

数量化策略

以龙头股预判市场顶部

研究结论：

- 本文通过对 A 股历史上每一个大级别的上涨行情进行系统性的检视，研究其中龙头股的运行特征，特别是研究龙头股对市场顶部的预判作用，发现龙头股可以帮助投资者更好地理解市场走势，我们强烈建议投资者跟踪龙头股的走势，以把握行情发展趋势。
- 我们对历史上的 7 次牛市进行了统计，发现在历次行情中，龙头股大部分是提前于指数达到最高峰的。平均来看，龙头股中有 63% 提前于指数达到行情最高峰，13% 是与指数同步见顶，而有 23% 是滞后于指数见顶。在提前见顶的龙头股中，我们统计了其提前于指数的天数，发现这一数字最短为 1 天，最长则可长达 2 个月左右，特别是在一些持续时间比较长的牛市中，龙头股提前于指数的时间可能更长。以所有数据平均来看，龙头股平均提前 12 天见顶，而以最近的三段牛市的情况，龙头股一般是提前于指数 3 至 4 周见顶。
- 在持续时间较长的行情中，龙头股相比指数见顶的提前时间也会拉长，按照历史趋势外推，那么对于当前已经持续了 4 个月左右的行情，龙头股应该提前 1 周左右见顶。
- 龙头股若真正见顶，必然伴随着成交量的放大，统计发现，大部分龙头股（超过 70%）在达到股价最高峰时都伴随着成交量的迅速增加，平均来说，见顶日左右的股票换手率比平时要增加 30% 以上。而龙头股在其股价见顶日不一定出现下跌，有相当比例的品种在其上涨过程中完成筑顶。不过，一旦见顶日是出现下跌的，那么通常都伴随着比较大的冲高回落。
- 如果历史规律可以重演，我们建议投资者高度关注本轮反弹龙头股的走势，当龙头股出现转折之后，一定要对大盘高度警惕。从基本面来看，综合分析师的一致预期，目前龙头股的 09 年平均市盈率为 22.8 倍，这一市盈率高于目前沪深 300 指数 16.25 倍的水平，但是与剔除银行股后的市场市盈率水平差不多。另一方面，它们未来两年 EPS 复合增长率平均为 47.06%，大大高于市场平均水平，以 PEG 来看，它们仅有 0.48，低于所有行业，因此股价可能仍有一定上升空间。



东方证券
ORIENT SECURITIES

黄栋

金融衍生品资深分析师
021-63325888-6120
huangdong@orientsec.com.cn

胡卓文

金融衍生品分析师
021-63325888-6117
huzhuowen@orientsec.com.cn

报告日期

2009 年 2 月 17 日

本轮行情龙头股一致预期估值数据

证券简称	三年复合 增长率	09 PE	预测机构数
中航光电	25.42%	23.459	9
科力远	65.22%	39.219	8
科陆电子	43.97%	16.504	7
许继电气	131.68%	23.656	7
鹏博士	39.37%	21.483	4
中铁二局	29.63%	21.831	2
华仪电气	83.15%	23.907	2
江南化工	112.37%	13.641	2
川润股份	50.15%	22.143	1
江苏国泰	24.81%	25.52	1
中路股份	-	-	-
太行水泥	-	-	-
荣华实业	-	-	-
东方雨虹	-	-	-
光华控股	-	-	-
中位数	47.06%	22.80	

数据来源：朝阳永续

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

从历史来看，每一轮牛市上涨行情的过程中，都会涌现出一些股票，它们的涨幅稳居市场前列，并且能够影响和号召其它股票，其涨跌往往对其他股票的涨跌起到引导和示范作用，这样一些股票就是所谓的龙头股。市场投资者一般都熟知选股要选龙头股的道理，可见这一概念深入人心，因此也就更加强化了龙头股强者恒强的特征，使其成为积聚人气的行情风向标。

从本质上看，在市场博弈过程中，龙头股反映了市场上占优势者或者先知先觉者对于未来行情演变的准确把握，因此，龙头股不仅提前启动，往往也提前于市场指数见顶。比如，在上一轮大牛市中，龙头股中国船舶、云南铜业分别于 2007 年 10 月 11 日和 2007 年 10 月 8 日达到历史最高位，随后开始下跌，而上证指数则于 2007 年 10 月 16 日形成历史大顶 6124 点，也就是说，这两只股票分别比市场提前 6 个交易日和 3 个交易日见顶。因此，研究龙头股的走势特征有助于投资者清楚认识市场的发展阶段。

本文将通过对 A 股历史上每一个大级别的上涨行情进行系统性的检视，研究其中龙头股的运行特征，特别是研究龙头股对市场顶部的预判作用，以帮助投资者更好地理解市场走势，把握未来演变。

1、历史上的龙头股

牛市阶段划分

回顾 A 股历史，我们可以将其划分为 7 个牛市阶段（图表 1），主要划分标准为：（1）指数从最低点到最高点的上涨幅度超过 30%；（2）上涨持续时间不少于 1 个月。因为如果所选取的行情持续时间过短，那么效果未必显著，也将减弱其实际借鉴意义。

图表 1：历史上的牛市

时间区间	持续时间(月)	上证指数区间	指数涨幅
1991 年 5 月 17 日~1992 年 5 月 25 日	12	105~1429	1261%
1992 年 11 月 17 日~1993 年 2 月 16 日	3	387~1559	303%
1994 年 7 月 29 日~1994 年 9 月 13 日	2	326~1053	223%
1996 年 1 月 19 日~1997 年 5 月 12 日	16	513~1510	194%
1999 年 5 月 19 日~2001 年 6 月 14 日	25	1060~2245	112%
2003 年 11 月 13 日~2004 年 4 月 7 日	5	1307~1783	36%
2005 年 12 月 6 日~2007 年 10 月 16 日	23	1074~6124	470%
2008 年 10 月 28 日~至今	>3	1664~?	>39%

注：本文都以上证指数作为牛市划分依据

数据来源：东方证券研究所

龙头股的识别

一千个观众就有一千个哈姆雷特，或许投资者心目中的龙头股也不尽相同，我们这里的研究力图以客观标准来识别各个牛市行情中的龙头股。

龙头股的特征在于涨幅稳居市场前列，并且对其他股票的涨跌起到引导和示范作用，因此，我们的识别标准主要是三点：（1）从上涨行情启动开始，到行情结束为止的整个时间段内，龙头股在大

部分时间里（特别是早期阶段）都是涨幅靠前的（我们选择的量化指标是 3/4 的时间段内都排名在前 50 名内（如果股票总数太少则取前 20 名）），这样才能体现龙头股引领市场的作用；（2）在整个行情时间段内，龙头股的累计涨幅排名是在市场前列的（我们选择的量化指标是在前 5%）；（3）每一波指数上涨之前，龙头股已经提前见底回升（对于在牛市中发行上市的股票，我们不作此要求；对持续时间较长的行情，这一条也不适用）。

第（2）条要求中，我们将标准放宽至前 5%，也就是说龙头股的累计涨幅未必是数一数二的。事实上，在每一轮行情中，龙头股表现虽然会远远较一般股票出色，但是它们不一定是最出色的，因为一旦行情被龙头股激起，市场会找到与此类似的股票进行炒作，类似股票更可能因为流通量小、易受资金推动等其他原因而跑赢龙头股。

图表 2 给出了各牛市行情中龙头股的概况。可以看出，每轮行情中龙头股涨幅要远大于指数涨幅（1991-1992 年牛市中龙头股平均涨幅比指数涨幅低是因为新股上市暴涨造成的），而且这一差距有随时间扩大的趋势，以本轮上涨行情来说，龙头股与指数涨幅之比已经超过 5 倍。接下来我们将对历史上已经形成的 7 次牛市中龙头股的特征进行分析。

图表 2：牛市中的龙头股

时间区间	龙头股数目	最大涨幅	平均涨幅	平均涨幅/指数涨幅
1991 年 5 月 17 日~1992 年 5 月 25 日	5	1558%	877%	0.70
1992 年 11 月 17 日~1993 年 2 月 16 日	7	488%	361%	1.19
1994 年 7 月 29 日~1994 年 9 月 13 日	9	592%	435%	1.95
1996 年 1 月 19 日~1997 年 5 月 12 日	14	1867%	936%	4.82
1999 年 5 月 19 日~2001 年 6 月 14 日	19	460%	307%	2.74
2003 年 11 月 13 日~2004 年 4 月 7 日	21	125%	94%	2.61
2005 年 12 月 6 日~2007 年 10 月 16 日	17	4640%	2438%	5.19
2008 年 10 月 28 日~至今	15	>281%	>208%	至今 5.28

注：指数涨幅指上证指数涨幅；2008 年 10 月 28 日至今的行情以 2009 年 2 月 13 日数据计算

数据来源：东方证券研究所

2、龙头股的顶部特征

大多数龙头股提前见顶

我们对历史上的 7 次牛市进行了统计，统计结果见图表 3。我们发现，在历次行情中，龙头股大部分是提前于指数达到最高峰的。平均来看，龙头股中有 63%提前于指数达到行情最高峰，13%是与指数同步见顶，而有 23%是滞后于指数见顶。

在提前见顶的龙头股中，我们统计了其提前于指数的天数，发现这一数字最短为 1 天，最长则可长达 2 个月左右，特别是在一些持续时间比较长的牛市中，龙头股提前于指数的时间可能更长。以所有数据平均来看，龙头股平均提前 12 天见顶，而以最近的三段牛市的情况，龙头股一般是提前于指数 3 至 4 周见顶。

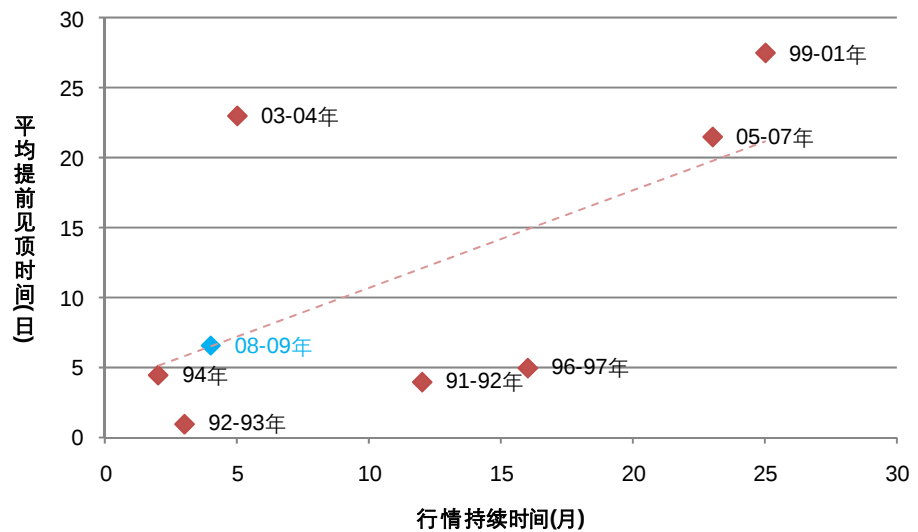
图表 3：大多数龙头股提前见顶

时间区间	提前见顶数	同步见顶数	滞后见顶数	提前天数	提前中位数
1991 年 5 月 17 日~1992 年 5 月 25 日	4 (80%)	1 (20%)	0 (0%)	3~4	4
1992 年 11 月 17 日~1993 年 2 月 16 日	4 (57%)	0 (0%)	3 (43%)	1~6	1
1994 年 7 月 29 日~1994 年 9 月 13 日	6 (67%)	3 (33%)	0 (0%)	1~7	4.5
1996 年 1 月 19 日~1997 年 5 月 12 日	6 (43%)	2 (14%)	6 (43%)	4~46	5
1999 年 5 月 19 日~2001 年 6 月 14 日	14 (74%)	2 (11%)	3 (16%)	1~59	27.5
2003 年 11 月 13 日~2004 年 4 月 7 日	11 (52%)	2 (10%)	8 (38%)	1~57	23
2005 年 12 月 6 日~2007 年 10 月 16 日	12 (71%)	1 (6%)	4 (24%)	1~48	21.5

数据来源：东方证券研究所

在持续时间较长的行情中，龙头股相比指数见顶的提前时间也会拉长，这从图表 3 的结果可以看出。这或许可以解释为，在跨度较长的牛市末期，市场的狂热情绪往往超出预期。图表 4 描绘了龙头股见顶提前时间与行情持续时间之间的关系，大体上两者呈现出正相关。图中虚线给出了一个参考趋势线，按照这一趋势外推，那么对于当前已经持续了 4 个月左右的行情，龙头股应该提前 1 周左右见顶。

图表 4：牛市持续时间越长，龙头股越提前见顶



注：图中虚线是线性参考趋势线，按此趋势给出了 08-09 年这一段行情在图中的位置

数据来源：东方证券研究所

值得一提的是，龙头股具有提前见顶的特征，其它股票也会有这个现象。经验来看，基本上在每轮牛市中，指数权重股往往要有所滞后，指数的高低点通常都是由权重股的表现来形成的，与此相应的是，多数股票会提前于指数见顶，比如，在 2005-2007 年的这一轮牛市末期，有 55% 的股票是提前于指数见顶的，其平均提前天数是 39 天。那么，其中的差别在哪里呢？我们认为差别就在于市场上多数股票只是趋势的跟随者，而龙头股具有提前启动的特征，往往是趋势的创造者和引领者。

因此，掌握龙头股的趋势有助于提前一步把握市场未来发展脉络。而且，把握一、二十只龙头股的走势，比在全市场范围筛选、研究、跟踪股票无疑在可行性和经济性来说都要更优。

如何判断龙头股已经见顶，可以从基本面、技术面等多方面入手，这并非本文的研究重点，我们接下来将给出一些经验规律，总结出它们在见顶时的一些股价表现上的特征，以作参考。

龙头股见顶特征

成交量放大通常是价格趋势确立的标志，龙头股若真正见顶，必然伴随着成交量的放大，我们从事后的角度来审视历史上龙头股的见顶特征，首先分析其成交量的变化，图表 5 给出了这一统计结果。

不难发现，大部分龙头股（超过 70%）在达到股价最高峰时都伴随着成交量的迅速增加，平均来说，见顶日左右的股票换手率比平时要增加 30%以上。

图表 5：龙头股顶部成交量特征

时间区间	见顶日放量的 龙头股个数（占比）	见顶日换手率与区 间平均之比	比值 中位数
1991 年 5 月 17 日~1992 年 5 月 25 日	5 (100%)	3~91	53
1992 年 11 月 17 日~1993 年 2 月 16 日	7 (100%)	1.8~3.1	2.47
1994 年 7 月 29 日~1994 年 9 月 13 日	8 (89%)	0.8~2.6	1.77
1996 年 1 月 19 日~1997 年 5 月 12 日	10 (71%)	0.74~2.96	1.39
1999 年 5 月 19 日~2001 年 6 月 14 日	15 (79%)	0.57~3.31	1.82
2003 年 11 月 13 日~2004 年 4 月 7 日	21 (100%)	1.15~2.83	1.63
2005 年 12 月 6 日~2007 年 10 月 16 日	13 (76%)	0.22~2.02	1.29

数据来源：东方证券研究所

其次，我们分析一下龙头股见顶日的股价特征。从图表 6 中的统计结果来看，龙头股在其股价见顶日不一定出现下跌，也有相当比例的品种在其上涨过程中完成筑顶，因为既然提前见顶，那么其时市场仍可能处于上升状态，则不跌反涨的概率也是比较大的。不过，从图表 6 也可以看出，一旦见顶日是出现下跌的，那么通常都伴随着比较大的冲高回落（上影线）。

图表 6：龙头股顶部价格变动特征

时间区间	见顶日龙头股下跌个数（占比）	见顶日上影线幅度
1991 年 5 月 17 日~1992 年 5 月 25 日	3 (60%)	8.03%~24%
1992 年 11 月 17 日~1993 年 2 月 16 日	5 (71%)	1.74%~11.65%
1994 年 7 月 29 日~1994 年 9 月 13 日	3 (33%)	0%~7.5%
1996 年 1 月 19 日~1997 年 5 月 12 日	8 (57%)	0.61%~12.08%
1999 年 5 月 19 日~2001 年 6 月 14 日	8 (42%)	0%~5.48%
2003 年 11 月 13 日~2004 年 4 月 7 日	13 (62%)	1.04%~9.57%
2005 年 12 月 6 日~2007 年 10 月 16 日	8 (47%)	1.06%~10.57%

数据来源：东方证券研究所

3、当前市场尚未言顶

当前市场的龙头股

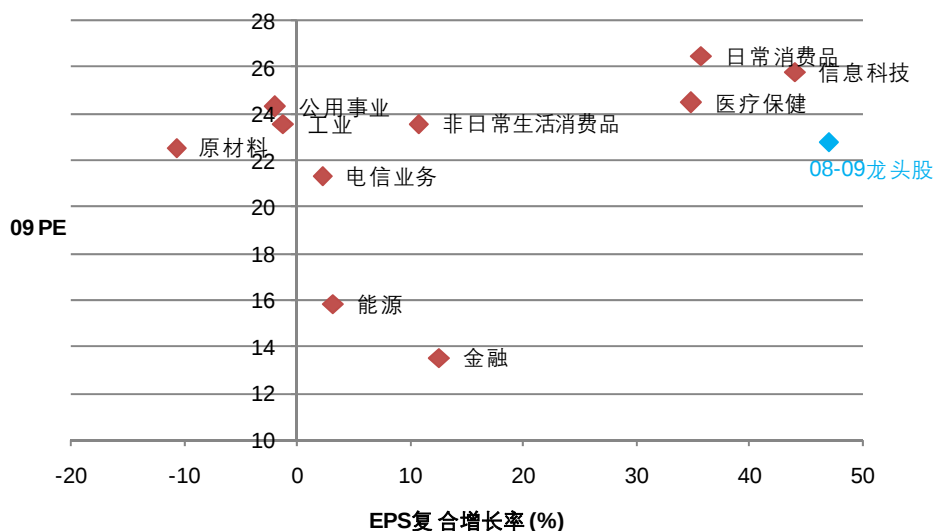
发轫于 08 年 10 月底的这波上涨行情，已经形成了较大的财富效应，由于指数权重股的滞涨，上证指数至今仅累计上涨 40% 左右，但是相当多个股已经翻倍，从图表 2 来看，龙头股平均涨幅是指数涨幅的 5.28 倍，这在历次牛市中是最高的数字。面对不容乐观的经济基本面和快速上升的估值水平，目前市场各方对行情未来发展有较大疑虑。

按照我们前面部分分析的思路，我们对本轮行情中的龙头股表现进行了逐一检视，从股价以及成交量趋势来看，我们所筛选出来的 15 只龙头股除 1 只尚需观察外，其余均未出现见顶迹象，意味着目前的火热行情还将延续一段时间。

我们也对这些龙头股的基本面情况进行了一些分析，主要采用了卖方机构分析师的一致预期数据。在 15 只龙头股中，有 10 只股票曾在 3 个月内被分析师给与过盈利预测和评级，我们主要以其为统计对象。综合分析师的一致预期，这 10 只龙头股的 09 年平均市盈率为 22.8 倍，这一市盈率高于目前沪深 300 指数 16.25 倍的水平，但是与剔除银行股后的市场市盈率水平差不多。另一方面，这 10 只龙头股未来两年 EPS 复合增长率平均为 47.06%，大大高于市场平均水平，这也正是龙头股引发市场追捧的重要原因。

图表 7 显示的是龙头股的估值在市场中所处的位置。可以看出，与各个行业水平相比，这些龙头股在估值上仅次于电信、能源和金融行业，但是其成长性能源和金融行业远不能相比的，以 PEG 来看，它们仅有 0.48，低于所有行业。因此，从基本面角度看，这些龙头股仍然有上升空间。

图表 7：龙头股估值在市场所处位置



注：未来两年 EPS 复合增长率取 2008、2009、2010 年 EPS 数据计算

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所整理

对行情走势的推断

根据前述分析，我们得出结论，目前龙头股尚未见顶，因而市场上涨趋势仍将继续。虽然如此，我们还希望对未来行情上涨高度做出一些推断。

纯粹以跟踪龙头股表现来预判市场顶部，其本质在于跟踪短期趋势，因此难以对未来较长一段时间的行情演变作出预测，但如果能够把握龙头股的潜在涨幅，那么我们或许可以反推市场指数可能的涨幅。主要做法如下：

首先，我们根据分析师一致预期数据，发现有 40%比例的龙头股股价尚未达到分析师给出的目标价，其潜在涨幅在 2%-26%左右。在目前较为狂热的市场状况下，分析师目标价很可能对投资者心理产生锚定效应，因此这一数据可以加以利用。平均来看，我们乐观估计目前龙头股还有 14%左右的潜在涨幅。

其次，通过计算，最近 3 个月龙头股与上证指数相比的 β 值平均为 1.12。

最后，我们利用单因素模型，忽略掉其中的截距项（隐含假设龙头股不再有内生的跑赢市场的趋势），那么可以推断上证指数还能上涨 12.5%左右。考虑到龙头股一般提前指数见顶（按照图表 4，此轮行情的龙头股应提前 1 周见顶），那么指数潜在涨幅还将更高。当然，这一结果较为粗糙，仅作参考。

分析师承诺

黄栋：金融衍生品资深分析师

胡卓文：金融衍生品分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn