



Research and
Development Center

如何寻找下半年业绩较强的行业？

2023年8月7日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjitu@cindasc.com

张颖锐 联系人

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

如何寻找下半年业绩较强的行业?

2023年8月7日

核心结论:

2008年至今,各板块 ROE 下降时长的中位数较为稳定。1) 全 A ROE 下降时长比较稳定,最近一轮全 A ROE 的下行始于 2021Q2,结合历史经验来看,全 A ROE 有较大概率在 2023Q2-2023Q4 实现企稳。2) 不同板块 ROE 下降时长存在差异,也就是说当全 A ROE 企稳上行时,大概率有板块领先企稳,且每一轮全 A ROE 的上行周期中领先企稳的板块有所不同。3) 进一步地,我们从多个维度分析 ROE 领先企稳的板块会有哪些特征,并结合这些特征来筛选当前有较大概率实现 ROE 企稳的行业。

宏观经济复苏斜率越低,各行业 ROE 见底的时间间隔越大。最近四轮经济上行期的复苏斜率呈现为 2008 年>2020 年>2016 年>2013 年。2008 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为三个季度,2020 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为七个季度,2016 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为八个季度,2013 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为十三个季度。

牛市初期业绩改善的方向有哪些特征?

1) 此前业绩滞后全 A 改善的板块,大概率在下一轮牛市中领先改善。如成长板块(2009 年滞后改善、2012 年同步改善且上行斜率较高、2016 年滞后改善、2019 年领先改善),周期板块(2013 年滞后改善、2016 年同步改善且改善幅度较大、2020 年滞后改善),可选消费板块(2012 年上行斜率大、2015 年上行斜率小、2020 年上行斜率大)。

2) 一季报与中报业绩较好的行业,全年业绩大概率不差。2013 年、2016 年、2020 年其下半年业绩、全年业绩大概率不差。进入 2010 年之后,各行业产业格局分化且盈利改善幅度的影响显著,这导致上半年业绩较好的行业大概率下半年表现也不差。

3) 供给出清较好的行业,ROE 改善幅度容易更大。我们采用上一轮经济周期中该行业资本开支增速与营收增速剪刀差的中位值来衡量行业的供给格局,若资本开支增速持续小于营收增速,则认为该行业供给出清程度较好。2009 年、2016 年、2020 年各行业 ROE 改善幅度与供给出清程度存在一定的正相关。

4) 过去四轮全 A ROE 上行周期中涨幅排名前五的行业大多具备上述三项特征。截至目前,多数消费行业与成长板块中的传媒、机械设备、计算机行业的业绩展望得分较高。

风险因素: 报告基于对历史规律的总结,历史规律在未来可能失效。

目 录

一、2008 年至今，各板块 ROE 下降时长的中位数较为稳定	5
二、历次牛市初期业绩较强的细分行业	8
2.1 2008 年至 2009 年，可选消费业绩领先改善且改善幅度较大	8
2.2 2013 年至 2014 年，成长板块的业绩改善大幅领先全 A	10
2.3 2016 年至 2017 年，周期板块与消费板块的业绩拐点较为领先	12
2.4 2019 年至 2021 年，成长板块与消费板块的业绩拐点较为领先	14
三、牛市初期业绩改善的方向有哪些特征？	17
3.1 宏观经济复苏斜率越低，各行业 ROE 见底的时间间隔越大	17
3.2 此前业绩滞后改善的板块，大概率在下一轮牛市中领先改善	18
3.3 一季报与中报业绩较好的行业，全年业绩大概率不差	22
3.4 供给出清较好的行业，ROE 改善幅度容易更大	23
3.5 对当前的判断	24
风险因素	26

表 目 录

表 1：2008 年至 2009 年，金融地产与消费板块的 ROE 较全 A 的 ROE 领先改善	9
表 2：2012 年至 2013 年，成长板块的 ROE 领先改善	11
表 3：2016 年至 2017 年，消费板块与周期板块的 ROE 领先改善	13
表 4：2019 年至 2020 年，消费板块与成长板块的 ROE 领先改善	15
表 5：2008 年至今，各申万一级行业产业格局的变化	21
表 6：历次全 A ROE 见底一年后，涨幅较大的行业所具备的特征	24
表 7：各申万一级行业 ROE 与季报业绩	25
表 8：各申万一级行业业绩展望得分表	25

图 目 录

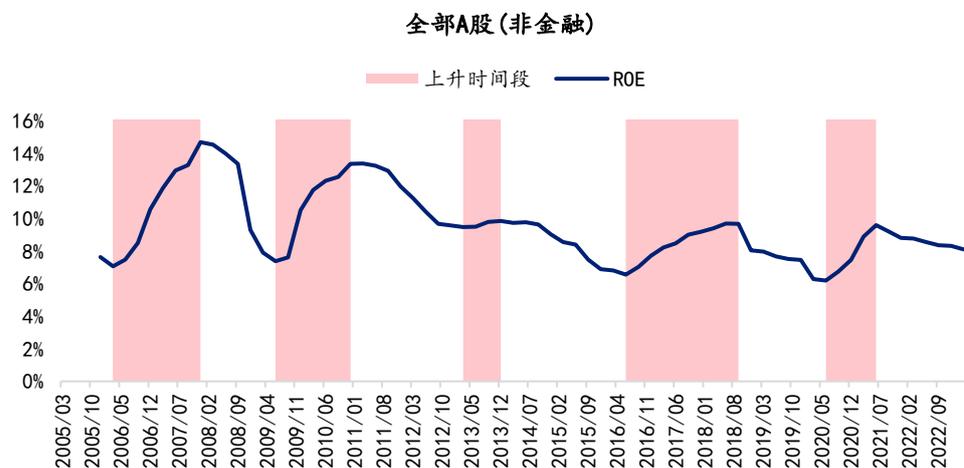
图 1：历史上全 A ROE 的下降时长较为稳定，通常为两年到两年半	5
图 2：相较于工业企业利润增速的下降时长，全 A ROE 的下降时长明显更为稳定	5
图 3：A 股上市公司不同板块的 ROE 下行时长存在波动	6
图 4：金融板块的 ROE 最长曾下降四年	6
图 5：周期板块 ROE 的下降时长较为稳定	6
图 6：消费板块 ROE 最长曾下降 4 年	7
图 7：成长板块 ROE 的下降时长不稳定	7
图 8：A 股上市公司不同行业的 ROE 下行时长较大差异	7
图 9：2008 年至 2009 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升	8
图 10：2009 年至 2010 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度	10
图 11：2009/6-2009/12，申万一级行业的上涨情况	10
图 12：2008 年至 2009 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升	11
图 13：2013 年至 2014 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度	12
图 14：2013/3-2014/3，申万一级行业的上涨情况	12
图 15：2016 年至 2017 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升	13
图 16：2016 年至 2017 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度	14
图 17：2016/6-2017/6，申万一级行业的上涨情况	14
图 18：2019 年至 2021 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升	15
图 19：2020 年至 2021 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度	16
图 20：2020/6-2021/6，申万一级行业的上涨情况	16
图 21：宏观经济复苏斜率越低，各行业 ROE 见底的时间间隔越大	17
图 22：2008 年至今，周期板块 ROE 与全 A ROE 的对比	18
图 23：2008 年至今，成长板块 ROE 与全 A ROE 的对比	18
图 24：2008 年至今，制造板块 ROE 与全 A ROE 的对比	19
图 25：2008 年至今，可选消费板块 ROE 与全 A ROE 的对比	19
图 26：2008 年至今，消费板块 ROE 与全 A ROE 的对比	19
图 27：2008 年至今，金融地产板块 ROE 与全 A ROE 的对比	20
图 28：2008 年至 2009 年，ROE 见底时间与后续改善幅度的关系不大	20
图 29：2012 年至 2013 年，ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大	20
图 30：2016 年至 2017 年，ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大	21

图 31: 2019 年至 2021 年, ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大	21
图 32: 2009 年, 业绩上半年改善幅度较强的行业下半年业绩改善幅度则偏弱	22
图 33: 2013 年, 业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱	22
图 34: 2016 年, 业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱	23
图 35: 2020 年, 业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱	23
图 36: 2008 年至 2009 年, 各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比	23
图 37: 2012 年至 2013 年, 各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比	23
图 38: 2016 年至 2017 年, 各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比	24
图 39: 2019 年至 2022 年, 各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比	24

一、2008 年至今，各板块 ROE 下降时长的中位数较为稳定

2008 年至今，全 A 的 ROE 已经历四轮完整的周期。以全 A 非金融为例，2009Q2-2011Q1、2013Q2-2013Q4、2016Q2-2018Q3、2020Q1-2021Q2 是 ROE 的上行期，2008Q1-2009Q2、2011Q1-2013Q2、2013Q4-2016Q2、2018Q3-2020Q1 是 ROE 的下行期。总结来看，全 A ROE 的下行时长较为稳定，通常为两年到两年半。

图 1：历史上全 A ROE 的下降时长较为稳定，通常为两年到两年半



资料来源：万得，信达证券研发中心

将全 A ROE 与工业企业利润增速做对比，可见 2010 年之后全 A ROE 的下行时长更短且更稳定。我们认为产生这一现象的原因是，上市公司的盈利能力相较宏观经济存在韧性。一方面，从全球情况来看，宏观经济潜在增速的下行并不必然对应上市公司盈利能力的下降。典型如美国的潜在经济增速在 20 世纪 80 年代出现下降，但上市公司 ROE 反而受益于新兴产业的蓬勃发展、上市公司的大额回购等出现持续提升。另一方面，从 A 股历史经验来看，全 A 的 ROE 下降时间通常都是两年至两年半，对应的情况是在经济下降周期后段，上市公司中具有长期成长属性行业的 ROE 会优先企稳，进而带动全 A 盈利能力出现改善。

图 2：相较于工业企业利润增速的下降时长，全 A ROE 的下降时长明显更为稳定



资料来源：万得，信达证券研发中心

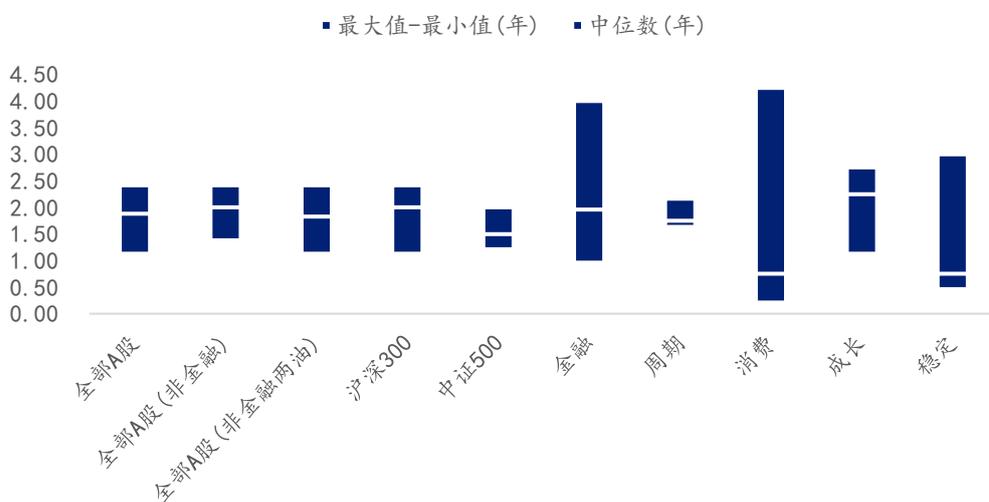
进一步地，我们分析各行业的 ROE 下降时长。整体上看，各行业 ROE 下行时长相较全 A 板块存在不小波动。

1) 从中位值来看，全部 A 股、成长板块、周期板块、金融板块的 ROE 下降时长的中位值分别为 1.88 年、2.25 年、1.75 年、1.96 年，都在 2 年附近。而消费板块、稳定板块的 ROE 下降时长的中位值分别为 0.75 年、0.75 年，明显小于其他板块。

2) 从 ROE 下降时长的波动区间来看，各板块的波动比较大。

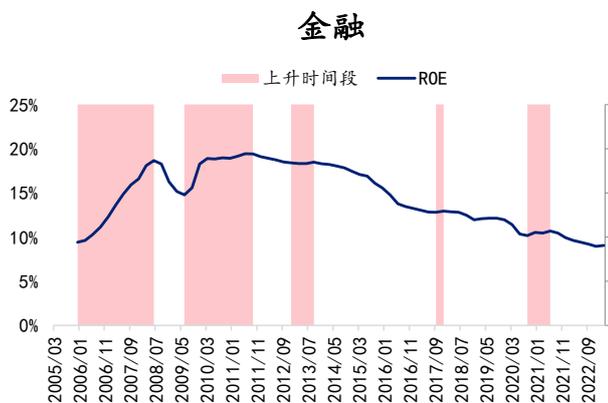
如虽然金融、成长板块下行时长的中位值比较接近，但其最大值、最小值的波动区间明显大于全 A 板块的下行时长。具体来看，全部 A 股 ROE 下行时长为 1.17 年至 2.42 年，而金融板块 ROE 下行时长为 1.00 年至 4.00 年，成长板块 ROE 下行时长为 1.17 年至 2.75 年。落实到申万一级行业上，各行业 ROE 下行时长的波动更大，如煤炭行业 ROE 下行时长为 1.00 年至 4.75 年。

图 3：A 股上市公司不同板块的 ROE 下行时长存在波动



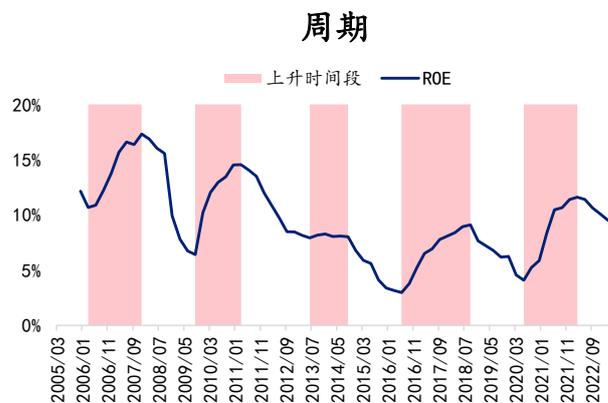
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：金融板块的 ROE 最长曾下降四年

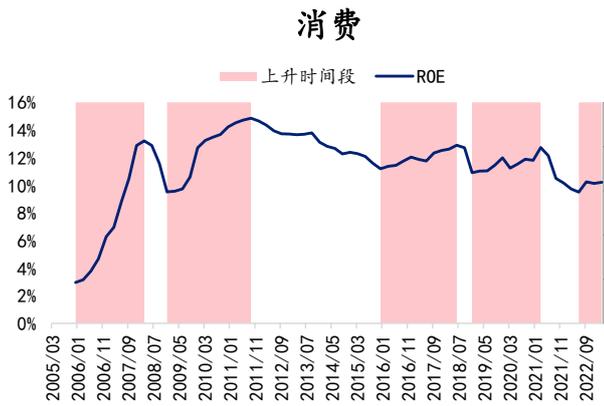


资料来源：万得，信达证券研发中心

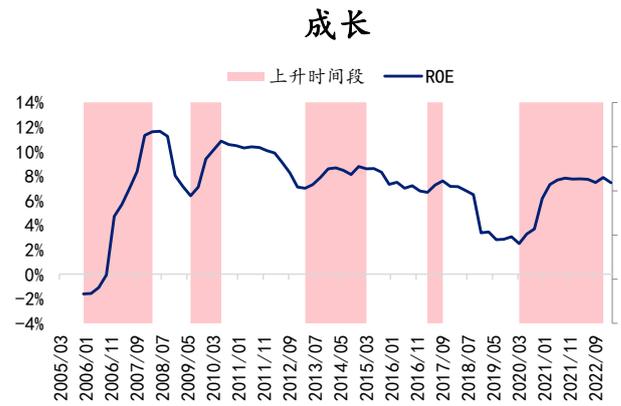
图 5：周期板块 ROE 的下降时长较为稳定



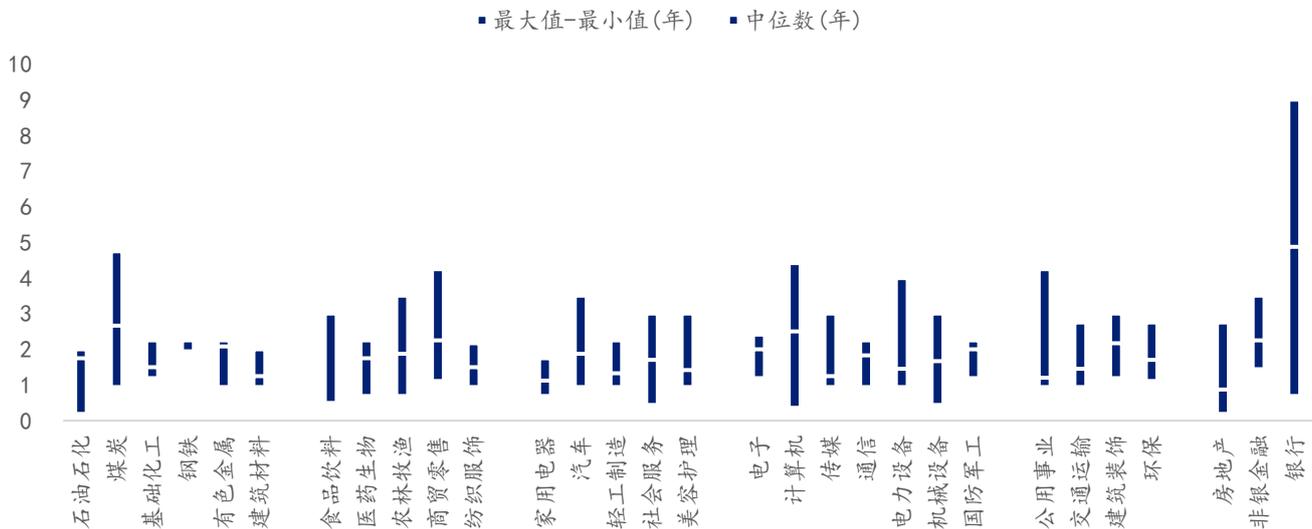
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：消费板块 ROE 最长曾下降 4 年


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：成长板块 ROE 的下降时长不稳定


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：A 股上市公司不同行业的 ROE 下行市场差异较大


资料来源：万得，信达证券研发中心

综合以上两点信息来看，1) 全 A ROE 下降时长比较稳定，最近一轮全 A ROE 的下行始于 2021Q2，结合历史经验来看，全 A ROE 有较大概率在 2023Q2-2023Q4 实现企稳。2) 不同板块 ROE 下降时长存在差异，也就是说当全 A ROE 企稳上行时，大概率有板块领先企稳，且每一轮全 A ROE 的上行周期中领先企稳的板块有所不同。

进一步地，我们从多个维度分析 ROE 领先企稳的板块可能会有哪些特征，并结合这些特征来筛选当前有较大概率实现 ROE 企稳的行业。

二、历次牛市初期业绩较强的细分行业

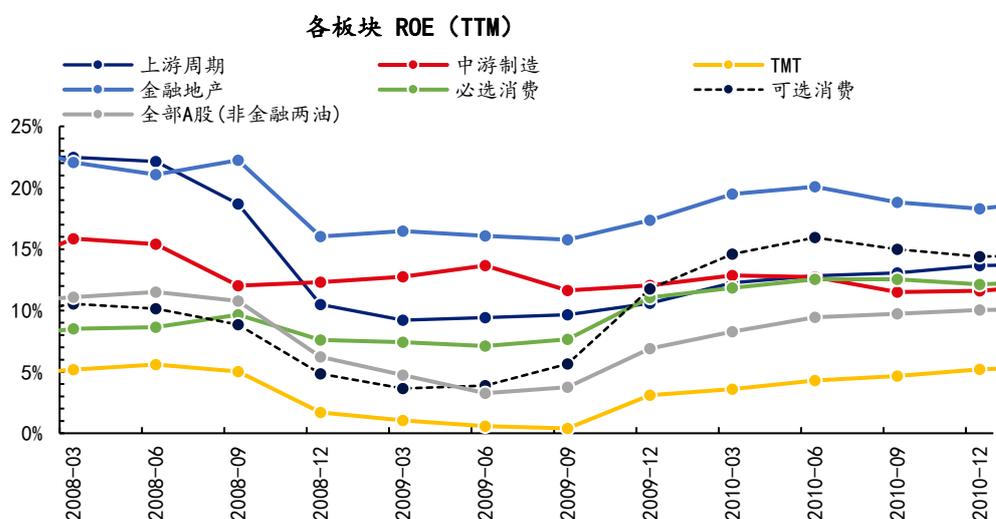
在复盘历次牛市第一年的细分行业业绩时，我们将业绩拐点靠前、业绩改善幅度较大的行业都定义为“业绩较强”，并简要梳理行业超额收益是否受业绩拐点、业绩改善幅度的影响。

2.1 2008年至2009年，可选消费业绩领先改善且改善幅度较大

1) 盈利拐点方面，2008年至2009年，各行业盈利改善时间比较接近。

几乎所有行业的 ROE 都在 2008Q4-2009Q3 出现了向上的拐点，相较全 A 的盈利改善时间差别也在一个季度到两个季度以内。盈利改善较为领先的行业集中在消费板块、金融地产板块、上游周期板块中，盈利改善较为滞后的行业集中在成长板块与中游制造板块中。

图 9：2008 年至 2009 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

具体来看，

盈利领先全 A 两个季度改善的行业有：消费板块中的食品饮料、美容护理，稳定板块中的公用事业。

盈利领先全 A 一个季度改善的行业有：周期板块中的石油石化、建筑材料；消费板块中的农林牧渔、医药生物、纺织服饰、家用电器、汽车；成长板块中的传媒、电力设备；以及地产、银行。

盈利滞后全 A 一个季度改善的行业有：周期板块的多数行业（包括煤炭、有色金属、钢铁、基础化工等），成长板块中的电子行业。

表 1：2008 年至 2009 年，金融地产与消费板块的 ROE 较全 A 的 ROE 领先改善（单位：%）

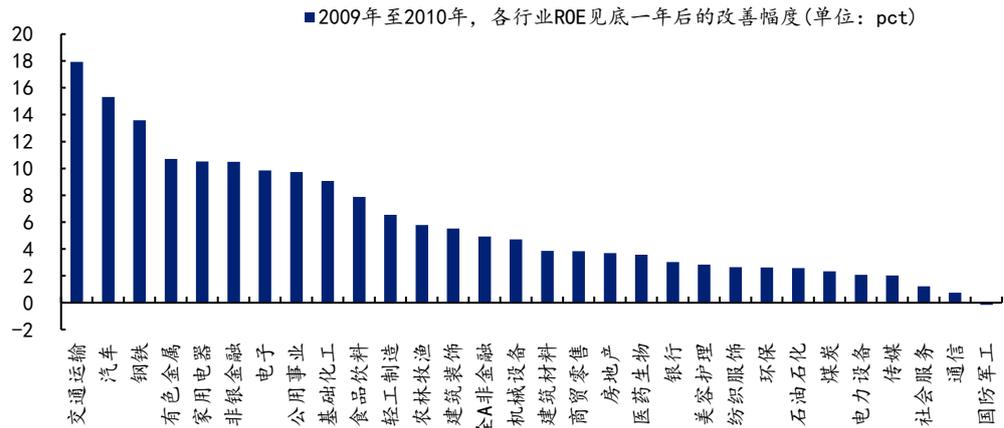
		经济回落期	经济回落期	经济回落期	经济回落期	牛市第一年	牛市第一年	牛市第一年	牛市第一年
		2007/12/31	2008/3/31	2008/6/30	2008/9/30	2008/12/31	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30
全A非金融		14.68	14.52	13.98	13.35	9.29	7.91	7.37	7.60
周期	煤炭	15.87	16.63	18.68	21.73	21.01	20.82	18.80	16.25
	石油石化	20.01	16.52	13.57	13.51	13.00	12.42	14.47	14.28
	有色金属	20.58	18.88	16.02	13.67	4.36	0.71	-2.38	-2.76
	钢铁	15.77	15.32	16.03	15.63	5.29	0.58	-6.09	-6.42
	基础化工	10.77	13.07	13.74	13.01	2.87	-0.51	-2.19	-2.98
	建筑材料	12.86	13.49	12.17	10.92	8.56	7.42	7.79	8.83
必选消费	农林牧渔	7.48	8.47	8.72	6.24	4.07	3.42	3.88	7.33
	食品饮料	13.87	14.92	16.13	15.47	11.78	12.29	12.86	14.89
	医药生物	11.46	11.98	12.65	13.23	12.84	12.94	12.46	13.24
	纺织服饰	8.19	8.45	8.09	7.79	4.63	4.60	5.23	5.28
	商贸零售	15.23	15.44	15.09	14.31	10.42	9.59	8.38	8.73
可选消费	家用电器	9.31	10.66	11.31	11.16	7.54	6.59	8.40	9.78
	汽车	13.61	14.20	13.22	11.46	6.24	4.22	4.64	8.18
	社会服务	12.50	10.69	9.37	7.96	6.46	6.83	6.61	6.74
	轻工制造	9.90	10.59	10.73	10.22	6.68	4.84	3.90	4.48
	美容护理	16.15	14.45	13.42	5.08	5.01	4.80	4.87	6.34
成长	电子	6.87	6.50	7.32	6.24	1.58	-1.19	-3.49	-3.88
	计算机	11.52	11.94	11.47	11.00	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
	传媒	9.14	8.93	9.15	8.57	5.57	5.08	4.69	4.61
	通信	9.99	10.09	11.72	11.17	21.98	21.66	21.02	20.44
	电力设备	19.09	19.98	19.73	19.88	14.13	13.27	13.95	13.92
	机械设备	17.70	17.31	16.38	15.24	11.27	10.17	9.33	9.20
	国防军工	14.20	15.96	16.40	15.18	16.44	14.31	12.97	12.19
稳定	环保	16.45	12.66	12.89	11.75	8.26	8.40	7.51	9.08
	建筑装饰	9.90	9.45	9.37	7.02	6.16	6.63	7.63	9.64
	公用事业	11.29	9.44	6.13	2.21	-1.61	-1.16	1.20	5.06
	交通运输	17.80	19.62	20.57	18.36	3.45	-0.23	-3.18	-3.87
金融地产	房地产	13.17	13.04	13.34	12.84	10.38	9.90	10.02	10.79
	银行	16.24	18.64	19.78	20.14	18.71	17.57	17.08	17.15
	非银金融	22.68	20.22	18.06	11.13	6.53	5.79	5.58	10.43

资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：上图中绿色单元格代表该板块或该行业 ROE 在上述时间区间的最小值。

2) 盈利改善幅度方面，周期与可选消费的改善幅度较大。

我们计算各申万一级行业 ROE 出现上行拐点后一年的时间中，期末 ROE 相较期初 ROE 的变动幅度。具体来看，交通运输、汽车、钢铁、有色金属、家用电器的 ROE 分别提升 17.93pct、15.32pct、13.59pct、10.70pct、10.50pct。

图 10：2009 年至 2010 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度


资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：国防军工行业的 ROE 在 2010Q4-2011Q2 回升，在 2011Q2-2013Q3 下降。

3) 从股价表现上来看，盈利是否提前改善对行业涨跌幅的影响不大，盈利改善幅度的影响更大。典型如涨幅排前五的行业中，美容护理、军工行业的 ROE 拐点均滞后于全 A 板块，汽车、家用电器、美容护理的 ROE 拐点略领先于全 A 板块。事后来，这些行业或是 ROE 改善幅度不小（有色金属、汽车、家用电器）或 ROE 的绝对水平较高（煤炭、国防军工等）。换言之，盈利是否提前改善对行业超额收益的影响不算显著，盈利弹性较大的行业更容易产生超额收益。

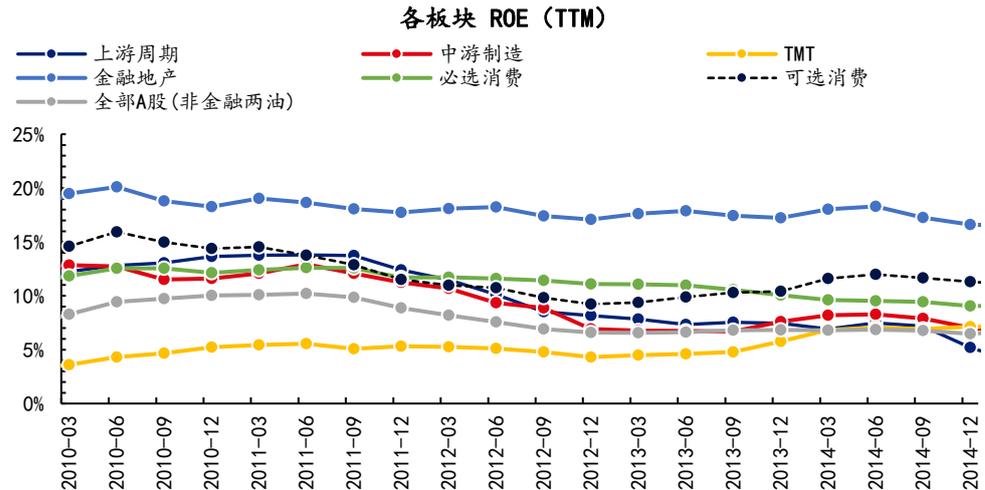
图 11：2009/6-2009/12，申万一级行业的上涨情况


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 2013 年至 2014 年，成长板块的业绩改善大幅领先全 A

1) 盈利拐点方面，2013 年至 2014 年，各行业盈利改善的时间差别较大。

全 A 盈利改善发生在 2013Q1。一方面，宏观层面上的产能过剩导致不少行业在 2013 年至 2014 年的 ROE 都是下行的，这些行业集中在周期板块与制造业中，如煤炭、有色金属、农林牧渔、食品饮料、机械设备、国防军工、银行。另一方面，盈利企稳最早的行业（成长板块）相较盈利企稳最晚的行业（周期与制造），二者盈利企稳时点的差距高达两年之久。

图 12：2010 年至 2014 年，全 A 及不同板块的 ROE 变动情况


资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利领先全 A 一年以上改善的行业有：成长板块中的传媒与稳定板块中的公用事业。

盈利领先全 A 一个季度或两个季度改善的行业有：周期板块中的有色金属、基础化工；必选消费中的医药生物；可选消费中的家用电器、轻工制造；成长板块中的电子、通信；稳定板块中的建筑装饰；金融地产板块中的房地产和非银金融。

盈利同步全 A 改善的行业有：周期板块中的建筑材料；消费板块中的商贸零售、汽车；成长板块的计算机。

盈利滞后全 A 改善的行业有：周期板块中的基础化工；成长板块中的电力设备；消费板块中的纺织服饰、社会服务、美容护理；稳定板块中的环保、交通运输。

表 2：2012 年至 2013 年，成长板块的 ROE 领先改善（单位：%）

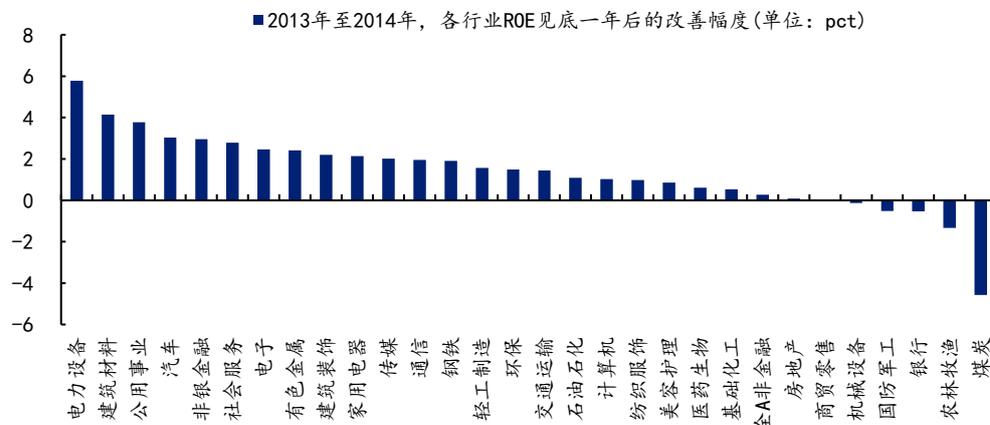
		2011/12/31	2012/3/31	2012/6/30	2012/9/30	2012/12/31	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31	2014/6/30	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31
	全A非金融	11.97	11.23	10.40	9.66	9.56	9.46	9.49	9.78	9.85	9.73	9.76	9.63	9.02	8.55
801950.SI	煤炭	19.20	18.75	18.23	16.39	15.50	14.04	11.56	10.81	10.30	9.46	9.04	8.15	6.29	4.82
801960.SI	石油石化	13.94	13.24	12.01	10.84	11.24	11.03	11.52	11.94	11.86	11.44	11.80	11.36	8.80	6.59
801050.SI	有色金属	11.46	10.58	7.54	5.38	3.96	3.07	2.77	2.57	5.49	4.77	4.70	4.99	-0.13	0.02
801040.SI	钢铁	3.80	1.79	1.14	-1.27	-1.33	-0.50	-1.22	0.64	1.61	1.29	1.12	1.19	0.90	0.30
801030.SI	基础化工	10.22	8.80	6.81	5.64	5.68	5.25	5.21	4.88	4.34	4.50	4.50	4.82	4.88	5.02
801710.SI	建筑材料	16.55	14.72	11.42	8.54	8.11	7.47	8.10	9.08	10.66	11.62	11.87	11.63	9.18	8.31
801010.SI	农林牧渔	9.21	8.47	7.88	7.03	5.87	5.64	4.97	4.75	4.81	4.31	4.79	4.75	4.41	3.95
801120.SI	食品饮料	22.75	23.55	23.97	25.53	24.47	23.83	22.44	20.37	19.95	18.69	18.23	17.46	16.44	15.95
801150.SI	医药生物	12.44	11.84	11.46	11.41	12.00	11.99	12.07	12.02	12.00	12.00	12.02	11.99	11.99	11.99
801130.SI	纺织服饰	11.10	10.03	9.71	9.23	8.16	8.15	8.15	8.19	9.06	9.15	9.27	9.17	9.53	9.60
801200.SI	商贸零售	12.52	11.53	10.16	9.17	9.09	8.76	9.14	9.35	9.03	8.78	7.87	7.50	7.62	7.16
801110.SI	家用电器	16.83	16.61	16.23	16.40	15.98	16.24	16.86	17.50	18.12	18.91	19.58	19.60	19.68	19.56
801880.SI	汽车	16.02	14.66	13.80	12.97	11.55	11.34	11.86	12.71	13.94	14.38	14.69	14.55	14.20	13.82
801210.SI	社会服务	9.34	9.98	9.99	10.20	9.85	9.76	8.81	8.38	8.00	7.87	7.82	7.53	5.99	5.87
801140.SI	轻工制造	5.67	4.82	4.28	3.87	4.37	4.50	4.82	5.44	5.01	5.27	5.41	5.00	5.35	5.37
801980.SI	美容护理	7.83	8.03	9.48	10.68	10.79	11.44	11.40	11.37	10.70	10.25	9.88	8.85	9.61	9.37
801080.SI	电子	7.14	6.93	6.56	7.21	4.93	5.24	5.70	5.84	7.39	7.33	7.24	7.06	6.15	6.32
801750.SI	计算机	10.41	10.19	10.11	10.24	10.01	9.96	10.09	10.55	11.01	10.98	11.14	11.04	11.86	11.91
801760.SI	传媒	9.17	9.36	9.81	9.78	10.24	10.44	10.60	10.56	10.23	10.44	10.60	10.65	11.07	10.77
801770.SI	通信	5.03	5.02	4.56	3.01	2.96	3.28	3.40	4.97	5.53	6.04	6.23	6.56	7.36	7.32
801730.SI	电力设备	7.84	7.07	6.11	5.19	4.30	4.10	4.11	4.12	2.88	3.20	3.08	3.73	8.66	8.56
801890.SI	机械设	13.96	12.68	11.28	10.29	8.75	7.74	6.62	6.53	7.07	6.81	6.44	6.39	5.24	4.63
801740.SI	国防军工	8.78	7.86	6.85	6.35	5.60	5.16	4.42	4.28	4.58	4.23	4.04	3.77	3.44	3.15
801970.SI	环保	11.92	12.10	11.93	10.71	11.07	10.92	10.67	12.50	11.99	11.86	12.17	10.45	10.23	10.42
801720.SI	建筑装饰	12.85	12.34	12.23	12.56	11.17	11.45	11.94	12.16	13.37	13.41	13.49	13.46	12.84	12.63
801160.SI	公用事业	6.53	6.77	6.82	8.53	10.30	11.83	13.23	14.30	12.64	13.07	13.31	13.40	13.13	13.51
801170.SI	交通运输	8.33	6.97	6.38	6.13	7.26	7.27	7.64	7.57	6.15	6.40	6.42	7.01	9.41	10.39
801180.SI	房地产	13.73	13.43	13.39	13.39	14.16	14.39	14.99	15.39	14.49	14.25	13.59	13.04	12.76	12.58
801780.SI	银行	21.13	21.10	20.94	20.75	20.68	20.41	20.29	20.12	20.02	19.87	19.55	19.18	18.52	17.79
801790.SI	非银金融	10.48	9.37	8.97	7.84	6.85	7.57	7.91	9.95	9.81	9.94	10.68	11.52	12.94	14.92

资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：上图中绿色单元格代表该板块或该行业 ROE 在上述时间区间的最小值。

2) 盈利改善幅度方面，成长板块与部分消费行业的盈利改善幅度较大。我们计算各申万一级行业 ROE 出现上行拐点后一年的时间中，期末 ROE 相较期初 ROE 的变动幅度。具体来看，电力设备、建筑材料、公用事业、汽车、非银金融的 ROE 分别提升 5.78pct、4.15pct、3.77pct、3.04pct、2.96pct。

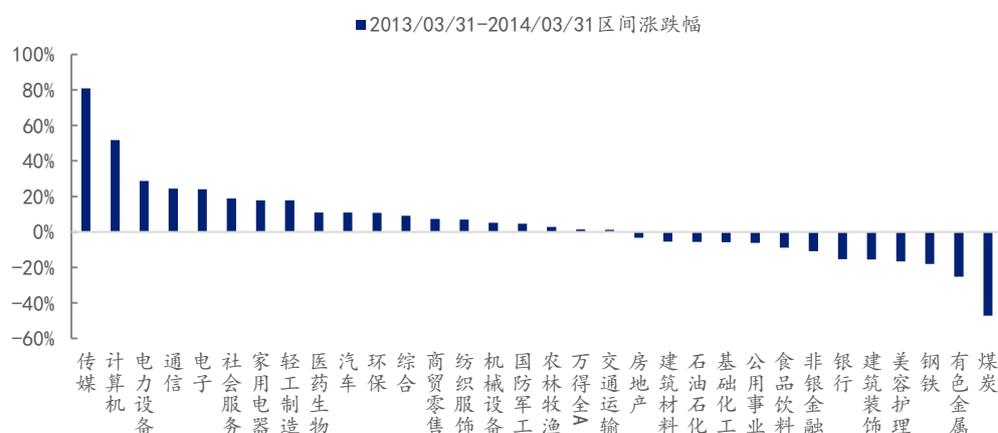
图 13: 2013 年至 2014 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3) 从股价表现上来看，涨幅较大的行业盈利改善幅度不弱。涨幅排名前五的行业中，传媒行业 ROE 上行拐点领先全 A 一年以上，即使在经济下行期都没有出现 ROE 下行。计算机、电子、通信行业的 ROE 上行拐点与全 A ROE 上行拐点的出现时间基本一致，ROE 的改善幅度好于全 A。

图 14: 2013/3-2014/3，申万一级行业的上涨情况

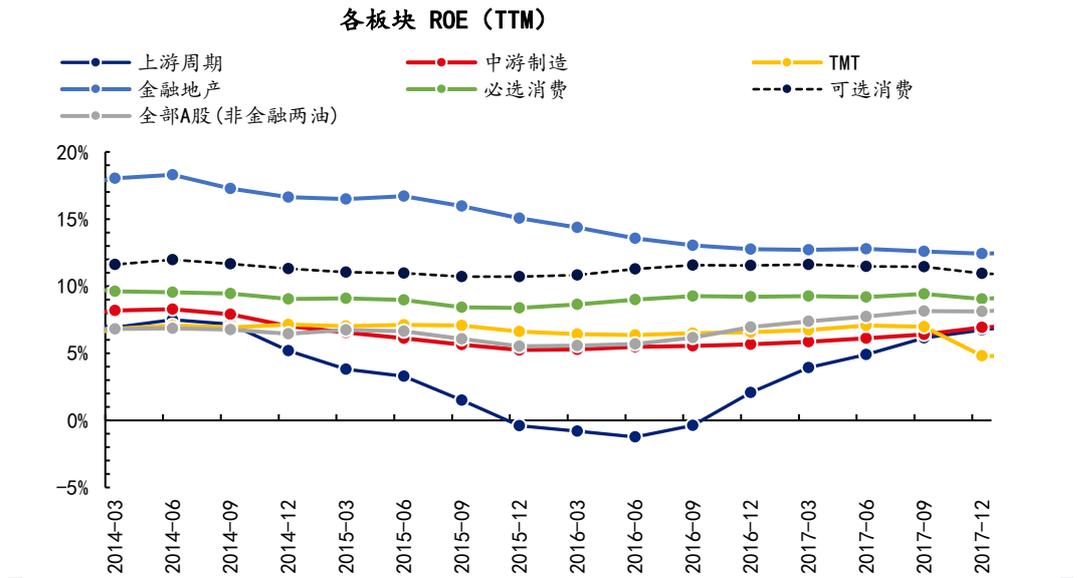


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 2016 年至 2017 年，周期板块与消费板块的业绩拐点较为领先

1) 盈利拐点方面，2016 年至 2017 年，各行业盈利改善的时间差别较大。

全 A 盈利改善发生在 2016Q2。盈利改善较为领先的行业集中在周期板块与消费板块，盈利改善较为滞后的行业集中在成长板块、稳定板块、金融地产板块。

图 15：2016 年至 2017 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利领先全 A 改善的行业有：周期板块的煤炭、有色金属、钢铁，消费板块中的农林牧渔、食品饮料、家用电器、汽车，成长板块中的国防军工。

盈利同步全 A 改善的行业占大多数。

盈利滞后全 A 改善的行业有，消费板块中的医药生物、美容护理，成长板块中的电力设备、机械设备，稳定板块中的公用事业、非银金融。

表 3：2016 年至 2017 年，消费板块与周期板块的 ROE 领先改善（单位：%）

		2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31	2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31
	全A非金融	8.39	7.47	6.89	6.81	6.56	7.01	7.71	8.21	8.47	9.00	9.18
周期	煤炭	3.30	2.03	-0.88	-1.00	-0.40	0.79	4.87	7.58	9.94	11.71	12.10
	石油石化	5.89	3.54	3.85	2.99	1.69	1.75	1.86	3.39	3.32	3.78	3.58
	有色金属	0.22	-1.03	-0.04	0.10	0.24	1.59	3.75	4.79	5.41	6.18	6.32
	钢铁	-0.45	-4.19	-11.86	-12.33	-10.32	-6.30	1.67	4.66	5.26	8.85	13.39
	基础化工	5.61	5.79	5.51	5.62	5.47	5.45	5.64	6.64	7.42	8.72	9.19
	建筑材料	7.51	6.08	5.14	5.04	4.85	6.21	8.06	8.91	10.23	11.11	12.39
必选消费	农林牧渔	3.92	4.24	4.81	7.17	9.92	12.27	13.17	12.67	10.38	9.36	7.87
	食品饮料	15.40	15.06	15.32	15.50	15.25	15.32	15.20	15.47	15.81	17.27	17.76
	医药生物	12.16	12.02	11.68	11.80	11.44	11.54	11.50	11.08	11.20	11.87	11.88
	纺织服饰	9.93	9.58	8.71	8.46	8.07	8.17	8.74	8.72	8.82	8.89	8.96
	商贸零售	7.45	6.47	4.13	3.94	3.47	4.05	6.23	6.12	6.14	6.69	7.09
	家用电器	18.69	17.45	15.61	15.76	15.96	16.70	17.98	17.95	18.62	19.01	20.65
可选消费	汽车	13.30	12.96	13.36	13.28	13.39	13.68	13.44	13.41	12.80	12.45	11.81
	社会服务	5.98	6.01	7.98	7.99	8.41	8.79	8.49	8.57	8.34	8.14	8.76
	轻工制造	5.58	6.10	8.34	8.69	8.93	9.48	8.60	9.33	10.30	11.43	12.09
	美容护理	9.32	9.71	17.59	17.32	15.46	14.88	4.18	4.55	3.82	4.25	5.74
	电子	6.25	5.94	5.91	5.82	5.57	5.99	6.70	7.17	8.11	8.90	6.41
	计算机	11.98	11.53	10.95	12.32	11.58	12.18	10.31	8.75	8.64	8.35	9.77
成长	传媒	10.92	10.97	11.91	12.05	11.93	12.05	10.97	11.14	10.88	10.28	7.08
	通信	7.28	7.39	6.97	6.78	7.03	6.69	3.52	3.37	3.62	3.91	4.55
	电力设备	9.09	9.07	7.04	7.23	7.45	7.10	6.60	6.25	6.50	6.92	7.55
	机械设备	4.68	4.42	4.83	4.79	4.07	3.65	3.04	3.47	4.19	4.93	6.35
	国防军工	2.60	1.62	-0.42	-0.25	0.11	0.77	3.00	3.15	3.50	3.72	3.54
	环保	10.64	10.51	10.23	10.09	9.49	9.52	9.60	9.78	9.98	10.09	9.71
稳定	建筑装饰	12.24	11.66	11.55	11.43	11.13	11.38	11.00	10.93	10.97	10.69	11.08
	公用事业	13.61	12.74	12.47	11.85	10.95	9.90	9.56	8.30	7.05	7.02	6.36
	交通运输	11.27	10.15	8.88	8.38	7.10	7.48	7.79	8.27	9.16	9.91	10.40
	房地产	12.89	12.43	11.01	11.03	10.62	11.04	12.33	12.61	12.61	12.92	13.52
金融地产	银行	16.97	16.24	15.76	15.25	14.78	14.34	14.01	13.70	13.56	13.39	13.28
	非银金融	17.96	17.13	16.73	14.18	10.48	10.43	9.92	9.99	9.51	10.05	10.52

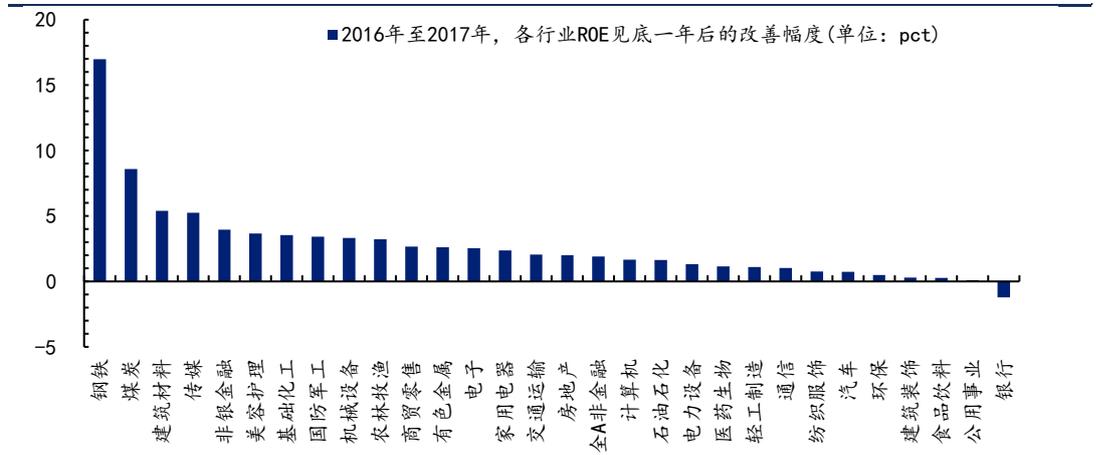
资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：上图中绿色单元格代表该板块或该行业 ROE 在上述时间区间的最小值。

2) 盈利改善幅度方面，周期板块各行业的盈利均大幅改善。

我们计算各申万一级行业 ROE 出现上行拐点后一年的时间中，期末 ROE 相较期初 ROE 的变动幅度。具体来看，钢铁、煤炭、建筑材料、传媒、非银金融的 ROE 分别提升 16.99pct、8.58pct、5.39pct、5.25pct、3.96pct。

图 16：2016 年至 2017 年，各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度

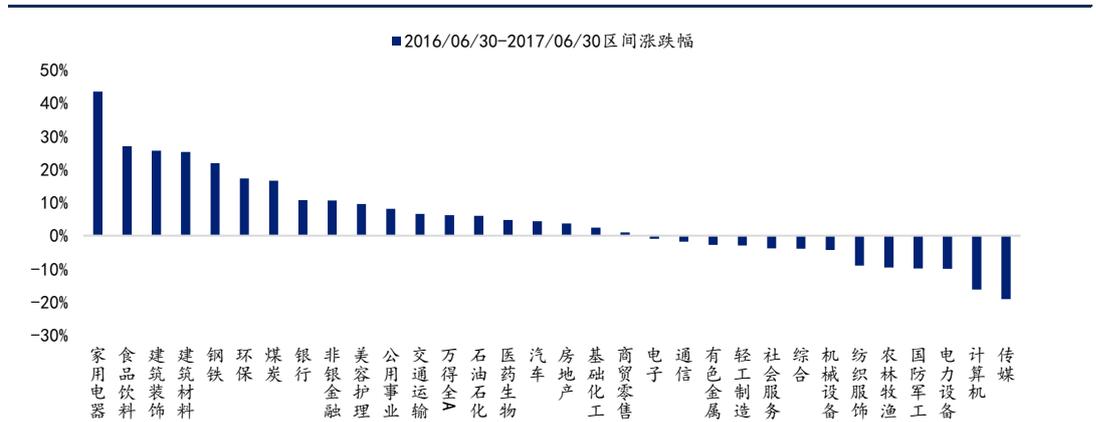


资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 从股价表现上来看，消费行业的定价关注盈利拐点，周期行业的定价关注盈利上行幅度。

涨幅排名前五的行业中，家用电器、食品饮料行业的 ROE 上行拐点分别领先全 A 两个季度与三个季度，盈利改善幅度不算突出。建筑装饰的上涨主要由估值推动。建筑材料的 ROE 上行拐点基本同步于全 A，不过其盈利改善幅度较大。钢铁、煤炭行业的 ROE 上行拐点领先全 A 一个季度，盈利改善幅度突出。

图 17：2016/6-2017/6，申万一级行业的上涨情况

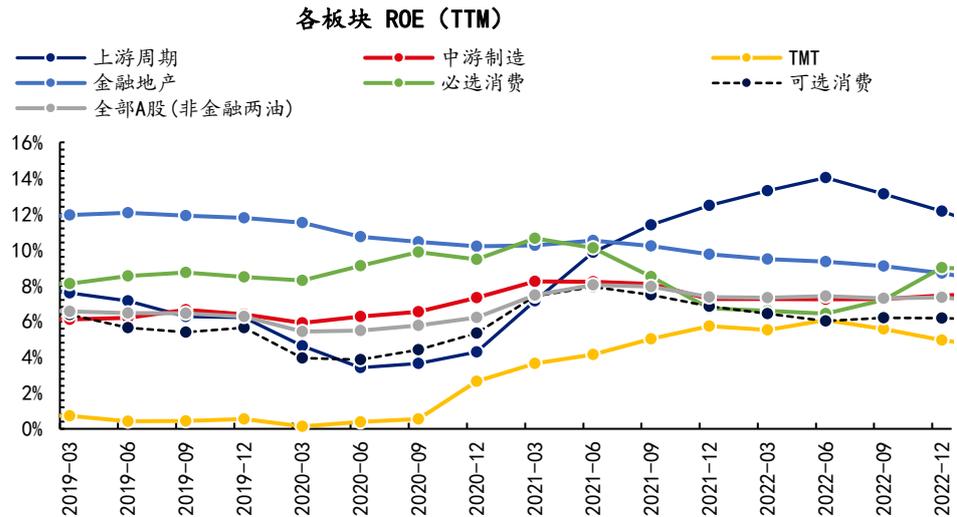


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 2019 年至 2021 年，成长板块与消费板块的业绩拐点较为领先

1) 盈利拐点方面，2019 年至 2021 年，各行业盈利改善的时间继续分化。

全 A 盈利改善发生在 2020Q2。盈利改善较为领先的行业集中在成长板块，其次是消费板块，盈利改善较为滞后的行业集中在稳定板块与金融地产板块。

图 18：2019 年至 2021 年，全 A 及不同板块的 ROE 回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利领先全 A 半年以上改善的行业有：消费板块中的农林牧渔、轻工制造；成长板块中的电子、传媒、电力设备、机械设备、国防军工；稳定板块中的环保。

盈利领先全 A 一个季度改善的行业有：消费板块中的食品饮料、医药生物、汽车。成长板块中的通信。稳定板块中的公用事业。周期板块中的建筑材料。

盈利同步全 A 改善的行业集中在周期板块中。

盈利滞后全 A 改善的行业有：消费板块中的商贸零售、社会服务、美容护理；成长板块中的计算机；金融板块中的银行。

表 4：2019 年至 2020 年，消费板块与成长板块的 ROE 领先改善（单位：%）

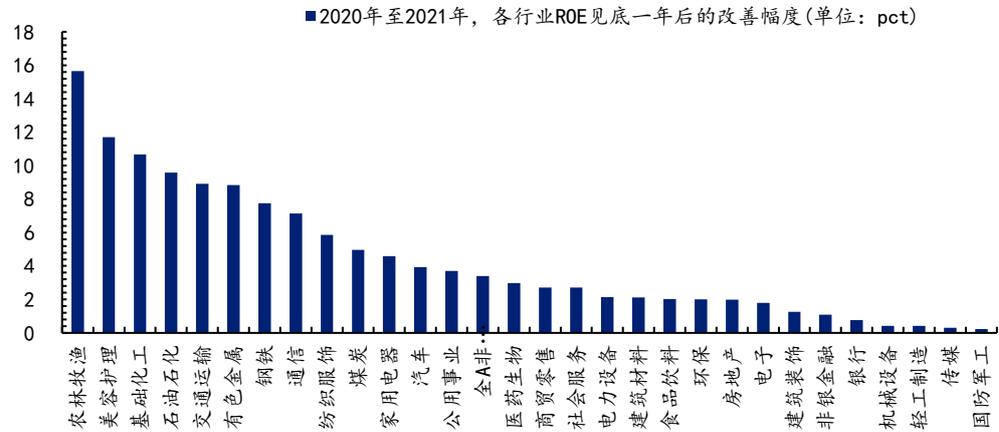
	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	
全A非金融	8.05	7.97	7.67	7.51	7.46	6.28	6.19	6.74	7.44	8.88	9.59	9.20	8.80	
周期	煤炭	11.89	11.84	11.66	11.63	10.94	9.96	9.44	9.45	9.84	11.11	12.87	14.41	16.55
	石油石化	5.93	5.71	5.42	4.57	5.29	2.34	-0.14	2.85	2.58	6.52	9.44	7.74	8.17
	有色金属	2.33	1.62	1.41	1.32	1.56	0.90	0.78	1.30	5.58	7.40	9.62	11.41	12.42
	钢铁	15.69	14.02	12.30	9.55	7.99	7.24	6.36	7.07	7.83	10.13	14.11	15.62	13.74
	基础化工	10.63	9.69	9.03	8.21	4.32	3.53	3.36	3.78	9.08	11.60	14.03	15.55	17.01
	建筑材料	16.79	17.33	17.19	16.71	15.78	14.31	14.40	14.62	15.36	16.43	16.11	16.21	15.54
必选消费	农林牧渔	3.76	2.32	5.43	7.20	14.32	17.97	20.76	22.90	18.45	17.34	11.40	0.38	-7.03
	食品饮料	19.89	20.53	20.81	20.97	20.24	19.42	19.99	20.21	20.91	21.44	20.81	20.39	20.06
	医药生物	9.64	9.67	9.43	9.30	8.12	7.37	8.08	8.90	9.15	10.35	10.59	10.20	12.25
	纺织服装	3.80	3.49	2.79	2.26	1.24	-0.40	-1.30	-1.19	1.00	2.88	4.56	5.32	6.65
	商贸零售	7.32	7.52	6.44	7.93	6.56	4.93	4.81	3.31	2.37	3.41	2.60	1.64	-3.12
	家用电器	16.58	16.38	16.78	17.21	17.37	14.89	13.28	13.57	16.16	17.71	17.85	17.01	16.62
可选消费	汽车	8.63	7.78	6.63	6.03	5.58	3.98	4.52	5.45	6.02	7.91	7.80	6.87	6.43
	社会服务	4.09	5.16	5.16	5.13	7.27	2.96	-0.31	-0.58	-1.32	1.50	4.14	1.68	-1.55
	轻工制造	9.76	9.30	8.48	8.41	9.45	8.75	8.55	8.83	9.04	10.91	11.92	11.32	9.31
	美容护理	7.15	7.54	8.33	8.10	9.52	8.65	7.92	6.60	-0.32	0.75	1.50	3.27	11.38
	电子	5.42	5.40	5.41	5.43	6.80	6.50	7.05	7.22	7.58	8.95	9.84	10.13	11.49
	计算机	6.16	6.50	6.92	7.00	5.82	4.45	4.29	4.11	6.15	6.75	6.18	5.77	5.72
成长	传媒	-4.19	-4.64	-7.08	-7.11	-3.04	-4.01	-2.24	-1.86	0.65	1.55	2.56	2.18	5.86
	通信	0.14	2.02	-1.37	-1.19	-2.56	-3.29	0.93	1.02	3.18	3.84	2.78	2.29	2.65
	电力设备	3.88	4.07	3.73	3.95	5.25	5.08	5.88	7.00	8.25	9.46	8.93	9.31	9.53
	机械设备	3.19	3.56	4.04	3.98	4.69	3.98	4.96	5.60	8.13	9.62	9.47	9.40	8.49
	国防军工	2.46	2.44	2.62	2.71	2.70	3.23	2.89	3.31	4.31	4.15	4.44	4.67	4.71
	环保	4.74	4.61	4.07	3.91	5.04	4.77	5.31	5.91	6.15	6.87	6.94	6.61	6.65
稳定	建筑装饰	10.59	10.62	10.20	10.27	9.79	8.99	8.96	9.09	9.48	10.22	10.23	10.02	8.13
	公用事业	6.46	6.71	6.84	7.22	6.70	6.05	6.76	7.35	8.42	8.97	8.44	6.30	2.91
	交通运输	8.15	8.27	8.41	8.28	7.90	4.76	3.18	2.39	0.64	2.46	5.32	6.40	9.55
金融地产	房地产	13.46	13.60	13.67	13.54	13.46	12.29	11.91	11.91	10.89	10.62	9.71	8.29	1.48
	银行	12.69	12.46	12.27	12.03	11.78	11.49	10.33	9.96	10.49	10.35	10.63	10.72	10.68
	非银金融	7.94	9.47	10.64	11.78	11.90	10.60	9.57	10.19	10.58	10.83	11.39	10.25	10.29

资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：上图中绿色单元格代表该板块或该行业 ROE 在上述时间区间的最小值。

2) 从盈利上行幅度来看, 周期板块的盈利改善幅度普遍较好, 消费板块中农林牧渔、美容护理、社会服务行业的盈利改善幅度相对较大。农林牧渔、美容护理、基础化工、石油石化、交通运输的行业的 ROE 分别改善了 15.65pct、11.70pct、10.67pct、9.58pct、8.91pct。

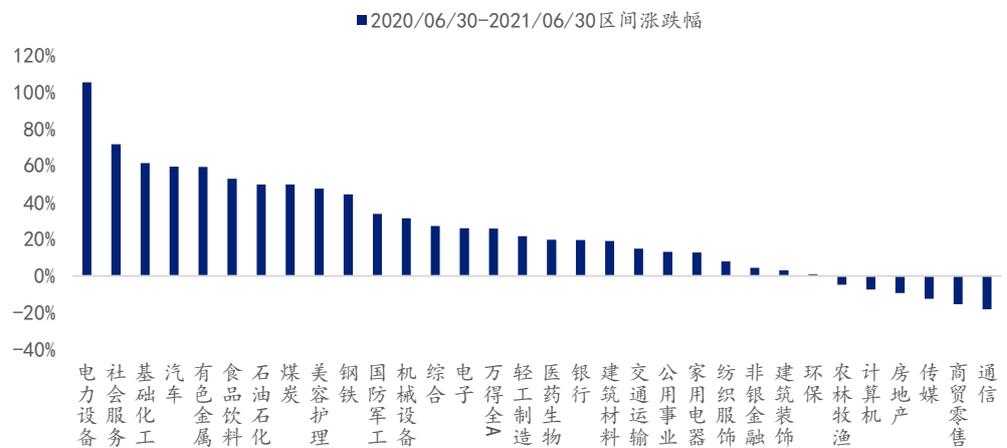
图 19: 2020 年至 2021 年, 各申万一级行业 ROE 见底一年后的改善幅度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3) 从股价表现上来看, 领涨行业的盈利改善幅度大多不差。在涨幅排名前五的行业中, 除电力设备行业之外, 社会服务、基础化工、汽车、有色金属行业的盈利改善幅度都不差。电力设备行业的 ROE 拐点比较领先。

图 20: 2020/6-2021/6, 申万一级行业的上涨情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、牛市初期业绩改善的方向有哪些特征？

3.1 宏观经济复苏斜率越低，各行业 ROE 见底的时间间隔越大

2008 年至 2009 年，宏观经济在财政政策与货币政策的双重刺激下实现“V 型”复苏，A 股上市公司中食品饮料、美容护理、公用事业行业的 ROE 在 2008Q4 企稳回升，电子及多数周期行业的 ROE 在 2009Q3 回升，各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为三个季度。

进入 2010 年之后，宏观经济潜在增速下沉，上市公司盈利修复斜率也明显放缓，且三轮经济上行的复苏斜率呈现为 2020 年 > 2016 年 > 2013 年。具体来看，1) 2020 年新冠疫情对各行业的盈利构成了普遍冲击，此后美联储开启无限量化宽松模式，国内也提出适当提高财政赤字率，此后各行业盈利增速相继于 2020Q1、2020Q2 触底回升。2) 2016 年主导企业盈利的关键因素是，供给侧改革带动 PPI 增速由底部快速回升，以钢铁、煤炭为代表的周期性行业盈利增速明显修复。3) 2013 年是国内经济潜在增速降速后的第一个经济回升期，叠加产能过剩削弱了企业盈利修复斜率，是 2010 年至今最弱的一次经济复苏。再看各行业 ROE 见底的时间间隔，2020 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为七个季度，2016 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为八个季度，2013 年各行业 ROE 拐点的最大时间间隔为十三个季度。

图 21：宏观经济复苏斜率越低，各行业 ROE 见底的时间间隔越大



资料来源：万得，信达证券研发中心

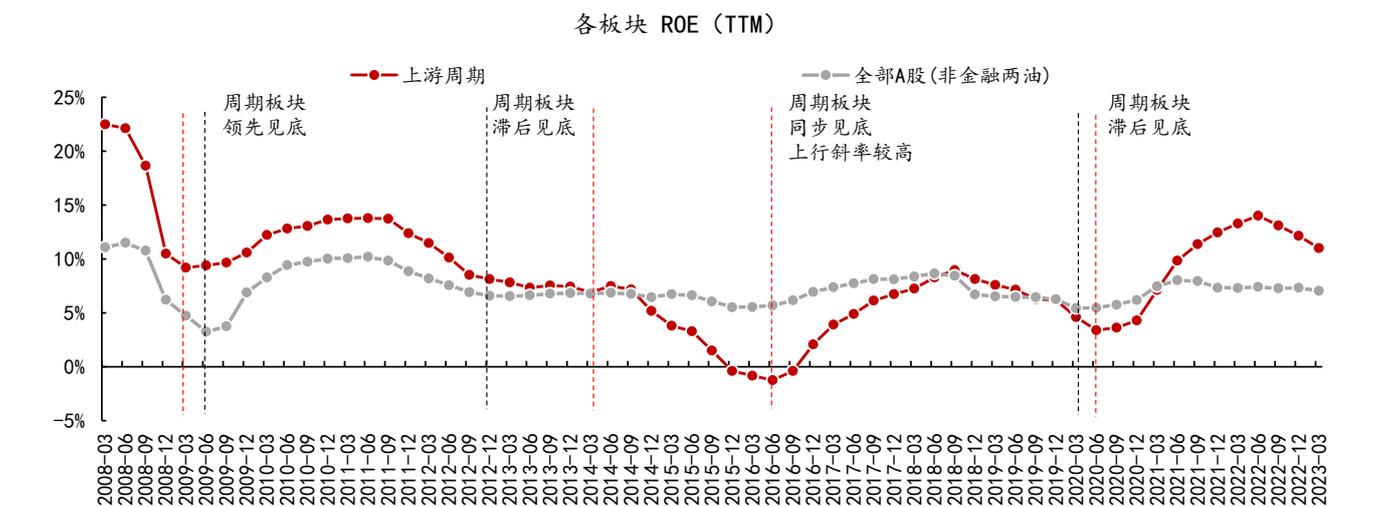
在第二章节的复盘，我们指出牛市初期涨幅较大的行业通常其 ROE 改善幅度也较大。不过，ROE 改善幅度是一个后验指标，我们尝试从其他先验指标中寻找 ROE 潜在改善幅度较大的行业。从统计规律上看，上一轮周期中业绩滞后改善、上一轮周期中供给出清、当期中报业绩改善幅度较高的行业大概率在未来一年的业绩改善幅度较大。详情参见章节 3.2-3.4。

3.2 此前业绩滞后改善的板块，大概率在下一轮牛市中领先改善

分时间段来看，2008年至2009年成长板块的ROE滞后全A一个季度改善，2012年至2013年成长板块的ROE领先全A一年以上改善。2012年至2013年周期板块的ROE滞后全A一年以上改善，2016年至2017年周期板块中的煤炭、有色金属、钢铁则领先于全A改善，且后续盈利改善幅度较大。2016年至2017年成长板块ROE的改善较为滞后，2019年成长板块中多个细分行业的ROE均领先全A改善。

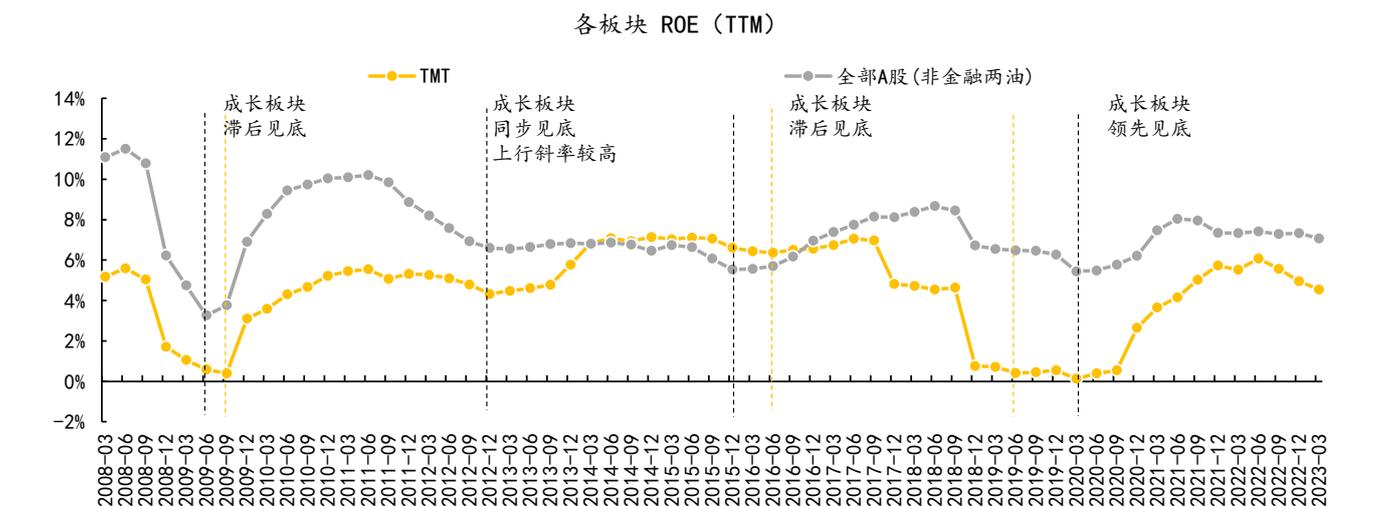
对比各板块ROE与全A ROE的走势来看，周期板块、成长板块、中游制造、必选消费、可选消费的ROE都基本遵循上述规律。例外情况仅有金融地产板块。自2008年以来，金融地产板块ROE长期下行，不仅上行拐点滞后于全A ROE，而且在经济上行期ROE的弹性也明显低于其他板块。

图 22：2008 年至今，周期板块 ROE 与全 A ROE 的对比

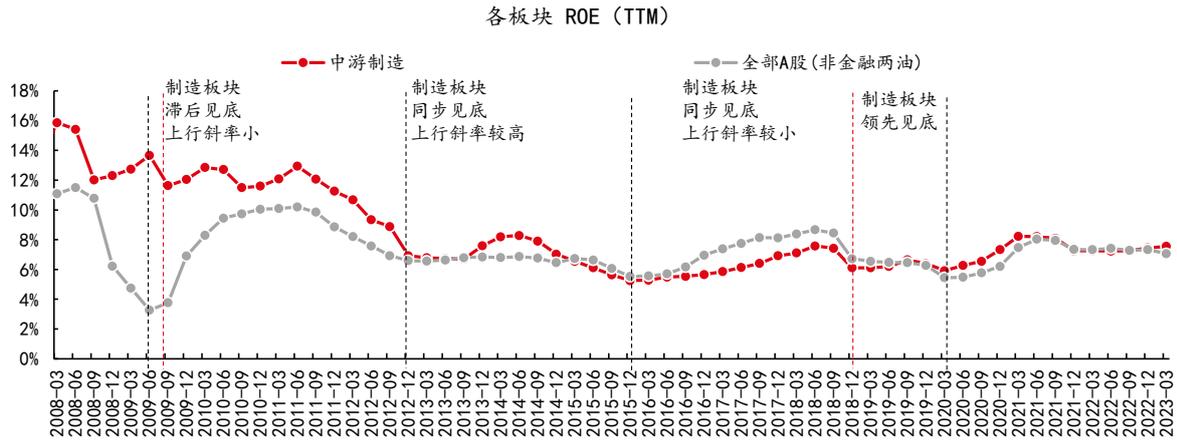


资料来源：万得，信达证券研发中心

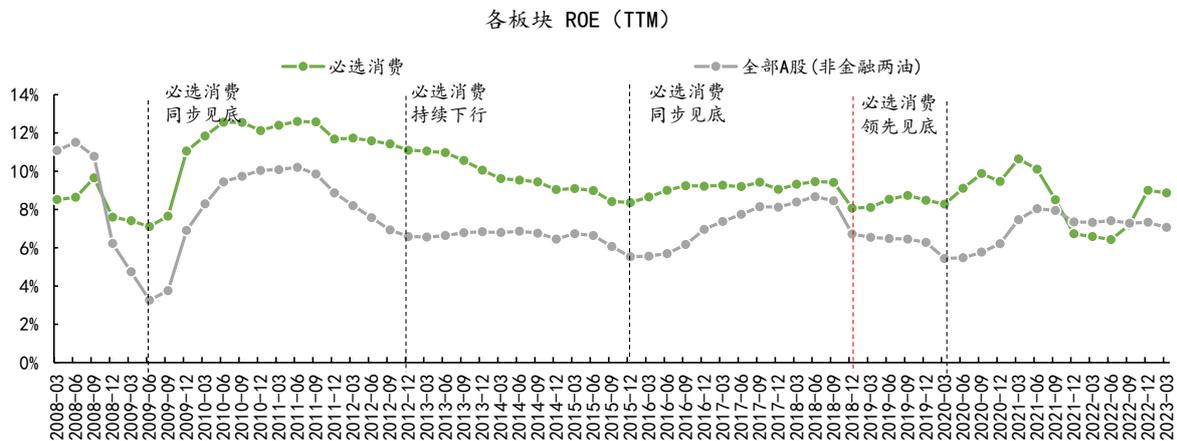
图 23：2008 年至今，成长板块 ROE 与全 A ROE 的对比



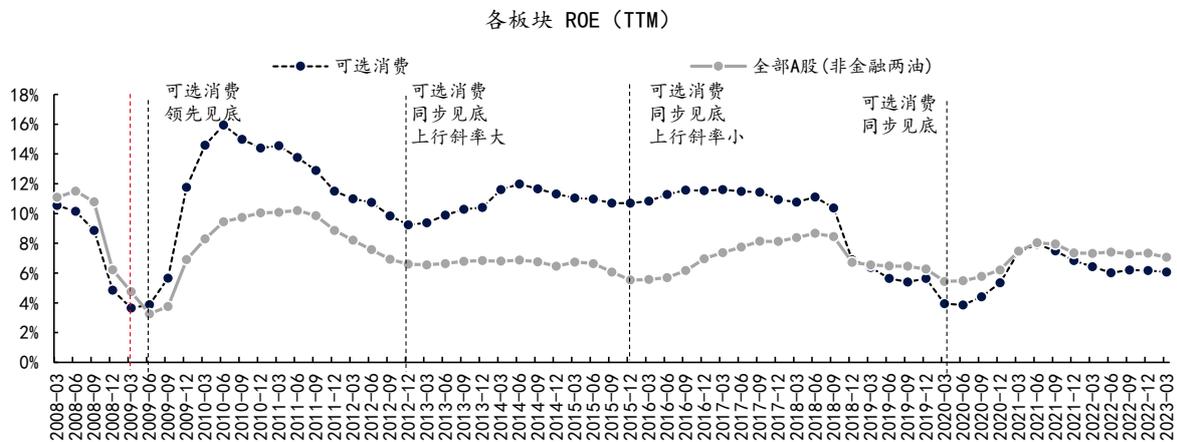
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：2008 年至今，制造板块 ROE 与全 A ROE 的对比


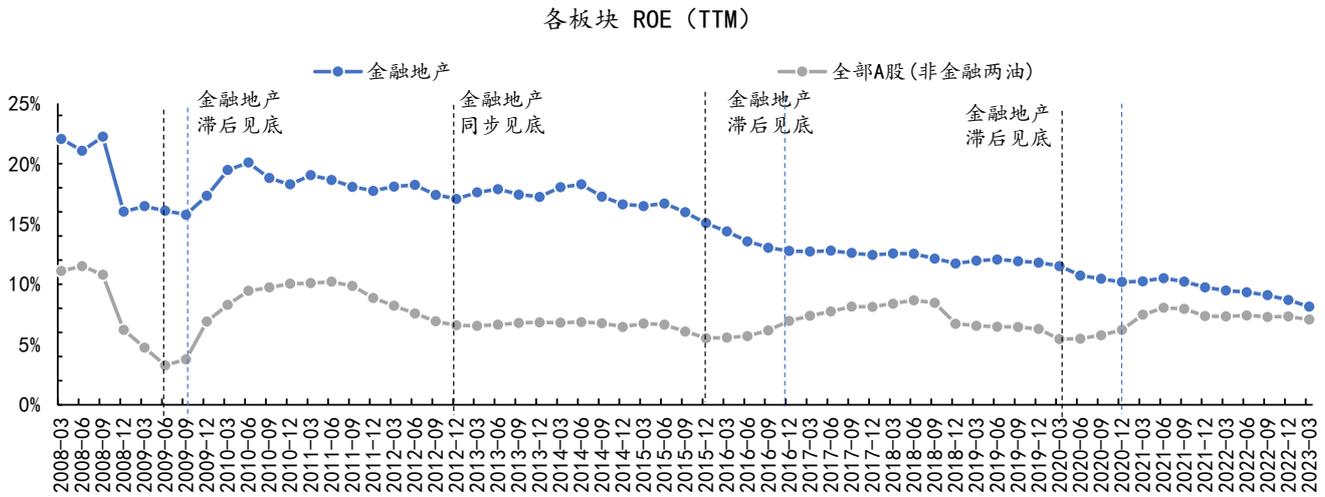
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：2008 年至今，必选消费板块 ROE 与全 A ROE 的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心

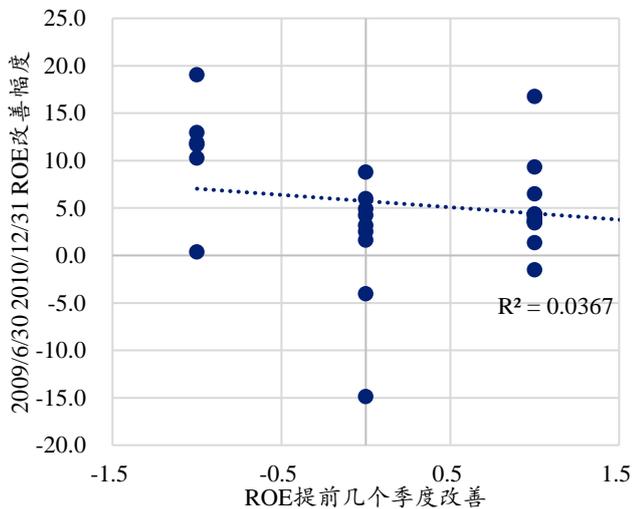
图 26：2008 年至今，可选消费板块 ROE 与全 A ROE 的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心

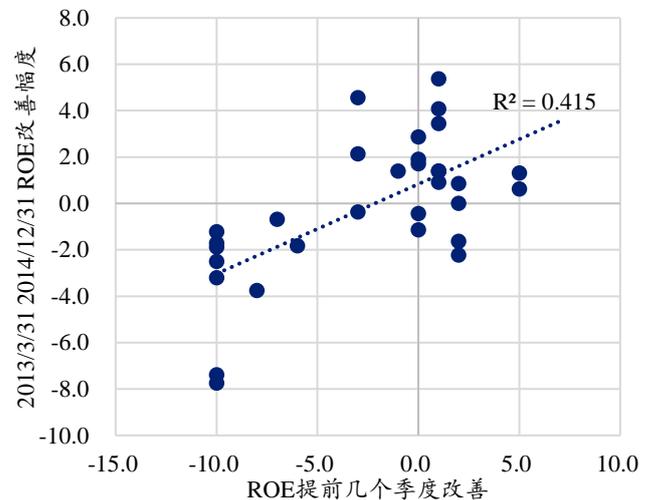
图 27：2008 年至今，金融地产板块 ROE 与全 A ROE 的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心

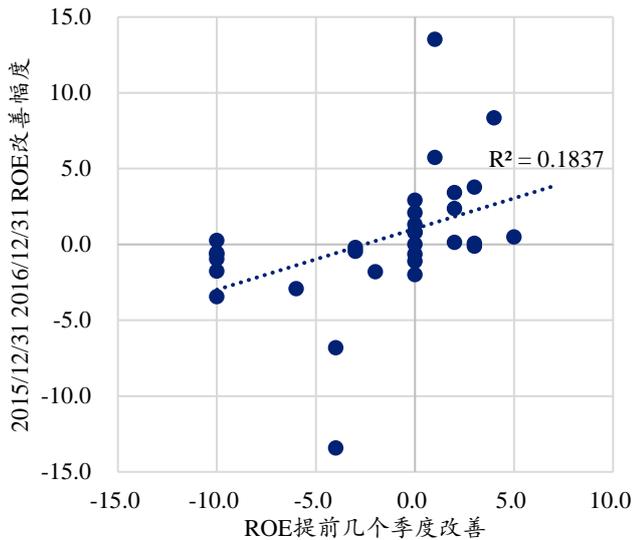
需要说明的是，上述规律在大类板块上体现得更为明显，在细分行业上的表现则有所弱化。首先，从统计结果上来看，除了 2008 年以外，最近三轮经济上行期中，申万一级行业 ROE 改善时点与后续 ROE 改善幅度呈现一定的正相关性。

图 28：2008 年至 2009 年，ROE 见底时间与后续改善幅度的关系不大


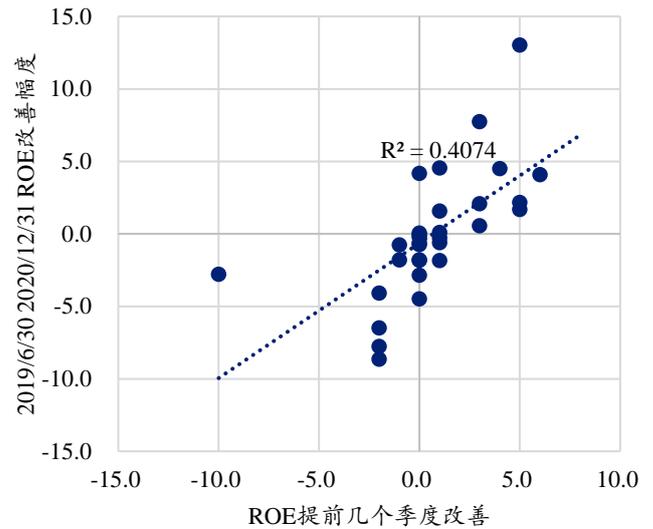
资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：某个申万一级行业 ROE 见底时间相较全 A 见底时间的差异，纵轴为 ROE 见底后的改善幅度。

图 29：2012 年至 2013 年，ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大


资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：某个申万一级行业 ROE 见底时间相较全 A 见底时间的差异，纵轴为 ROE 见底后的改善幅度。

图 30：2016 年至 2017 年，ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大


资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：某个申万一级行业 ROE 见底时间相较全 A 见底时间的差异，纵轴为 ROE 见底后的改善幅度。

图 31：2019 年至 2021 年，ROE 优先见底的行业后续 ROE 改善幅度较大


资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：某个申万一级行业 ROE 见底时间相较全 A 见底时间的差异，纵轴为 ROE 见底后的改善幅度。

其次，从行业基本面逻辑来看，之所以行业 ROE 改善幅度与改善时间的匹配关系不稳定，主要源于细分行业的 ROE 改善幅度也会受到自身产业逻辑的影响。如 2015 年至今，煤炭、有色、钢铁等周期性行业的产业逻辑较好，导致这些行业即使 ROE 改善偏滞后，后续的改善幅度也不小。不过，从历史经验来看，产业格局的影响很少会持续两轮经济周期。

表 5：2008 年至今，各申万一级行业产业格局的变化

全 A 非金融	2008 年-2009 年	2012 年-2014 年	2016 年-2017 年	2019 年-2021 年	
周期	煤炭	--	四万亿财政刺激后小煤矿供应回升，但 2012 年至 2014 年下游需求较为疲弱。	供给侧改革，全国煤炭行业去产能 8 亿吨。	双碳政策影响煤企新建产能意愿。发改委推出电煤长协机制，行业周期属性弱化。
	石油石化	--	--	--	资本开支不足、疫后流动性泛滥、俄乌冲突，能源大通涨。
	有色金属	工业金属方面，四万亿财政刺激之后，铜价在 2011 年创出 2000 年以来新高。贵金属方面，后危机时代美联储推出 QE，金价在 2009 年-2012 年持续上行。	宏观经济增速换挡，下游需求疲弱。	工业金属方面，棚改带动铜的需求。能源金属方面，电动车需求在 2015 年-2017 年爆发，以钴、锂为代表的能源金属价格大幅上涨。	电动车销量大增，能源金属价格上涨。
	钢铁	--	宏观经济增速换挡，下游需求疲弱。	供给侧改革，淘汰钢铁落后产能。	双碳政策下，钢铁行业新增产能受限。
	基础化工	--	宏观经济增速换挡，下游需求疲弱。	供给侧改革+环保督察，部分企业限产或退出。龙头企业凭借研发、成本、产品差异化等优势实现市占率的提升。	石油价格上涨；煤炭供给不足+能耗双控政策，高能耗行业开工率下降。
	建筑材料	消费建材部分细分行业中，龙头股市占率提升。	宏观经济增速换挡，下游需求疲弱。水泥行业于 2013 年下半年开启协同定价。	供给侧改革，水泥与玻璃行业新增产能受限。水泥行业竞争模式由充分竞争转为垄断竞争。消费建材渠道变革、市占率提升。	商品房销售增速下滑+上游成本增加+水泥行业产能置换导致产量走高，建材行业 ROE 一度降至 2016 年初的水平。
必选消费	农林牧渔	--	白羽鸡产能过剩。	2015 年之后，猪肉龙头股上市，行业指数走势更多受到猪周期的影响。	非洲猪瘟/超级猪周期，生猪价格一度创历史新高。
	食品饮料	白酒价格大幅上涨，且在 2010 年-2011 年呈现出抗通胀属性。	塑化剂、限制三公消费，白酒需求下降。	白酒下游需求端转变为大众消费，需求回升；白酒提价；外资大幅流入且偏爱以白酒为代表的高 ROE 行业。	白酒提价；新冠疫情冲击后白酒行业受影响较小。
	医药生物	2009 年医改，医保覆盖率大幅提升。	医药内部细分行业的基本面自 2012 年之后开启分化：2011 年双信封制度落地，普药降价；2013 年政策鼓励社会办医，医疗服务行业快速发展。	2015 年 722 临床数据自查事件。	2017 年 10 月颁布的 42 号文鼓励药械创新。
	纺织服饰	--	服装公司通过并购重组转型，服饰产品提价。	社零增速下滑；行业内个股表现分化。	社零增速下滑；行业内个股表现分化。
	商贸零售	--	以超市为代表的线下零售行业受到线上业务的冲击。	社区团购冲击线下业务；疫情冲击影响免税行业人流量、中产阶级消费习惯等。	社区团购冲击线下业务；疫情冲击影响免税行业人流量、中产阶级消费习惯等。
可选消费	家用电器	家电下乡政策刺激需求。	刺激政策退出，前期需求被透支。	库存出清，家电行业价格战结束，龙头集中度提升。	地产销售疲弱，上游成本挤压行业盈利。
	汽车	购置税减半、汽车下乡政策刺激需求。	新能源车爆发式增长，SUV 渗透率提升。	新能源车补贴政策在 2016 年至 2020 年退坡，SUV 渗透率增速放缓。	千人汽车保有量达到较高水平，乘用车销量在 2018 年至 2020 年连续三年负增长。结构上看，新能源汽车需求由政策驱动转为市场驱动，其市占率不断提升；汽车零部件也受益于智能化趋势实现高速增长。

资料来源：万得，信达证券研发中心

总结来说，我们对 ROE 拐点的应用逻辑是，1) 板块方面，关注上一轮经济上行期中业绩拐点靠后、业绩改善幅度较小的板块。2) 行业方面，除了关注上一轮经济周期中的业绩情况，也需关注产业格局的延续性或反转。

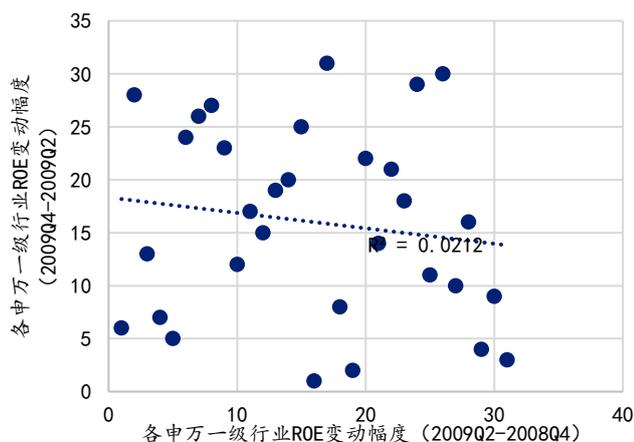
3.3 一季报与中报业绩较好的行业，全年业绩大概率不差

我们筛选历次牛市中，中报业绩相较上年底明显改善的行业，统计结果显示 2013 年、2016 年、2020 年其下半年业绩、全年业绩大概率不差。我们认为产生这一现象的原因有二：

一方面，部分行业的营收有一定的春节效应。由于一季度受到春节假期的影响，工业企业开工较弱，而居民消费旺盛。同时部分行业也倾向于在春节进行节点销售，故而零售、食品饮料、保险等行业的一季报、中报对全年业绩有较好的指引。

另一方面，2010 年之后各行业的产业格局出现分化（见表 5）。2009 年各行业盈利出现普遍改善，改善幅度差异相对不大、改善时点略有差异，这进而导致上半年改善幅度较弱的行业在下半年倾向于“补涨”。而进入 2010 年之后，各行业产业格局分化、盈利改善幅度也明显分化，上半年业绩较好的行业大概率下半年表现也不差。

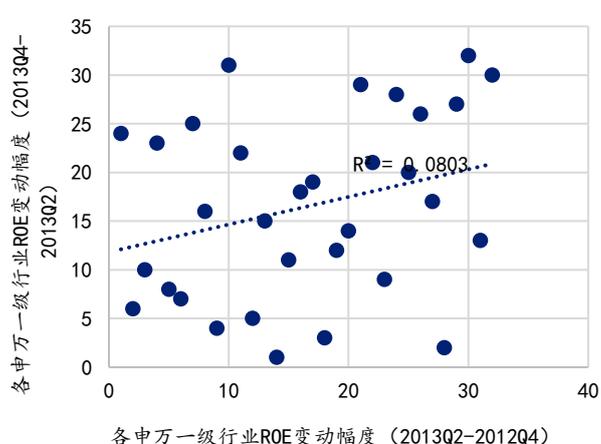
图 32：2009 年，业绩上半年改善幅度较强的行业下半年业绩改善幅度则偏弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

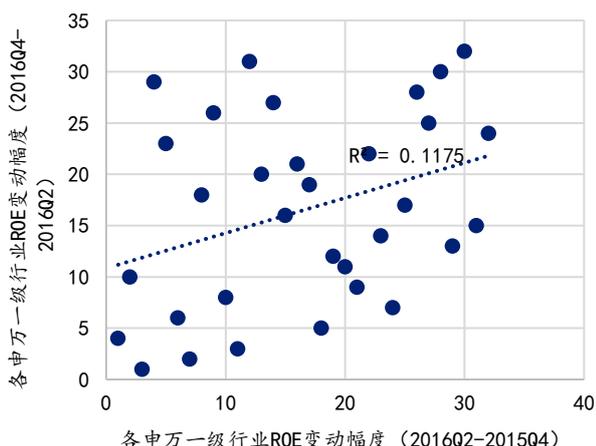
横轴：某个申万一级行业中报 ROE 相较上年底的改善幅度，纵轴为该行业年报 ROE 相较上年底的改善幅度。此外，上述图表还对数值做了排序处理。

图 33：2013 年，业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱



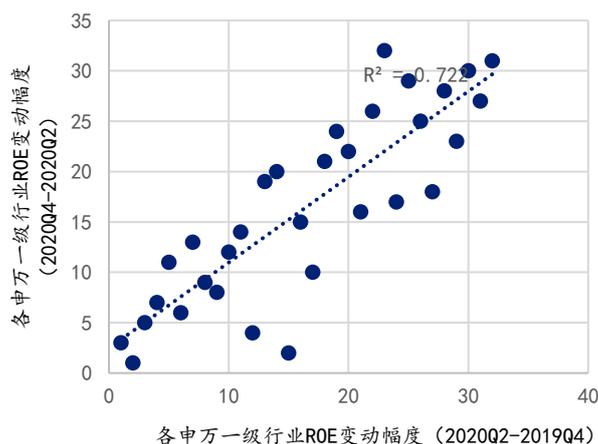
资料来源：万得，信达证券研发中心

横轴：某个申万一级行业中报 ROE 相较上年底的改善幅度，纵轴为该行业年报 ROE 相较上年底的改善幅度。此外，上述图表还对数值做了排序处理。

图 34：2016 年，业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱


资料来源：万得，信达证券研发中心

横轴：某个申万一级行业中报 ROE 相较上年底的改善幅度，纵轴为该行业年报 ROE 相较上年底的改善幅度。此外，上述图表还对数值做了排序处理。

图 35：2020 年，业绩上半年较强的行业下半年大概率不弱


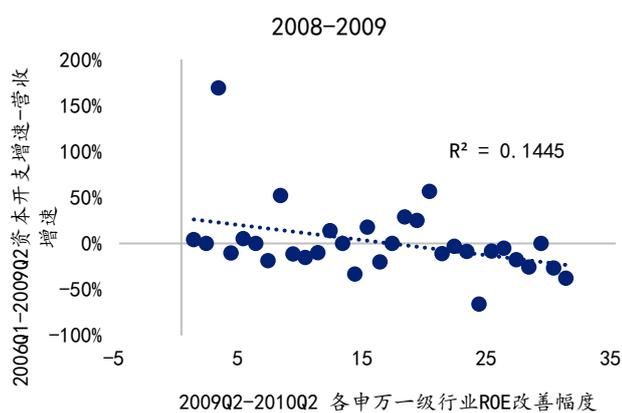
资料来源：万得，信达证券研发中心

横轴：某个申万一级行业中报 ROE 相较上年底的改善幅度，纵轴为该行业年报 ROE 相较上年底的改善幅度。此外，上述图表还对数值做了排序处理。

3.4 供给出清较好的行业，ROE 改善幅度容易更大

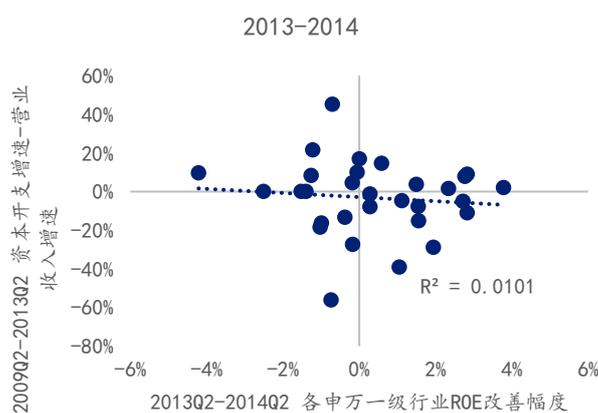
我们统计历次全 A ROE 改善周期中，各行业供给情况与后续 ROE 改善幅度的关系。其中供给情况采用上一轮经济周期中该行业资本开支增速与营收增速剪刀差的中位值，若资本开支增速持续小于营收增速，则认为该行业供给出清程度较好。

统计结果显示，2009 年、2016 年、2020 年各行业 ROE 改善幅度与供给出清程度存在一定的正相关。

图 36：2008 年至 2009 年，各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比


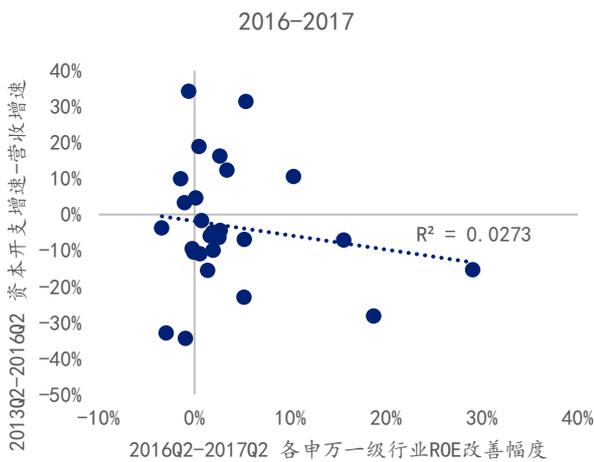
资料来源：万得，信达证券研发中心

横轴：各行业的 ROE 改善幅度；纵轴：上一轮经济周期中资本开支增速-营业收入增速的中位值

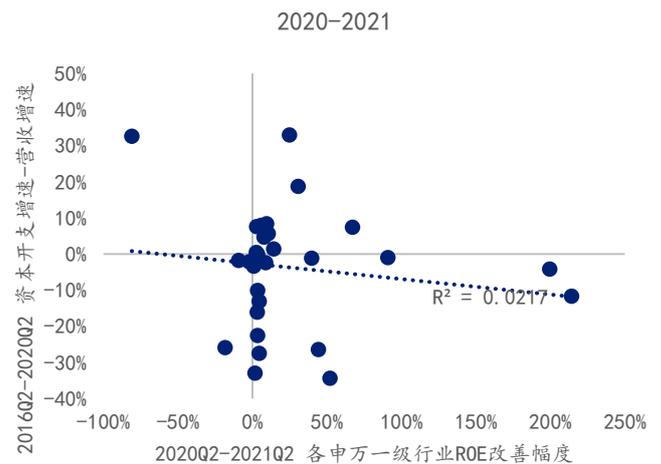
图 37：2013 年至 2014 年，各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心

横轴：各行业的 ROE 改善幅度；纵轴：上一轮经济周期中资本开支增速-营业收入增速的中位值

图 38：2016 年至 2017 年，各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：各行业的 ROE 改善幅度；纵轴：上一轮经济周期中资本开支增速-营业收入增速的中位值

图 39：2020 年至 2021 年，各行业 ROE 改善幅度与前期供给情况的对比


资料来源：万得，信达证券研发中心
 横轴：各行业的 ROE 改善幅度；纵轴：上一轮经济周期中资本开支增速-营业收入增速的中位值

结合 3.2 与 3.4 章节的统计规律，我们对历次 ROE 见底一年后涨幅较大的行业所具备的特征做梳理。整体上看，这些行业的先验指标至少有三个都表现较好，例外情况只有 2009 年-2010 年的电子、2013 年-2014 年的电力设备、2016 年-2017 年的建筑装饰。

表 6：历次全 A ROE 见底一年后，涨幅较大的行业所具备的特征

起始时间	结束时间	领涨行业	区间绝对收益	区间相对收益	ROE 拐点相较全 A	Q1 业绩相较上年 Q4 的改善幅度	排序	Q2 业绩相较上年 Q4 的改善幅度	排序	资本开支增速-营业收入增速	供应格局	产业格局
2009/6/30	2009/12/31	汽车	53.13%	36.16%	领先一季度	-2.02	25	-1.60	19	-33.47%	好	好
		家用电器	50.06%	33.09%	领先一季度	-0.95	19	0.86	5	-0.18%	中	好
		医药生物	38.80%	21.83%	领先一季度	0.10	6	-0.38	12	-15.42%	好	好
		电子	38.11%	21.14%	滞后一季度	-2.77	27	-5.07	28	28.87%	差	好
		食品饮料	35.49%	18.52%	领先两季度	0.52	1	1.08	4	-11.36%	中	好
2013/3/31	2014/3/31	传媒	80.95%	79.53%	领先五季度	0.20	10	0.36	11	16.88%	差	好
		计算机	51.84%	50.42%	同步	-0.05	16	0.08	15	-39.14%	好	好
		电力设备	28.66%	27.24%	滞后三季度	-0.20	20	-0.19	21	-18.51%	好	差
		通信	24.50%	23.08%	领先一季度	0.32	5	0.44	9	-10.93%	好	好
		电子	24.08%	22.66%	领先一季度	0.31	6	0.76	6	-7.73%	中	中
2016/6/30	2017/6/30	家用电器	43.43%	37.26%	领先二季度	0.15	7	0.35	10	16.31%	差	好
		食品饮料	26.96%	20.79%	领先三季度	0.17	5	-0.08	16	-10.90%	好	好
		建筑装饰	25.57%	19.40%	未见底	-0.12	20	-0.42	22	10.02%	差	差
		建筑材料	25.25%	19.08%	同步	-0.10	19	-0.29	18	31.44%	差	好
		钢铁	21.81%	15.64%	领先一季度	-0.46	27	1.54	3	-7.03%	中	好
2020/6/30	2021/6/30	电力设备	105.12%	79.35%	领先四季度	0.19	12	-0.15	16	-34.43%	好	好
		社会服务	71.47%	45.69%	滞后六季度	1.07	3	1.06	4	-27.52%	好	好
		基础化工	61.28%	35.51%	同步	-0.94	30	-1.61	29	5.62%	中	好
		汽车	59.39%	33.61%	领先一季度	-0.86	29	-2.00	30	-16.06%	好	中
		有色金属	59.14%	33.37%	同步	-0.71	28	-0.92	25	-2.34%	中	好

资料来源：万得，信达证券研发中心

3.5 对当前的判断

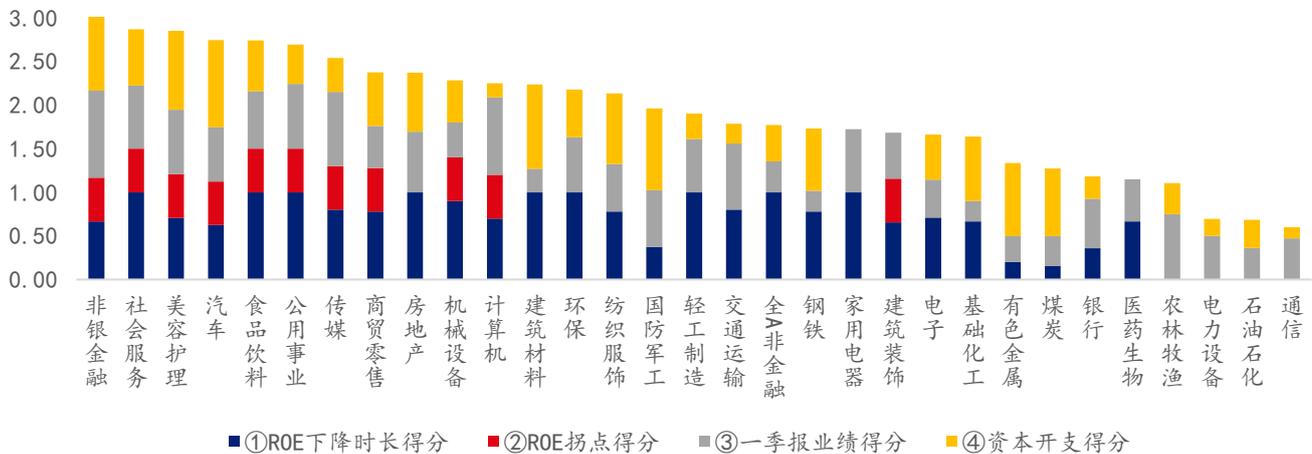
结合前述章节的评价指标，我们编制各申万一级行业的业绩展望得分表。整体上看，多数消费行业与成长板块中的传媒、机械设备、计算机行业的业绩展望得分较高。

表 7：各申万一级行业 ROE 与季报业绩

		历史ROE下降时长(年)			当前ROE下降 时长(年)	近期ROE拐点是否领先全A	一季报业绩				
		中位值	最小值	最大值			2023Q1 ROE- 2022Q4 ROE (%)	2023Q1 ROE的 业绩增幅	2023Q1净利润增速-2022Q4累 计净利润增速(%)	2023Q1净利润增速-2022Q4单 季净利润增速(%)	
全A非金融	全A非金融	2.00	1.42	2.42	2.00		-0.22	-2.69%	-47.14	8.23	
周期	煤炭	2.67	1.00	4.75	0.42		-0.49	-2.24%	-40.15	3.80	
	石油石化	1.75	0.25	2.00	--		0.03	0.24%	-88.79	-13.01	
	有色金属	2.08	1.00	2.25	0.42		-1.23	-7.21%	3.32	-72.91	
	钢铁	2.25	2.00	2.25	1.75		-1.65	-43.95%	-41.09	21.65	
	基础化工	1.50	1.25	2.25	1.00		-2.32	-16.91%	-18.35	-5.43	
	建筑材料	1.25	1.00	2.00	2.00		-1.23	-16.29%	-82.49	9.90	
	农林牧渔	1.88	0.75	3.50	--		2.19	71.95%	5.90	-79.37	
必选消费	食品饮料	0.50	0.50	3.00	1.75	是	0.48	2.41%	-21.96	5.19	
	医药生物	1.75	0.75	2.25	1.17		-1.29	-13.64%	37.44	47.63	
	纺织服装	1.50	1.00	2.17	1.17		-0.12	-2.76%	-28.55	3582.83	
	商贸零售	2.25	1.17	4.25	1.75	是	0.58	-59.43%	3.53	-8.63	
	家用电器	1.13	0.75	1.75	2.00		0.10	0.60%	7.84	15.74	
可选消费	汽车	1.88	1.00	3.50	1.17	是	0.04	0.71%	181.46	-236.61	
	社会服务	1.71	0.50	3.00	2.42	是	1.71	-28.59%	4.74	145.93	
	轻工制造	1.33	1.00	2.25	2.00		-0.46	-7.85%	65.01	127.54	
	美容护理	1.42	1.00	3.00	1.00	是	0.48	6.96%	-28.85	115.58	
	电子	2.00	1.25	2.42	1.42		-1.28	-18.10%	100.44	-1.69	
成长	计算机	2.50	0.42	4.42	1.75	是	0.21	7.43%	84.84	100.19	
	传媒	1.25	1.00	3.00	1.00	是	0.30	15.56%	-8.21	1503.18	
	通信	1.83	1.00	2.25	--		0.09	1.10%	-48.80	-12.01	
	电力设备	1.46	1.00	4.00	--		0.05	0.34%	4.24	-108.08	
	机械设备	1.67	0.50	3.00	1.50	是	-0.14	-1.89%	3.04	-45.92	
	国防军工	2.00	1.25	2.25	0.75		-0.03	-0.60%	14.64	46.51	
	环保	1.71	1.17	2.75	2.17		--	--	2.22	61.69	
	建筑装饰	2.17	1.25	3.00	1.42	是	0.05	0.59%	-15.06	-7.74	
稳定	公用事业	1.21	1.00	4.25	1.42	是	0.52	9.15%	47.69	-60.75	
	交通运输	1.46	1.00	2.75	1.17		-0.03	-0.57%	315.19	88.94	
	房地产	0.88	0.25	2.75	4.75		-0.11	2.32%	-5.23	128.29	
金融地产	银行	4.88	0.75	9.00	1.75		-0.16	-1.52%	91.65	-3.01	
	非银金融	2.25	1.50	3.50	1.50	是	1.08	15.47%	165.63	112.81	

资料来源：万得，信达证券研发中心

数据说明：标黄单元格指该行业 ROE 在 2023Q1 已止跌回升。

表 8：各申万一级行业业绩展望得分表


	最终得分	①ROE下降时长得分	②ROE拐点得分	③一季报业绩得分	④资本开支得分
非银金融	3.04	0.67	0.50	1.00	0.87
社会服务	2.87	1.00	0.50	0.72	0.65
美容护理	2.85	0.71	0.50	0.74	0.90
汽车	2.74	0.62	0.50	0.62	1.00
食品饮料	2.74	1.00	0.50	0.66	0.58
公用事业	2.69	1.00	0.50	0.74	0.45
传媒	2.54	0.80	0.50	0.85	0.39
商贸零售	2.37	0.78	0.50	0.48	0.61
房地产	2.37	1.00	0.00	0.69	0.68
机械设备	2.28	0.90	0.50	0.40	0.48
计算机	2.25	0.70	0.50	0.89	0.16
建筑材料	2.24	1.00	0.00	0.27	0.97
环保	2.18	1.00	0.00	0.63	0.55
纺织服饰	2.13	0.78	0.00	0.55	0.81
国防军工	1.96	0.38	0.00	0.65	0.94
轻工制造	1.90	1.00	0.00	0.61	0.29
交通运输	1.79	0.80	0.00	0.76	0.23
全A非金融	1.77	1.00	0.00	0.35	0.42
钢铁	1.73	0.78	0.00	0.24	0.71
家用电器	1.72	1.00	0.00	0.72	--
建筑装饰	1.68	0.66	0.50	0.53	--
电子	1.66	0.71	0.00	0.44	0.52
基础化工	1.64	0.67	0.00	0.23	0.74
有色金属	1.34	0.20	0.00	0.30	0.84
煤炭	1.27	0.16	0.00	0.34	0.77
银行	1.18	0.36	0.00	0.56	0.26
医药生物	1.15	0.67	0.00	0.48	--
农林牧渔	1.10	0.00	0.00	0.75	0.35
电力设备	0.69	0.00	0.00	0.50	0.19
石油石化	0.68	0.00	0.00	0.36	0.32
通信	0.60	0.00	0.00	0.47	0.13

资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。