



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2018年11月15日

策
略
专
题

从PB-ROE角度挖掘，寻找便宜的好公司



谷永涛 策略分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 83326722

邮箱: guyongtao@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

李博喻 策略分析师

编号: S1500518020002

电话: +86 10 83326731

邮箱: liboyu@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

喻雅彬 研究助理

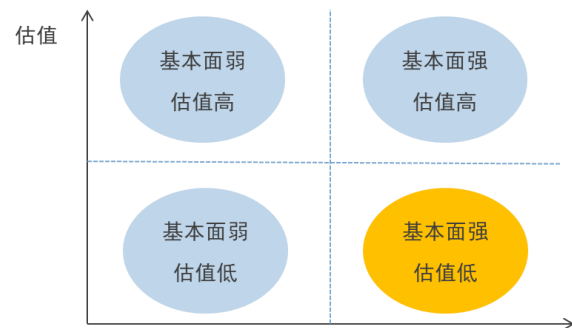
电话: +86 10 83326952

邮箱: yuyabin@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

寻找高性价比标的，投资便宜的好公司

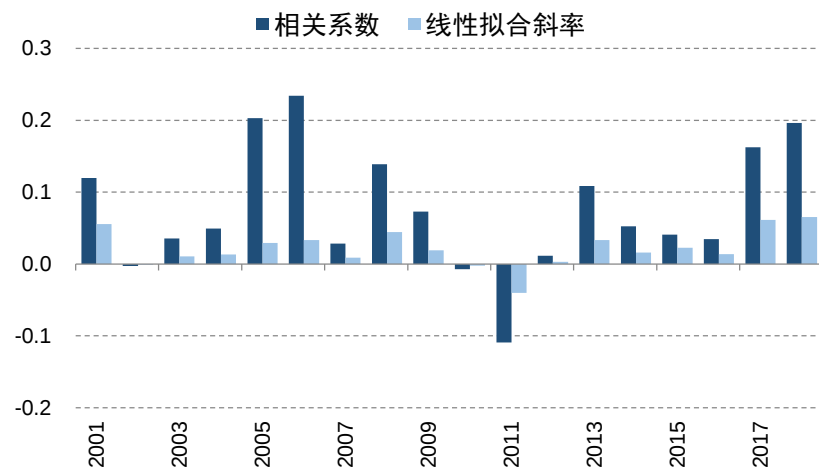
- **寻找高性价比标的，投资便宜的好公司。**我们在前期的研究中发现，不同种类的资产在长周期中，表现出风险与收益的一致性，但在不同的生命周期阶段，并不是总能体现出高风险者高收益。以在资产估值摆动过程中，我们可以寻找潜在风险较低且回报较高的时刻。同样，在进行资产配置之时，我们推演这种配置思路，寻找基本面较强，同时估值较低的高性价比标的。较强的基本面保证资产具有价值基础，低估值是标记“资产估值之摆”的位置。我们以这种思路，在A股市场中进行筛选和配置便宜的好公司。
- **“价值” + “投资”，综合基本面和估值数据定义性价比。**企业创造价值，从经营层面上体现在公司的战略制定和执行带来的价值增值，从效果上看则是由财务数据来体现，反映基本面的常见经营数据包括ROE、ROA、ROIC、毛利率、净利率、营收增速、归母净利润增速等等。我们要选择能够创造价值的公司，那么基本面的数据就一定需要有较好的表现，或预期有较好的表现。但对于不同行业来说，所看重的基本面角度不同。因此，我们对不同行业的适用标准原则上并不是完全一致的。例如，我们很难用盈利增速来标定周期行业。
- **注重估值安全边际，资本市场常常出现估值泡沫，但不应期望估值再泡沫化。**虽然A股市场整体估值较高，且不排除部分高于市场整体的个股，估值仍有继续向上的动力，但估值再泡沫的过程很难把握，且高估值的风险，需要时间和利润来逐渐消化。相反，若企业的估值较低，向下空间有限，在基本面的保证下有望获得较好的投资回报。为此，我们通过PB和ROE的关系来阐述。
- **PB与ROE均与净资产的有密切关系。**PB反映了股权的溢价倍数，ROE则反映了股权资本的回报率，二者均与净资产有密切关系。结合PB与ROE，能够初步筛选出“具备较高价值创造力且估值低”的标的。即使估值不发生明显抬升，较高的ROE也会带来较好的回报：假设一家企业没有分红和资本运作，那么在PB不变的情况下，股价回报率就等于ROE。如果股价增速不及ROE，则意味着PB进一步回落，企业的长期投资价值进一步提升，未来重估的概率进一步加大。
- **逻辑推演，若市场的市净率估值是ROE的反映，那么全市场个股PB-ROE拟合，应得到一条斜率为正、截距为正的直线。**我们从静态的市场考虑，如果一个市场对价值十分看重，则会导致高ROE带来的估值溢价越高，因为能带来更高的回报，较高的ROE也有能力进一步填实市净率。则以ROE为横轴、PB为纵轴做的线性拟合曲线，应该是一条斜率为正的、截距为正的直线。斜率为正，意味着较高的股权回报率会有更高的估值。截距为正，说明即便是没有盈利，市场也会给账面资产一定的估值。
- A股市场的估值波动较大，市场风格并非总是偏向价值投资，那么实际回归数据如何呢？



PB-ROE的相关性波动较大，价值凸显年份相关性更高

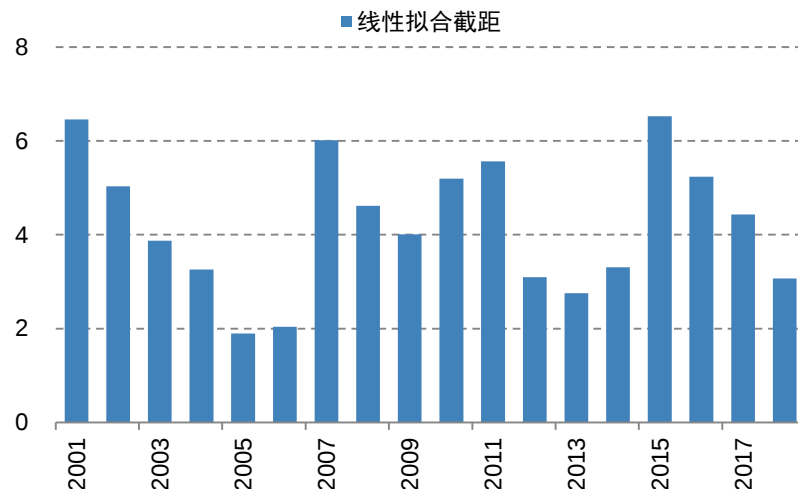
- **PB-ROE的相关性波动较大，价值凸显年份相关性更高。**考虑数据的真实可信度以及财报披露时间，我们选取了每年年报的财务ROE与次年4月30日的PB。为了防止极端数据影响，剔除了ROE大于50或小于-50的点，以及PB大于50或小于0个股。我们首先统计了不同年份，ROE与PB的相关性和线性拟合的特征。从统计结果看，不同年份波动较大，在极值投资备受推崇的2017年，线性拟合的斜率达到最大，由此说明对于更高的ROE，市场给予更高的PB。相反，在2010年小盘股泡沫之后的2011年4月底，PB-ROE的线性拟合斜率为负。
- **线性拟合数据显示，牛市之后的线性拟合截距更高。**截距代表当ROE为零时，可以得到的估值水平。下图显示，2015年4月底和2007年4月底的截距均较高，反映市场此时可以给与个股更高的估值。相反，我们看到2015年以来，全部A股线性拟合的截距呈现出逐步下降的走势。回顾最近三年A股的表现，虽然上证综指出现阶段性的上行，但每年度个股获得正回报的占比，却不足30%。且在价值投资风格逐渐走强的背景下，盈利能力较低的个股，估值溢价逐渐下行。

全部A股上市公司ROE与PB的相关性与线性拟合的斜率



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

全部A股上市公司ROE与PB线性拟合的截距

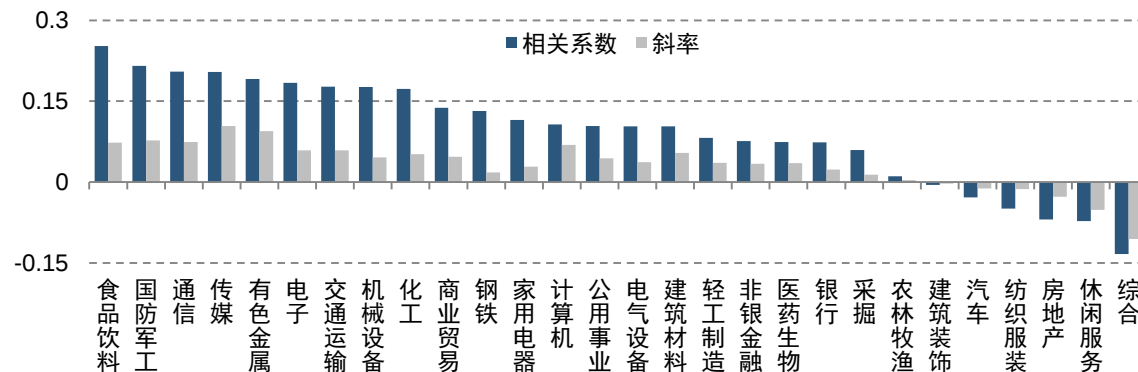


Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同行业的PB-ROE相关关系差别较大

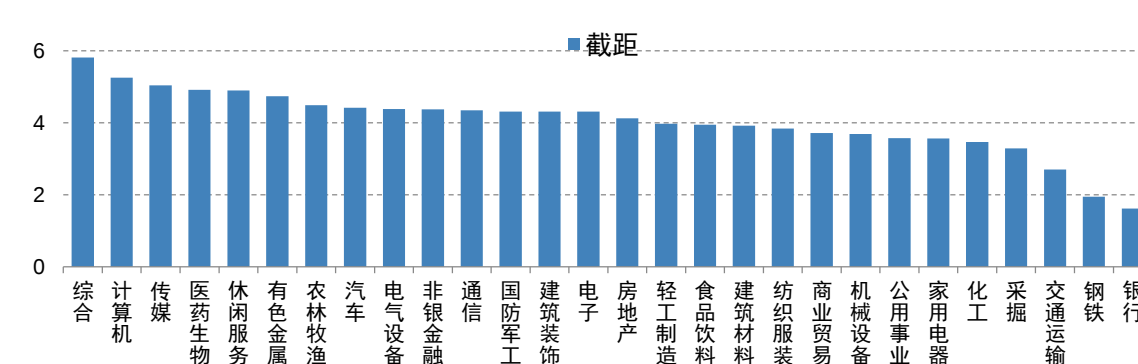
- **不同行业的PB-ROE相关关系差异较大。**我们统计了不同行业个股在历年的PB和ROE数据，并进行了回归分析。从数据端看，食品饮料行业的PB-ROE关系最强，国防军工、通信和传媒次之，相关性表现最差的是综合、休闲服务和房地产。从上中下游和周期角度，并未得出明显的规律。
- **行业估值方法的不同，导致各自看重的估值因子不同。线性拟合的截距，反映出不同行业的市盈率估值差别不同。**研究过程中，不同行业看重的估值因子并不相同，其背后的逻辑是，不同行业的估值过程不同，PB估值表示市场更加看重净资产，PE估值则是反映出企业的盈利最能体现企业的价值，PS则最常用在朝阳时期的行业，对营收规模看得更重。我们通过线性拟合，看到不同行业的PB基数不同，这反映出行业的估值基数不同，并不意味着这之间有太大优劣。

全部A股不同行业的PB-ROE相关系数和线性拟合斜率



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

全部A股不同行业的PB-ROE线性拟合截距

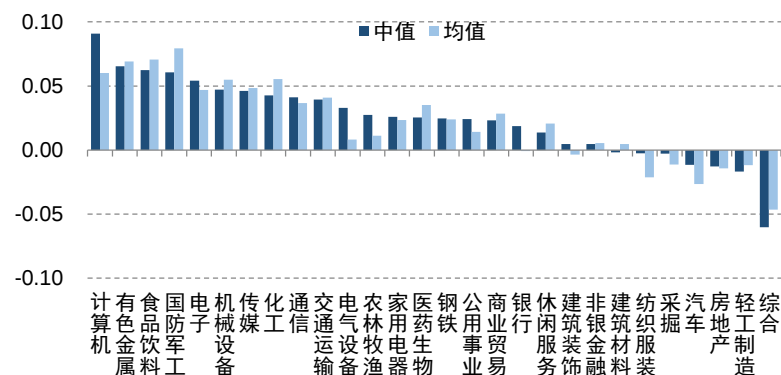


Source: Wind, 信达证券研究开发中心

分年度统计，国防军工、食品饮料、机械设备行业的PB-ROE线性关系最强

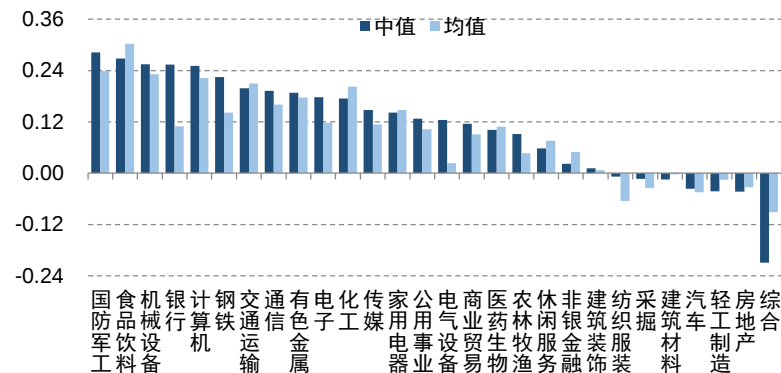
- 我们对2000年至2017年之间的数据进行了统计，结果显示出显著的行业差异。**PB-ROE相关性表现最突出的行业是机械设备行业**，在18年的测算过程中有17年保持正相关系数。国防军工、化工、有色金属三个行业次之，有16年保持正相关系数。计算机和食品饮料行业紧随其后，有15年保持正相关系数。另外，**采掘行业PB-ROE相关性最弱**，仅有6年存在正相关表现，房地产、轻工制造、综合三个行业仅有7年存在正相关表现。
- 不同年份统计数据波动明显，整体来看，**计算机、有色金属、食品饮料、国防军工线性拟合斜率水平相对较高**，综合斜率最小，轻工制造、房地产、汽车斜率水平相对较低。
- 相较相关系数和斜率的行业差异性而言，各行业在拟合截距方面的差异性略有收缩，**综合、传媒、农林牧渔、医药生物拟合出的截距较大**，银行、钢铁、交通运输、家用电器截距较小。

2000年至2017年全部A股不同行业PB-ROE线性拟合斜率



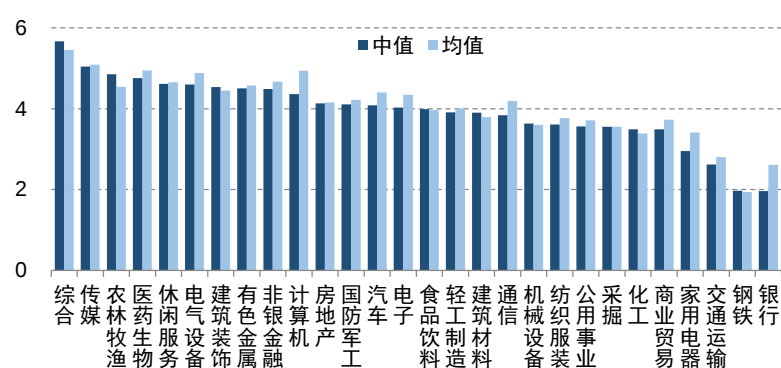
Source: Wind, 信达证券研究开发中心

2000年至2017年全部A股不同行业PB-ROE相关系数



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

2000年至2017年全部A股不同行业PB-ROE线性拟合截距

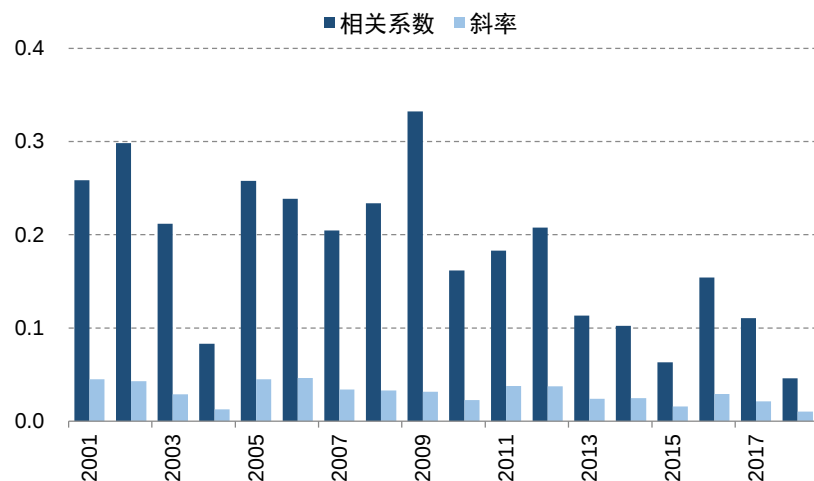


Source: Wind, 信达证券研究开发中心

美股：罗素3000指数个股回归数据显示市场整体呈现价值特征，高ROE个股具备更高估值

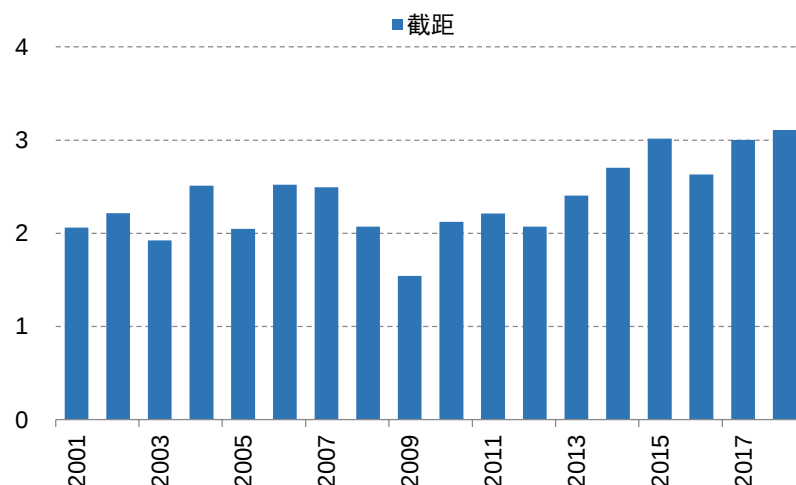
- **Russell 3000数据检验表明，美国市场的估值更加反映价值。**我们选取了罗素3000指数的个股，进行了数据回归，数据清理过程与A股类似。通过数据统计，我们发现罗素3000个股的ROE与PB的相关性明显好于A股，2000年至2018年的年度回归相关系数全部为正，中值为0.1937，均值是0.1811。线性拟合的斜率与相关系数的变动保持一致性。值得注意的是，2003年年报后，相关系数与斜率均达到最小值，这是美股在二十一世纪内连续回调的第三年，市场给出的估值不高，且不同ROE水平下的估值差别不大。此后的市场均有明显的区分度，不同的ROE水平对应的PB水平差异明显。在2008年金融危机的冲击下，市场依然体现出明显差别。
- **线性拟合的截距方面，最低水平出现在2008年。**对于那些盈利能力欠佳的个股，市场给予的估值也较低，从而反映出市场从估值角度对盈利的认可。可以看到的另一个现象是，随着美股的不断走高，尤其在2011年之后，截距基本呈现出逐步走高的现象，体现出市场的乐观情绪不断提升，低盈利能力的个股获得的估值也在同步提升。

罗素3000指数个股回归分析得到的相关系数与拟合斜率



Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

罗素3000指数个股回归分析得到的拟合截距

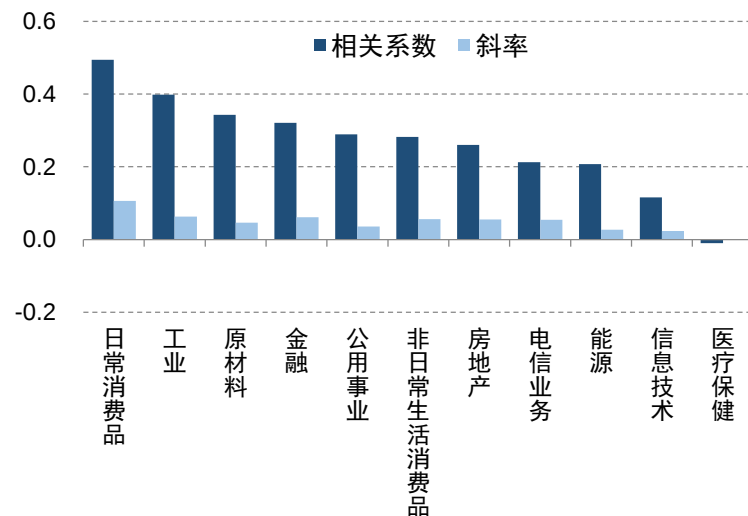


Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

分行业看美股：日常消费品的PB与ROE相关性最高

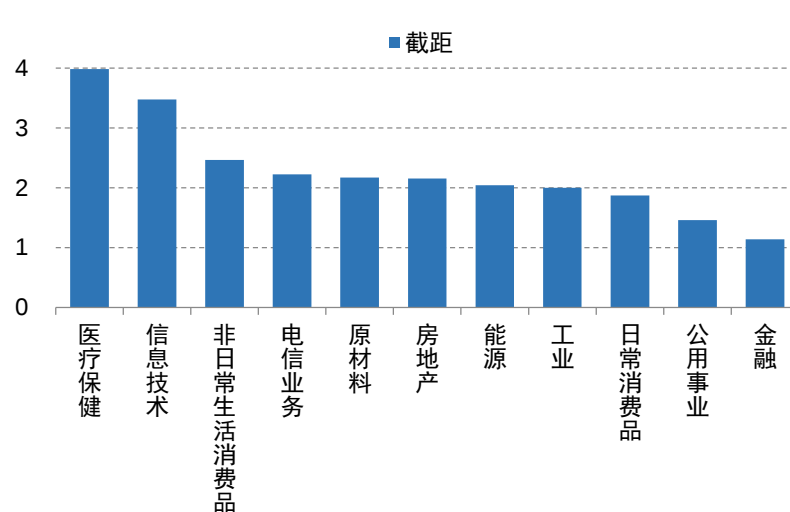
- 我们对罗素3000指数的个股分行业进行了统计，数据结果显示日常消费品行业的ROE与PB的相关性最高，相关系数达到0.4942，拟合斜率为0.1060，反映出市场从估值角度给予ROE的认可程度更高。同时，部分行业的估值数据不佳，例如医疗保健行业，其相关系数与拟合斜率均为负数。除医疗保健行业之外，罗素3000指数其他分类行业的相关系数和拟合斜率均为正值。
- 线性拟合截距差异明显。线性拟合截距方面，在相关系数和拟合斜率中数据垫底的医疗保健行业，通过线性回归得到的截距最大，这一结果同A股完全相同，反映出市场给予个股的较高估值水平。相对其他行业，市场对金融和公用事业行业给予的估值水平较低。
- 整体而言，在相关系数与拟合斜率方面，美股与A股相似，均表现出不同行业之间的显著差异性。然而，在拟合斜率方面A股与美股的行业表现略有不同，具体表现在于，A股不同行业之间的差异性相对有所收缩，但美股在此数据上依然保持明显的行业差异。

罗素3000指数不同行业的PB-ROE相关系数和线性拟合斜率



Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

罗素3000指数不同行业的PB-ROE线性拟合截距

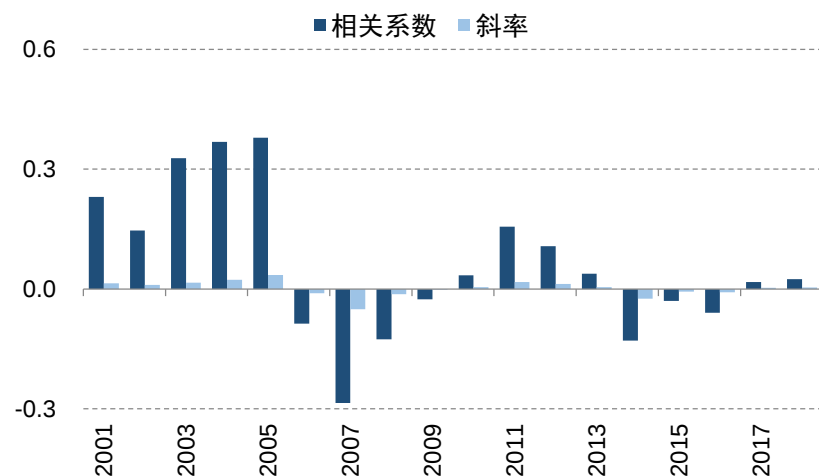


Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

港股：与A股美股相同，均检测出估值对基本面的反映

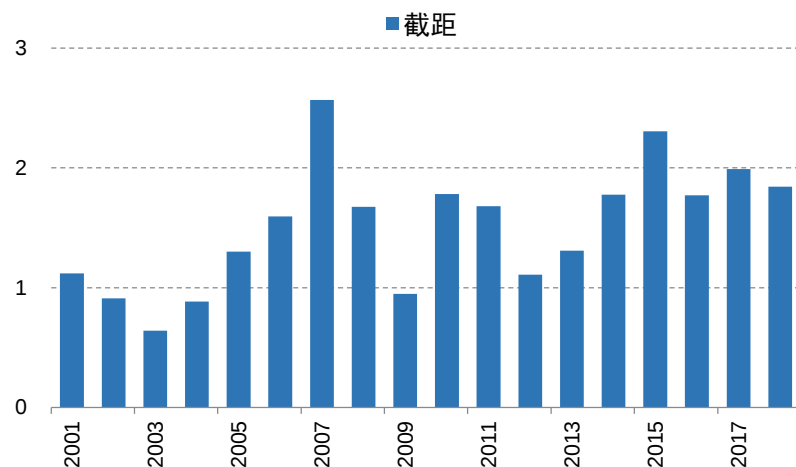
- **港股数据也检验出估值对基本面的真实反映。**我们采用同A股和美股数据相似的方法，对港股数据进行了同样的回归分析。通过回归结果对比可以看出，A股、美股和港股美股线性拟合的斜率与相关系数的变动均表现出高度的一致性。在相关系数方面，美股ROE与PB的相关性最强，A股次之，港股最弱。在2001年至2018年中，港股有7个年度ROE与PB相关系数与拟合斜率全部为负。值得注意的是，三个市场ROE与PB的相关系数与拟合斜率的变动趋势，均呈现出一定程度的周期性特征，如下图所示，这种表现在港股中最为明显。
- 线性拟合的截距方面，最低水平触底于2003年之后，估值水平稳步抬升至2007年，而从2008年至今，估值水平不断波动。同美股相似，港股的拟合截距整体波动水平较为平缓，反观A股截距波动则最为剧烈。
- 数据瑕疵：年报披露时间及数据选择。我们在比较过程中，均选取了4月30日的收盘PB估值，同时对比前一年的盈利情况。但美股和港股有部分公司的会计财年并非自然年，导致数据的可比性减弱（虽然我们采用了Bloomberg中ROE的TTM数据）。此外，我们采用了全市场的港股数据，但部分港股缺乏流动性，导致统计规律存在失真现象。而美股数据采用了罗素3000标的，流动性整体好于港股。我们认为国际市场具有一定的参考意义，但进行具体数据对比的意义欠佳。

港股个股回归分析得到的相关系数与拟合斜率



Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

港股个股回归分析得到的拟合截距

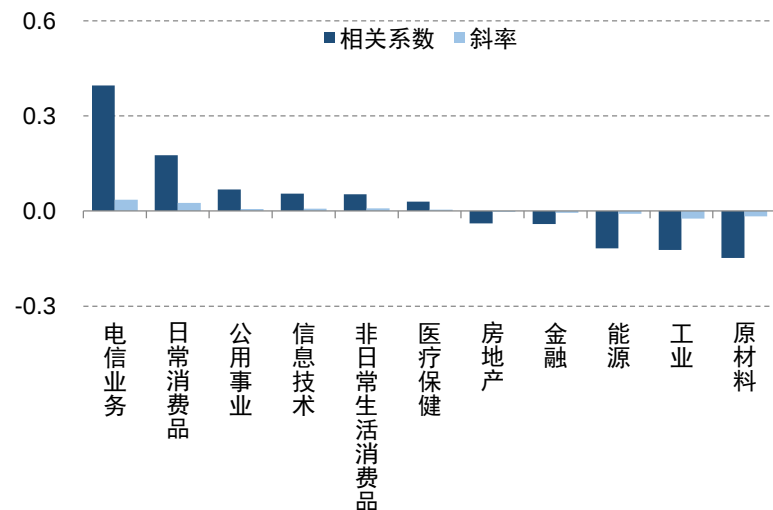


Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

分行业看港股：电信业务的PB与ROE相关性最高，回归表现与A股美股存在差异

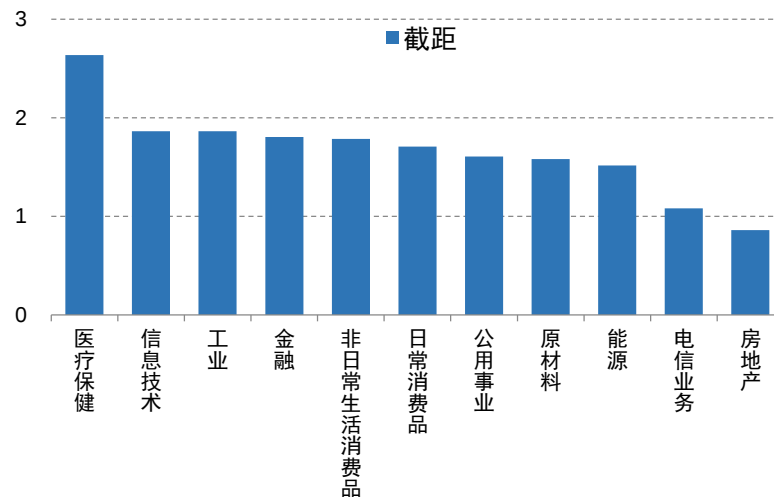
- **港股个股数据回归分析的结果显示，电信业务行业的ROE与PB的相关性最高**，相关系数达到0.2301，拟合斜率为0.0140。对比A股、美股和港股PB与ROE相关程度最高的行业的相关系数数据可以发现，美股的日常消费品行业（0.4942）相关度最高，A股的食品饮料行业（0.2825）次之，港股的电信业务行业（0.2301）稍逊一筹。此外，在港股11个行业分类中，原材料、工业、能源、金融、房地产5个行业的相关系数与拟合斜率均为负数，港股在PB与ROE负相关行业占比方面，远高于A股与美股。
- **港股在线性拟合截距方面也与A股和美股表现不同**。在A股和与美股中，相关系数和拟合斜率数据垫底的行业，其拟合截距均达到最大值。然而，在港股中，截距取得最大数值的医疗保健行业在相关系数和斜率方面表现较好。
- 整体来看，在相关系数与拟合斜率方面，港股不同行业之间的差异表现最为明显，A股次之，美股行业差异相对较小。在拟合斜率方面，A股和港股不同行业之间的差异性相对有所收缩，美股在此数据上行业差距显著。

港股不同行业的PB-ROE相关系数和线性拟合斜率



Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

港股不同行业的PB-ROE线性拟合截距

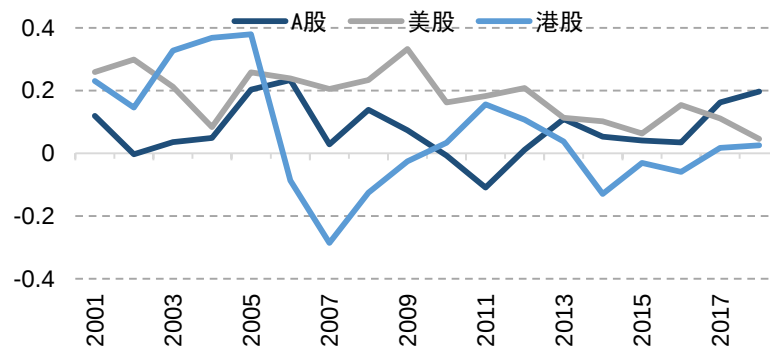


Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

三大市场对比：美股ROE与PB最相关，A股拟合斜率与拟合截距的波动性最强

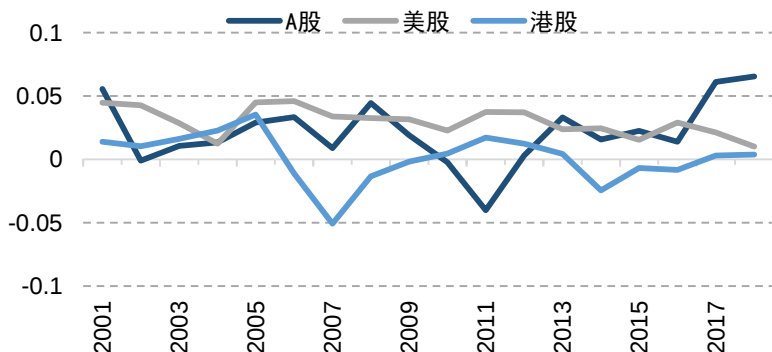
- **相关系数对比：**美股ROE与PB相关程度最好，统计期间全部年度的相关系数数据均为正值，且整体相关度水平最高；A股ROE与PB相关度较好；港股ROE与PB相关系数波动最为剧烈。
- **拟合斜率对比：**A股拟合斜率波动幅度最大；港股拟合斜率波动稍缓，但整体斜率水平低于A股；美股拟合斜率最稳定，数值水平也最高。此外，三大市场得到的回归相关系数与拟合斜率，在变动方面均存在一致性的特征。
- **拟合截距对比：**A股拟合截距整体水平及波动幅度均高于美股与港股，当前阶段，A股与美股的拟合截距数值达到同一水平；美股和港股的拟合截距变动趋势近乎一致，但港股整体数值较低。

A股、美股与港股回归相关系数对比



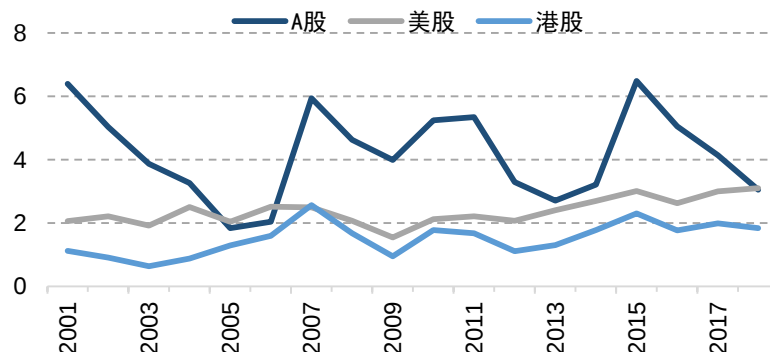
Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

A股、美股与港股线性拟合斜率对比



Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

A股、美股与港股线性拟合截距对比

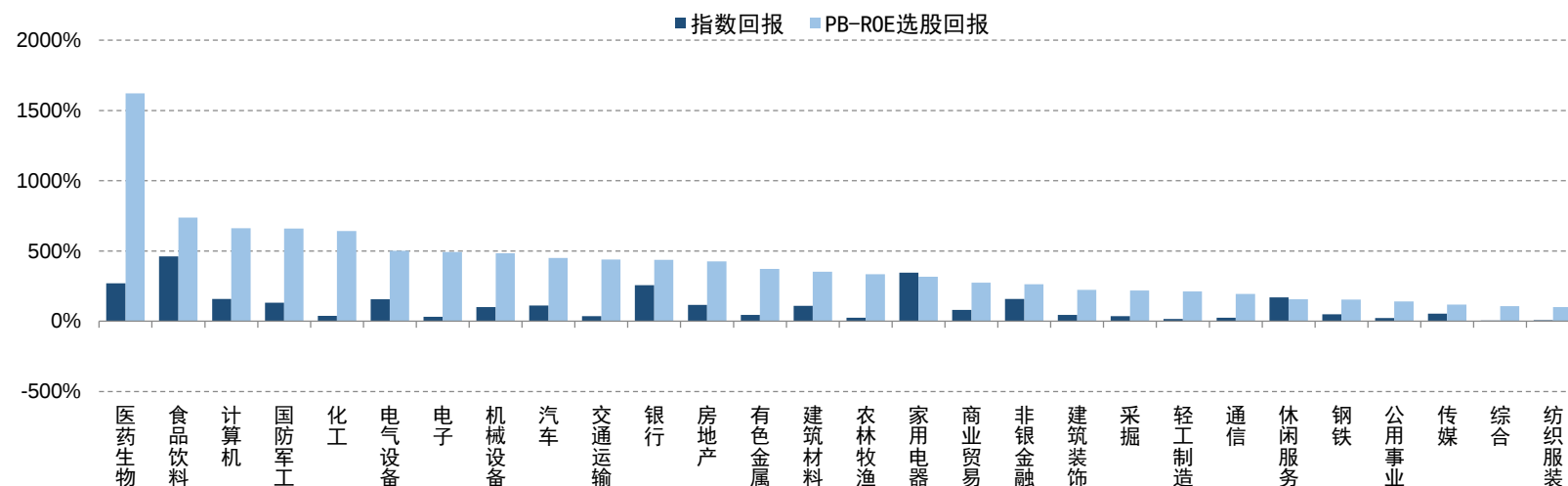


Source: Wind, Bloomberg, 信达证券研究开发中心

线性检验结果欠佳，但选股回报率很高，医药生物、食品饮料和计算机的超额收益最突出

- 虽然线性回归效果不十分令人满意，如果用来选股，会有什么效果呢？我们通过数据回归发现，A股不同年份、不同行业、以及不同行业在不同年份的表现，并不完全遵从PB与ROE的估值逻辑，这反映出A股市场的定价与基本面的关系并不十分明确。那么，我们用来选择股票的效果会如何呢？我们根据历年的数据，选择当年较高的ROE与较低的PB进行分析。（若数据不足20个，则全部选入；若超过20个，则选择前20个数据。）
- **选股超额回报明显，医药生物行业表现突出。**从测算结果分析，PB-ROE选股在多数行业中均表现出明显的超额收益，其中医药生物行业获得最多的1622%超额收益，其次是食品饮料、计算机、国防军工、化工，回报率分别达到了737%、663%、659%、643%。
- 值得注意的是，我们在前期的研究中发现，等权重本身就会带来一定的超额收益，例如银行股长期不足20只，但仍然表现出一定的超额收益。

A股行业内部选股回测得到回报率



Source: Wind, 信达证券研究开发中心

ROE的迁移率测算：以5%区间划分，A股盈利能力保持在当前盈利区间的概率最大

- **使用当前的ROE水平选股，而非预测的ROE水平选股。**虽然我们在选股的过程中，使用的是当年的ROE水平，而非预期ROE，但回归效果尚佳。我们认为，市场并没有明显的预测能力。通过跟踪市场的一致预期，我们发现市场预期基本跟随股价的波动进行，意味着预测明显受到市场影响。那么问题随之而来，高ROE的个股迁移率怎么样？即高ROE从当前水平，向上向下的迁移率如何？
- **ROE具备一定的惯性，保持在当前阶段ROE水平的概率较高。**从统计数据看，虽然中高ROE个股的迁移率范围更广，但整体而言，保持在当前ROE水平的概率最大。由此可见，上市公司的盈利能力具备一定的持续性。这也是我们以当前ROE选股，能够得到基本面相对较好的公司的依据。
- **分行业测算ROE的迁移率，整体仍然保持惯性。**通过测算发现，行业ROE的迁移情况与全部A股的规律相似，除25% - 30%盈利区间个股在次年向20% - 25%区间迁移的概率最高以外，其余区间基本呈现出一定的惯性，即保持在当前盈利区间的概率最高，分布上呈现出钟型分布。从这个角度看，我们选用当年的ROE，具有操作上的可行性。

ROE的迁移率

		前一年度ROE区间							
		< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
后 一 年 度 迁 移 区 间	< 0	19.95%	5.63%	4.32%	1.67%	1.12%	0.62%	0.61%	0.72%
	0 - 5%	52.47%	78.58%	24.16%	7.79%	5.20%	2.74%	2.21%	2.31%
	5% - 10%	12.04%	5.27%	51.16%	28.93%	13.72%	8.57%	6.62%	4.38%
	10% - 15%	4.67%	1.95%	14.55%	42.68%	27.01%	15.84%	12.01%	6.33%
	15% - 20%	2.58%	1.62%	3.12%	12.96%	33.08%	25.81%	14.59%	7.99%
	20% - 25%	1.70%	1.38%	1.06%	3.56%	12.41%	28.49%	26.14%	10.29%
	25% - 30%	1.04%	1.32%	0.56%	1.18%	3.96%	10.50%	20.23%	16.79%
	> 30%	2.55%	4.08%	0.81%	1.13%	3.39%	7.43%	17.41%	51.04%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同盈利区间的个股，在下一年度的ROE迁移情况

不同行业盈利在10% - 15%区间个股，次年盈利在各区间的分布情况

	< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
交通运输	0.92%	2.15%	22.46%	60.31%	12.62%	1.23%	0.00%	0.31%
休闲服务	1.12%	4.49%	31.46%	46.07%	12.36%	3.37%	1.12%	0.00%
传媒	1.58%	8.70%	30.43%	44.66%	9.09%	3.16%	0.40%	1.98%
公用事业	2.51%	6.02%	28.57%	44.36%	14.79%	1.25%	1.25%	1.25%
农林牧渔	1.69%	8.43%	32.58%	38.76%	11.24%	6.18%	0.56%	0.56%
化工	1.73%	9.81%	30.77%	37.50%	13.27%	3.08%	1.73%	1.73%
医药生物	1.08%	4.68%	23.56%	46.76%	16.55%	5.04%	1.26%	1.08%
商业贸易	1.27%	5.51%	33.47%	41.53%	11.86%	3.39%	1.69%	1.27%
国防军工	1.41%	9.86%	35.21%	36.62%	11.27%	2.82%	0.00%	2.82%
家用电器	0.00%	8.82%	30.39%	40.20%	14.71%	4.90%	0.98%	0.00%
建筑材料	0.79%	11.81%	29.92%	33.07%	14.96%	7.09%	0.79%	1.57%
建筑装饰	2.13%	7.66%	24.68%	48.94%	14.89%	0.43%	0.43%	0.85%
房地产	3.30%	10.81%	27.93%	40.24%	11.71%	4.50%	0.60%	0.90%
有色金属	2.76%	8.29%	28.11%	36.41%	12.90%	5.99%	2.30%	2.76%
机械设备	0.93%	9.26%	33.56%	38.89%	10.65%	3.94%	1.39%	1.16%
汽车	1.95%	6.84%	25.41%	45.93%	13.03%	3.91%	1.63%	0.65%
电子	1.34%	10.07%	30.20%	37.58%	15.77%	4.03%	0.67%	0.34%
电气设备	2.50%	6.56%	31.25%	44.06%	11.25%	2.81%	0.63%	0.94%
纺织服装	0.75%	7.46%	29.85%	46.27%	11.19%	4.48%	0.00%	0.00%
综合	2.44%	13.41%	35.37%	36.59%	7.32%	1.22%	1.22%	2.44%
计算机	1.05%	6.62%	31.71%	42.86%	13.24%	2.09%	1.05%	1.39%
轻工制造	1.21%	5.45%	32.12%	43.64%	10.91%	4.85%	1.82%	0.00%
通信	3.01%	11.45%	31.33%	40.96%	7.83%	2.41%	0.60%	2.41%
采掘	0.87%	13.91%	29.57%	33.91%	10.43%	5.22%	4.35%	1.74%
钢铁	1.32%	14.47%	19.74%	39.47%	18.42%	3.95%	2.63%	0.00%
银行	0.00%	0.00%	8.16%	67.35%	24.49%	0.00%	0.00%	0.00%
非银金融	3.01%	10.53%	30.83%	27.07%	15.04%	8.27%	3.01%	2.26%
食品饮料	1.32%	5.96%	27.15%	47.68%	13.25%	1.99%	1.99%	0.66%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同盈利区间的个股，在下一年度的ROE迁移情况

不同行业盈利在15% - 20%区间个股，次年盈利在各区间的分布情况

	< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
交通运输	1.86%	3.11%	13.66%	29.81%	38.51%	9.94%	1.24%	1.86%
休闲服务	0.00%	5.88%	5.88%	38.24%	41.18%	5.88%	2.94%	0.00%
传媒	1.94%	10.97%	18.06%	23.87%	32.90%	5.81%	1.94%	3.87%
公用事业	0.00%	7.85%	16.23%	31.41%	32.98%	7.33%	1.57%	2.62%
农林牧渔	2.97%	9.90%	20.79%	25.74%	15.84%	14.85%	1.98%	7.92%
化工	1.78%	5.34%	14.50%	26.72%	30.53%	12.98%	4.07%	3.82%
医药生物	1.04%	2.60%	10.39%	25.19%	36.36%	16.62%	3.90%	3.90%
商业贸易	1.68%	4.20%	13.45%	31.09%	35.29%	8.40%	3.36%	1.68%
国防军工	0.00%	4.35%	15.22%	28.26%	30.43%	17.39%	2.17%	2.17%
家用电器	0.00%	5.32%	6.38%	28.72%	37.23%	14.89%	5.32%	2.13%
建筑材料	0.00%	7.78%	14.44%	27.78%	25.56%	12.22%	8.89%	2.22%
建筑装饰	1.09%	1.64%	13.66%	28.42%	37.70%	12.57%	2.73%	2.19%
房地产	1.90%	6.64%	10.90%	21.80%	33.18%	15.64%	5.21%	4.27%
有色金属	4.27%	6.84%	23.08%	28.21%	19.66%	10.26%	2.56%	5.13%
机械设备	0.00%	3.59%	15.27%	29.64%	32.04%	10.48%	4.79%	4.19%
汽车	0.50%	2.00%	9.00%	33.00%	36.00%	15.50%	2.50%	1.50%
电子	0.45%	5.86%	12.61%	25.23%	31.98%	11.71%	7.66%	4.50%
电气设备	0.57%	3.43%	13.14%	30.29%	29.71%	13.71%	4.00%	5.14%
纺织服装	1.94%	2.91%	12.62%	24.27%	36.89%	15.53%	2.91%	2.91%
综合	2.86%	17.14%	28.57%	20.00%	22.86%	5.71%	2.86%	0.00%
计算机	1.46%	3.90%	16.10%	26.83%	29.27%	13.66%	6.34%	2.44%
轻工制造	0.00%	3.48%	16.52%	28.70%	37.39%	8.70%	3.48%	1.74%
通信	0.00%	3.00%	14.00%	26.00%	38.00%	11.00%	6.00%	2.00%
采掘	1.14%	5.68%	13.64%	26.14%	23.86%	13.64%	6.82%	9.09%
钢铁	3.57%	12.50%	14.29%	25.00%	19.64%	17.86%	7.14%	0.00%
银行	0.00%	0.00%	0.00%	21.93%	64.91%	12.28%	0.88%	0.00%
非银金融	1.28%	15.38%	29.49%	12.82%	23.08%	8.97%	2.56%	6.41%
食品饮料	0.92%	11.01%	7.34%	24.77%	35.78%	13.76%	2.75%	3.67%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同盈利区间的个股，在下一年度的ROE迁移情况

不同行业盈利在20% - 25%区间个股，次年盈利在各区间的分布情况

	< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
交通运输	1.45%	7.25%	1.45%	18.84%	28.99%	17.39%	7.25%	17.39%
休闲服务	0.00%	0.00%	23.53%	17.65%	17.65%	23.53%	5.88%	11.76%
传媒	0.98%	2.94%	6.86%	15.69%	24.51%	33.33%	11.76%	3.92%
公用事业	0.00%	3.66%	17.07%	21.95%	25.61%	17.07%	10.98%	3.66%
农林牧渔	2.74%	5.48%	8.22%	19.18%	21.92%	30.14%	6.85%	5.48%
化工	0.00%	3.15%	10.14%	12.94%	28.32%	25.52%	11.19%	8.74%
医药生物	0.31%	1.53%	6.73%	16.21%	22.02%	33.03%	12.23%	7.95%
商业贸易	0.00%	1.61%	11.29%	22.58%	29.03%	25.81%	9.68%	0.00%
国防军工	0.00%	7.32%	17.07%	14.63%	24.39%	21.95%	12.20%	2.44%
家用电器	0.00%	5.88%	2.94%	25.00%	17.65%	20.59%	16.18%	11.76%
建筑材料	0.00%	1.47%	11.76%	16.18%	26.47%	29.41%	7.35%	7.35%
建筑装饰	0.93%	1.85%	1.85%	16.67%	31.48%	24.07%	16.67%	6.48%
房地产	1.38%	4.83%	10.34%	15.17%	28.28%	30.34%	4.83%	4.83%
有色金属	2.27%	3.41%	9.09%	19.32%	27.27%	18.18%	2.27%	18.18%
机械设备	0.00%	0.78%	7.81%	20.31%	28.52%	22.27%	13.28%	7.03%
汽车	0.55%	2.19%	6.01%	14.75%	26.23%	34.43%	10.38%	5.46%
电子	0.00%	2.20%	12.09%	9.89%	20.88%	30.22%	15.38%	9.34%
电气设备	0.64%	1.91%	10.19%	17.20%	28.03%	26.11%	8.28%	7.64%
纺织服装	0.00%	1.20%	9.64%	22.89%	22.89%	30.12%	9.64%	3.61%
综合	6.67%	20.00%	13.33%	6.67%	20.00%	20.00%	0.00%	13.33%
计算机	1.16%	2.89%	6.36%	16.18%	25.43%	32.37%	6.94%	8.67%
轻工制造	0.00%	1.92%	10.58%	7.69%	24.04%	34.62%	15.38%	5.77%
通信	1.45%	5.80%	10.14%	18.84%	24.64%	23.19%	11.59%	4.35%
采掘	1.41%	0.00%	9.86%	19.72%	26.76%	29.58%	7.04%	5.63%
钢铁	0.00%	12.20%	12.20%	17.07%	21.95%	24.39%	7.32%	4.88%
银行	0.00%	0.00%	0.00%	1.32%	34.21%	55.26%	6.58%	2.63%
非银金融	2.33%	2.33%	16.28%	18.60%	13.95%	25.58%	2.33%	18.60%
食品饮料	1.27%	0.00%	5.06%	5.06%	32.91%	32.91%	15.19%	7.59%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同盈利区间的个股，在下一年度的ROE迁移情况

不同行业盈利在25% - 30%区间个股，次年盈利在各区间的分布情况

	< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
交通运输	0.00%	2.44%	2.44%	12.20%	19.51%	24.39%	26.83%	12.20%
休闲服务	0.00%	0.00%	7.69%	38.46%	7.69%	15.38%	15.38%	15.38%
传媒	1.22%	2.44%	9.76%	15.85%	19.51%	18.29%	15.85%	17.07%
公用事业	1.92%	3.85%	7.69%	9.62%	15.38%	32.69%	17.31%	11.54%
农林牧渔	0.00%	5.77%	11.54%	5.77%	17.31%	21.15%	21.15%	13.46%
化工	0.52%	1.05%	7.85%	10.99%	15.71%	25.65%	17.80%	20.42%
医药生物	0.51%	3.03%	5.05%	11.11%	14.14%	24.75%	24.24%	17.17%
商业贸易	0.00%	2.17%	13.04%	10.87%	15.22%	23.91%	23.91%	10.87%
国防军工	0.00%	0.00%	8.70%	17.39%	13.04%	26.09%	17.39%	17.39%
家用电器	0.00%	0.00%	7.14%	8.93%	10.71%	19.64%	26.79%	26.79%
建筑材料	2.78%	11.11%	8.33%	13.89%	13.89%	13.89%	19.44%	16.67%
建筑装饰	0.00%	0.00%	3.09%	13.40%	15.46%	32.99%	24.74%	10.31%
房地产	0.00%	10.00%	5.00%	13.33%	20.00%	26.67%	13.33%	8.33%
有色金属	3.85%	3.85%	9.62%	13.46%	5.77%	32.69%	15.38%	15.38%
机械设备	0.00%	0.96%	4.31%	11.48%	19.14%	27.27%	19.62%	17.22%
汽车	0.96%	0.96%	5.77%	7.69%	15.38%	30.77%	18.27%	20.19%
电子	0.00%	0.00%	3.70%	16.05%	11.73%	30.25%	19.14%	19.14%
电气设备	1.57%	3.15%	9.45%	12.60%	7.87%	25.98%	16.54%	22.83%
纺织服装	0.00%	0.00%	4.65%	18.60%	18.60%	23.26%	13.95%	20.93%
综合	7.14%	0.00%	14.29%	28.57%	21.43%	7.14%	21.43%	0.00%
计算机	0.00%	1.33%	8.67%	7.33%	18.00%	26.67%	25.33%	12.67%
轻工制造	0.00%	0.00%	4.30%	7.53%	12.90%	26.88%	24.73%	23.66%
通信	0.00%	4.23%	8.45%	18.31%	8.45%	26.76%	21.13%	12.68%
采掘	1.96%	1.96%	1.96%	13.73%	19.61%	15.69%	21.57%	23.53%
钢铁	0.00%	5.88%	17.65%	5.88%	17.65%	35.29%	5.88%	11.76%
银行	0.00%	0.00%	0.00%	5.88%	11.76%	52.94%	23.53%	5.88%
非银金融	0.00%	19.05%	19.05%	28.57%	0.00%	4.76%	0.00%	28.57%
食品饮料	1.89%	0.00%	3.77%	5.66%	7.55%	30.19%	24.53%	26.42%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同盈利区间的个股，在下一年度的ROE迁移情况

不同行业盈利在30%以上区间个股，次年盈利在各区间的分布情况

	< 0	0 - 5%	5% - 10%	10% - 15%	15% - 20%	20% - 25%	25% - 30%	> 30%
交通运输	0.00%	8.24%	4.71%	2.35%	8.24%	17.65%	14.12%	44.71%
休闲服务	0.00%	4.17%	8.33%	4.17%	4.17%	16.67%	8.33%	54.17%
传媒	0.00%	0.89%	5.80%	3.13%	11.61%	6.70%	17.41%	54.02%
公用事业	0.00%	6.12%	6.12%	7.14%	8.16%	10.20%	11.22%	51.02%
农林牧渔	3.80%	2.53%	5.06%	7.59%	12.66%	8.86%	18.99%	40.51%
化工	0.87%	2.32%	7.83%	8.12%	8.41%	12.17%	16.52%	43.77%
医药生物	0.51%	1.54%	3.33%	7.95%	7.44%	11.03%	14.87%	53.33%
商业贸易	0.00%	7.41%	3.70%	2.47%	6.17%	12.35%	14.81%	51.85%
国防军工	0.00%	2.33%	2.33%	2.33%	9.30%	13.95%	18.60%	51.16%
家用电器	1.02%	2.04%	2.04%	3.06%	11.22%	11.22%	18.37%	51.02%
建筑材料	1.43%	1.43%	4.29%	8.57%	7.14%	10.00%	14.29%	51.43%
建筑装饰	0.71%	2.14%	2.14%	5.71%	10.71%	10.00%	19.29%	49.29%
房地产	3.61%	4.82%	7.23%	7.23%	4.82%	12.05%	22.89%	36.14%
有色金属	0.78%	5.47%	7.81%	9.38%	10.16%	10.94%	17.19%	38.28%
机械设备	0.45%	0.90%	4.05%	5.63%	8.78%	11.26%	15.09%	53.60%
汽车	0.53%	0.53%	3.16%	5.26%	8.42%	14.74%	20.53%	46.84%
电子	0.00%	2.08%	4.46%	5.95%	6.55%	6.25%	17.56%	57.14%
电气设备	0.68%	2.74%	3.08%	7.19%	7.19%	10.27%	19.86%	48.97%
纺织服装	0.83%	0.00%	1.65%	4.96%	8.26%	12.40%	13.22%	58.68%
综合	7.14%	17.86%	7.14%	7.14%	0.00%	3.57%	14.29%	42.86%
计算机	0.00%	1.27%	4.07%	7.38%	5.85%	7.38%	14.50%	59.29%
轻工制造	0.60%	1.80%	2.99%	3.59%	7.19%	10.78%	20.96%	52.10%
通信	1.34%	1.34%	3.36%	7.38%	5.37%	4.03%	20.81%	56.38%
采掘	0.00%	2.99%	5.97%	2.99%	13.43%	19.40%	23.88%	31.34%
钢铁	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	13.33%	53.33%
银行	0.00%	12.50%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%	25.00%	12.50%
非银金融	5.45%	5.45%	12.73%	20.00%	16.36%	5.45%	10.91%	23.64%
食品饮料	1.40%	1.40%	1.40%	4.90%	4.90%	9.09%	13.29%	62.94%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

研究启示：价值投资是有效的，但并非时时有效

- **市场并非总是以基本面来估值。**从A股市场，到美股、港股市场，PB-ROE的统计数据都表现出一定的波动性，甚至出现负相关现象。A股市场常出现盈利能力高但估值低的传统企业，它们的估值倍数不如那些带上新颖、炫酷、时髦概念的板块。美股也不例外，如科技股泡沫的出现。
- **价值投资长期有效。**市场定价常受到最近概念、政策、经济数据的扰动，但决定因素仍然是企业基本面情况，短期的波动虽然不可避免，但长期回归基本面是大概率事件。回归基本面的过程，就是市场重新定价的过程，这个时间或长或短。只有等到价格重估之时，价值方能在价格上凸显，表现出价值投资的巨大回报。
- **价值投资并非时时有效。**由于资产估值的波动，导致价格跟随波动，A股的波动范围更大。在估值单向运动之时，表现出估值泡沫的继续堆积，或价值洼地的进一步下陷。投资者的狂热和悲观总是跟随市场的价格方向，导致估值单向运动的加剧。虽然回归总会到来，但这个等待过程可能需要数月，甚至数年。
- **重视企业基本面情况。**价值投资并非只是低估值，估值抬升的路径不止一种。无论A股还是美股、港股，都曾出现估值的抬升并非源于价格上升完成，而是由基本面恶化导致的。价值投资大师乔尔·格林布拉特在采访中描述价值投资，“用八块钱买到价值十块钱的资产，而这个资产在未来可以增长到十二块钱，然后是十四，这样才能保证价值的持续增长”。我们在研究过程中，仅用ROE代表企业基本面情况，但实际投资过程中，基本面并非是由一个ROE因子可以简单标定的。
- **价值投资的三条规律。**乔尔格林布拉特在采访中还表示，他所发明的神奇公式（结合ROIC和EV/EBITDA选股）“每12个月测试期间，平均有5个月表现不如大盘。以一整年为计算期间，神奇公式每4年有1年无法打败大盘。每6年为一单位的测试期间，神奇公式有一次连续2年表现不如大盘。神奇公式测试的表现优异17年间，甚至会有一段时间连续3年表现不如大盘”，“大部分人不会等这么久，因为他们的投资期间太短”。与此类似，我们也发现PB-ROE的关系呈现出波动，以此策略来投资也会出现超额收益不佳时刻。市场为此总结了三条价值投资的三条规律，在此，以飨投资者：
 - 第一条：价值投资是有效的。
 - 第二条：价值投资并非时时有效。
 - 第三条：正因为第二条存在，才保证了第一条的正确性。
- **风险提示：**数据测算中存在坏点导致结果异常，不同市场和行业的盈利能力及估值计算公式存在差异等。

附录：2000年至2017年，全部A股申万行业28个行业回归数据

相关系数（当年年报ROE数据，与次年4月30日PB数据回归）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12
交通运输	0.10	0.05	0.36	0.29	0.73	0.49	0.19	0.32	(0.05)	0.11	(0.01)	(0.00)	0.28	0.01	(0.05)	0.63	0.29	0.45
休闲服务	0.47	(0.30)	(0.31)	0.39	0.50	0.04	0.46	0.63	0.11	(0.30)	(0.27)	0.12	0.08	(0.12)	(0.27)	(0.32)	(0.19)	(0.02)
传媒	0.31	0.15	(0.01)	0.19	0.31	0.12	(0.27)	0.26	0.13	(0.15)	(0.30)	0.38	0.19	0.08	0.18	0.41	0.25	0.33
公用事业	0.03	(0.03)	0.15	0.34	0.49	0.31	0.40	0.45	0.31	0.19	(0.29)	(0.19)	0.10	(0.36)	(0.12)	(0.05)	0.58	0.38
农林牧渔	0.11	0.07	0.30	0.11	0.23	0.19	0.25	(0.20)	0.08	(0.14)	(0.04)	(0.32)	0.23	0.17	0.08	(0.13)	(0.25)	0.10
化工	0.50	0.21	(0.01)	0.13	0.65	0.19	0.48	0.47	0.15	0.07	0.09	0.02	0.17	0.11	(0.05)	(0.06)	0.20	0.40
医药生物	0.18	(0.14)	(0.14)	(0.31)	(0.11)	0.38	(0.02)	0.19	0.34	0.05	(0.05)	0.09	0.18	0.25	0.03	(0.23)	0.03	0.32
商业贸易	(0.33)	(0.06)	(0.20)	0.15	0.38	0.14	(0.00)	0.34	0.19	0.22	0.37	(0.15)	0.04	(0.10)	0.27	0.44	0.00	0.28
国防军工	0.41	0.33	0.30	0.47	0.27	0.30	0.61	0.67	0.12	(0.12)	0.04	(0.13)	0.08	0.09	0.10	0.16	0.30	0.58
家用电器	0.33	(0.13)	(0.33)	0.33	(0.14)	0.11	0.17	0.53	0.47	0.20	0.19	0.53	0.05	0.05	(0.08)	0.10	0.17	0.42
建筑材料	0.49	(0.31)	0.19	(0.24)	0.08	0.16	(0.24)	(0.07)	(0.01)	0.15	0.64	(0.13)	(0.05)	(0.18)	0.07	0.19	0.22	0.27
建筑装饰	0.03	(0.09)	0.01	0.12	0.40	(0.27)	0.06	(0.16)	0.08	0.01	(0.14)	(0.07)	(0.24)	0.01	(0.02)	0.19	(0.04)	0.03
房地产	0.22	0.05	(0.02)	0.23	0.03	0.21	0.06	(0.06)	0.03	(0.01)	(0.22)	0.02	(0.06)	(0.20)	(0.37)	(0.20)	(0.10)	(0.13)
有色金属	0.20	0.20	0.33	0.53	0.19	0.42	0.21	0.35	0.30	0.11	(0.01)	0.34	0.42	0.05	0.37	0.17	0.30	0.25
机械设备	0.36	0.28	0.16	0.31	0.70	0.16	0.20	0.29	0.20	0.12	(0.08)	0.09	0.27	0.26	0.19	0.25	0.29	0.44
汽车	0.13	0.55	0.24	0.33	0.56	0.28	(0.08)	(0.09)	(0.40)	(0.49)	(0.48)	(0.36)	0.00	0.15	(0.28)	(0.05)	0.04	0.03
电子	0.21	0.25	0.06	(0.35)	(0.21)	0.69	(0.07)	0.03	0.25	(0.15)	0.12	0.21	0.32	0.37	0.15	0.11	0.30	0.40
电气设备	0.17	(0.02)	(0.46)	(0.49)	0.21	0.32	0.14	0.42	(0.41)	(0.16)	(0.27)	0.05	0.10	0.33	0.29	0.22	0.01	0.24
纺织服装	0.10	(0.66)	0.20	0.25	0.31	0.18	(0.42)	0.02	0.25	(0.15)	(0.08)	(0.00)	0.00	(0.57)	0.13	(0.40)	(0.01)	0.24
综合	0.39	(0.23)	0.64	0.28	0.33	0.37	(0.23)	(0.45)	(0.06)	(0.03)	(0.49)	0.63	(0.53)	0.16	(0.25)	(0.51)	(0.34)	0.01
计算机	(0.62)	0.27	0.09	0.24	0.59	0.37	0.50	0.35	0.68	0.13	(0.07)	0.16	0.34	(0.12)	0.32	(0.05)	0.27	0.01
轻工制造	(0.21)	(0.17)	(0.11)	(0.20)	0.28	(0.03)	(0.27)	(0.05)	(0.64)	(0.04)	(0.30)	(0.35)	0.66	0.35	0.10	0.22	0.42	0.55
通信	0.00	(0.03)	0.13	0.37	0.21	0.19	0.18	0.26	0.25	0.14	0.17	0.47	0.50	0.32	(0.00)	0.09	0.22	0.29
采掘	(0.22)	(0.69)	(0.01)	(0.14)	0.16	0.20	(0.09)	0.58	0.09	0.04	(0.20)	(0.05)	(0.10)	(0.02)	(0.06)	(0.23)	(0.01)	(0.01)
钢铁	0.14	0.11	0.22	(0.07)	(0.55)	(0.01)	0.39	(0.45)	0.14	0.44	0.53	0.32	0.47	0.41	(0.36)	0.23	0.37	0.37
银行	(0.31)	(0.99)	(0.27)	(0.55)	0.11	(0.04)	0.52	0.58	0.28	0.29	0.37	0.39	0.72	0.52	0.06	0.61	(0.55)	0.23
非银金融	(0.31)	0.13	0.35	0.21	0.37	0.43	(0.02)	0.01	(0.01)	(0.18)	0.08	0.32	(0.03)	0.32	(0.02)	0.20	(0.07)	(0.02)
食品饮料	0.29	(0.03)	0.11	0.22	0.62	0.61	0.42	0.72	0.58	0.30	0.02	0.38	(0.05)	0.17	(0.04)	0.03	0.55	0.56

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

附录：2000年至2017年，全部A股申万行业28个行业回归数据

斜率（当年年报ROE数据，与次年4月30日PB数据回归）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12
交通运输	0.02	0.01	0.03	0.04	0.12	0.04	0.04	0.08	(0.01)	0.05	(0.00)	(0.00)	0.04	0.00	(0.04)	0.28	0.07	0.10
休闲服务	0.32	(0.08)	(0.13)	0.08	0.06	0.00	0.16	0.26	0.09	(0.16)	(0.15)	0.04	0.02	(0.06)	(0.21)	(0.57)	(0.24)	(0.02)
传媒	0.11	0.08	(0.00)	0.04	0.08	0.02	(0.14)	0.08	0.02	(0.02)	(0.10)	0.20	0.08	0.03	0.15	0.26	0.07	0.12
公用事业	0.01	(0.01)	0.03	0.05	0.03	0.17	0.09	0.38	0.06	0.04	(0.09)	(0.07)	0.12	(0.22)	(0.05)	(0.02)	0.23	0.06
农林牧渔	0.05	0.03	0.15	0.07	0.05	0.03	0.05	(0.15)	0.01	(0.04)	(0.01)	(0.06)	0.05	0.05	0.03	(0.04)	(0.08)	0.02
化工	0.25	0.07	(0.00)	0.02	0.10	0.05	0.19	0.15	0.05	0.01	0.03	0.00	0.04	0.01	(0.02)	(0.02)	0.06	0.14
医药生物	0.10	(0.04)	(0.07)	(0.11)	(0.02)	0.10	(0.01)	0.06	0.06	0.01	(0.02)	0.03	0.10	0.10	0.02	(0.15)	0.03	0.14
商业贸易	(0.10)	(0.02)	(0.05)	0.03	0.09	0.02	(0.00)	0.09	0.03	0.06	0.09	(0.02)	0.01	(0.02)	0.16	0.31	0.00	0.08
国防军工	0.14	0.06	0.11	0.15	0.02	0.07	0.23	0.09	0.02	(0.02)	0.02	(0.03)	0.04	0.02	0.05	0.06	0.17	0.26
家用电器	0.09	(0.03)	(0.06)	0.04	(0.01)	0.01	0.04	0.12	0.09	0.05	0.02	0.05	0.01	0.01	(0.04)	0.03	0.04	0.06
建筑材料	0.21	(0.03)	0.14	(0.02)	0.00	0.02	(0.07)	(0.02)	(0.00)	0.04	0.36	(0.06)	(0.02)	(0.09)	0.02	0.19	0.09	0.20
建筑装饰	0.03	(0.03)	0.00	0.01	0.03	(0.02)	0.02	(0.03)	0.04	0.01	(0.09)	(0.03)	(0.22)	0.00	(0.01)	0.24	(0.04)	0.01
房地产	0.09	0.02	(0.01)	0.07	0.02	0.03	0.02	(0.02)	0.01	(0.00)	(0.07)	0.01	(0.01)	(0.04)	(0.24)	(0.08)	(0.09)	(0.04)
有色金属	0.16	0.10	0.14	0.17	0.02	0.07	0.03	0.06	0.08	0.06	(0.01)	0.11	0.10	0.03	0.32	0.14	0.22	0.11
机械设备	0.21	0.07	0.02	0.03	0.06	0.02	0.04	0.05	0.05	0.04	(0.02)	0.01	0.05	0.04	0.07	0.08	0.08	0.12
汽车	0.12	0.22	0.07	0.04	0.04	0.02	(0.03)	(0.03)	(0.09)	(0.14)	(0.13)	(0.06)	0.00	0.04	(0.17)	(0.03)	0.02	0.01
电子	0.11	0.17	0.02	(0.07)	(0.04)	0.10	(0.01)	0.01	0.15	(0.04)	0.04	0.05	0.10	0.10	0.06	0.04	0.09	0.09
电气设备	0.05	(0.01)	(0.06)	(0.08)	0.04	0.05	0.04	0.12	(0.10)	(0.06)	(0.13)	0.01	0.03	0.06	0.10	0.09	0.01	0.07
纺织服装	0.01	(0.10)	0.03	0.02	0.01	0.01	(0.10)	0.00	0.03	(0.02)	(0.02)	(0.00)	0.00	(0.10)	0.07	(0.15)	(0.00)	0.06
综合	0.20	(0.05)	0.19	0.32	0.19	0.05	(0.06)	(0.24)	(0.06)	(0.01)	(0.41)	0.32	(0.53)	0.11	(0.37)	(0.53)	(0.43)	0.01
计算机	(0.28)	0.10	0.01	0.04	0.11	0.05	0.16	0.11	0.12	0.02	(0.02)	0.04	0.25	(0.05)	0.41	(0.03)	0.19	0.01
轻工制造	(0.07)	(0.03)	(0.02)	(0.04)	0.01	(0.00)	(0.05)	(0.01)	(0.31)	(0.03)	(0.10)	(0.11)	0.19	0.14	0.06	0.24	0.12	0.11
通信	0.00	(0.00)	0.03	0.04	0.04	0.02	0.08	0.07	0.04	0.03	0.04	0.07	0.52	0.08	(0.00)	0.03	0.06	0.07
采掘	(0.06)	(0.17)	(0.00)	(0.04)	0.02	0.02	(0.06)	0.12	0.01	0.01	(0.04)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.01)	(0.04)	(0.00)	(0.00)
钢铁	0.04	0.04	0.03	(0.00)	(0.04)	(0.00)	0.07	(0.05)	0.01	0.05	0.08	0.02	0.02	0.04	(0.07)	0.02	0.15	0.04
银行	(0.02)	(0.09)	(0.11)	(0.08)	0.01	(0.00)	0.13	0.12	0.01	0.03	0.04	0.02	0.04	0.02	0.01	0.07	(0.22)	0.02
非银金融	(0.07)	0.22	0.08	0.05	0.04	0.04	(0.01)	0.00	(0.01)	(0.07)	0.05	0.08	(0.01)	0.08	(0.00)	0.05	(0.02)	(0.00)
食品饮料	0.21	(0.00)	0.02	0.03	0.09	0.11	0.16	0.22	0.06	0.06	0.00	0.07	(0.01)	0.02	(0.02)	0.02	0.25	0.11

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

附录：2000年至2017年，全部A股申万行业28个行业回归数据

截距（当年年报ROE数据，与次年4月30日PB数据回归）

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12
交通运输	4.82	4.06	2.80	2.51	1.19	1.56	4.32	2.83	2.74	3.54	2.99	2.06	1.31	2.23	5.36	1.05	2.55	1.55
休闲服务	5.27	6.36	4.92	3.15	1.96	2.53	5.02	3.16	4.30	6.73	6.48	3.88	3.30	4.55	9.06	11.88	7.53	4.69
传媒	8.62	6.59	5.47	4.19	2.26	2.52	9.19	5.10	4.11	5.70	5.79	2.24	3.32	4.99	10.37	5.37	4.27	2.67
公用事业	6.37	4.88	3.43	2.84	1.47	1.80	4.48	2.05	3.45	3.89	5.41	3.61	2.96	5.23	5.99	3.97	1.78	2.18
农林牧渔	6.01	4.93	4.78	3.25	1.81	1.87	5.09	8.09	4.13	6.09	5.03	4.18	2.99	3.40	5.82	5.50	5.38	3.45
化工	4.15	4.12	3.57	2.90	1.06	1.87	3.71	2.99	3.79	4.44	4.22	2.97	2.33	2.49	5.45	4.68	3.82	1.98
医药生物	7.05	5.79	5.41	4.42	2.49	2.04	7.31	5.23	4.23	6.49	6.75	3.91	3.67	4.10	8.57	8.13	5.67	3.57
商业贸易	7.24	5.09	3.87	2.81	1.51	2.33	6.34	4.05	3.30	4.29	3.48	3.50	2.28	2.68	4.41	2.69	3.92	2.33
国防军工	4.85	4.50	3.25	2.18	1.79	2.18	5.57	3.55	4.16	5.46	5.49	4.05	3.30	3.23	8.17	5.98	5.02	2.93
家用电器	4.77	4.26	2.81	2.70	1.67	1.66	4.92	2.77	2.72	4.02	3.44	1.74	2.54	2.83	6.02	4.65	4.35	2.66
建筑材料	5.18	4.59	5.56	3.15	1.49	1.74	6.50	4.93	4.11	3.70	0.26	4.05	2.80	3.88	3.93	5.15	4.02	2.26
建筑装饰	10.03	4.84	3.35	2.91	1.75	1.95	5.62	4.85	4.70	6.35	7.50	4.36	6.70	2.66	6.10	2.76	5.33	3.24
房地产	6.39	5.77	4.37	3.07	2.49	1.95	6.56	5.30	3.89	4.45	5.03	3.00	2.57	2.88	7.38	4.45	4.47	3.15
有色金属	7.22	4.94	3.30	1.95	1.90	2.61	6.25	4.87	4.68	6.11	8.65	3.99	3.41	4.02	5.85	6.23	4.39	3.75
机械设备	4.67	4.20	3.45	2.72	1.24	1.93	5.19	3.84	3.42	4.70	4.66	2.63	2.06	2.58	5.47	4.68	4.60	2.63
汽车	5.88	3.88	3.92	2.74	1.44	1.80	6.61	4.96	4.51	6.65	6.73	3.63	2.58	2.67	8.07	6.13	4.51	3.36
电子	7.66	3.94	3.70	4.12	2.48	2.26	5.90	4.56	3.45	6.15	4.57	2.89	2.71	3.17	6.41	5.45	4.45	3.49
电气设备	7.54	5.93	4.39	4.40	1.99	2.65	7.42	5.08	6.62	7.70	7.42	2.96	2.51	2.64	5.73	4.71	4.79	2.64
纺织服装	5.28	4.59	2.82	2.49	1.57	1.44	6.18	3.98	3.19	4.34	4.46	2.97	2.22	3.05	4.73	5.89	4.73	2.55
综合	5.82	5.28	3.40	3.15	1.51	1.87	6.19	8.09	6.04	6.16	11.02	1.73	8.17	5.11	13.00	9.14	11.53	6.35
计算机	12.50	5.33	4.47	3.60	1.47	2.27	4.25	3.95	3.64	5.21	5.11	3.05	1.42	5.55	9.46	8.65	4.48	5.42
轻工制造	6.68	4.79	3.61	3.07	1.67	1.64	5.74	4.01	5.53	5.14	5.40	3.68	1.28	2.55	6.04	4.17	3.61	2.30
通信	7.06	5.09	3.04	2.86	1.53	1.87	4.61	4.04	3.76	4.88	4.13	2.37	0.34	3.43	7.99	6.64	5.34	4.03
采掘	5.97	5.63	3.51	3.72	2.25	2.09	7.18	4.20	3.60	4.77	5.29	3.12	2.23	1.83	3.60	2.51	2.40	2.16
钢铁	2.98	2.17	2.04	1.98	1.96	1.02	2.26	3.60	1.56	1.77	1.58	1.30	1.19	0.87	3.00	2.33	2.02	1.14
银行	6.61	6.76	6.84	4.64	2.12	2.70	2.79	1.94	1.98	1.81	0.94	0.76	0.26	0.40	1.25	(0.15)	4.66	0.74
非银金融	6.59	7.34	4.37	3.70	2.09	2.44	9.78	8.97	6.67	7.23	5.23	2.92	2.84	2.13	6.13	3.34	3.48	2.52
食品饮料	3.61	4.06	2.99	2.76	1.82	2.31	5.49	4.34	4.05	5.68	6.37	4.14	3.99	3.25	5.95	5.32	2.46	2.83

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

不同行业以PB-ROE选股每期获得的回报率水平

2002年至2018年，全部A股申万行业28个行业当期回报率

	2002/5/8	2003/5/12	2004/5/10	2005/5/9	2006/5/8	2007/5/8	2008/5/5	2009/5/4	2010/5/4	2011/5/3	2012/5/2	2013/5/2	2014/5/5	2015/5/4	2016/5/3	2017/5/2	2018/5/2	2018/10/31
交通运输	-12.7%	-10.4%	7.3%	-3.0%	11.1%	244.5%	9.2%	-25.4%	24.2%	-5.4%	-23.6%	-9.2%	6.1%	190.6%	-18.8%	26.3%	-2.7%	-15.3%
休闲服务	-19.0%	-25.0%	-16.4%	-30.4%	33.6%	238.6%	-10.9%	-24.9%	54.7%	9.7%	-13.5%	-12.9%	29.0%	119.1%	-0.2%	-3.3%	-11.2%	-22.6%
传媒	-22.1%	-20.9%	-8.7%	-45.4%	18.4%	265.4%	-3.8%	-13.6%	55.0%	-15.0%	-9.1%	-9.5%	60.7%	120.7%	-6.5%	-2.9%	-23.6%	-26.0%
公用事业	-20.1%	-7.7%	12.1%	-37.3%	6.4%	214.5%	-15.9%	-16.6%	47.5%	11.1%	-20.4%	0.3%	-0.1%	172.9%	-29.8%	6.9%	-15.9%	-12.0%
农林牧渔	-22.5%	-26.1%	-6.9%	-33.8%	48.8%	270.4%	43.2%	-12.0%	45.1%	11.2%	-15.4%	-17.0%	0.8%	109.2%	7.2%	4.9%	-16.5%	-20.7%
化工	-22.3%	-13.7%	6.8%	-13.9%	30.8%	253.9%	42.0%	-27.5%	39.3%	-6.3%	-24.2%	-11.4%	5.4%	118.9%	3.3%	21.9%	16.1%	-14.4%
医药生物	-16.5%	-1.8%	-9.0%	-14.8%	38.3%	257.7%	23.1%	7.5%	51.3%	-5.9%	-16.2%	30.6%	25.0%	108.3%	4.0%	23.8%	-2.3%	-18.9%
商业贸易	-17.0%	-21.4%	-3.6%	-21.4%	45.7%	305.4%	1.1%	-13.0%	38.1%	4.1%	-22.4%	-17.8%	21.4%	129.8%	-24.2%	8.2%	-10.2%	-22.6%
国防军工	-18.5%	-14.0%	-13.1%	-36.8%	54.9%	297.8%	0.0%	1.1%	58.2%	28.3%	-19.5%	-4.0%	25.7%	210.5%	-16.6%	8.4%	-19.8%	-28.6%
家用电器	-21.9%	-27.5%	-0.7%	-41.9%	13.9%	222.4%	2.8%	-10.9%	58.9%	12.3%	-25.4%	0.2%	46.7%	99.9%	1.2%	38.4%	-8.7%	-23.9%
建筑材料	-20.4%	-23.1%	-4.3%	-45.3%	34.9%	258.8%	12.8%	3.3%	29.8%	37.6%	-25.3%	-7.3%	1.1%	108.3%	-18.6%	36.1%	3.3%	-16.1%
建筑装饰	-21.8%	-27.8%	-12.3%	-43.5%	27.4%	275.7%	-9.8%	-4.8%	52.1%	28.4%	-21.0%	-5.0%	-7.4%	271.4%	-37.7%	39.1%	-21.4%	-18.0%
房地产	-23.4%	-20.0%	-13.2%	-27.7%	50.8%	295.5%	5.7%	-15.6%	17.0%	0.5%	1.0%	-1.1%	-1.5%	175.7%	-12.4%	19.1%	-1.4%	-21.7%
有色金属	-24.4%	-18.5%	8.0%	-26.1%	93.6%	257.8%	5.1%	-27.3%	56.2%	37.4%	-21.8%	-17.1%	-2.3%	155.5%	-24.0%	10.8%	-9.3%	-31.6%
机械设备	-16.2%	-14.8%	-4.6%	-31.8%	43.2%	237.1%	-3.4%	-13.9%	40.1%	27.6%	-24.7%	-17.5%	30.9%	126.9%	27.6%	21.3%	-11.6%	-30.7%
汽车	-14.9%	13.4%	-7.7%	-41.2%	32.8%	315.7%	-13.4%	-12.6%	61.1%	19.5%	-31.2%	-2.1%	28.4%	117.7%	-16.4%	23.4%	-9.6%	-25.5%
电子	-26.3%	-21.1%	17.0%	-42.4%	46.3%	206.8%	-15.5%	-14.0%	81.1%	6.7%	-17.0%	-1.4%	55.2%	123.2%	10.7%	16.4%	-11.5%	-25.9%
电气设备	-26.2%	-26.5%	4.3%	-36.5%	79.7%	196.6%	9.1%	18.0%	48.7%	-10.9%	-31.6%	-8.9%	35.9%	155.2%	8.6%	7.5%	4.0%	-29.6%
纺织服装	-17.9%	-25.0%	-3.2%	-43.0%	11.5%	280.8%	-12.6%	-14.5%	42.9%	22.0%	-24.8%	-13.4%	16.8%	133.9%	-12.8%	0.5%	-13.7%	-20.4%
综合	-17.9%	-14.1%	-7.5%	-43.5%	34.1%	318.9%	2.4%	-22.3%	42.5%	15.4%	-19.1%	-17.2%	15.6%	133.2%	-21.7%	6.2%	-28.3%	-28.6%
计算机	-33.0%	-18.8%	6.4%	-34.2%	36.5%	212.6%	-6.8%	6.5%	43.6%	-14.1%	-15.9%	12.1%	83.1%	238.3%	6.3%	-18.3%	18.1%	-35.9%
轻工制造	-19.9%	-13.7%	-9.3%	-36.0%	13.0%	266.9%	-3.1%	-26.9%	44.7%	-5.0%	-22.5%	-13.3%	37.7%	146.6%	25.6%	6.2%	-10.9%	-29.1%
通信	-27.4%	-31.9%	-7.8%	-39.5%	16.1%	271.6%	0.3%	-0.6%	45.2%	0.1%	-25.0%	1.5%	40.8%	137.3%	2.5%	10.9%	-7.6%	-35.9%
采掘	-21.0%	-16.2%	12.0%	-11.5%	20.5%	170.9%	92.1%	-22.6%	37.9%	27.9%	-16.7%	-26.4%	-29.0%	108.9%	-34.8%	6.0%	-3.2%	-6.8%
钢铁	-15.8%	4.9%	9.2%	-21.5%	10.9%	294.2%	17.2%	-43.7%	19.3%	0.2%	-34.3%	-22.4%	-15.8%	175.2%	-33.3%	16.1%	11.6%	-4.3%
银行	-16.2%	20.1%	-17.0%	-22.9%	53.1%	213.2%	21.0%	-34.4%	23.5%	-3.1%	-8.8%	7.1%	-6.3%	100.1%	-16.4%	11.0%	9.3%	-1.4%
非银金融	-20.0%	-15.2%	-7.8%	-36.1%	24.3%	373.5%	33.1%	-26.0%	37.9%	-10.8%	-15.0%	-5.5%	1.2%	197.5%	-34.1%	3.0%	-7.3%	-16.0%
食品饮料	-20.8%	-14.4%	1.7%	-12.9%	42.7%	217.4%	15.7%	-12.5%	86.6%	12.4%	-12.8%	8.1%	-8.6%	71.8%	-9.5%	17.6%	0.8%	-8.9%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

每期的超额回报率水平

2002年至2018年，全部A股申万行业28个行业当期超额回报率

	2002/5/8	2003/5/12	2004/5/10	2005/5/9	2006/5/8	2007/5/8	2008/5/5	2009/5/4	2010/5/4	2011/5/3	2012/5/2	2013/5/2	2014/5/5	2015/5/4	2016/5/3	2017/5/2	2018/5/2	2018/10/31
交通运输	4.1%	0.4%	-2.5%	1.9%	10.8%	37.8%	12.3%	9.4%	11.9%	-0.4%	3.7%	7.9%	0.2%	14.8%	16.5%	23.8%	2.8%	8.4%
休闲服务	2.8%	-3.6%	-4.6%	-7.8%	-18.6%	61.8%	-5.9%	6.3%	9.8%	4.9%	1.1%	-6.5%	-1.2%	14.6%	9.7%	3.7%	-15.7%	-4.8%
传媒	8.6%	-7.3%	-22.5%	-16.5%	-42.3%	139.8%	10.2%	-2.0%	25.8%	2.2%	3.7%	-26.8%	0.6%	-6.8%	22.5%	19.6%	-1.7%	7.2%
公用事业	-1.8%	-2.2%	6.4%	-3.4%	-4.1%	2.2%	-2.5%	1.5%	39.6%	9.0%	4.8%	-9.0%	3.4%	27.3%	3.9%	-1.2%	5.7%	10.1%
农林牧渔	14.4%	-3.3%	12.5%	9.0%	15.2%	54.1%	10.1%	21.3%	5.1%	-0.6%	6.3%	-4.1%	-5.7%	2.2%	13.7%	10.8%	-2.8%	-3.0%
化工	2.9%	0.3%	5.5%	15.3%	0.1%	43.5%	37.3%	2.3%	29.1%	-8.5%	2.6%	-6.8%	9.1%	9.8%	19.7%	17.5%	22.2%	8.4%
医药生物	3.9%	4.7%	12.5%	15.1%	19.7%	41.1%	23.2%	9.9%	-14.9%	-11.2%	7.2%	3.4%	14.0%	19.4%	22.7%	20.3%	-15.0%	9.1%
商业贸易	5.6%	-0.7%	4.2%	6.3%	-13.0%	52.2%	-3.8%	9.2%	5.4%	-4.5%	2.0%	7.3%	8.6%	3.9%	2.3%	11.2%	1.0%	4.8%
国防军工	-1.0%	-3.4%	6.4%	3.5%	-35.2%	46.5%	-2.4%	24.9%	36.2%	0.8%	4.2%	7.3%	11.4%	28.8%	22.9%	4.2%	1.6%	-3.2%
家用电器	3.8%	-5.9%	2.6%	-7.9%	-2.3%	-11.5%	-14.1%	6.5%	26.7%	-18.8%	-5.7%	-10.9%	34.0%	-7.4%	21.7%	9.9%	-25.1%	2.1%
建筑材料	-4.6%	-2.7%	-2.1%	1.5%	2.1%	-35.2%	15.6%	10.5%	23.2%	-16.4%	9.0%	6.3%	5.1%	1.6%	4.6%	10.0%	11.9%	6.9%
建筑装饰	5.5%	-1.7%	-0.7%	-10.0%	-20.7%	45.9%	-6.7%	10.4%	56.1%	6.4%	2.7%	-5.1%	7.8%	24.6%	7.8%	12.1%	0.1%	2.1%
房地产	-5.8%	0.9%	-0.2%	6.0%	-2.5%	63.0%	-10.9%	3.8%	26.6%	-9.2%	7.8%	1.4%	6.4%	34.9%	5.0%	20.2%	3.5%	1.1%
有色金属	8.1%	-0.1%	2.5%	5.0%	-14.4%	85.9%	-5.7%	6.7%	27.9%	6.9%	-1.0%	9.7%	16.8%	45.8%	3.2%	8.9%	-11.9%	-1.2%
机械设备	-0.5%	-4.8%	11.4%	6.1%	-8.4%	9.0%	-6.6%	0.9%	17.4%	-14.6%	3.9%	1.4%	23.2%	-26.0%	59.1%	19.2%	6.8%	-3.3%
汽车	4.3%	-7.9%	8.3%	11.3%	-1.9%	36.3%	-5.4%	5.4%	21.6%	10.7%	-5.6%	1.7%	16.8%	9.9%	0.6%	18.9%	5.1%	-0.5%
电子	6.0%	-1.6%	10.4%	-0.9%	22.7%	41.5%	6.7%	10.7%	20.0%	-4.6%	11.3%	-7.2%	26.5%	39.7%	22.7%	7.8%	-8.9%	6.7%
电气设备	2.6%	-6.5%	-15.1%	-1.0%	-7.3%	43.8%	-21.9%	13.7%	23.5%	-15.3%	3.6%	5.8%	11.2%	31.4%	31.3%	11.6%	17.3%	1.1%
纺织服装	-2.4%	-3.9%	8.5%	-2.7%	7.0%	-46.4%	7.2%	9.2%	13.5%	4.9%	-2.3%	7.4%	7.4%	-4.8%	-3.9%	8.3%	8.3%	9.7%
综合	8.3%	7.3%	5.6%	-2.9%	15.2%	16.5%	18.9%	0.7%	12.1%	-5.9%	3.8%	-7.7%	4.4%	18.1%	-11.6%	10.3%	0.3%	2.0%
计算机	4.9%	-2.9%	-3.0%	3.7%	2.1%	31.7%	-0.6%	20.1%	-3.1%	-12.3%	4.0%	7.7%	33.2%	58.0%	32.1%	-4.4%	14.9%	-6.6%
轻工制造	3.2%	4.0%	5.7%	0.5%	-4.6%	27.7%	-0.6%	7.1%	8.9%	-14.9%	5.8%	-8.1%	18.1%	32.8%	36.5%	6.1%	5.4%	2.6%
通信	4.7%	-7.8%	-22.0%	-13.2%	4.8%	133.1%	-27.5%	14.7%	40.0%	0.1%	1.4%	14.4%	18.0%	2.3%	23.3%	11.7%	-0.5%	-6.1%
采掘	-1.4%	4.0%	-12.3%	3.1%	-15.9%	33.1%	46.6%	7.7%	10.9%	14.1%	-1.5%	6.5%	0.2%	13.7%	-2.3%	7.9%	9.4%	1.7%
钢铁	4.6%	3.1%	5.6%	-7.8%	0.4%	45.6%	7.9%	4.4%	13.1%	-14.1%	-2.0%	0.5%	1.4%	-29.5%	11.1%	2.8%	4.8%	7.4%
银行	5.3%	-4.1%	4.5%	-3.3%	-0.8%	49.9%	-7.5%	2.4%	3.3%	-5.9%	-0.8%	-1.6%	8.4%	15.2%	0.2%	10.0%	-0.8%	1.3%
非银金融	8.1%	-30.6%	24.2%	-9.7%	-34.5%	24.7%	24.5%	9.5%	25.4%	1.5%	-3.8%	0.6%	9.5%	10.5%	7.1%	2.7%	-13.3%	-7.5%
食品饮料	-4.8%	0.4%	11.5%	-1.2%	-21.2%	58.2%	0.3%	17.9%	43.0%	-18.0%	-17.9%	28.9%	-5.9%	7.9%	-0.5%	-2.2%	-30.5%	10.9%

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

PB-ROE选股回测的净值曲线

2001年至2018年，全部A股申万行业28个行业净值水平

	2001/5/8	2002/5/8	2003/5/12	2004/5/10	2005/5/9	2006/5/8	2007/5/8	2008/5/5	2009/5/4	2010/5/4	2011/5/3	2012/5/2	2013/5/2	2014/5/5	2015/5/4	2016/5/3	2017/5/2	2018/5/2	2018/10/31
交通运输	1.00	0.87	0.78	0.84	0.81	0.91	3.12	3.41	2.54	3.16	2.99	2.28	2.07	2.20	6.38	5.18	6.55	6.37	5.40
休闲服务	1.00	0.81	0.61	0.51	0.35	0.47	1.60	1.42	1.07	1.66	1.82	1.57	1.37	1.77	3.87	3.86	3.73	3.31	2.57
传媒	1.00	0.78	0.62	0.56	0.31	0.36	1.33	1.28	1.10	1.71	1.46	1.32	1.20	1.93	4.25	3.97	3.86	2.95	2.18
公用事业	1.00	0.80	0.74	0.83	0.52	0.55	1.74	1.46	1.22	1.79	1.99	1.59	1.59	1.59	4.33	3.04	3.25	2.73	2.40
农林牧渔	1.00	0.77	0.57	0.53	0.35	0.52	1.94	2.78	2.45	3.55	3.95	3.34	2.77	2.80	5.85	6.27	6.57	5.49	4.35
化工	1.00	0.78	0.67	0.72	0.62	0.81	2.85	4.05	2.94	4.09	3.83	2.90	2.57	2.71	5.93	6.13	7.47	8.67	7.43
医药生物	1.00	0.83	0.82	0.75	0.64	0.88	3.14	3.87	4.16	6.29	5.92	4.96	6.48	8.10	16.87	17.55	21.73	21.24	17.22
商业贸易	1.00	0.83	0.65	0.63	0.49	0.72	2.92	2.95	2.57	3.55	3.69	2.87	2.35	2.86	6.57	4.98	5.39	4.84	3.75
国防军工	1.00	0.81	0.70	0.61	0.38	0.60	2.37	2.37	2.40	3.79	4.87	3.92	3.76	4.72	14.67	12.23	13.26	10.63	7.59
家用电器	1.00	0.78	0.57	0.56	0.33	0.37	1.20	1.23	1.10	1.74	1.96	1.46	1.46	2.14	4.28	4.33	6.00	5.48	4.17
建筑材料	1.00	0.80	0.61	0.59	0.32	0.43	1.55	1.75	1.81	2.35	3.23	2.42	2.24	2.27	4.72	3.84	5.23	5.40	4.53
建筑装饰	1.00	0.78	0.56	0.50	0.28	0.36	1.34	1.21	1.15	1.75	2.25	1.78	1.69	1.56	5.81	3.62	5.03	3.96	3.25
房地产	1.00	0.77	0.61	0.53	0.38	0.58	2.29	2.43	2.05	2.40	2.41	2.43	2.40	2.37	6.53	5.72	6.81	6.71	5.25
有色金属	1.00	0.76	0.62	0.67	0.49	0.95	3.41	3.58	2.60	4.07	5.59	4.37	3.62	3.54	9.04	6.87	7.61	6.90	4.72
机械设备	1.00	0.84	0.71	0.68	0.47	0.67	2.25	2.17	1.87	2.62	3.34	2.52	2.07	2.72	6.16	7.86	9.54	8.43	5.84
汽车	1.00	0.85	0.97	0.89	0.52	0.70	2.89	2.51	2.19	3.53	4.21	2.90	2.84	3.64	7.93	6.63	8.18	7.40	5.51
电子	1.00	0.74	0.58	0.68	0.39	0.57	1.76	1.49	1.28	2.32	2.47	2.05	2.02	3.14	7.00	7.75	9.02	7.98	5.92
电气设备	1.00	0.74	0.54	0.57	0.36	0.65	1.92	2.09	2.47	3.67	3.27	2.23	2.03	2.76	7.06	7.66	8.24	8.57	6.03
纺织服装	1.00	0.82	0.62	0.60	0.34	0.38	1.44	1.26	1.08	1.54	1.88	1.41	1.22	1.43	3.34	2.91	2.93	2.53	2.01
综合	1.00	0.82	0.71	0.65	0.37	0.49	2.07	2.12	1.65	2.35	2.71	2.19	1.82	2.10	4.90	3.84	4.08	2.92	2.09
计算机	1.00	0.67	0.54	0.58	0.38	0.52	1.62	1.51	1.61	2.31	1.99	1.67	1.87	3.43	11.60	12.33	10.07	11.90	7.63
轻工制造	1.00	0.80	0.69	0.63	0.40	0.45	1.66	1.61	1.18	1.71	1.62	1.26	1.09	1.50	3.70	4.65	4.94	4.40	3.12
通信	1.00	0.73	0.49	0.46	0.28	0.32	1.19	1.19	1.19	1.72	1.72	1.29	1.31	1.85	4.38	4.49	4.98	4.60	2.95
采掘	1.00	0.79	0.66	0.74	0.66	0.79	2.14	4.12	3.19	4.39	5.62	4.68	3.45	2.45	5.12	3.34	3.54	3.42	3.19
钢铁	1.00	0.84	0.88	0.97	0.76	0.84	3.31	3.88	2.19	2.61	2.62	1.72	1.33	1.12	3.09	2.06	2.39	2.67	2.55
银行	1.00	0.84	1.01	0.84	0.64	0.99	3.09	3.74	2.45	3.03	2.94	2.68	2.87	2.69	5.38	4.50	4.99	5.46	5.38
非银金融	1.00	0.80	0.68	0.63	0.40	0.50	2.35	3.13	2.32	3.20	2.85	2.42	2.29	2.32	6.89	4.54	4.68	4.34	3.64
食品饮料	1.00	0.79	0.68	0.69	0.60	0.86	2.72	3.15	2.76	5.14	5.78	5.04	5.45	4.98	8.56	7.75	9.11	9.19	8.37

Source: Wind, 信达证券研究开发中心

研究团队简介

陈嘉禾：首席策略分析师。

2005年本科以一等荣誉毕业于英国赫尔大学经济系，2006年研究生毕业于英国牛津大学历史系。

同年加入平安资产管理公司任固定收益研究员，2008年加入信达证券并购重组部任高级经理，2009年起任信达证券研发中心策略分析师，2012年起任首席国际市场分析师，2014年起任首席策略分析师，2015年起任首席策略分析师、执行总监、研究开发中心管理委员会委员，直接管理股票策略、固定收益、国际市场方面研究，并分管金融、地产行业研究。

同时，自2010年起兼任中央电视台英语频道财经评论员、证券时报专栏作者、中国证券报、证券市场周刊特邀作者，自2012年起至兼任CNBC特邀嘉宾，自2013年起兼任Channel News Asia特邀嘉宾，自2014年起兼任第一财经特邀嘉宾，并长期接受国际媒体采访，包括路透社、美联社、法新社、彭博社、埃菲通讯社、英国经济学人杂志、澳洲金融评论、印度经济时报、联合早报、文汇报等。

谷永涛：策略分析师。

2011年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加入信达证券研究开发中心，任金融工程研究员，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发。

2013年起开始研究国际市场、及与A股市场的比较。2014年6月加入宏观策略组，任策略分析师，负责股票策略、国际市场方面研究。自2015年起兼任新华社中国金融台财经评论员、证券时报特邀作者。

胡佳妮：策略分析师。

2012年毕业于中国人民大学，金融学硕士，同年7月加入信达证券研发中心策略组，负责股票市场和流动性策略研究，2014年6月起负责资产配置和债券市场研究。

李博喻：策略分析师。

2015年硕士毕业于美国纽约大学房地产专业，2012年本科毕业于中央财经大学财政学专业。2016年初加入信达证券研究开发中心，主要负责宏观策略、国际市场、固定收益方面的研究。

喻雅彬：研究助理。

2017年研究生毕业于中央财经大学产业经济学专业，同年7月加入信达证券研究开发中心，负责策略研究支持。

李 曼：研究助理。

2017年研究生毕业于财政部财政科学研究所财政学专业，2013年本科毕业于中南财经政法大学税务专业。2017年7月加入信达证券研究开发中心，负责宏观经济、固定收益研究。

机构销售联系人

华北

袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com

华南

袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
-----	--------------	-------------	-------------------

国际

唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com
-----	--------------	-------------	---------------------

免责声明

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。

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理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中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。

评级说明

投资建议的比较标准

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。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。