



策略专题

# A股基本面 20 年复盘：净资产收益率 (ROE)

## ——公司研究系列之深挖财报第四篇

证券分析师

吴开达  
资格编号：S0120521010001  
邮箱：wukd@tebon.com.cn  
于那  
资格编号：S0120521040001  
邮箱：yuna@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《融资风格攻守兼备，北上加仓电气设备微观流动性跟踪双周报(2021.6.21-2021.7.4)》，2021.7.6
- 2.《德邦策略联合行业：A股半年报业绩前瞻&三季度展望》，2021.7.5
- 3.《上沿勿躁未到下沿不悲》，2021.7.4
- 4.《公募 REITs 扩大资产试点范围，细化资产要求——周观新股 2021 年 7 月第 1 周-》，2021.7.3
- 5.《如何选打新基金？(2021.05-2021.06) 打新基金跟踪研究框架手册 V1.0-》，2021.7.2

投资要点：

- **净资产收益率 (ROE) 被广泛应用，代表公司为股东创造价值的能力。** ROE 立足股权投资者视角，衡量公司运用自有资本的效率。当公司 ROE 超过其股东预期回报率，即公司为股东创造了超预期回报，反之则股权价值附加值为负。
- **杜邦分析将 ROE 拆解为盈利能力、营运能力、资本结构三个维度，从经营、投资、筹资活动效率三方面去衡量企业的经营业绩，并为判断企业的经营是否实现股东投资回报的最大化提供有效依据。** 当三方面的各项比率有所提升，则带来 ROE 提高，代表企业为股东创造更高价值。
- **我们通过分析全 A 市场及上市公司过去 20 年的净资产收益率 (ROE) 及杜邦三因子，来回顾全 A 企业为股东创造价值的历史表现、探寻市场未来的盈利能力发展趋势。历史全 A ROE 均值 9.26%，利润率波动为核心影响因素。** 全 A 历史净利率水平波动幅度较大，财务杠杆波动对利润率变动具有一定前瞻指导性，但相关性不显著，资产周转率持续保持稳定。2018-2020 年全 A 市场整体的杠杆率小幅下降，企业净利率提高是 ROE 水平保持稳中向上的核心驱动力。
- **分板块及行业来看：1) 上游原料，上游去杠杆成效显著，盈利能力整体维持稳定。** 2018-2020 年钢铁、建材行业维持 10% 以上 ROE 水平。2) **中游制造，2018-2020 年利润率提振带动 ROE 回升。** 2018-2020 年利润率修复主要得益于需求提升带来的营收规模扩张、各项费用率摊薄。3) **下游消费，必选消费盈利能力较为分化，** 2018-2020 年食品饮料 ROE 维持较高水平，行业利润率维持高位；农业 2019 年杠杆率提升和 2020 年产品价格上涨带动利润率回升，推动 ROE 走高；**可选消费 2020 年汽车和家电行业利润率提升修复 ROE。** 4) **支持服务，2020 年板块盈利能力下滑。** 5) **房建板块，2020 年房建板块利润率下降拖累 ROE。**
- **结合 ROIC & ROE 判断企业盈利能力：** 在紧信用背景环境下，结合 ROIC 判断企业的投资价值将更为有效。全 A 市场 2000-2020 年 ROE 与 ROIC 的均值平均相差 2.59 pcts，差异主要来自财务杠杆。伴随本轮去杠杆周期启动，2018-2020 年市场 ROE 与 ROIC 差异稳步收窄。各板块中，上游原料 ROE 与 ROIC 差异显著收窄，前期杠杆率较高的行业 ROE 降幅较大；中游 ROE 与 ROIC 背离水平相对较小；下游整体杠杆率水平较低，ROE 与 ROIC 差值较小；支持服务 2018-2020 年利润率、杠杆率呈下降趋势；房建板块在信用收紧环境下，板块的利润率、杠杆率均出现下滑，2020 年房地产行业的二者指标差值下降。
- **ROIC VS ROE 四象限分析：** 我们以 10% 为标准划分四个象限判断行业的投资价值及回报率。结合 ROIC 指标可以弥补 ROE 指标受杠杆率、非经常性损益等因素影响的不足，更好地反映出企业真实的价值创造能力，**处于第一、二象限的行业及企业更具投资价值。** 2020 年第一象限中食品饮料的 ROIC 及 ROE 水平均领先市场，盈利能力突出，其次，家电、农业、建材、医药伴随较高的 ROE，ROIC 均达到 10% 以上。
- **风险提示：** 评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化；全球疫情反复对经济冲击超预期、宏观经济超预期波动。



## 内容目录

1. 净资产收益率 (ROE): 为股东创造价值 .....	5
2. 全 A: 2018-2020 年利润率驱动 ROE 提升 .....	6
3. 各板块: 上游原料整体稳定, 下游消费盈利表现分化 .....	7
4. 结合 ROIC & ROE 判断企业盈利能力 .....	13
4.1. 全 A: 去杠杆周期下市场 ROE 与 ROIC 差异收窄 .....	13
4.2. 各板块: 上游去杠杆指标差异收窄, 房建板块指标分化最为显著 .....	14
4.3. ROIC VS ROE 四象限 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 杜邦分析法拆解 ROE 三因子: 从经营/投资/筹资活动效率衡量企业经营业绩.....	5
图 2: 2000-2020 年全 A ROE 历史均值 9.26% (整体法) .....	6
图 3: 2000-2020 年全 A ROE 杜邦拆解: 净利率水平波动较大 .....	6
图 4: 全 A 各板块归母净利润结构: 2018-2020 年中游及下游必选消费利润占比提升 ...	7
图 5: 2000-2020 年采掘行业 ROE 均值 6.15%.....	7
图 6: 2000-2020 年钢铁行业 ROE 均值 7.92%.....	7
图 7: 2000-2020 年化工行业 ROE 均值 6.16%.....	8
图 8: 2000-2020 年有色行业 ROE 均值 5.71%.....	8
图 9: 2000-2020 年建材行业 ROE 均值 6.95%.....	8
图 10: 2000-2020 年电气行业 ROE 均值 6.28%.....	8
图 11: 2000-2020 年机械行业 ROE 均值 6.88%.....	8
图 12: 2000-2020 年电子行业 ROE 均值 6.15%.....	9
图 13: 2000-2020 年军工行业 ROE 均值 3.74%.....	9
图 14: 2000-2020 年通信行业 ROE 均值 5.66%.....	9
图 15: 2000-2020 年农业行业 ROE 均值 4.01%.....	10
图 16: 2000-2020 年食品饮料行业 ROE 均值 8.96%.....	10
图 17: 2000-2020 年医药行业 ROE 均值 7.93%.....	10
图 18: 2000-2020 年纺服行业 ROE 均值 6.63%.....	10
图 19: 2000-2020 年休闲服务行业 ROE 均值 4.58% .....	10
图 20: 2000-2020 年轻工行业 ROE 均值 6.31%.....	10
图 21: 2000-2020 年传媒行业 ROE 均值 3.06%.....	11
图 22: 2000-2020 年家电行业 ROE 均值 7.83%.....	11
图 23: 2000-2020 年汽车行业 ROE 均值 6.73%.....	11
图 24: 2000-2020 年公共事业行业 ROE 均值 5.40% .....	12
图 25: 2000-2020 年交运行业 ROE 均值 7.74%.....	12
图 26: 2000-2020 年商贸行业 ROE 均值 6.48%.....	12
图 27: 2000-2020 年计算机行业 ROE 均值 7.56%.....	12
图 28: 2000-2020 年房地产行业 ROE 均值 7.13%.....	12
图 29: 2000-2020 年建筑行业 ROE 均值 6.39%.....	12
图 30: 企业价值衡量常用指标及特点.....	13
图 31: 2000-2020 年全 A (除金融两油 ST) ROE 与 ROIC 差异均值 2.6% .....	14

图 32: 2000-2020 年采掘行业 ROE vs ROIC .....	14
图 33: 2000-2020 年化工行业 ROE vs ROIC .....	14
图 34: 2000-2020 年钢铁行业 ROE vs ROIC .....	14
图 35: 2000-2020 年有色行业 ROE vs ROIC .....	14
图 36: 2000-2020 年建材行业 ROE vs ROIC .....	15
图 37: 2000-2020 年电气行业 ROE vs ROIC .....	15
图 38: 2000-2020 年机械行业 ROE vs ROIC .....	15
图 39: 2000-2020 年电子行业 ROE vs ROIC .....	16
图 40: 2000-2020 年军工行业 ROE vs ROIC .....	16
图 41: 2000-2020 年通信行业 ROE vs ROIC .....	16
图 42: 2000-2020 年农业行业 ROE vs ROIC .....	17
图 43: 2000-2020 年食品饮料行业 ROE vs ROIC .....	17
图 44: 2000-2020 年医药行业 ROE vs ROIC .....	17
图 45: 2000-2020 年纺服行业 ROE vs ROIC .....	17
图 46: 2000-2020 年休闲服务行业 ROE vs ROIC .....	17
图 47: 2000-2020 年轻工行业 ROE vs ROIC .....	17
图 48: 2000-2020 年传媒行业 ROE vs ROIC .....	17
图 49: 2000-2020 年家电行业 ROE vs ROIC .....	17
图 50: 2000-2020 年汽车行业 ROE vs ROIC .....	18
图 51: 2000-2020 年公用事业行业 ROE vs ROIC .....	18
图 52: 2000-2020 年交运行业 ROE vs ROIC .....	18
图 53: 2000-2020 年商贸行业 ROE vs ROIC .....	19
图 54: 2000-2020 年计算机行业 ROE vs ROIC.....	19
图 55: 2000-2020 年房地产行业 ROE vs ROIC.....	19
图 56: 2000-2020 年建筑行业 ROE vs ROIC .....	19
图 57: 2020 年 SW 一级行业 ROE&ROIC 四象限分布: 第一象限中食品饮料行业盈利能力突出 .....	20

## 1. 净资产收益率 (ROE): 为股东创造价值

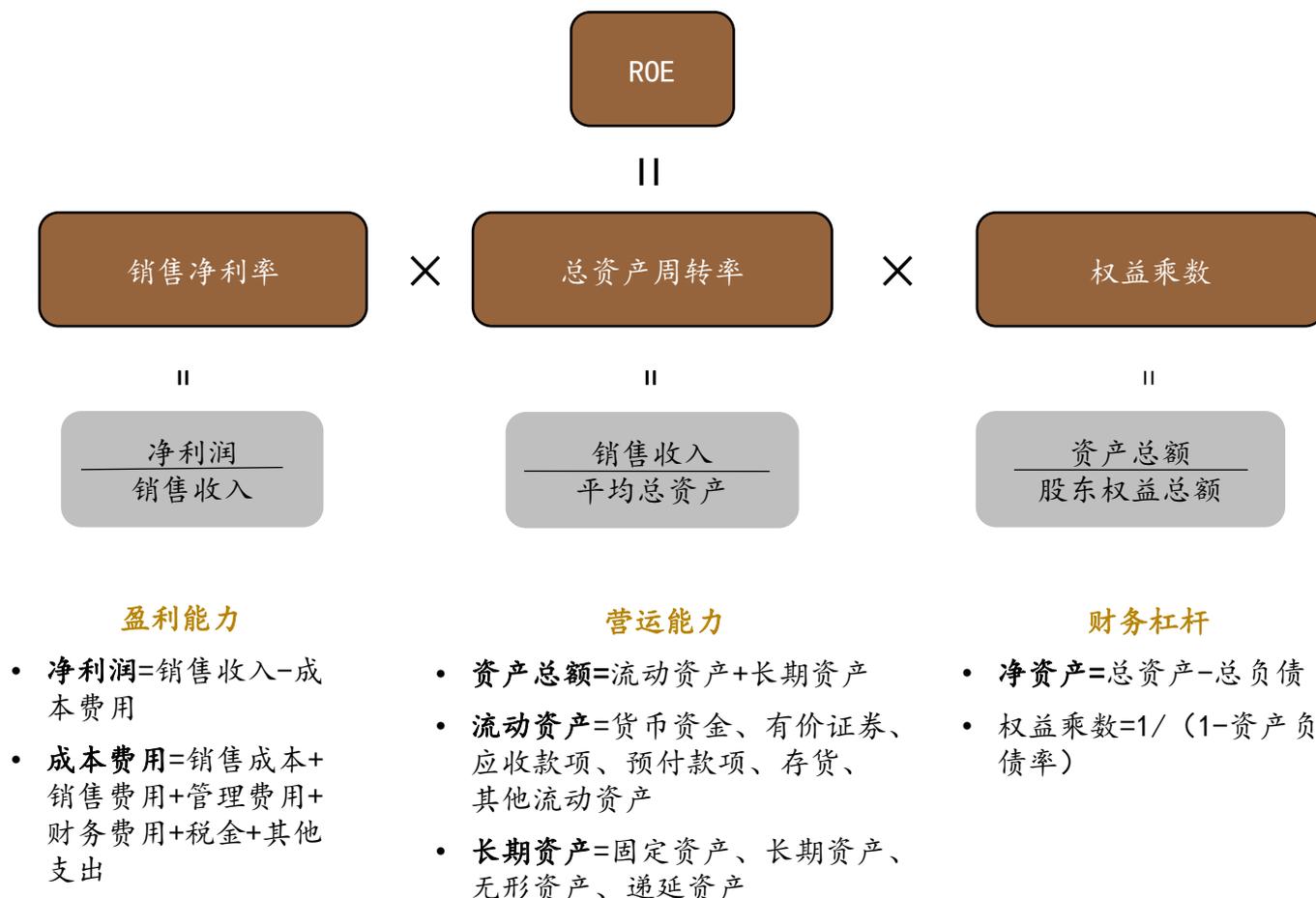
净资产收益率 (ROE) 被广泛应用于评价企业的盈利能力, 代表公司为股东创造价值的能。ROE 指标立足股权投资者视角, 反应股东权益回报率, 被用于判断企业的股权投资收益率水平, 衡量公司运用自有资本的效率。当公司的 ROE 超过其股东的预期回报率 (股权资本成本率) 时, 即公司为股东创造了超预期回报, 反之则股权价值附加值为负。

ROE 的常用计算公式:

$$ROE = \frac{\text{归母净利润}}{\text{平均净资产}} = \frac{\text{归母净利润} * 2}{\text{期初归母权益} + \text{期末归母权益}}$$

杜邦分析作为经典的绩效评价方法, 将 ROE 进一步拆解为三项因子, 联结了盈利能力、营运能力、资本结构三个维度, 完整、清晰地反应了公司的利润率、运营效率、杠杆率三者之间的关系。利润率代表企业的盈利质量、将资本转化为利润的效率; 周转率反应了资本投入资产的方向、质量和效率; 杠杆率代表企业的资本来源。杜邦分析从经营、投资、筹资活动效率三方面去衡量企业的经营业绩, 并为判断企业的经营是否实现了股东投资回报的最大化提供有效依据。当三方面的各项比率有所提升, 则带来 ROE 提高, 代表企业为股东创造更高价值。

图 1: 杜邦分析法拆解 ROE 三因子: 从经营/投资/筹资活动效率衡量企业经营业绩

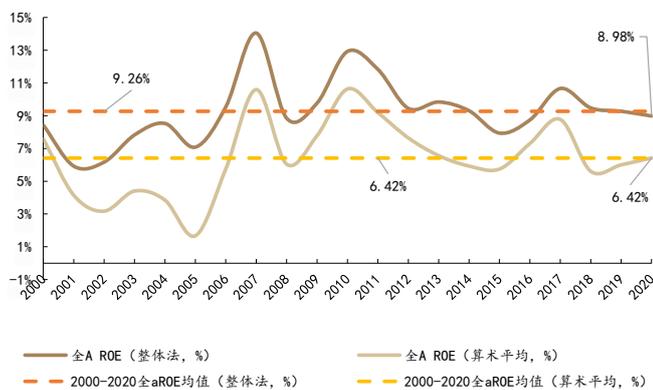


我们通过分析全 A 市场及上市公司过去 20 年的净资产收益率 (ROE) 及杜邦三因子, 回顾全 A 企业为股东创造价值的历史表现, 并进一步探寻企业未来的盈利能力发展趋势。(注: 本报告中提及的“全 A”统计口径, 均为已上市 A 股的上市后财务情况, 剔除金融、石油石化、ST 及退市个股, 日期更新至 2021/6/14。)

## 2. 全 A: 2018-2020 年利润率驱动 ROE 提升

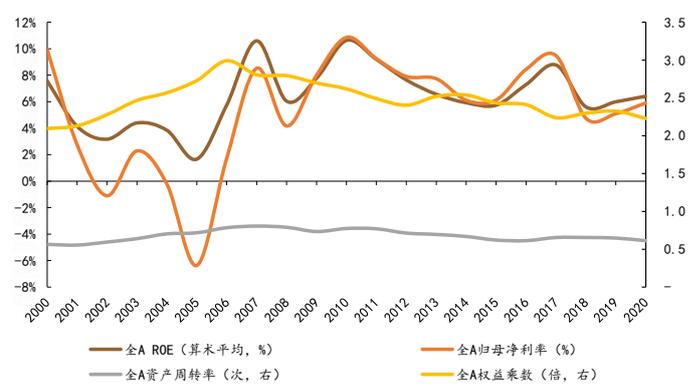
历史全 A 市场 ROE 均值 9.26%, 利润率波动为核心影响因素。2000-2020 年, 全 A 市场的 ROE 整体法均值水平 9.26% (算术平均 6.42%), 拆解杜邦三因子, 历史上全 A 市场的净利率水平波动幅度较大, 此外财务杠杆 (权益乘数) 的波动对利润率变动具有一定前瞻指导性, 但影响企业利润率的因素较多且复杂, 两者的相关性并不显著。资产周转率持续保持稳定, 上市企业 2000-2020 年的历史周转效率均值 0.68。2018-2020 年全 A 市场整体的杠杆率小幅下降, 企业净利率提高是 ROE 水平保持稳中向上的核心驱动力。

图 2: 2000-2020 年全 A ROE 历史均值 9.26% (整体法)



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

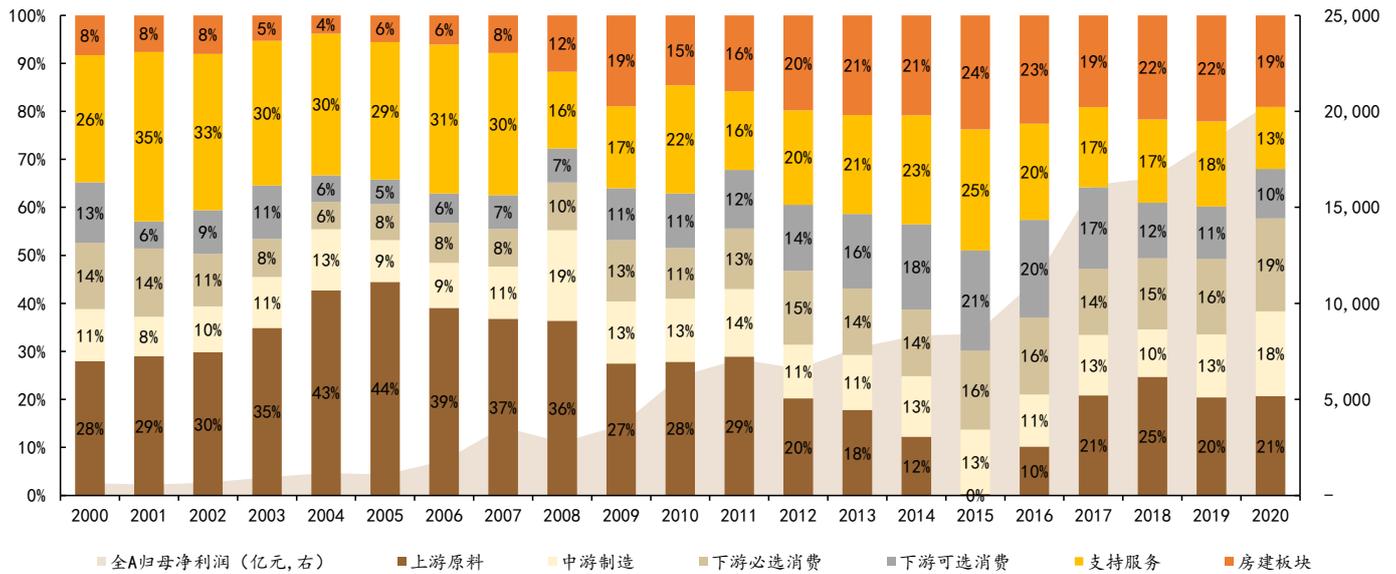
图 3: 2000-2020 年全 A ROE 杜邦拆解: 净利率水平波动较大



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

2016-2020 年全 A 市场利润结构中必选消费及中游占比提升。从利润分布情况来看, 上游板块利润在 2016 年供给侧改革后逐步改善 (2015 年上游行业利润规模较低或为负); 下游必选消费及房建板块利润规模维持较高水平; 下游可选消费及支持服务板块利润增速下滑, 规模占比收窄。

图 4：全 A 各板块归母净利润结构：2018-2020 年中游及下游必选消费利润占比提升

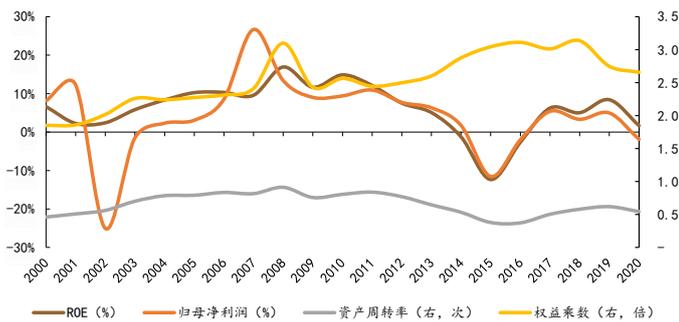


资料来源：Wind，德邦证券研究所

### 3. 各板块：上游原料整体稳定，下游消费盈利表现分化

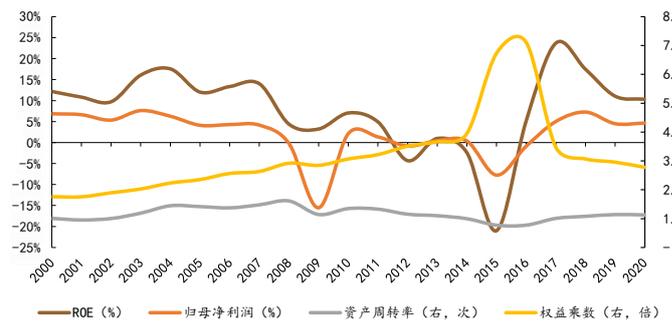
上游去杠杆成效显著，盈利能力整体维持稳定。上游板块中，2018-2020 年钢铁、建材行业维持 10% 以上 ROE 水平。上游板块在金融危机后资产负债率上升较快，2016 年以来，除建材、有色外，上游板块产能过剩行业去杠杆成效显著，利润率水平整体保持稳定。

图 5：2000-2020 年采掘行业 ROE 均值 6.15%



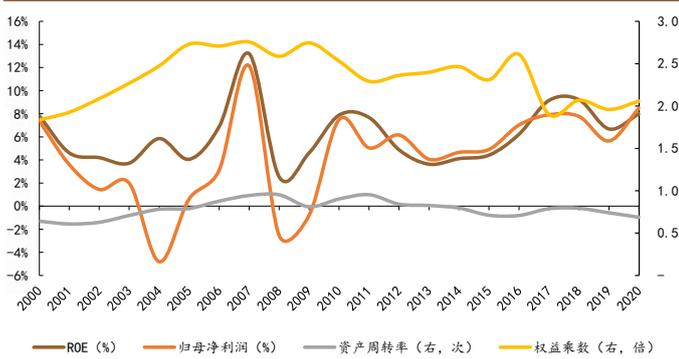
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 6：2000-2020 年钢铁行业 ROE 均值 7.92%



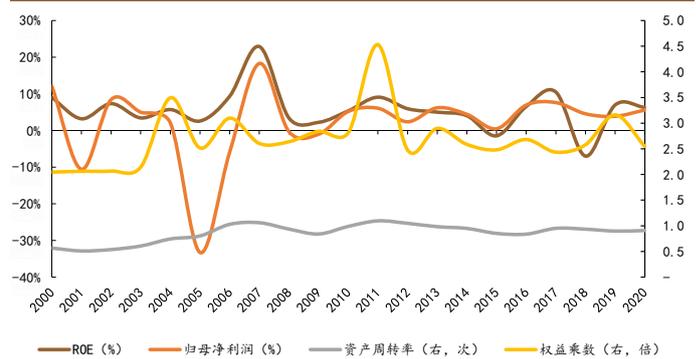
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 7：2000-2020 年化工行业 ROE 均值 6.16%



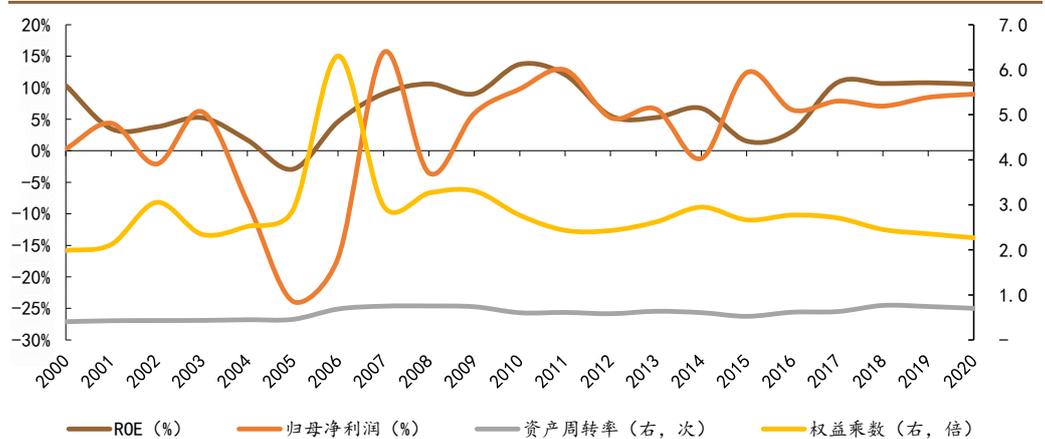
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 8：2000-2020 年有色行业 ROE 均值 5.71%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

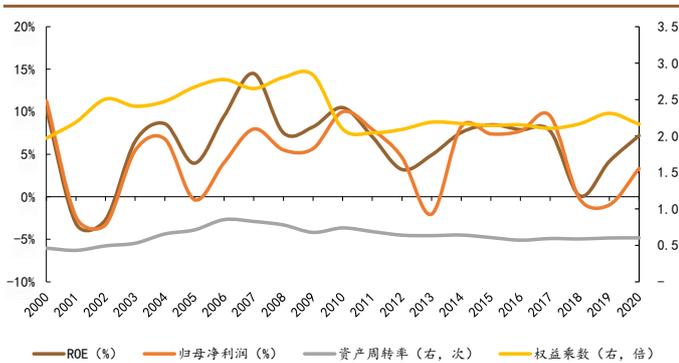
图 9：2000-2020 年建材行业 ROE 均值 6.95%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

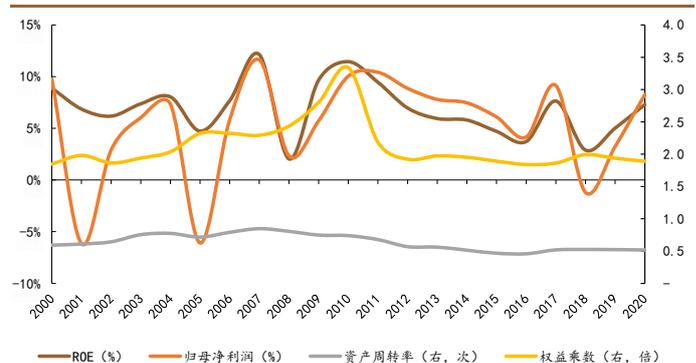
**2018-2020 年中游板块 ROE 水平在利润率提振带动下回升。**2018-2020 年，中游板块整体去杠杆较为温和，板块负债率水平相对上游较低，除通信行业外，中游板块利润率修复均较显著，主要得益于需求提升带来的营收规模扩张、各项费用率摊薄。

图 10：2000-2020 年电气行业 ROE 均值 6.28%



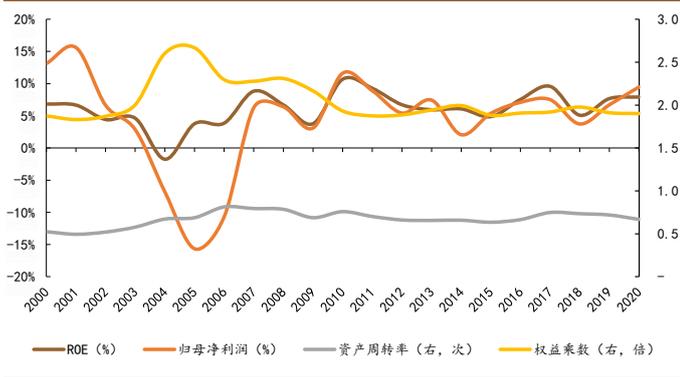
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 11：2000-2020 年机械行业 ROE 均值 6.88%



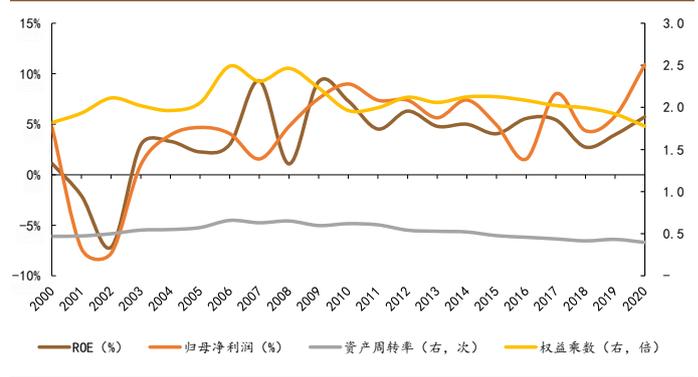
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 12: 2000-2020 年电子行业 ROE 均值 6.15%



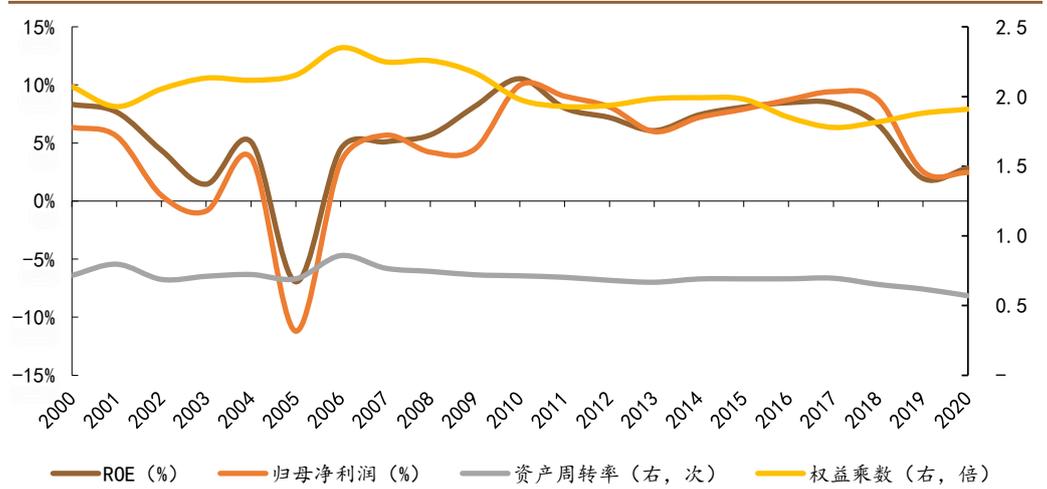
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 13: 2000-2020 年军工行业 ROE 均值 3.74%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

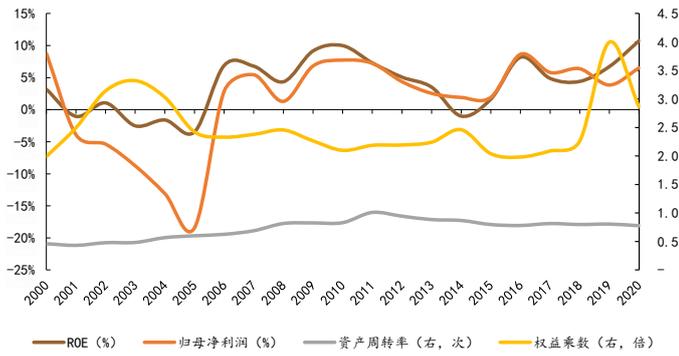
图 14: 2000-2020 年通信行业 ROE 均值 5.66%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

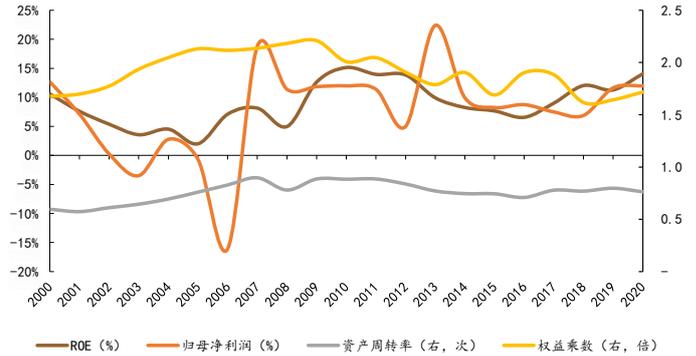
下游必选消费盈利能力较为分化。2018-2020 年, 食品饮料行业 ROE 维持较高水平, 主要为行业利润率维持高位; 农业板块 2019 年杠杆率提升和 2020 年产品价格上涨带动利润率回升, 推动 ROE 持续走高; 医药行业 ROE 历史平均水平 7.93%, 处于市场领先水平, 2020 年行业周转率、利润率、杠杆率整体水平均出现下滑, ROE 提升主要为少数头部企业利润率显著提升带动行业 ROE。

图 15: 2000-2020 年农业行业 ROE 均值 4.01%



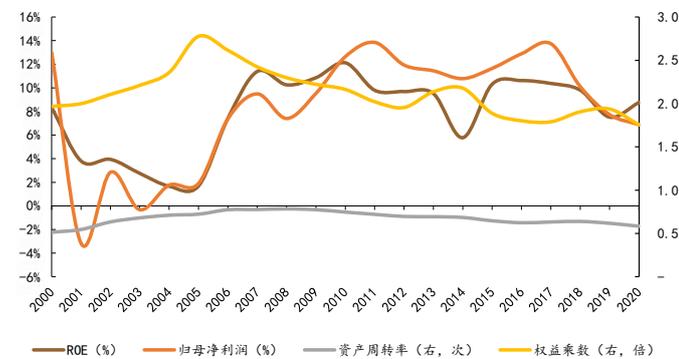
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 16: 2000-2020 年食品饮料行业 ROE 均值 8.96%



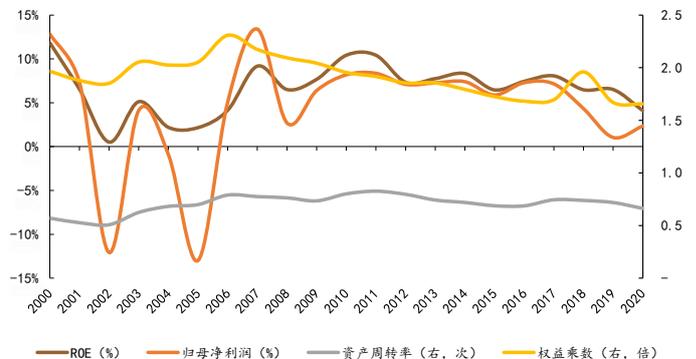
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 17: 2000-2020 年医药行业 ROE 均值 7.93%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

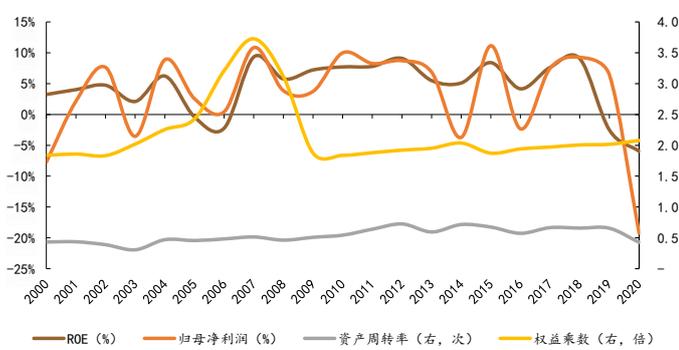
图 18: 2000-2020 年纺织服装行业 ROE 均值 6.63%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

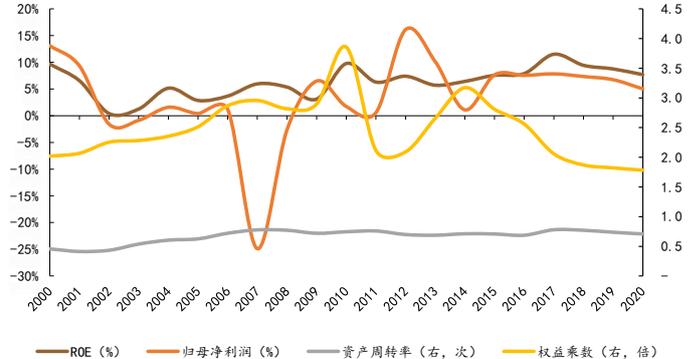
下游可选消费板块汽车及家电行业盈利能力向好。2020 年休闲服务受疫情影响较大, 行业利润率下跌-25.64 pct 至-19.22%; 轻工行业去杠杆成效显著; 2020 年汽车和家电行业利润率提升, ROE 明显修复。

图 19: 2000-2020 年休闲服务行业 ROE 均值 4.58%



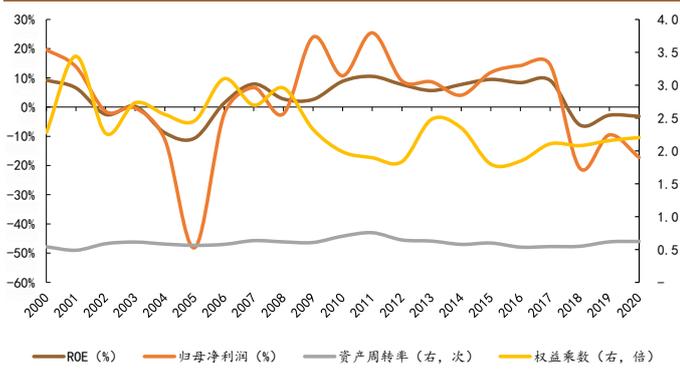
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 20: 2000-2020 年轻工行业 ROE 均值 6.31%



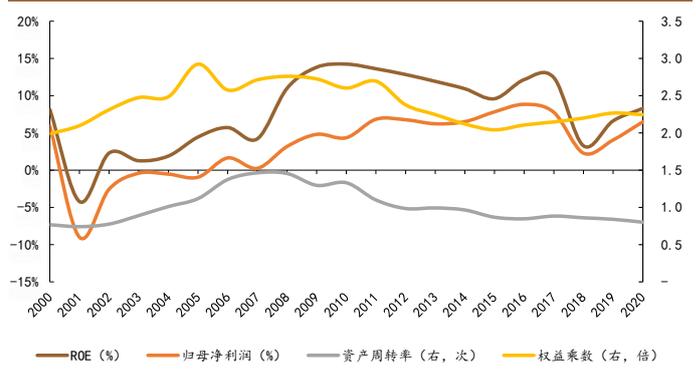
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 21：2000-2020 年传媒行业 ROE 均值 3.06%



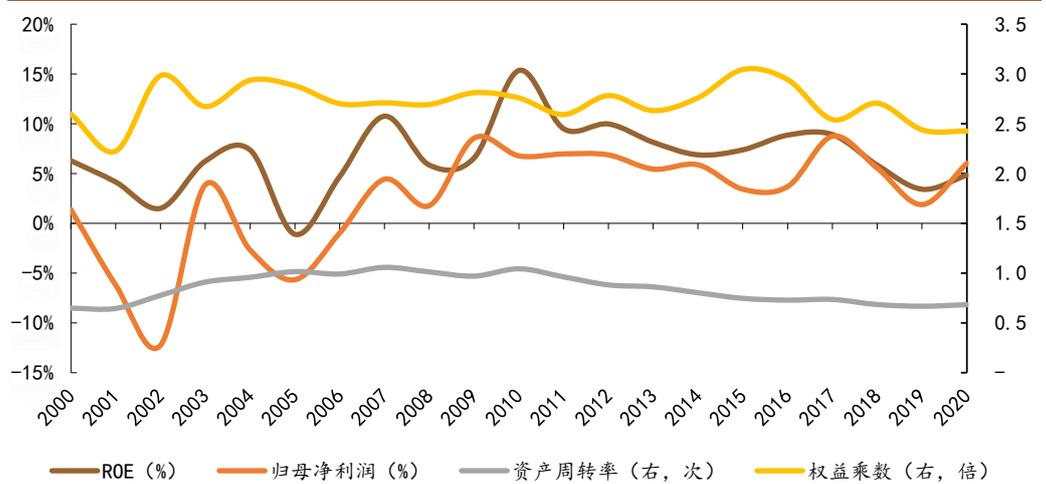
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 22：2000-2020 年家电行业 ROE 均值 7.83%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

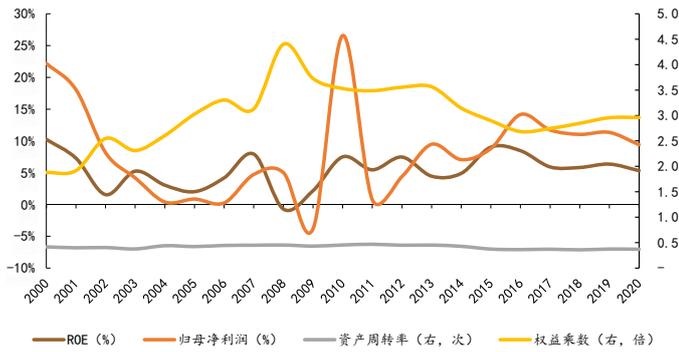
图 23：2000-2020 年汽车行业 ROE 均值 6.73%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

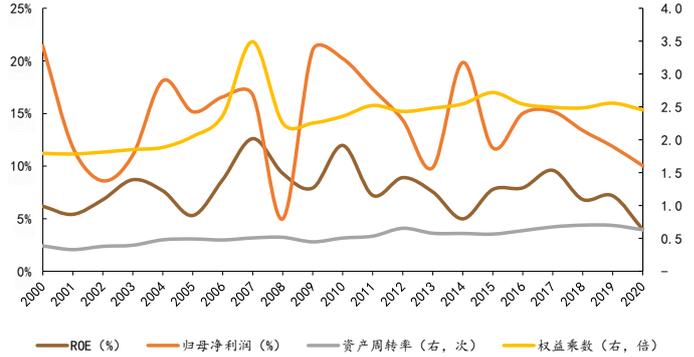
**2020 年支持服务板块盈利能力下滑。**2020 年服务板块中交运行业利润率水平下滑较显著，拖累 ROE 下行；公共事业、计算机行业 ROE 维持平稳；商贸 2020 年利润率有所改善，但受疫情影响，行业资产周转率有所下降。

图 24：2000-2020 年公共事业行业 ROE 均值 5.40%



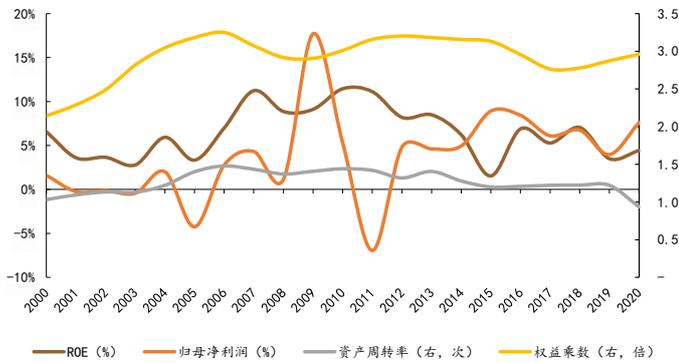
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 25：2000-2020 年交运行业 ROE 均值 7.74%



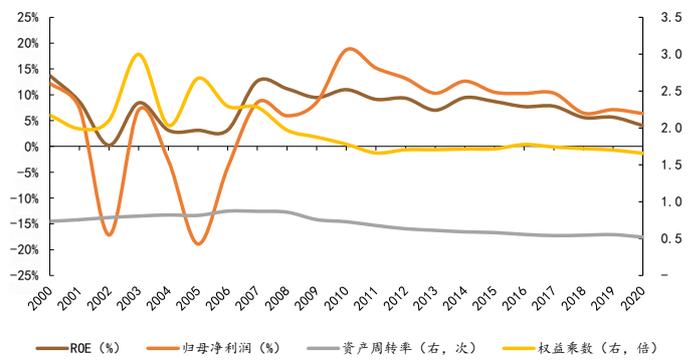
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 26：2000-2020 年商贸行业 ROE 均值 6.48%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

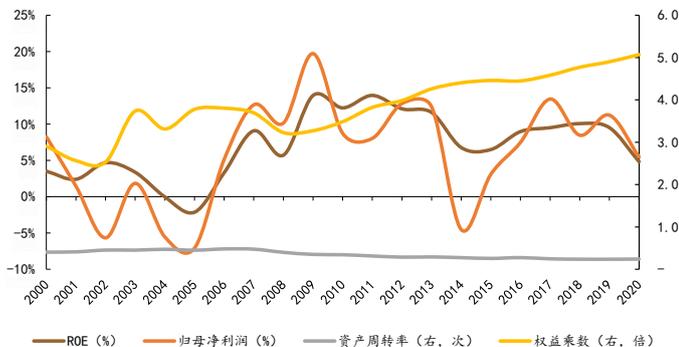
图 27：2000-2020 年计算机行业 ROE 均值 7.56%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

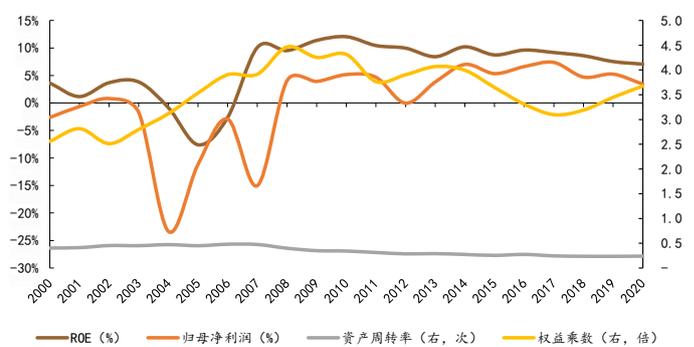
**2020 年房建板块利润率下降拖累 ROE。**房建板块中，2018-2020 年房地产行业资产负债率增速放缓，行业 2020 年利润率受外部环境影响出现下滑拖累 ROE；建筑行业 2018-2020 年行业发展增速加快，财务杠杆提升，2020 年利润率小幅下降，ROE 整体维持稳中有降态势。

图 28：2000-2020 年房地产行业 ROE 均值 7.13%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 29：2000-2020 年建筑行业 ROE 均值 6.39%



资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 4. 结合 ROIC & ROE 判断企业盈利能力

**ROE 及 ROIC 指标反应企业价值各有优劣。**衡量企业价值的常用指标包括 ROIC、ROE、ROA、ROI、ROCE 等，其中，ROE 最受股权投资者关注，计算简洁、分歧小；ROIC 反应企业的价值创造能力最为全面、真实，结合资产结构判断企业的投资效率，指标分析更为客观，但指标计算方式较多，涉及调整项较为复杂。

图 30：企业价值衡量常用指标及特点

价值衡量指标	常用计算公式	指标特点
净资产收益率 (ROE)	归母净利润/平均净资产	-指标应用广泛 -从股权投资者视角判断投资回报率,不考虑资产结构、企业负债率 -结合杜邦分析可以综合判断企业经营效率,但指标容易被杠杆率影响
投入资本回报率 (ROIC)	息前税后营业利润/(净资产+有息负债)	-判断企业整体的资金使用效率,结合股权与债权 -指标不受杠杆率扭曲 -结合WACC可以判断企业真正的运营效率
资产收益率 (ROA)	净利润/总资产	-衡量资产的回报率 -不关注资产结构
使用资本回报率 (ROCE)	息税前利润/(股东权益+有息负债)	-接近ROIC,判断企业一倍PB时的价值 -适合并购者判断企业价值

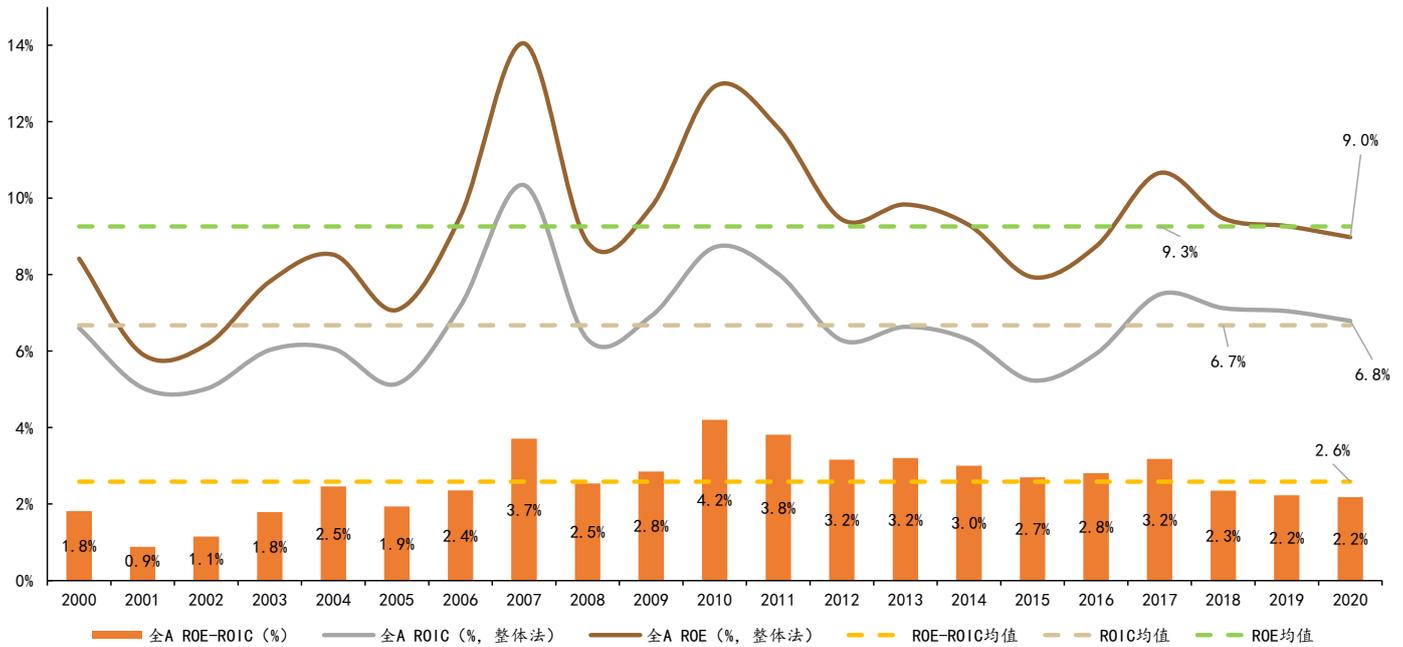
资料来源：德邦证券研究所

从指标计算方式来看，ROE 可以在财务杠杆因素影响下脱离公司实际价值创造能力，企业可以以牺牲稳健发展为代价换取短期高 ROE。在紧信用背景环境下，结合 ROIC 判断企业的投资价值将更为有效。

### 4.1. 全 A：去杠杆周期下市场 ROE 与 ROIC 差异收窄

比较全 A 市场 ROE 与 ROIC 2000-2020 年的均值水平,平均相差 2.59 pcts,差异主要来自财务杠杆影响。伴随本轮去杠杆周期启动,2018-2020 年,市场的 ROE 与 ROIC 差异稳步收窄。

图 31：2000-2020 年全 A（除金融两油 ST）ROE 与 ROIC 差异均值 2.6%

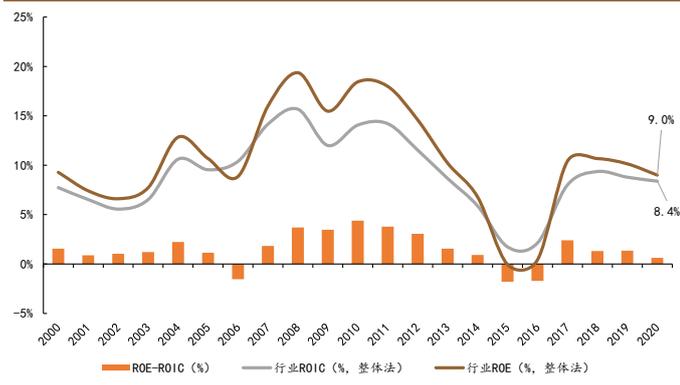


资料来源：Wind，德邦证券研究所

#### 4.2. 各板块：上游去杠杆指标差异收窄，房建板块指标分化最为显著

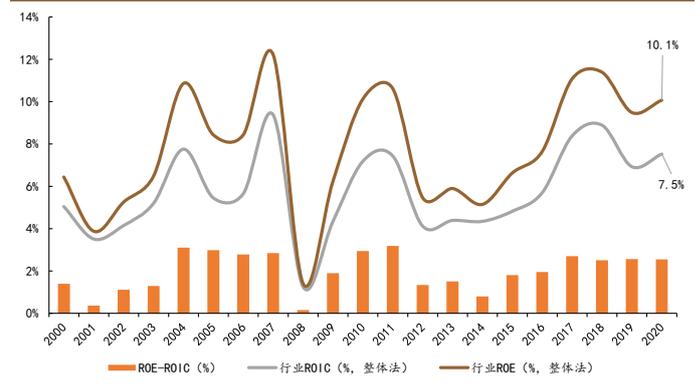
上游原材料 ROE 与 ROIC 差异显著收窄。上游板块 2016-2020 年采掘、钢铁、有色 ROE 与 ROIC 差异均持续显著收窄，化工、建材行业二者差异仍较高。前期杠杆率较高的原材料行业 ROE 降幅较大。

图 32：2000-2020 年采掘行业 ROE vs ROIC



资料来源：Wind，德邦证券研究所

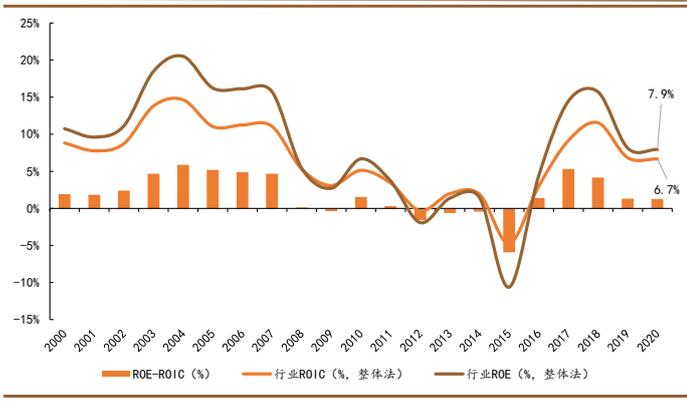
图 33：2000-2020 年化工行业 ROE vs ROIC



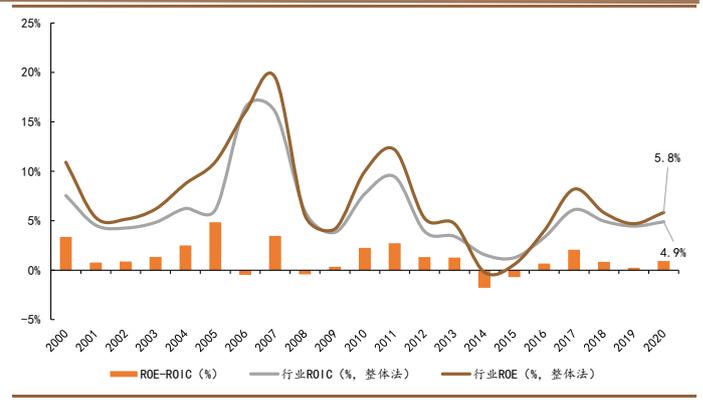
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 34：2000-2020 年钢铁行业 ROE vs ROIC

图 35：2000-2020 年有色行业 ROE vs ROIC

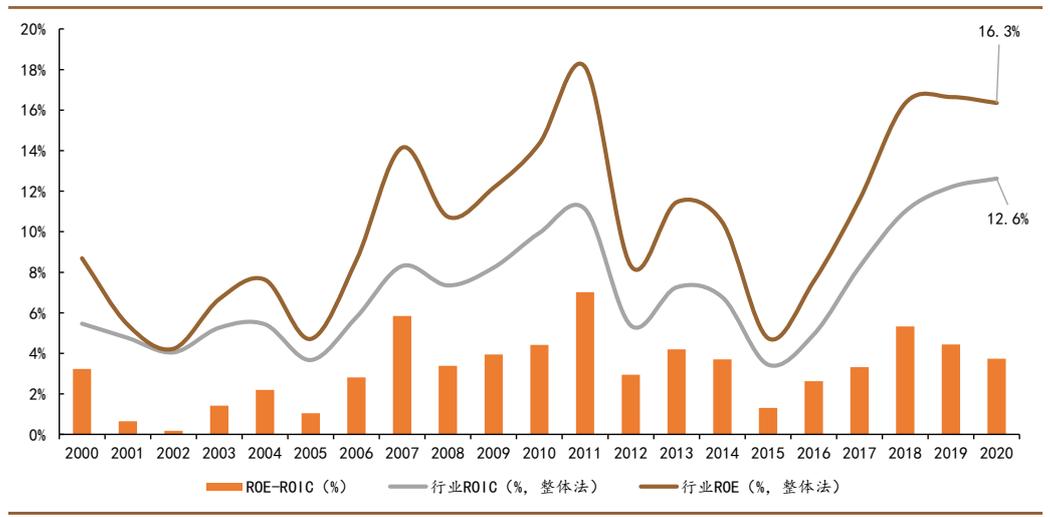


资料来源：Wind，德邦证券研究所



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 36：2000-2020 年建材行业 ROE vs ROIC

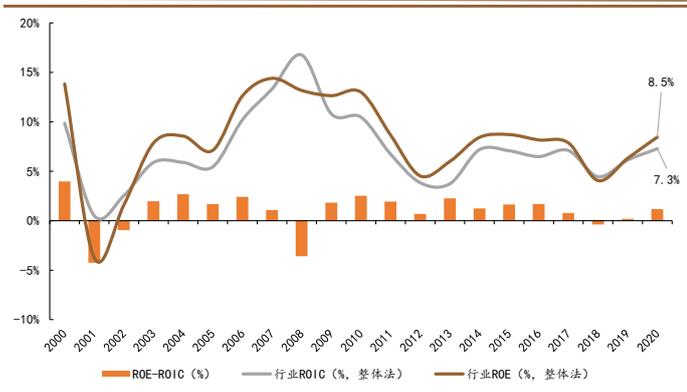


资料来源：Wind，德邦证券研究所

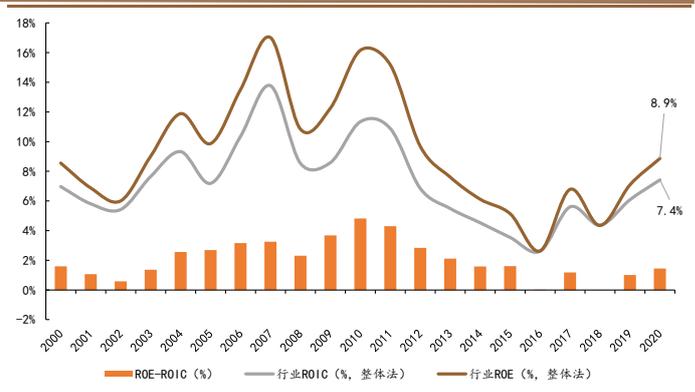
中游板块 ROE 与 ROIC 差异较小。中游制造板块中，通信行业 2008 年 ROE（整体法）大幅提升主要为当期中国联通出售 CDMA 业务，增加 279.6 亿元一次性非经常性损益所致。板块整体背离水平相对较小。

图 37：2000-2020 年电气行业 ROE vs ROIC

图 38：2000-2020 年机械行业 ROE vs ROIC

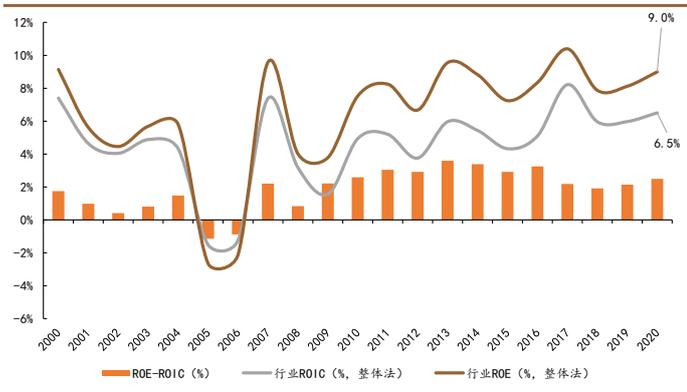


资料来源: Wind, 德邦证券研究所



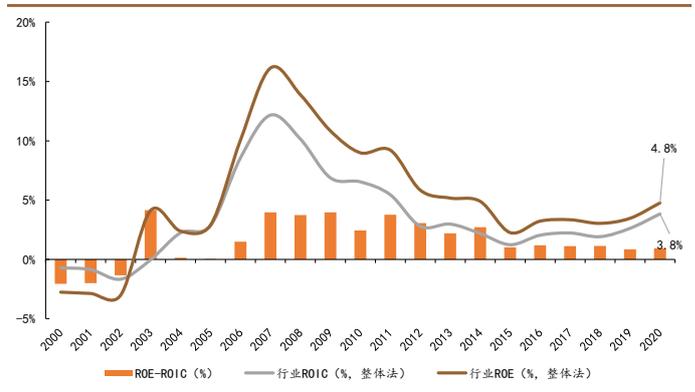
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 39: 2000-2020 年电子行业 ROE vs ROIC



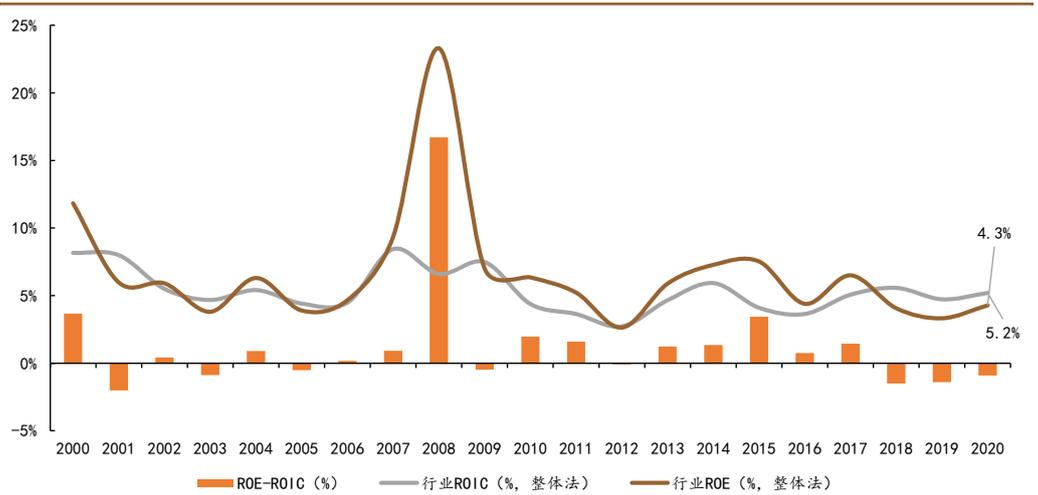
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 40: 2000-2020 年军工行业 ROE vs ROIC



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

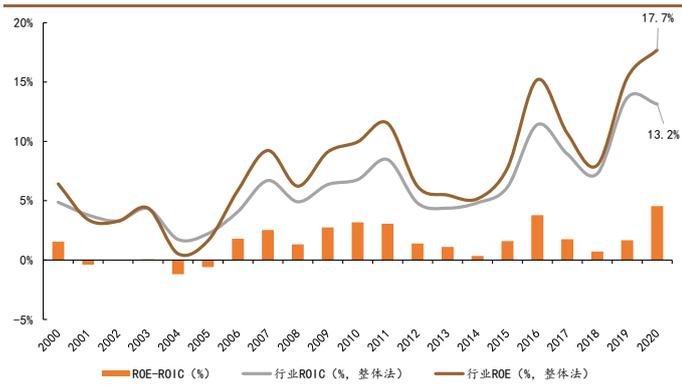
图 41: 2000-2020 年通信行业 ROE vs ROIC



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

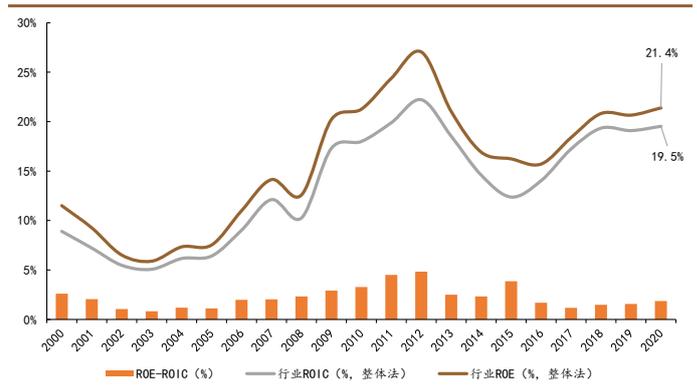
下游消费板块整体杠杆率水平较低, ROE 与 ROIC 差值较低。农业 2020 年 ROE 快速增长主要来自产品价格上涨带动的利润率提升, 同期投入资本同比增长 64%, 增速高于 NOPLAT, 导致 2020 年农业 ROIC 微幅下降。

图 42: 2000-2020 年农业行业 ROE vs ROIC



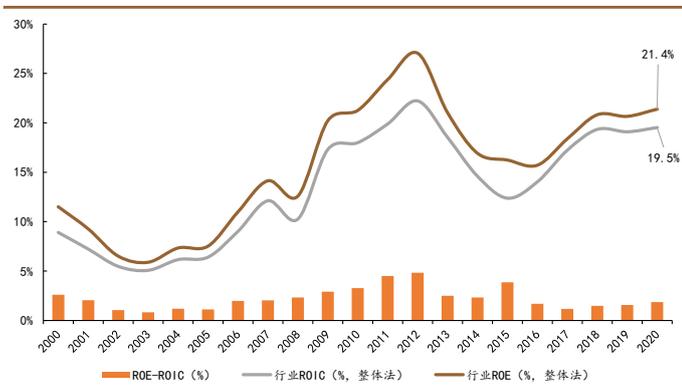
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 43: 2000-2020 年食品饮料行业 ROE vs ROIC



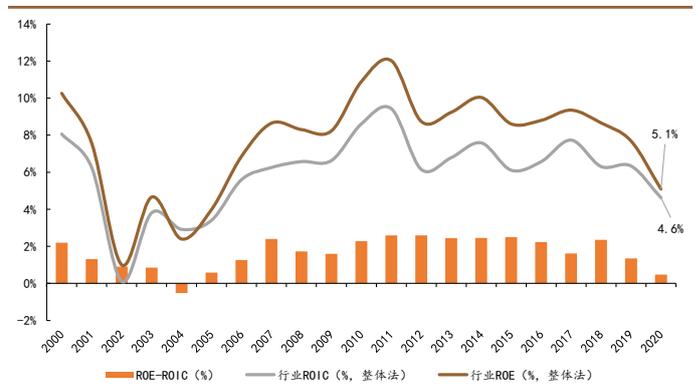
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 44: 2000-2020 年医药行业 ROE vs ROIC



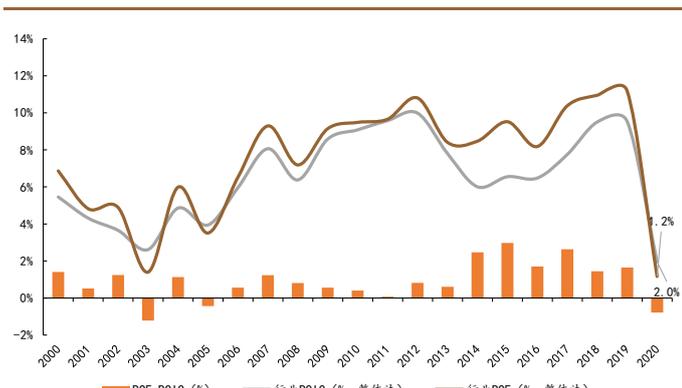
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 45: 2000-2020 年纺织服装行业 ROE vs ROIC



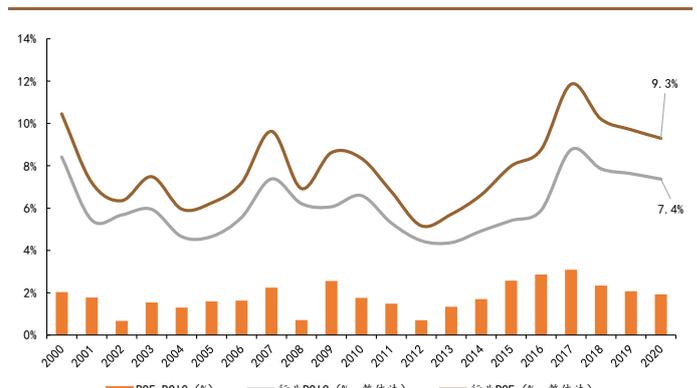
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 46: 2000-2020 年休闲服务行业 ROE vs ROIC



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

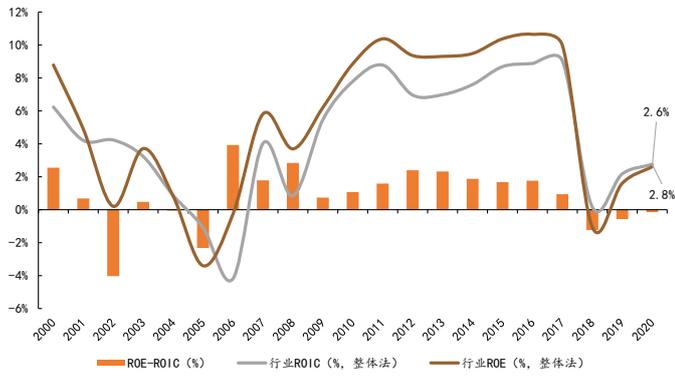
图 47: 2000-2020 年轻工行业 ROE vs ROIC



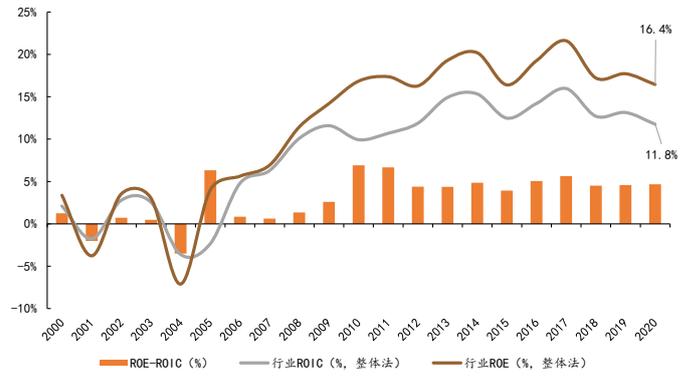
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 48: 2000-2020 年传媒行业 ROE vs ROIC

图 49: 2000-2020 年家电行业 ROE vs ROIC

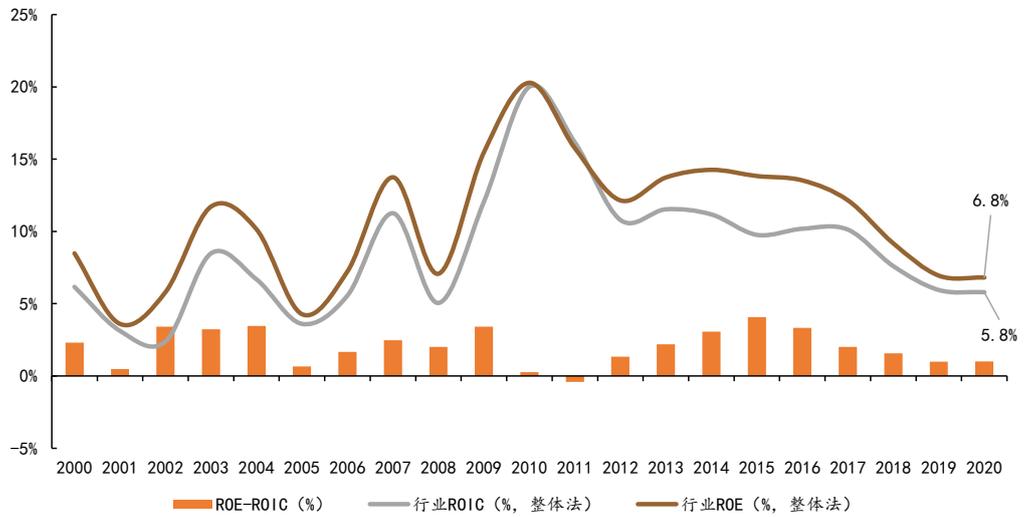


资料来源：Wind，德邦证券研究所



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 50：2000-2020 年汽车行业 ROE vs ROIC

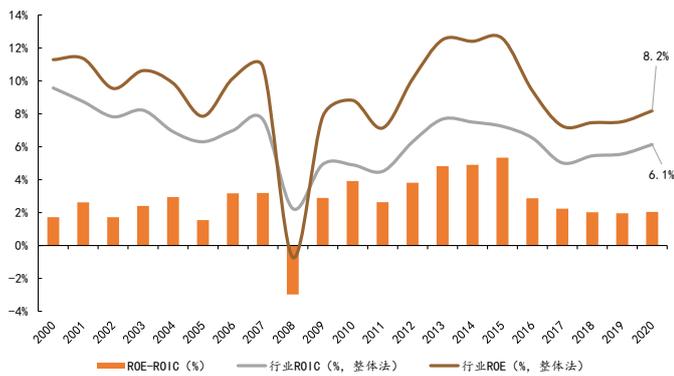


资料来源：Wind，德邦证券研究所

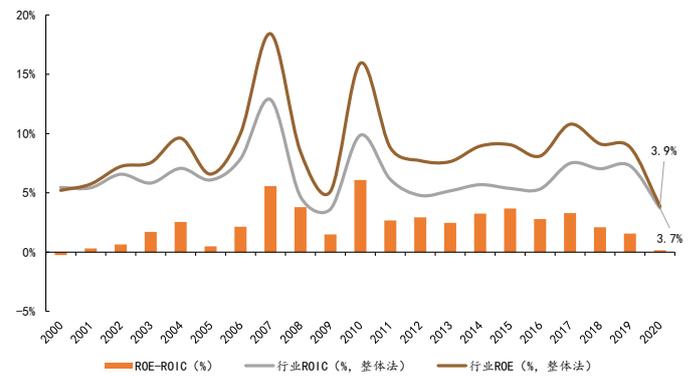
支持服务板块 2018-2020 年利润率、杠杆率下降，除公用事业外，板块 ROE 指标迅速向 ROIC 靠拢。

图 51：2000-2020 年公用事业行业 ROE vs ROIC

图 52：2000-2020 年交运行业 ROE vs ROIC



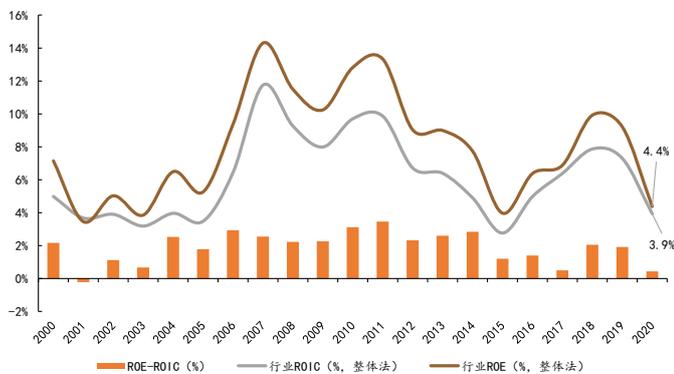
资料来源: Wind, 德邦证券研究所



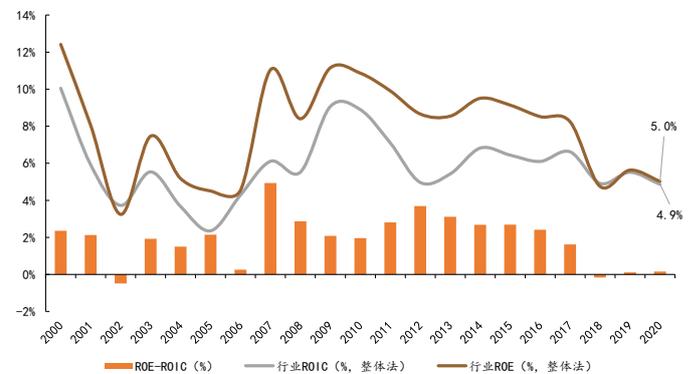
资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 53: 2000-2020 年商贸行业 ROE vs ROIC

图 54: 2000-2020 年计算机行业 ROE vs ROIC



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

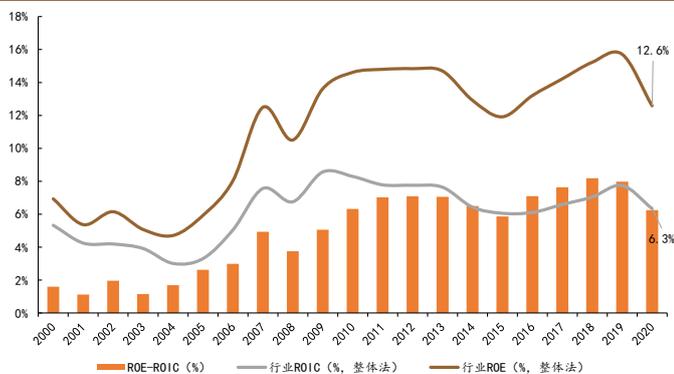


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

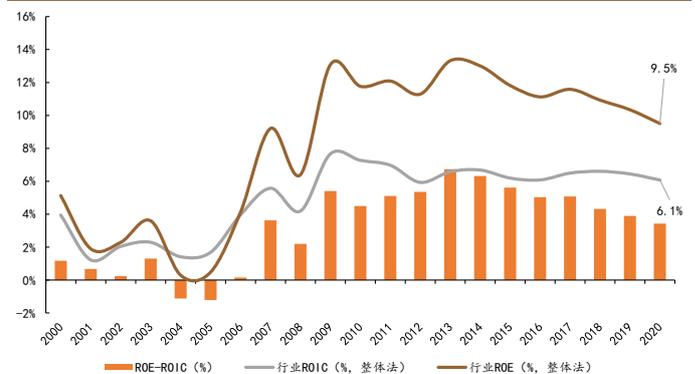
房建板块受杠杆率水平较高影响, 随着行业规模扩张 ROE 与 ROIC 历史差值逐渐扩大值较高水平, 2011-2020 年时间平均差值 7.07 pct。在信用收紧环境下, 板块的利润率、杠杆率均出现下滑, 2020 年房地产行业的二者指标差值下降至 6.25 pct。

图 55: 2000-2020 年房地产行业 ROE vs ROIC

图 56: 2000-2020 年建筑行业 ROE vs ROIC



资料来源: Wind, 德邦证券研究所



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

### 4.3. ROIC VS ROE 四象限

综合各板块的 ROE 与 ROIC 指标，我们以 10% 为标准划分了四个象限来判断行业的投资价值及回报率：

**第一象限，高 ROE 高 ROIC 行业：**处于第一象限的行业竞争优势较为突出，拥有显著经营或资源壁垒，财务杠杆率不会过高，板块或企业具有较强的价值创造能力，投资价值较高；

**第二象限，低 ROE 高 ROIC：**两者背离，但高 ROIC 代表企业仍具备较优的价值创造能力，行业经历去杠杆或是非经常性损益减退导致 ROE 降低的主要原因，若只关注 ROE 可能会错失真实盈利能力较强的优质企业；

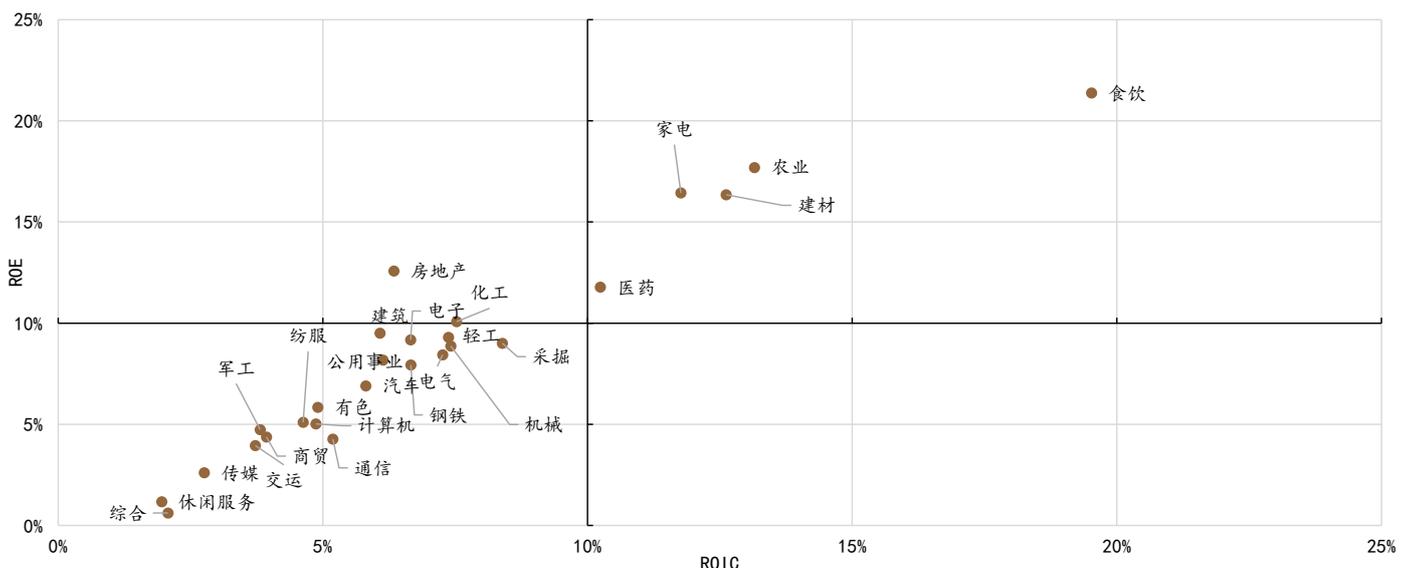
**第三象限，高 ROE 低 ROIC：**仅通过 ROE 判断第三象限行业的盈利水平，会认为该象限行业的盈利能力较强，但由于 ROIC 较低，资本成本较高，企业的规模扩张带来的长期回报率较低，同时伴有较高的有息负债率，企业长期经营的稳健性较差，增加投资风险。

**第四象限，低 ROE 低 ROIC：**位于第四象限的行业共性很强，行业多进入成熟或者衰退期，该象限的企业投资价值减退，财务指标多呈净利率较低或降低、业绩增长较慢等，投资价值较低。

综合来看，处于第一、第二象限的行业及企业更具投资价值，结合 ROIC 指标，可以弥补 ROE 指标受杠杆率、非经常性损益等因素影响的不足，可以更好地反映出企业真实的价值创造能力。

根据 2020 年行业的 ROE 及 ROIC 分布情况，行业多数集中分布在第四象限（ROE、ROIC 均低于 10%）。第一象限行业中，餐饮的 ROIC 及 ROE 水平均领先市场，盈利能力突出，其次，家电、农业、建材、医药伴随较高的 ROE，ROIC 均达到 10% 以上；第三象限为房地产行业，行业有息负债率较高带动 ROE 水平保持高位。

图 57：2020 年 SW 一级行业 ROE&ROIC 四象限分布：第一象限中餐饮盈利能力突出



资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 5. 风险提示

评价体系的局限性；统计误差；财务指标滞后性；业绩对股价解释力有限；企业所处外部环境发生重大变化；全球疫情反复对经济冲击超预期、宏观经济超预期波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。