

2021 年 06 月 17 日

回归 ROE（二）：定价变化

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

mouyiling@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）

fangzhiyong@kysec.cn

证书编号：S0790120040049

● 行业长期收益率之锚：ROE 变化中的定价

在《回归 ROE》中我们讨论了 ROE 作为收益率之锚，在不同市场的宽基指数层面具有较好的解释力度。但有一个问题是，2010 年之后不同行业收益率与 ROE 之间的匹配程度差异较大：同样是高 ROE 的行业，银行、地产以及建筑装饰等行业收益率过去 10 年长期跑输 ROE（估值收缩），而食品饮料、家用电器和医药生物等长期收益率大幅跑赢 ROE（估值扩张）。相较于用感性与后验的“赛道化”逻辑去解释上述差异，我们希望探寻的答案更聚焦于 ROE 变化的因素本身。

● 估值之变：去杠杆之路下的宿命与抵抗

一个直接的发现是，长期收益率跑赢 ROE 的行业，其年化 ROE 的长期趋势大部分都是向上的。然而年化 ROE 的长期趋势并不能解释全部：房地产和建筑装饰的年化 ROE 其实很稳定，但估值却不断被压缩。上述问题的答案可能隐藏在过去 10 年的变迁中。2010 年之后 A 股整体经历的是由内生增长接替杠杆扩张成为 ROE 提升来源的过程，杠杆率对 ROE 提升呈现负贡献。这一背景下投资者并不愿意相信高杠杆模式的持续。银行、非银、房地产和建筑装饰的年化 ROE 与年化 ROIC 过去出现了明显背离，其背后原因主要在于其需要通过提升负债水平以维持高 ROE 水平，这自然让投资者认为高 ROE 无法持续并不愿意给与定价。相反的是，投资者愿意给与两类行业持续的估值扩张：第一类是 ROE 与 ROIC 处在低位，但是两者均在趋势性上行的电子；另一类是 ROE 和 ROIC 均处在高位的食物饮料与医药。投资者总是愿意给与认知中可持续的高 ROE 行业以估值扩张。有意思的现象是，2016 年以来部分传统行业的 ROE 和 ROIC 水平开始先后从长期下行趋势中走出，结构性的定价修正已经开始，是否会扩散值得关注。

● 真实的定价逻辑与价值股的救赎

在上述逻辑的基础上，我们对部分估值收缩行业的长期预期收益率测算方法进行了调整：我们发现这些行业过去 10 年的实际持有收益率（价格变动+分红收益）收敛于剔除了大部分加杠杆效应后的“新 ROE”水平，估值负贡献被大幅降低。我们在旧框架下的估值压缩部分得到了相对合理的解释。那么，未来这些行业的 ROIC 一旦企稳且杠杆水平开始稳定，估值修复可能值得期待。值得一提的是，对于部分增速放缓的行业来说，提升分红成为了提升股东价值的重要手段：一方面增加了即期收益率水平，另一方面也有利于帮助 ROE 的长期趋势企稳。当然，高分红往往对于低于 1 倍 PB 的资产来说能更为有效地提升股东的回报。

● 重新展望 A 股板块内部的预期收益率

优质的资产交易在合理的估值水平上才能具备确定性收益的能力。A 股当下可能缺乏对于好与贵、差与便宜等问题量化层面的度量。从我们的预期收益率框架出发：食品饮料、休闲服务、电气设备和国防军工由于交易在相对昂贵的估值水平上，面对明显负向的收益率预期；与之相反的是房地产、建筑装饰、银行、钢铁、采掘、纺织服装正处在预期回报相对高的位置，当然基本面的景气度改善将是驱动预期走近现实的关键，但这并非本篇讨论的重点。更重要的是，从 ROE 长期趋势的角度，前文讨论的以钢铁、煤炭为代表的传统行业正在走出长期盈利能力下行的趋势，其长期收益率向 ROE 水平的收敛之路可能正在开启，其可观的收益空间或可以成为当下讨论传统行业产能价值重估时，评估价值修复的“锚”。

● 风险提示：测算误差；国内经济下行超预期；流动性超预期宽松。

相关研究报告

《投资策略点评-新旧世界的割裂与交汇》-2021.6.16

《投资策略专题-风暴前夕——资金跟踪系列之二十一》-2021.6.15

《投资策略周报-已然转向的博弈》-2021.6.14

目 录

1、 行业的长期收益率与 ROE：估值“透支”与“折价”	3
2、 影响 ROE 的因素：财务杠杆、分红与股票回购	5
2.1、 评估财务杠杆的影响：ROE VS. ROIC	5
2.2、 分红与回购：股东回报的两个重要来源	8
3、 长期收益率的来源：真实的内生增长与分红	10
4、 重新审视 2021 年各个行业的预期收益率	13
5、 如何定价变化：长期视角的反转时刻	16
6、 风险提示	17

图表目录

图 1： 目前有 64%以上的行业长期收益率跑赢了 ROE	3
图 2： 长期收益率跑赢 ROE 的行业，其年化 ROE 的趋势大部分都是向上的	4
图 3： 不同行业年化 ROE 与 ROIC 分布：食品饮料在最右上方，而电子在最左下方	5
图 4： 房地产的 ROIC 长期趋势下行	6
图 5： 建筑装饰的 ROIC 长期趋势下行	6
图 6： 2011 年后全 A“去杠杆化”十分明显：权益乘数对 ROE 的贡献几乎都是负的	6
图 7： 权益乘数贡献较高的行业 PB 相对也较低（家用电器除外）	7
图 8： 电子的年化 ROIC 和年化 ROE 仍处于上升通道	8
图 9： 钢铁的年化 ROIC 和年化 ROE 在 2016 年供给侧改革之后开始缓慢抬升	8
图 10： 年化收益率-年化 ROE 为负的行业一般股息率较高，部分弥补了由于高分红下的低增长带来的估值折价	9
图 11： 2018 年之后 A 股回购金额大幅增长，但占净资产的比例还是很低	9
图 12： 累计回购金额占净资产比例最多的行业为采掘、食品饮料和家用电器等	9
图 13： 不同行业之间长期收益率与 ROE 之间关系的差异主要来自三个方面：估值贡献、增长与分红	10
图 14： 调整后的预期收益率能更好地反映高分红、高杠杆对于行业 ROE 的影响	12
图 15： 少分红或不分红行业的预期收益率测算：食品饮料、休闲服务无论在何种假设下还债压力都很大	13
图 16： 根据 ROE 的变化趋势确定的预期收益率：TMT、农林牧渔、医药生物、有色金属、轻工制造以及机械设备排名靠前	14
图 17： 无论在何种假设下，房地产、建筑装饰、银行、钢铁、采掘、纺织服装的 2021 年预期收益率始终排名靠前	14
图 18： 根据 ROE 的变化趋势确定的预期收益率：房地产、建筑装饰、银行、家用电器、钢铁、采掘等行业排名靠前	15
图 19： 大部分周期金融板块排名靠前，而食品饮料、休闲服务、综合、电气设备排名靠后	16
图 20： 所有行业根据 2021 年 ROE 变化趋势确定的预期收益率：周期金融排名靠前	16
图 21： 此前 ROE 的长期趋势处于下行，但 2021 年预期 ROE 开始明显抬升的行业，其估值贡献如果为 0，则预期收益率的改善十分可观	17
附图 1： 在不同的估值贡献假设下，金融周期与部分科技行业的风险收益比更好	18
附图 2： 各个行业 2005 年以来的年化 ROE 趋势以及 2021 年的预期 ROE	18
表 1： 部分行业的长期收益率考虑了分红以及杠杆的影响之后可能更合理（标红的行业为调整了的行业）	11

2021 年 A 股的一个重要命题便是市场回报向 ROE 回归。而我们曾在《回归 ROE——2021 年“新共识”系列（一）》报告中提到，不同行业之间匹配程度差异较大：有些行业由于其“好赛道”的标签天生地年化回报要略高于 ROE，而有些行业则由于长期不被看好，其年化回报与 ROE 之间存在“屏障”。

上述现象我们在此前的研究中只是承认其客观存在。但是为了更好地预测未来和判断行业的预期收益率，理解历史上不同行业长期收益率与其 ROE 之间关系的差异是必要的。我们将进一步探寻收益率与 ROE 水平的关系，探讨 ROE 变化的来源，从而优化我们对于行业预期收益率的判断框架。值得重点提示的是，本篇报告并非能单独形成投资决策报告，本专题作为开源策略团队动态基本面、预期收益率与投资者结构基础设施建设工作的一部分，旨在对部分问题进行讨论。我们相信，任何的投资结论应该是上述三个方面共同形成的结果。

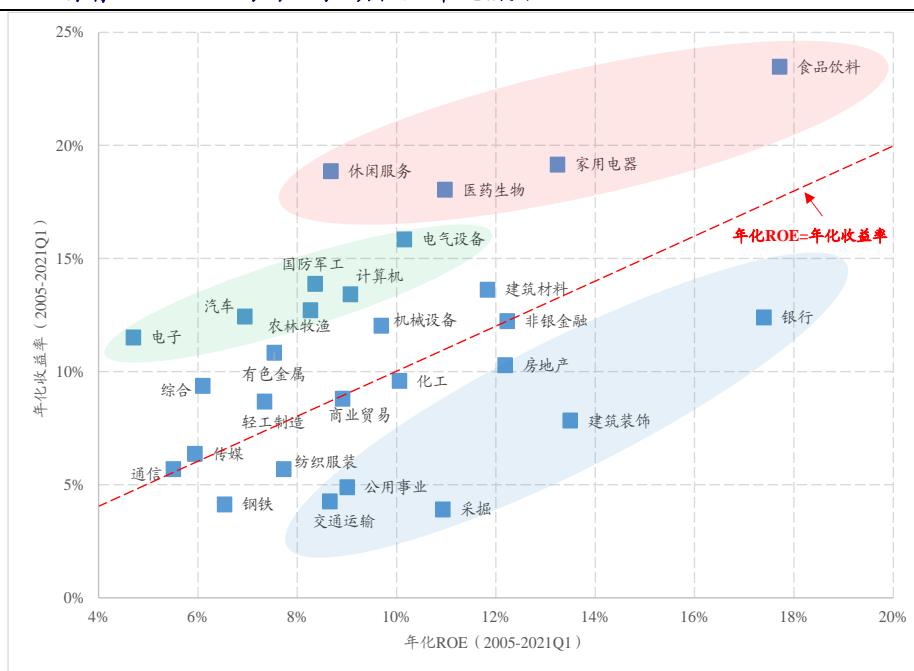
1、行业的长期收益率与 ROE：估值“透支”与“折价”

在分析不同行业的长期收益率与 ROE 之间关系的差异时，一个不可避免的问题是：同样是高 ROE 的银行、地产以及建筑装饰等行业，相比于食品饮料、家用电器和医药生物等长期收益率大幅跑赢 ROE 的行业（透支）而言，这些行业的长期收益率大幅跑输了它们的 ROE（折价）。我们测算了 2005-2021Q1 各个行业的年化收益率与年化 ROE，以年化收益率=年化 ROE 为界，我们发现：

（1）超过 64% 的行业都处于图中红线的上方，这些行业的长期收益率跑赢了 ROE；而在红线下方的行业主要是银行、地产、建筑、采掘、交通运输以及公用事业等传统行业。

（2）从透支或者折价的程度（距离红线越远则程度越高）上看，我们发现**红色底色**的大消费板块以及**绿色底色**中的大部分科技板块透支程度很高，而**蓝色底色**的传统周期板块折价程度很高。

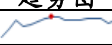



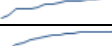

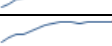

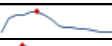



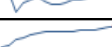







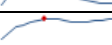




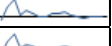


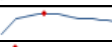



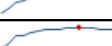





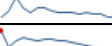



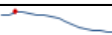

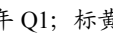
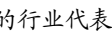


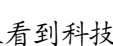
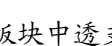
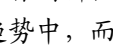
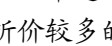

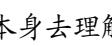
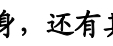
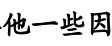
图1：目前有 64% 以上的行业长期收益率跑赢了 ROE



数据来源：Wind、开源证券研究所

长期收益率与 ROE 之间的差距基本上可以看作是估值贡献的差距，而不同行业之间估值贡献的差距可以从更为长期和动态的视角得到一定的解释：**长期收益率跑赢 ROE 的行业，其年化 ROE 的长期趋势大部分都是向上的。**以大消费板块为例，典型的如食品饮料、医药生物和家用电器，其年化 ROE 的绝对水平相对较高，且一直处于较为平稳甚至上升的趋势，因此这些行业的透支程度（年化收益率跑赢年化 ROE）也是相对最高的。而对于传统周期性板块而言，大部分行业的年化 ROE 均处于不断下滑的趋势，因此即便其 ROE 的绝对水平仍较高（比如银行和采掘），但市场也会进行估值折价。对于部分科技板块而言，以电子为例，虽然其年化 ROE 的绝对水平并不高，依然处于不断上升的趋势中，市场愿意为其光明的未来支付估值溢价。

图2：长期收益率跑赢 ROE 的行业，其年化 ROE 的趋势大部分都是向上的

行业代码	所属行业	年化ROE(1)	年化收益率(2)	(2)-(1)	年化ROE趋势图	(2)-(1)趋势图
801210.SI	休闲服务	8.68%	18.87%	10.19%		
801150.SI	医药生物	10.97%	18.05%	7.08%		
801080.SI	电子	4.70%	11.52%	6.82%		
801110.SI	家用电器	13.24%	19.15%	5.92%		
801120.SI	食品饮料	17.71%	23.48%	5.77%		
801730.SI	电气设备	10.16%	15.85%	5.70%		
801740.SI	国防军工	8.36%	13.88%	5.52%		
801880.SI	汽车	6.94%	12.44%	5.50%		
801010.SI	农林牧渔	8.26%	12.72%	4.46%		
801750.SI	计算机	9.07%	13.42%	4.35%		
801050.SI	有色金属	7.54%	10.84%	3.30%		
801230.SI	综合	6.09%	9.37%	3.28%		
801890.SI	机械设备	9.69%	12.03%	2.34%		
801710.SI	建筑材料	11.83%	13.63%	1.80%		
801140.SI	轻工制造	7.34%	8.68%	1.34%		
801760.SI	传媒	5.94%	6.37%	0.43%		
801770.SI	通信	5.50%	5.70%	0.19%		
801790.SI	非银金融	12.22%	12.23%	0.01%		
801200.SI	商业贸易	8.91%	8.81%	-0.10%		
801030.SI	化工	10.05%	9.59%	-0.46%		
801180.SI	房地产	12.18%	10.29%	-1.89%		
801130.SI	纺织服装	7.73%	5.69%	-2.04%		
801040.SI	钢铁	6.53%	4.14%	-2.40%		
801160.SI	公用事业	9.00%	4.89%	-4.11%		
801170.SI	交通运输	8.66%	4.27%	-4.39%		
801780.SI	银行	17.40%	12.40%	-5.00%		
801720.SI	建筑装饰	13.50%	7.84%	-5.66%		
801020.SI	采掘	10.93%	3.91%	-7.02%		

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据考察区间为 2005-2021 年 Q1；标黄的行业代表年化 ROE 趋势较为平稳甚至仍在上升。

但年化 ROE 的长期趋势并不能解释全部：我们可以明显看到科技板块中透支较多的电气设备、国防军工其年化 ROE 处于不断下降的长期趋势中，而折价较多的房地产和建筑装饰的年化 ROE 较为稳定。这时候我们需要回归到 ROE 本身去理解上述看似矛盾的现象，因为 ROE 的高低背后除了盈利能力本身，还有其他一些因素：比如财务杠杆、分红程度或股票回购，同时分红也是股价收益率外股东收益率的来源。因此接下来本文将重点讨论财务杠杆、分红或股票回购对于 ROE 的影响。

2、影响 ROE 的因素：财务杠杆、分红与股票回购

股票的高 ROE 可能是由于高杠杆带来的，也有可能是由于其高分红比例或者进行股票回购带来的。对于前者而言，可能是由于行业本身的商业模式导致的高杠杆率，典型的如银行、非银以及地产；而对于后者而言，则更多地是一种财务上的作为，企业可以通过高分红或者股票回购使得自身的 ROE 维持在一个较高的水平。加杠杆的行为不一定会获得市场对长期盈利能力的认可；同样的分红与回购本身可能有两层作用：一是在低增长水平下维持相对高 ROE，二是其本身已经作为股东回报的一部分应该加回到收益率水平中（分红）。

2.1、评估财务杠杆的影响：ROE VS. ROIC

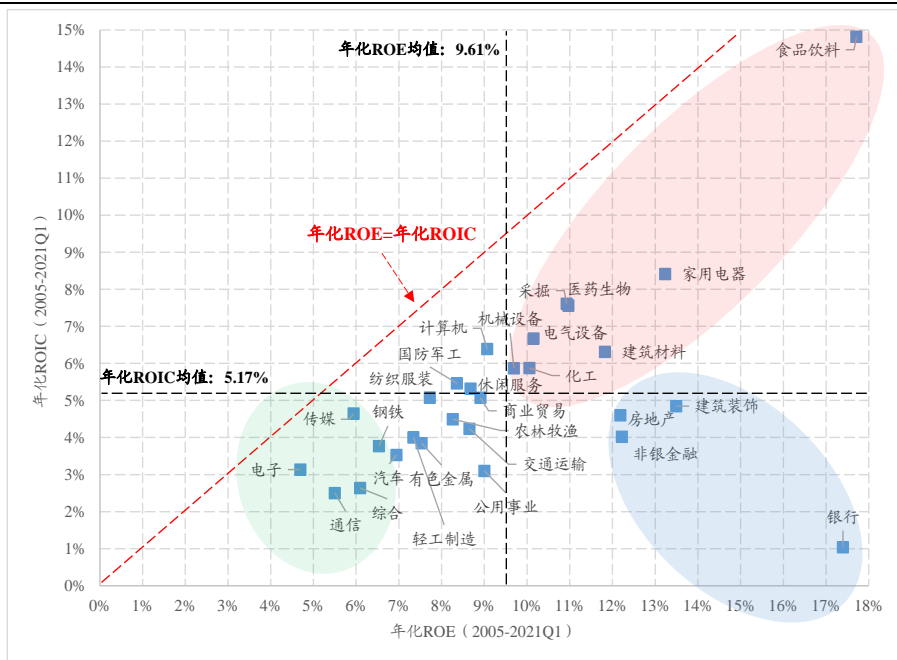
相比于 ROE，部分投资者可能更喜欢 ROIC（投入资本回报率）这个指标，因为 ROIC 相比于 ROE 而言剔除了非经常性损益和财务杠杆对于公司盈利水平的影响，从而更能真实地反映公司的盈利能力。在不考虑非经常性损益的前提下，ROE 与 ROIC 之间的关系可以近似表示为：

$$ROE = ROIC + (ROIC - r) * DFL$$

其中 r 为税后利息率，DFL 为净财务杠杆（净负债/净资产，净负债=金融负债-金融资产）。ROE 与 ROIC 之间的差异在于净投入资本回报率和净财务杠杆的影响。

我们统计了各行业 2005-2021 年 Q1 区间内的年化 ROIC 与年化 ROE，所有行业均在图中“年化 ROE=年化 ROIC”红线的下方，意味着所有行业的年化 ROE 均大于年化 ROIC。距离红线越远的行业 $(ROIC-r)*DFL$ 的值越大，净财务杠杆 DFL 的放大效应不容忽视。如果以行业的均值为界限，则可以得到以下几点结论：

图3：不同行业年化 ROE 与 ROIC 分布：食品饮料在最右上方，而电子在最左下方



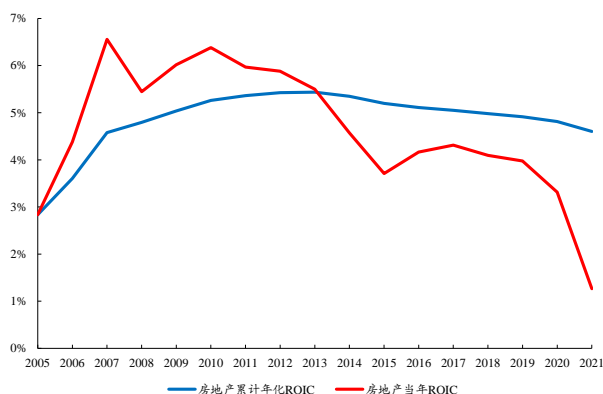
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2021 年 ROIC 计算方法为 2021Q1ROIC 乘 4，2021 年化 ROE 采用 TTM；银行的 ROIC 用 ROA 替代。

（1）第一象限中（右上），高年化 ROIC 和高年化 ROE（浅红色区域）的行业有食品饮料、家用电器、医药生物、电气设备等，这些行业的共同特征是：投资回报

率和净资产收益率都很高，说明盈利能力强的同时并不依赖于财务杠杆；这些行业长期的估值扩张也很明显（年化收益率-年化 ROE 大幅为正）。值得一提的是，**采掘、建筑材料、化工、机械设备**等周期性行业也在此范围内。

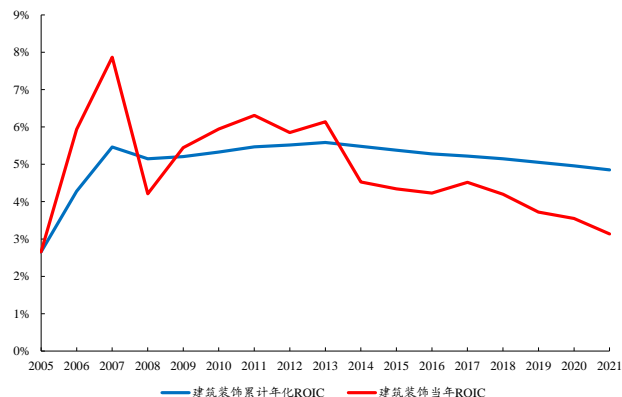
（2）第四象限中（右下），低年化 ROIC 和高年化 ROE（**浅蓝色区域**）的行业有**银行、非银、房地产和建筑装饰**，它们 ROE 与 ROIC 背离的原因主要在于其净财务杠杆 DFL 很高：一方面净负债很多，另一方面由于这些行业常年高分红，因此股东权益的增长率很低。所以这就不难理解为何房地产、建筑装饰的 ROE 仍维持在高位但收益率却大幅跑输 ROE，这可能是因为市场并不认可由于高杠杆带来的高 ROE。

图4：房地产的 ROIC 长期趋势下行



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2021ROIC=4*2021Q1 值。

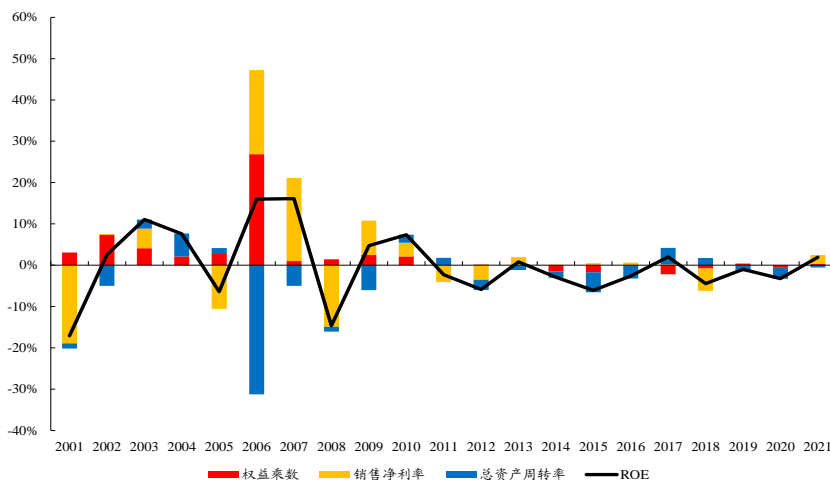
图5：建筑装饰的 ROIC 长期趋势下行



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2021ROIC=4*2021Q1 值。

上述认知的产生背后其实是经济发展模式的变迁带来的，即依赖于资产负债表大幅扩张的发展模式已经过去，2011年后A股“去杠杆化”十分明显。2011年是一个明显的分界点，从全A的角度来看2011年之前权益乘数对于ROE的贡献都是正值，但2011年之后几乎都是负值，ROE向上波动的主要来源是销售净利率和总资产周转率。这意味着2011年之后全A“去杠杆化”十分明显，因此在这种趋势下市场难免对于依赖于权益乘数产生的高ROE不认可。更深层次的原因我们在之前有讨论：在2010年前一切都是短缺的，产能周期向上，加杠杆自然是为了更好地满足需求缺口；而2010年后，加杠杆获得的短期收益市场认为终将面对未来的过剩和需求下行。

图6：2011年后全A“去杠杆化”十分明显：权益乘数对ROE的贡献几乎都是负的



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为各个指标的同比变化取对数值，即 $\text{LOG}(\text{当期指标值}/\text{上一期指标值})$ ；2021年数据截至2021年Q1。

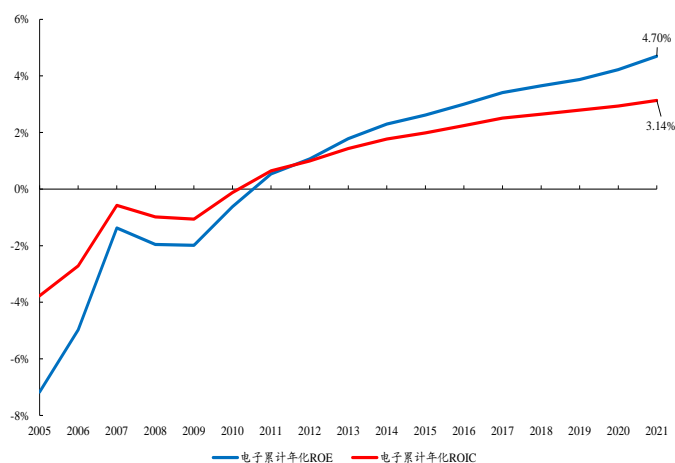
从行业的角度来看也是如此，权益乘数贡献较高的行业 PB 相对也较低（家用电器除外），市场对于高杠杆给予了一定的估值折价。我们以采掘（采用任一行业原理和效果都相同）作为比较基准，采用连环替代法对各个行业 2021 年 Q1 的 ROE 构成进行拆解，结合相应的 PB 水平差距，发现：食品饮料、建筑材料、医药生物等行业主要是依赖于销售净利率和总资产周转率的提升带来的 ROE 提升，权益乘数相对于采掘而言都是负贡献，这些行业的 PB 水平明显要高于采掘；而家电、银行、非银、地产、建筑装饰等行业目前的高 ROE 都较为依赖于权益乘数（加杠杆），这些行业的 ROE 水平虽然也高于采掘，但是有的行业 PB 水平反而更低。

图7：权益乘数贡献较高的行业 PB 相对也较低（家用电器除外）

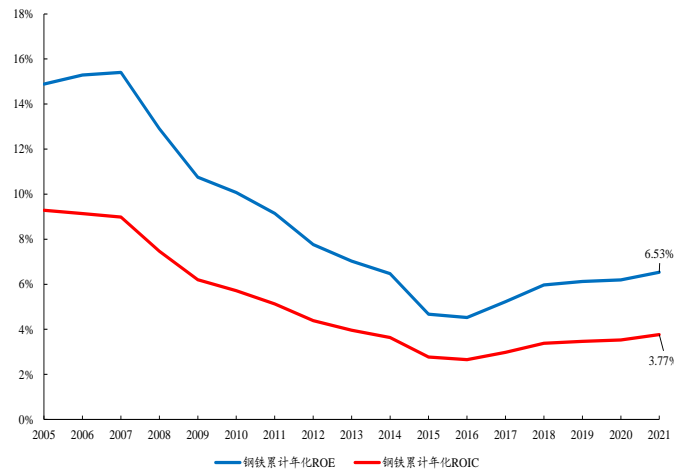
行业	ROE差距	销售净利率的影响	总资产周转率的影响	权益乘数的影响	PB差距
食品饮料	12.81	15.72	3.52	-6.42	9.05
家用电器	9.37	1.01	3.75	4.61	2.30
建筑材料	8.08	9.03	-0.13	-0.82	0.98
农林牧渔	7.39	3.01	3.50	0.89	1.97
化工	2.76	-0.32	2.27	0.80	1.59
医药生物	2.68	2.55	1.18	-1.06	4.00
轻工制造	2.55	0.98	1.54	0.03	1.43
银行	2.38	32.70	-38.83	8.51	-0.48
钢铁	2.13	-2.08	2.42	1.79	-0.05
非银金融	1.79	5.82	-10.72	6.69	0.48
机械设备	1.74	1.83	-1.23	1.13	1.52
房地产	1.55	3.78	-7.80	5.57	-0.17
建筑装饰	1.13	-3.54	0.19	4.49	-0.39
电气设备	1.02	1.16	-1.41	1.27	3.10
公用事业	0.95	5.91	-7.13	2.17	0.27
电子	0.79	-2.30	2.57	0.52	3.06
汽车	0.48	-2.82	1.55	1.76	1.03
有色金属	0.00	-3.67	2.61	1.06	1.97
采掘	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
计算机	-2.82	-2.07	-0.29	-0.46	2.77
纺织服装	-2.85	-2.34	0.14	-0.65	0.80
休闲服务	-3.10	-2.64	-0.73	0.27	7.44
国防军工	-3.71	-1.59	-2.31	0.19	1.93
通信	-3.77	-3.45	-0.33	0.01	0.94
商业贸易	-4.24	-6.16	0.73	1.19	0.30
交通运输	-5.06	-7.73	2.03	0.64	0.33
综合	-6.20	-5.68	-0.70	0.18	1.23
传媒	-6.60	-6.28	-0.19	-0.13	1.48

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标黄的为权益乘数影响较大的行业，粉色底色代表负值。

（3）第三象限中（左下），低年化 ROIC 和低年化 ROE（浅绿色区域）的行业有电子、传媒、通信、钢铁、汽车等。这些行业当前的投入资本回报率和净资产收益率都较低，但位于最左下角的电子估值扩张程度（年化收益率-年化 ROE）甚至超过了位于最右上角的食品饮料，这可能是由于投资者更为看重的是电子的 ROE 和 ROIC 仍处于不断上升的通道中，且 ROE 的上升并不依赖于杠杆的扩张。而另一个有意思的发现是钢铁的年化 ROIC 和年化 ROE 在 2016 年供给侧改革之后也开始缓慢抬升，但并没有伴随着明显的估值扩张。

图8：电子的年化 ROIC 和年化 ROE 仍处于上升通道


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：钢铁的年化 ROIC 和年化 ROE 在 2016 年供给侧改革之后开始缓慢抬升


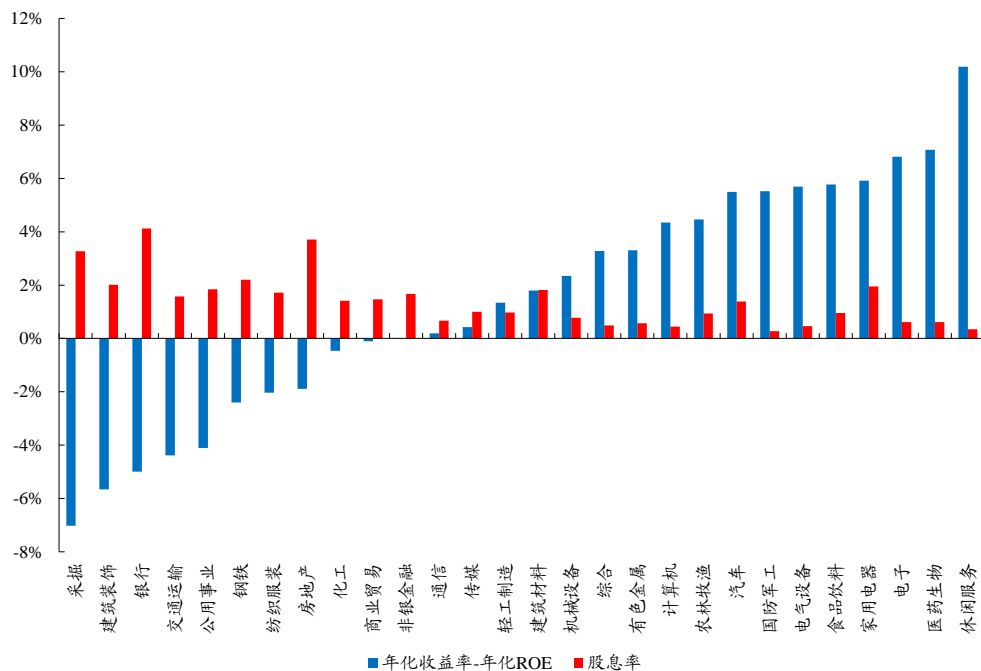
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、分红与回购：股东回报的两个重要来源

高杠杆模式下的 ROE 可能是由于行业的商业模式导致的，但分红与股票回购下的高 ROE 可以理解为上市公司在财务上提升股东回报的一种作为：面对高分红或者高回购比例的股票，其长期收益率如果加上分红或回购的因素，最终还是会回归 ROE，因为分红与回购也是上市公司对于二级市场股东进行回报的形式，二级市场股东的回报可能并不局限于高增长企业。

高分红的行业往往也对应着长期增长率 g 较低的行业，因此高分红其实是对低成长性的一种弥补，这些行业的长期收益率在考虑分红因素之后其实还是趋近于 ROE。根据 $g=b*ROE$ ，留存收益比率越高（即分红比率越低）的企业，其长期增长率 g 越接近于 ROE，因此对于这一类企业，在估值不变的前提下其长期收益率回归 ROE 的关系较为明显；但对于高分红的企业而言，其长期增长率 g 往往也较低，其 ROE 由于股东权益的增长率也较低因而能维持在较高的水平，因此其长期收益率（不包括分红）往往也跑不赢 ROE，如果把股息率加上则长期收益率更趋近于 ROE，这其实说明了对于高分红的企业而言：高分红既可以在一个低盈利增长水平上将 ROE 稳定在高位，同时也是增厚股东收益的重要来源，算上分红收益后，长期股东实际收益率其实非常接近 ROE 水平。这是市场有部分投资者采用高分红策略可以获取可观收益的内在原因。

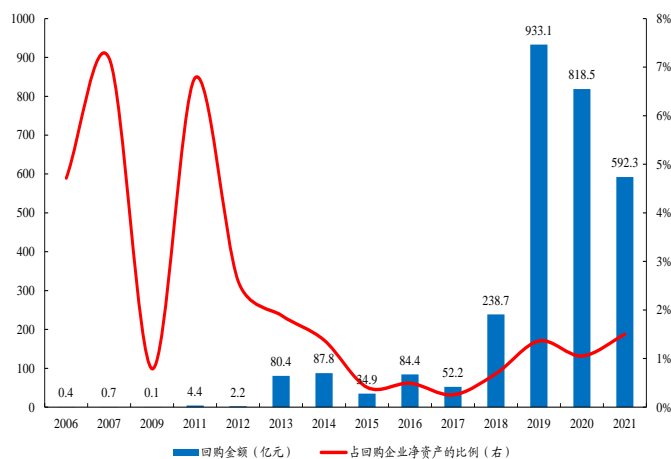
图10: 年化收益率-年化 ROE 为负的行业一般股息率较高, 部分弥补了由于高分红下的低增长带来的估值折价



数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 年化收益率(不包括分红)与年化 ROE 的考察区间为 2005-2021 年 Q1; 股息率截至 2021-03-31。

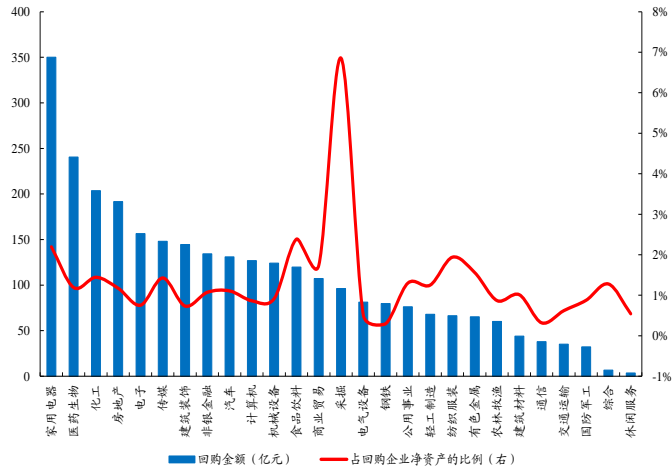
企业回购股票其实可以看作是分红的另一种形式, 主要的区别在于分红需要纳税, 而回购不需要。相比于美股而言, A 股的回购金额其实并不大, 2018 年之后才开始大幅增长, 但占净资产的比例还是很低。从行业分布上看, 累计回购金额最多的行业为家用电器、医药生物、化工、房地产、电子等; 而累计回购金额占净资产比例排名靠前的行业为采掘(6.86%)、食品饮料(2.39%)、家用电器(2.20%)、纺织服装(1.94%)、商业贸易(1.74%)等。因此除了采掘行业以外, 其实其他行业的回购对于净资产的影响并不大。当然对于个股而言, 股票回购的差异就更大了, 需要具体情况具体分析, 本篇报告不再展开。

图11: 2018 年之后 A 股回购金额大幅增长, 但占净资产的比例还是很低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 累计回购金额占净资产比例最多的行业为采掘、食品饮料和家用电器等



数据来源: Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

3、长期收益率的来源：真实的内生增长与分红

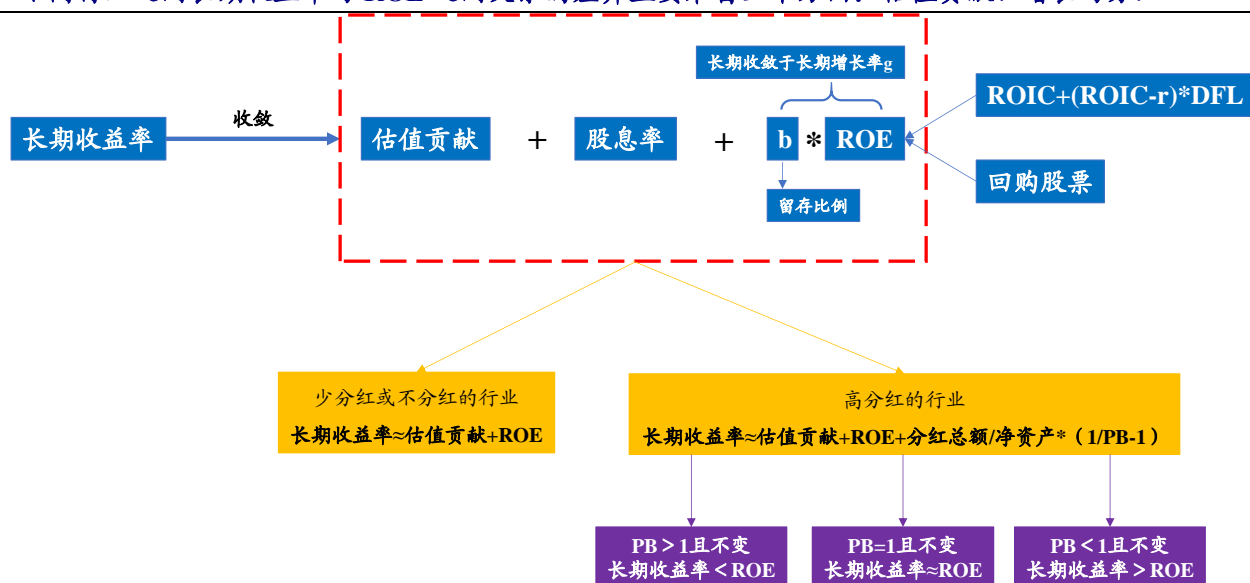
根据前文分析，如果不考虑回购只考虑分红，则股票的长期收益率可以表示为以下等式：

$$\text{长期收益率} \approx \text{估值贡献} + \text{长期增长率（收敛于留存比率 } b * \text{ROE）} + \text{股息率}$$

因此不同行业之间长期收益率与 ROE 之间关系的差异主要来自三个方面：估值贡献、增长与分红。其中估值贡献大概率取决于年化 ROE 的长期趋势（与 ROE 的来源是否来自于加杠杆行为），而增长与分红则主要取决于公司的盈利能力与财务决策：财务杠杆、分红比例都将影响 ROE 以及股息率。

具体来看，对行业进行分类我们得到以下结论：

图13：不同行业之间长期收益率与 ROE 之间关系的差异主要来自三个方面：估值贡献、增长与分红



资料来源：开源证券研究所

（1）对于低分红或者根本不分红（留存比率接近 100%）的行业而言，其长期收益率 $\approx \text{估值贡献} + \text{ROE}$ ，由于长期来看估值贡献也在不断向 0 收敛，因此这一类行业的长期收益率最终还是收敛于 ROE，对于该类行业而言最重要的是长期 ROE 的趋势。这类行业（以 2021 年 Q1 的股息率 $\leq 1\%$ 为标准）目前主要有传媒、轻工制造、食品饮料、农林牧渔、机械设备、通信、电子、医药生物、有色金属、综合、电气设备、计算机、休闲服务和国防军工，因此在计算这些行业的预期收益率时可以采用的方法是：假设 2020-2021 两年收益率向 ROE 回归（2020-2021 两年的估值贡献为 0）与 2021 年的累计年化收益率-累计年化 ROE 回归到过去五年中枢（估值贡献为过去五年的中枢水平）。

（2）对于高分红的行业而言，其长期收益率 $\approx \text{估值贡献} + b * \text{ROE} + \text{股息率}$ ，由于股息率 = 分红总额 / 总市值， $b * \text{ROE} = \text{ROE} - \text{ROE} * \text{分红比率}$ （分红总额 / 净利润），因此上述等式可以变形为：

$$\text{长期收益率} \approx \text{估值贡献} + \text{ROE} + \frac{\text{分红总额}}{\text{净资产}} * \left(\frac{1}{\text{PB}} - 1 \right)$$

所以如果一个高分红的行业 PB 始终不变（即估值贡献为 0）且： $=1$ ，则长期收益率 \approx ROE； <1 ，则长期收益率 $>$ ROE； >1 ，则长期收益率 $<$ ROE。

现实的问题在于：有的高分红的行业 PB 历史中枢长期处于下移的趋势中，即便 $PB < 1$ ，比如**银行和建筑装饰**，由于这些行业的估值贡献大幅为负，因此长期收益率还是跑不赢 ROE；而有的高分红的行业 PB 历史中枢整体处于上行趋势，即便 $PB > 1$ ，比如**家用电器和建筑材料**，它们的长期收益率还是可以跑赢 ROE。因此对于高分红的行业而言，影响长期收益率最重要的因素是 PB 的变化（估值贡献），但不可否认的是对于 PB 长期处于下行的行业而言，**高分红一定程度弥补了这种估值的负贡献**，如果未来这些行业的 PB 稳定在一定的水平不变，则这种低 PB 的属性反而使得高分红的价值凸显，其长期收益率可能也会开始跑赢 ROE。

（3）对于所有行业，我们都需要考虑的是财务杠杆对于 ROE 可能存在的影响，因此对于 ROE 与 ROIC 偏离较多的行业，比如金融、房地产、建筑装饰、公用事业等行业，需要对高杠杆带来的高 ROE 给予一定的“折价”：**2011 年后的新 ROE=当年 ROIC+2011 年后 ROE-ROIC 的最小值**，即认为 2011 年后的加杠杆行为不构成收益来源，将 2011 年后的杠杆水平一直保持在最低。

根据上述框架我们对于部分行业的预期收益率判断进行了调整，具体如下：

表1：部分行业的长期收益率考虑了分红以及杠杆的影响之后可能更合理（标红的行业为调整了的行业）

所属行业	累计年化 ROE(1)	累计年化 ROIC(2)	累计年化 收益率(3)	(1)-(2)	(3)-(1)	股息率	长期预期收益率的估算公式
银行	17.40%	1.04%	12.40%	16.36%	-4.99%	4.12%	估值贡献+ 新 ROE +分红总额/净资产*(1/PB-1)
房地产	12.18%	4.60%	10.29%	7.58%	-1.89%	3.71%	估值贡献+ 新 ROE +分红总额/净资产*(1/PB-1)
采掘	10.93%	7.61%	3.91%	3.32%	-7.02%	3.27%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
钢铁	6.53%	3.77%	4.14%	2.76%	-2.40%	2.20%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
建筑装饰	13.50%	4.85%	7.84%	8.65%	-5.66%	2.01%	估值贡献+ 新 ROE +分红总额/净资产*(1/PB-1)
家用电器	13.24%	8.42%	19.15%	4.82%	5.92%	1.95%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
公用事业	9.00%	3.10%	4.89%	5.90%	-4.11%	1.84%	估值贡献+ 新 ROE +分红总额/净资产*(1/PB-1)
建筑材料	11.83%	6.31%	13.63%	5.51%	1.80%	1.82%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
纺织服装	7.73%	5.08%	5.69%	2.64%	-2.04%	1.72%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
非银金融	12.22%	4.02%	12.23%	8.20%	0.01%	1.68%	估值贡献+ 新 ROE +分红总额/净资产*(1/PB-1)
交通运输	8.66%	4.24%	4.27%	4.42%	-4.39%	1.57%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
商业贸易	8.91%	5.07%	8.81%	3.84%	-0.10%	1.47%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
化工	10.05%	5.88%	9.59%	4.18%	-0.46%	1.42%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
汽车	6.94%	3.53%	12.44%	3.42%	5.50%	1.39%	估值贡献+ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)
传媒	5.94%	4.65%	6.37%	1.29%	0.43%	1.00%	估值贡献+ROE
轻工制造	7.34%	4.00%	8.68%	3.34%	1.34%	0.98%	估值贡献+ROE
食品饮料	17.71%	14.82%	23.48%	2.89%	5.77%	0.96%	估值贡献+ROE
农林牧渔	8.26%	4.49%	12.72%	3.77%	4.46%	0.94%	估值贡献+ROE
机械设备	9.69%	5.87%	12.03%	3.82%	2.34%	0.77%	估值贡献+ROE
通信	5.50%	2.50%	5.70%	3.00%	0.19%	0.67%	估值贡献+ROE
电子	4.70%	3.14%	11.52%	1.56%	6.82%	0.62%	估值贡献+ROE
医药生物	10.97%	7.57%	18.05%	3.40%	7.08%	0.61%	估值贡献+ROE
有色金属	7.54%	3.85%	10.84%	3.69%	3.30%	0.57%	估值贡献+ROE

所属行业	累计年化 ROE(1)	累计年化 ROIC(2)	累计年化 收益率(3)	(1)-(2)	(3)-(1)	股息率	长期预期收益率的估算公式
综合	6.09%	2.64%	9.37%	3.46%	3.28%	0.48%	估值贡献+ROE
电气设备	10.16%	6.68%	15.85%	3.48%	5.70%	0.46%	估值贡献+ROE
计算机	9.07%	6.39%	13.42%	2.68%	4.35%	0.44%	估值贡献+ROE
休闲服务	8.68%	5.32%	18.87%	3.36%	10.19%	0.34%	估值贡献+ROE
国防军工	8.36%	5.46%	13.88%	2.90%	5.52%	0.28%	估值贡献+ROE
均值	9.61%	5.17%	11.07%	4.44%	1.46%	1.40%	——

资料来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021Q1。













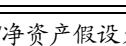

我们对调整了的行业进行新的预期收益率的历史回测，我们会发现：

(1) 从年化收益率-调整后的预期收益率差值趋势来看，整体上年化收益率回归新预期收益率的趋势也很明显。

(2) 对于此前收益率跑不赢 ROE 的行业而言，考虑到分红和财务杠杆的因素之后，其年化收益率与调整后的预期收益率的差距大幅缩小了，尤其是银行和房地产，差值几乎为 0，说明调整后的长期预期收益率测算准确性更好：一方面分红弥补了此前由于低增长带来的估值负贡献，另一方面，剔除了部分由于高财务杠杆带来的高 ROE 的影响。特别是 PB 低于 1 的公司，分红其实是把被市场低估的现金部分的净资产返回到股东手中，本质上是提升收益率的有效途径。

(3) 对于此前收益率跑赢 ROE 的行业而言，其年化收益率与调整后的预期收益率的差距反而扩大了，本质上是由于这些行业的 PB 总是大于 1，因而 ROE+分红总额/净资产*(1/PB-1)总是会小于 ROE，所以收益率减去调整后的预期收益率的差值就会变得更大。在高 PB 的公司中，分红会让公司净资产减少，其实会降低股东的收益率。

图 14：调整后的预期收益率能更好地反映高分红、高杠杆对于行业 ROE 的影响

所属行业	年化收益率-年 化 ROE (1)	年化收益率-ROE-分红/ 净资产*(1/PB-1) (2)	(2) - (1)	(2) 式 趋势图
银行	-4.99%	0.04%	5.04%	
房地产	-1.89%	0.07%	1.96%	
采掘	-7.02%	-5.22%	1.80%	
钢铁	-2.40%	-1.87%	0.53%	
建筑装饰	-5.66%	-2.92%	2.73%	
家用电器	5.92%	8.36%	2.45%	
公用事业	-4.11%	-1.04%	3.07%	
建筑材料	1.80%	3.12%	1.32%	
纺织服装	-2.04%	-0.63%	1.40%	
非银金融	0.01%	4.42%	4.41%	
交通运输	-4.39%	-2.99%	1.40%	
商业贸易	-0.10%	0.91%	1.01%	
化工	-0.46%	1.48%	1.94%	
汽车	5.50%	7.27%	1.78%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：测算区间为 2005-2021Q1；2021 年分红/净资产假设为过去 5 年的均值；标黄的行业 2011 年后用的新 ROE 进行测算；粉红底色代表负值。

所以到这里我们就能理解同样是高 ROE 的银行、地产以及建筑装饰等行业，为

何这些行业的长期收益率大幅跑输了它们的 ROE (折价): 一方面我们没有考虑这些行业的分红, 如果考虑了分红则这些行业的长期收益率与 ROE 之间的差距会缩小; 另一方面, 即便考虑了分红, 这些行业的长期收益率与 ROE 之间仍存在“屏障”(即估值贡献为负), 估值的负贡献一方面来自 ROE 处于长期下行的趋势(比如银行、采掘等), 另一方面来自在“去杠杆化”的趋势下对于加杠杆模式的不认可(比如房地产、建筑装饰等)。

上述答案给予我们的启示是: 第一, 对于传统行业而言, 一旦 ROE 开始稳住甚至有所回升, 且并不依赖于杠杆时(即 ROIC 也开始稳住甚至回升), 则此前由于市场为了应对未来 ROE 的下行提前压低 PB 导致的持续估值负贡献将接近尾声, 甚至有一定的修复空间。第二, 分红是对 PB 低于 1 的公司比较有效的股东回报提升手段, 但对于 PB 高于 1 的公司, 反而会降低长期潜在收益。高分红提升股东回报, 对于价值型板块的适用意义要大于成长型板块。

值得关注的是, 部分投资者认定为长期盈利能力向上的板块, 未来的成长性一旦无法被验证, 或者甚至面对 ROE 开始趋势性下行时, 同样需要面对比较严格的估值压力。传统行业不是投资者应该规避的投资领域, 但传统行业过往估值的趋势性下行的经验, 才是投资者未来在其他领域应该重点参考并规避的方向。

4、重新审视 2021 年各个行业的预期收益率

在上述框架下我们需要重新审视 2021 年各个行业的预期收益率, 而估值贡献与分红是决定预期收益率的关键:

(1) 对于第一类少分红或不分红的行业而言, 根据前文所述, 假设 2020-2021 两年估值贡献为 0 与 2021 年的估值贡献回归到过去五年中枢, 则其预期收益率测算的结果如下: 我们可以看到目前食品饮料、休闲服务无论在何种假设下还债压力都很大, 而通信、计算机以及农林牧渔等行业收益率相较于 ROE 而言仍有较多提升空间。

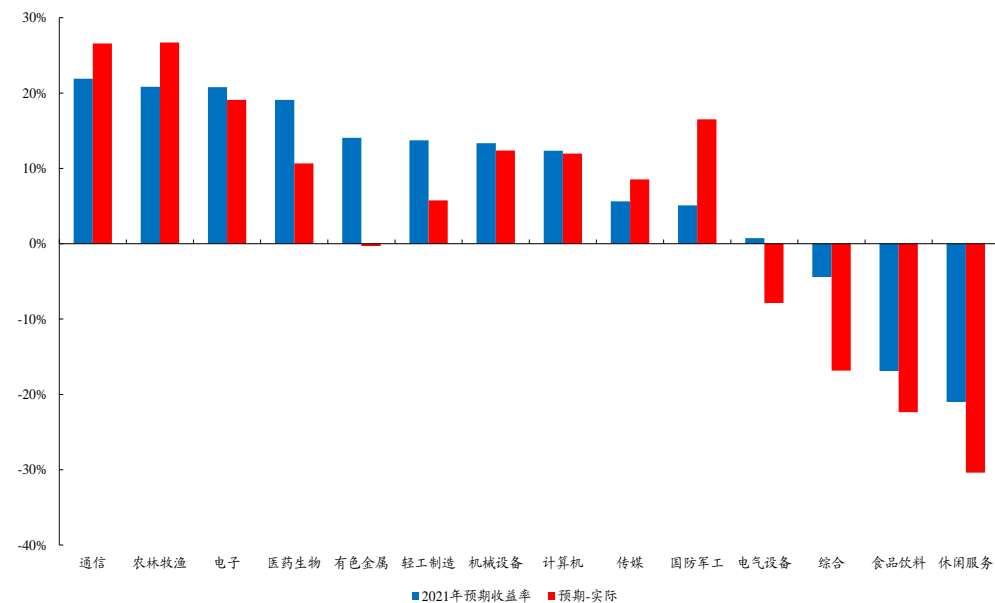
进一步地, 我们认为 2021 年预期 ROE 相比于 2020 年仍处于上升趋势的行业, 其估值贡献的扩张我们是能够容忍的, 但需要注意的是估值扩张的速度还是要回归到历史中枢水平, 因此这些行业的预期收益率我们取两种假设下的较高值; 而对于 2021 年预期 ROE 处于下降趋势的行业而言, 这些行业的预期收益率我们取两种假设下的较低值。在这个视角下, 第一类行业的 2021 年预期收益率排名为: 通信 > 农林牧渔 > 电子 > 医药生物 > 有色金属 > 轻工制造 > 机械设备 > 计算机 > 传媒 > 国防军工 > 电气设备 > 综合 > 食品饮料 > 休闲服务。

图 15: 少分红或不分红行业的预期收益率测算: 食品饮料、休闲服务无论在何种假设下还债压力都很大

指数代码	801140.SI	801770.SI	801760.SI	801230.SI	801050.SI	801890.SI	801010.SI	801750.SI	801210.SI	801150.SI	801740.SI	801730.SI	801080.SI	801120.SI
指数名称	轻工制造	通信	传媒	综合	有色金属	机械设备	农林牧渔	计算机	休闲服务	医药生物	国防军工	电气设备	电子	食品饮料
2021年预期ROE趋势														
2021年预期ROE-2020年ROE	1.86%	0.08%	1.08%	2.32%	1.15%	1.46%	3.63%	2.71%	0.51%	1.80%	1.62%	1.97%	1.09%	1.16%
2020-2021年两年回归														
2021年预期收益率	3.84%	21.90%	0.37%	-4.41%	-13.95%	-10.27%	20.84%	1.48%	-42.13%	-18.59%	-31.35%	-38.78%	-9.28%	-22.13%
2021年实际收益率	7.97%	-4.69%	-2.92%	12.44%	14.37%	0.97%	-5.88%	0.37%	9.37%	8.43%	-11.42%	8.61%	1.67%	5.46%
预期-实际	-4.13%	26.60%	3.29%	-16.85%	-28.32%	-11.24%	26.71%	1.11%	-51.50%	-27.01%	-19.92%	-47.39%	-10.95%	-27.59%
回归历史中枢(过去5年累计收益率-累计ROE的中位数)														
2016-2020累计收益率-累计ROE中位数	1.64%	2.35%	1.03%	3.24%	3.25%	3.16%	6.74%	5.44%	7.41%	7.78%	6.92%	5.42%	8.14%	3.97%
2021年预期收益率	13.73%	27.37%	5.62%	6.04%	14.06%	13.35%	34.76%	12.34%	-21.01%	19.09%	5.09%	0.73%	20.78%	-16.89%
2021年实际收益率	7.97%	-4.69%	-2.92%	12.44%	14.37%	0.97%	-5.88%	0.37%	9.37%	8.43%	-11.42%	8.61%	1.67%	5.46%
预期-实际	5.76%	32.07%	8.54%	-6.40%	-0.32%	12.37%	40.64%	11.97%	-30.38%	10.66%	16.51%	-7.88%	19.10%	-22.35%

数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 数据截至 2021-06-10。

图16: 根据 ROE 的变化趋势确定的预期收益率: TMT、农林牧渔、医药生物、有色金属、轻工制造以及机械设备排名靠前



数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 数据截至 2021-06-10。

(2) 对于第二类高分红的行业而言, 与第一类行业的唯一区别在于多了“分红总额/净资产*(1/PB-1)”这一项, 同时对部分行业(银行、非银金融、房地产、建筑装饰以及公用事业) 2011 年后的 ROE 进行了调整。因此同样地我们可以假设 2020-2021 两年估值贡献为 0 与 2021 年的估值贡献回归到过去五年中枢, 则其预期收益率测算的结果如下: 无论是在哪种假设下, **房地产、建筑装饰、银行、钢铁、采掘、纺织服装**的 2021 年预期收益率始终排名靠前; 而其他行业则不同假设下预期收益率的差异很大, 尤其是**家用电器、汽车、化工、非银金融**。对比之前未考虑分红与杠杆的影响的预期收益率测算, 我们会发现绝对值上新的算法确实会小一些, 但是相对的排序却不会有太大的改变, 这意味着即便考虑到诸多对于传统行业 ROE 不利的因素, 这些传统周期性行业的收益率相比于其 ROE 水平而言仍有修复的空间。

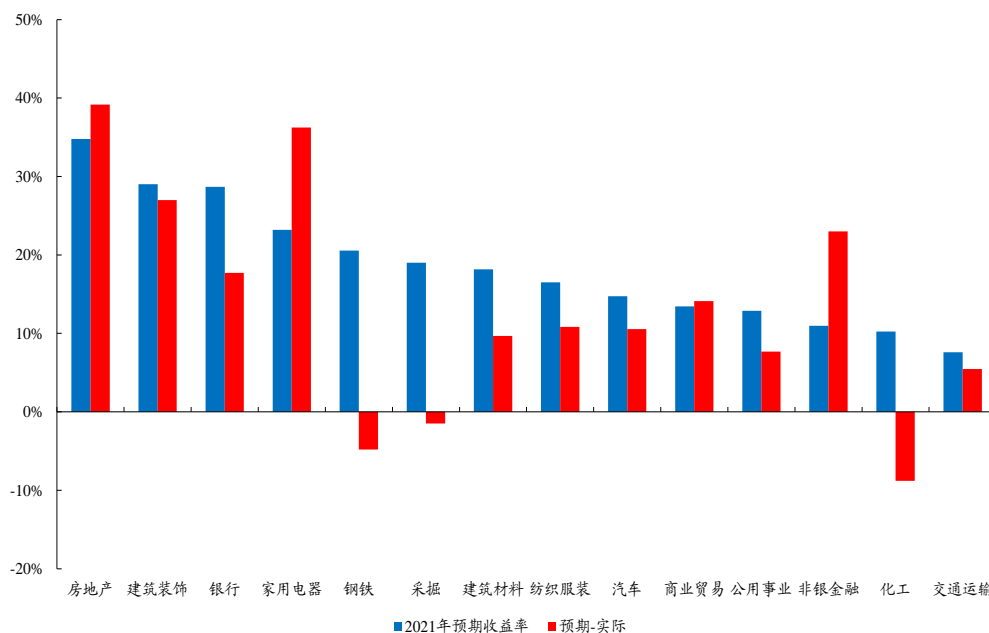
同样地, 我们根据 2021 年预期 ROE (包括新 ROE) 的变化趋势来确定不同行业更适用的预期收益率, 如果行业 2021 年预期 ROE 趋势向上, 则取两种假设下预期收益率的较高值; 反之则取较低值。在这个视角下, 第二类行业的 2021 年预期收益率排名为: **房地产 > 建筑装饰 > 银行 > 家用电器 > 钢铁 > 采掘 > 建筑材料 > 纺织服装 > 汽车 > 商业贸易 > 公用事业 > 非银金融 > 化工 > 交通运输**。

图17: 无论在何种假设下, 房地产、建筑装饰、银行、钢铁、采掘、纺织服装的 2021 年预期收益率始终排名靠前

指数代码	801040.SI	801720.SI	801160.SI	801020.SI	801130.SI	801780.SI	801180.SI	801170.SI	801200.SI	801030.SI	801710.SI	801880.SI	801790.SI	801110.SI
指数名称	钢铁	建筑装饰	公用事业	采掘	纺织服装	银行	房地产	交通运输	商业贸易	化工	建筑材料	汽车	非银金融	家用电器
2021年预期ROE趋势														
2021年预期ROE-2020年ROE	5.98%	0.41%	0.00%	3.85%	2.91%	2.22%	2.05%	3.92%	1.88%	4.06%	0.34%	2.08%	0.49%	2.67%
2020-2021年两年回归														
2021年预期收益率	15.19%	29.02%	12.88%	13.15%	16.50%	26.69%	34.77%	7.61%	9.72%	-14.36%	6.40%	-22.82%	2.58%	-4.94%
2021年实际收益率	25.34%	2.02%	5.19%	20.49%	5.68%	10.98%	-4.41%	2.14%	-0.69%	19.03%	8.47%	4.20%	-12.02%	-13.04%
预期-实际	-10.15%	27.00%	7.69%	-7.34%	10.82%	15.72%	39.18%	5.46%	10.42%	-33.39%	-2.07%	-27.03%	14.60%	8.10%
回归历史中枢 (过去5年估值贡献的中枢)														
过去5年估值贡献的中枢	-2.08%	-0.89%	-0.69%	-4.98%	0.01%	0.87%	2.36%	-2.94%	1.76%	1.27%	3.77%	8.23%	5.76%	10.48%
2021年预期收益率	20.55%	40.46%	11.42%	19.01%	16.51%	28.68%	40.64%	2.56%	13.44%	10.25%	18.16%	14.74%	10.97%	23.19%
2021年实际收益率	25.34%	2.02%	5.19%	20.49%	5.68%	10.98%	-4.41%	2.14%	-0.69%	19.03%	8.47%	4.20%	-12.02%	-13.04%
预期-实际	-4.80%	38.44%	6.23%	-1.48%	10.83%	17.71%	45.05%	0.42%	14.13%	-8.78%	9.69%	10.53%	22.99%	36.23%

数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 标黄的行业采用的新 ROE; 数据截至 2021-06-10。

图18: 根据 ROE 的变化趋势确定的预期收益率: 房地产、建筑装饰、银行、家用电器、钢铁、采掘等行业排名靠前



数据来源: Wind、开源证券研究所。注: 数据截至 2021-06-10。

综合来看, 可以根据两种假设下行业的预期收益率分布将行业分为以下三类:

(1) 两种假设下预期收益率均为正的行业: 房地产、建筑装饰、农林牧渔、银行、通信、钢铁、采掘、纺织服装、商业贸易、公用事业、建筑材料、轻工制造、计算机、非银金融、传媒以及交通运输。

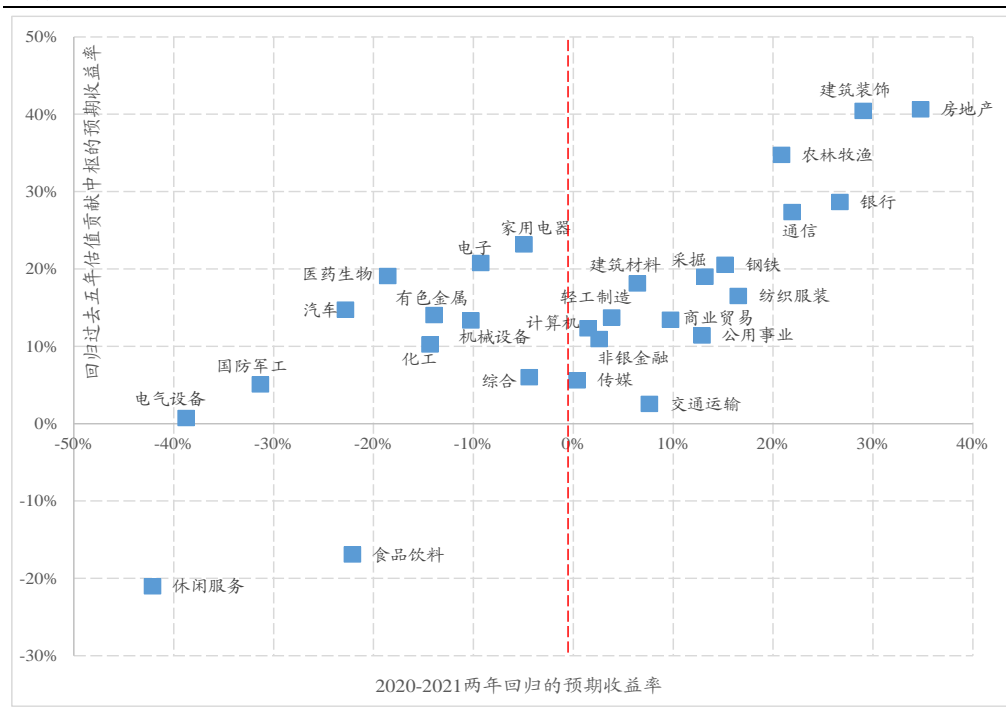
(2) 在 2020-2021 两年回归的预期收益率为负、但在回归过去五年估值贡献中枢的预期收益率为正值的行业: 家用电器、电子、有色金属、医药生物、汽车、化工、机械设备、综合、国防军工以及电气设备。

(3) 两种假设下预期收益率均为负的行业: 休闲服务与食品饮料。

如果按照 2021 年的 ROE 趋势确定更适用的预期收益率, 则最终我们得到的 2021 年行业预期收益率排名中, 大部分周期金融板块排名靠前, 而食品饮料、休闲服务、综合、电气设备排名靠后。需要强调的是, 上述结果皆为一个基于估值与盈利的测算, 它更多地是一个“地心引力”的概念, 均值回归具有历史必然性, 但不具备时点的必然性。基本面的信号, 仍然决定了这种回归的时点的必然性。基本面景气与逻辑演绎不在本篇报告讨论范畴, 我们在这里想做这样一种量化的约束: 任何好的资产, 都应该有一个合理的价格。

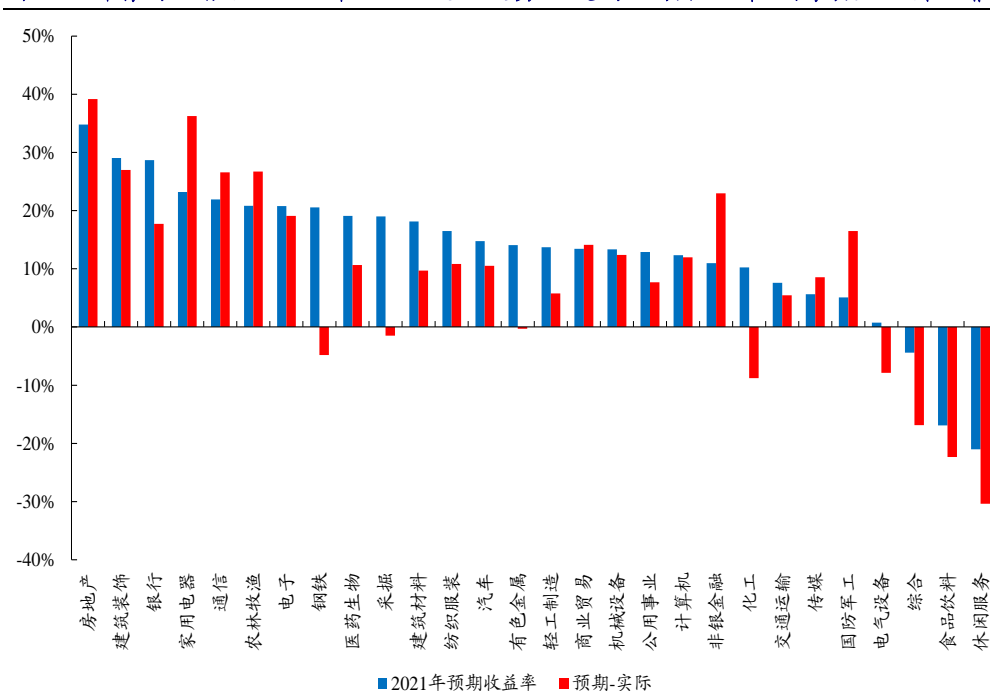
当然, 我们从这个视角也帮助我们对于金融和周期板块中的大量低估值资产给与了更多视角的理解: 相对于传统的周期向上带动的需求爆发, 本轮周期板块真正需要重估的是长期盈利能力下滑的趋势正在扭转。

图19：大部分周期金融板块排名靠前，而食品饮料、休闲服务、综合、电气设备排名靠后



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021-06-10。

图20：所有行业根据 2021 年 ROE 变化趋势确定的预期收益率：周期金融排名靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021-06-10。

5、如何定价变化：长期视角的反转时刻

在上文的关系中，我们提到了部分行业长期收益率总是跑输自身 ROE 水平的内在原因：ROE 趋势下行，ROE 的维持多依赖于加杠杆（真实资产回报率下行）。那么理论上，ROE 的重新企稳，将帮助部分前期受此困扰的行业重新修复估值。长期收

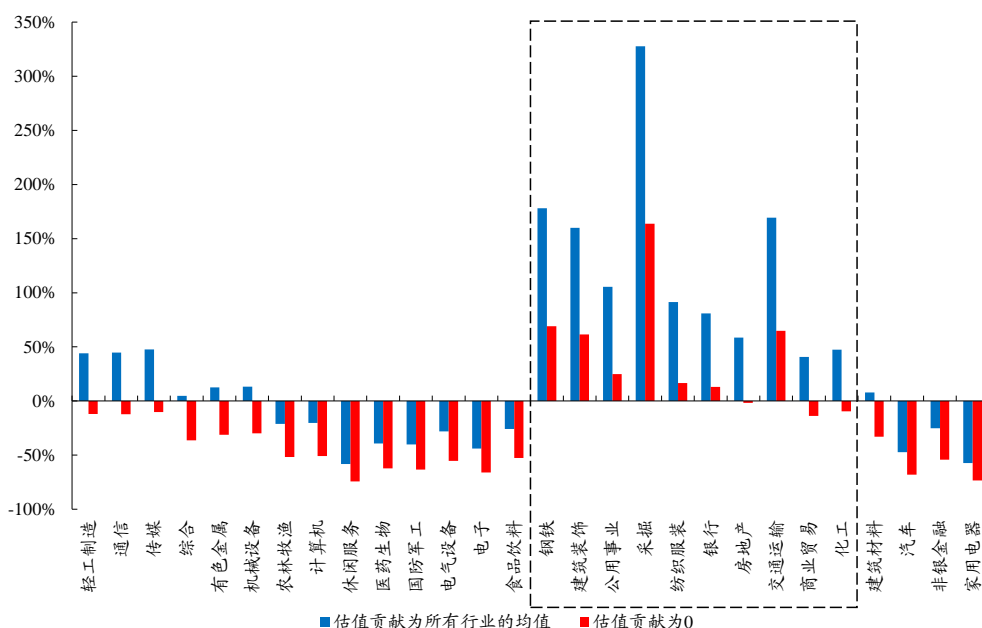
益率和 ROE 之间的关系或可以长期走向平衡，部分行业甚至可以在修正后重新走向估值扩张。

大部分金融周期板块和部分科技板块只要求估值贡献达到行业均值水平就能够获得很好的预期收益率，尤其是金融周期板块，甚至估值贡献为 0 的时候，其预期收益率也远远超过了其他依赖于估值贡献进一步提升的板块。2017 年以来，即便钢铁和采掘的 ROE 已经出现明显的触底回升信号，但在回到过去 5 年估值贡献中枢的假设下它们的估值贡献仍然为负值。**这意味着当诸如钢铁、煤炭、银行等行业的 ROE 开始趋于稳定甚至回升，企业通过大量分红或回购来回馈股东时，这些行业此前的估值负贡献将会被大幅修正，预期收益率的改善将十分可观，从而使得长期收益率逐步向 ROE 收敛。**

与之相反的是部分行业即使过往处在较好的估值扩张通道中，但是 2020 年以来的估值扩张速度与程度都远远超过了历史上大部分时期的水平。除非我们认为疫情的长期估值中枢抬升是有效的，在不提升长期估值贡献假设的前提下很多行业的预期收益率不容乐观（典型的如食品饮料、电气设备和医药生物等），而即便提升这些行业的估值贡献，他们的预期收益率提升空间也并不大。

（上述详细测算见附表的敏感性分析，正文只呈现重要结果部分）

图21: 此前 ROE 的长期趋势处于下行，但 2021 年预期 ROE 开始明显抬升的行业，其估值贡献如果为 0，则预期收益率的改善十分可观



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为对应的估值贡献下的预期收益率。

6、风险提示

测算误差；国内经济下行超预期；流动性超预期宽松。

附图 1：在不同的估值贡献假设下，金融周期与部分科技行业的风险收益比更好

股票代码	801140.SI	801770.SI	801760.SI	801230.SI	801050.SI	801890.SI	801010.SI	801750.SI	801210.SI	801150.SI	801740.SI	801730.SI	801080.SI	801120.SI	801040.SI	801720.SI	801160.SI	801020.SI	801130.SI	801780.SI	801180.SI	801170.SI	801200.SI	801030.SI	801710.SI	801880.SI	801790.SI	801110.SI			
指数名称	轻工制造	通信	传媒	综合	有色金属	机械设备	农林牧渔	计算机	休闲服务	医药生物	国防军工	电气设备	电子	食品饮料	钢铁	建筑装饰	公用事业	农林	纺织服装	银行	房地产	交通运输	商贸零售	化工	建筑材料	汽车	非银金融	家用电器			
估值贡献	10.48%	328.48%	338.51%	345.43%	251.66%	254.16%	229.95%	132.33%	133.60%	23.05%	74.62%	76.21%	108.83%	71.14%	101.48%	738.15%	649.27%	519.48%	1151.57%	475.42%	444.24%	359.41%	702.34%	316.71%	335.42%	211.67%	60.27%	121.73%	23.17%		
8.23%	208.67%	214.24%	219.61%	126.59%	140.85%	139.23%	67.79%	69.09%	-11.03%	27.04%	27.30%	51.60%	22.35%	49.08%	501.61%	444.92%	344.57%	806.24%	313.41%	275.56%	233.64%	200.72%	214.41%	126.52%	14.76%	59.97%	-10.41%				
8.14%	204.61%	210.04%	215.35%	123.58%	137.69%	136.15%	65.60%	66.90%	-12.19%	25.42%	25.64%	49.65%	20.71%	47.28%	493.60%	437.96%	338.64%	794.50%	307.92%	270.83%	229.35%	470.36%	196.78%	210.30%	123.62%	13.22%	57.87%	-11.56%			
7.28%	188.86%	193.76%	198.80%	111.90%	125.42%	124.18%	57.11%	38.39%	-16.68%	19.13%	19.20%	42.10%	14.33%	40.28%	462.56%	410.93%	315.70%	748.94%	286.65%	252.44%	212.73%	440.85%	181.51%	194.36%	112.36%	7.26%	49.75%	-16.00%			
7.41%	173.48%	177.87%	182.75%	100.49%	113.44%	112.47%	48.80%	50.08%	-21.06%	12.98%	12.91%	34.71%	8.10%	33.41%	432.26%	384.09%	293.29%	704.41%	265.88%	234.43%	196.47%	412.03%	166.59%	178.79%	101.35%	1.44%	41.80%	-20.35%			
6.92%	154.29%	158.06%	162.68%	86.27%	98.49%	97.85%	38.44%	39.70%	-26.54%	5.28%	5.05%	25.47%	0.34%	24.80%	394.09%	351.44%	265.36%	648.80%	239.99%	211.92%	176.16%	376.08%	147.97%	159.36%	87.59%	-5.81%	31.89%	-25.78%			
6.74%	147.56%	151.12%	155.65%	81.29%	93.25%	92.73%	34.81%	36.06%	-28.46%	2.58%	2.30%	22.23%	-2.38%	21.77%	381.26%	339.85%	255.58%	629.30%	230.92%	204.01%	169.04%	363.48%	141.44%	152.54%	82.76%	-8.53%	28.42%	-27.69%			
5.76%	113.79%	116.35%	120.37%	56.31%	66.93%	66.55%	17.76%	-38.11%	-11.01%	-11.54%	5.93%	-15.99%	6.46%	314.88%	281.48%	206.51%	531.24%	185.39%	164.17%	133.18%	300.21%	108.65%	118.31%	58.46%	-21.08%	10.97%	-37.28%				
5.44%	103.74%	106.01%	109.88%	48.88%	59.09%	59.24%	11.12%	12.34%	-40.99%	-15.06%	-15.67%	1.07%	-20.03%	1.86%	295.14%	264.05%	191.92%	502.00%	171.85%	152.27%	122.48%	281.37%	98.89%	108.11%	51.20%	-24.86%	5.77%	-40.14%			
5.42%	103.12%	105.38%	109.24%	48.42%	58.61%	58.77%	10.78%	11.97%	-41.17%	-15.31%	-15.92%	0.77%	-20.28%	1.58%	293.94%	262.99%	191.03%	500.22%	171.03%	151.54%	121.83%	280.23%	98.29%	107.49%	50.76%	-25.09%	5.45%	-40.32%			
3.97%	63.01%	64.21%	67.45%	18.82%	27.34%	27.99%	-10.94%	-9.84%	-52.60%	-31.57%	-32.39%	-18.09%	-36.36%	-16.94%	215.29%	193.21%	132.00%	383.34%	117.06%	103.77%	79.09%	205.08%	59.30%	66.76%	21.72%	-40.15%	-15.30%	-51.79%			
3.77%	58.10%	59.19%	62.34%	15.20%	23.51%	24.21%	-13.60%	-12.52%	-54.07%	-33.56%	-34.41%	-21.08%	-38.32%	-39.23%	205.69%	184.64%	125.80%	369.02%	110.47%	97.90%	73.75%	195.89%	54.53%	61.77%	18.18%	-41.98%	-17.84%	-53.20%			
3.25%	45.98%	46.79%	49.75%	6.27%	11.66%	11.88%	-20.17%	-19.12%	-57.55%	-38.50%	-39.39%	-26.99%	-43.16%	-24.91%	181.98%	163.65%	108.28%	333.61%	94.19%	83.30%	60.75%	173.19%	42.74%	49.46%	9.34%	-46.52%	-24.11%	-56.68%			
3.24%	45.76%	46.56%	49.51%	6.11%	11.88%	11.71%	-20.29%	-19.25%	-57.62%	-38.59%	-39.48%	-27.10%	-43.25%	-25.02%	181.54%	163.05%	107.65%	332.96%	93.89%	83.09%	60.51%	172.77%	42.52%	49.23%	9.18%	-46.60%	-24.22%	-56.75%			
3.16%	43.97%	44.77%	47.66%	4.79%	12.49%	13.33%	-21.26%	-20.22%	58.11%	-39.32%	-40.22%	-27.96%	-43.96%	-25.86%	178.06%	159.93%	105.38%	327.75%	91.50%	80.95%	58.60%	169.44%	40.79%	47.42%	7.88%	47.27%	-25.15%	-57.26%			
2.36%	27.24%	27.65%	30.30%	-2.51%	-4.56%	0.42%	-30.34%	-29.36%	-62.94%	-46.16%	-47.10%	-36.14%	-50.62%	-33.77%	145.37%	130.59%	81.22%	278.79%	69.05%	60.79%	40.61%	138.11%	24.51%	30.40%	-4.33%	-53.51%	-33.81%	-62.08%			
2.35%	27.05%	27.45%	30.09%	-2.66%	-4.71%	0.27%	-30.44%	-29.46%	-63.00%	-46.24%	-47.18%	-36.24%	-50.70%	-33.87%	144.99%	130.24%	80.94%	278.21%	68.79%	60.55%	40.40%	137.74%	24.31%	30.20%	-4.47%	-53.58%	-33.91%	-62.14%			
1.70%	15.92%	16.10%	18.56%	-15.84%	-9.40%	8.34%	-36.49%	-35.55%	-66.20%	-50.80%	-51.77%	-41.69%	-51.78%	-39.18%	123.27%	110.61%	64.80%	353.87%	53.87%	47.07%	28.40%	116.89%	13.48%	116.89%	18.87%	-12.61%	-57.73%	-39.68%	-65.36%		
1.64%	13.71%	13.91%	16.33%	-17.41%	-11.07%	-10.00%	-37.66%	-36.73%	-66.82%	-51.69%	-52.66%	-42.74%	-55.98%	-40.21%	119.08%	106.87%	61.79%	239.28%	50.99%	44.47%	26.08%	112.87%	11.38%	16.68%	-14.19%	-58.53%	-40.79%	-65.98%			
1.27%	7.38%	7.40%	9.71%	-22.11%	-13.60%	-14.95%	-41.37%	-40.25%	-68.66%	-54.32%	-55.29%	-45.88%	-53.28%	-43.28%	106.63%	95.95%	52.59%	220.52%	42.43%	36.76%	19.08%	110.90%	5.16%	10.17%	18.88%	-40.90%	-44.10%	-67.84%			
1.03%	3.41%	3.37%	5.61%	-25.01%	-19.15%	-18.03%	-43.29%	-42.40%	-69.80%	-55.95%	-56.93%	-47.83%	-60.08%	-45.26%	98.91%	88.59%	46.88%	208.88%	37.12%	31.87%	14.89%	93.48%	1.29%	6.13%	-21.79%	-62.38%	-46.16%	-68.99%			
0.87%	0.85%	0.77%	2.96%	-26.90%	-21.32%	-20.02%	-44.68%	-43.81%	-70.54%	-57.01%	-57.99%	-49.09%	-61.09%	-46.44%	93.91%	84.05%	43.19%	201.34%	33.69%	28.75%	12.11%	88.68%	-1.30%	3.52%	-23.67%	-63.33%	-47.49%	-69.73%			
0.01%	-11.94%	-12.22%	-10.26%	-39.27%	-31.14%	-29.96%	51.64%	50.85%	54.24%	52.25%	53.25%	55.39%	46.14%	52.67%	69.03%	61.38%	24.81%	163.76%	14.59%	13.09%	-1.76%	64.73%	13.68%	-9.52%	-33.10%	-68.07%	-54.12%	-73.46%			
-0.69%	-21.21%	-21.61%	-19.82%	-43.05%	-38.37%	-37.18%	56.69%	55.93%	-76.92%	-66.14%	-67.10%	-59.97%	-69.79%	-57.24%	51.02%	44.89%	11.24%	136.37%	4.30%	1.70%	-11.85%	47.38%	-22.72%	-18.98%	-39.95%	-71.50%	-58.93%	-76.17%			
-0.89%	-23.69%	-24.12%	-22.38%	-44.86%	-40.39%	-39.11%	58.04%	57.29%	-77.63%	-67.17%	-68.12%	-61.20%	-70.76%	-58.46%	46.22%	10.48%	7.66%	129.07%	0.90%	-1.36%	-14.54%	42.75%	-23.13%	-21.51%	-41.78%	-72.41%	-60.22%	-76.90%			
-2.08%	-36.96%	-37.53%	-36.01%	-54.56%	-50.07%	-49.69%	-65.79%	-64.61%	-81.48%	-72.71%	-73.62%	-67.79%	-75.97%	-65.10%	100.49%	167.41%	-11.05%	89.82%	-16.81%	-17.81%	-29.05%	17.89%	-38.10%	-35.07%	-51.64%	-77.39%	-67.11%	-80.88%			
-2.94%	-45.17%	-45.89%	-44.47%	-60.54%	-57.08%	-55.94%	-89.77%	-89.15%	-83.86%	-76.15%	-77.62%	-71.88%	-79.72%	-69.26%	4.52%	1.99%	22.78%	65.58%	-27.71%	-28.07%	-38.06%	2.54%	-46.11%	-43.47%	-57.76%	-80.31%	-71.37%	-83.23%			
-4.08%	-60.79%	-61.48%	-60.40%	-71.96%	-69.29%	-68.26%	-78.22%	-77.82%	-88.41%	-82.75%	-83.52%	-79.72%	-85.24%	-77.34%	26.32%	26.20%	-45.04%	19.01%	-48.50%	-47.75%	-55.31%	-26.70%	-61.40%	-59.48%	-69.50%	-86.02%	-79.50%	-87.88%			

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：估值贡献选取的范围为各个行业过去 5 年的估值贡献中枢；黄色底色并红色加粗的代表该预期收益率对应的估值贡献恰好是该行业的实际值；数据截至 2021-06-10。

附图 2：各个行业 2005 年以来的年化 ROE 趋势以及 2021 年的预期 ROE

代码	所属行业	累计年化ROE																趋势图	2020年当年 ROE	2021年预期 ROE	2021年预期ROE- 2020年当年ROE
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020				
801010.SI	农林牧渔	-2.04%	-0.60%	2.05%	2.65%	3.89%	4.64%	5.36%	5.47%	5.46%	5.43%	5.62%	6.24%	6.39%	6.25%	6.82%	7.68%		21.38%	17.76%	-3.62%
801020.SI	采掘	17.24%	16.85%	18.40%	18.26%	17.33%	17.27%	17.04%	16.51%	15.91%	15.11%	13.85%	12.80%	12.24%	11.92%	11.61%	11.12%		4.03%	7.89%	3.86%
801030.SI	化工	12.52%	13.53%	14.33%	11.95%	12.14%	12.63%	12.78%	12.32%	11.95%	11.36%	10.89%	10.59%	10.48%	10.46%	10.17%	9.98%		7.20%	11.28%	4.08%
801040.SI	钢铁	14.89%	15.29%	15.40%	12.91%	10.76%	10.07%	9.14%	7.76%	7.03%	6.47%	4.67%	4.52%	5.23%	5.97%	6.13%	6.19%		7.14%	13.13%	5.99%
801050.SI	有色金属	10.93%	17.27%	18.50%	15.11%	12.84%	12.43%	12.49%	11.48%	10.76%	9.64%	8.73%	8.29%	8.22%	7.91%	7.52%	7.34%		4.66%	10.80%	6.14%
801080.SI	电子	-7.17%	-4.98%	-1.37%	-1.95%	-1.98%	-0.62%	0.54%	1.07%	1.78%	2.30%	2.62%	3.00%	3.41%	3.65%	3.87%	4.22%		9.56%	12.65%	3.09%
801110.SI	家用电器	-4.71%	-1.14%	2.00%	3.76%	6.06%	7.80%	8.96%	9.68%	10.58%	11.36%	11.70%	12.08%	12.55%	12.70%	12.98%	13.03%		13.88%	16.55%	2.67%
801120.SI	食品饮料	6.40%	8.86%	10.63%	10.84%	12.66%	13.98%	15.36%	16.72%	17.16%	17.11%	16.97%	16.84%	16.94%	17.19%	17.41%	17.54%		19.44%	20.62%	1.19%
801130.SI	纺织服装	2.11%	3.59%	5.84%	5.88%	6.67%	7.40%	7.92%	7.94%	7.98%	8.25%	8.40%	8.51%	8.49%	8.29%	8.02%	7.78%		4.12%	7.05%	2.93%
801140.SI	轻工制造	2.64%	5.03%	7.30%	6.93%	7.06%	7.11%	6.98%	6.86%	6.66%	6.56%	6.70%	6.91%	7.23%	7.11%	7.04%	7.05%		7.24%	12.10%	4.87%
801150.SI	医药生物	4.21%	4.62%	6.30%	7.42%	9.17%	10.11%	10.56%	10.77%	10.92%	11.05%	11.15%	11.20%	11.27%	11.16%	10.98%	10.95%		10.51%	11.31%	0.80%
801160.SI	公用事业	9.24%	10.34%	10.66%	7.74%	7.94%	8.06%	7.91%	8.24%	8.83%	9.27%	9.61%	9.65%	9.43%	9.22%	9.06%	9.01%		8.28%	8.87%	0.59%
801170.SI	交通运输	8.81%	9.68%	12.32%	10.43%	9.44%	10.46%	10.24%	9.92%	9.55%	9.54%	9.50%	9.35%	9.44%	9.33%	9.25%	8.80%		2.39%	6.43%	4.04%
801180.SI	房地产	6.14%	7.73%	9.49%	9.93%	10.46%	11.03%	11.40%	11.70%	11.92%	11.93%	11.86%	11.90%	12.01%	12.11%	12.12%	12.19%		13.02%	11.96%	-1.06%
801200.SI	商业贸易	5.08%	7.64%	9.78%	10.34%	10.58%	11.01%	11.40%	11.16%	11.10%	10.76%	10.19%	9.89%	9.69%	9.61%	9.43%	9.13%		4.64%	5.52%	0.88%
801210.SI	休闲服务	7.15%	7.83%	8.61%	8.11%	8.30%	8.55%	8.73%	8.98%	8.87%	8.59%	8.61%	8.65%	8.75%	8.81%	8.85%	8.43%		2.29%	12.79%	10.50%
801230.SI	综合	1.93%	2.06%	3.10%	5.17%	5.66%	6.62%	7.54%	7.84%	7.53%	7.41%	7.07%	6.98%	6.83%	6.63%	6.38%	6.30%		5.12%	2.80%	-2.31%
801710.SI	建筑材料	3.37%	5.81%	8.70%	9.47%	10.11%	11.06%	11.96%	11.51%	11.43%	11.18%	10.52%	10.26%	10.44%	10.93%	11.28%	11.56%		15.89%	16.22%	0.34%
801720.SI	建筑装饰	5.78%	12.67%	16.55%	16.10%	15.91%	15.81%	15.92%	15.98%	16.15%	15.81%	15.39%	14.99%	14.65%	14.32%	13.98%	13.70%		9.72%	10.21%	0.50%
801730.SI	电气设备	10.11%	15.55%	16.83%	16.66%	17.83%	18.17%	16.88%	14.87%	12.73%	12.32%	11.89%	11.49%	11.20%	10.65%	10.29%	10.15%		8.20%	10.17%	1.97%
801740.SI	国防军工	8.33%	15.56%	20.57%	21.78%	20.18%	18.54%	17.44%	15.77%	14.31%	13.08%	11.61%	10.74%	10.08%	9.39%	8.93%	8.61%		8.33%	4.45%	-3.88%
801750.SI	计算机	5.81%	7.39%	9.75%	10.26%	10.75%	10.86%	10.65%	10.52%	10.48%	10.61%	10.74%	10.72%	10.47%	9.98%	9.55%	9.20%		4.19%	6.91%	2.72%
801760.SI	传媒	-5.38%	-4.03%	0.39%	1.06%	2.78%	4.28%	5.29%	6.02%	6.62%	7.10%	7.49%	7.78%	7.66%	6.76%	6.20%	6.03%		3.51%	4.59%	1.08%
801770.SI	通信	3.99%	4.21%	6.18%	9.63%	8.97%	8.26%	7.65%	7.05%	6.89%	6.87%	6.85%	6.50%	6.23%	5.91%	5.47%	5.49%		5.75%	5.67%	-0.08%
801780.SI	银行	23.78%	19.00%	20.77%	21.52%	21.07%	21.06%	21.04%	21.02%	20.93%	20.69%	20.25%	19.74%	19.23%	18.75%	18.28%	17.80%		10.81%	11.17%	0.36%
801790.SI	非银金融	6.40%	11.44%	16.32%	13.99%	14.74%	14.81%	14.23%	13.38%	13.05%	13.04%	13.42%	13.12%	12.92%	12.58%	12.53%	12.36%		9.81%	10.00%	0.19%
801880.SI	汽车	9.30%	10.12%	-0.40%	4.44%	5.86%	7.52%	5.31%	3.67%	3.49%	4.62%	5.49%	6.19%	6.71%	6.89%	6.88%	6.85%		6.36%	8.44%	2.08%
801890.SI	机械设备	7.26%	11.49%	13.50%	13.61%	13.93%	14.37%	14.45%	13.73%	12.95%	12.17%	11.48%	10.92%	10.66%	10.21%	9.86%	9.66%		6.73%	10.88%	3.45%

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。