

策略研究：ROE 与行业选择

注：资料来源于广证恒生

概要

ROE 是驱动股价的核心因素。从理论角度看，资金面、情绪面以及基本面共同决定股票价格，而 ROE 是基本面的重要指标，在当前增量不足、存量博弈市场环境下，能够较好指示价值。从数据统计角度看，美股市场中，自 2004 年至 2011 年，ROE 走势与纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数表现出高度相关性。ROE 的变化趋势与 A 股股价也有一定的相关性。除此之外，ROE 与股价之间还可能存在“时滞”效果。行业、个股表现中排除资金面影响规律特性依然存在。因此，整体而言，在市场资金面、情绪面相对稳定的时期，ROE 对于股价的影响程度十分显著，是股价变动的核心因素。

销售净利率为 ROE 变动主要贡献力量，成长类行业对销售净利率敏感度较高，对总资产周转率敏感度较低。传统周期行业类似，而消费类行业反之。

通过对杜邦分析销售净利率、总资产周转率以及权益乘数贡献率的计算发现：销售净利率为 ROE 变动主要贡献力量，总资产周转率贡献次之，权益乘数贡献率最小。且总资产周转率贡献与销售净利率贡献整体呈现反向变动关系。

将剔除金融、综合后 25 个申万一级行业划分为三类：成长、消费以及周期。在各类行业内部指标比较中，贡献率较高的指标意味着行业对其敏感性较高。最终发现，成长类行业对销售净利率敏感度较高，对总资产周转率敏感度较低。

传统周期行业类似，而消费类行业反之。背后主要因素为，成长性行业轻资产、产品复制成本低，利润空间高，销售净利率自然占据主导因素。消费行业依靠销量改变营收，而对

售价无较强控制能力，销售净利率提升较难。而周期性行业需求受下游拉动，售价受大宗商品价格波动影响，尽管二者均非行业可控因素，但由于价格波动幅度高于需求波动，最终销售净利率贡献率更高。

1、资金面、情绪面稳定下，ROE 与股价相关性强

股价是多因素变量，同时受到资金面、情绪面和基本面的多方位影响。从资产定价公式看，EPS 是基本面指标，利率与流动性相关，属于资金面指标，而风险补偿则反映投资者情绪。在目前监管趋严、流动性紧的市场状况下，股市增量资金不足、存量资金博弈，基本面或成为日益关键的影响因素。

图表 1 资产定价公式

$$\text{股价} = \frac{\text{EPS(基本面)}}{r(\text{资金面}) * h(\text{情绪面})}$$

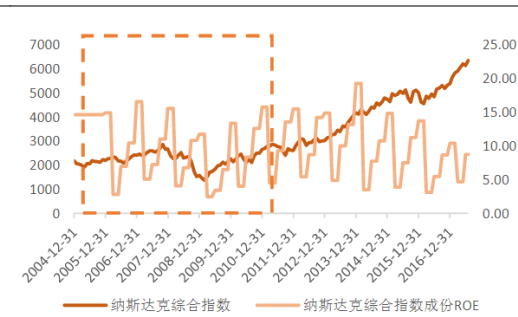
资料来源：广证恒生整理

ROE 作为基本面情况的有效反映，是价值投资关注的重要指标。从理论上来看，ROE 与基本面有多重关系：杜邦分析中，行业的销售净利率、资产周转率、资产负债率共同决定 ROE 的绝对量值与走势；另一方面， $ROE = PB/PE$ ，ROE 指标与估值或有较强关联性。因此，ROE 指标作为价值的导向性指标有理论依据支持。

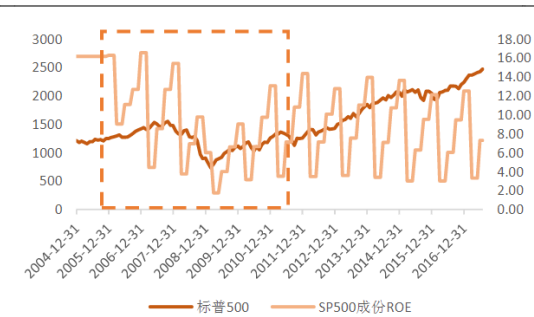
美股走势与 ROE 具有较强相关性。我们从 2004 年开始，观察 ROE 走势与纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数的相关性。

从图中来看，ROE 走势与股价有明显相关性。我们将美股作为成熟市场对标，从历史数据来看，在市场资金面、情绪面相对稳定的时期，ROE 对于股价的影响程度是十分显著的。

图表 2 纳斯达克指数收盘价与 ROE 趋势相关



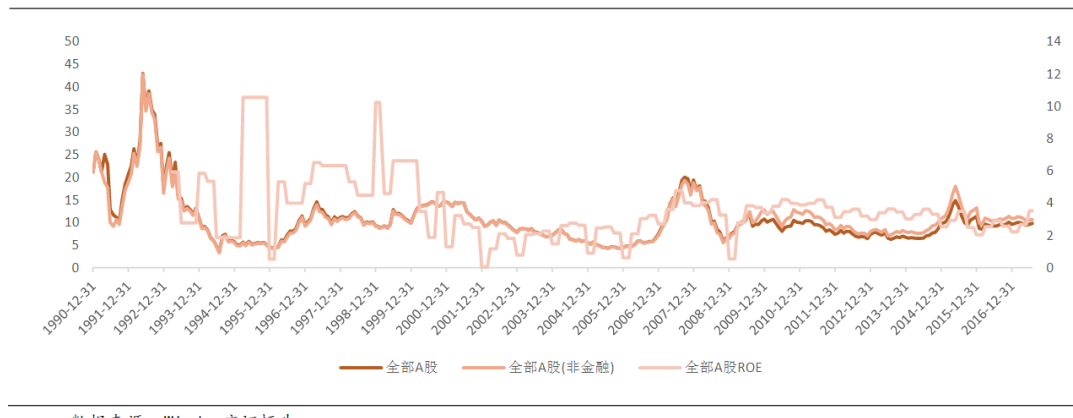
图表 3 标普 500 指数收盘价与 ROE 趋势相关



数据来源：Wind，广证恒生

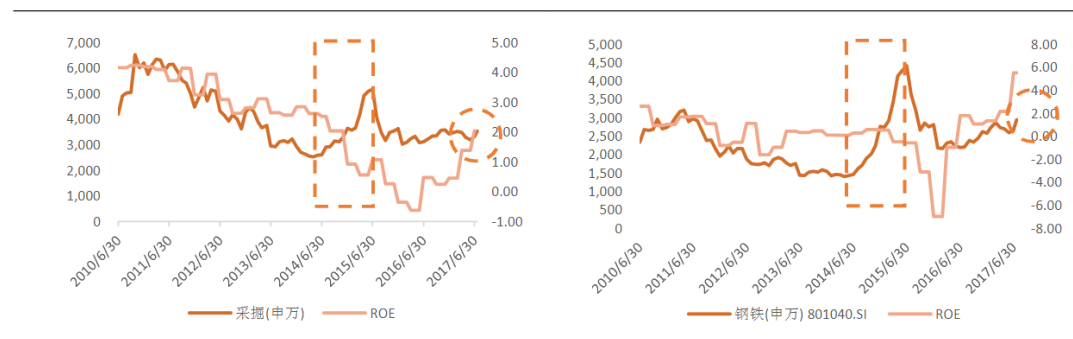
ROE 与全部 A 股收盘价的走势具有较高的相关性。对标美股历史后，回望 A 股历史，从 ROE 数据可得且频率稳定的 2000 年起，ROE 的变化趋势就表现出与 A 股股价较强的相关性。二者高峰、低谷位以及中枢走向基本一致。除此之外，ROE 与股价之间还可能存在“时滞”效果。当投资者已经预期经营状况改善或者恶化时，股价通常提前进行压力释放。由于 ROE 的实际值跟随季报公布，相较于报告期末已有 1 个月的滞后，故股价最终提前 1-3 个月完成 ROE 影响带来的变动。例如，2009 年至 2015 年的全部 A 股与剔除金融的全部 A 股 ROE 与收盘价就表现出了明显的时期差。

图表 4 全部 A 股与全部 A 股（非金融）收盘价与 ROE 变动相关

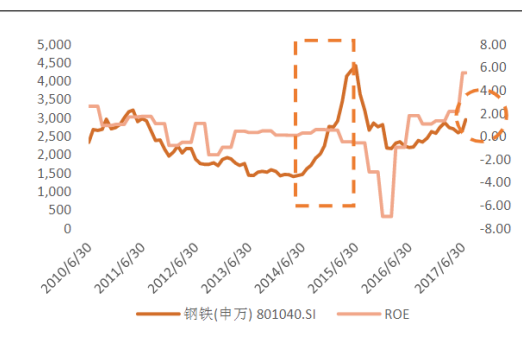


从行业来看，所有行业股价与 ROE 相关的结论依然成立。前段时期周期性行业在二级市场上表现亮眼，背后中报业绩超预期是推使股价上涨的因素之一，股价随 ROE 共同拐点向上。从历史申万一级全行业看，尽管某些时期，如 2015 年，疑似出现二者走势相背的情况，但排除流动性大增、资金面拉动股价上涨的因素，规律特性依然存在。

图表 5 采掘收盘价与 ROE 变动相关

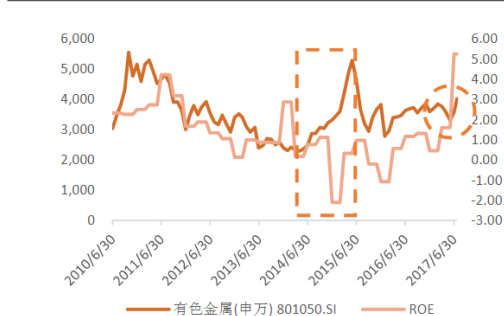


图表 6 钢铁收盘价与 ROE 变动相关

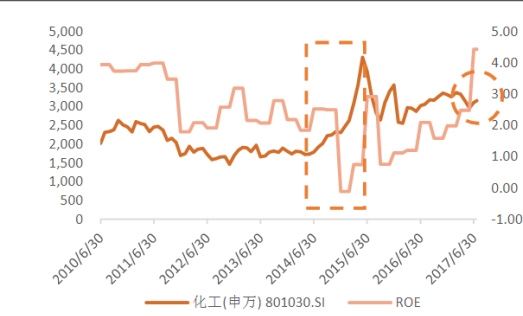


数据来源：Wind，广证恒生

图表 7 有色收盘价与 ROE 变动相关



图表 8 化工收盘价与 ROE 变动相关



数据来源：Wind，广证恒生

从历史经验来看，一段时间内，个股 ROE 涨幅越高，涨幅越高。筛选出全部 A 股 2012-2016 年 5 年年报 ROE 排名始终位列前 50 的个股共 6 只，其 5 年涨跌幅超沪深 300 指数涨幅 5-10 倍。且从这 6 只股的 ROE 与涨幅数据中，也可以观察到 ROE 越高的个股涨幅越高的特点。

图表 9 全部 A 股与全部 A 股（非金融）收盘价与 ROE 变动相关

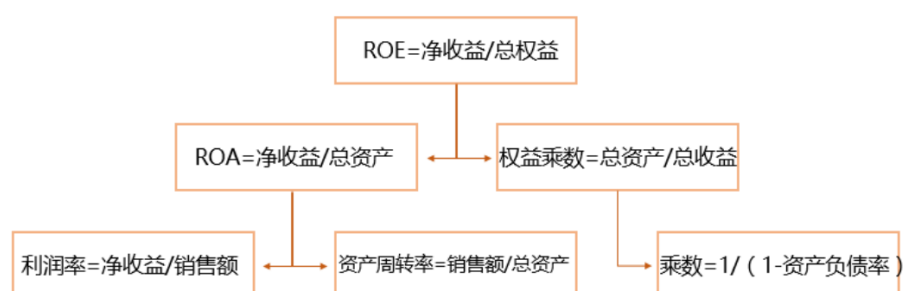
证券代码	证券简称	ROE 2012	ROE 2013	ROE 2014	ROE 2015	ROE 2016	12 年至今 涨跌幅 %
600340.SH	华夏幸福	41.25%	40.48%	35.52%	33.56%	23.66%	856.1099%
002415.SZ	海康威视	24.37%	26.64%	30.15%	29.11%	29.93%	555.8323%
000651.SZ	格力电器	26.16%	25.76%	32.04%	25.91%	28.96%	495.4354%
002294.SZ	信立泰	23.73%	26.30%	27.34%	27.17%	25.74%	325.2816%
600519.SH	贵州茅台	39.24%	36.25%	29.05%	24.43%	23.26%	242.9411%
000848.SZ	承德露露	27.47%	31.92%	32.99%	27.20%	22.93%	102.0537%
000300.SH	沪深 300						58.8749%

数据来源：Wind，广证恒生

综上，排除短期内资金面、情绪面影响，股价在市场、行业、个股等层面均表现出与 ROE 明显的相关关系，ROE 的确是指示价值的较好指标，是股价变化的核心驱动因素。

2、销售净利率是 ROE 变化的核心因素

图表 10 ROE 杜邦分析图示



资料来源：广证恒生整理

贡献率为各项指标变化率对 ROE 边际变化作用的衡量。我们通过计算销售净利率、总资产周转率与权益乘数三项指标的贡献率，探究 ROE 变化的主导因素，寻找行业间的规律特性。

对于绝大部分行业来说，销售净利率为 ROE 变动主要贡献

力量，总资产周转率贡献次之，权益乘数贡献率最小。行业 ROE 提高的基础是盈利能力。比较各项指标的历史平均贡献率数值，销售净利率的贡献率依然在多数行业中（医药生物、汽车除外）占绝对优势，全行业贡献率简单算术平均为 67.3%，其中最高值为钢铁销售净利率历史平均贡献率 92.1%。总资产周转率全行业历史平均为 27.2%，权益乘数全行业历史平均为 5.5%。

总资产周转率贡献与销售净利率贡献总体呈现反向变动关系。从定义式角度理解， $\text{总资产周转率} = \text{营业收入} / \text{总资产}$ ， $\text{销售净利率} = \text{净收益} / \text{营业收入}$ 。假设总资产不变，在营业收入上升时，净收益上升幅度不比应收，因此周转率与 ROE 同向改善，而销售净利率却略有下滑。从数据角度看，该趋势也得到验证。单个行业中，总资产周转率与销售净利率多为一正一反或二者同正；将所有行业的三项历史平均贡献率排序，除个别行业外，总资产周转率排名相对较高的行业净利率排名则处于末尾区域。

2.2 成长、周期对销售净利率较敏感，消费对总资产周转较敏感

将 25 类行业分为成长、消费以及传统周期三大类型。分别考察不同类别行业内部销售净利率、总资产周转率以及权益乘数的贡献率规律。贡献率较高的指标说明该行业对此项指标敏感程度相对较高。其中，资产负债率维持相对稳定，对 ROE 贡献程度最小，未表现出明显规律。而销售净利率与总资产周转率贡献率在行业间具备不同特性。

成长类行业对销售净利率敏感度较高，对总资产周转率敏感度较低。新兴成长行业主要集中在 TMT 领域。此类行业具有轻资产特性，主要通过知识、观点等软性竞争力变现盈利。且产品复制成本较低，利润空间高。因此成长行业总体对净利率敏感度较高。其中，传媒、通信、计算机包揽净利率贡献率排名前三。

消费类行业对总资产周转率敏感度较高，对销售净利率敏感度较低。消费类行业可细分为产品消费与服务消费。产

品消费已经进入成熟期，市场上同质化竞争导致边际利润贡献相对较低，且电商新型交易模式等冲击压低产品的利润率。另一方面，服务消费受益顾客需求日益提升、消费升级日渐明显处于成长发展阶段。但销售价格受限于行业高度竞争格局，产品的同质化、可替代性以及消费者对价格的敏感性而基本维持稳定，没有大幅提升空间。故行业主要依靠销售量拉动业绩。而销量对营业收入产生直接影响，对边际利润率影响程度较低，最终行业整体表现为对总资产周转率敏感度较高，对销售净利率敏感度较低。

传统周期行业对销售净利率敏感度较高，对总资产周转率敏感度较低。传统周期性行业多为上游材料以及中游制造。其盈利推动因素受本行业自身控制较弱：销售量主要由下游基建、地产投资带动，而价格主要由上游大宗商品价格变动决定。但综合来看，产量、销量变动具有一定季节特性，且与较长时期内宏观经济环境相关联，变化幅度小于大宗商品价格变化幅度。因此，由于价格变动对净收

益的影响超过对营业收入影响，传统周期最终表现出对销售净利率相对更加敏感的特性。

图表 12 25 个行业杜邦分析三项指标历史平均贡献率一览表

行业	总资产周转	销售净利率	权益乘数	总资产周转	销售净利率	权益乘数
	贡献率排序	贡献率排序	贡献率排序	贡献率数值	贡献率数值	贡献率数值
SW 医药生物	1	24	12	0.480	0.459	0.061
SW 汽车	2	25	4	0.478	0.364	0.158
SW 家用电器	3	19	19	0.438	0.549	0.013
SW 国防军工	4	23	9	0.436	0.495	0.069
SW 化工	5	20	7	0.377	0.524	0.100
SW 电气设备	6	22	2	0.332	0.497	0.171
SW 电子	7	17	6	0.327	0.571	0.101
SW 建筑装饰	8	21	1	0.320	0.504	0.177
SW 轻工制造	9	15	8	0.310	0.614	0.076
SW 交通运输	10	11	20	0.287	0.724	-0.011
SW 房地产	11	14	16	0.273	0.685	0.042
SW 休闲服务	12	18	3	0.260	0.570	0.170
SW 机械设备	13	16	5	0.258	0.592	0.150
SW 有色金属	14	13	10	0.241	0.696	0.063
SW 商业贸易	15	12	14	0.239	0.712	0.049
SW 食品饮料	16	5	23	0.222	0.813	-0.035
SW 农林牧渔	17	9	22	0.220	0.799	-0.019
SW 纺织服装	18	10	18	0.215	0.768	0.017
SW 计算机	19	6	21	0.207	0.808	-0.014
SW 采掘	20	2	24	0.177	0.879	-0.056
SW 钢铁	21	1	25	0.176	0.921	-0.096
SW 建筑材料	22	7	13	0.142	0.800	0.059
SW 公用事业	23	8	11	0.139	0.800	0.061
SW 传媒	24	3	17	0.126	0.851	0.023
SW 通信	25	4	15	0.120	0.835	0.045

数据来源：Wind，广证恒生

图表 13 分类行业杜邦分析三项指标历史平均贡献率排序

分类	贡献率特点	行业	总资产周转率	销售净利率	权益乘数
消费	总资产周转率 敏感度相对较高	SW 医药生物	1	24	12
		SW 汽车	2	25	4
		SW 家用电器	3	19	19
		SW 轻工制造	9	15	8
		SW 休闲服务	12	18	3
		SW 商业贸易	15	12	14
		SW 食品饮料	16	5	23
		SW 农林牧渔	17	9	22
		SW 纺织服装	18	10	18
成长	销售净利率 敏感度相对较高	SW 传媒	24	3	17
		SW 通信	25	4	15
		SW 计算机	19	6	21
		SW 电子	7	17	6
		SW 国防军工	4	23	9
周期	销售净利率 敏感度相对较高	SW 钢铁	21	1	25
		SW 采掘	20	2	24
		SW 建筑材料	22	7	13
		SW 公用事业	23	8	11
		SW 交通运输	10	11	20
		SW 有色金属	14	13	10
		SW 房地产	11	14	16
		SW 机械设备	13	16	5
		SW 化工	5	20	7
		SW 建筑装饰	8	21	1
		SW 电气设备	6	22	2

数据来源：Wind，广证恒生