

2016年9月5日

从估值和业绩分解的角度分析成长股投资策略

——申万大师系列_成长投资篇之四

相关研究

《MASETR》第一季价值投资篇结果汇总——大师 20
《福斯特·佛莱斯积极成长选股策略》
《罗伯特·巴卡雷纳成长型投资法》
《考夫曼基金新上市股投资法》

证券分析师

朱晓峰 A0230515110003
(8621) 23297313
zhuxf@swsresearch.com

陈杰 A0230513080006
chenjie@swsresearch.com

特别感谢实习生王力诗

从估值和业绩分解的角度分析成长股投资策略

- 将股价增长分解为公司业绩增长和股票估值增长两部分，以此考察成长股投资策略的收益率来源。
- 回头看：涨幅最高的股票，收益率主要来自业绩增长；而业绩增长最高的股票，收益率也非常高，但此收益是超高的业绩增长和下滑的估值共同作用的结果。
- 根据历史数据构建选股策略：历史业绩增长高的公司未来业绩增长不一定高；单纯通过历史业绩增长数据选成长股，不可靠。
- 引入未来业绩增长数据构建选股策略，模拟了主动分析或市场不是完全有效的情况下，能做到的最理想成长股投资，结果表明：高成长和稳定成长策略表现都非常出色。
- 市值小并不意味着业绩增长高，小市值策略的收益主要来自于估值的走高。
- 结合市值和稳定成长，在不同的市值区段，稳定成长对非稳定成长而言，收益率更高，但其业绩增长更低，收益更好的原因在于其估值走势更好。
- 综合结果来看，用历史的增长数据进行成长股投资，选出未来的成长股只是一个美好的愿景，很难达到。成长股投资策略真正的意义在于：1、选择稳定成长股，结合其它投资指标或主动分析，使得选出的股票业绩稳定且估值走势稳定，具备高的安全边际；2、通过非常深入透彻，甚至难以量化的分析调研，命中未来具有暴发式业绩增长的股票，不断超越市场预期。



申万宏源研究微信服务号

目录

一、申万大师系列-成长篇.....	3
二、分析基础.....	3
2.1 收益率分解.....	3
2.2 业绩增长看什么指标.....	4
2.3 收益率分解的实现细节.....	5
2.4 一些关于策略的说明.....	6
三、回头看，那些表现最好的股票.....	7
3.1 沪深 300 / 中证 500 模拟指数，过去 10 年.....	7
3.2 过去涨幅最高的 100 支股票.....	8
3.2 过去业绩增长最高的 100 支股票.....	10
3.3 过去业绩稳定增长的股票.....	12
3.4 各个股票组合的表现对比.....	14
四、从策略构建的角度，分析成长股策略.....	15
4.1 历史业绩稳定增长策略.....	15
4.2 历史业绩最高增长.....	16
4.3 用到未来数据的业绩最高增长的策略.....	17
4.4 用到未来数据的业绩稳定增长的策略.....	19
五、小市值挣了什么钱.....	20
5.1 市值策略.....	20
5.2 稳定成长&市值.....	24
5.3 策略结果对比.....	28
六、总结.....	29

一、申万大师系列-成长篇

申万大师成长篇今年以来已经推出三篇。在成长篇中，我们重点以公司的业绩增长作为选股标准；作为对比基准，我们更多选取以小盘股、成长股为代表的近年来具有更高收益的中证 500 指数；为了避免小市值效应，我们更多选择市值加权构建组合。我们发现，剔除市值效应后，纯粹的成长策略很难超越基准中证 500；而即使考虑到估值，选择低估值、高成长策略，也仅能微弱超越基准。

很显然，高增长的股票是市场的热点，大部分成长股估值都是很高的。在牛市时，PE 100 倍以上的公司比比皆是。这 100 多倍的 PE，合理不合理，取决于市场的情绪，以及对公司未来业绩的判断：按 50% 的增长率，增长 3 年，PE 即可降到 30 倍以下；按 100% 的增长率，3 年后 PE 仅为 12.5 倍。但反过来，如果公司业绩不达预期，股价面临估值和业绩的双重回调。

股价 = PE*EPS, $\text{Log}(\text{股价}) = \text{log}(\text{PE}) + \text{Log}(\text{EPS})$ 。股价增长可分解为估值增长+业绩增长。综上，本文目的是从股价分解的角度，梳理几种投资逻辑，试图回答以下问题：

- 1、回头看，那些表现好的股票，多少是来自估值抬升，多少是来自业绩增长
 - a) 过去涨幅高的股票
 - b) 过去业绩增长高的股票
- 2、如果构建投资策略，投资成长股，未来估值和业绩表现咋样
 - a) 选择历史业绩增长最高的股票
 - b) 选择历史业绩稳定增长的股票
 - c) 如果基金经理通过基本面分析，能准确选中未来业绩高增长或稳定增长的股票
 - d) 不同市值的成长股

二、分析基础

2.1 收益率分解

股票的价格 $p = \text{PE} * \text{EPS}$ ，那么，

股价增长率 = PE 增长率 * EPS 增长率

$\text{Log}(\text{股价增长率}) = \text{log}(\text{PE 增长率}) + \text{log}(\text{EPS 增长率})$

更一般的，只要我们能找到两个因子，一个代表估值，一个代表业绩，那么以对数收益计：

$$\text{股价增长率(复权价)} = \text{估值增长率} + \text{业绩增长率}$$

2.2 业绩增长看什么指标

本文的分析以成长股为核心，需要寻找合适的指标来计算公司的业绩增长。一旦业绩增长确定了，估值变化也就确定了。那么如何准确计算公司业绩增长呢？

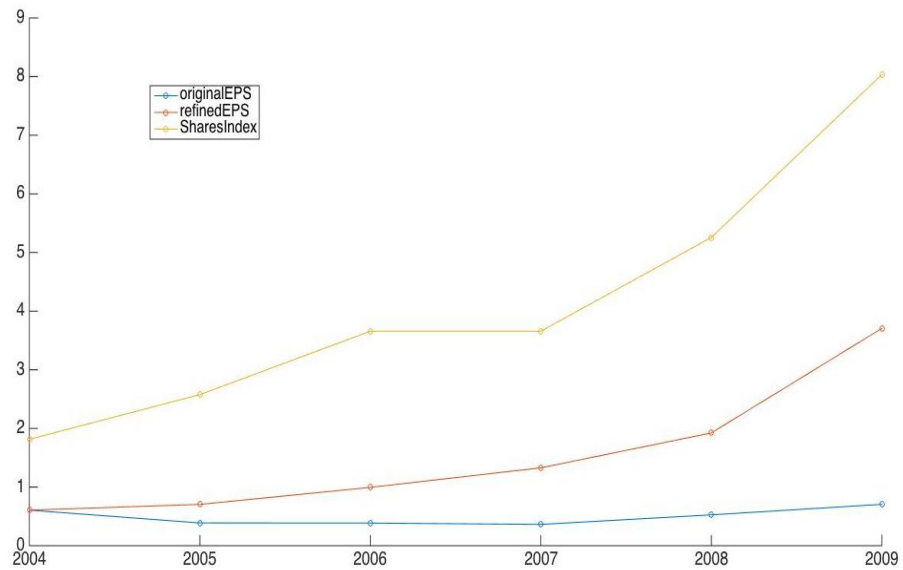
首先想到的是原始的 EPS，但 EPS 的问题在于：EPS 受股本变动影响，从而导致增长率失真。比如：1、公司分红转增或拆分后，未来的 EPS 会摊薄，但实际上股东手上的股票数量也相应变化了，因此股东权益以及公司业绩增长是多少还是多少；2、公司增发股票，增发募集的资金是预期带来利润的，用增发后的总股本以及增发后的新财报的利润计算出 EPS，是真实反映单位股权收益的，此时的 EPS 增长率是真实反应业绩增长的。

那么，净利润增长率是否准确反映业绩增长呢，也不是。净利润可以解决股票分拆的问题，但是净利润却无法解决公司增发股票的问题。公司增发股票后，股本事实上增加了，此时公司的净利润实在增发后的股本下取得的，而纯粹是用净利润指标将会高估公司的业绩增长水平。

为了解决这个问题，我们采取了一个修正的方式，通过复权因子和总股本历史数据对原始的 EPS 进行修正。修正的具体方式为：如果只有复权因子的改变，而没有股票数的改变，则说明是股票分红派息，不做修正；如果只有股票数改变，则说明是股票增发，此时仍不做修正，因为此时的 EPS 真实的反应了公司的业绩能力；一旦二者同时改变，则肯定发生了股票分拆或转增，此时需要对 EPS 做出修正，我们将原始的 EPS 乘以股票数量改变的倍数（这个倍数会向后累积），之所以针对股票数进行修正，是因为股票分拆常常伴随分红，因此用复权因子进行修正会重复计算复权值。

修正后的 EPS 相对原始的 EPS 的变化在哪里，下图展示了一个万科的例子。万科的股票在 2004 到 2009 年间频繁的进行分拆，其股票数量在 2009 年超过 2003 年的 8 倍，而其原始 EPS 因为这个原因增长很少，甚至在 04 到 07 年还出现了下滑。而修正后的 EPS 涨幅高很多，而且其真实的反映了 04-07 年万科的业绩在增长的事实。

图 1：万科的 EPS 累计增长率，修正/不修正对比



资料来源：申万宏源研究

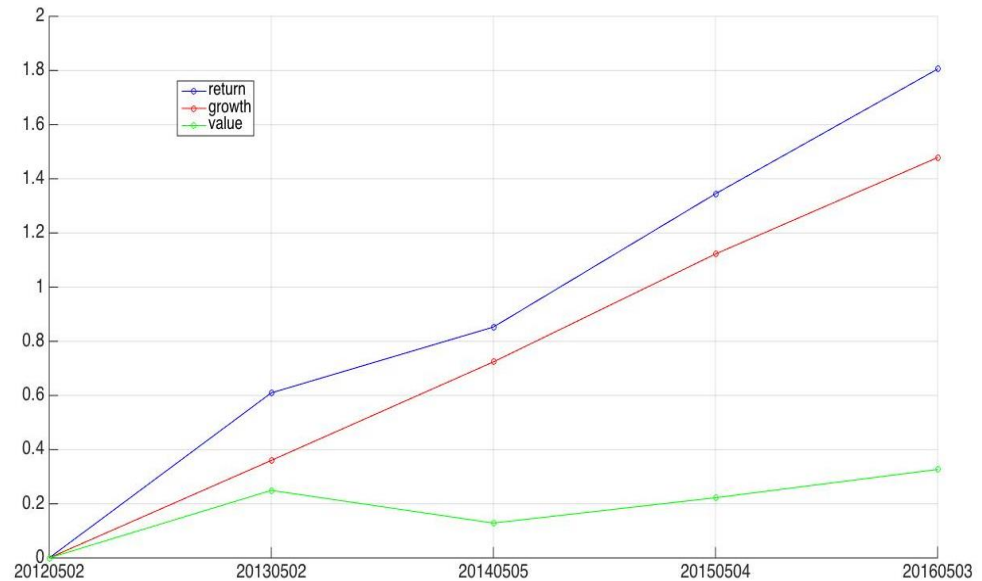
综上所述，我们将选择这个修正后的 EPS 作为业绩指标，而这个修正后的 EPS 的增长率作为公司业绩的成长率。此时，公司估值的增长率 = 股票收益/业绩增长率。如果公司股本始终不变，估值增长率 = PE 增长率。

2.3 收益率分解的实现细节

有时会遇到部分个股业绩增长过高的问题。比如，当一只股票前一年 EPS 为绝对值很小的正数时，第二年的正常 EPS 可能会带来很大的业绩增长率。这个很大的业绩增长率数值上是准的，但对股价的贡献是高估的。我们选择的方法是，在每一期的股票组合选出并计算出业绩增长后，将业绩增长率在小于 3%分位数或大于 97%分位数间的业绩增长值分别调整为 3%和 97%分位数的值。

现在我们给出某个股收益率分解的例子，图 2 展示了老板电器从 2012 年到 2016 年的收益率分解情况，我们看到，老板电器的收益率基本和业绩增长率相当，而其估值走势则非常的稳定。因此我们得到的结论是，2012 年到 2016 年，老板电器的股票的收益率基本来自于其业绩的增长，而其估值非常稳定，并未贡献显著的收益。

图 2：老板电器的收益率分解



资料来源：申万宏源研究

2.4 一些关于策略的说明

本文后面的分析中，会用到一些选股策略，在此对这些策略做一些说明：

首先，所有策略的换仓时间为每年 5 月的第一个交易日，持仓时间为一年。这样做的原因是，第一，我们定义的成长股策略，希望关注在公司业绩的增长，而不是短期市场情绪的波动；第二，为了能够最好的使用业绩数据，选取每年一次的持仓可以迎合企业的年报，而不必在财年中进行移动平均等修正计算，选择 5 月的第一个交易日也是为了能够最快的用到 4 月份的年报。

其次，后文的分析分为两种：一种是回头看，另一种是构建策略。前者，完全用到了未来信息，旨在分析最理想的情况，用于指导策略构建；后者，根据历史数据，每年选股票，构成一个可操作的策略，用于分析实际情况。

再次，我们将业绩增长进一步区分为业绩增长和业绩稳定两种情况。在直接选取业绩增长最高的策略中，我们只考虑选股时间段始末的业绩增长幅度，而不考虑期间的波动情况。而在业绩稳定增长策略中，我们对业绩稳定增长的定义为，每一年的业绩增长率都必须大于 0，平均每年的业绩增长率大于 25%。在本文的后面，所有的稳定成长策略的选股标准都是这个标准，我们也将不再提到稳定成长的具体选股标准。

在策略的收益分解图中，我们均将策略与中证 500 模拟指数进行对比，其中收益曲线用蓝色表示，业绩增长曲线用红色表示，估值变化曲线用绿色表示。实线表示策略组合的分解情况，而虚线则代表中证 500 模拟指数的分解情况。

三、回头看，那些表现最好的股票

3.1 沪深 300 / 中证 500 模拟指数，过去 10 年

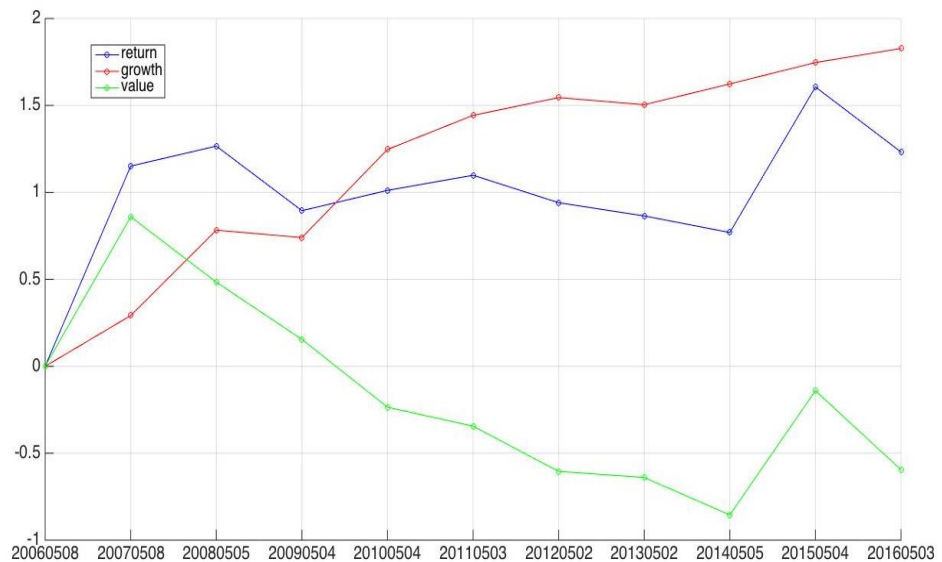
首先，我们来看沪深 300 指数和中证 500 指数的成分股表现。本文将沪深 300 或中证 500 指数的成分股持有一年，然后在第二年的换仓日换成当时的成分股，而不考虑期间的沪深 300 或中证 500 的成分股变化。这样，我们的模拟指数将与真实的沪深 300 和中证 500 指数有一定差异，但这个差异并不大。2006-2016，市场经过三轮大小牛熊，市场的情绪从低点开始至低点结束，正好适合本文的业绩分析。

从图 3 可以看到，沪深 300 累积对数收益为 1.23，年化对数收益率为 0.123，合年化收益率为 13.11%；其累积对数业绩增长率为 1.827，年化对数业绩增长为 0.182，合年化业绩增长 20.06%。

中证 500 累积对数收益为 1.635，年化对数收益为 0.163，合年化收益率为 17.76%；累积对数平均业绩增长率为 2.13，年化对数平均业绩增长为 0.213，合年化业绩增长 23.75%。

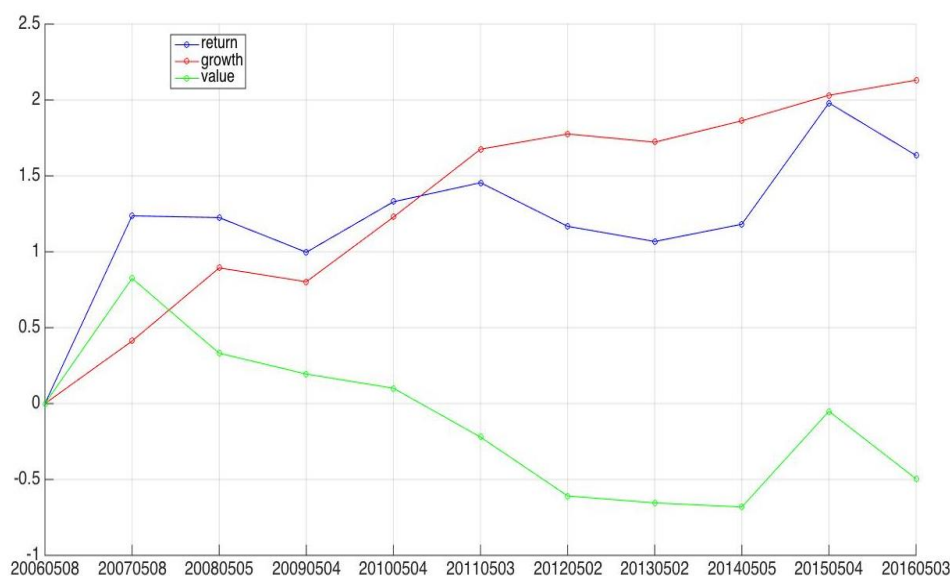
可以看到两个指数的收益增长都接近于其成分股的业绩增长，而估值曲线整体呈下滑趋势。在 2014-2016 年的这波牛熊市中，指数的波动主要由估值波动带来。表 1 则列出了这 10 年以来 2 个指数每年的简单收益率、业绩增长和估值变化情况。

图 3：沪深 300 模拟指数收益分解



资料来源：申万宏源研究

图 4：中证 500 模拟指数收益分解



资料来源：申万宏源研究

表 1：模拟指数的收益率分解

年份	股价年收益 沪深 300	业绩年涨幅 沪深 300	估值年涨幅 沪深 300	股价年收益 中证 500	业绩年涨幅 中证 500	估值年涨幅 中证 500
2007	216.26%	33.87%	136.24%	244.45%	50.96%	128.17%
2008	12.17%	63.43%	-31.36%	-1.15%	61.92%	-38.95%
2009	-31.02%	-4.18%	-28.02%	-20.41%	-8.73%	-12.80%
2010	12.38%	65.99%	-32.30%	39.42%	53.09%	-8.93%
2011	9.10%	21.68%	-10.33%	13.40%	56.45%	-27.52%
2012	-14.62%	10.75%	-22.91%	-24.98%	10.55%	-32.14%
2013	-7.33%	-4.03%	-3.45%	-9.52%	-5.27%	-4.49%
2014	-9.09%	12.72%	-19.35%	12.08%	15.15%	-2.67%
2015	130.95%	13.06%	104.27%	122.28%	18.29%	87.90%
2016	-31.21%	8.44%	-36.56%	-29.20%	10.49%	35.92%

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

3.2 过去涨幅最高的 100 支股票

选择 2006-2012，2012-2016 两个时间段涨幅最好的 100 支股票，分别对这 100 支股票的等权组合进行收益率分解。注意，这里是每支股票都分别持有 6 年（06-12）或 4 年（12-16）。图 5 图 6 展示了这两个时间段涨幅最好的 100 支股票的收益率分解情况，其中：

2006 年到 2012 年 6 年间，组合的对数收益为 2.49，累积简单收益率为 11.1 倍，年化收益为 51.45%；其中：公司业绩对数涨幅为 2.97，累积简单涨幅为 19.0

倍，年均增长为 64.06%；股票估值对数涨幅为-0.485，累积简单涨幅为-38.47%，年均简单涨幅为-7.78%。

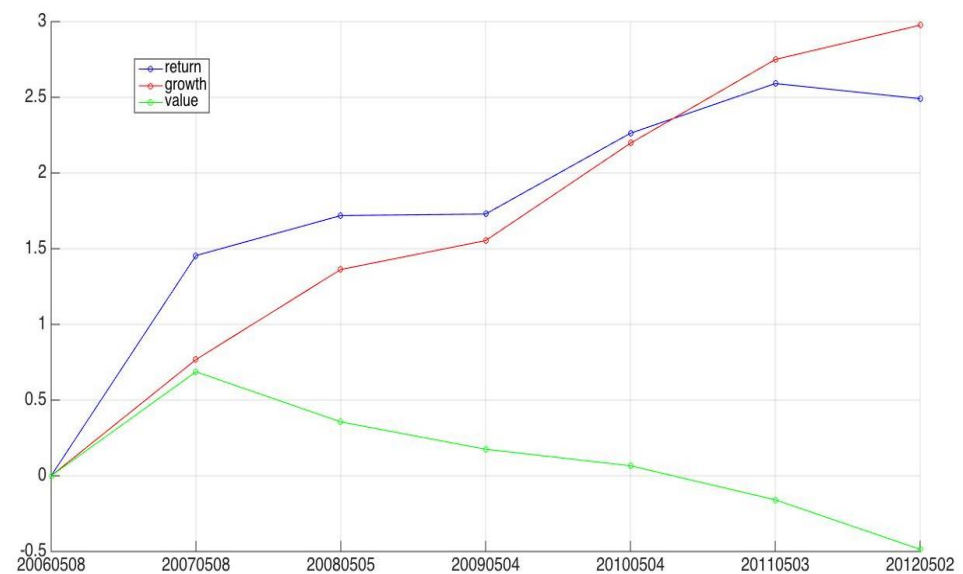
2012 年到 2016 年 4 年间，组合的对数收益为 2.43，累积简单收益率为 10.4 倍，年化简单收益为 83.61%，其中：公司业绩对数涨幅为 1.495，累积简单涨幅为 346%，简年均增长为 45.32%；股票估值对数涨幅为 0.935，累积简单涨幅为 155%，年均涨幅为 26.35%。

表 2 列出了两个时间段中股票每年的简单涨幅情况，同时我们列出了持股期初的原始 PE（即，未修正过的 PE，之后所有的类似表格中的 PE 都是原始 PE，这样只是为了给出一个参考）作为参考，即 2016 年的 PE，为组合在 2015 年时的 PE，这样主要是为了考察 PE 的绝对值是否会影响估值走势。注意在 2012-2013 年期间，组合已经进行了股票的更换。

可以得知，分别看两个时间段内涨幅最好的 100 支股票：

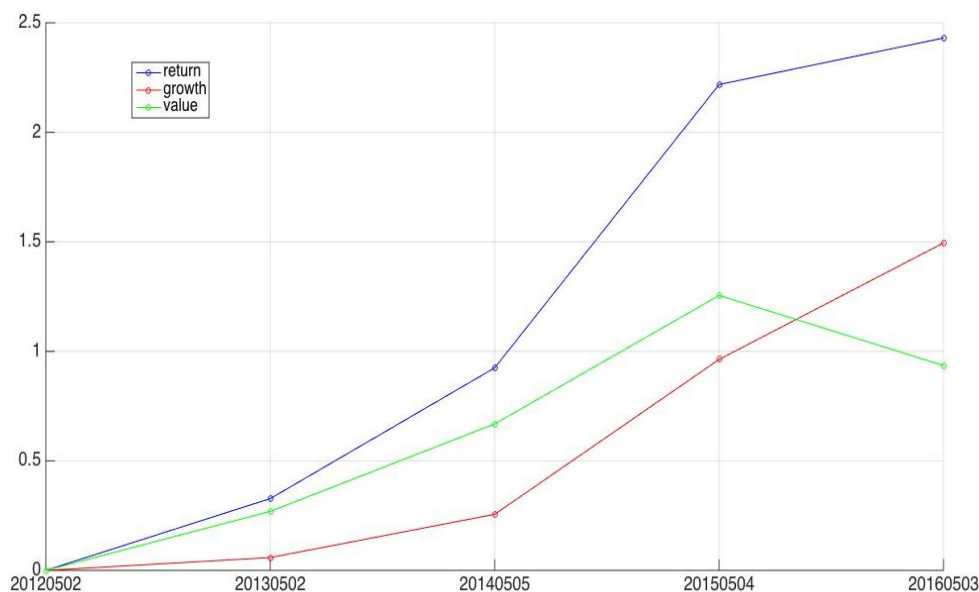
- 1、涨幅最好的股票，其股价涨幅主要来自业绩增长
- 2、估值变化比较温和，07 年到 12 年，估值都是在慢慢下滑，12 年以后估值开始上升。
- 3、业绩至少保持增长，没有出现业绩负增长的情况。
- 4、从原始 PE 的绝对值来看，估值走势大致是估值高的时候开始下滑，估值低的时候开始上升。

图 5：2006-2012 股价涨幅 Top100 股票，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

图 6：2012–2016 股价涨幅 Top100 股票，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

表 2：股价涨幅 Top100 股票，收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	328.36%	115.51%	98.77%	63
2008	30.22%	81.30%	-28.18%	129
2009	1.03%	21.02%	-16.52%	74
2010	70.53%	90.23%	-10.35%	82
2011	38.85%	73.84%	-20.13%	110
2012	-9.54%	25.45%	-27.90%	68
2013	38.77%	6.02%	30.89%	51
2014	81.65%	21.84%	49.09%	72
2015	264.58%	102.80%	79.77%	154
2016	23.66%	70.25%	-27.36%	276

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

3.2 过去业绩增长最高的 100 支股票

现在，我们来考察业绩增长最高的 100 支股票的表现。图 7 图 8 展示了 06–12，12–16 这两个时间段的业绩增长最高的 100 支股票的收益率的分解情况。其中：

2006 年到 2012 年 6 年间，组合的对数收益为 1.97，累积简单收益率为 6.2 倍，年化收益为 39.01%；其中：公司业绩对数涨幅为 4.77，累积简单涨幅为 117.7 倍，年均增长为 121.69%；股票估值对数涨幅为 -2.8，累积简单涨幅为 -93.92%，年均涨幅为 -37.29%。

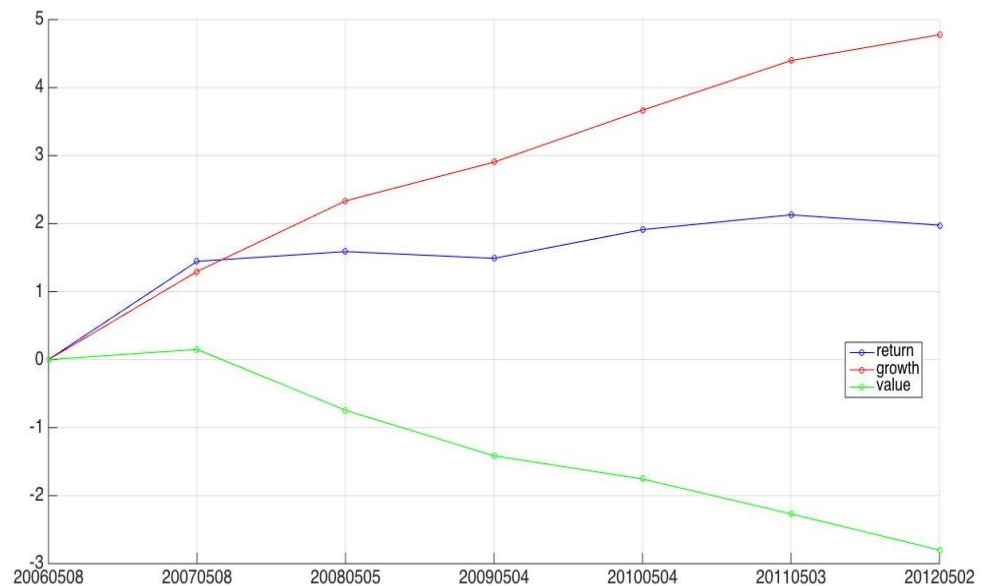
2012 年到 2016 年 4 年间,组合的对数收益为 1.45,累积简单收益率为 328.36%,年化简单收益为 43.86%,其中:公司业绩对数涨幅为 4.49,累积简单涨幅为 88.8 倍,年均增长为 207.86%;股票估值对数涨幅为-3.04,累积简单涨幅为-95.23%,年均涨幅为-53.27%。

可以看到,业绩增长 top100 的股票,其业绩增长非常的高,然而其股票收益率却并没有达到这么高的数值。这是因为其估值在显著的下降,导致超高业绩增长并未带来超高股价增长。

可能原因:一方面,公司多年间的业绩增长实际上是不稳定的,因此市场预期很容易发生波动,当业绩增速低于预期时,估值就会下降;另一方面,高业绩增长的公司,受到市场过高关注,在市场整体估值发生回调时,这些股票的估值回调幅度会大于市场平均水平,比如,在 2011.5-2012.5,以及 2015.5-2016.5,高增长的公司估值跌幅明显偏高。

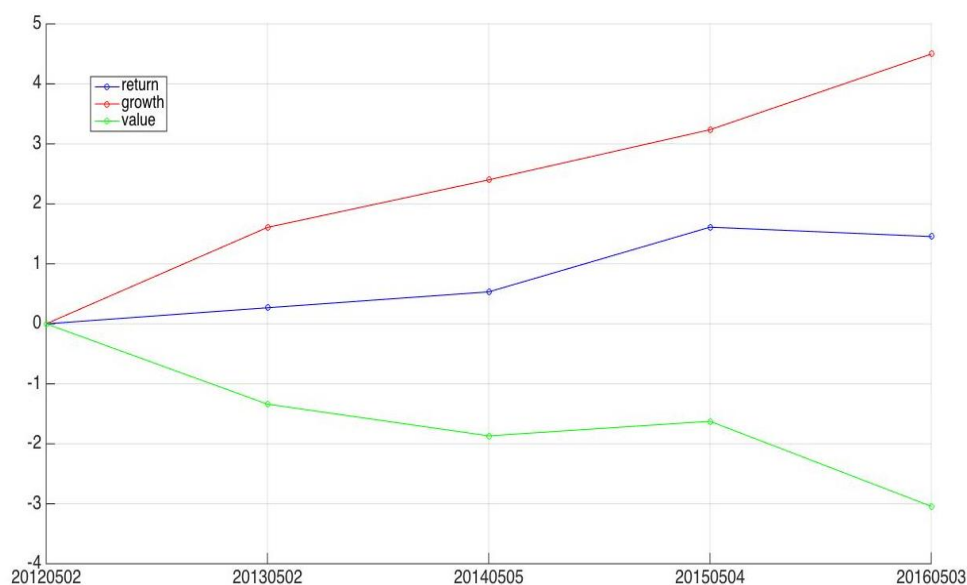
对比前文,我们可知股价表现要好,公司一定得高增长;但反过来,高增长的公司,股价表现却不一定最好,因为受预期差影响,业绩高增长的公司估值会存在比较大的不确定性。因此构建策略时,如果是中长期持有成长股,必须考虑到估值的安全边际。

图 7: 2006-2012 业绩增长 Top100 股票, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

图 8：2012–2016 业绩增长 Top100 股票，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

表 3：业绩涨幅 Top100 股票，收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	324.12%	265.01%	16.19%	128
2008	15.45%	182.71%	-59.16%	245
2009	-9.47%	76.73%	-48.77%	106
2010	52.53%	114.53%	-28.90%	92
2011	24.32%	107.57%	-40.11%	160
2012	-14.15%	46.17%	-41.27%	56
2013	30.71%	398.99%	-73.81%	182
2014	30.32%	121.04%	-41.04%	163
2015	194.07%	130.55%	27.55%	148
2016	-14.48%	253.25%	-75.79%	375

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

3.3 过去业绩稳定增长的股票

现在，我们来考察过去 2 个时间段中，业绩稳定增长的股票的情况。与之前一样，我们分段选取 2006–2012 年和 2012–2016 年稳定增长的股票，考察它们的收益情况，其中：

2006 年到 2012 年 6 年间，组合的对数收益为 1.91，累积简单收益率为 5.8 倍，年化收益为 37.70%；其中：公司业绩对数涨幅为 2.78，累积简单涨幅为 15.1 倍，年均增长为 58.99%；股票估值对数涨幅为 -0.862，累积简单涨幅为 -57.79%，年均涨幅为 -13.39%。

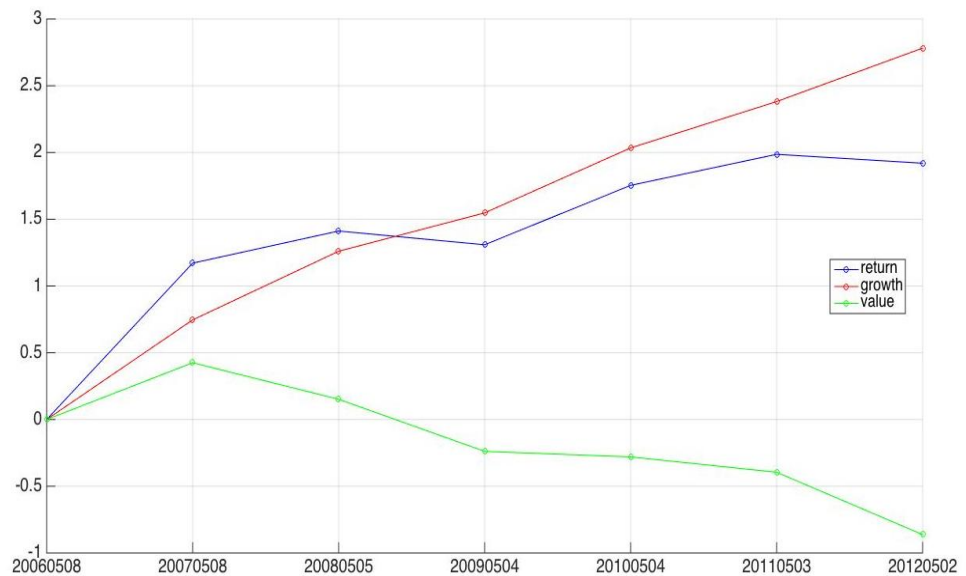
2012 年到 2016 年 4 年间,组合的对数收益为 1.37,累积简单收益率为 293.57%,年化收益为 40.85%,其中:公司业绩对数涨幅为 1.87,累积简单涨幅为 5.5 倍,年均增长为 59.74%;股票估值对数涨幅为-0.503,累积简单涨幅为-39.56%,年均涨幅为-11.83%。

对比业绩稳定增长和业绩增速 Top100 的股票,两者股价的涨幅差距并不大,但两者在估值上的差距却很大,业绩增速 Top100 相对业绩稳定增长 Top100 的高得多的业绩增长并未为其带来高得多的收益率。可能原因是,对于业绩稳定增长 Top100,尽管其业绩增长不高,但是却很稳定,因此市场的预期并不会轻易的改变,这就带来了估值的相对稳定。

对比业绩稳定增长和股价涨幅 Top100,二者的业绩增速相当,但后者在估值上的表现好于前者,比如在 2012.5-2016.5,稳定增长 Top100 估值总体在上下波动,而股价涨幅 Top100 估值是上行的。

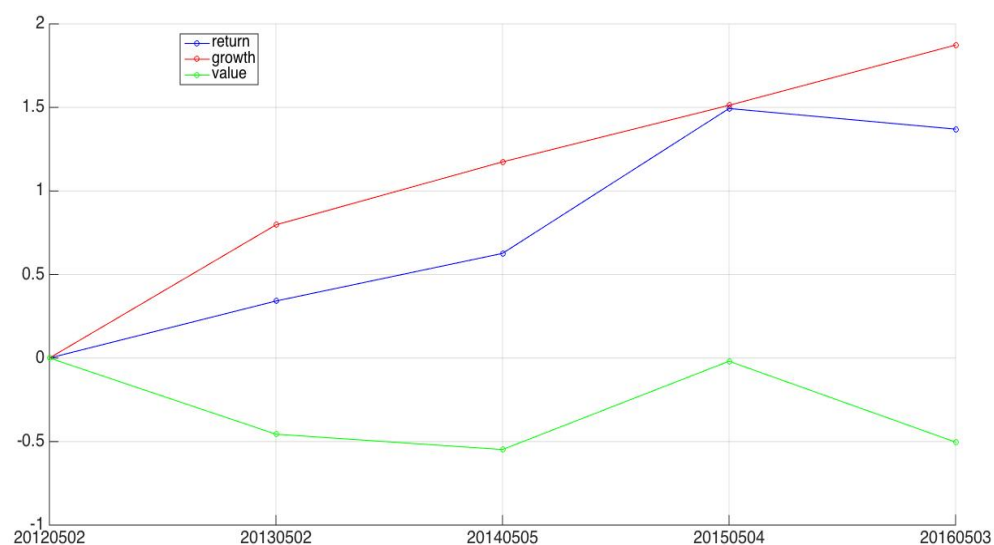
对策略构建而言,以上说明:业绩稳定增长的股票,可能具有更好的安全边际。首先,历史稳定增长的公司,未来稳定增长的可能性相对较大,不易踩雷;其次,稳定增长的公司,估值相对而言会比较稳定。

图 9: 2006-2012 业绩稳定增长股票, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

图 10: 2012-2016 业绩稳定增长股票, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

表 4: 稳定增长的股票, 收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	222.59%	110.87%	52.98%	78
2008	27.20%	67.25%	-23.95%	110
2009	-9.78%	33.26%	-32.30%	77
2010	56.05%	62.69%	-4.08%	51
2011	26.17%	41.52%	-10.84%	44
2012	-6.46%	49.25%	-37.33%	38
2013	40.66%	121.93%	-36.62%	106
2014	32.99%	45.78%	-8.77%	59
2015	138.05%	40.31%	69.66%	53
2016	-11.62%	43.44%	-38.39%	86

资料来源: 申万宏源研究, Wind 资讯

3.4 各个股票组合的表现对比

这里, 我们在表 5 中列出了刚刚提到的几个股票组合在各个阶段的表现对比, 以供参考:

表 5：各个股票组合的年化表现

组合	股价年化收益	业绩年化涨幅	估值年化涨幅
沪深 300 模拟指数	13.11%	20.06%	-5.78%
中证 500 模拟指数	17.76%	23.75%	-4.84%
涨幅最好 06-12	51.45%	64.06%	-7.78%
涨幅最好 12-16	83.61%	45.32%	26.35%
业绩增长最高 06-12	39.01%	121.69%	-37.29%
业绩增长最高 12-16	43.86%	207.86%	-53.27%
业绩稳定增长 06-12	37.70%	58.99%	-13.39%
业绩稳定增长 12-16	40.85%	59.74%	-11.83%

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

四、从策略构建的角度，分析成长股策略

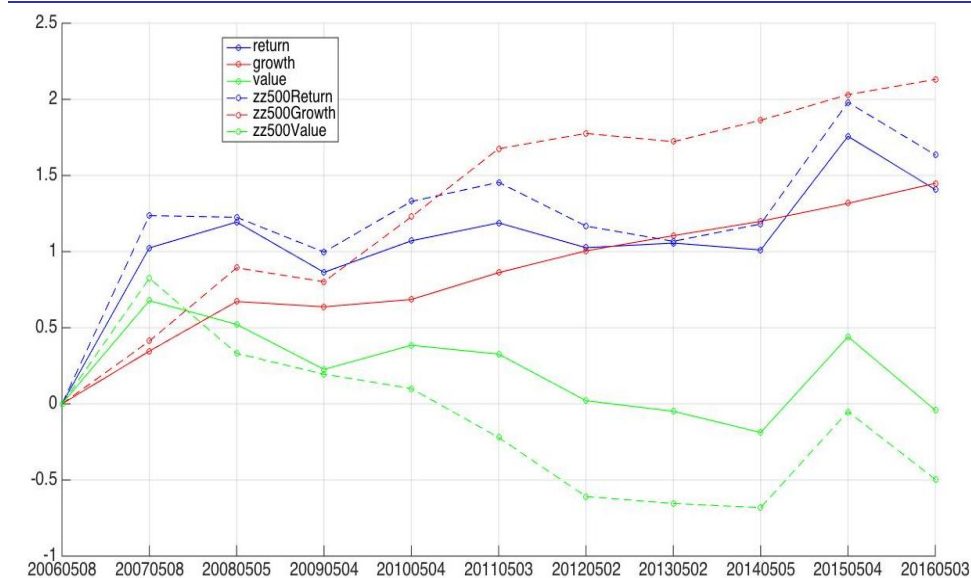
4.1 历史业绩稳定增长策略

首先来看一个利用历史增长率选择稳定成长股的策略。在全市场中，选择过去 3 年稳定成长的股票，进行市值加权，并持有一年，到第二年以同样的方式进行选股。时间跨度从 2007 年到 2016 年。图 11 展示了策略的收益率分解情况，其中实线为策略，虚线为中证 500 模拟指数。另外表 6 列出了策略每一年的具体表现情况。

这个策略的对数收益率为 1.407，累积简单收益为 308.41%，年化收益率为 15.11%；业绩对数增长率为 1.448，累积简单增长为 325.72%，年化增长为 15.59%，估值对数增长为-0.045，累积简单增长为-4.07%，年化增长为-0.41%。

可以看到这个策略的收益率不如中证 500，其估值走势比中证 500 好，但业绩增长不如中证 500。也就是说，通过历史的业绩增长数据，选择稳定增长的股票，这些股票在之后的一年里，整体业绩表现并不好，换句话说，我们没有选出业绩增长的股票。

图 11：历史业绩稳定增长策略，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

表 6：历史业绩稳定增长策略，收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	178.55%	41.40%	97.00%	22
2008	18.50%	38.50%	-14.44%	54
2009	-28.13%	-3.40%	-25.60%	45
2010	22.98%	4.93%	17.20%	24
2011	12.54%	19.30%	-5.66%	29
2012	-15.05%	15.35%	-26.36%	43
2013	3.11%	10.50%	-6.69%	22
2014	-4.46%	9.87%	-13.04%	26
2015	111.06%	12.55%	87.52%	27
2016	-29.57%	14.05%	-38.25%	83

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

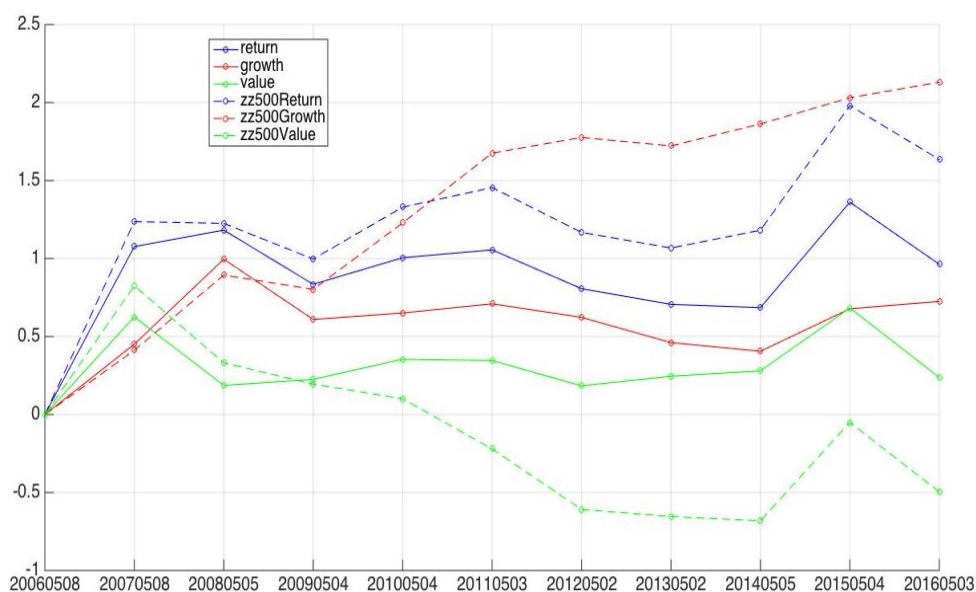
4.2 历史业绩最高增长

在全市场选择过去 3 年业绩增长最高的 100 支股票，并不考察当中的业绩波动，同样市值加权，持有一年。

这个策略的对数收益率仅为 0.962，累积简单收益为 161.93%，年化收益率为 10.11%；业绩对数增长率为 0.725，累积增长为 106.56%，年化增长为 7.52%；估值对数增长为 0.237，累积增长为 26.79%，年化增长为 2.40%。

这个策略的结果表明，最高业绩增长的股票几乎没有预测性。过去 3 年业绩增长最高的股票，之后一年的业绩增长平均下来非常低。

图 12: 历史业绩最高增长 Top100 策略, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

表 7: 历史业绩最高增长 Top100 策略, 收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	193.42%	56.95%	86.96%	24
2008	11.17%	72.47%	-35.54%	66
2009	-29.35%	-32.05%	3.97%	39
2010	18.57%	4.24%	13.75%	33
2011	5.16%	6.05%	-0.84%	39
2012	-22.04%	-8.32%	-14.96%	45
2013	-9.55%	-14.94%	6.34%	23
2014	-2.09%	-5.41%	3.50%	39
2015	96.60%	31.30%	49.74%	55
2016	-32.85%	4.88%	-35.98%	76

资料来源: 申万宏源研究, Wind 资讯

4.3 用到未来数据的业绩最高增长的策略

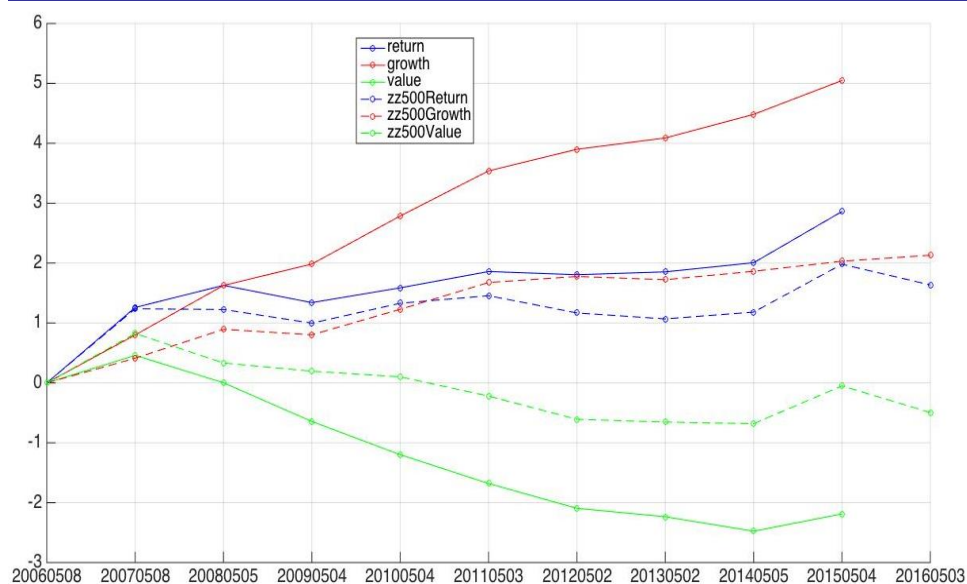
来考虑这样一种情况: 一个完美的基金经理, 他根据历史行情、基本面数据, 和通过对公司的深入分析和调研, 能完美预测到未来两年公司的业绩增长。现在, 他每年选择从过去 3 年到未来 2 年业绩增长最高的 100 支股票, 并市值加权持有 1 年。

考虑这种情况的原因在于, 我们希望考察成长股策略的理论基础, 即如果我们选到了成长股, 我们能得到什么样的收益, 如果选到了成长股仍然无法得到显著超额收益, 则讨论成长策略也就没有了理论的支持, 从而失去意义。另外, 这个未来策略只能分析到 2015 年, 因为分析 2016 年需要 2017 年的数据。

这个完美策略的对数收益率为 2.86, 累积收益为 1647.38%, 年化收益率为 37.42%; 业绩对数增长率为 5.048, 累积增长超过 154.8 倍, 年化增长为 75.23%; 估值对数增长为 -2.187, 累积增长为 -88.78%, 年化增长为 -21.58%。

可以看到策略相对中证 500 有着 19.66% 的年化超额收益, 但是与我们在之前看到的高业绩增长股一样, 超高的业绩增长并为带来超高的股价增长, 因为高预期、业绩的不稳定性和高增长业绩的难维持性, 使得其估值基本一路在下滑。但这个策略至少说明, 如果我们选择到了业绩增长最高的股票, 则我们还是能够获得相对中证 500 的显著超额收益。

图 13: 用到未来数据的业绩最高增长策略, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

表 8: 用到未来数据的业绩最高增长策略, 收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	252.19%	122.41%	58.35%	33
2008	44.61%	128.72%	-36.78%	95
2009	-25.03%	42.96%	-47.56%	54
2010	28.03%	123.01%	-42.59%	52
2011	31.29%	112.40%	-38.19%	98
2012	-5.22%	43.38%	-33.90%	78
2013	4.92%	20.78%	-13.13%	30
2014	16.44%	48.27%	-21.47%	43
2015	135.13%	76.11%	33.51%	96

资料来源: 申万宏源研究, Wind 资讯

4.4 用到未来数据的业绩稳定增长的策略

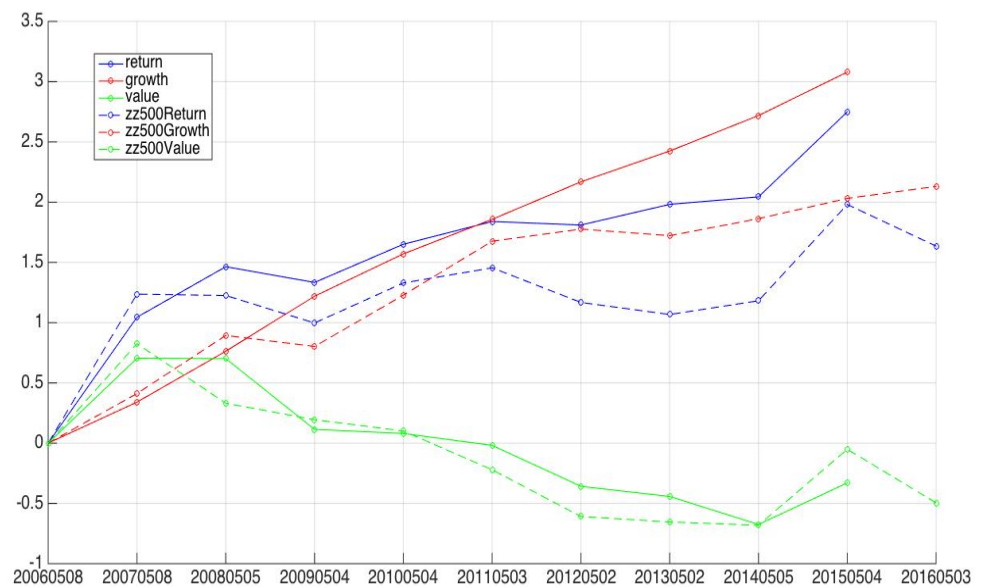
用到未来数据的业绩稳定增长策略，即选取过去 3 年到未来 2 年业绩都稳定增长的股票，同样市值加权，持有一年。该策略代表了最强的稳定成长选股能力。

这个完美策略的对数收益率为 2.749，累积收益为 1463.48%，年化收益率为 35.73%；业绩对数增长率为 3.079，累积增长为 2074.32%，年化增长为 40.80%；估值对数增长为-0.329，累积增长为-28.09%，年化增长为-3.60%。

可以看到，这个完美的稳定增长策略的收益率跟上一个完美最高增长策略的收益率差不多。业绩增长上来看，尽管稳定策略的增长不如最高增长的策略，但是其业绩稳定增长带来的稳定的估值走势，使得其收益率与高增长策略相当。

现在我们可以下定结论说，如果我们能选到成长股，则能获得大量的超额收益。因此成长策略的主要问题在于，单纯根据历史数据，很难准确地选择到未来业绩好的股票，即便是稳定成长也很难命中，何况几乎无法命中的高成长策略。从这个角度来看，由于完美策略选出的股票为历史策略的真子集，我们可以看看利用历史数据选出的过去 3 年稳定成长的股票中，有多少是在未来 2 年仍然满足稳定增长的。表 10 列出了这一数据，可以看到，真正稳定增长的股票，在历史稳定增长股票中的比例平均下来只有 28.34%，即四分之一左右。

图 14：用到未来数据的业绩稳定增长策略，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

表 9：用未来数据的稳定成长策略，收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	184.30%	40.56%	102.27%	27
2008	52.13%	52.55%	-0.28%	68
2009	-12.27%	57.87%	-44.42%	56
2010	37.33%	42.11%	-3.37%	33
2011	20.76%	33.22%	-9.35%	29
2012	-2.88%	36.46%	-28.83%	58
2013	18.73%	29.18%	-8.09%	21
2014	6.39%	34.20%	-20.72%	33
2015	102.53%	43.43%	41.21%	45

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

表 10：过去 3 年稳定增长的股票中未来 2 年仍稳定增长的比例

日期	06-07	07-08	08-09	09-10	10-11	11-12	12-13	13-14	14-15	mean
比例%	55	27	15	33	34	23	19	31	19	28.3

资料来源：申万宏源研究

五、小市值挣了什么钱

5.1 市值策略

小市值公司长期来看跑赢大市值公司似乎已经成为一个市场共识，那么小市值策略所赚的钱究竟来自哪里呢？我们现在考虑这样的策略：在每个选取全市场市值最小的 400 支股票，并市值加权持有一年。同时为了对比市值效应，我们同样选取在每个时间点市场市值最大的 400 支股票，并市值加权持有一年，用这个大市值策略来和小市值策略进行对比。图 15 图 16 展示了小市值和大市值策略的收益率分解情况。

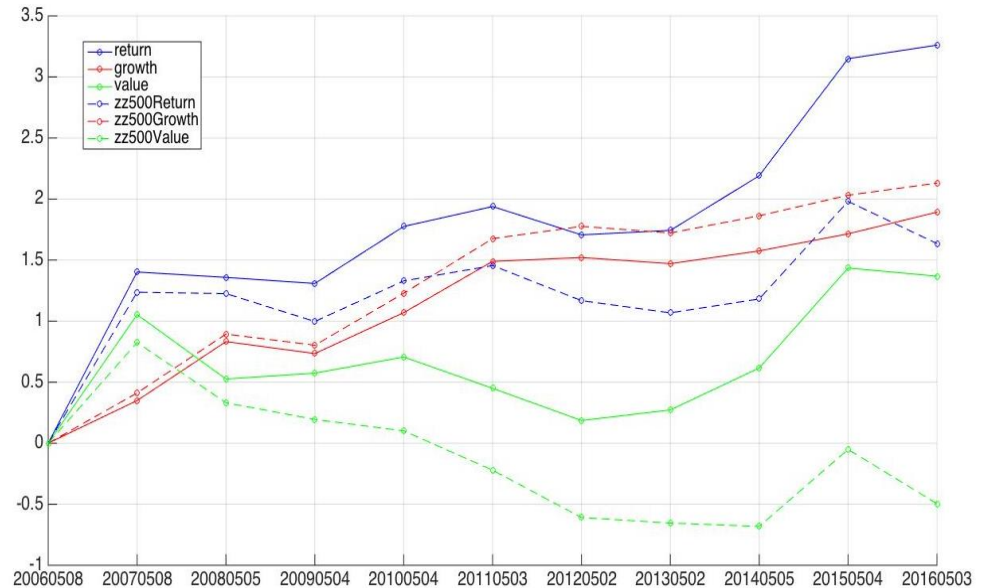
小市值策略的对数收益很高，达到了 3.26，累积收益达 25 倍，年化收益率为 38.55%；业绩对数增长率为 1.892，累积增长为 563.73%，年化增长为 20.84%；估值对数增长为 1.367，累积增长为 292.71%，年化增长为 14.66%。

大市值策略的对数收益不理想，不如中证 500，对数收益仅为 1.195，累积收益为 230.49%，年化收益率为 12.70%；业绩增长率为 2.15，累积增长为 759.17%，年化增长为 24.00%；估值对数增长为-0.955，累积增长为-61.53%，年化增长为-9.11%。

我们可以很明显的看到，小市值策略相比稳定成长策略，其业绩增长差不多，而其赚钱的主要原因来自于估值的攀升，特别是在牛市的时候，估值攀升的非常快。小市值估值攀升的一个可能的解释是，大家都更愿意相信小市值的股票将来有更大的潜力完成高业绩增长。我们来看看大市值策略，大市值策略的收益率如我们预料的，远不如小市值策略，但是大市值策略的业绩增长很高，超过了小市值策略。造成大市值

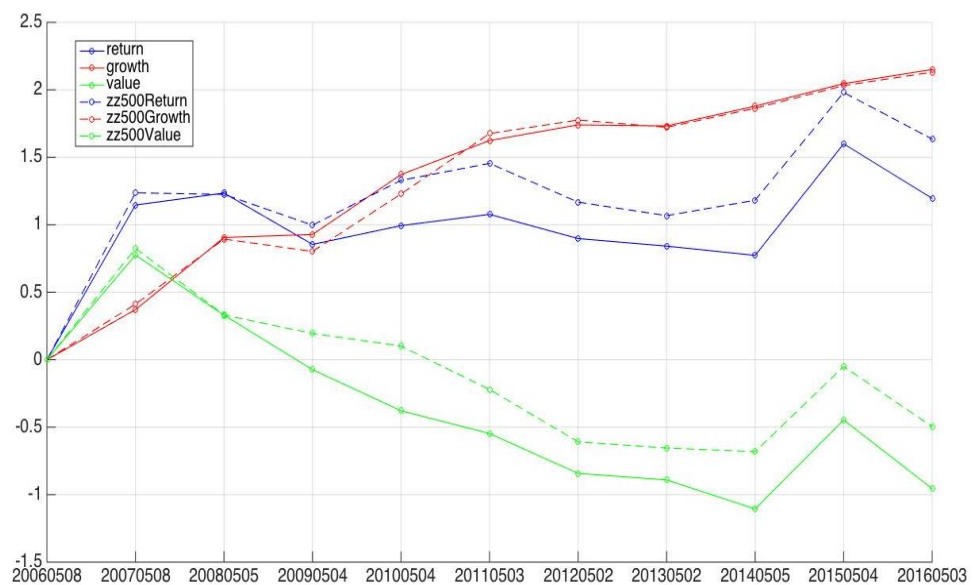
策略收益不如小市值策略的原因是，大市值策略的估值在除了牛市的时候，几乎都是在下降。造成大市值股估值走低的另一个原因可能是，大市值股的股价定价已经非常的稳定和充分了，即便其有业绩上的大涨，也很难在估价上发生大涨，而相对而言小市值股的股价可能更容易被热炒，从而导致估值走高。

图 15: 小市值策略, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

图 16: 大市值策略, 收益率分解



资料来源: 申万宏源研究

表 11: 小市值策略, 收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	306.48%	41.78%	186.69%	70
2008	-4.33%	62.12%	-40.99%	6
2009	-4.86%	-9.33%	4.93%	103
2010	59.57%	39.82%	14.13%	106
2011	17.74%	52.16%	-22.62%	104
2012	-20.73%	3.22%	-23.21%	73.
2013	3.76%	-4.89%	9.10%	41
2014	56.48%	11.00%	40.98%	54
2015	160.88%	15.01%	126.82%	83
2016	11.69%	19.45%	-6.49%	184

资料来源: 申万宏源研究, Wind 资讯

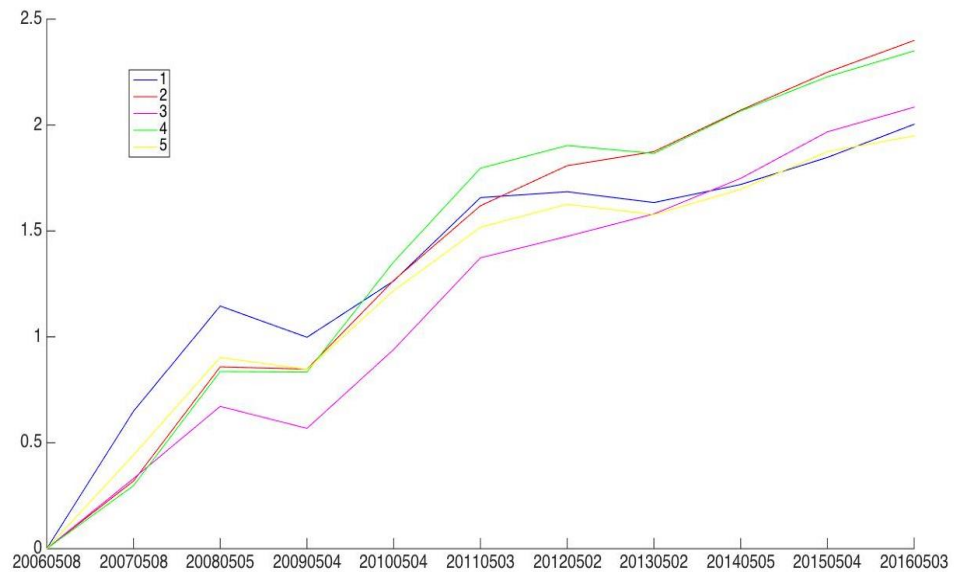
表 12: 大市值策略, 收益率分解

年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	214.63%	44.87%	117.17%	38
2008	9.30%	70.70%	-35.97%	94
2009	-31.66%	2.30%	-33.20%	49
2010	14.93%	55.85%	-26.26%	156
2011	8.74%	28.66%	-15.49%	41
2012	-16.42%	12.36%	-25.61%	56
2013	-5.46%	-0.80%	-4.70%	136
2014	-6.62%	15.77%	-19.34%	32
2015	128.51%	18.18%	93.35%	43
2016	-33.25%	11.07%	-39.90%	101

资料来源: 申万宏源研究, Wind 资讯

那么, 市值和业绩增长究竟有什么关系呢, 是不是市值越小的股票业绩增长的潜力更大呢。为了考察这个问题, 我们将市场上的股票按照市值分位数平均分为 5 个档次, 然后等权持有这些股票一年, 在第二年再次进行这样的分组并持有一年。然后将这 5 个档次的策略的持有公司的对数平均业绩增长画出来。如图所示, 1 代表市值最小的那一档, 5 代表市值最大的那一档。可以看到市值与业绩增长间事实上并不存在简单的线性关系, 市值最大的那一档和市值最小的那一档的业绩增长差不多, 而业绩增长最高的是第 2 档 (市值位于 20%—40%) 和第 4 档 (市值位于 60%—80%)。

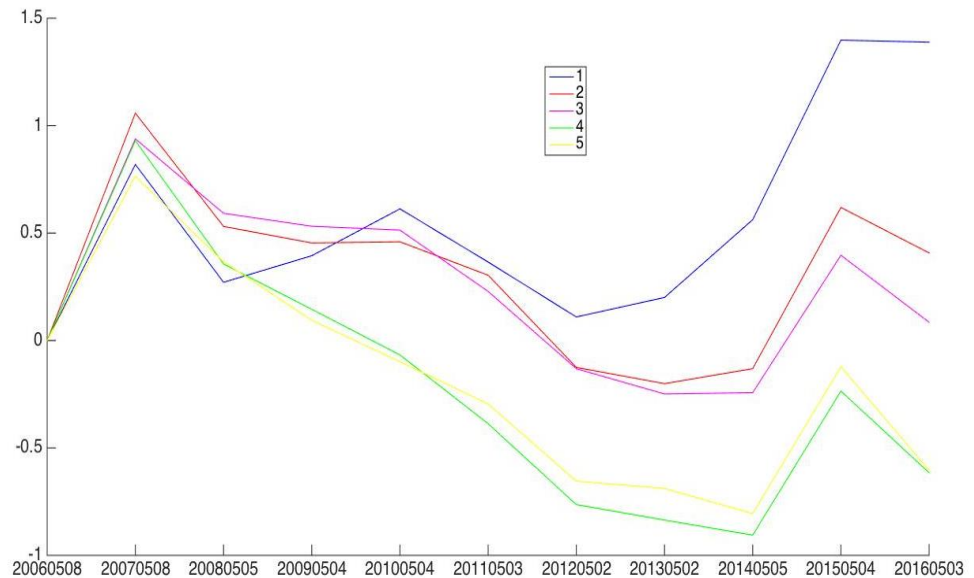
图 17: 市值 vs 业绩增长



资料来源：申万宏源研究

那么，市值和估值趋势的关系又是怎样的呢，我们重复刚刚这样的分档策略，只不过改为画出这 5 档股票的估值变化情况。从下图可以看到，估值相对业绩增长，与市值之前存在一个更为直观的线性关系，大致来看，市值越小的股票拥有越好的估值走势，唯一的例外是第 4 档的估值走势比第 5 档稍稍低了一些。

图 18: 市值 vs 估值增长

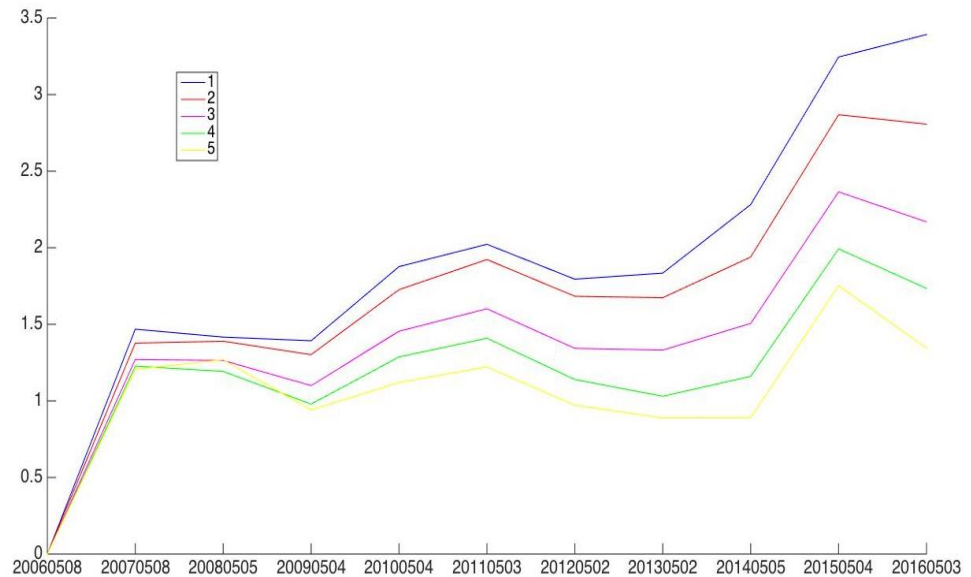


资料来源：申万宏源研究

而考察市值分档与收益率的关系，则可以发现它们是一个严格的线性关系，即市值越低，收益越高，因此我们可以得出结论，大致来看，小市值的高收益并不来自于

高业绩增长，而是估值的走高。只有第4档相对第5档的高收益是第4档的股票业绩增长比第5档高带来的。

图 19: 市值 vs 收益率



资料来源：申万宏源研究

5.2 稳定成长&市值

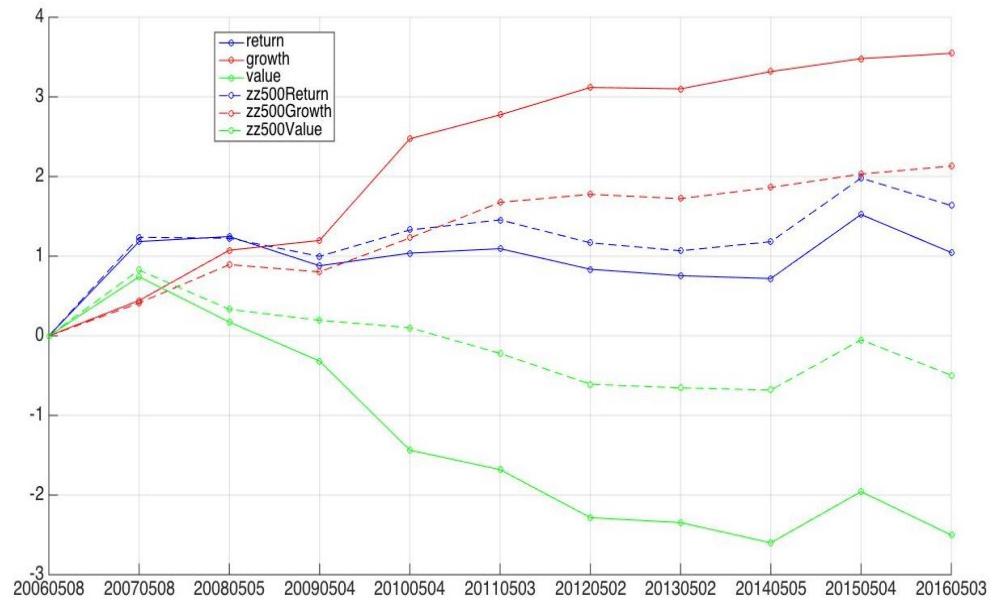
小市值策略在估值上表现非常优秀，即便其不是靠业绩增长带来，其业绩增长仍然比稳定成长策略的业绩成长要好。那么，反过来，业绩稳定增长是否增强小市值策略呢。我们构建市值相似的稳定成长组合和非稳定成长组合：股票按分位数平均分位5档，在每一档中，选取稳定成长的股票，最后将这些股票市值加权合在一起形成稳定成长策略（事实上就是4.1中的历史稳定成长策略）。作为另一个对比策略，在刚刚那5档市值中的每一档中，对于每一支稳定成长的股票，在这个市值档次中，我们选取和这只股票市值最相近的一只非稳定成长股。最终，这个非稳定成长股策略，其股票数量与稳定成长一样，且其市值和稳定成长策略非常相近。

如图 20，这个非稳定成长策略的对数收益为 1.044，累积简单收益为 184.25%，年化收益率为 11.01%；业绩对数增长率为 3.547，累积增长为 33.7 倍，年化增长为 42.58%；估值对数增长为 -0.508，累积增长为 -91.81%，年化增长为 -22.14%。

可以看到，这个策略相比稳定成长策略，年化简单收益率低 4.10%，但是两个策略在收益率分解上有很大的区别。图 21 展示了稳定成长策略和非稳定成长策略的对比情况，其中实线为非稳定成长策略，虚线为稳定成长策略。可以看到，稳定成长策略的业绩增长远不如非稳定成长，正如我们之前看到的，稳定成长策略事实上很难选出真正的成长股，因为历史稳定成长的股票，此后仍然稳定成长的很少。但是稳定成长策略的估值走势比非稳定成长策略好得多，这体现在其估值跌幅并没有这么多。这

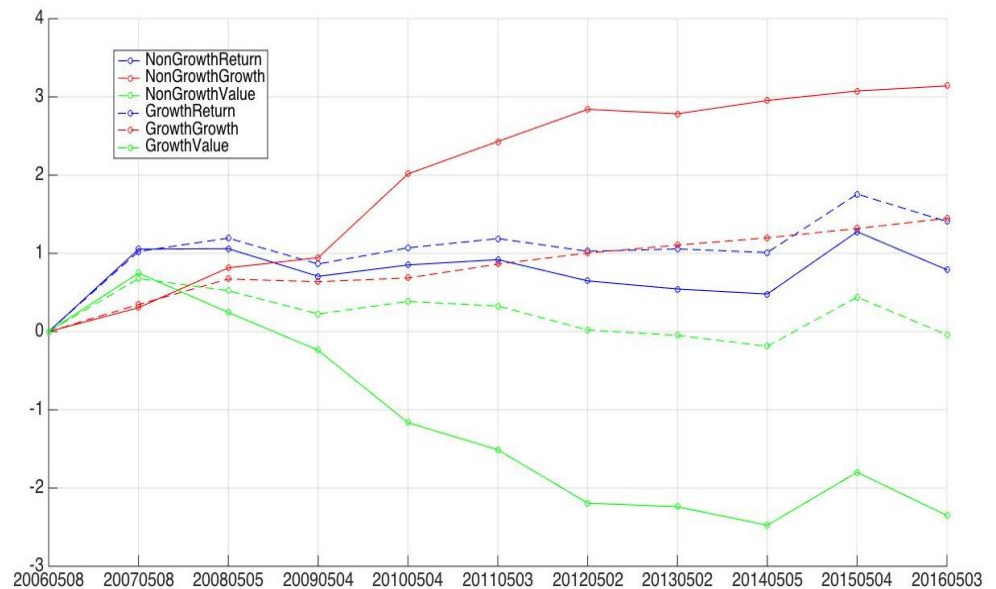
是因为，历史上业绩稳定增长的股票，人们总是对其未来业绩增长更有信心，导致其估值比非稳定成长股好。另一方面，非稳定增长的股票虽然有更高的业绩增长，但是其期间的业绩增长可能相当不稳定，这也导致了即便其业绩增长很高，但是其股价并未上涨，估值下滑。

图 20：非稳定成长对比策略，收益率分解



资料来源：申万宏源研究

图 21：非稳定成长策略 vs 稳定成长策略



资料来源：申万宏源研究

表 13：非稳定成长策略，收益率分解

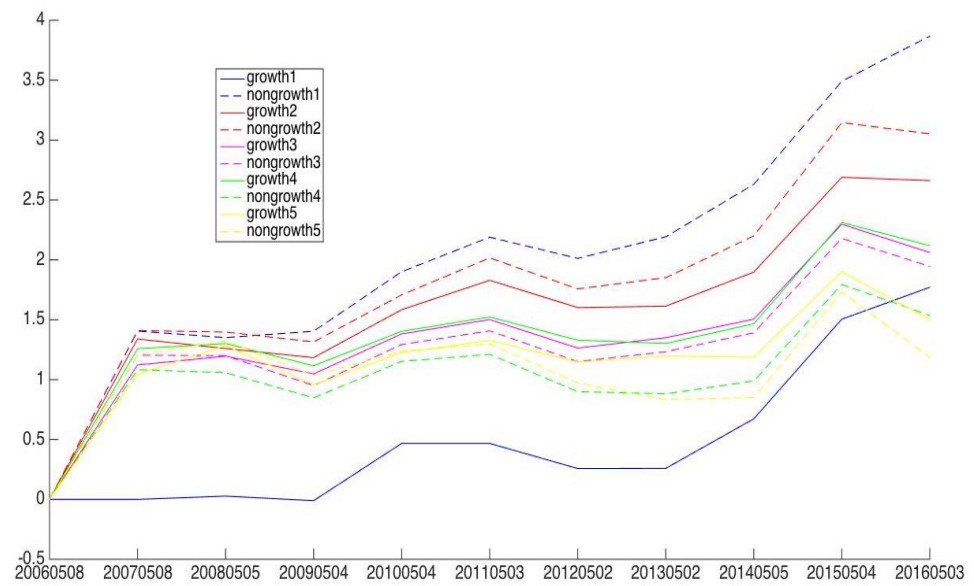
年份	股价年收益	业绩年涨幅	估值年涨幅	平均 PE
2007	226.51%	55.70%	109.70%	40
2008	6.51%	88.03%	-43.36%	172
2009	-30.72%	13.12%	-38.76%	58
2010	17.15%	258.40%	-67.31%	85
2011	5.78%	35.04%	-21.66%	69
2012	-22.79%	41.13%	-45.29%	115
2013	-7.75%	-1.77%	-6.08%	33
2014	-3.52%	24.28%	-22.36%	39
2015	123.49%	17.55%	90.11%	41
2016	-38.01%	6.99%	-42.06%	222

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

图 22-24 对比每档市值中，稳定增长/非稳定增长策略的股票收益、业绩增长、估值增长。这里，股票之间采取等权的方式加权。其中，2006-2007 年这一期的第一档（市值最小）中，选不出稳定成长的股票，因此这一期收益，业绩增长，估值变化均设为 0。

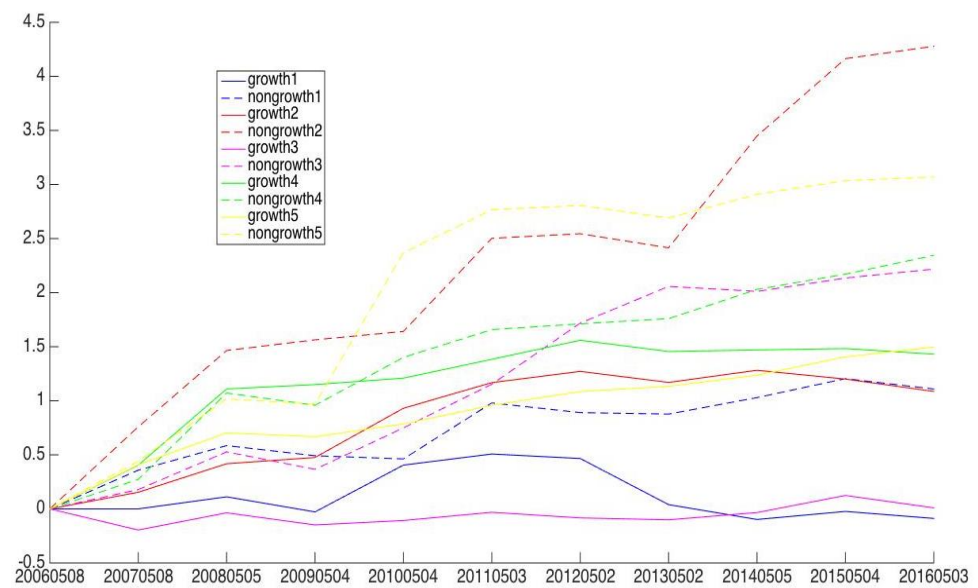
同一个颜色代表同一个档次，实线代表稳定成长策略，虚线代表非稳定成长策略。3 张图所展示的结果与之前的到的结果基本一致，在每一个市值档次中，我们可以看到，稳定成长策略的收益在大市值中高于非稳定成长策略，而在小市值中，非稳定成长策略的收益更高。在每一档中，稳定成长策略的业绩增长都不如非稳定成长策略。稳定成长策略的优势在于，其估值走势比非稳定成长策略好（其中第一档由于第一期没有数据，所以导致最终估值走势并不如非稳定成长，但如果排除第一期，从第 2-10 期看，稳定成长的估值其实依然跑过了非稳定成长的估值）。因此，我们可以得出结论，稳定成长策略相对非稳定成长策略，拥有更好的估值走势，但其业绩增长事实上不如非稳定成长策略。表 14 列出了每一期每个市值档次中稳定成长策略所选股票的数量，其中 1 代表市值最小的那一档，可以看到，稳定增长的股票在大市值中的数量分布更多。

图 22: 稳定成长 vs 非稳定成长, 收益率对比



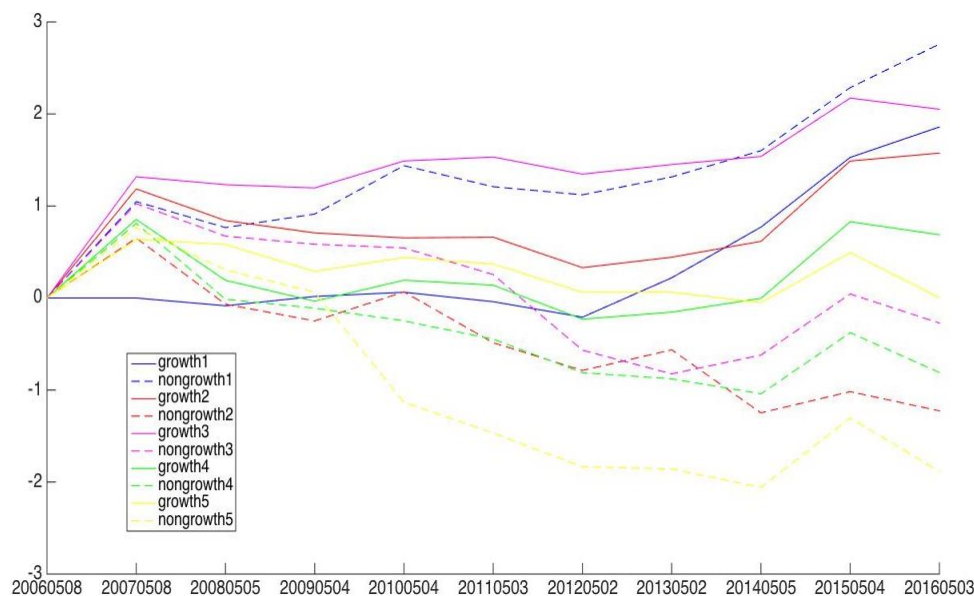
资料来源: 申万宏源研究

图 23: 稳定成长 vs 非稳定成长, 业绩增长对比



资料来源: 申万宏源研究

图 24：稳定成长 vs 非稳定成长，估值增长对比



资料来源：申万宏源研究

表 14：稳定成长策略选股分布情况

时间市值	1	2	3	4	5
06-07	0	8	12	24	38
07-08	17	16	21	40	41
08-09	25	38	28	66	70
09-10	17	20	25	39	54
10-11	23	29	30	44	51
11-12	27	39	31	49	56
12-13	37	54	43	73	94
13-14	13	20	29	52	72
14-15	13	20	27	35	70
15-16	17	25	26	47	60

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

5.3 策略结果对比

这里，我们在表 15 中列出了刚刚提到的几个策略的表现对比，以供参考：

表 15：各个策略的年化表现

策略	股价年化收益	业绩年化涨幅	估值年化涨幅
历史业绩最高增长	10.11%	7.52%	2.40%
未来业绩最高增长	37.42%	75.23%	-21.58%
历史业绩稳定增长	15.11%	15.59%	-0.41%
未来业绩稳定增长	35.73%	40.80%	-3.60%
历史业绩非稳定增长	11.01%	42.58%	-22.14%

策略	股价年化收益	业绩年化涨幅	估值年化涨幅
小市值	38.55%	20.84%	14.66%
大市值	12.70%	24.00%	-9.11%

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

六、总结

在收益率分解的模型下，我们将股票收益率分解为业绩增长加上估值增长，以此考察策略收益率究竟来自于哪里。我们在这里将本文之前得到的一些结论汇总：

对于沪深 300 和中证 500 指数，长期来看，其收益主要来自于成分股的业绩增长。对于过去涨幅最好的股票，这些股票的收益基本都是由业绩增长带来的；过去业绩增长最高的股票，其超高的业绩并未带来超高的收益，因为其业绩不稳定导致估值走低；而过去业绩增长稳定的股票，估值相对稳定，其收益率仍主要来自于业绩增长。

从策略构建的角度来看，历史稳定增长策略表现不佳，其业绩表现并不如预期；但历史高增长策略表现更差，其业绩表现非常糟糕；虽然用到未来数据的完美高增长策略收益表现很好，但是 1. 其仍有估值走低的特点；2. 高业绩增长股票几乎无法用历史业绩数据预测；用到未来数据的稳定成长策略收益表现同样优秀，收益与未来高业绩增长策略相当，其收益基本是由业绩增长带来，估值走势非常稳定。稳定增长策略的问题在于，通过历史稳定成长股无法选出未来仍稳定增长的股票，命中率只有四分之一左右，需更多的客观标准或主动调研分析介入。

考察市值维度，小市值策略相对大市值策略，在收益上呈线性关系，但业绩增长与市值并无线性关系。小市值策略收益好于大市值的原因在于，其估值走势几乎总是好于大市值。这样的估值走高可能来自于对小市值业绩的信心，或是小市值股定价相对大市值更不充分、更不稳定，因此更容易被热炒。

结合市值和稳定成长考虑，全市场的稳定成长股策略收益好于对应的非稳定成长股策略，但其业绩增长并不如非稳定成长策略，其赢在更为稳定的估值走势。这再一次说明了成长的难预测性。将股票市值分档后再看稳定成长股策略和非稳定成长策略的差别，可以看到，收益方面，稳定成长策略基本都是好于非稳定成长策略；业绩方面，非稳定成长策略好于稳定成长策略；估值方面，稳定成长策略的估值走势更好。这说明，在不同的市值档次来看，我们可以得到差不多的结论，即稳定成长策略的相对非稳定成长策略的更高的收益并不是因为它预测对了业绩增长，而是因为历史稳定的业绩增长所带来的估值走势的稳定性。

综上所述，成长策略的问题在于，我们很难通过历史的业绩数据去成功预测未来业绩仍在增长的股票。成长股投资策略真正的意义或在于：1、选择稳定成长股，结合其它投资指标或主动分析，使得选出的股票业绩稳定且估值走势稳定，具备高的安

全边际；2、通过非常深入透彻，甚至难以量化的分析调研，命中未来具有暴发式业绩增长的股票，不断超越市场预期。

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。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提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。