

策略

证券研究报告

2020年01月12日

科技板块轮番表现，后续应该关注的核心问题是？

核心结论：

1、在 11 月下旬开始的多篇报告和路演中我们提到，年度配置方向的胜负手，包括：**【新能源车】、【PCB】、【光伏】、【面板】、【传媒】、【竣工链条】**。目前来看，逻辑正在逐步兑现，这其中大部分板块在年末年初都有明显上涨。

2、但是当前大家担心的是，这其中很多板块，包括消费电子在内，经过轮番上阵以后，从估值和涨幅来看，已经过渡消耗了不少的预期。那么春季躁动过后，2020 年是否可能面临压力？本篇策略报告，我们主要从几个方面对此进行展开：

(1) 中短期持股（一年维度）决定股票超额收益的是什么？

(2) 为什么对于长期持股估值是非常重要的指标，而短期持股几乎没有正面贡献？

(3) 对于科技股，当前应当重点关注的问题是什么？

(4) 天风策略 ROE 选股模型如何验证上述问题？

风险提示：经济下行风险，政策不及预期风险等

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 联系人
wuliyanyan@tfzq.com

相关报告

1 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 B-全面降准改善资金面，北上流入与基金发行齐放量-一周资金面及市场情绪监控（20191230-20200103）》
2020-01-07

2 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 B-基金发行活跃，北上流入放缓-一周资金面及市场情绪监控（1223-1227）》
2020-01-01

3 《投资策略：策略·上周股市流动性评级为 B-央行公开市场加大投放，市场情绪显著回暖-一周资金面及市场情绪监控（1216-1220）》
2019-12-24



内容目录

1. 中短期持股（一年维度）决定股票超额收益的是什么？	4
2. 为什么对于长期持股估值是非常重要的指标，而短期持股几乎没有正面贡献？	7
2.1. 在景气度趋势改善的过程中，盈利大概率是不断超预期的	11
2.2. 什么类型和阶段的公司，可以给更高的估值？	23
3. 对于科技股，当前应当重点关注的问题是什么？	24
4. 实证检验：天风策略 ROE 选股模型如何验证上述问题？	26

图表目录

图 1：涨幅分组与每组的 ROE 中位数	5
图 2：涨幅分组与每组的 ROE 变化率	5
图 3：涨幅分组与每组的扣非增速中位数	5
图 4：涨幅分组与每组的扣非增速变化率	6
图 5：涨幅分组与每组的营收增速中位数	6
图 6：涨幅分组与每组的营收增速变化率	6
图 7：涨幅分组与每组的毛利率中位数	7
图 8：涨幅分组与每组的毛利率变化率	7
图 9：涨幅分组与每组的当年年初 PE	8
图 10：涨幅分组与每组的当年年初 PB 历史分位	8
图 11：电子当年分组与每组的当年年初 PE	9
图 12：医药当年分组与每组的当年年初 PE	9
图 13：全市场第一年分组与每组的当年年初 PB 历史分位	10
图 14：全市场第 1-3 年分组与每组的当年年初 PB 历史分位	10
图 15：全市场第 1-5 年分组与每组的当年年初 PB 历史分位	11
图 16：立讯精密净利润增速与增速预测（最近年度）	12
图 17：2014 年立讯精密净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	12
图 18：2019 年立讯精密净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	13
图 19：海天味业净利润增速与增速预测（最近年度）	13
图 20：2014 年海天味业净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	14
图 21：2017 年海天味业净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	14
图 22：爱尔眼科净利润增速与增速预测（最近年度）	15
图 23：2018 年爱尔眼科净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	15
图 24：2019 年爱尔眼科净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	16
图 25：隆基股份净利润增速与增速预测（最近年度）	16
图 26：2017 年隆基股份净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	17
图 27：2019 年隆基股份净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	17
图 28：大族激光净利润增速与增速预测（最近年度）	18
图 29：2014 年大族激光净利润增速、增速预测（%）及股价（元）	18

图 30: 2017 年大族激光净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	19
图 31: 生益科技净利润增速与增速预测 (最近年度)	19
图 32: 2017 年生益科技净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	20
图 33: 2019 年生益科技净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	20
图 34: 亿纬锂能净利润增速与增速预测 (最近年度)	21
图 35: 2015 年亿纬锂能净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	21
图 36: 2019 年生益科技净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	22
图 37: 兆易创新净利润增速与增速预测 (最近年度)	22
图 38: 2017 年亿纬锂能净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	23
图 39: 2019 年兆易创新净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)	23
图 40: 不同类型个股 ROE 及理论 PE	24
图 41: 业绩相对趋势继续有利于创业板的表现	24
图 42: 电子行业景气度处于改善的起点	25
图 43: 传媒行业景气度处于改善的起点	25
图 44: 计算机行业景气度处于改善的起点	25
图 45: 通信行业景气度处于改善的起点	26
图 46: 超额收益的推动力切换到科技: 内生产业	26
图 47: 景气成长的基准组合	27
图 48: 基准组合的历史表现	27
图 49: 实验 1 的指标调整	28
图 50: 实验 1 的回测结果	28
图 51: 实验 2 的指标调整	29
图 52: 实验 2 的回测结果	29
图 53: 实验 3 的指标调整	30
图 54: 实验 3 的回测结果	30
图 55: 实验 4 的指标调整	31
图 56: 实验 4 的回测结果	31

核心结论：

1、在 11 月下旬开始的多篇报告和路演中我们提到，年度配置方向的胜负手，包括：**【新能源车】**、**【PCB】**、**【光伏】**、**【面板】**、**【传媒】**、**【竣工链条】**。目前来看，逻辑正在逐步兑现，这其中大部分板块在年末年初都有明显上涨。

2、但是当前大家担心的是，这其中很多板块，包括消费电子在内，经过轮番上阵以后，从估值和涨幅来看，已经过渡消耗了不少的预期。那么春季躁动过后，2020 年是否可能面临压力？本篇策略报告，我们主要从几个方面对此进行展开：

(1) 中短期持股（一年维度）决定股票超额收益的是什么？

(2) 为什么对于长期持股估值是非常重要的指标，而短期持股几乎没有正面贡献？

(3) 对于科技股，当前应当重点关注的问题是什么？

(4) 实证检验：天风策略 ROE 选股模型如何验证上述问题？

1. 中短期持股（一年维度）决定股票超额收益的是什么？

中短期投资很大程度上是景气度投资，中短期的涨跌幅取决于景气度的变化，即盈利水平及盈利趋势。我们在 2020 年度策略报告《敬畏趋势——论“少部分公司”牛市推动力的切换》中对此，也有详细的分析。

具体做法：

1) 将个股年度涨幅分为 10 组：“90%-100%”代表涨幅最高的分组，“0%-10%”代表涨幅最低的分组；

2) 统计每组成份股当年的财务指标的中位数；

3) 每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；

4) 涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

历史统计数据显示了一个一般性规律：中短期涨幅大小与盈利水平/盈利变化幅度的高低，呈现出线性正相关关系。表现这种关系的财务指标主要有四组：ROE 和 ROE 变化率、净利润增速和净利润增速变化率、营收增速和营收增速变化率、毛利率的变化率。

第一，ROE 变化率，与涨幅高低，在每一年均体现出正相关性。ROE 的绝对水平，与涨幅高低的正相关性在某些年份会失效，比如 2014 年。对市场中短期（1 年）涨幅的指导作用，ROE 变化率（即边际变化，一阶拐点）强于 ROE 的绝对水平。

第二，扣非增速变化率，与涨幅高低，在每一年均体现出正相关性，即涨幅越大的分组，其当年扣非增速提升幅度也越大。

第三，毛利率的绝对水平，与涨幅高低的正相关性在某些年份会失效，比如 09、14、16 年。但毛利率的变化率与涨幅的正相关性在所有年份都成立，即涨幅越大的分组，其当年毛利率提升幅度也越大。同样的规律还表现在营收增速与营收增速变化率这组指标上。

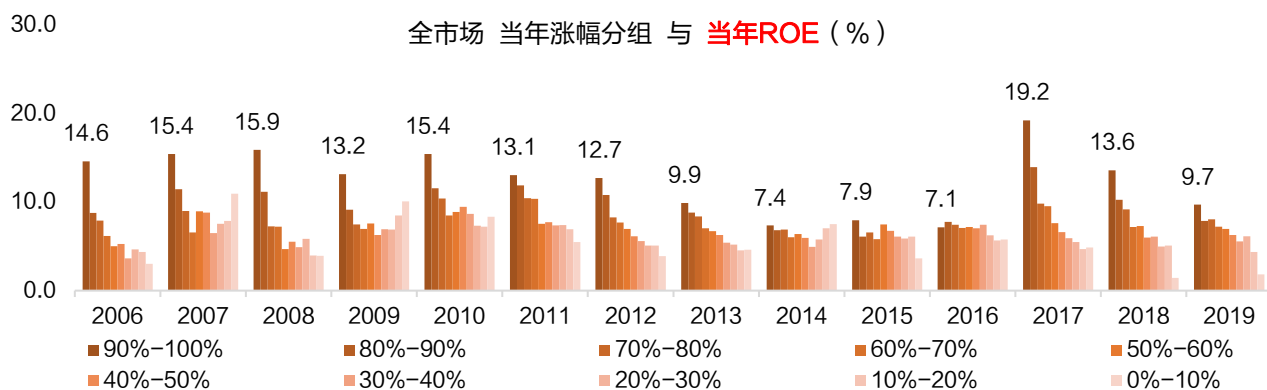
总结：

1) 中短期涨幅大小，与盈利水平的高低或盈利边际变化幅度，均有明显正相关性；

2) 盈利边际变化（盈利趋势）对涨跌表现的指导意义强于盈利的绝对水平；

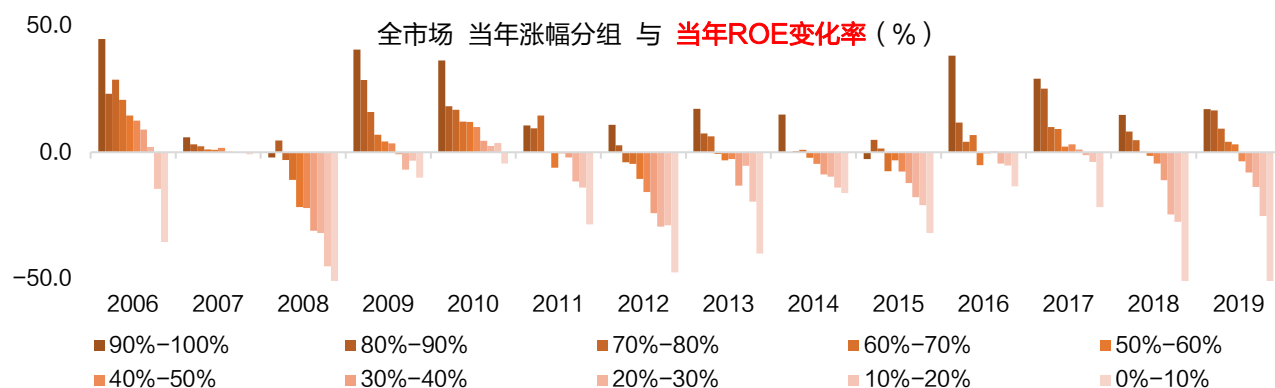
3) 另外，中短期涨跌与估值高低关系不大，特别在成长股高增长或加速增长阶段，盈利的趋势性最重要，估值反而是次要因素。

图 1：涨幅分组与每组的 ROE 中位数



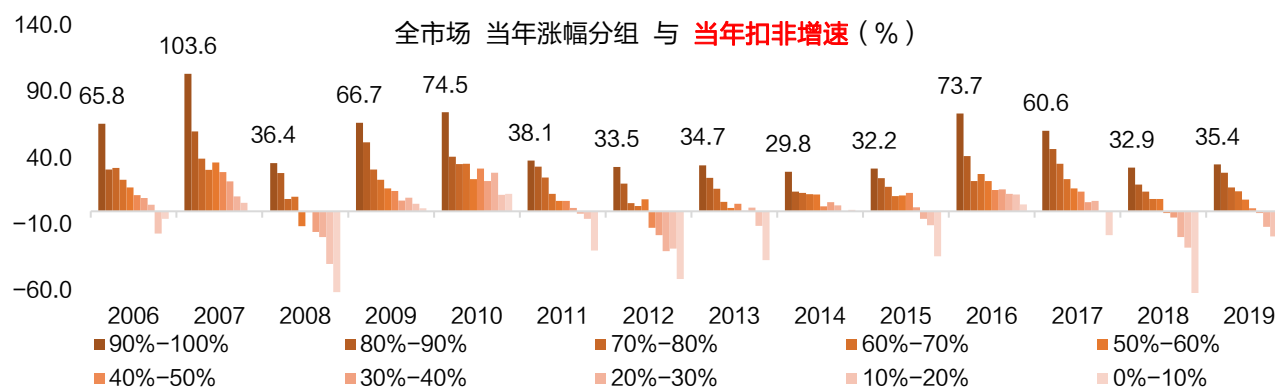
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：涨幅分组与每组的 ROE 变化率



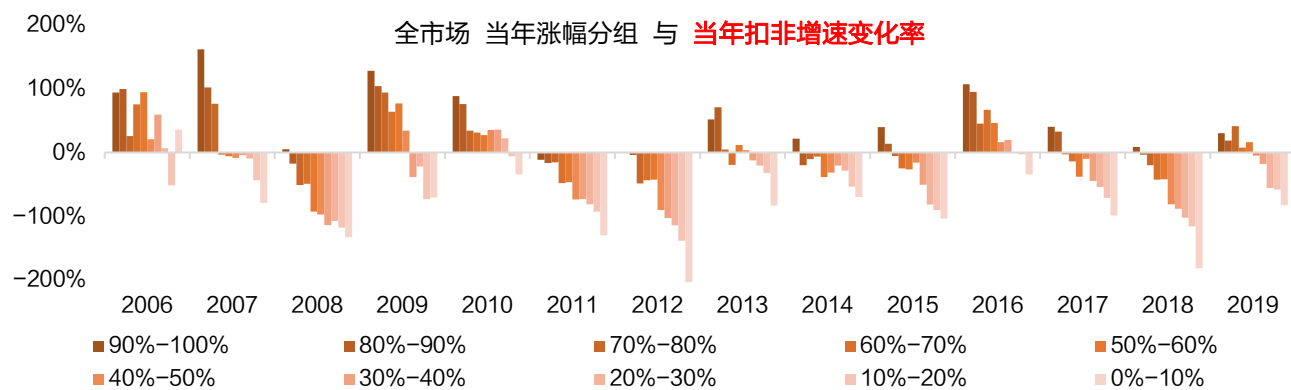
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：涨幅分组与每组的扣非增速中位数



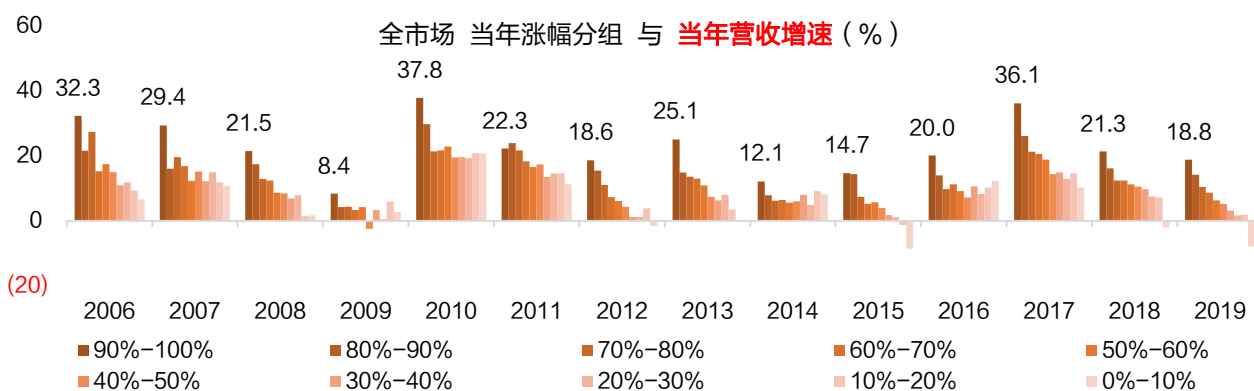
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 4：涨幅分组与每组的扣非增速变化率



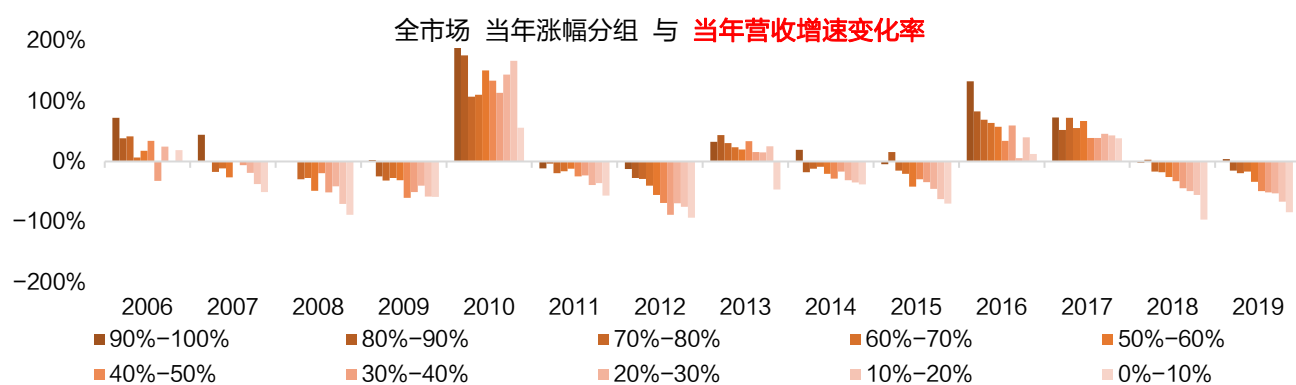
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：涨幅分组与每组的营收增速中位数



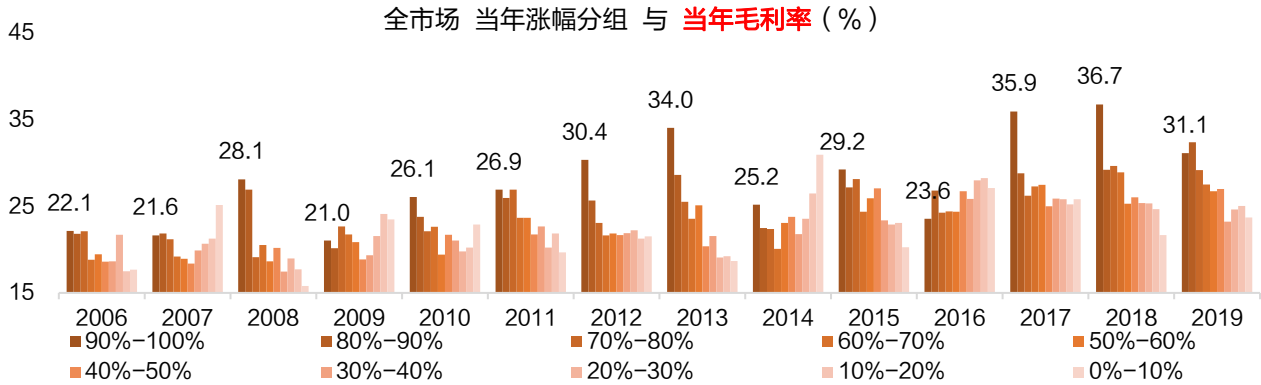
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 6：涨幅分组与每组的营收增速变化率



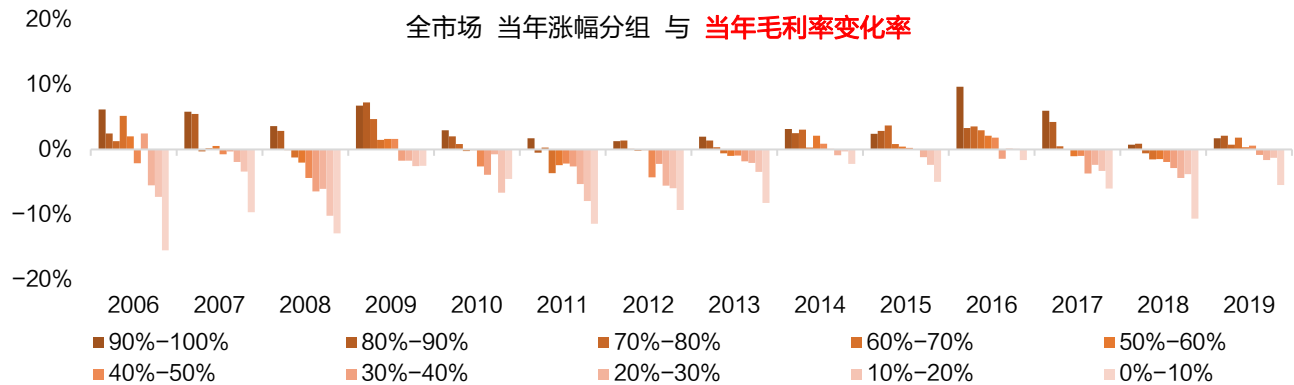
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：涨幅分组与每组的毛利率中位数



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 8：涨幅分组与每组的毛利率变化率

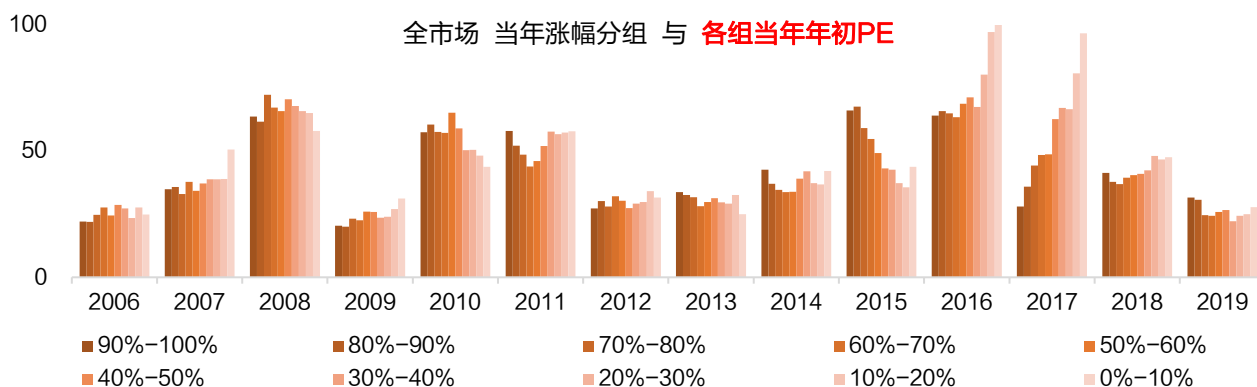


资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

2. 为什么对于长期持股估值是非常重要的指标，而短期持股几乎没有正面贡献？

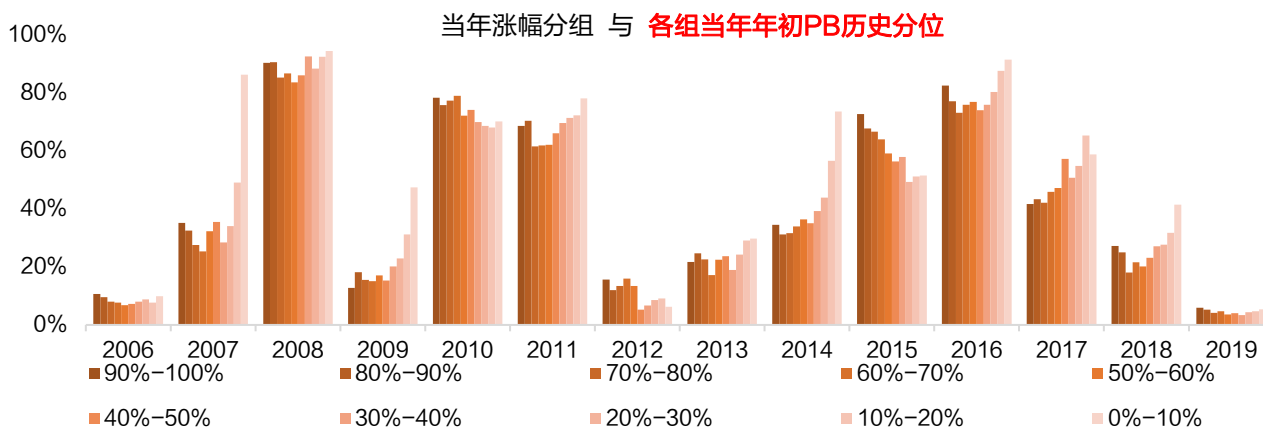
估值指标方面，不管是 PE 还是 PB 分位数，其指标大小与各组涨幅的高低，没有明显的关系。估值与涨幅，在有些年份表现出正相关性（涨幅大的估值高），如 10、15 年；有些年份表现出负相关性（涨幅小的估值低），如 17、18 年；在更多的年份，估值与涨幅表现出的规律并不明显。

图 9：涨幅分组与每组的当年年初 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

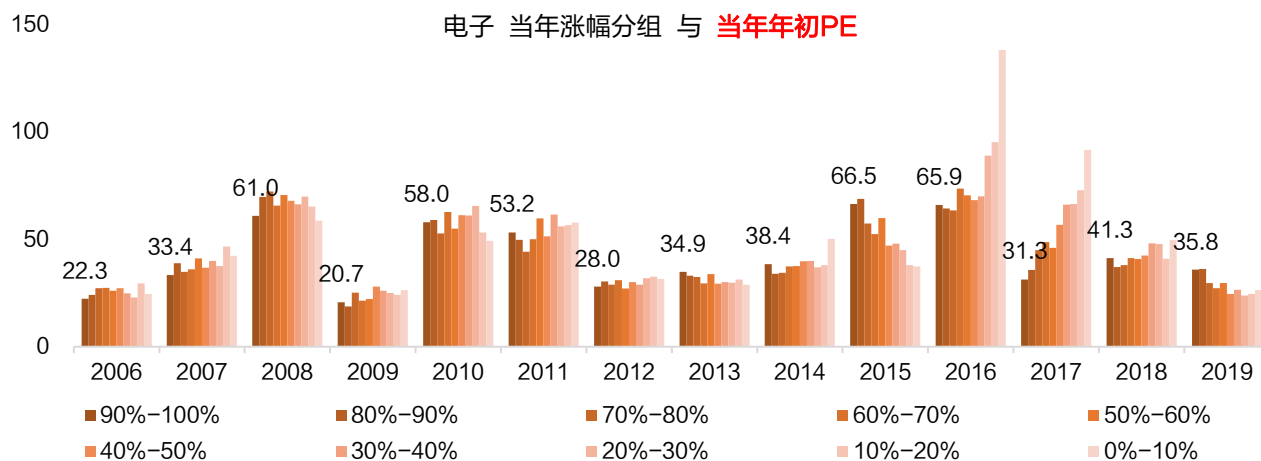
图 10：涨幅分组与每组的当年年初 PB 历史分位



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

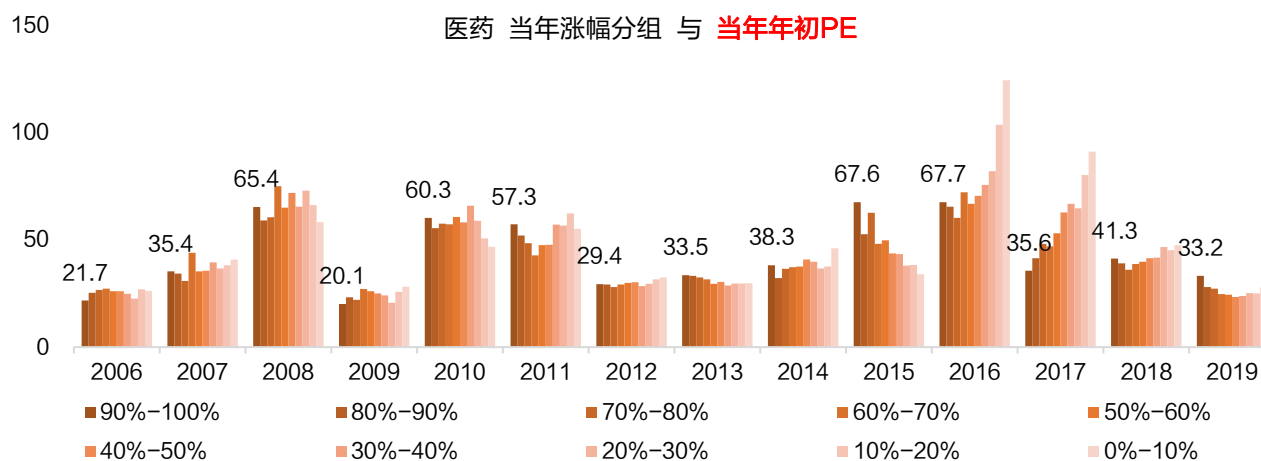
估值与涨幅的关系，事实上不仅在全市场表现出上述的规律，在具体的行业内部也是如此。这里以体量较大的电子和医药为例，涨幅的大小与估值的高低未有明确关系，这说明：若只按低估值的逻辑进行选股，则在中短期（1 年）之内获得的投资收益可能并不理想。中短期涨跌更大程度上取决于盈利水平及盈利的边际变化。

图 11：电子当年分组与每组的当年年初 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 12：医药当年分组与每组的当年年初 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

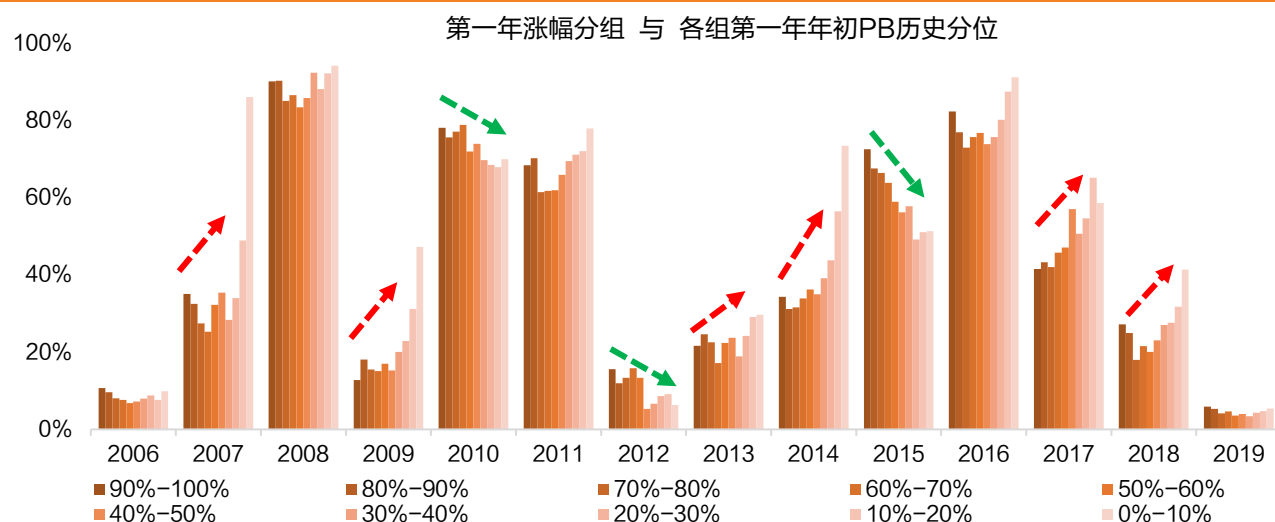
在下边图表中，我们分别统计三个时间段涨幅与估值的关系：**第 1 年、第 1-3 年、第 1-5 年的涨幅分组（10 组），与各组第 1 年初 PB 历史分位数的关系。**

有以下几点结论：

1.如前文所述，短周期（1 年）的涨幅与估值关系最不明显，有时正向、有时反向，有时不相关，**这说明：短周期不能以估值作为单一指标来选股。**

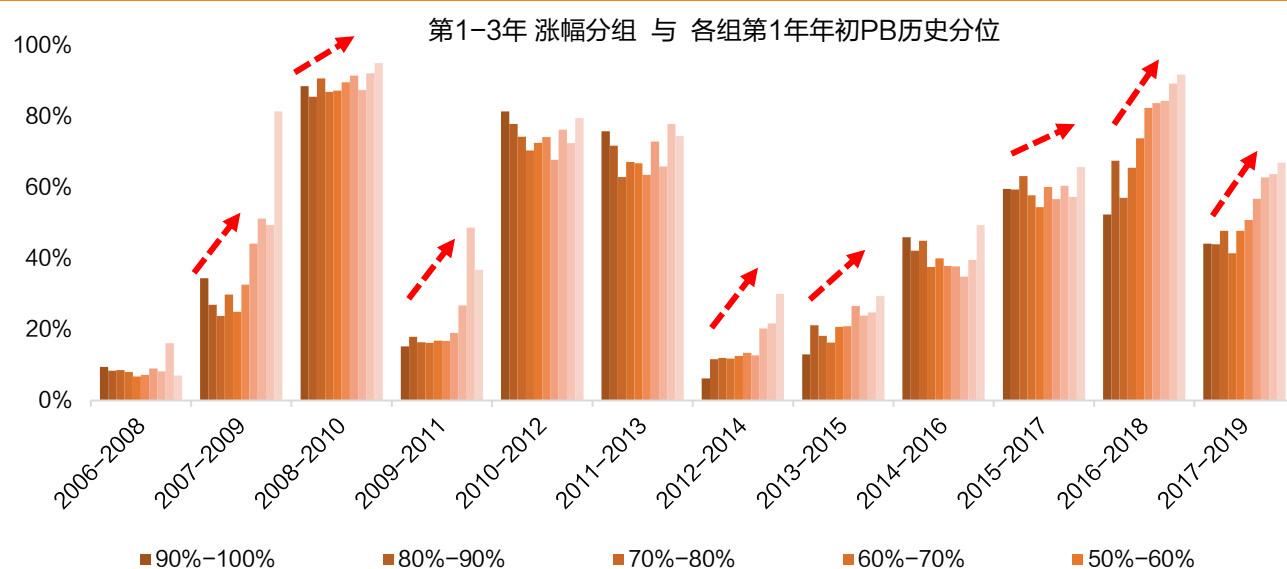
2.长周期，3 年涨幅或 5 年的涨幅与期初估值的关系表现为两种情况：一是涨幅高的估值低，二是涨幅与估值关系不确定。但基本不会出现长期涨幅高的分组，其估值也高的情况，**这说明：低估值对长期收益率的影响较明显，长期择股应将估值作为重要的考虑指标。**

图 13：全市场第一年分组与每组的的第一年年初 PB 历史分位



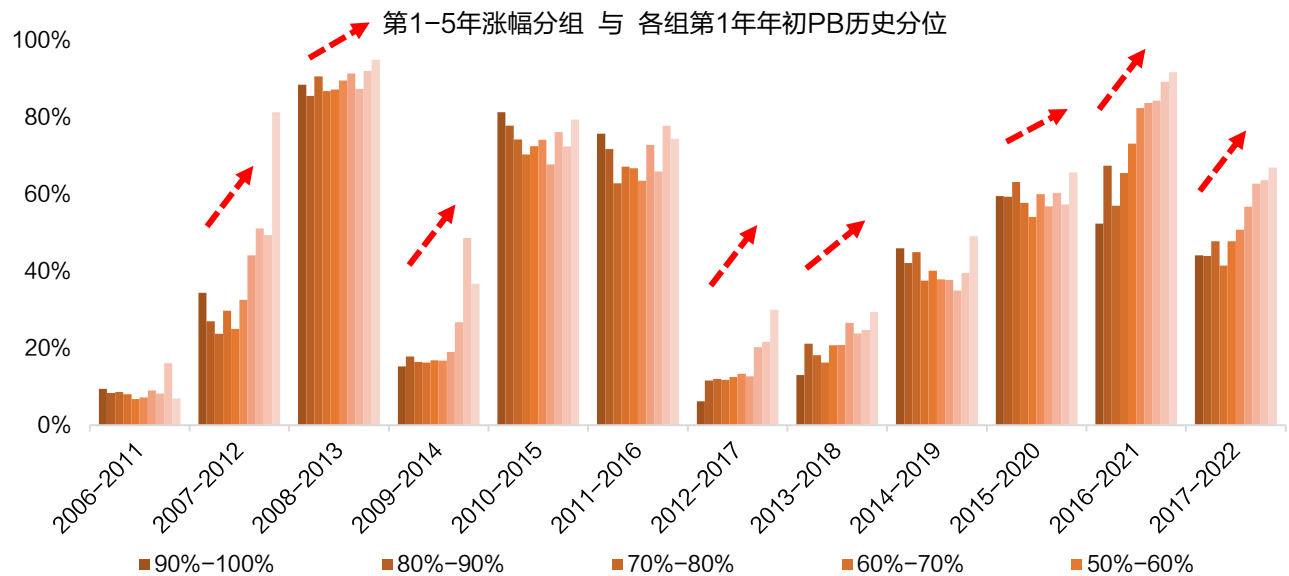
资料来源: Wind, 天风证券研究所。注: 1、每个年份的涨幅分组, 由左到右 (颜色由深到浅), 涨幅分别由高到低; 2、各组的财务指标取中位数; 3、涨幅统计的是当年的涨幅, 财务指标来自当年年报, 如 20180101-20181231, 对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 14：全市场第 1-3 年分组与每组的的第一年年初 PB 历史分位



资料来源: Wind, 天风证券研究所。注: 1、每个年份的涨幅分组, 由左到右 (颜色由深到浅), 涨幅分别由高到低; 2、各组的财务指标取中位数; 3、涨幅统计的是当年的涨幅, 财务指标来自当年年报, 如 20180101-20181231, 对应的财务指标归属 2018 年年报。

图 15：全市场第 1-5 年分组与每组的第一年年初 PB 历史分位



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

上文中，我们用历史统计数据阐述了一个一般性规律：**即中短期（1 年）涨幅大小与估值关系不大，主要取决于盈利的高低和盈利的边际变化。**那么，如何理解市场的这种规律表现？

这里，我们从两个角度进行解释：

一是当一家公司快速增长或加速增长时，未来的盈利预期通常会随之上调，进而估值得到扩张。估值的提升或收缩，本质上是对未来盈利预期的调整，若预期盈利向上，则估值扩张；若预期盈利向下，则估值收缩。当一家公司盈利增速较高或加速增长时，市场对该公司未来的盈利预期也会随之上调，表现为估值的扩张（盈利估值双击），此时估值通常都较高，因此，估值并不能作为中短期的买卖依据。

二是处于高增长阶段的成长股，理论上也可拥有较高的估值。这点我们可以从三阶段增长模型推导分析。

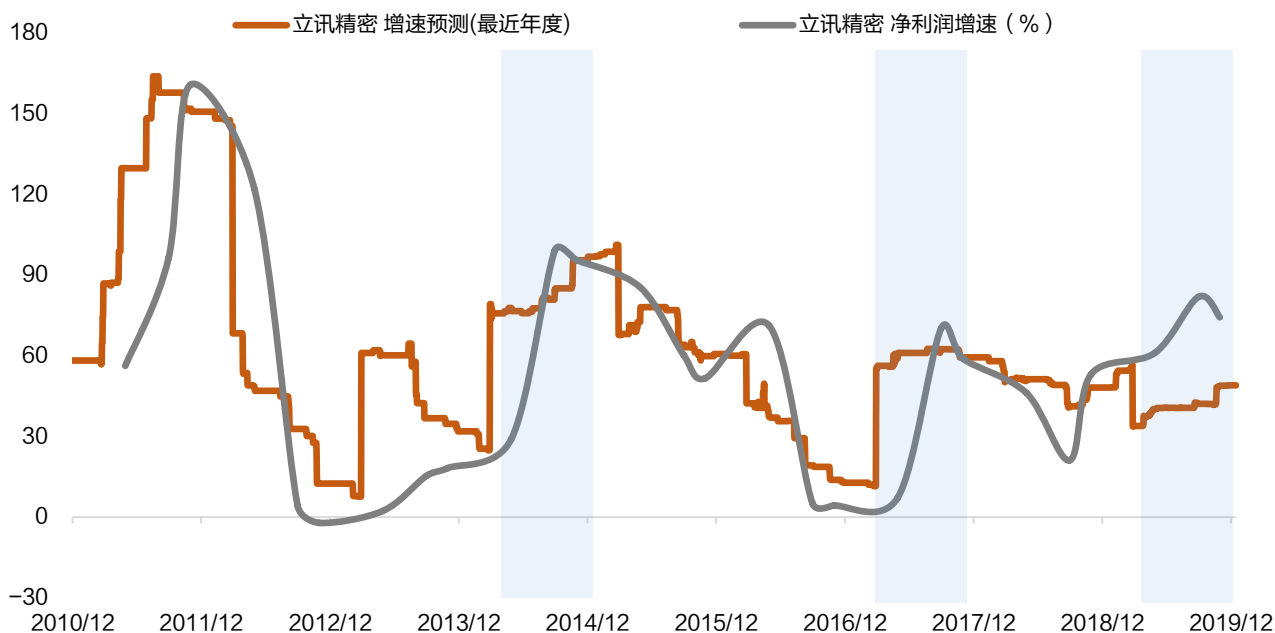
因此，在成长股高增长阶段，特别是加速增长阶段，盈利的趋势性最重要，估值反而是次要因素。

2.1. 在景气度趋势改善的过程中，盈利大概率是不断超预期的

当一家公司快速增长或加速增长时，未来的盈利预期通常会随之上调，进而估值得到扩张。对于这一点的判断，我们可从具体个股的表现进一步得到验证：**在其增速向上的阶段，通常也伴随着盈利预期的上调，以及股价的上涨。而股价下跌的拐点，也对应盈利趋势的拐点。**

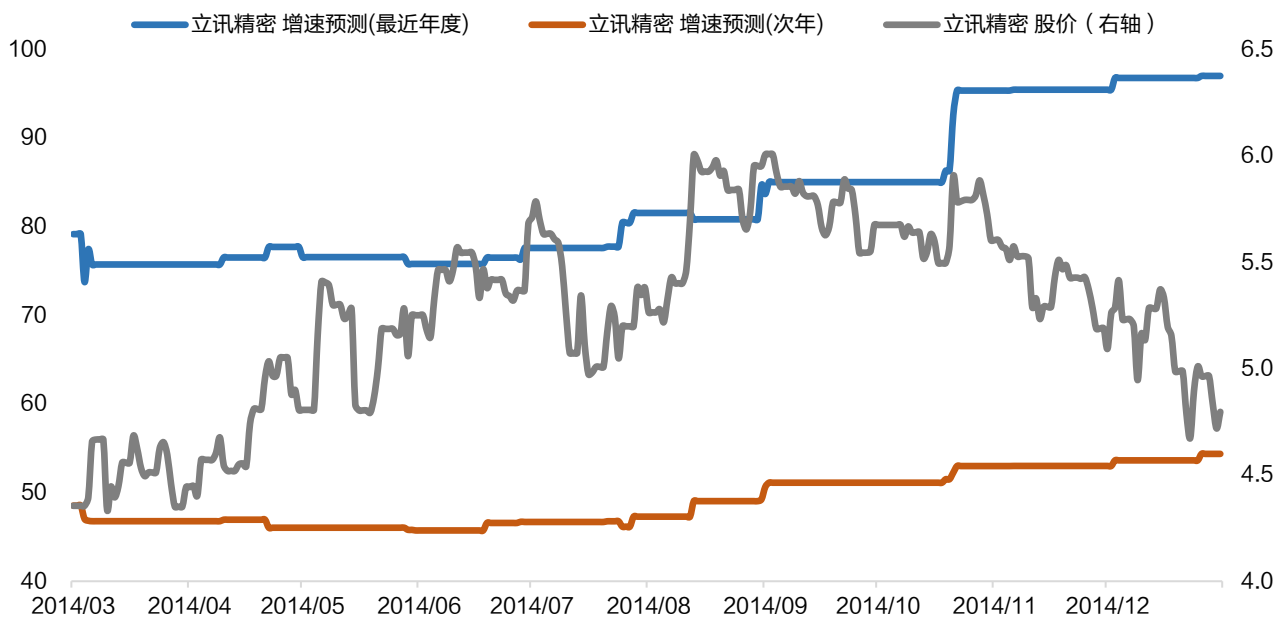
立讯精密：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 16：立讯精密净利润增速与增速预测（最近年度）



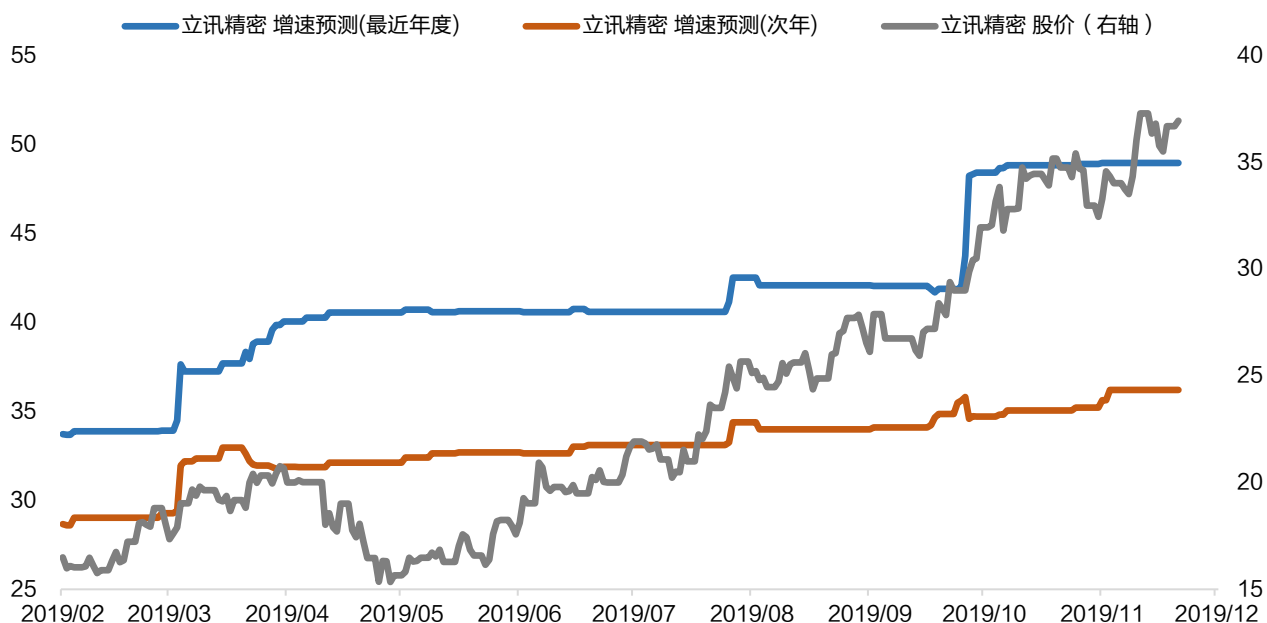
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 17：2014 年立讯精密净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

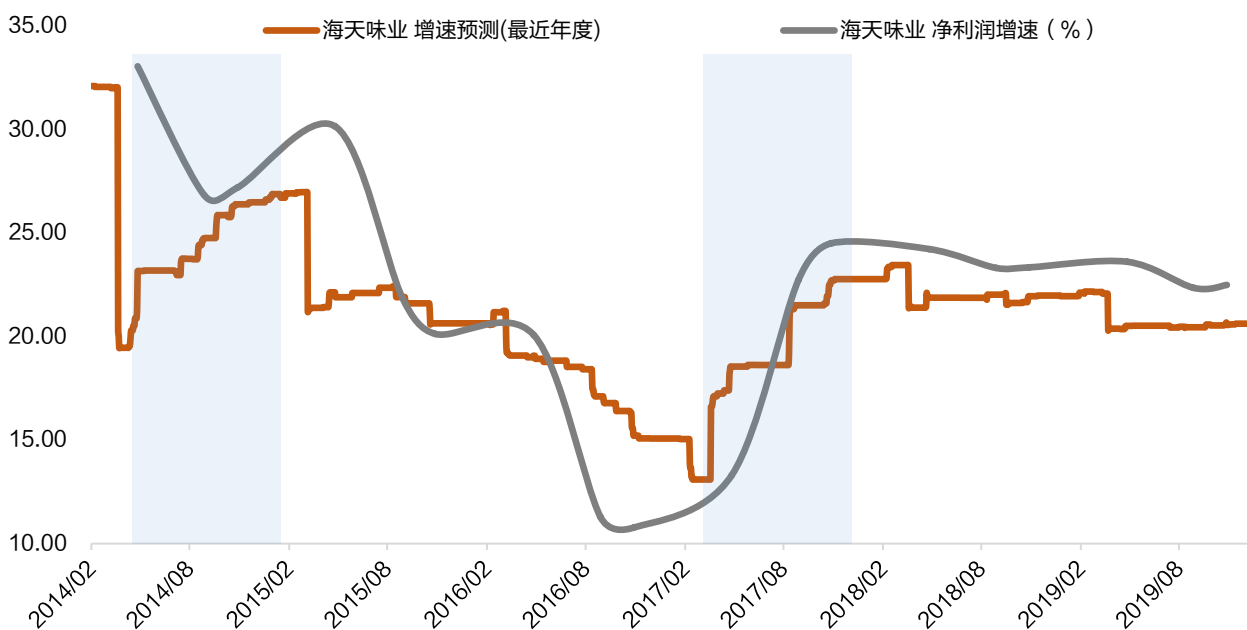
图 18：2019 年立讯精密净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

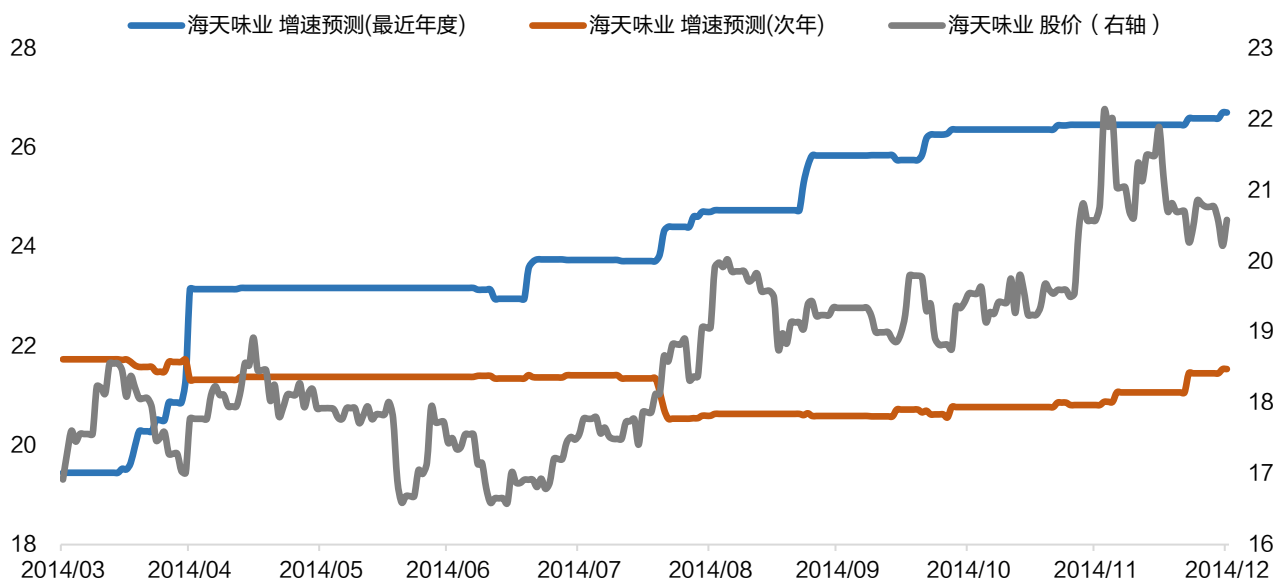
海天味业：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 19：海天味业净利润增速与增速预测（最近年度）



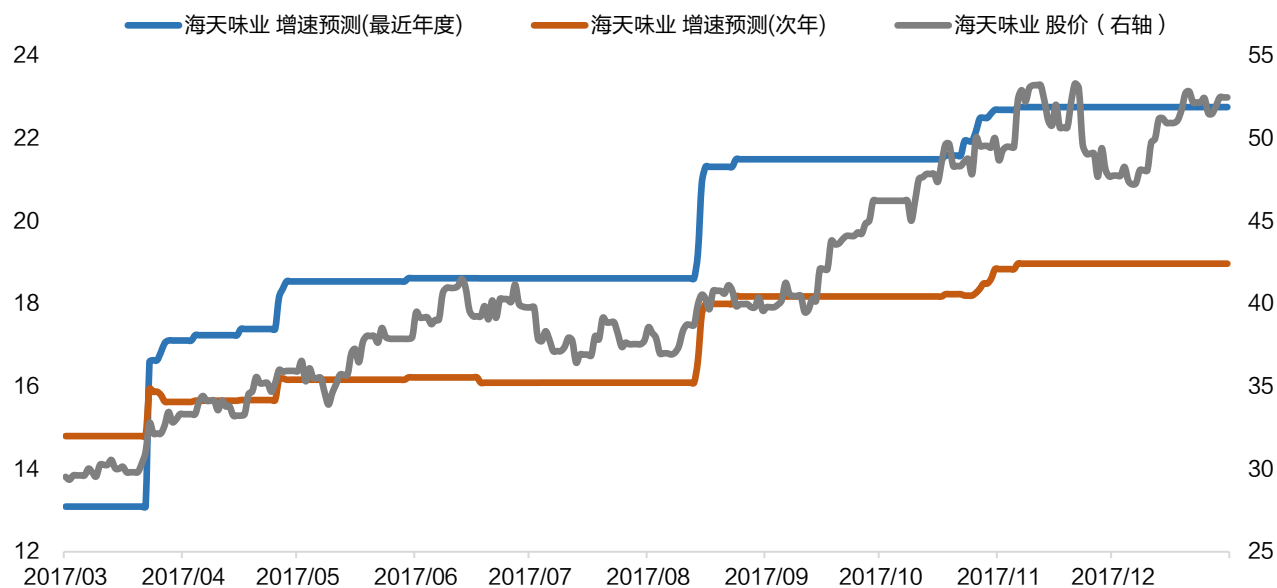
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 20：2014 年海天味业净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

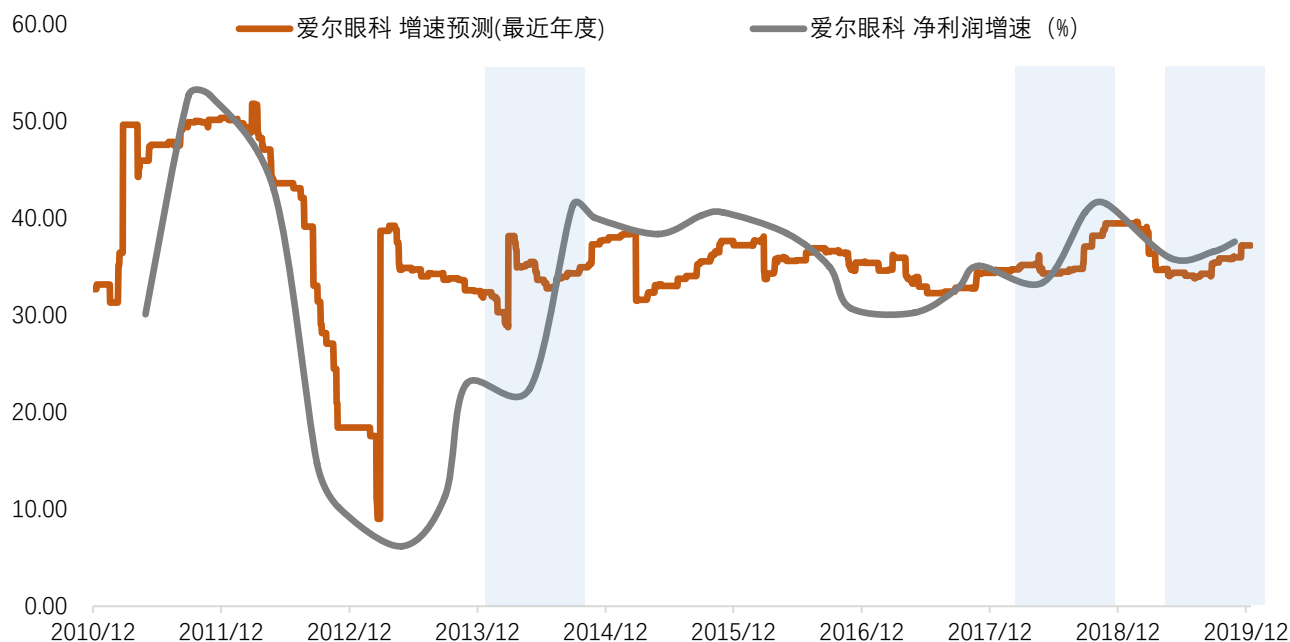
图 21：2017 年海天味业净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

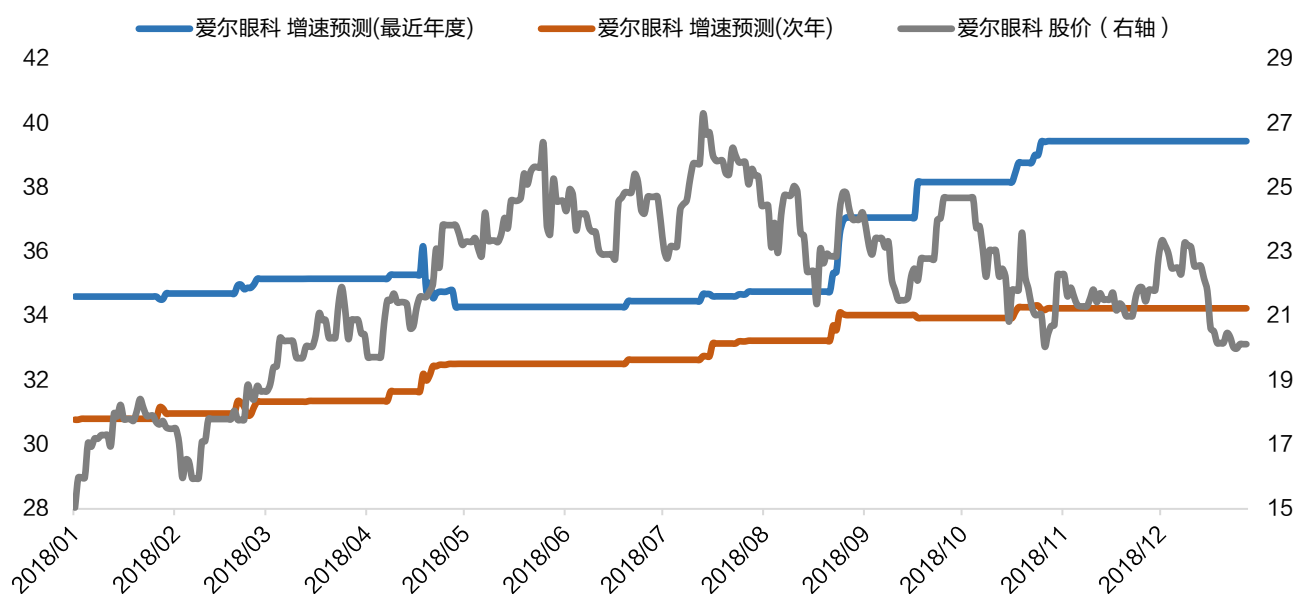
爱尔眼科：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 22：爱尔眼科净利润增速与增速预测（最近年度）



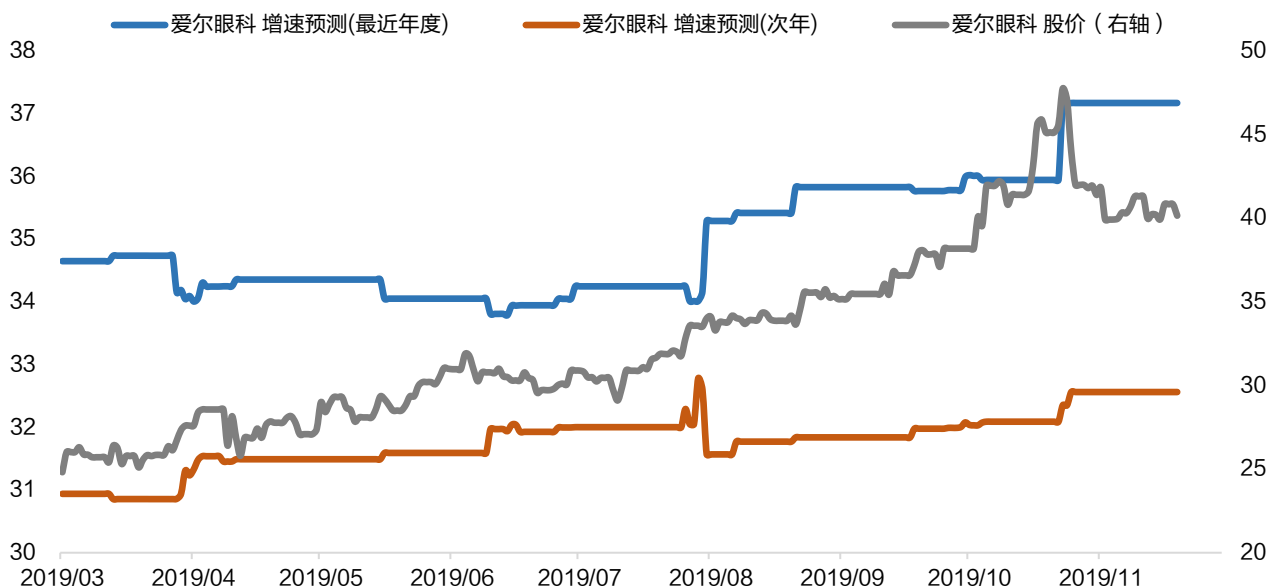
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 23：2018 年爱尔眼科净利润增速、增速预测 (%) 及股价 (元)



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

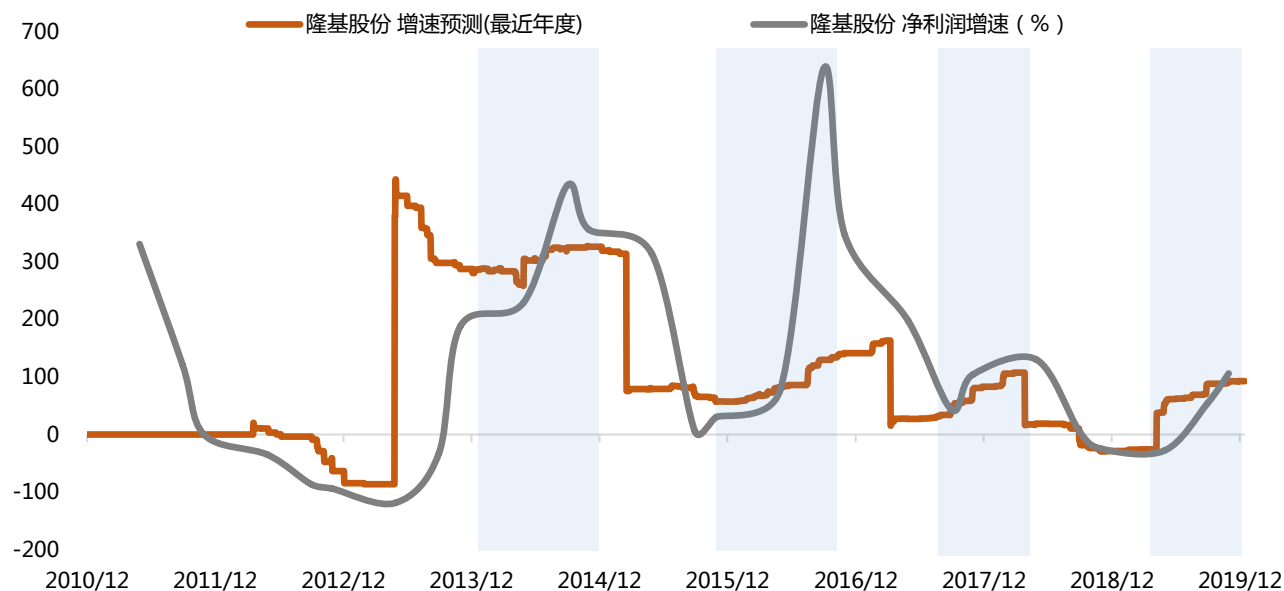
图 24：2019 年爱尔眼科净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

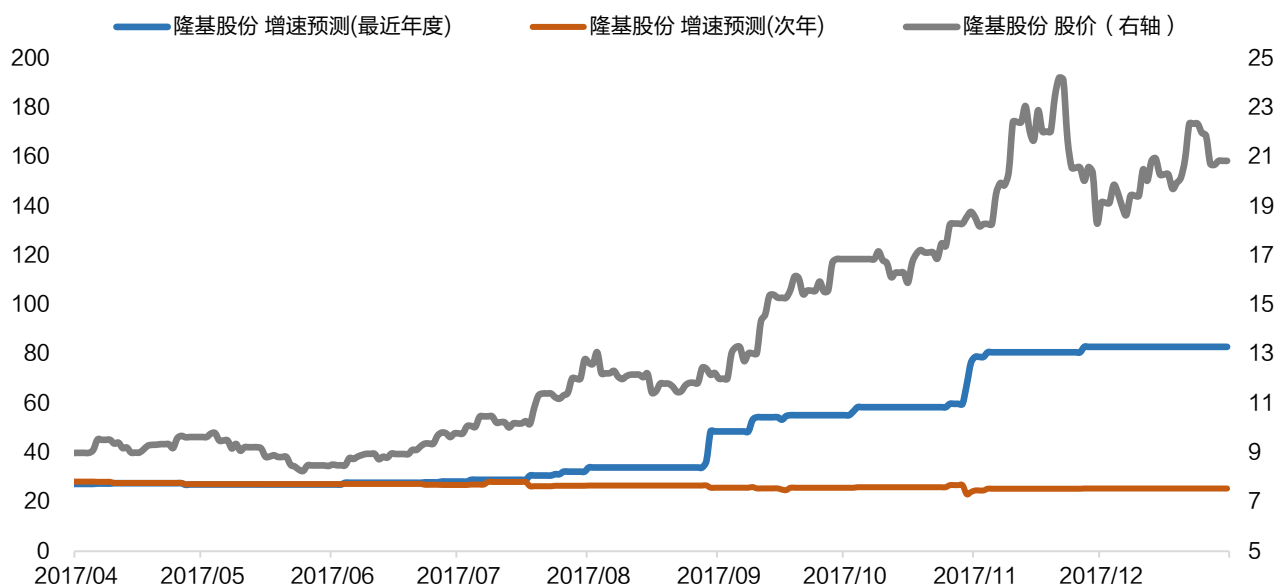
隆基股份：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 25：隆基股份净利润增速与增速预测（最近年度）



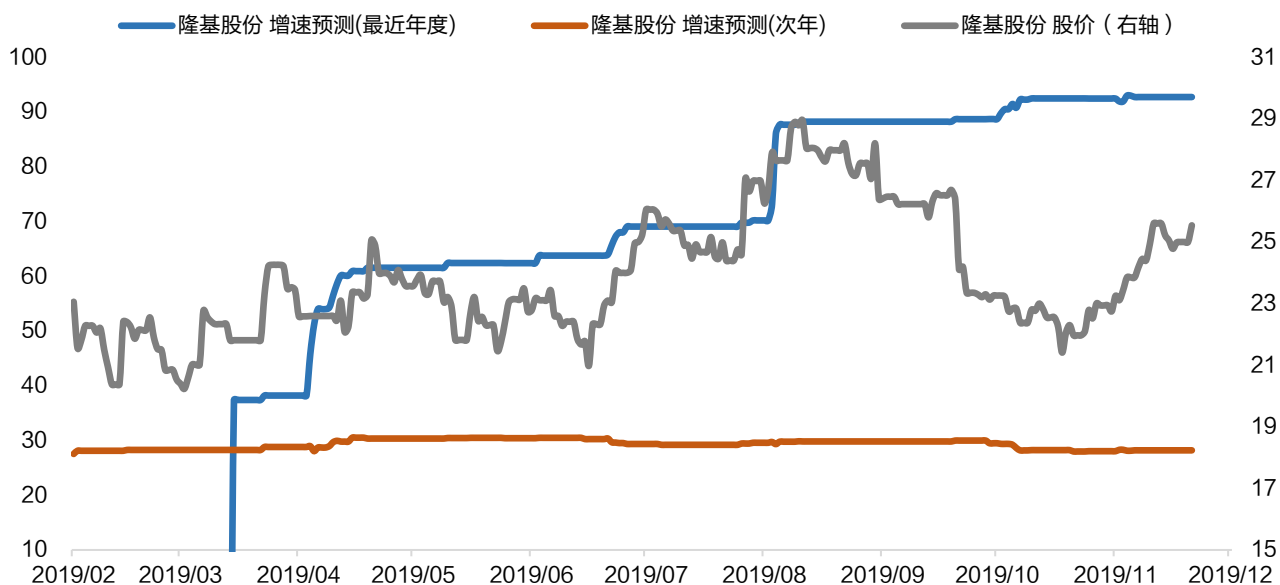
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 26：2017 年隆基股份净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

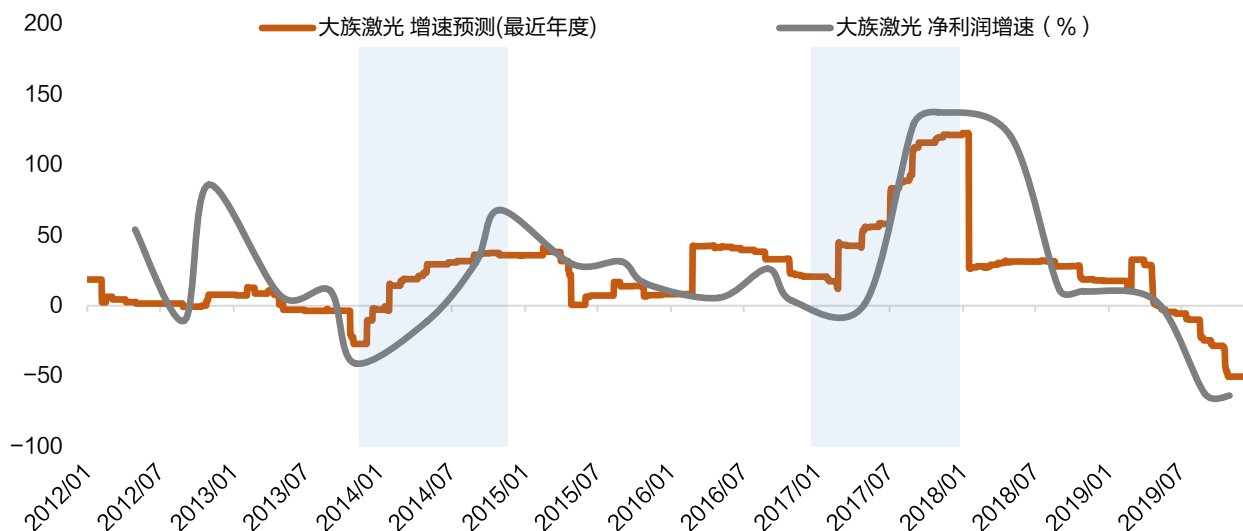
图 27：2019 年隆基股份净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

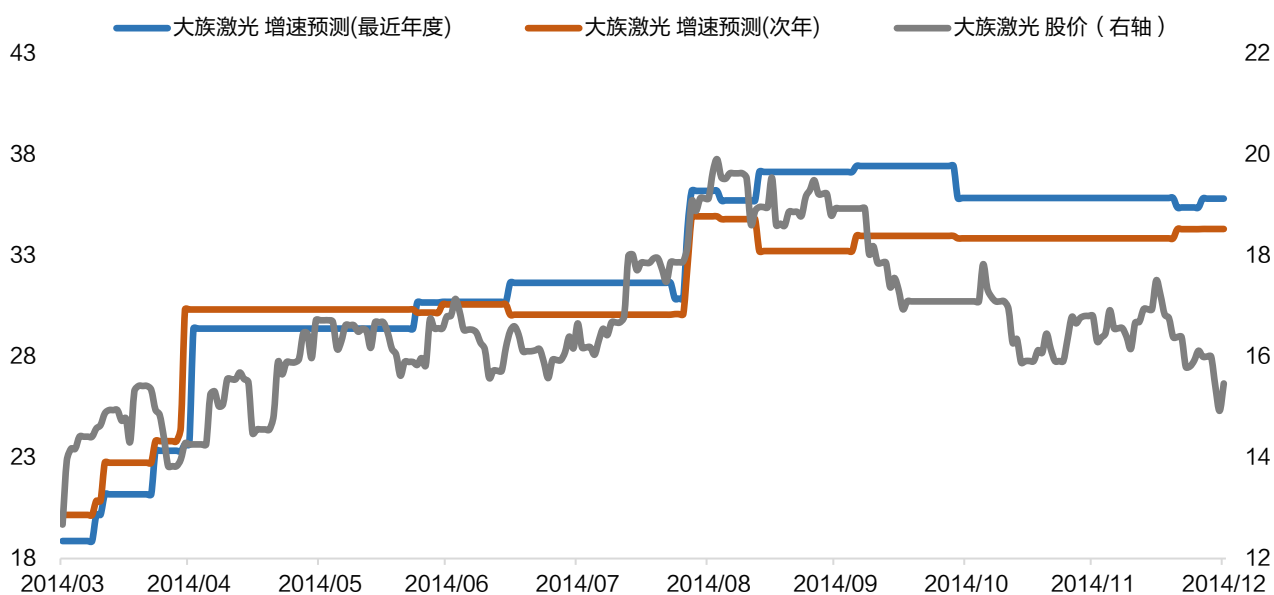
大族激光：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 28：大族激光净利润增速与增速预测（最近年度）



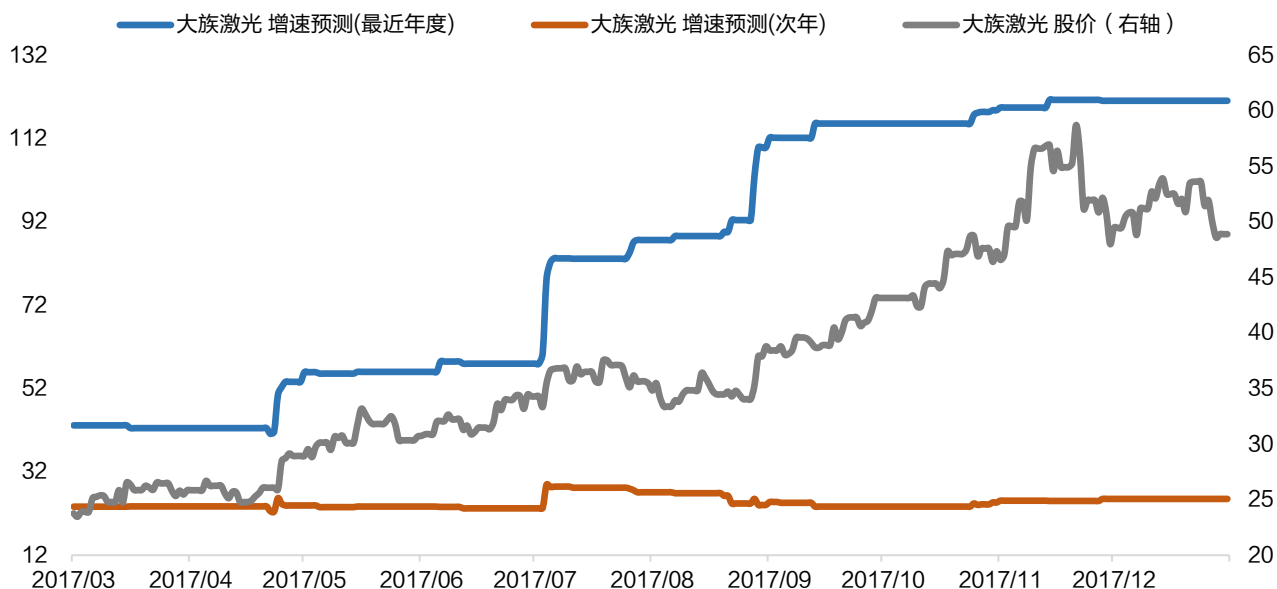
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 29：2014 年大族激光净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

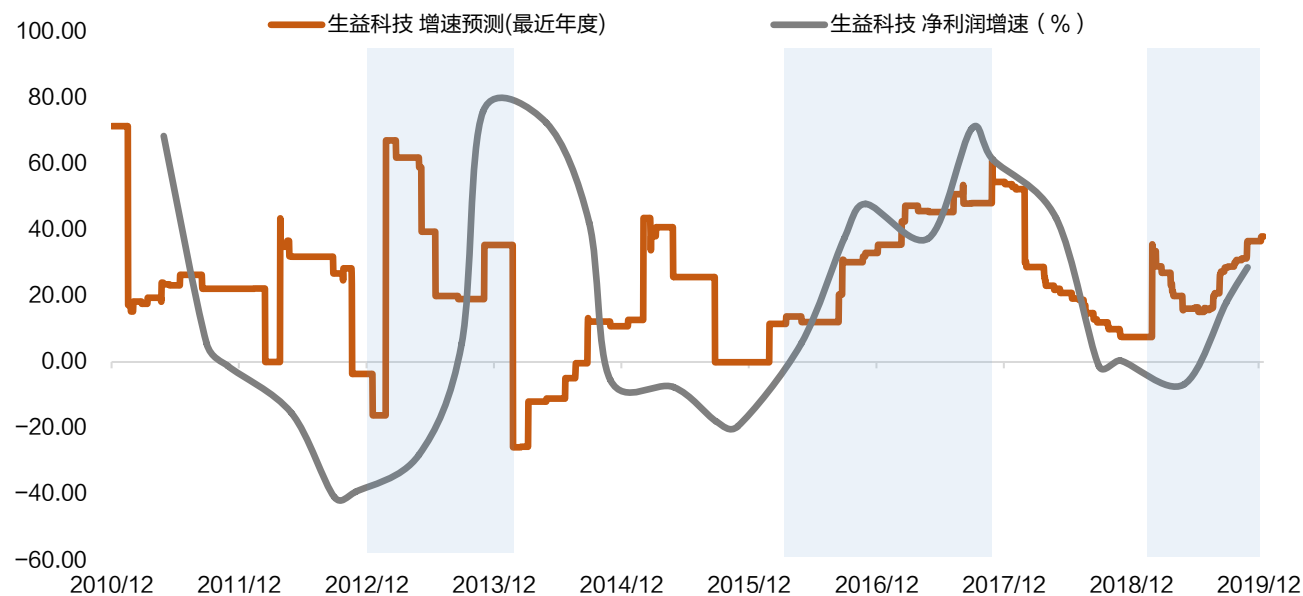
图 30：2017 年大族激光净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

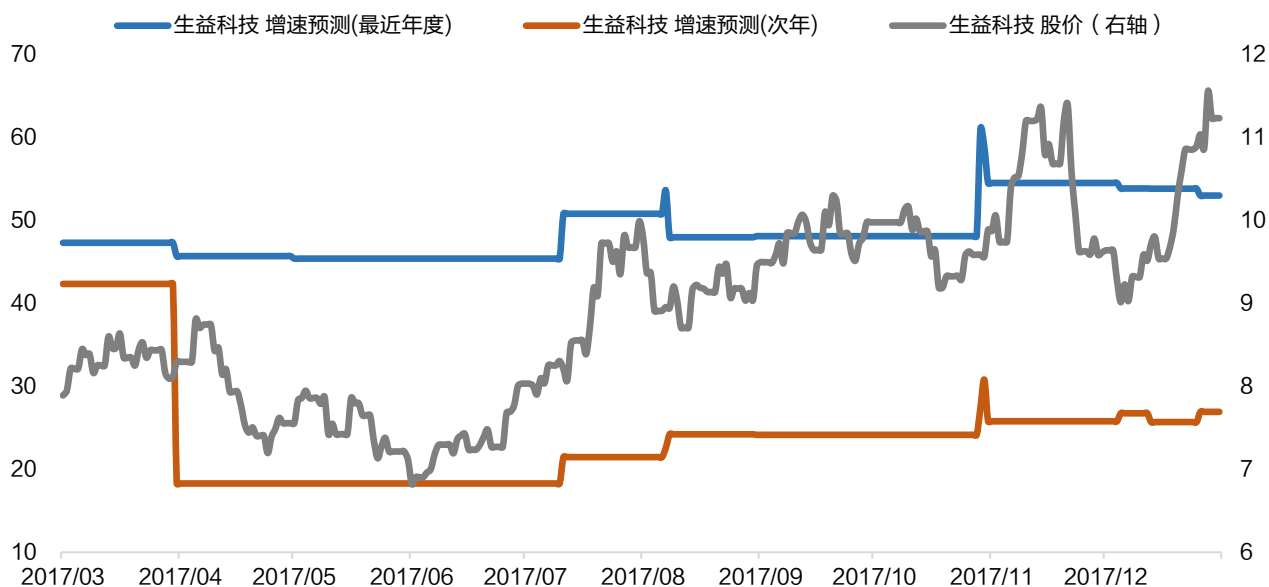
生益科技：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 31：生益科技净利润增速与增速预测（最近年度）



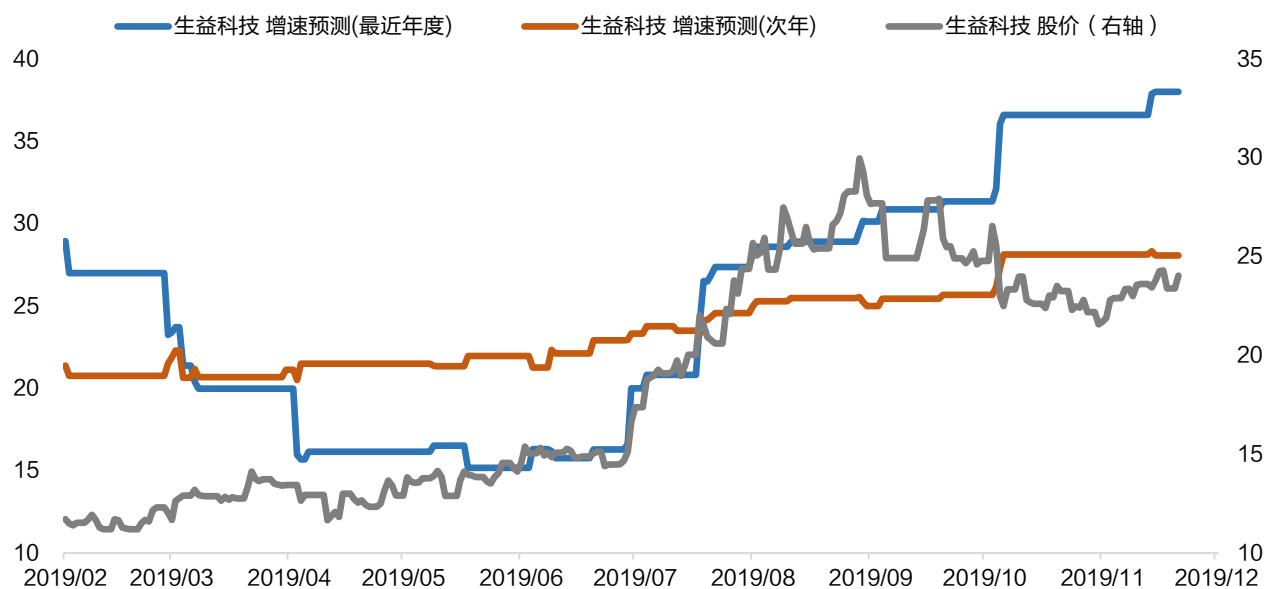
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 32：2017 年生益科技净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

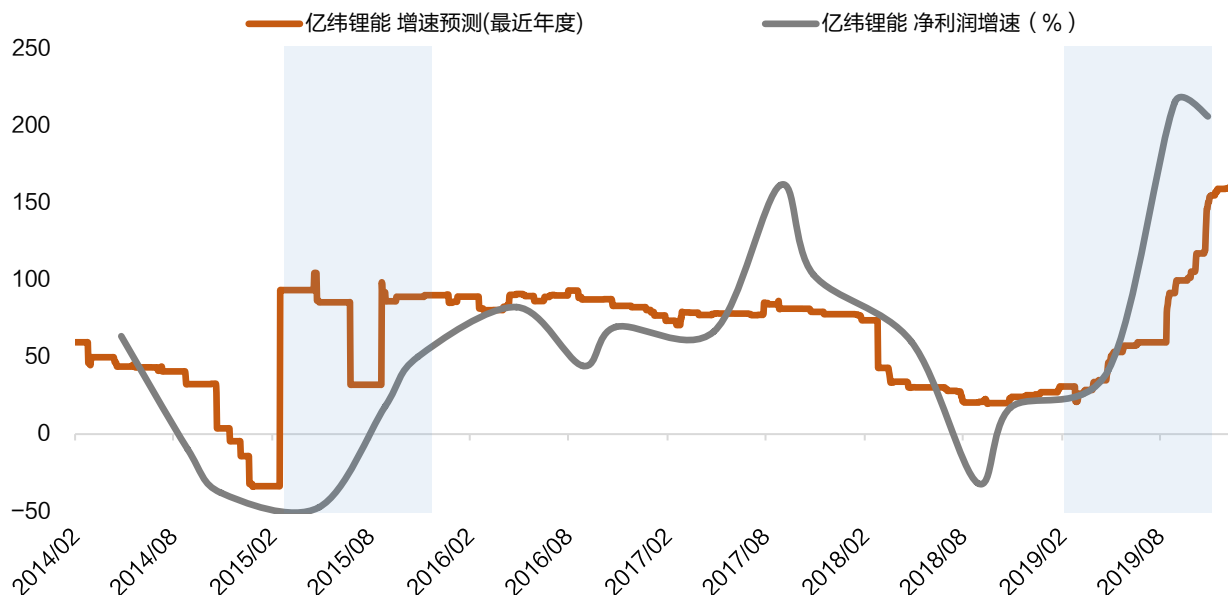
图 33：2019 年生益科技净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

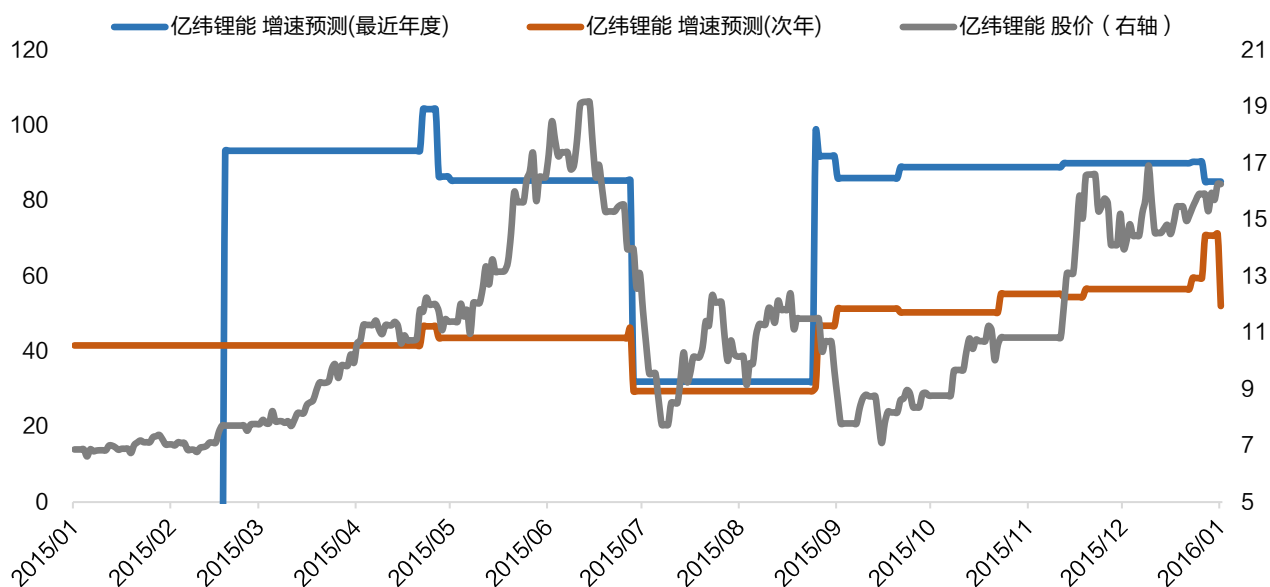
亿纬锂能：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 34：亿纬锂能净利润增速与增速预测（最近年度）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 35：2015 年亿纬锂能净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

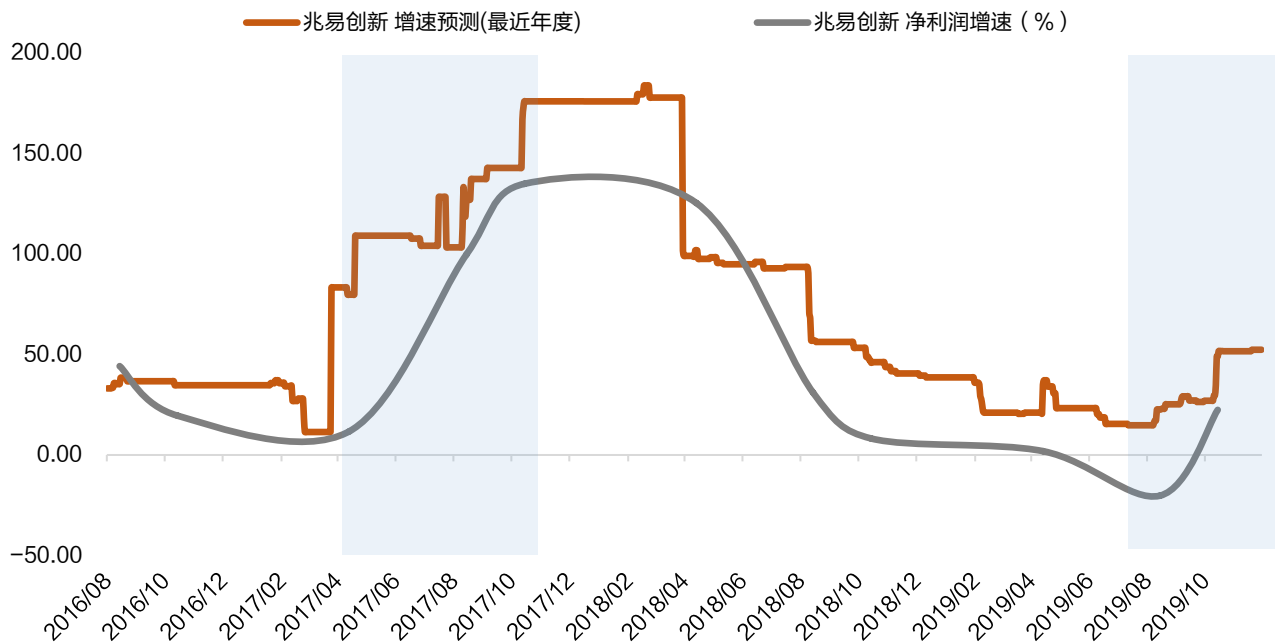
图 36：2019 年生益科技净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

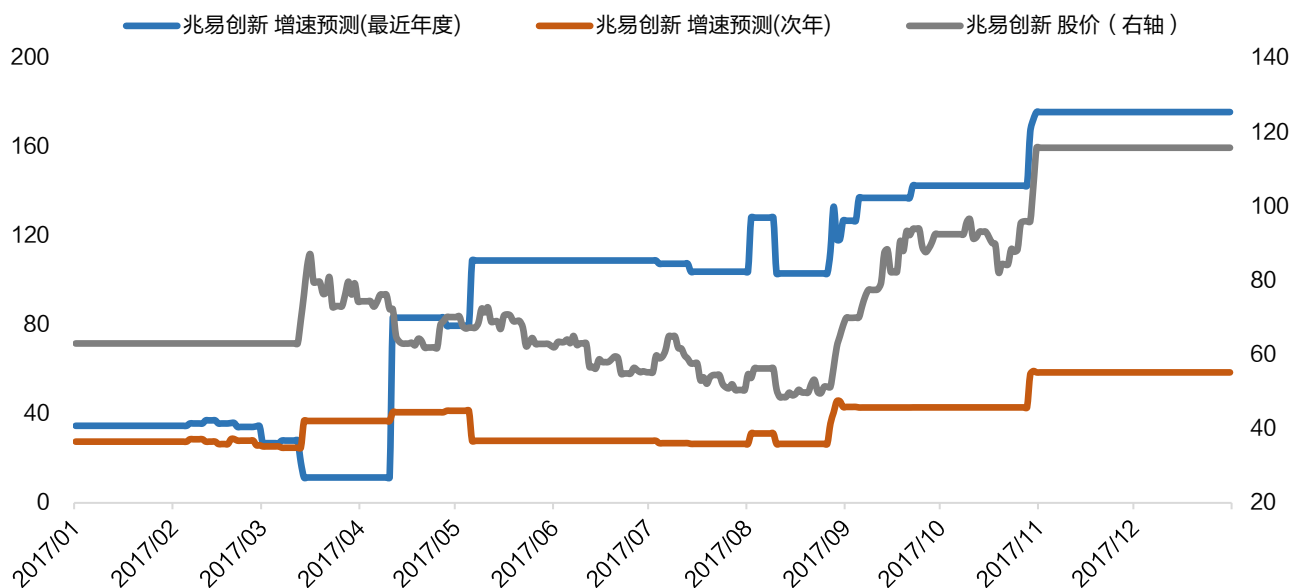
兆易创新：盈利预测伴随盈利趋势性改善而不断上调的过程，股价下跌的拐点对应的是盈利趋势的拐点。

图 37：兆易创新净利润增速与增速预测（最近年度）



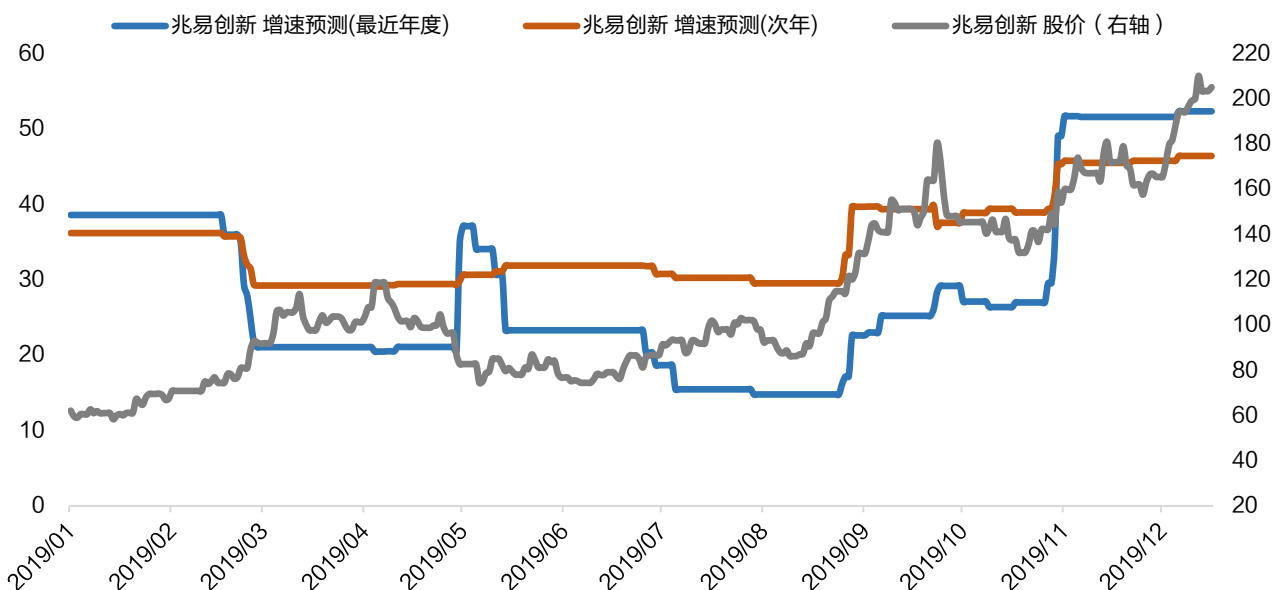
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 38：2017 年亿纬锂能净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

图 39：2019 年兆易创新净利润增速、增速预测（%）及股价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所。注：1、最近预测年度，通常为研究报告中预测年份的最早年份；次年为最近预测年度的第二年。2、横坐标为会计日期，非财报披露日期。

2.2. 什么类型和阶段的公司，可以给更高的估值？

有两类个股可以给高估值：

第一类：ROE 高且长期稳定，这一类以消费股为主。下表第一类标的以贵州茅台及海天味业为例。

第二类：处于高速增长阶段，且未来 ROE 预期也较高的成长股。但需注意的是，成长股一旦过了高速增长阶段，进入成熟阶段，其估值也是要随之下行。在本案例中，第 4 年该公司的估值由第 1 年的 69.7 倍下降 26.7 倍，第 11 年估值进一步下降到 20.5。但若未来 ROE

不能上台阶，则当前估值为 33.1 倍。

图 40：不同类型个股 ROE 及理论 PE

情形	ROE 表现	具体公司 或测算年份	一阶段				二阶段				三阶段（永续）			贴现 率	理论 PE
			ROE	分 红 率	增 长 率	年 限	ROE	分 红 率	增 长 率	年 限	ROE	分 红 率	增 长 率		
第一类	ROE 高且 稳定 (消费股)	贵州茅台	30%	50%	15%	5	25%	60%	10%	10	20%	80%	4%	9%	35.0
		海天味业	32%	60%	13%	5	30%	60%	12%	10	25%	80%	5%	9%	44.3
第二类	高速增长且 ROE 上台 阶 (优秀成长 股)	第 1 年 估值测算	10%	0%	50%	3	15%	30%	11%	10	18%	70%	5%	9%	69.7
		第 4 年 估值测算	15%	30%	11%	10	18%	70%	5%	10	18%	70%	5%	9%	26.7
		第 13 年 估值测算	18%	70%	5%	10	18%	70%	5%	10	18%	70%	5%	9%	20.5
对比	高速增长但 ROE 未上 台阶	(警惕增速陷 阱)	10%	0%	50%	3	10%	30%	7%	10	10%	70%	3%	9%	33.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

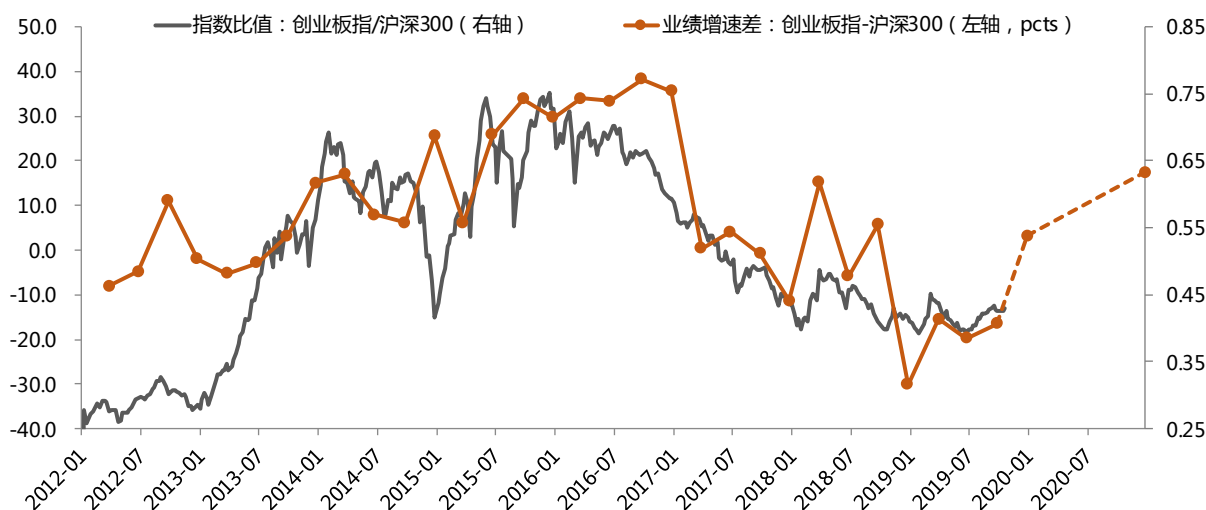
3. 对于科技股，当前应当重点关注的问题是什么？

结合本篇报告前两部分内容的讨论，当前时点，对于 2020 年的科技股，从超额收益的角度来说，我们关注的焦点应当是景气度趋势能否延续，而非当前股票的估值和涨幅。

景气度的趋势背后是产业的趋势：

一方面，相对业绩趋势决定了大类板块股价超额收益的方向，2019 年是创业板业绩趋势相对沪深 300 占优的拐点，换句话说，科技类板块（包括电子、计算机、传媒、通信）的业绩趋势都是初见曙光，背后是产业周期的崛起。

图 41：业绩相对趋势继续有利于创业板的表现



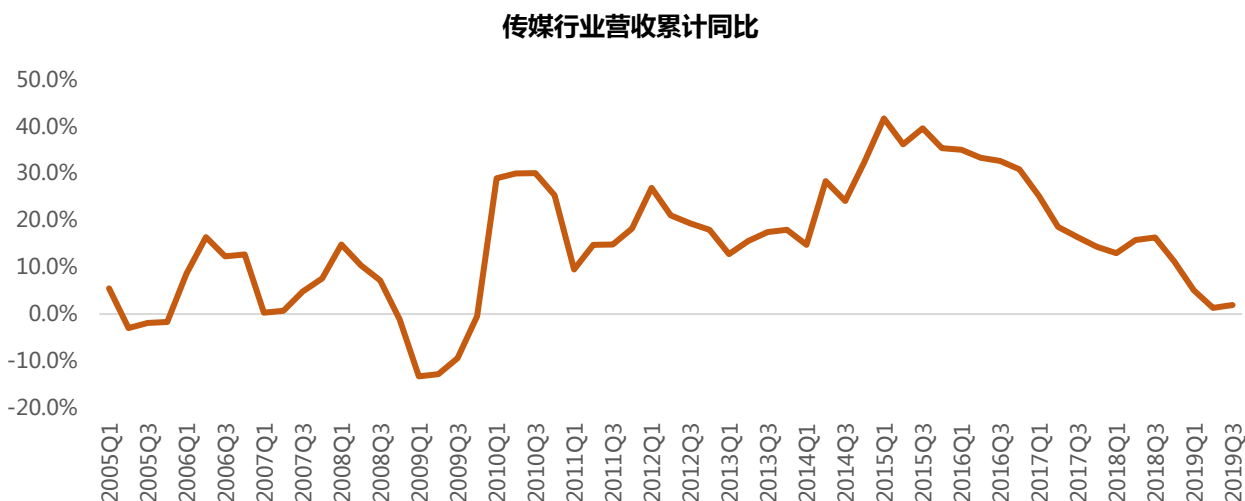
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：电子行业景气度处于改善的起点



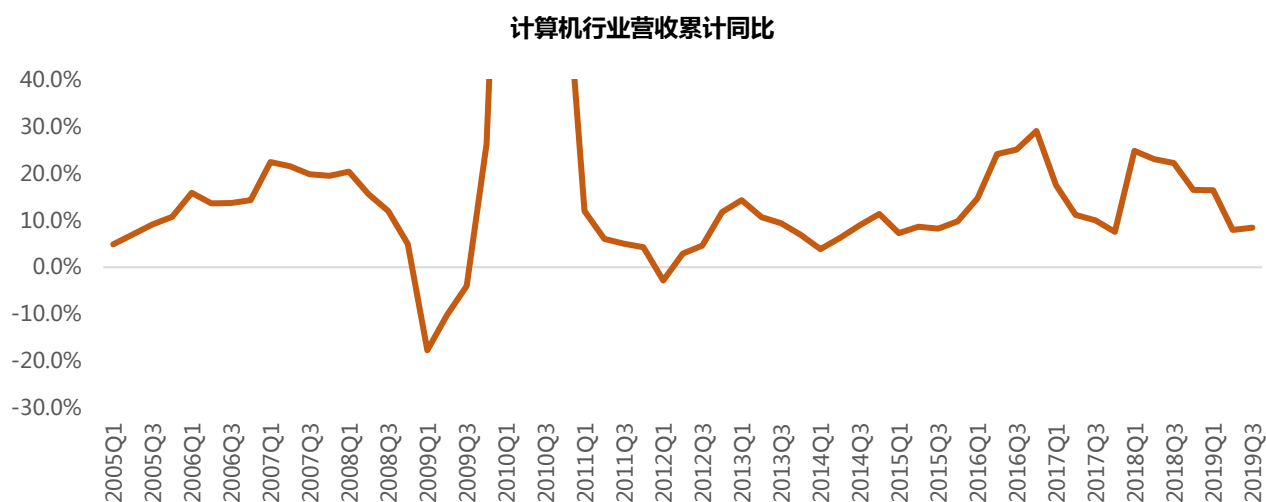
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：传媒行业景气度处于改善的起点



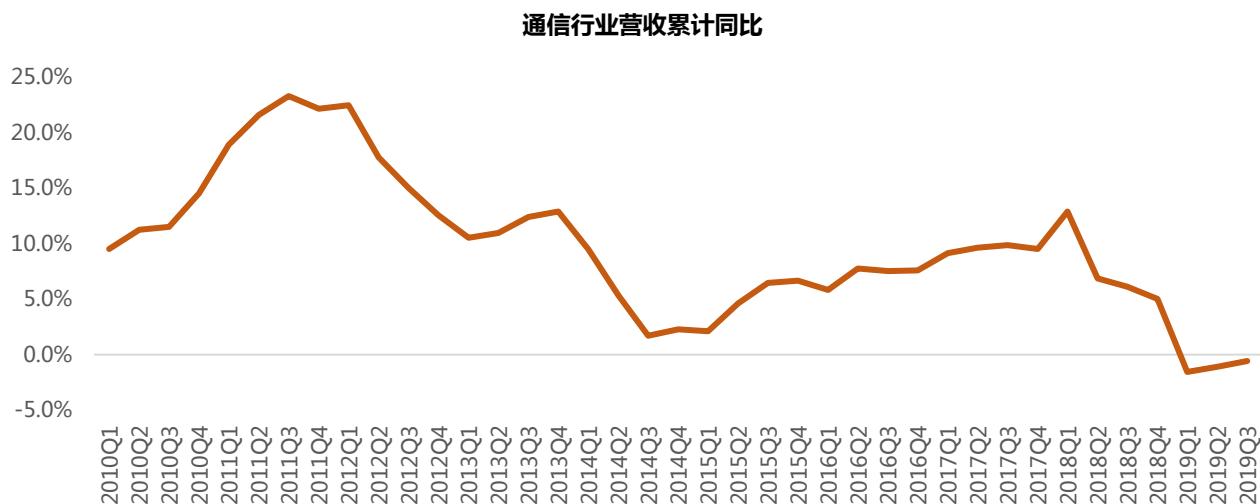
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：计算机行业景气度处于改善的起点



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：通信行业景气度处于改善的起点



资料来源：Wind，天风证券研究所

另一方面：2019 年是 5G 产业周期的元年，5G 基站刚刚开始建设，第一款 5G 手机发布，VRAR 眼镜初步试水，进入 2020 年，5G 基站进入大规模建设期，大众款的 5G 手机会陆续发布，同时在硬件成熟后，TOC 的应用端（云游戏、VRAR 游戏）也会率先爆发，更长期来看，作为生命线的 5G 基础设施成熟后，TOB 的应用端，例如大数据、工业互联网、物联网、人工智能、自动驾驶等也会逐步落地。5G 产业周期的变革，涉及的领域和延续的时间可能远比 3G、4G 要更加超出预期。

图 46：超额收益的推动力切换到科技：内生产业



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 实证检验：天风策略 ROE 选股模型如何验证上述问题？

最后，我们用【天风策略 ROE 选股模型】（具体网址：tf-strategy.com，登录密码欢迎联

系我们，或联系对口销售）中的景气成长组合来验证报告前三部分中的逻辑和结论。

在我们设定的景气成长的基准组合中，核心变量是代表业绩趋势的 ROE 环比、营收环比、毛利率环比、扣非利润增长环比。

估值角度，我们首先对 PE 和 PB 的历史分位数设置为 100%，代表对估值的历史分位数没有任何要求。

下面两张图分别显示了组合的核心指标，以及组合 09 年开始，回测的结果：

图 47：景气成长的基准组合



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：基准组合的历史表现

组合表现 (回测周期从09年开始，每年3期，18年后为样本外结果)

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	947.3%	25.1%	26.4%	0.89

指数对比

	累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益	组合胜率
沪深300	43.2%	3.5%	904.1%	71.9%
万得全A	87.9%	6.2%	859.4%	72.7%
万得全A非金融	99.9%	6.8%	847.4%	78.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

在下面几步的实证检验中，我们将保持代表景气度趋势的指标不变，同时不断加强对于估值分位数的要求，即提出相对自身时间序列，估值分位数较高的公司。

(1) 实验一：PE 和 PB 分位数估值小于 90%

图 49：实验 1 的指标调整

* 设置完阈值以后，点击“选股结果&组合表现”页即自动更新。

当期ROE下限(%)	0	营收增速下限(当期,%)	0
当期ROE上限(%)	10000	扣非增速下限(当期,%)	0
当期ROE分位(T年)	70 %	扣非增速上限(当期,%)	400
当期PE分位	90 %	单季净利润(当期,亿)	-10000
当期PE	80	TTM经营现金流(亿)	0
当期PB分位	90 %	市值分位	30 %
当期商誉比	20 %	$\ln(1+roe^*(1-d))$	20
当期负债率(%)	80	造假阈值	0.00378
ROE环比(连续两期)	-10 %		
营收增速环比(当期)	-10 %		
毛利率环比(当期)	-10 %		
扣非增速环比(当期)	-10 %		

对估值的要求更加严格，个股不能超过历史PE/PB分位数的90%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：实验 1 的回测结果

组合表现 (回测周期从09年开始，每年3期，18年后为样本外结果)

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	942.0%	25.0%	24.7%	0.95

指数对比

	累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益	组合胜率
沪深300	43.2%	3.5%	898.8%	71.9%
万得全A	87.9%	6.2%	854.1%	72.7%
万得全A非金融	99.9%	6.8%	842.1%	78.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 实验二：PE 和 PB 分位数估值小于 80%

图 51: 实验 2 的指标调整

* 设置完阈值以后, 点击“选股结果&组合表现”页即自动更新。

当期ROE下限(%)	0	营收增速下限(当期,%)	0
当期ROE上限(%)	10000	扣非增速下限(当期,%)	0
当期ROE分位(T年)	70 %	扣非增速上限(当期,%)	400
当期PE分位	80 %	单季净利润(当期,亿)	-10000
当期PE	80	TTM经营现金流(亿)	0
当期PB分位	80 %	市值分位	30 %
当期商誉比	20 %	$g_{roe}*(1-d)$	20
当期负债率(%)	80	造假阈值	0.00378
ROE环比(连续两期)	-10 %		
营收增速环比(当期)	-10 %		
毛利率环比(当期)	-10 %		
扣非增速环比(当期)	-10 %		

对估值的要求更加严格, 个股不能超过历史PE/PB分位数的80%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 实验 2 的回测结果

组合表现 (回测周期从09年开始, 每年3期, 18年后为样本外结果)

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	930.2%	24.9%	26.7%	0.87

指数对比

	累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益	组合胜率
沪深300	43.2%	3.5%	887.0%	71.9%
万得全A	87.9%	6.2%	842.3%	69.7%
万得全A非金融	99.9%	6.8%	830.3%	75.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

(3) 实验三: PE 和 PB 分位数估值小于 70%

图 53: 实验 3 的指标调整

* 设置完阈值以后, 点击“选股结果&组合表现”页即自动更新。

当期ROE下限(%)	0	营收增速下限(当期,%)	0
当期ROE上限(%)	10000	扣非增速下限(当期,%)	0
当期ROE分位(T年)	70 %	扣非增速上限(当期,%)	400
当期PE分位	70 %	单季净利润(当期,亿)	-10000
当期PE	80	TTM经营现金流(亿)	0
当期PB分位	70 %	市值分位	30 %
当期商誉比	20 %	$g-roe*(1-d)$	20
当期负债率(%)	80	造假阈值	0.00378
ROE环比(连续两期)	-10 %		
营收增速环比(当期)	-10 %		
毛利率环比(当期)	-10 %		
扣非增速环比(当期)	-10 %		

对估值的要求更加严格, 个股不能超过历史PE/PB分位数的70%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 54: 实验 3 的回测结果

组合表现 (回测周期从09年开始, 每年3期, 18年后为样本外结果)

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	1077.7%	26.5%	27.7%	0.90

指数对比

	累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益	组合胜率
沪深300	43.2%	3.5%	1034.5%	75.0%
万得全A	87.9%	6.2%	989.8%	72.7%
万得全A非金融	99.9%	6.8%	977.8%	75.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

(4) 实验四: PE 和 PB 分位数估值小于 60%

图 55: 实验 4 的指标调整

* 设置完阈值以后, 点击“选股结果&组合表现”页即自动更新。

当期ROE下限(%)	0	营收增速下限(当期,%)	0
当期ROE上限(%)	10000	扣非增速下限(当期,%)	0
当期ROE分位(T年)	70 %	扣非增速上限(当期,%)	400
当期PE分位	60 %	单季净利润(当期,亿)	-10000
当期PE	80	TTM经营现金流(亿)	0
当期PB分位	60 %	市值分位	30 %
当期商誉比	20 %	$g-roe*(1-d)$	20
当期负债率(%)	80	造假阈值	0.00378
ROE环比(连续两期)	-10 %		
营收增速环比(当期)	-10 %		
毛利率环比(当期)	-10 %		
扣非增速环比(当期)	-10 %		

对估值的要求更加严格, 个股不能超过历史PE/PB分位数的60%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 56: 实验 4 的回测结果

组合表现 (回测周期从09年开始, 每年3期, 18年后为样本外结果)

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	年化夏普比率
景气成长组合	1181.2%	27.5%	27.8%	0.94

指数对比

	累计收益率	年化收益率	组合累计超额收益	组合胜率
沪深300	43.2%	3.5%	1138.0%	65.6%
万得全A	87.9%	6.2%	1093.3%	69.7%
万得全A非金融	99.9%	6.8%	1081.3%	72.7%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

实验结论: 在保持景气度趋势指标不变的情况下, 通过不断降低对估值水平的容忍度, 从

选股模型的回测结果来看,整个组合的超额收益、波动率、夏普比率并没有出现显著改善,反而很多时候降低了组合跑赢的概率。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com