2020 年 11 月 27 日

策略研究团队

# A 股的“武德”：回归 ROE——2021 年度“新共识”系列（一）

## ——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

● **2021 的命题：市场回报向 ROE 回归**

无论是高增长的企业还是低增长的企业，收益来源都是资产为股东赢得回报的能力：二级市场持有人的回报长期看应该等于股东回报。历史上可测区间内美股、A 股的长期年化收益率与长期年化 ROE 呈现匹配关系。**以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢自身 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。**2019-2020 年万得全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献。基于盈利 ROE 水平的不同预测，Wind 全 A、沪深 300、创业板综指的预期收益率会分别落在[6.37%，8.65%]、[8.15%，9.22%]、[-10.91%，-8.77%]。

● **行业的 ROE 回归：金融有修复，消费、科技有压力，周期无咎**

如果站在行业的角度来看，我们也会发现类似的长期回报向 ROE 回归的特征。值得关注的是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”，但即使考虑到长期存在的偏离，当前收益率与 ROE 之间的偏离也有修正的需求。站在这个视角，就能理解投资者记忆深刻的 2013 年与 2017 年：TMT 在 2011-2012 收益率并未跑过 ROE，而 2013 迎来了盈利的高景气；2014-2016 中食品饮料与家电的 ROE 与收益率之间未有“欠账”，才迎来了景气回升下的龙马行情。**脱离“底层逻辑”去归纳“经济复苏”买白酒，指数没机会买科技，无异于刻舟求剑。**2021 年大类板块来看，金融板块将享受收益率回归 ROE 的修复，而周期面对估值压力很小，消费和科技都面临较大压力。**其中食品饮料和电子 ROE 的顺周期弹性强弱将决定板块正收益是否仍能延续。**

● **个股层面：过度“拥抱未来”可能不是“时间的朋友”**

2009 年至今上市公司作为统计，个股回报率与 ROE 整体呈现拟合状态，年化收益率偏离度在 10%以内的超过 84.42%。其中真正长期收益率能够大幅跑赢 ROE 的公司只有 7 家，均为优质白马，占比 0.47%。这背后的历史经验是：如果允许组合中长期存在收益率跑赢 ROE 的资产，胜率角度看可能并非“时间的朋友”。

● **“新共识”下的预期收益率**

2021 年开启之际，长期收益来源的“历史观”应该作为投资者审视过去和展望未来的逻辑起点，这将成为市场的“新共识”。从这个意义出发，市场的风险和收益将被重塑，三种偏离度假设下估值有修复可能的行业是：**房地产、建筑装饰、农林牧渔、纺织服装、公用事业、钢铁、商业贸易、银行、通信、轻工制造以及石油化工。**上述行业景气度变化是性价比挖掘工作的重点。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略点评-周期已是“新共识”》-2020.11.23

《投资策略周报-做多“新共识”，深化顺周期》-2020.11.22

《投资策略点评-RCEP 落地：市场定价从“内循环”走向“双循环”》-2020.11.16

# 目　录

1、 2021 年：股票回报向 ROE 回归 ..... 3
2、 行业的 ROE 回归：“抢跑”与“滞后定价” ..... 7
3、 个股确定性溢价：是否值得 ..... 11
4、 走向新共识：回归 ROE ..... 13
5、 风险提示 ..... 13

# 图表目录

图 1： 标普 500/纳斯达克指数年化收益率与 ROE 更匹配 ..... 3
图 2： A 股三大主要指数的年化收益率也与 ROE 更匹配 ..... 3
图 3： 动态来看，标普 500 累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离 ..... 4
图 4： 动态来看，纳斯达克指数累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离 ..... 4
图 5： A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况 ..... 4
图 6： A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正 ..... 4
图 7： 万得全 A 当年收益率-当年 ROE 大于 0 的年份基本上要满足流动性足够宽松（如 2014-2015 年）或者经济复苏足够强劲的条件（如 2006-2007 年） ..... 5
图 8： 各个行业均存在不同程度的 ROE 回归情况，但动态回归过程存在明显的分化 ..... 8
图 9： 部分行业的历史偏离度已经较为稳定，而有些行业的历史偏离度变化仍较大 ..... 9
图 10： 各行业板块每年的当年收益率与 ROE 偏离值 ..... 10
图 11： 各个行业 2019-2020 年的年化收益率与年化 ROE 的差距（未来 ROE 透支程度） ..... 10
图 12： 各个行业不同偏离度下的预期收益率 ..... 11
图 13： 化工和有色的细分行业中，塑料、工业金属、金属非金属新材料、化学原料等行业的预期收益率排名靠前 11
图 14： 从个股的视角来看，2010 年及之前上市的公司中有高达 84.42%的公司其年化收益率与年化 ROE 的差值绝对值在 10%以内 ..... 12

表 1： 基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此万得全 A 的 2021 年预期收益率区间大概率为[6.37%，8.65%] ..... 5
表 2： 基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此沪深 300 的 2021 年预期收益率区间大概率为[8.15%，9.22%] ..... 6
表 3： 基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此创业板综指的 2021 年预期收益率区间大概率为[-10.91%，-8.77%] ..... 6
表 4： 2010 年及之前上市的公司中，能够实现过去 10 年长期回报高于 ROE 10%以上的公司仅有 7 家，且均为优质白马股 ..... 12
表 5： A 股长期具备成长性的公司凤毛麟角 ..... 13

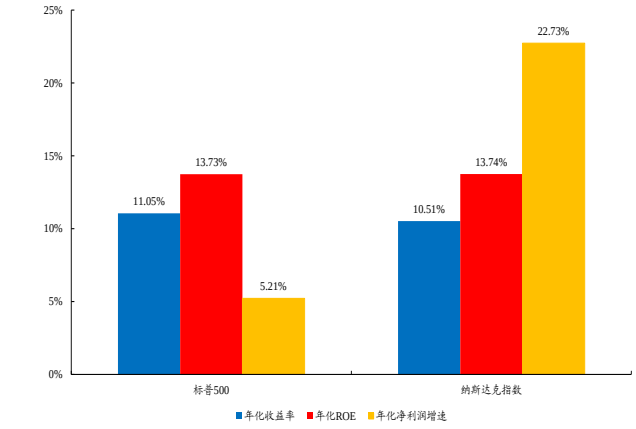
理论上，股票的整体回报率主要可以分为三个部分：业绩增长、估值增长以及股息收益。而正如查理·芒格所说长期来看一只股票的回报大致等于其 ROE，背后其实反映的是 ROE 作为衡量所有者权益所能产生利润的能力，理应是股票长期回报的核心源泉，估值增长则容易受到其他非财务因素影响而波动。

如果当前市场对于股票的定价也是着眼于更远的未来，那么我们有理由相信当前股票的定价最终也会与其对应的长期 ROE 水平靠拢。令人欣慰的是 A 股的长期回报与 ROE 水平的匹配程度基本符合上述结论；然而令人遗憾的是，短期来看回报与 ROE 将会产生波动，从而使得二者产生背离。我们认为，面对上述矛盾，**当市场站在当下买未来时，要格外重视为未来付出的价格**，投资者需要了解这种“背离”程度在历史上达到什么水平才是相对可以接受的范围，从而做出相应的投资应对。

## 1、 2021 年：股票回报向 ROE 回归

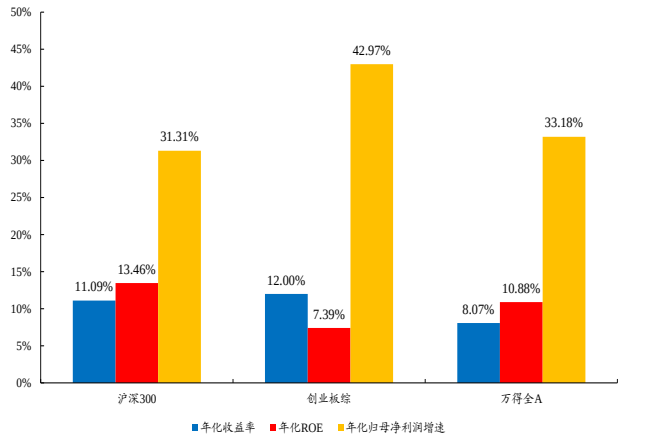
**股票的长期回报率仍然取决于 ROE 水平，过程中有所偏离。**我们通过计算可测区间内美股、A 股主要指数的年化收益率、年化 ROE 以及年化净利润增速发现，年化收益率与年化 ROE 更匹配。我们选取美股中的标普 500 与纳斯达克指数、A 股中的沪深 300、创业板指以及万得全 A 指数进行回测，我们发现这些股指的年化收益率与年化 ROE 相比于年化净利润增速而言更为匹配。以万得全 A 指数为例，2002-2020 年 Q3 的考察区间内，其年化收益率为 8.07%，年化 ROE 为 10.88%，而年化净利润增速为 33.18%（未剔除通胀因素）。年化净利润增速如此之高的原因可能在于 2002 年的低基数以及前期经济的高速增长，但即便我们考察 2012-2020 年 Q3 的情况，我们也仍然发现万得全 A 的年化收益率（11.64%）与年化 ROE（11.22%）相比于年化净利润增速（8.15%）更为匹配，这是由于经济下台阶之后经济总量的增长放缓，对应着上市公司净利润增速也在放缓，但净资产回报率却能够维持在更高的水平，投资者更为关注公司资产创造回报的能力，而非单纯的利润增长。值得注意的是，即便纳斯达克指数以及创业板指是由更具成长性的个股构成，显著的特征便是它们的年化净利润增速还远远高于年化 ROE，然而最终它们的回报还是更接近于 ROE 并非净利润增速。**ROE 形成了所谓价值与成长之间的连接，即股票本身的收益来源仍是公司持有人的股东回报。**

**图1：标普 500/纳斯达克指数年化收益率与 ROE 更匹配**




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标普 500 的测算区间为 2011-2019 年，纳斯达克指数的测算区间为 2004-2019 年。

**图2：A 股三大主要指数的年化收益率也与 ROE 更匹配**

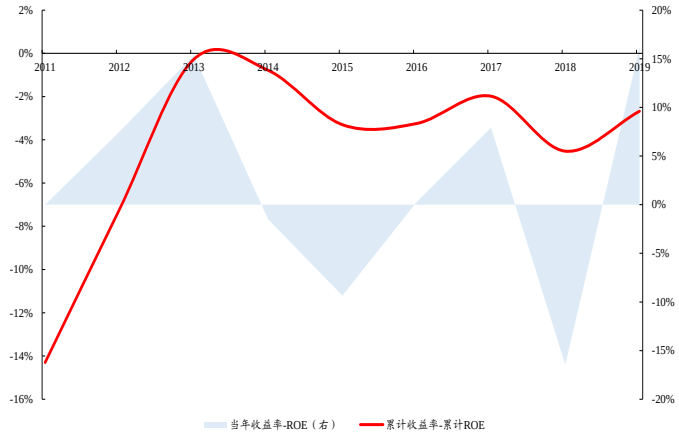



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：沪深 300 和创业板指的测算区间均为指数上市以来至 2020 年 Q3，万得全 A 的测算区间为 2002Q1-2020 年 Q3。采用历史成分的报告期 TTM 数据测算。

**站在动态的视角来看，累计年化收益率是在不断向累计年化 ROE 逼近**。我们通过计算从基期截止至每一年的累计年化收益率与累计年化 ROE[1]，发现标普 500、纳斯达克指数以及万得全 A 的累计年化收益率均会逐步逼近累计 ROE，二者之间的差值不断向 0 收敛，这与我们前述的结论相吻合。

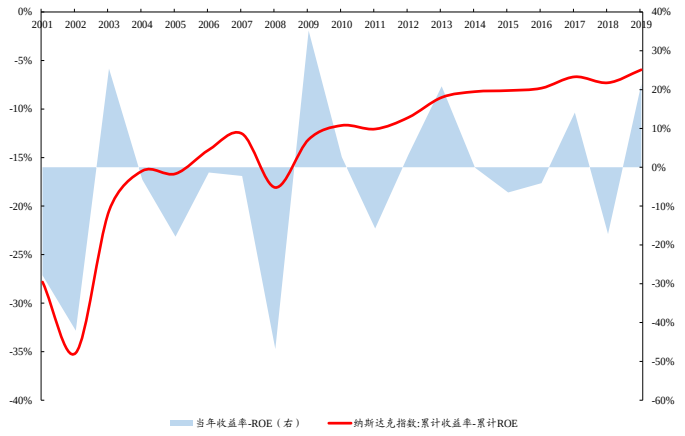
**ROE 构成了股票收益率的“地心引力”**。这是由于短期内影响股票回报的因素不仅仅只有 ROE，还有大部分来自估值增长的贡献。以 A 股为例，2014-2015 年的年度收益率明显偏离了当年的 ROE 水平，因此到了 2016-2017 年，尽管这两年的 ROE 水平企稳回升，然而当年的年度收益率却不如 ROE 水平，**我们认为可以将一现象理解为“还旧账”：即由于估值贡献带来的收益率远大于 ROE，那么这部分“透支”可能会在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化**。值得注意的是，A 股自 2002 年以来从未有连续三年以上出现过当年收益率领跑 ROE 的情况，这意味着一味地靠估值增长使得收益率偏离 ROE 是不可能长时间持续的，A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正。

**图3：动态来看，标普 500 累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离**



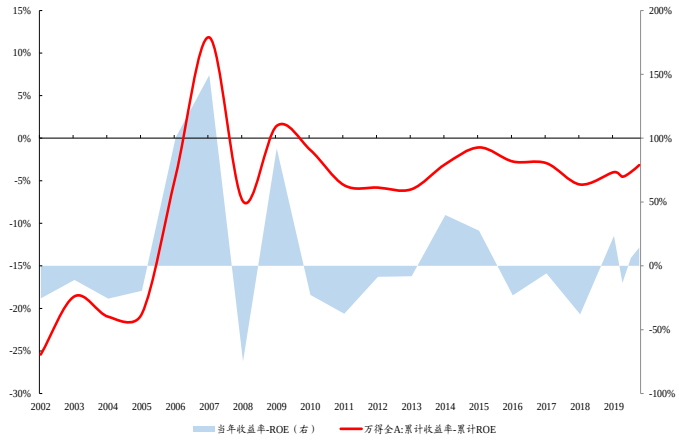

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：动态来看，纳斯达克指数累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离**



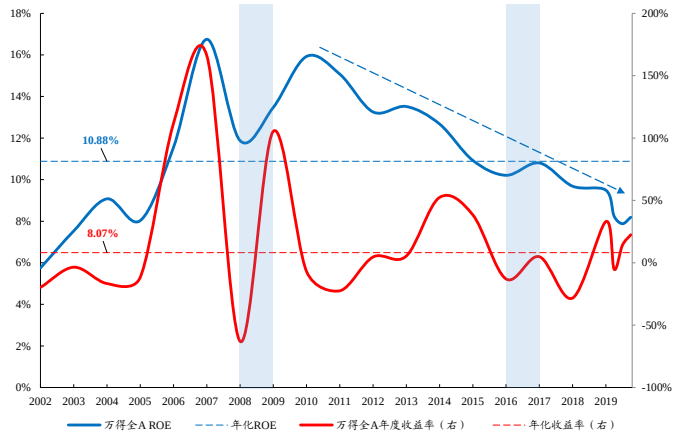

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正**




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2020 年的指标测算是基于 TTM 的数据。

[1] 累计年化收益率与累计年化 ROE 为起始日至截止日当期每年度数据的几何平均数。

**图7：万得全 A 当年收益率-当年 ROE 大于 0 的年份基本上要满足流动性足够宽松（如 2014-2015 年）或者经济复苏足够强劲的条件（如 2006-2007 年）**

| | 万得全A:累计收益率-累计ROE | 万得全A:当年收益率-ROE | M2:同比 | 金融机构:各项贷款余额:同比 | 社会融资规模存量:同比 | GDP:不变价:累计同比 | CPI:当月同比 | PPI:全部工业品:当月同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2002-12-31 | -25.42% | -25.42% | 2.38% | 4.20% | 0.00% | 0.80% | -0.10% | 4.40% |
| 2003-12-31 | -18.59% | -11.03% | 2.82% | 5.30% | 9.40% | 0.90% | 3.60% | 2.60% |
| 2004-12-31 | -20.98% | -25.69% | -5.00% | -6.60% | -15.98% | 0.08% | -0.80% | 4.10% |
| 2005-12-31 | -20.63% | -19.55% | 2.97% | -1.52% | 9.73% | 1.28% | -0.80% | -3.90% |
| 2006-12-31 | -4.45% | 100.34% | -0.63% | 2.09% | 0.79% | 1.33% | 1.20% | -0.10% |
| 2007-12-31 | 11.83% | 149.46% | -0.22% | 1.03% | 5.72% | 1.51% | 3.70% | 2.33% |
| 2008-12-31 | -7.44% | -74.80% | 1.10% | 2.66% | -4.41% | -4.58% | -5.30% | -6.57% |
| 2009-12-31 | 1.44% | 91.99% | 9.86% | 12.98% | 16.59% | -0.25% | 0.70% | 2.84% |
| 2010-12-31 | -1.41% | -22.81% | -7.96% | -11.84% | -7.81% | 1.24% | 2.70% | 4.23% |
| 2011-12-31 | -5.54% | -37.49% | -6.12% | -4.10% | -10.01% | -1.09% | -0.53% | -4.24% |
| 2012-12-31 | -5.81% | -8.58% | 0.20% | -0.80% | 3.31% | -1.69% | -1.57% | -3.63% |
| 2013-12-31 | -6.00% | -8.08% | -0.20% | -0.90% | -2.73% | -0.10% | 0.00% | 0.58% |
| 2014-12-31 | -3.05% | 39.76% | -1.40% | -0.50% | -3.22% | -0.34% | -0.99% | -5.96% |
| 2015-12-31 | -1.10% | 27.57% | 1.10% | 0.70% | -1.88% | -0.38% | 0.09% | -2.58% |
| 2016-12-31 | -2.74% | -23.12% | -2.00% | -0.80% | 0.48% | -0.19% | 0.48% | 11.40% |
| 2017-12-31 | -2.94% | -5.87% | -3.20% | -0.80% | 1.16% | 0.10% | -0.28% | -0.60% |
| 2018-12-31 | -5.45% | -37.94% | 0.00% | 0.80% | -3.82% | -0.20% | 0.10% | -4.00% |
| 2019-12-31 | -4.00% | 23.53% | 0.60% | -1.20% | 0.43% | -0.64% | 2.60% | -3.40% |
| 2020-09-30 | -3.17% | 14.29% | 2.10% | 0.70% | 2.81% | -1.21% | -2.80% | -3.60% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**A 股的“还债”时刻**。就当下来看，万得全 A 的 ROE 水平已经于 2020 年 Q3（TTM，8.19%）出现了向上的拐点，而 2019 年 Q3-2020 年 Q3 的区间收益率（22.48%），二者之间的差值为 14.29%，说明在这段时间内股票回报仍以估值增长为主。**如果从 2019 年算起，当下已经经历了两年的抢跑，将进入“还债时刻”。但这并不意味着市场没有机会，只要 ROE 体现出弹性。**

基于以下假设，**我们认为 2021 年万得全 A 的预期收益率大概率会落在 6.37%~8.65%之间，而沪深 300、创业板综指的预期收益率会落在[8.15%，9.22%]、[-10.91%，-8.77%]**：

（1）指数累计年化 ROE 仍会继续逼近累计年化收益率，因此未来一年累计年化收益率-累计年化 ROE 的值大概率不会超过 2020 年 Q3 的值，同时我们参考 2015-2019 年 5 年二者之差的均值，取 2020 年 Q3 的值与 2015-2019 年 5 年均值中绝对值较小值；

（2）对于当期 ROE，我们认为可能会有三种情形：经济复苏类比 2017 年、回到疫情前或者当下的水平（对比 2019 年和当前水平，取较高值）以及根据分析师一致预测得到的 2021 年预测 ROE，在这三种情形下计算出对应的累计年化 ROE；

（3）根据上述两个条件分别计算出对应情形下指数的累计年化收益率，从而倒推出对应当年的区间收益率。

**表1：基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此万得全 A 的 2021 年预期收益率区间大概率为[6.37%，8.65%]**

| 起始区间 | 终点区间 | 万得全 A 区间收益率 | 万得全 A ROE | 万得全 A 累计年化收益率 | 万得全 A 累计年化 ROE | 万得全 A 区间收益率-同期 ROE | 万得全 A 累计年化收益率-累计 ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014-01-01 | 2014-12-31 | 52.44% | 12.68% | 8.78% | 11.84% | 39.76% | -3.05% |

| 起始区间 | 终点区间 | 万得全 A 区间收益率 | 万得全 A ROE | 万得全 A 累计年化收益率 | 万得全 A 累计年化 ROE | 万得全 A 区间收益率-同期 ROE | 万得全 A 累计年化收益率-累计 ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2015-01-01 | 2015-12-31 | 38.50% | 10.93% | 10.68% | 11.77% | 27.57% | -1.10% |
| 2016-01-01 | 2016-12-31 | -12.91% | 10.21% | 8.92% | 11.67% | -23.12% | -2.74% |
| 2017-01-01 | 2017-12-31 | 4.93% | 10.80% | 8.67% | 11.61% | -5.87% | -2.94% |
| 2018-01-01 | 2018-12-31 | -28.25% | 9.68% | 6.05% | 11.50% | -37.94% | -5.45% |
| 2019-01-01 | 2019-12-31 | 33.02% | 9.49% | 7.39% | 11.39% | 23.53% | -4.00% |
| 2019-03-31 | 2020-03-31 | -5.14% | 8.24% | 6.69% | 11.22% | -13.38% | -4.53% |
| 2019-06-30 | 2020-06-30 | 14.11% | 7.88% | 7.05% | 11.05% | 6.23% | -4.00% |
| 2019-09-30 | 2020-09-30 | 22.48% | 8.19% | 7.74% | 10.91% | 14.29% | -3.17% |
| 情形 1（ROE=2017 年） | | 7.68% | 10.80% | 7.74% | 10.91% | -3.12% | -3.17% |
| 情形 2（ROE=2019 年） | | 6.37% | 9.49% | 7.68% | 10.85% | -3.12% | -3.17% |
| 情形 3（ROE=2021 年预测） | | 8.65% | 11.77% | 7.78% | 10.95% | -3.12% | -3.17% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标注红色代表估值贡献为正，绿色代表估值贡献为负。

**表2：基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此沪深 300 的 2021 年预期收益率区间大概率为[8.15%，9.22%]**

| 起始区间 | 终点区间 | 沪深 300 区间收益率 | 沪深 300 ROE | 沪深 300 累计年化收益率 | 沪深 300 累计年化 ROE | 沪深 300 区间收益率-同期 ROE | 沪深 300 累计年化收益率-累计 ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014-01-01 | 2014-12-31 | 51.66% | 14.50% | 13.45% | 14.93% | 37.16% | -1.48% |
| 2015-01-01 | 2015-12-31 | 5.58% | 12.75% | 12.72% | 14.73% | -7.16% | -2.01% |
| 2016-01-01 | 2016-12-31 | -11.28% | 11.53% | 10.49% | 14.46% | -22.81% | -3.97% |
| 2017-01-01 | 2017-12-31 | 21.78% | 11.82% | 11.32% | 14.26% | 9.95% | -2.94% |
| 2018-01-01 | 2018-12-31 | -25.31% | 11.69% | 8.19% | 14.07% | -37.00% | -5.88% |
| 2019-01-01 | 2019-12-31 | 36.07% | 11.66% | 9.86% | 13.91% | 24.41% | -4.05% |
| 2019-03-31 | 2020-03-31 | -4.81% | 10.25% | 8.88% | 13.68% | -15.06% | -4.80% |
| 2019-06-30 | 2020-06-30 | 8.85% | 9.85% | 8.88% | 13.45% | -1.00% | -4.57% |
| 2019-09-30 | 2020-09-30 | 19.07% | 10.03% | 9.42% | 13.25% | 9.04% | -3.84% |
| 情形 1（ROE=2017 年） | | 9.22% | 11.82% | 9.41% | 13.18% | -2.61% | -3.77% |
| 情形 2（ROE=2019 年） | | 9.05% | 11.66% | 9.40% | 13.17% | -2.61% | -3.77% |
| 情形 3（ROE=2021 年预测） | | 8.15% | 10.76% | 9.35% | 13.12% | -2.61% | -3.77% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标注红色代表估值贡献为正，绿色代表估值贡献为负。

**表3：基于长期回报与 ROE 匹配的假设，未来一段时间内股票回报主要取决于 ROE 弹性，而估值增长大概率为负，基于此创业板综指的 2021 年预期收益率区间大概率为[-10.91%，-8.77%]**

| 起始区间 | 终点区间 | 创业板综区间收益率 | 创业板综 ROE | 创业板综累计年化收益率 | 创业板综累计年化 ROE | 创业板综区间收益率-同期 ROE | 创业板综累计年化收益率-累计 ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014-01-01 | 2014-12-31 | 27.04% | 8.94% | 9.59% | 8.91% | 18.10% | 0.68% |
| 2015-01-01 | 2015-12-31 | 106.61% | 9.68% | 21.80% | 9.03% | 96.93% | 12.77% |
| 2016-01-01 | 2016-12-31 | -20.35% | 9.96% | 14.63% | 9.17% | -30.31% | 5.47% |
| 2017-01-01 | 2017-12-31 | -15.32% | 6.79% | 10.37% | 8.87% | -22.11% | 1.51% |
| 2018-01-01 | 2018-12-31 | -31.12% | 1.97% | 4.74% | 8.08% | -33.09% | -3.34% |
| 2019-01-01 | 2019-12-31 | 38.72% | 4.06% | 7.72% | 7.67% | 34.66% | 0.05% |
| 2019-03-31 | 2020-03-31 | 6.18% | 3.55% | 7.58% | 7.29% | 2.62% | 0.29% |
| 2019-06-30 | 2020-06-30 | 33.02% | 4.50% | 9.50% | 7.05% | 28.52% | 2.45% |

| 起始区间 | 终点区间 | 创业板综区间收益率 | 创业板综 ROE | 创业板综累计年化收益率 | 创业板综累计年化 ROE | 创业板综区间收益率-同期 ROE | 创业板综累计年化收益率-累计 ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019-09-30 | 2020-09-30 | 45.87% | 5.59% | 11.94% | 6.94% | 40.27% | 5.00% |
| 情形 1（ROE=2017 年） | | -9.93% | 6.79% | 10.22% | 6.93% | -16.72% | 3.29% |
| 情形 2（ROE=2020 年 Q3） | | -10.91% | 5.59% | 10.13% | 6.84% | -16.50% | 3.29% |
| 情形 3（ROE=2021 年预测） | | -8.77% | 8.21% | 10.32% | 7.03% | -16.98% | 3.29% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标注红色代表估值贡献为正，绿色代表估值贡献为负。

## 2、 行业的 ROE 回归：“抢跑”与“滞后定价”

**总量问题可以从结构中获得更好答案：**即寻找短期内股票回报与长期 ROE 趋势的错配，买入既便宜又有边际改善的资产，获得丰厚的回报；买入边际改善足够强，可以对抗估值压力的资产。

如果站在行业的角度来看，我们也会发现类似上述的特征：即行业长期回报与其 ROE 水平更相匹配，动态来看每年的累计年化收益率与累计年化 ROE 的差值也在不断向 0 附近回归。**但更为值得关注的是不同行业之间匹配程度差异较大，以及这种动态逼近的过程也会十分不一样。**

我们以当年的**（累计年化收益率-累计年化 ROE）作为衡量历史偏离度的指标**，发现在行业内部有以下几点特征：

（1）在 2005-2019 年，喜欢“抢跑”的（即历史偏离度为正且排名靠前的）行业集中于**消费与科技**，喜欢“滞后定价”的（即历史偏离度为负的）行业集中于**周期**，而匹配度较好的（即历史偏离度在±1%以内的）行业有**房地产、商业贸易以及传媒**。

（2）**从最终的结果来看每个行业的区间偏离度都在向 0 附近靠拢，但动态来看各个行业每年的累计年化收益率与累计年化 ROE 逼近的过程出现了明显的分化**，通过观察 2010 年以来各个行业每年的历史偏离度走势，我们发现：从回归的速度来看，有些行业的回归十分迅速，典型的如**有色金属、银行、钢铁、商业贸易、机械设备**等，这主要是因为这些行业在 2010-2014 年的偏离度过大（均在 20%以上）；从近 5 年（2015-2019）年的偏离度均值绝对值的角度来看，**化工、银行、房地产、建筑装饰、有色金属**的偏离度仍在 10%以上，这意味着从理论上讲这些行业的累计年化收益率修复空间还很大。

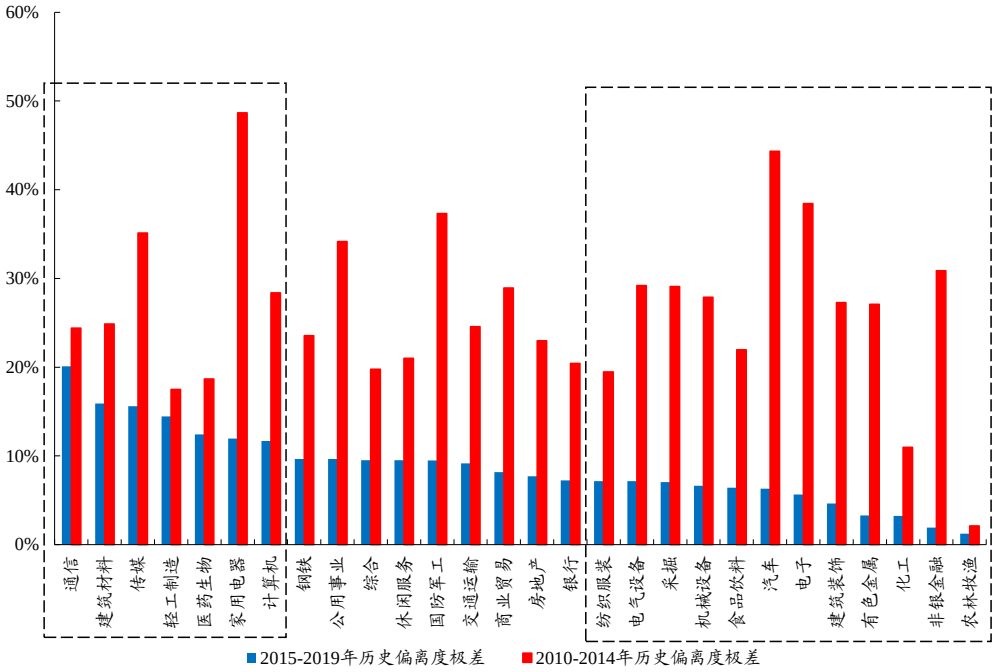
**图8：各个行业均存在不同程度的 ROE 回归情况，但动态回归过程存在明显的分化**

| 所属行业 | 年化收益率（2005-2019） | 年化ROE（2005-2019） | 历史偏离度（2005-2019 | 2010-2014年每年历史偏离度均值 | 2015-2019年每年历史偏离度均值 | 差值 | 是否回归 | 趋势迷你图 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 家用电器 | 20.52% | 12.98% | 7.54% | -9.93% | -6.69% | 3.24% | 是 | |
| 电子 | 10.94% | 3.87% | 7.07% | -10.36% | -9.47% | 0.89% | 是 | |
| 农林牧渔 | 13.56% | 6.82% | 6.74% | -7.14% | -6.90% | 0.23% | 是 | |
| 休闲服务 | 14.89% | 8.85% | 6.05% | -17.10% | -9.00% | 8.10% | 是 | |
| 医药生物 | 16.83% | 10.98% | 5.86% | -19.57% | -6.99% | 12.58% | 是 | |
| 计算机 | 14.98% | 9.55% | 5.43% | -9.13% | -5.38% | 3.75% | 是 | |
| 国防军工 | 13.58% | 8.93% | 4.65% | -13.14% | -2.10% | 11.04% | 是 | |
| 汽车 | 11.42% | 6.88% | 4.54% | -19.06% | -5.90% | 13.16% | 是 | |
| 食品饮料 | 21.39% | 17.41% | 3.97% | -23.29% | -8.20% | 15.09% | 是 | |
| 综合 | 9.31% | 6.38% | 2.93% | -10.43% | 2.43% | 12.85% | 是 | |
| 电气设备 | 12.65% | 10.29% | 2.36% | -14.67% | -3.11% | 11.55% | 是 | |
| 通信 | 7.82% | 5.47% | 2.35% | -5.35% | 3.28% | 8.62% | 是 | |
| 建筑材料 | 13.43% | 11.28% | 2.15% | -13.26% | -4.55% | 8.71% | 是 | |
| 机械设备 | 11.70% | 9.86% | 1.84% | -25.22% | -6.58% | 18.64% | 是 | |
| 非银金融 | 14.26% | 12.53% | 1.73% | -21.12% | -8.94% | 12.18% | 是 | |
| 有色金属 | 9.14% | 7.52% | 1.62% | -30.06% | -10.20% | 19.86% | 是 | |
| 轻工制造 | 8.23% | 7.04% | 1.19% | -10.32% | -2.90% | 7.42% | 是 | |
| 传媒 | 7.01% | 6.20% | 0.81% | -5.72% | 3.04% | 8.75% | 是 | |
| 商业贸易 | 10.10% | 9.43% | 0.66% | -24.62% | -5.58% | 19.04% | 是 | |
| 房地产 | 12.66% | 12.14% | 0.52% | -26.45% | -12.69% | 13.76% | 是 | |
| 纺织服装 | 6.64% | 8.02% | -1.39% | -4.33% | -0.51% | 3.82% | 是 | |
| 化工 | 7.81% | 10.17% | -2.36% | -26.15% | -18.80% | 7.36% | 是 | |
| 钢铁 | 2.84% | 6.13% | -3.29% | -21.40% | -2.43% | 18.97% | 是 | |
| 公用事业 | 5.13% | 9.06% | -3.93% | -1.21% | -0.36% | 0.85% | 是 | |
| 交通运输 | 4.72% | 9.25% | -4.53% | -19.88% | -7.60% | 12.28% | 是 | |
| 建筑装饰 | 9.37% | 13.98% | -4.61% | -18.14% | -10.42% | 7.72% | 是 | |
| 银行 | 13.45% | 18.28% | -4.83% | -33.23% | -15.17% | 18.06% | 是 | |
| 采掘 | 3.60% | 11.61% | -8.02% | -14.22% | -3.86% | 10.35% | 是 | |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：“差值”是指 2015-2019 年区间偏离度均值与 2010-2014 年区间偏离度均值之差，而“是否回归”比较的是上述差值是否大于 0，如果大于 0 则说明存在回归的趋势。“趋势迷你图”指的是 2010 年以来各个行业每年的历史偏离度走势。

（3）**从历史偏离度的变化幅度来看，我们会发现在 2014 年之后所有行业的历史偏离度变化幅度都在下降，但有些行业的变化幅度还是很大，有些行业的历史偏离度已经基本稳定在一个水准**。这意味着市场对于这些变化幅度较大的行业，**比如 TMT（除电子）、医药生物、家用电器、建筑材料以及轻工制造**等，仍存在较大的增长预期反复；而历史偏离度已经基本稳定的行业，比如**建筑装饰、有色金属、化工、非银金融以及农林牧渔**等，这意味着它们的年化收益率与 ROE 之间存在稳定的偏差，这种偏差我们认为可能是由于市场对于这些行业未来的增长预期悲观导致的长期回报向 ROE 回归的“屏障”，这种“屏障”我们认为会被这些行业的 ROE 明显改善而打破。

图9：部分行业的历史偏离度已经较为稳定，而有些行业的历史偏离度变化仍较大




数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，综合上述特征我们会发现，有些行业由于其“好赛道”的标签天生地年化回报就要高于 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”。但我们认为只要股票的长期回报最终都会向 ROE 回归，即终点是一样的，则回归的过程其实背后反映的就是市场认知的变化过程。**有的行业会从过度透支未来的增长预期中被修正，让收益率“等一等”ROE；而有的行业则会从过去过度悲观的增长预期中被修正，让收益率“追一追”ROE**。

如果我们以当年的年度收益率与当年 ROE 之差来衡量这种“追赶”的过程，则我们会发现几乎所有的行业都符合上述规律，而且如果剔除 2015 年流动性牛市的影响，除了家用电器、休闲服务、国防军工以及汽车以外，**其余行业从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑 ROE 的情况发生**，这与前文我们计算的万得全 A 的情形基本保持一致的。

如果站在这个视角来看，则我们就不难理解 2013 年创业板的结构性行情其实更多地是由于其高景气度（ROE 自 2012 年逐年回升至 2014 年）带来的补偿 2011-2012 年收益率大幅落后于 ROE 的偏离，而 2017 年消费与周期的行情则是由于它们相比于成长而言 ROE 仍在改善，同时前期 2015 年所“欠下的账”并没有成长那么多。因此，**2019-2020 年大部分行业其实都在“透支”未来的增长**。如果计算 2019-2020 年的区间年化收益率[2]以及对应的年化 ROE[3]，以前者减去后者的差值作为衡量这两年各个行业“透支程度”，则我们会发现大部分行业的透支程度均大于 0，尤其是**食品饮料、电子、电气设备、休闲服务**等行业，即便这几个行业的年化 ROE 很高，确实有成长性，然而年化回报却抢跑了太多，未来的预期收益率并不会很高；还有 7 个行业透支程度为负值，意味着它们的年化回报即便是在市场大部分行业表现较好的时候也没能“追上”ROE 水平。

[2] 2020 年的区间年化收益率计算区间截止至 2020 年 11 月 25 日。
[3] 2020 年的采用预测 ROE。

**图10：各行业板块每年的当年收益率与 ROE 偏离值**

| 行业 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 农林牧渔 | -13.0% | 81.7% | 154.5% | -51.0% | 82.1% | 12.6% | -40.9% | -11.3% | 11.9% | 11.1% | 59.2% | -21.9% | -20.8% | -26.8% | 30.2% | -10.8% |
| 采掘 | -27.5% | 43.1% | 241.6% | -85.9% | 154.5% | -22.9% | -43.5% | -17.4% | -42.4% | 15.9% | -2.5% | -7.5% | -5.8% | -40.5% | 1.6% | -4.3% |
| 化工 | -22.6% | 74.9% | 169.0% | -69.8% | 98.0% | -37.6% | -44.7% | -8.9% | -2.5% | 21.2% | 48.7% | -14.5% | -13.0% | -41.9% | 18.0% | 25.3% |
| 钢铁 | -32.8% | 96.2% | 159.0% | -76.6% | 93.6% | -35.0% | -32.0% | -3.3% | -18.6% | 76.8% | 13.6% | -11.1% | 5.6% | -45.7% | -10.4% | 0.9% |
| 有色金属 | -19.2% | 120.1% | 241.5% | -82.8% | 175.8% | 11.7% | -54.7% | 9.0% | -34.9% | 38.4% | 15.3% | -9.8% | 8.1% | -45.0% | 22.1% | 18.8% |
| 电子 | -19.6% | 44.6% | 125.1% | -62.0% | 147.3% | 32.9% | -49.2% | -5.6% | 35.1% | 11.5% | 66.1% | -20.0% | 5.0% | -49.2% | 66.7% | 21.2% |
| 家用电器 | -7.4% | 69.4% | 194.0% | -64.6% | 138.1% | -16.9% | -41.0% | 1.0% | 21.3% | 2.6% | 27.7% | -18.2% | 24.6% | -46.0% | 40.0% | 11.1% |
| 食品饮料 | -0.1% | 159.7% | 110.5% | -70.2% | 89.6% | 0.1% | -34.4% | -27.4% | -28.1% | -0.7% | 11.0% | -8.0% | 35.8% | -42.5% | 52.3% | 37.7% |
| 纺织服装 | -26.4% | 58.4% | 174.9% | -68.7% | 109.2% | -3.6% | -36.6% | -18.2% | -0.1% | 22.5% | 79.3% | -23.2% | -32.1% | -40.0% | 2.7% | -10.0% |
| 轻工制造 | -22.7% | 67.6% | 159.3% | -71.7% | 111.6% | -5.5% | -37.1% | -8.5% | 16.4% | 23.2% | 81.8% | -23.6% | -23.9% | -42.1% | 13.2% | 7.0% |
| 医药生物 | -16.6% | 62.2% | 176.4% | -54.2% | 86.3% | 14.7% | -44.2% | -3.8% | 24.4% | 3.8% | 44.6% | -25.2% | -8.6% | -37.4% | 28.4% | 21.6% |
| 公用事业 | -24.8% | 44.8% | 163.8% | -54.9% | 43.4% | -20.8% | -29.7% | -4.9% | -2.9% | 42.4% | 9.9% | -27.8% | -13.8% | -36.4% | -1.7% | -8.4% |
| 交通运输 | -20.5% | 58.7% | 150.8% | -73.5% | 73.1% | -27.2% | -41.7% | -12.0% | -1.3% | 55.4% | 23.4% | -30.4% | -3.9% | -38.1% | 9.2% | -2.6% |
| 房地产 | -9.9% | 144.1% | 152.2% | -75.4% | 103.7% | -38.1% | -35.6% | 17.9% | -25.6% | 53.2% | 33.7% | -30.1% | -12.5% | -42.3% | 10.3% | -21.0% |
| 商业贸易 | -7.5% | 120.9% | 178.6% | -70.5% | 98.2% | -8.7% | -47.1% | -21.3% | 2.6% | 25.1% | 40.9% | -20.1% | -21.0% | -41.3% | 1.8% | 1.4% |
| 休闲服务 | 2.3% | 100.8% | 109.8% | -75.4% | 124.4% | -1.3% | -34.1% | -5.5% | 11.4% | 31.2% | 69.6% | -30.2% | -14.2% | -20.2% | 18.6% | 51.1% |
| 建筑材料 | -23.6% | 103.0% | 178.5% | -72.7% | 116.9% | -1.5% | -50.3% | -4.1% | -19.1% | 34.0% | 22.7% | -7.4% | -6.6% | -47.9% | 34.9% | 10.3% |
| 建筑装饰 | -14.5% | 90.8% | 143.6% | -61.3% | 22.1% | -9.5% | -48.6% | 2.1% | -29.8% | 70.6% | 2.8% | -11.1% | -17.0% | -39.4% | -11.3% | -10.5% |
| 电气设备 | -10.9% | 72.8% | 191.5% | -58.1% | 56.1% | 0.3% | -52.0% | -20.4% | 35.3% | 22.8% | 52.8% | -24.4% | -16.2% | -38.6% | 19.0% | 53.3% |
| 国防军工 | 2.6% | 116.2% | 204.5% | -97.5% | 116.9% | 7.8% | -44.1% | -10.3% | 30.1% | 51.3% | 30.6% | -20.2% | -19.2% | -31.9% | 24.5% | 28.9% |
| 计算机 | -23.6% | 56.7% | 129.9% | -65.4% | 91.7% | 15.0% | -43.9% | -14.1% | 56.8% | 28.5% | 88.2% | -40.8% | -18.8% | -28.3% | 44.4% | 1.7% |
| 传媒 | -8.1% | 72.2% | 101.9% | -60.1% | 67.1% | -14.9% | -33.9% | -16.6% | 95.4% | 6.0% | 65.3% | -43.4% | -29.4% | -35.2% | 22.5% | 1.3% |
| 通信 | -14.0% | 68.4% | 112.5% | -73.7% | 71.9% | -14.6% | -32.6% | -27.8% | 29.1% | 34.2% | 66.1% | -18.7% | -6.0% | -33.2% | 20.4% | -7.3% |
| 银行 | -2.9% | 159.2% | 71.7% | -87.8% | 84.5% | -43.1% | -26.1% | -6.4% | -29.4% | 44.6% | -17.3% | -19.2% | 0.0% | -27.3% | 11.0% | -13.5% |
| 非银金融 | -23.7% | 282.3% | 152.8% | -75.7% | 86.1% | -40.0% | -42.8% | 20.5% | -15.2% | 108.2% | -34.2% | -24.5% | 6.7% | -33.6% | 33.7% | -7.4% |
| 汽车 | -21.8% | 99.0% | 202.9% | -90.4% | 229.3% | -26.7% | -27.3% | 12.1% | 10.6% | 23.0% | 32.3% | -23.7% | -13.7% | -43.6% | 7.9% | 41.2% |
| 机械设备 | -23.4% | 139.0% | 150.8% | -75.4% | 106.2% | 11.5% | -51.2% | -14.4% | 2.7% | 36.4% | 42.0% | -21.8% | -17.8% | -39.6% | 18.9% | 14.5% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色代表偏离度大于 0，绿色代表偏离度小于 0，大于 0 意味着收益率跑赢 ROE，小于 0 意味着 ROE 跑赢收益率。除标红的行业外，剔除 2015 年流动性牛市影响，其余行业未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况发生。2020 年的偏离度采用截止至 2020 年 11 月 25 日的年度收益率减去 2020 年预测 ROE。

**图11：各个行业 2019-2020 年的年化收益率与年化 ROE 的差距（未来 ROE 透支程度）**

| 所属行业 | 2020年预测ROE | 2019-2020年化收益率 | 2019-2020年化ROE | 2019-2020年偏离度（收益率透支程度） | 所属行业 | 2020年预测ROE | 2019-2020年化收益率 | 2019-2020年化ROE | 2019-2020年偏离度（收益率透支程度） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 食品饮料 | 21.46% | 65.87% | 21.00% | 44.87% | 传媒 | 10.68% | 16.52% | 4.52% | 12.00% |
| 电子 | 12.63% | 52.49% | 9.81% | 42.68% | 非银金融 | 11.95% | 23.35% | 11.89% | 11.46% |
| 电气设备 | 11.61% | 43.21% | 8.44% | 34.77% | 轻工制造 | 13.52% | 19.88% | 9.73% | 10.15% |
| 休闲服务 | 6.34% | 41.91% | 7.83% | 34.08% | 农林牧渔 | 24.12% | 28.39% | 19.58% | 8.81% |
| 国防军工 | 7.81% | 31.87% | 5.22% | 26.65% | 通信 | 7.28% | 9.50% | 3.36% | 6.14% |
| 医药生物 | 15.97% | 37.22% | 12.16% | 25.06% | 交通运输 | 4.06% | 9.06% | 6.05% | 3.01% |
| 家用电器 | 17.15% | 41.91% | 17.08% | 24.83% | 商业贸易 | 6.36% | 8.28% | 6.66% | 1.62% |
| 汽车 | 8.99% | 31.20% | 7.85% | 23.35% | 采掘 | 5.28% | 4.94% | 6.35% | -1.41% |
| 建筑材料 | 17.50% | 38.95% | 16.83% | 22.12% | 银行 | 10.56% | 9.22% | 11.23% | -2.01% |
| 计算机 | 10.04% | 28.62% | 6.81% | 21.81% | 纺织服装 | 8.75% | 2.85% | 6.53% | -3.68% |
| 化工 | 9.00% | 29.15% | 7.58% | 21.57% | 钢铁 | 7.91% | 3.24% | 8.13% | -4.89% |
| 有色金属 | 6.99% | 25.05% | 4.58% | 20.48% | 公用事业 | 10.22% | 3.45% | 8.50% | -5.05% |
| 机械设备 | 12.19% | 25.30% | 8.56% | 16.74% | 房地产 | 16.40% | 8.21% | 14.43% | -6.21% |
| 综合 | 7.94% | 19.78% | 5.42% | 14.35% | 建筑装饰 | 9.95% | -1.34% | 9.58% | -10.92% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：所有有预测数据的上市公司 2020 年 Q3 营业收入占全部上市公司的 85.09%。

在上述分析的基础上，在行业长期回报向 ROE 回归、短期“追赶”的过程中不会有连续三年收益率领跑 ROE 的历史规律下，我们对各个行业 2021 年的预期收益率进行了初步测算，具体测算的方法如下：

（1）首先我们通过 2021 年的预测 ROE 计算出 2019-2021 年三年的年化 ROE；

（2）根据前文分析，2021 年部分行业的收益率可能需要“等一等”ROE，而部分行业的收益率可能需要“追一追”ROE，因此我们通过选取不同情形下的三种历史

偏离度：基于近 5 年（2016-2020 年）的历史偏离度均值、基于 2020 年的历史偏离度以及 2019-2021 年的年化 ROE=年化收益率（即近三年历史偏离度为 0），来对 2021 年的预期收益率进行测算。

测算结果显示，如果行业 2021 年的累计收益率继续向累计 ROE 回归，则无论基于何种偏离度的假设，预期收益率排名靠前的行业始终是**房地产、建筑装饰、纺织服装、公用事业、钢铁**；而排名靠后的行业始终是**食品饮料、电子、电气设备、化工、休闲服务、国防军工以及有色金属**。化工和有色金属由于细分行业较多，我们进行了进一步拆分，我们发现：其中**黄金、化学制品、稀有金属**构成了主要拖累，相反，**塑料、工业金属、石油化工、化学纤维**可能是存在机遇的。

**图12：各个行业不同偏离度下的预期收益率**

| 所属行业 | 近五年累计偏离度均值 | 2020年累计偏离度（2005-2020） | 2021年预期ROE | 三年年化ROE（2019-2021） | 基于累计偏离度中枢的年化收益率 | 基于2020年累计偏离度的年化收益率 | 2019年收益率 | 2020年年初至今收益率 | 2021年预期收益率（基于累计偏离度均值） | 2021年预期收益率（基于2020年累计偏离度） | 2021年预期收益率（近三年年化ROE等于近三年年化收益率） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 房地产 | 1.78% | -0.90% | 16.80% | 15.21% | 16.99% | 14.31% | 22.75% | -4.60% | 36.74% | 27.55% | 30.60% |
| 农林牧渔 | 7.48% | 5.72% | 22.75% | 20.63% | 28.11% | 26.35% | 45.45% | 13.34% | 27.53% | 22.35% | 6.48% |
| 建筑装饰 | -2.64% | -5.00% | 10.25% | 9.81% | 7.16% | 4.81% | -2.12% | -0.56% | 26.43% | 18.27% | 36.02% |
| 纺织服装 | 0.58% | -1.94% | 10.97% | 7.99% | 8.57% | 6.05% | 7.09% | -1.22% | 20.98% | 12.74% | 19.04% |
| 钢铁 | -1.44% | -3.03% | 8.41% | 8.22% | 6.78% | 5.19% | -2.09% | 8.86% | 14.23% | 9.20% | 18.92% |
| 商业贸易 | 2.82% | 0.71% | 8.29% | 7.20% | 10.03% | 7.91% | 8.80% | 7.77% | 13.60% | 7.18% | 5.08% |
| 公用事业 | -2.60% | -4.22% | 10.81% | 9.26% | 6.67% | 5.05% | 5.12% | 1.81% | 13.41% | 8.31% | 21.89% |
| 通信 | 3.02% | 1.72% | 8.94% | 5.19% | 8.21% | 6.91% | 19.96% | -0.05% | 5.67% | 1.93% | -2.93% |
| 轻工制造 | 3.07% | 1.53% | 14.97% | 11.45% | 14.52% | 12.98% | 19.27% | 20.50% | 4.51% | 0.34% | -3.67% |
| 银行 | -4.89% | -5.44% | 10.54% | 11.00% | 6.11% | 5.56% | 22.93% | -2.96% | 0.16% | -1.39% | 14.64% |
| 家用电器 | 8.33% | 7.75% | 18.07% | 17.41% | 25.74% | 25.16% | 56.99% | 28.29% | -1.29% | -2.64% | -19.64% |
| 非银金融 | 1.66% | 1.13% | 13.29% | 12.36% | 14.01% | 13.49% | 45.51% | 4.56% | -2.59% | -3.92% | -6.78% |
| 传媒 | 2.11% | 0.84% | 13.04% | 7.29% | 9.40% | 8.12% | 21.20% | 12.02% | -3.56% | -6.90% | -9.05% |
| 综合 | 4.72% | 3.10% | 9.17% | 6.66% | 11.38% | 9.76% | 26.13% | 13.74% | -3.70% | -7.83% | -15.43% |
| 机械设备 | 3.43% | 2.58% | 13.59% | 10.22% | 13.64% | 12.80% | 23.92% | 26.71% | -6.52% | -8.60% | -14.73% |
| 医药生物 | 7.14% | 6.75% | 16.33% | 13.53% | 20.67% | 20.28% | 36.85% | 37.60% | -6.68% | -7.58% | -22.28% |
| 交通运输 | -3.77% | -4.41% | 8.51% | 6.86% | 3.09% | 2.46% | 17.28% | 1.42% | -7.89% | -9.58% | 2.60% |
| 汽车 | 7.12% | 6.51% | 10.75% | 8.81% | 15.93% | 15.32% | 14.60% | 50.21% | -9.50% | -10.92% | -25.16% |
| 计算机 | 5.63% | 5.20% | 12.07% | 8.53% | 14.16% | 13.73% | 48.04% | 11.74% | -10.06% | -11.07% | -22.72% |
| 建筑材料 | 3.14% | 2.62% | 17.27% | 16.98% | 20.11% | 19.60% | 51.03% | 27.84% | -10.24% | -11.40% | -17.10% |
| 采掘 | -7.12% | -7.78% | 6.82% | 6.51% | -0.61% | -1.27% | 9.07% | 0.97% | -10.86% | -12.61% | 9.71% |
| 有色金属 | 2.90% | 2.63% | 9.49% | 6.19% | 9.09% | 8.82% | 24.27% | 25.83% | -16.98% | -17.60% | -23.43% |
| 国防军工 | 6.13% | 6.04% | 9.11% | 6.50% | 12.63% | 12.54% | 27.19% | 36.73% | -17.83% | -18.03% | -30.54% |
| 休闲服务 | 7.30% | 8.49% | 16.02% | 10.49% | 17.80% | 18.98% | 27.92% | 57.42% | -18.83% | -16.36% | -33.01% |
| 化工 | -1.12% | -0.79% | 11.46% | 8.86% | 7.74% | 8.06% | 24.22% | 34.27% | -25.03% | -24.34% | -22.66% |
| 电气设备 | 4.31% | 5.00% | 13.48% | 10.10% | 14.41% | 15.09% | 24.37% | 64.91% | -26.98% | -25.67% | -34.93% |
| 电子 | 7.54% | 7.85% | 14.74% | 11.43% | 18.97% | 19.27% | 73.77% | 33.81% | -27.59% | -27.02% | -40.50% |
| 食品饮料 | 3.91% | 5.80% | 22.43% | 21.48% | 25.38% | 27.27% | 72.87% | 59.16% | -28.36% | -25.07% | -34.85% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：累计偏离度意为 2005 年至 2020 年的年化收益率减去年化 ROE；近五年累计偏离度中枢意为近五年的累计偏离度均值；2020 年与 2021 年 ROE 采用分析师一致预期数据进行测算，所有有预测数据的上市公司 2020 年 Q3 营业收入占全部上市公司 85.09%。

**图13：化工和有色的细分行业中，塑料、工业金属、金属非金属新材料、化学原料等行业的预期收益率排名靠前**

| 所属行业 | 近五年累计偏离度均值 | 2020年累计偏离度（2005-2020） | 2021年预期ROE | 三年年化ROE（2019-2021） | 基于累计偏离度中枢的年化收益率 | 基于2020年累计偏离度的年化收益率 | 2019年收益率 | 2020年年初至今收益率 | 2021年预期收益率（基于累计偏离度均值） | 2021年预期收益率（基于2020年累计偏离度） | 2021年预期收益率（近三年年化ROE等于近三年年化收益率） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 塑料 | 9.64% | 7.22% | 15.03% | 9.76% | 19.41% | 16.99% | 3.10% | 39.95% | 18.00% | 10.96% | -8.35% |
| 工业金属 | 9.08% | 7.41% | 8.07% | 5.38% | 14.45% | 12.78% | 16.17% | 19.78% | 7.74% | 3.10% | -15.91% |
| 金属非金属新材料 | 8.09% | 6.20% | 11.13% | 9.15% | 17.24% | 15.36% | 29.36% | 16.05% | 7.35% | 2.26% | -13.37% |
| 化学原料 | 6.37% | 4.64% | 11.79% | 8.69% | 15.07% | 13.33% | 19.18% | 20.28% | 6.28% | 1.53% | -10.42% |
| 化学纤维 | 9.39% | 8.75% | 20.13% | 17.56% | 26.95% | 26.31% | 33.31% | 45.02% | 5.83% | 4.24% | -15.96% |
| 石油化工 | -7.83% | -8.89% | 7.07% | 6.74% | -1.09% | -2.15% | -1.43% | -4.60% | 2.89% | -0.39% | 29.31% |
| 橡胶 | 6.53% | 4.93% | 15.34% | 12.68% | 19.22% | 17.61% | 31.84% | 26.48% | 1.62% | -2.44% | -14.19% |
| 稀有金属 | 11.06% | 10.03% | 7.59% | 3.23% | 14.29% | 13.26% | 29.12% | 25.09% | -7.57% | -10.04% | -31.89% |
| 化学制品 | 3.40% | 3.64% | 13.37% | 8.55% | 11.95% | 12.19% | 30.85% | 37.47% | -22.00% | -21.51% | -28.90% |
| 黄金 | -26.21% | -21.22% | 13.44% | 9.49% | -16.72% | -11.73% | 27.21% | 45.75% | -68.85% | -62.90% | -29.20% |

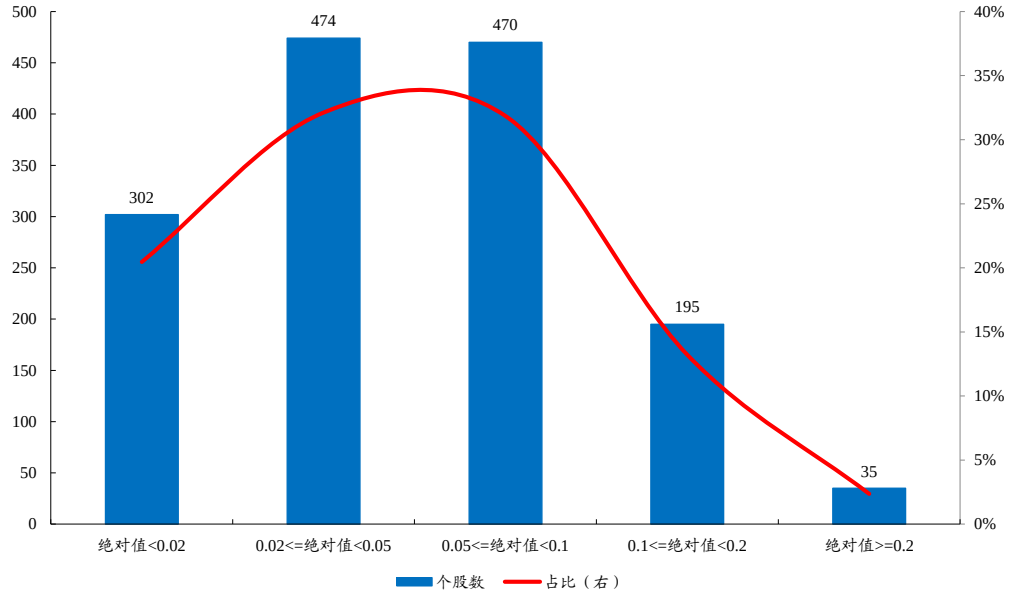
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、个股确定性溢价：是否值得

从个股的长期回报与 ROE 的匹配程度来看，我们选取 2010 年及之前上市的 1476 家公司作为分析样本，发现在 2010-2019 年的区间内，**年化收益率与年化 ROE 的差**

**值绝对值在 10%以内的公司共 1246 家，占比高达 84.42%**，说明绝大多数公司的年化回报与年化 ROE 也是匹配的。而剩下的历史偏离度绝对值在 10%以上的 230 家（占比 15.58%）公司中，大部分的历史偏离度为负值（181 家，占比 78.69%），这也就意味着这些企业的长期回报与 ROE 之间存在较大的差距；而只有 49 家公司的历史偏离度为正，其中 85.71%的 ROE 为负为亏损型企业，仅有 7 家年化 ROE 为正，这 7 家年化收益率跑赢年化 ROE 的上市公司分别是：美年健康、紫光国微、东方雨虹、爱尔眼科、长春高新、科大讯飞以及恒力石化。**由此看来长期收益率能够跑赢 ROE 的公司寥寥无几，为优质白马。这意味着如果长期允许个股收益率偏离 ROE 水平，投资者持有这些组合的胜率是较低的。**

**图14：从个股的视角来看，2010 年及之前上市的公司中有高达 84.42%的公司其年化收益率与年化 ROE 的差值绝对值在 10%以内**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**表4：2010 年及之前上市的公司中，能够实现过去 10 年长期回报高于 ROE 10%以上的公司仅有 7 家，且均为优质白马股**

| 股票代码 | 股票简称 | 上市日期 | 所属行业 | 年化 ROE | 年化收益率 | 长期匹配度 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 002044.SZ | 美年健康 | 2005/5/18 | 医药生物 | 9.53% | 24.72% | 15.20% |
| 002049.SZ | 紫光国微 | 2005/6/6 | 电子 | 11.42% | 26.00% | 14.58% |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 2008/9/10 | 建筑材料 | 20.22% | 32.44% | 12.23% |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 2009/10/30 | 医药生物 | 17.83% | 29.30% | 11.46% |
| 000661.SZ | 长春高新 | 1996/12/18 | 医药生物 | 9.61% | 20.97% | 11.36% |
| 002230.SZ | 科大讯飞 | 2008/5/12 | 计算机 | 14.28% | 25.51% | 11.22% |
| 600346.SH | 恒力石化 | 2001/8/20 | 化工 | 0.85% | 11.68% | 10.84% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**胜率较低的背后，其实隐含了一个有意思但其实又很朴实的结论：从历史上看，能够长期实现高增长的公司寥寥无几。**伟大的公司往往在被认知为伟大之时，存在较大的幸存者偏差，即人们只看到了历史筛选的结果，却容易忽略历史筛选的进程。

如果我们以 ROE 去衡量公司的成长性，以 A 股为例，在所有 2009 年及之前又 ROE 数据的 2401 只个股中，自 2009 年以来的 ROE 连续≥15%的个股仅有 10 只（占

比 0.42%），连续在 10%~15%之间的仅有 31 只（占比 1.29%），连续在 0%~10%之间的仅有 12 只（占比 0.50%），即连续 ROE 为正的仅有 53 只，占比仅为 2.21%。而如果把初始时间换成 2015 年，则对应的连续 ROE 为正的个股有 160 只，占比为 4.23%。**这可以另外一个角度审视所谓的“确定性溢价”**：在经济尚处高增长阶段能够实现稳定股东回报的公司寥寥无几，A 股在过去几年是否给出了过多和过广的确定性溢价。

这还仅仅只是依赖于 ROE 这一个指标进行的筛选结果，如果加上净利润增速等其他筛选指标，符合条件的个股数只会更少，我们通过统计发现自 2009 年以来，**没有一只个股**能够满足 ROE 和扣非净利润增速连续≥15%，**仅有一只个股**满足 ROE 连续≥15%且扣非净利润增速在 10%~15%之间。

**表5：A 股长期具备成长性的公司凤毛麟角**

| ROE 增速连续 | ≥15% | 10%~15% | 0%~10% | 0%以上总计 |
|---|---|---|---|---|
| 自 2009 年以来的个股数 | 10 | 31 | 12 | 53 |
| 占比 | 0.42% | 1.29% | 0.50% | 2.21% |
| 自 2015 年以来的个股数 | 40 | 47 | 73 | 160 |
| 占比 | 1.06% | 1.24% | 1.93% | 4.23% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 走向新共识：回归 ROE

到目前为止，2020 年可以算的上是历史上值得铭记的风格切换的一年：从上半年疫情爆发后形成的极致成长风格，再到经济逐步走出疫情之后的复苏叠加利率上行带来的风格反复，最终到国内经济复苏深化、全球流动性拐点的形成带来的全球风格切换的共振。**风格切换背后的核心逻辑其实也正体现了长期回报向 ROE 水平回归的过程**。而面对 2019-2020 年大部分行业的收益率“抢跑”ROE，如果投资者对于 2021 年的流动性与政策环境的基准假设无法超越 2019-2020，那么需要认识到 2021 年市场收益率大概率会向均值回归——当然这种回归并非一定在一年内完成。**需要强调的是，这不意味着我们对于市场的悲观，因为我们看好盈利弹性本身，它将构成 2021 年 A 股重要收益来源。**

那么在这样的背景下，行业选择将变得关键，我们根据前文测算的 2021 年行业预期收益率，无论在何种偏离度假设下均为正的行业有：**房地产、农林牧渔、建筑装饰、纺织服装、钢铁、商业贸易、公用事业**；三种偏离度假设下均值为正的行业有：**房地产、建筑装饰、农林牧渔、纺织服装、公用事业、钢铁、商业贸易、银行、通信、轻工制造、化工中的塑料以及石油化工**。上述行业将面对最小的估值压力，应该是投资者关注的焦点。当然通过产业趋势和景气程度判断其中 ROE 的弹性，也是我们下一阶段的核心任务。

同样的，隐藏在 TMT 中有大量与经济周期相关资产，其 ROE 与收益率匹配相对较好，由于其经济相关性不被市场偏好，但是其景气程度恰恰将带来 ROE 的弹性，这都将期待市场投资者对其景气做更多挖掘。而对于可选消费当下的位置，我们建议投资者不要以历史上经济复苏中股价的弹性进行“刻舟求剑”，需要评估其收益率对于 ROE 水平的透支，找到具有性价比的方向。

## 5、 风险提示

国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

## 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R3（中风险），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。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn