泰山石油	255%	比亚迪	213%
远东股份	2809%	福瑞股份	940%	和邦股份	534%	佰利联	381%	金晶科技	299%	兴源过滤	255%	浙富控股	212%
德豪润达	2784%	拓日新能	901%	长城集团	532%	中原特钢	378%	金信诺	293%	华胜天成	255%	南京化纤	210%
美锦能源	2667%	广船国际	883%	东风汽车	532%	兄弟科技	376%	钱江水利	291%	黑猫股份	254%	海得控制	207%
金通灵	2363%	神马股份	849%	锦龙股份	508%	湖北宜化	372%	浙江广厦	291%	大禹节水	253%	华联股份	206%
建峰化工	2358%	宝泰隆	829%	中弘股份	507%	吴通通讯	362%	海兰信	289%	准油股份	245%	旋极信息	202%
迪威视讯	2267%	新筑股份	820%	天通股份	504%	精艺股份	362%	禾盛新材	289%	桂林旅游	241%	天舟文化	199%
东方财富	2213%	S 舜元	804%	富春通信	496%	圣阳股份	357%	卧龙地产	288%	广汇能源	241%	智光电气	198%
国民技术	2106%	金龙机电	783%	航天通信	493%	方正电机	350%	青岛双星	288%	赛为智能	236%	利欧股份	198%
长电科技	2096%	科大智能	783%	华工科技	478%	湘电股份	350%	中捷股份	283%	长方照明	235%	佳都科技	198%
东方钽业	1962%	沈阳机床	782%	太极实业	474%	铜峰电子	344%	通宝能源	281%	新能泰山	233%	通达动力	198%
大智慧	1884%	皖维高新	780%	雷柏科技	470%	上海佳豪	337%	复旦复华	281%	嘉凯城	231%	红宇新材	197%
爱使股份	1878%	联建光电	773%	中泰化学	465%	西藏旅游	335%	维尔利	279%	易联众	231%		
成飞集成	1771%	华力创通	770%	光大证券	463%	包钢股份	331%	朗源股份	277%	亚泰集团	231%		
日发精机	1724%	坚瑞消防	769%	大橡塑	461%	动力源	331%	阳谷华泰	274%	北方导航	230%		
宇顺电子	1698%	吉鑫科技	768%	巨力索具	461%	鑫富药业	330%	中利科技	274%	莱茵置业	229%		

## 主要内容

1. 成长股虽好，但寻找不易
2. 结合预期数据，锁定高成长股票
3. 从成长的前提出发，寻找持续成长股票
4. 结论与建议

## 3.1 企业价值增加的前提：ROIC>WACC

### ■ 企业的价值是未来现金流折现的结果

- NOPLAT：扣除与核心经营活动有关的所得税后公司核心经营活动产生的利润
- 加权资本成本(WACC)：投资者预期从所投资公司获得的回报率
- 资本回报率(ROIC)：投出资金与相关回报之比例，用于衡量投出资金的使用效果

### ■ ROIC>WACC时企业投资才能创造新价值

- 当ROIC>WACC时，企业价值随g的增加而增加
- 当ROIC<WACC时，企业价值随g的增加而降低

$$\begin{aligned} \text{企业价值} &= \frac{\text{FCF}}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} (1 - \text{IR})}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g} \\ &= \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} * \frac{1}{\text{ROIC}} (\text{ROIC} - g)}{\text{WACC} - g} \end{aligned}$$

## 3.1.1 ROIC、WACC的计算规则及使用

### ■ 根据财务数据和市场数据计算ROIC和WACC

- 股权资本成本Ke采用CAPM模型测算
- Kd以十年期国债收益率代替

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} * (1 - T)}{\text{投入资本}} = \frac{\text{EBIT} * (1 - T)}{\text{经营性流动资产} + \text{经营性长期资产}}$$

$$\text{WACC} = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_d * (1 - T)$$

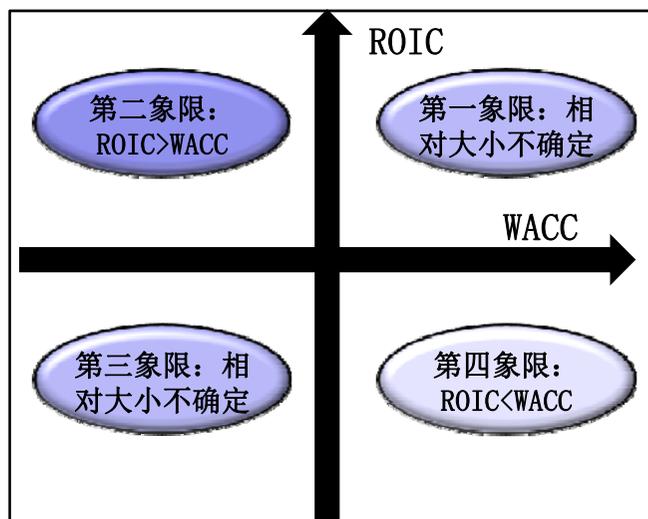
### ■ Ke的测算与所选市场阶段相关性较大，可退而求其次采用相对大小方式使用

- 市场预期收益率一致，β越大，Ke越大，在资产负债率相同的情况下，E/(E+D)\*Ke越大
- WACC维度：采用E/(E+D)\*β、D/(E+D)\*Kd(1-T)对所有股票从小到大进行排名，将排名之和的排名作为各股票的WACC排名

## 3.1.2 市场认可企业价值的增长前提

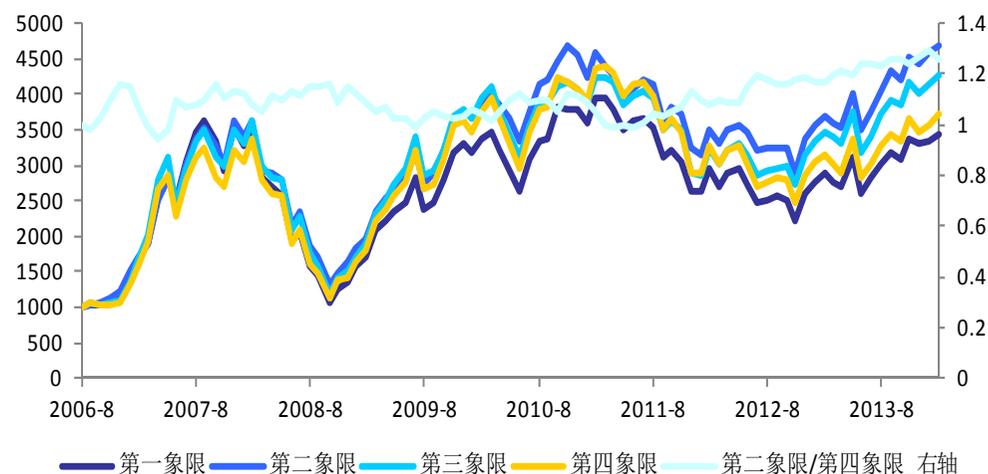
- “四分法” 甄别ROIC、WACC关系的可能性
  - 根据ROIC得分的高低和WACC得分的高低，将所有A股分为四个象限
  - ROIC较大但WACC较小的公司最可能出现ROIC>WACC，ROIC较小但WACC较大的公司最可能出现ROIC<WACC
- 市场认可价值的增长条件，第二象限股票长期表现最好，好于第四象限的股票

图15：高ROIC低WACC的公司更可能成长



资料来源：申万研究

图16：ROIC>WACC的股票表现更好



资料来源：申万研究

### 3.1.3 二象限的股票净利润增速更稳定

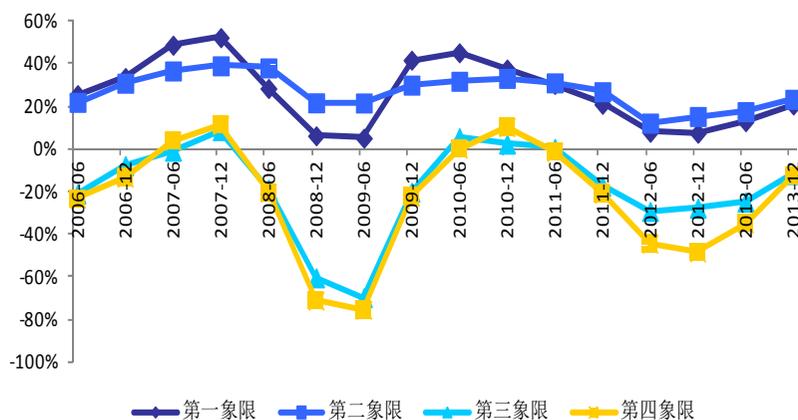
#### ■ ROIC较大的第一象限和第二象限的股票净利润同比增速相对较大

- 由于EBIT与净利润有一定相关性，在其他条件相同的情况下，当期EBIT越大，净利润越大，净利润同比增速也越大
- ROIC较小的第三、第四象限净利润同比增速相对较小，甚至大部分时间出现负增长
- 二象限的股票增速更稳定，波动更小

#### ■ 二象限的股票净利润增速的持续性更强

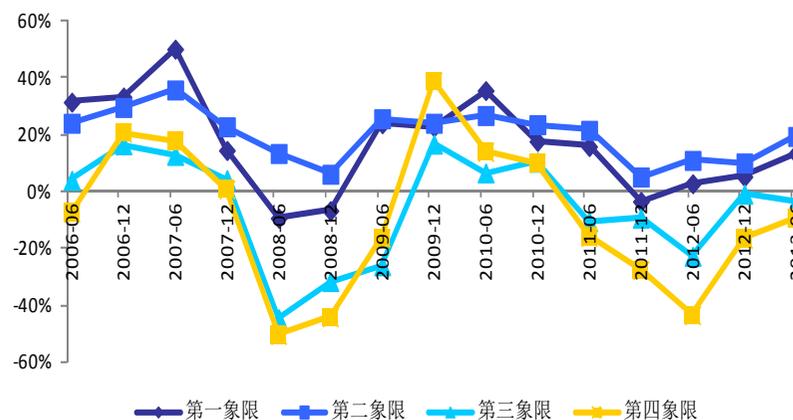
- 位于二象限的股票在下一财报的净利润同比增速仍稳定大于0

图17：各象限股票当期净利润同比增速中位数



资料来源：申万研究

图18：各象限股票下一财报净利润同比增速中位数



资料来源：申万研究

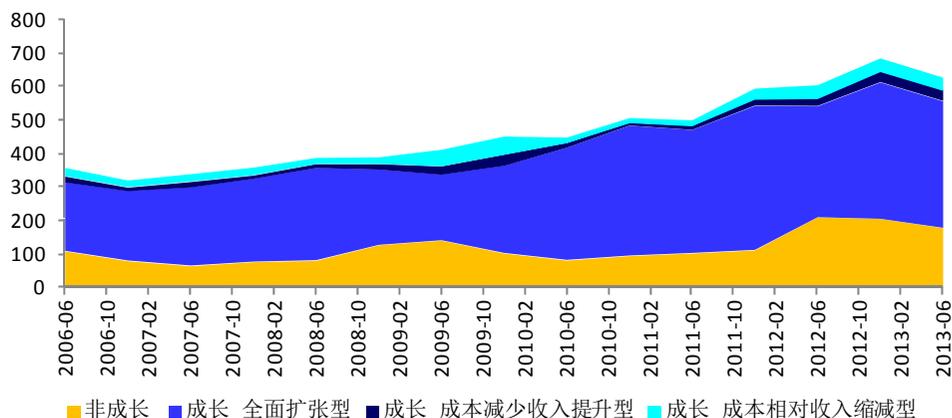
## 3.2 在成长持续的前提下，深入寻找成长股

- 在 $ROIC > WACC$ 的情况下，成长性越高的企业价值越高。为寻找到企业价值较高的企业，分析企业为什么成长就非常重要
- 利润=收入-成本：扩张期还是减员增效？
  - 利润的增加对应着收入相对成本变得更多
  - 成本的扩张与否对应着不同类型的净利润增长模式
- 净利润=ROE\*净资产=ROA\*总资产：盈利能力提高还是资产规模增长？
  - 净利润的增长可能是因为盈利能力提高或者资产规模增长
  - 净利润增长率=盈利能力提升幅度+资产规模增长+交叉项

## 3.2.1 第二象限中大部分成长股的收入、成本同时扩张

- 从来源看，利润为收入和成本之差，收入相对成本变得更多就会带来利润的增加，基于此可将成长企业划分不同类型
  - 全面扩张型：收入和成本同时增长，但收入增长更快
  - 成本缩减收入提升型：成本降低，但收入反而增长
  - 成本相对收入缩减型：成本和收入同时降低，但成本降低得更多
- 第二象限中大部分成长股票属于全面扩张型
  - 在第二象限中，净利润增长的股票占比75%；在净利润增长的股票中，85%的股票为收入和成本同时增长的全面扩张类型

图19：第二象限中大部分成长的股票属于全面扩张型

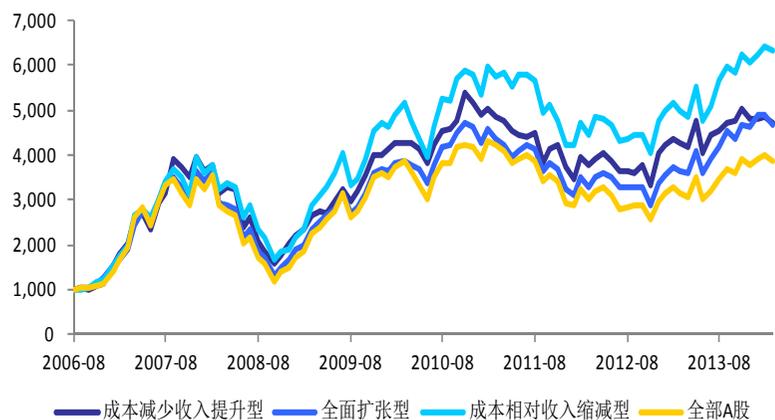


资料来源：申万研究

## 3.2.1 成本相对收入缩减带来的净利润增长市场认可度最高

- 市场对成本相对收入缩减所带来的净利润增长的认可度最高
  - 不同类型的成长股票均跑赢市场平均
  - 不同类型的成长股票长期表现有所差异，成本相对收入缩减型成长股票表现最好，全面扩张型表现相对最差
- 在成本相对收入缩减型成长股票中，75%处于“改革”、“转型”等时期，可以通过这一现象间接抓住相关股票
  - 但成本相对收入缩减型成长股票的样本数量相对较少

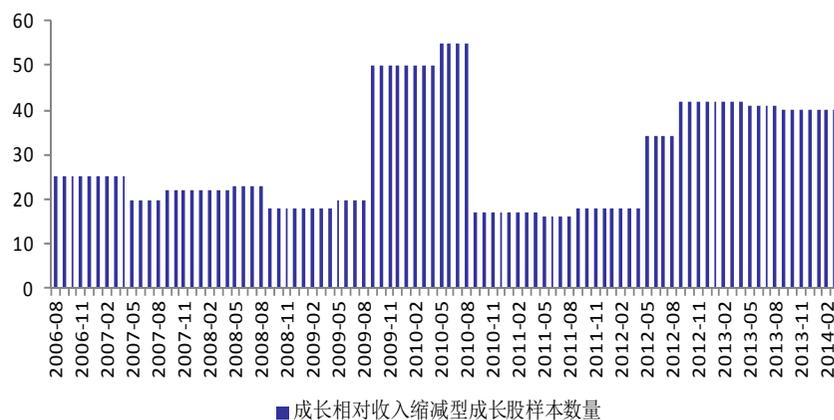
图20：成本相对收入缩减型成长股票表现最好



资料来源：申万研究



图21：成本相对收入缩减型成长股各期样本数量

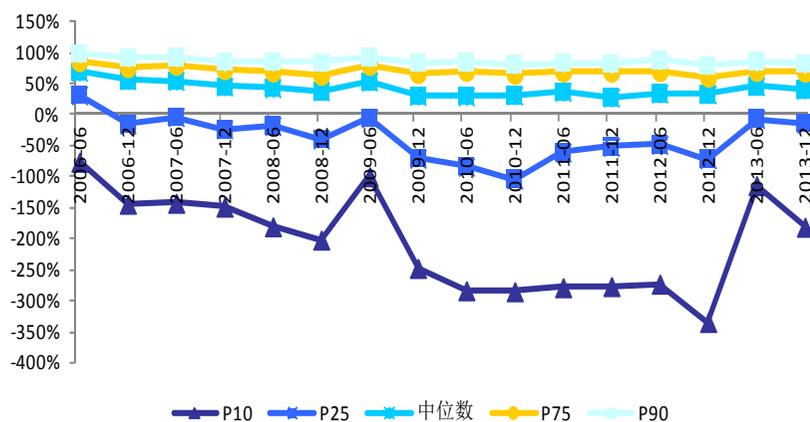


资料来源：申万研究

## 3.2.2 盈利能力变化带来了40%左右的净利润增长

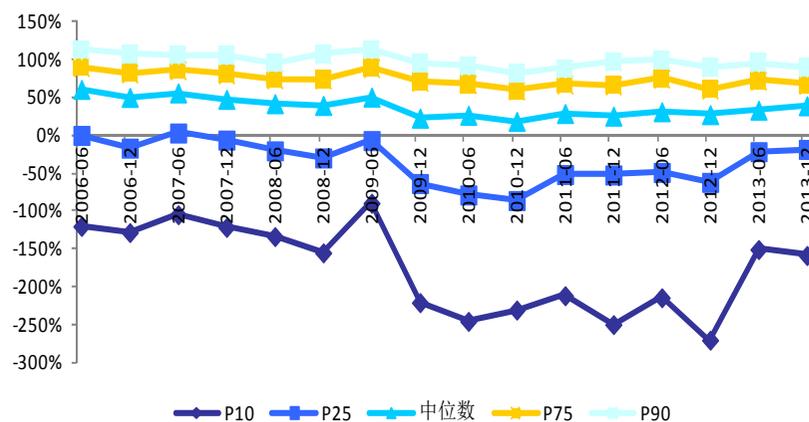
- 在资产规模变化不大的情况下，企业盈利能力提高会带来企业净利润的增长
- 盈利能力提高的分解：ROA或ROE的同比变化
  - 假设相邻两期资产规模没发生变化，则净利润增长率=ROA或ROE的同比变化
- 平均来看盈利能力变化带来了40%左右的净利润增长
  - 采用ROE度量时，盈利能力变化的贡献略大，原因可能是净资产相对更稳定

图22：ROE同比变化对净利润增长的贡献分布



资料来源：申万研究

图23：ROA同比变化对净利润增长的贡献分布

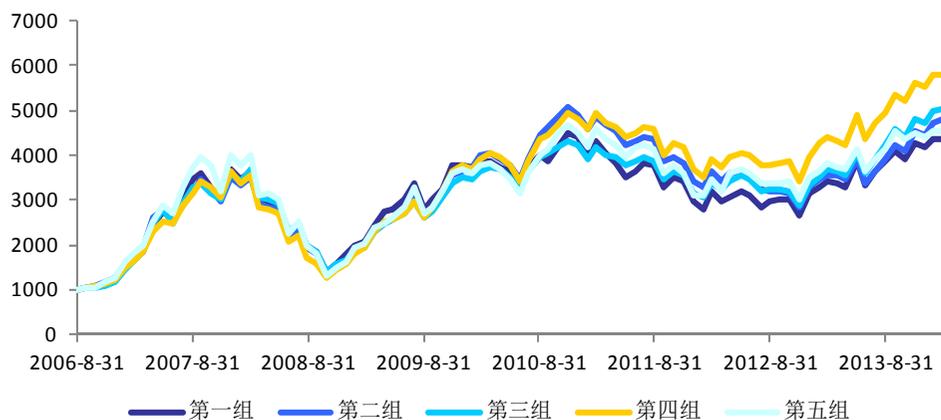


资料来源：申万研究

## 3.2.2 第二象限中盈利能力提升较多的股票长期表现较好

- 由于ROE、ROA的同比增长的规律较为一致，仅考虑不同ROE的同比变化的第二象限股票的表现差异
- 盈利能力提升较多的第四组股票长期表现较好，因异常样本的存在，提升最多的一组反而一般
  - 在除第五组外，其余四组中盈利能力变动越大，长期表现越好
  - 第五组表现一般的原因在于其包含了较多盈利指标变动较大的异常样本，eg. 前一期微利，后一期略微提升，ROE的变动就很大

图24：盈利能力提升较多的第四组成长股长期表现较好

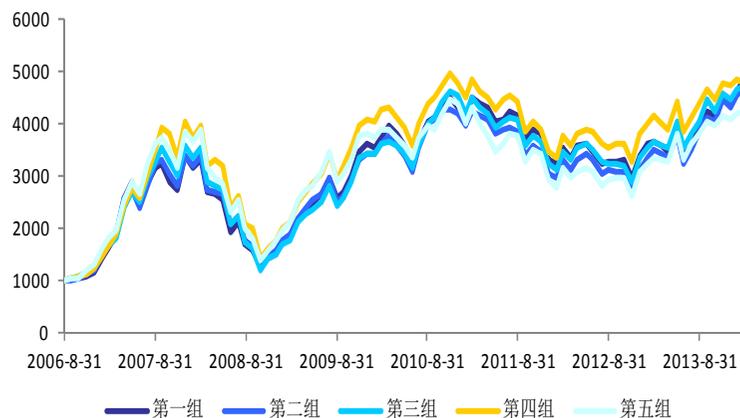


资料来源：申万研究，从第一组到第五组ROE同比增长率逐渐提高

### 3.2.3 负债增长较多的股票后续表现较好

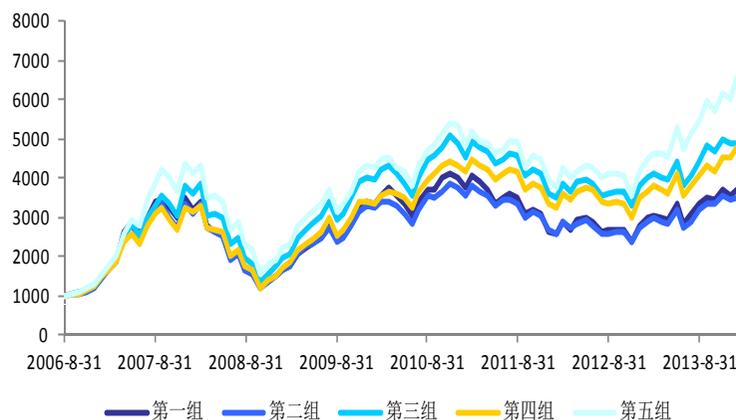
- 从来源来看，企业的资产主要是债权融资和股权融资
- 负债增长较多的股票后续表现较好，而净资产增长的影响不大
  - 在ROIC>WACC的第二象限股票中，净资产增长率越大的股票表现并没有明显差别
  - 负债增长较多的第二象限股票后续表现较好，可能原因是当债务融资成本小于股权融资成本时，负债增加会引起加权平均成本WACC的下降，从而带来企业价值的上升

图25：不同净资产增长率的股票表现差异不大



资料来源：申万研究，从第一组到第五组净资产增长率逐渐提高

图26：负债增长较多的股票后续表现较好

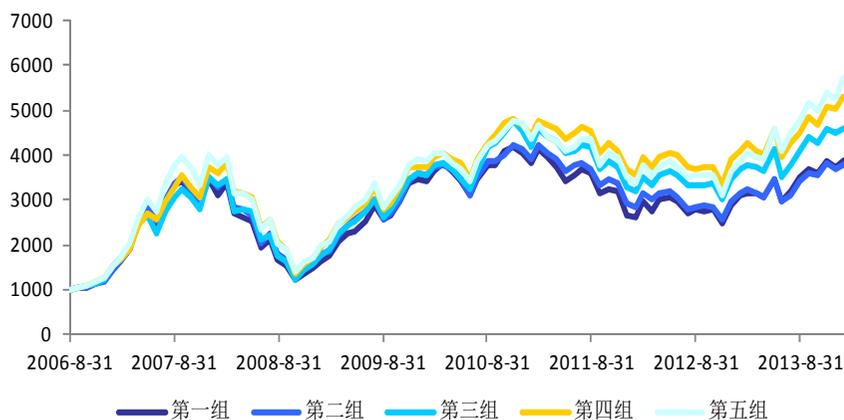


资料来源：申万研究，从第一组到第五组负债增长率逐渐提高

### 3.2.3 流动负债增加较多的第二象限股票后续表现较好

- 在第二象限股票中，流动负债增长越多的股票表现越好，而不同非流动负债增长的股票表现差异不大
  - 流动负债增加，其最可能原因是预收账款、应付账款等较低成本的资源增加，有利于提高企业价值
  - 非流动负债的增加，意味着企业主要进行长期借款或者发债，其成本远高于流动负债，因此其对企业价值的提升有限
- 从企业经营风险的角度来讲，并非负债越多越好，当企业的流动负债和非流动负债均大幅增加时，可能是企业面临着经营层面的困难

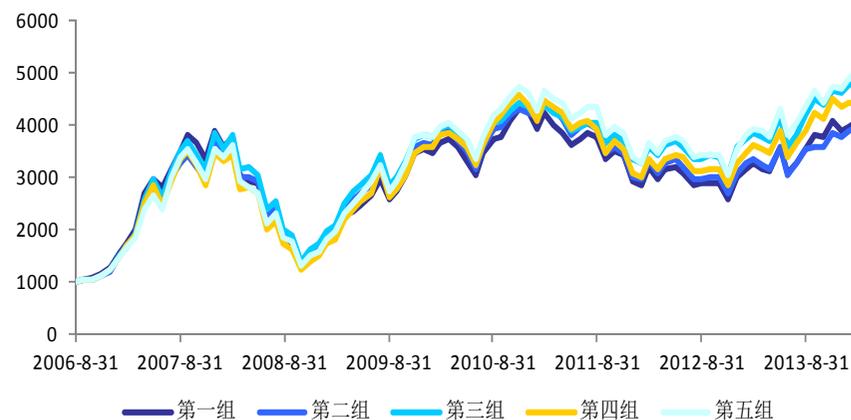
图27：流动负债增长越多的股票后续表现越好



资料来源：申万研究，从第一组到第五组流动负债增长率逐渐提高



图28：非流动负债增速不同的股票差异不大

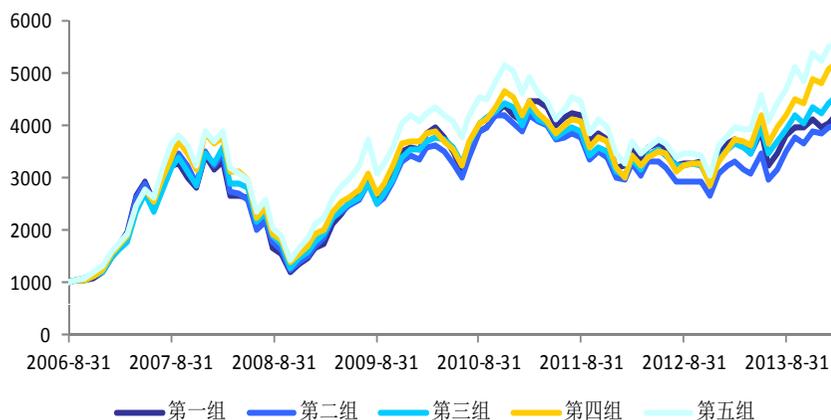


资料来源：申万研究，从第一组到第五组非流动负债增长率逐渐提高

### 3.2.3 盈余公积增长率越高的股票后续表现越好

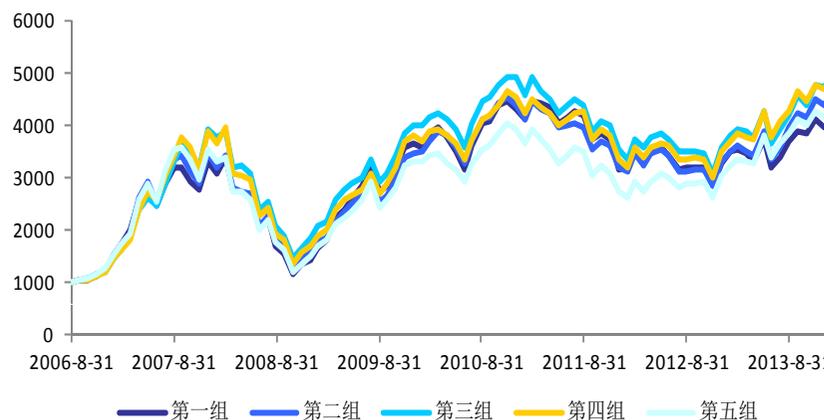
- 在所有者权益中，股本和资本公积的变化往往较小，因此主要关注盈余公积和未分配利润的变化
- 盈余公积增长率越高的ROIC>WACC的股票后续表现越好，但未分配利润增速的影响不大
  - 盈余公积和未分配利润是企业的留存收益的两部分，而留存收益是净利润中未用于分红的部分
  - 由于未分配利润在后续年度很可能被用于分配，而盈余公积在一般情况下并不会用于分配，因此盈余公积增加带来的资产规模的增长可靠性更强

图29：盈余公积增长越多的股票后续表现越好



资料来源：申万研究，从第一组到第五组盈余公积增长率逐渐提高

图30：未分配利润增速不同的股票差异不大



资料来源：申万研究，从第一组到第五组未分配利润增长率逐渐提高

### 3.3 规律的运用：基于历史数据，挑选成长股

#### ■ 根据前面的分析结果，挑选成长股票

#### ■ 应用一：收支缩减型成长股票组合

- 每年4、8月末基于上年年报、本年中报，挑选第二象限股票且净利润同比增长但增长率小于100%的股票作为初选票池
- 选择营业收入、营业成本均同比下降的股票，在剩下的股票中，按照净利润增长率从高到低进行排序，选择排名最高的15只股票作为组合样本股

#### ■ 应用二：细分成长股票组合

- 每年4、8月末基于上年年报、本年中报，挑选第二象限股票且净利润同比增长但增长率小于100%的股票作为初选股票池
- 分别按照ROE同比增长率、流动负债同比增长率以及盈余公积同比增长率从小到大进行排序，选择排名之和最高的50只股票作为组合样本股

### 3.3.1 收支缩减成长型组合长期稳定跑赢800等权指数

#### ■ 收支缩减成长股票长期表现良好

- 从2006年9月到2014年3月，收支缩减型成长组合累计上涨558%，而同期中证800等权指数累计上涨154%，组合超额收益达404%
- 组合月均超额收益0.98%，超额收益年化标准差为10.54%，信息比率为1.11

#### ■ 收支缩减成长股票表现稳定

- 从2006年以来，每年均跑赢中证800等权指数
- 在过去的91个月里，股票组合跑赢中证800等权指数的月份有60个月

图31：收支缩减成长策略长期表现良好



资料来源：申万研究

表4：收支缩减成长策略所有年份均跑赢800等权

时间区间	策略 累计收益	800等权 涨跌幅	超额 收益	月均超 额收益	超额收益 标准差	信息 比率	跑赢 月份
2006.9-2006.12	22.35%	20.66%	1.69%	0.42%	21.06%	0.24	2
2007.1-2007.12	207.61%	195.90%	11.71%	0.19%	14.71%	0.16	7
2008.1-2008.12	-51.85%	-60.83%	8.99%	1.34%	13.62%	1.18	8
2009.1-2009.12	153.21%	135.37%	17.84%	0.54%	8.09%	0.81	7
2010.1-2010.12	13.16%	4.97%	8.19%	0.67%	8.29%	0.97	8
2011.1-2011.12	-22.50%	-31.06%	8.56%	1.01%	8.14%	1.49	8
2012.1-2012.12	16.30%	0.59%	15.72%	1.19%	8.25%	1.73	9
2013.1-2013.12	34.08%	8.97%	25.11%	1.69%	7.89%	2.57	9
2014.1-2014.3	4.86%	-2.64%	7.50%	2.53%	11.79%	2.58	2
2006.9-2014.3	558.03%	154.20%	403.83%	0.98%	10.54%	1.11	60

资料来源：申万研究

## 3.3.2 细分成长组合近几年超额收益明显

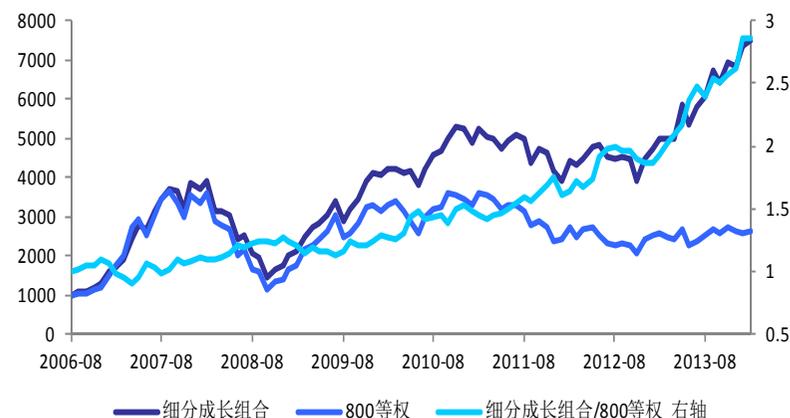
### ■ 细分成长策略累计超额收益明显

- 从2006年9月以来，组合累计上涨598%，而同期800等权指数上涨154%，组合累计超额收益达444%
- 组合月均超额收益为1.00%，超额收益年化标准差为13.93%，信息比率为0.86

### ■ 策略长期表现较为稳定

- 从2006年9月以来，组合在除2007年、2009年的超级大牛市以外的年份均跑赢中证800等权指数
- 组合近五年表现较好，获得稳定超额收益，2013年成长股牛市中跑赢800等权指数达43个百分点

图32：细分成长策略长期表现较好



资料来源：申万研究

表5：细分成长策略大部分年份均跑赢800等权

时间区间	策略 累计收益	800 等权 涨跌幅	超额 收益	月均超 额收益	超额收益 标准差	信息 比率	跑赢 月份
2006. 9-2006. 12	31. 36%	20. 66%	10. 69%	2. 24%	4. 66%	5. 78	4
2007. 1-2007. 12	193. 66%	195. 90%	-2. 24%	-0. 47%	21. 39%	-0. 27	5
2008. 1-2008. 12	-53. 96%	-60. 83%	6. 87%	1. 16%	7. 90%	1. 75	8
2009. 1-2009. 12	130. 42%	135. 37%	-4. 95%	-0. 33%	12. 73%	-0. 31	6
2010. 1-2010. 12	28. 42%	4. 97%	23. 46%	1. 54%	15. 25%	1. 21	8
2011. 1-2011. 12	-20. 45%	-31. 06%	10. 61%	1. 17%	8. 81%	1. 60	8
2012. 1-2012. 12	6. 95%	0. 59%	6. 36%	0. 48%	16. 26%	0. 35	6
2013. 1-2013. 12	52. 45%	8. 97%	43. 48%	2. 81%	10. 66%	3. 17	9
2014. 1-2014. 3	2. 53%	-2. 64%	5. 17%	1. 88%	23. 38%	0. 96	1
2006. 9-2014. 3	598. 82%	154. 20%	444. 62%	1. 00%	13. 93%	0. 86	55

资料来源：申万研究

### 3.3.3 最新组合名单

- 基于历史数据挑选的成长组合最新名单如下（2013年年报），可直接参考或结合基本面分析进一步筛选

表6：收支缩减型成长策略最新组合名单

股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业	股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业	股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业
000027	深圳能源	147.7434	9.0527	0.9194	公用事业	002322	理工监测	28.5910	23.6966	2.3616	电气设备	600398	海澜之家	396.7105	52.9665	7.5148	纺织服装
000571	新大洲A	27.2344	24.7651	1.4579	采掘	002560	通达股份	24.6193	40.0512	1.7877	电气设备	600578	京能电力	154.2185	6.7521	1.1229	公用事业
000586	汇源通信	14.1985	263.5127	6.9556	通信	600011	华能国际	583.8000	6.7084	1.1887	公用事业	600687	刚泰控股	49.8542	73.0573	3.5070	有色金属
000793	华闻传媒	229.4905	28.8610	4.8431	传媒	600062	华润双鹤	97.2455	11.3211	1.7736	医药生物	600733	S前锋	14.9612	112.6203	12.9539	综合
002170	芭田股份	45.4729	28.7908	3.1371	化工	600203	福日电子	24.0928	27.3530	3.5461	电子	601139	深圳燃气	138.0374	21.8950	2.6907	公用事业

表7：细分成长策略最新组合名单

股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业	股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业	股票代码	股票简称	A股总市值	PE	PB	行业
000049	德赛电池	85.6072	40.3796	15.3282	电子	002518	科士达	45.6243	34.3489	3.2199	电气设备	300263	隆华节能	52.2451	44.4306	3.6966	机械设备
000536	华映科技	161.8140	48.9620	6.2813	电子	002572	索菲亚	71.6168	29.2195	4.3016	轻工制造	300267	尔康制药	137.2530	62.8720	10.0807	医药生物
000895	双汇发展	754.1382	18.0518	6.1358	食品饮料	002653	海思科	194.9887	37.5306	11.2182	医药生物	300286	安科瑞	33.3333	49.9720	7.5226	电气设备
002007	华兰生物	143.8345	27.7274	4.4232	医药生物	002671	龙泉股份	36.9155	29.9622	2.7918	建筑材料	300296	利亚德	51.2150	61.9878	6.7813	电子
002153	石基信息	141.1751	38.5795	8.5092	计算机	300026	红日药业	160.3339	44.3481	8.4681	医药生物	300315	掌趣科技	216.0582	120.3516	7.5965	传媒
002236	大华股份	313.8374	26.3747	6.5998	计算机	300039	上海凯宝	77.5231	23.4615	5.0038	医药生物	300347	泰格医药	68.0957	68.8606	9.3058	医药生物
002241	歌尔声学	406.3357	29.5754	6.3089	电子	300058	蓝色光标	255.5144	50.3499	6.3827	传媒	300349	金卡股份	41.9940	34.2407	5.5346	机械设备
002294	信立泰	190.8325	21.6203	6.3797	医药生物	300071	华谊嘉信	50.4461	87.2811	8.7194	传媒	600023	浙能电力	556.3419	9.3321	1.4952	公用事业
002312	三泰电子	90.3190	106.7334	11.0008	计算机	300088	长信科技	100.1206	39.9368	4.8857	电子	600180	瑞茂通	95.9064	19.2612	5.0410	交通运输
002344	海宁皮城	140.7840	12.6351	3.4494	商业贸易	300124	汇川技术	217.7124	36.1172	7.7279	电气设备	600340	华夏幸福	353.7380	12.3457	5.0023	房地产
002353	杰瑞股份	387.0894	36.9784	5.4111	机械设备	300146	汤臣倍健	199.1446	41.3658	9.5365	食品饮料	600518	康美药业	335.9636	17.5623	2.6629	医药生物
002360	同德化工	21.3766	17.5366	2.6063	化工	300166	东方国信	48.5881	51.6431	4.6935	计算机	600535	天士力	387.2127	33.3293	9.4117	医药生物
002400	省广股份	136.6404	44.4320	9.0859	传媒	300182	捷成股份	83.1848	39.0216	5.9196	计算机	600594	益佰制药	158.3603	35.9478	5.1972	医药生物
002412	汉森制药	45.1104	38.3158	4.3623	医药生物	300199	翰宇药业	106.5200	79.8143	9.2923	医药生物	600887	伊利股份	693.5693	18.3277	4.0397	食品饮料
002415	海康威视	723.9036	21.9175	6.1009	计算机	300202	聚龙股份	122.1120	43.4296	11.4704	计算机	601188	龙江交通	31.5811	11.0093	0.9628	交通运输
002475	立讯精密	232.2368	60.3832	9.8341	电子	300244	迪安诊断	87.0977	97.1206	14.6214	医药生物	601515	东风股份	131.7720	18.0605	5.0850	轻工制造
002508	老板电器	95.9360	23.1797	4.8136	家用电器	300253	卫宁软件	87.5384	104.4632	14.1172	计算机						

资料来源：申万研究



## 主要内容

1. 成长股虽好，但寻找不易
2. 结合预期数据，锁定高成长股票
3. 从成长的前提出发，寻找持续成长股票
4. 结论与建议

## 4. 结论与建议

- 高成长的股票在成长逐渐兑现过程中表现较好，但通过历史数据寻找成长股票的难度较大，数据滞后和成长低持续性是主要障碍
- 财报数据滞后的解决方式是预测盈利情况，股票分析师的盈利预测正好满足要求
  - 预期成长和实际成长的相关性随着信息的逐渐增加而提高，预期高成长股票中能较高概率选到实际高成长的股票，且临近年末概率逐渐提高
  - 可以每个月以预期成长最高的10%股票作为实际高成长股票的预测，也可在进一步主动挑选
- 从价值创造理论来看， $ROIC > WACC$ 时企业投资才能创造新价值。运用该条件筛选股票后能够提供大小合适的样本空间，且利润增速更稳定，成长持续性相对更高
  - 从净利润增长但收入成本类型不同的第二象限股票表现来看，市场对成本相对收入缩减带来的净利润增长的认可度最高
  - 从净利润增长的分解来看，盈利能力的提高带来40%左右企业净利润增长。盈利能力提升较多的股票长期表现较好；在企业规模增长的源头中，负债增长较多的股票后续表现较好，且以流动负债的增长最为显著；而所有者权益整体的表现一般，但其中盈余公积增长率越高的股票后续表现越好
  - 基于成长构建的收支缩减型成长策略和细分成长策略长期表现均较好，且稳定性较高

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com> 网站

刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究 · 拓展您的价值

---

## SWS Research · CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司  
夏祥全 A0230513070002  
xiaxq@swsresearch.com