

高增长不等于高收益

——投资的“增长率陷阱”

报告要点

■ 利用估值对于增长率的定价误差获取超额收益

高预期增长率不一定意味着高收益率。我们通过分析预期增长率对应的合理的估值水平，寻找相对低估的股票，可以获得很好的收益表现。尤其可以发现这种策略始终保持较高的 Alpha。

■ 增长率与收益率几乎不相关

这两者之间几乎找不到关系，如果非要说有，那也是倾向于负相关。

■ 增长率已经在估值中体现了

我们发现估值和增长率的关系相当高，要远远高于增长率与收益率的关系，说明增长率的信息大部分都在估值中得到体现了。

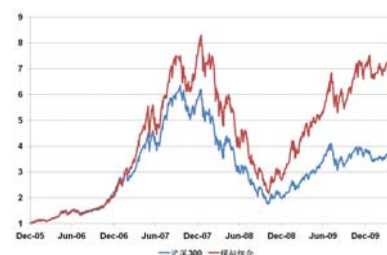
■ 利用增长率和估值的差异寻找超额回报

我们利用回归模型，找到没有在估值中体现的“成长性”，可以理解作为一种 GARP 的思路(Growth at reasonable price)，选取最被低估的 100 只股票构建组合，可以获得很明显的 alpha。

■ 这一策略值得改进的地方

组合中的 beta 较大，虽然利用股指期货可以化解这一问题，但是对于大部分公募基金而言，可能还是应该再设计一个低 beta 策略。

模拟组合表现图



数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部

分析师：

俞文冰

021- 63219519

yuw@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208040138

联系人

杨靖凤

021-63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

一、增长率与收益率的关系	3
1、关于增长率的投资箴言	3
2、收益率和增长率的关系	3
二、预期增长率靠谱么?	4
1、增长性往往高估	4
2、相关性逐步提高	5
三、预期增长率预估值	6
1、预期增长率与估值相关关系	6
2、成长性对于估值的解释方程	7
四、利用估值偏差获取超额收益	7
1、选股和构建组合的方法	7
2、收益表现	8
3、改进空间	10

图表目录

图 1: 模拟组合走势图	8
表 1: 预期增长率和未来 6 个月收益率相关系数表	3
表 2: 一致预期增长率和实际增长率相关系数	5
表 3: 预期增长率与估值相关关系表	6
表 4: 模拟组合风险收益率表	8

一、增长率与收益率的关系

1、关于增长率的投资箴言

大众的投机心理是不可救药的，只要看起来有发展的机会，他们就愿意支付任何价格。他们会被任何标有“特许经营”的公司所吸引——电脑、电子、科学技术，或者是当时流行的任何东西。我们的读者是聪明的投资者，当然不会像他们这样愚蠢。

——格雷厄姆《聪明的投资者》

增长率似乎是一个圈套，它诱使我们把资产投放在我们看好其发展前景的地方，不过最具创新能力的公司很少会是最佳的投资选择。人们盲目地追求科技创新，将其作为击败市场的法宝，但是事实证明创新是一把双刃剑——刺激着经济增长，同时又不断地让投资者失望。

投资者的回报并不依赖于公司利润增长，而只取决于实际的利润增长是否超过了投资者的预期，这个增长预期就体现在市盈率中。

——西格尔《投资者的未来》

2、收益率和增长率的关系

这些都是在美国市场的投资箴言，那么在“新兴市场”的中国，是否有这样的规律呢？

我们测算了有比较稳定的盈利预测数据(2006年)以来，研究员一致预期的净利润增长率和未来6个月的股票收益率的相关关系。为了简单起见，我们每过半年统计一次，并且剔除了增长率缺失的和过分夸张的股票。

表 1: 预期增长率和未来6个月收益率相关系数表

	05 年底预测 06 年利润增长率	06 年中预测 06 年利润增长率	06 年底预测 07 年利润增长率	07 年中预测 07 年利润增长率
06 年 1-6 月收益率	0.07241			
显著性检验	0.1698			
06 年 7-12 月收益率		-0.00797		
显著性检验		0.88		
07 年 1-6 月收益率			-0.00922	
显著性检验			0.8614	
07 年 7-12 月收益率				0.00762
显著性检验				0.8853
	07 年底预测 08 年利润增长率	08 年中预测 08 年利润增长率	08 年底预测 09 年利润增长率	09 年中预测 09 年利润增长率
08 年 1-6 月收益率	-0.08421			

显著性检验	0.1102
08 年 7-12 月收益率	-0.1487
显著性检验	0.0046
09 年 1-6 月收益率	0.114
显著性检验	0.0303
09 年 7-12 月收益率	-0.03007
显著性检验	0.569

数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

根据我们的测算, 单纯的预期净利润增长率和未来六个月的收益率没有关系甚至是负相关关系。

从市场对于给予成长性的估值来看, 我们分析造成这种情况的原因有以下几点:

(1) 如果市场的估值水平完全反映了净利润增长率, 那么未来的收益率应该是和预期增长率无关的;

(2) 如果市场有过于狂热的情绪, 那么对于成长股的追捧会导致高估, 从而导致未来长期的收益率下降, 因此未来的收益率和预期增长率就会出现负相关;

(3) 如果市场过于保守, 对于成长股认同不足, 则会出现预期收益率与未来收益率的正相关关系, 但是这种情况很少发生。

另外一点, 从预期的成长性与实际实现的成长性之间比较来看, 有以下几种可能:

(1) 如果企业实际实现的增长率符合预期, 则未来收益率应该和预期增长率不相关;

(2) 如果预期高增长的公司实际利润增速低于预期, 而预期低增长的公司实际增长率高于预期, 则未来收益率会和预期增长率呈现负相关, 这种情况发生的概率较大;

(3) 如果预期高增长的公司实际利润增速高于预期, 预期低增长的公司实际增速低于预期, 则未来收益率会和预期增长率呈现正相关, 这种情况发生的概率较小。

从实际效果来看, 市场往往对于高增长公司中性偏乐观。

二、预期增长率靠谱么?

1、增长性往往高估

我们比较了 2006——2009 年净利润增长率的预测, 可以明显的发现研究员的估计是过于乐观的。

从均值来看, 预测值都是高估增长率的; 从增速最大值看, 差别不大; 但是利润大幅下滑的企业, 研究员往往不能成功预测, 或者不愿发表大幅下滑的盈利预测。

从利润增速来看, 不难发现, 由于研究员的高估, 往往容易使得高估值的公司业绩低于预期而导致收益率不理想。

	均值	标准差	最小值	最大值
2006 年实际增长率	33.33	116.13	-661.97	683.33
2005 年底预测	47.31	81.02	-103.31	575.06
2006 年中预测	57.58	84.44	-50.02	708.66
2006 年底预测	59.88	94.80	-50.17	691.93
2007 年实际增长率	63.62	105.19	-53.13	911.11
2006 年底预测	48.25	66.56	-29.75	561.98
2007 年中预测	61.73	82.72	-28.80	715.45
2007 年底预测	82.34	125.10	-34.25	991.63
2008 年实际增长率	-13.08	78.03	-404.11	615.75
2007 年底预测	49.20	70.23	-247.52	640.05
2008 年中预测	55.73	71.80	-68.03	614.49
2008 年底预测	37.69	75.87	-177.77	453.29
2009 年实际增长率	34.36	125.33	-656.57	847.06
2008 年底预测	96.22	140.46	-76.35	879.29
2009 年中预测	47.05	99.32	-78.53	896.99
2009 年底预测	47.59	119.14	-406.37	834.73

2、相关性逐步提高

另外一方面，我们可以看到，一致预期的预测行是随着时间不断调整的，虽然调整到最后依然偏高，但是相关关系上会越来越接近。

表 2：一致预期增长率和实际增长率相关系数

	前一年年底	当年年中	当年年底
2006 年增长率	0.3914	0.5097	0.7215
显著度	<.0001	<.0001	<.0001
2007 年增长率	0.4054	0.4667	0.6855
显著度	<.0001	<.0001	<.0001

2008 年增长率	0.1512	0.3222	0.5543
显著度	0.004	<.0001	<.0001
2009 年增长率	0.4348	0.7177	0.8891
显著度	<.0001	<.0001	<.0001

数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

三、预期增长率预估值

1、预期增长率与估值相关关系

从成长性的和估值的相关关系来看,发现显著度非常高,整体相关性属于有一定正相关,这要明显好于预期增长率和收益率的关系。

表 3: 预期增长率与估值相关关系表

PE(TTM)	预期净利润增长率								
	2006 年	2006 年	2007 年	2007 年	2008 年	2008 年	2009 年	2009 年	2010 年
2005-12-31	0.1266								
显著度	0.0161								
2006-6-30		0.3612							
显著度		<0.0001							
2006-12-31			0.2381						
显著度			<0.0001						
2007-6-30				0.2550					
显著度				<0.0001					
2007-12-31					0.4860				
显著度					<0.0001				
2008-6-30						0.3500			
显著度						<0.0001			
2008-12-31							0.5161		
显著度							<0.0001		
2009-6-30								0.1949	
显著度								0.0002	
2009-12-31									0.5262
显著度									<0.0001

数据来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

因此可以说估值可以包含预期增长率中很多的信息。

2、成长性对于估值的解释方程

由以上的相关关系, 我们考虑构建单因素回归模型, 用净利润增长率解释 PE, 得到的模型如下:

PE(2005-12-31)	=	21.36	+	0.0329	×	预期净利润增长率(2006)
PE(2006-06-30)	=	22.86	+	0.1223	×	预期净利润增长率(2006)
PE(2006-12-31)	=	27.21	+	0.1067	×	预期净利润增长率(2007)
PE(2007-06-30)	=	43.23	+	0.1186	×	预期净利润增长率(2007)
PE(2007-12-31)	=	45.20	+	0.2656	×	预期净利润增长率(2008)
PE(2008-06-30)	=	18.14	+	0.1751	×	预期净利润增长率(2008)
PE(2008-12-31)	=	16.41	+	0.0773	×	预期净利润增长率(2009)
PE(2009-06-30)	=	28.96	+	0.1083	×	预期净利润增长率(2009)
PE(2009-12-31)	=	32.30	+	0.1938	×	预期净利润增长率(2010)

我们发现这系列模型, 可以发现:

- 1、除了 2005 年年底和 2008 年年底之外, 其他时间, 预期增长率之前的系数都超过了 0.1;
- 2、2005 年预期增长率对于 PE 的系数那么低, 可能是因为当时的卖方行业研究员的影响力还比较小;
- 3、2008 年年底, 刚刚经历了一个巨大的熊市, 市场对于净利润预期增长率的敏感度很低;
- 4、市场对于预期增长率最敏感的是 2007 年底和 2008 年底, 暂且认为这只是巧合吧。

四、利用估值偏差获取超额收益

1、选股和构建组合的方法

根据以上的模型, 我们可以通过模型估计每个股票的“合理估值”, 如果实际估值大于“合理估值”, 则认为该股高估了; 如果实际估值小于“合理估值”, 则认为该股低估了。

这种策略可以理解成为一种 GARP(Growth at Reasonable Price)策略, 基于成长性给予每个股票一个“合理”的估值, 这里需要讨论几点:

(1) 要不要考虑区分行业?

这是大部分涉及选股的模型的问题, 因为每一个行业的前景不同, 所以他们面临的估值

应该不同。但是我们觉得这些信息应该已经反映在预期增长率中了,所以我们没有区分行业。从实际做出来的角度看,我们组合的 Beta 偏大,也许是因为周期性行业的估值往往相对较低造成的,因此可以考虑将行业划分为一到两个大类。

(2) 用几年的预期增长率?

严格意义上说,只用一年(甚至一年不到)的预期增长率是不合适的,不符合任何一个定价理论。但是从另外一个角度来看,目前研究员给出的盈利预测,一年的还是相对稳定的(虽然相关系数也只有 40%左右),如果用两年及两年以上的盈利预测数据,那预测的偏差可能会更大。当然两年以上盈利数据的缺失值也是一个很头疼的问题。

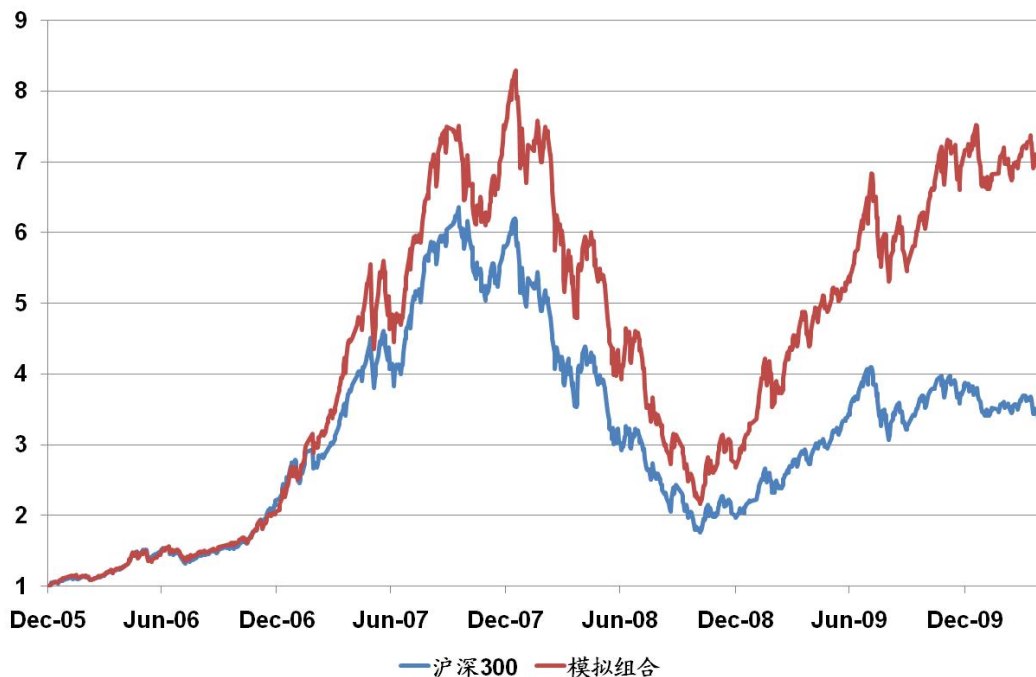
在考虑了以上几点以后,我们觉得目前采用的方法还是相对合理的。

我们每半年选择 100 只最为“低估”的 100 只股票,按照等权重构建组合,每半年调整一次。

2、收益表现

根据这种投资方式,得到的模拟组合如图 1:

图 1: 模拟组合走势图



数据来源: Wind 资讯, 长江研究部

再观察风险收益特征,如表 4 所示:

表 4: 模拟组合风险收益率表

全部时间	选股策略	沪深 300
收益	616.52%	287.20%

alpha	20.08%	0
beta	1.07	1
sharpe	4.06	2.01
treynor	1.44	0.72
2006	选股策略	沪深 300
收益	105.37%	121.02%
alpha	-6.85%	0
beta	1.02	1
sharpe	4.50	5.55
treynor	1.03	1.21
2007	选股策略	沪深 300
收益	258.32%	158.25%
alpha	33.84%	0
beta	1.04	1
sharpe	6.40	4.40
treynor	2.48	1.58
2008	选股策略	沪深 300
收益	-66.25%	-64.91%
alpha	23.91%	0
beta	1.09	1
sharpe	-1.26	-1.38
treynor	-0.61	-0.65
2009	选股策略	沪深 300
收益	154.88%	89.90%
alpha	33.12%	0
beta	1.08	1
sharpe	4.24	2.81

treynor	1.43	0.90
---------	------	------

数据来源：Wind 资讯，长江证券研究部

注：表中 alpha, sharpe 和 terynor 都是年化数据。

综合来看，我们可以发现，这种选股策略的风险收益特征不错，有一定超额收益。Sharpe 和 Treynor 都较高，说明这种投资方式承担每一单位风险和系统风险获得的收益较高。

这种投资方式的 Alpha 很高，而且比较稳定，这为我们设计各种 alpha 策略——如 portable alpha——提供了空间。

虽然这个组合的 Beta 较大，在熊市中有一些吃亏，但是系统风险是可以通过股指期货套保实现的，因此 2008 年的高 alpha 和高 beta 反而是说明这种策略和衍生产品适当的结合，可以在熊市获得很好的表现。

3、改进空间

同时我们也发现了一些不足之处：

- 1、有两个时间段表现不好：一个是 2006 年上半年收益不够高，可能与当时卖方研究员一致预期还比较少有关；另一个是 2008 年跌幅较大，可能与卖方研究员不愿意下调盈利预测有关，这一条是要想办法克服的；
- 2、组合的 Beta 偏大，2008 年跑输大盘的一个重要原因是 Beta 较大，因此需要开发低 beta 策略做补充；
- 3、缺失值和异常值的处理，也是这种类型研究的一个重要的问题。

分析师介绍

俞文冰，同济大学数学系统计学专业本科，上海财经大学统计学研究生，曾在中海基金负责产品设计，风险控制和金融工程研究工作，目前长江证券研究所担任金融工程研究员，通过CFA 三级考试。

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
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需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。