

PB-ROE 策略：理论与框架

投资要点：

➢ PB-ROE策略的理论基础

PB-ROE策略的理论基础是“股票当期估值(对数化)与预期盈利水平之间具有线性正相关关系”。在估值上PB-ROE策略偏好低估值但不单纯强调低估值，更多看重的是估值与盈利间的“匹配度”。

➢ PB-ROE策略的实践经验

假设t+1年的盈利水平能被准确地预测，那么在t年底的估值水平下，t+1年的赔率和胜率几何？我们发现，【高t+1年ROE×低t年底PB】组合的“t+1年收益率中位数”和“t+1年获取正收益的概率”都显著优于其他组合，说明统计层面上PB-ROE策略具有有效性。

在实践层面上，我们认为当前市场上主要有两种PB-ROE框架思路，分别为“绝对盈利”和“盈利周期”：“绝对盈利”思路强调持续稳定的高盈利水平，“盈利周期”思路则更多关注盈利周期的趋势性变化。但二者都与PB-ROE策略的传统认知“低PB×高ROE”有一定出入：“绝对盈利”框架下的标的估值可能并不便宜，而“盈利周期”思路下的标的特征更多是“低PB×低ROE”而非“低PB×高ROE”。

➢ PB-ROE框架一：绝对盈利模型

关于绝对盈利模型我们的三点认知：1) A股中盈利持续保持高水平的个股整体数量不多、占比不高，行业属性上偏消费和医药；2) 处于不同增速阶段的企业通过调整分红都能实现盈利稳定；3) 高盈利、稳定盈利与低估值三者难以共存：对于盈利波动低的个股，其盈利水平越高，估值中位数越高；对于盈利水平较高的个股，组合的盈利波动越低，估值中位数也越低。

➢ PB-ROE框架二：盈利周期模型

盈利周期模型可以理解为在盈利周期上做“高抛低吸”，在盈利底部参与，高位拐点前退出。从历史来看，盈利周期向上的品种都是有超额收益的，既赚业绩的钱也赚估值的钱，即形成所谓的“戴维斯双击”，而且ROE趋势一旦形成，短期不会改变。当前一级行业在“盈利-估值”坐标系上的位置大致如下：有色金属、电力设备和美容护理的估值位于底部，传媒、通信的估值相对较高；通信、家用电器、食品饮料和美容护理目前处在近三年盈利周期的高位，医药、电子、建筑材料、钢铁和计算机处在近三年的低位。

➢ PB-ROE模型的选股实践

基于PB-ROE模型的两实践思路，我们分别构造了“持续高盈利”和“盈利底部改善”两个组合，其中“持续高盈利”组合由盈利水平较高、较稳定且估值较低的个股组成，“盈利底部改善”组合则旨在发掘盈利周期处于底部但近期出现边际改善的标的。

风险提示：

历史经验不代表未来、模型可能失效等。

团队成员

分析师 沈重衡

执业证书编号：S0210523060006

邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

分析师 燕翔

执业证书编号：S0210523050003

邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯

执业证书编号：S0210523060005

邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成

执业证书编号：S0210523060003

邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金吟

执业证书编号：S0210523060002

邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

相关报告

1、《高股息策略探讨》——2023.8.3

2、《主动管理思路下的红利策略优化》——
2023.9.21

正文目录

1	PB-ROE 策略的理论基础	1
2	PB-ROE 策略的实践经验	5
3	PB-ROE 框架一：绝对盈利模型	7
4	PB-ROE 框架二：盈利周期模型	10
5	PB-ROE 策略的选股实践	13
6	风险提示	14

图表目录

图表 1: A 股主流投资方法论概述	1
图表 2: PB-ROE 模型的参数说明及假设	2
图表 3: PB-ROE 模型在 A 股个股上的拟合效果	4
图表 4: PB-ROE 模型在一级行业上的拟合效果	4
图表 5: 万得全 A 估值和盈利周期的走势	5
图表 6: 不同“估值-盈利”组合下的收益率中位数统计	6
图表 7: 不同“估值-盈利”组合下获取正收益的概率统计	6
图表 8: PB-ROE 策略的两种框架思路	7
图表 9: 扣非 ROE 在过去 5 年持续高于 10%和 15%的个股数量及占比	8
图表 10: 扣非 ROE 连续 5 年高于 10%的个股行业结构变化	8
图表 11: ROE 稳定个股净利润增速与分红率的关系	9
图表 12: 盈利稳定前提下盈利水平与估值的关系	9
图表 13: 高盈利水平下盈利稳定度与估值的关系	10
图表 14: 电力设备、煤炭和乳品的扣非 ROE 变化	11
图表 15: 盈利周期趋势变化下的 PB-ROE 策略	12
图表 16: 一级行业估值与盈利在近三年的分位数水平	12
图表 17: “持续高盈利”组合的选股逻辑	13
图表 18: “盈利底部改善”组合的选股逻辑	13

1 PB-ROE 策略的理论基础

从估值、盈利和景气度出发，可以将目前市场上的各种投资方法概括为以下几大类：

1. **深度价值策略**：即低估值策略。该策略旨在发掘被市场“错杀”的标的，赚的是市场错误定价下估值回复的钱。采取这类策略的投资者非常看重投资标的的安全边际，对估值的敏感度（极）高。
2. **PB-ROE 策略**：同样对估值敏感，但与深度价值策略的不同点在于，**PB-ROE 策略偏好低估值但不单纯强调低估值**，更多看重的是估值与盈利间的“匹配度”。
3. **高成长策略**：也叫“景气投资”。这类策略对估值不太敏感，通过高增速来“消化”高估值，因此对增速的要求比较严苛，需要对数据进行高频跟踪来验证高景气的持续性。高成长策略通常具有比较鲜明的行业特征，青睐处于爆发期的行业板块。

图表 1：A 股主流投资方法论概述

策略分类	关注的重点	对估值的敏感度	难点
深度价值	市场错误定价下估值回复	（极）高	估值修复 vs 价值陷阱
PB-ROE	估值与盈利的性价比	中等	盈利走势的判断
高成长	景气度	低	高景气的持续性

来源：华福证券研究所

PB-ROE 模型最初是由 Wilcox 于 1984 年提出，模型建立在如下两个假设上：

- 1) 企业的增长模式遵循一个两阶段（two-stage）模型，净资产增长率 g 和分红与净资产比 d 这两个变量在阶段内保持不变；
- 2) 企业盈利全部转换为净资产的增长和分红，即 $roe = g + d$ 。

图表 2：PB-ROE 模型的参数说明及假设

变量	说明	假设
PB_t	t 时刻的市净率	无
T	阶段一结束的时刻	无
g_t	t 时刻的净资产预期增长率	在阶段一内为常数 g ，阶段二内为常数 g_{eq}
D_t	t 时刻的累计分红	无
d_t	t 时刻的分红与净资产之比	在阶段一内为常数 d ，阶段二内为常数 d_{eq}
roe_t	t 时刻的预期 ROE	1) 公司盈利全部转换为净资产的增长与分红，即 $roe_t = g_t + d_t$ ； 2) 在阶段一内为常数 r ，阶段二内为常数 r_{eq}
k_t	t 时刻投资者的期望收益率	保持为常数 k

来源：The PB-ROE Valuation Model Revisited, 华福证券研究所

我们从股票的投资回报分解开始 PB-ROE 模型的推导。股票的投资回报 k_t 包括分红与资本利得两部分，即：

$$k_t = \frac{\frac{\partial P_t}{\partial t} + \frac{\partial D_t}{\partial t}}{P_t} = \frac{1}{P_t} \times \frac{\partial P_t}{\partial t} + \frac{1}{P_t} \times \frac{\partial D_t}{\partial t} \quad [1]$$

由 $P_t = B_t \times PB_t$ 微分可得 $\frac{\partial P_t}{\partial t} = PB_t \times \frac{\partial B_t}{\partial t} + B_t \times \frac{\partial PB_t}{\partial t}$ ，等式两边除以股价 P 可得：

$$\frac{1}{P_t} \times \frac{\partial P}{\partial t} = \frac{1}{B_t} \times \frac{\partial B_t}{\partial t} + \frac{1}{PB_t} \times \frac{\partial PB_t}{\partial t} \quad [2]$$

联立[1][2]可得：

$$\frac{\partial PB_t}{\partial t} = PB_t \times (g_t - k_t) + d_t \quad [3]$$

[3]是一个关于 PB_t 的一阶线性常微分方程，结合 $g_t = g, k_t = k, d_t = d$ 的假设，可获得一般解为：

$$PB_0 = PB_t \times e^{(g-k)t} + \frac{d}{k-g} \times (1 - e^{(g-k)t}) \quad [5]$$

当 $t = T$ 时，[5]可写为：

$$PB_0 = PB_T \times e^{(g-k)T} + \frac{d}{k-g} \times (1 - e^{(g-k)T}) \quad [6]$$

对于大部分企业而言，分红与净资产之比 d 通常很小，即 $d \rightarrow 0$ ， $roe \approx g$ ，所以 [6]式也可写作：

$$\ln(PB_0) = \ln(PB_T) + (roe - k) \times T \quad [7]$$

即当期估值的自然对数与 T 时刻估值的自然对数之差等于企业在一阶段的预期 ROE 与投资者期望收益率之差乘以一阶段的时长 T。

我们从[3]中除了可以获得一般解[5]外，还可以获得 T 时刻的估值 PB_T 的解。根据假设，T 时刻后 $g_t = g_{eq}, d_t = d_{eq}$ ，由 Gordon 永续增长模型 $P = \frac{D_1}{r-g}$ 可得：

$$PB_T = \frac{d_{eq}}{k - g_{eq}} = \frac{roe_{eq} - g_{eq}}{k - g_{eq}} [8]$$

Wilcox(1984)进一步假设 T 时刻后投资者的期望收益率等于 ROE，即 $roe_{eq} = k$ ，由[8]式可知此时 $PB_T = 1$ ，带入[7]式可得：

$$\ln(PB_0) = (roe - k) \times T [9]$$

[9]式即为 PB-ROE 模型最简洁的形式，即“**股票当期估值的自然对数与预期盈利水平之间具有线性正相关关系**”。

但是，A 股 PB（对数化）与 ROE 线性拟合的效果并不理想，无论是个股还是行业层面。从截面上看，截止 2023 年 9 月 28 日，全部 A 股的 PB（对数化）和扣非 ROE 之间的 R 方只有 0.07，行业层面的 R 方约 0.03（参见图表 3 和图表 4）。有两个原因导致 R 方较低：一是估值是一个多变量函数，而盈利水平只是其中一个，例如在同等 ROE 水平下，房地产、建筑装饰和煤炭等“传统经济”行业的估值显著低于社会服务、美容护理和家用电器（参见图表 4）；二是在于 PB-ROE 模型刻画的是当期估值与**预期**盈利水平之间的线性关系，从时序上看，全 A 估值大约领先盈利周期两个季度左右（参见图表 5）。

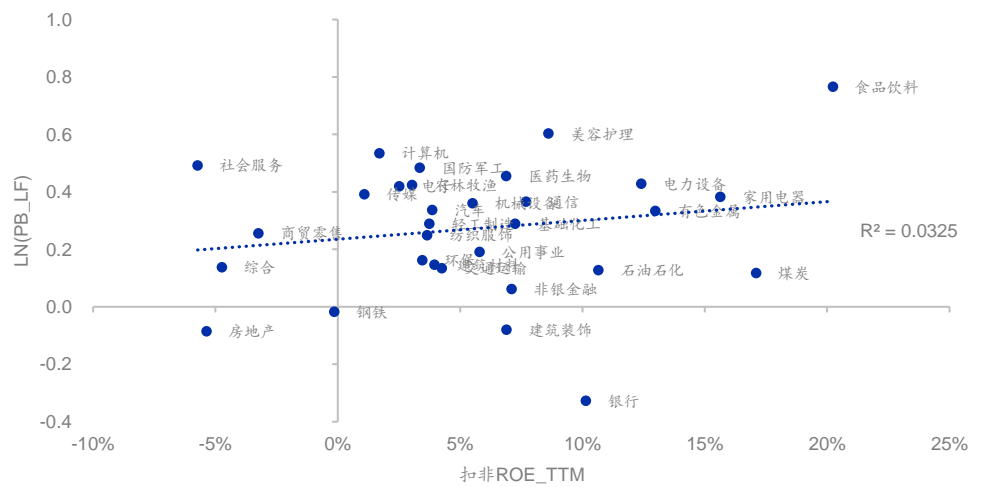
图表 3: PB-ROE 模型在 A 股个股上的拟合效果



来源: Wind, 华福证券研究所

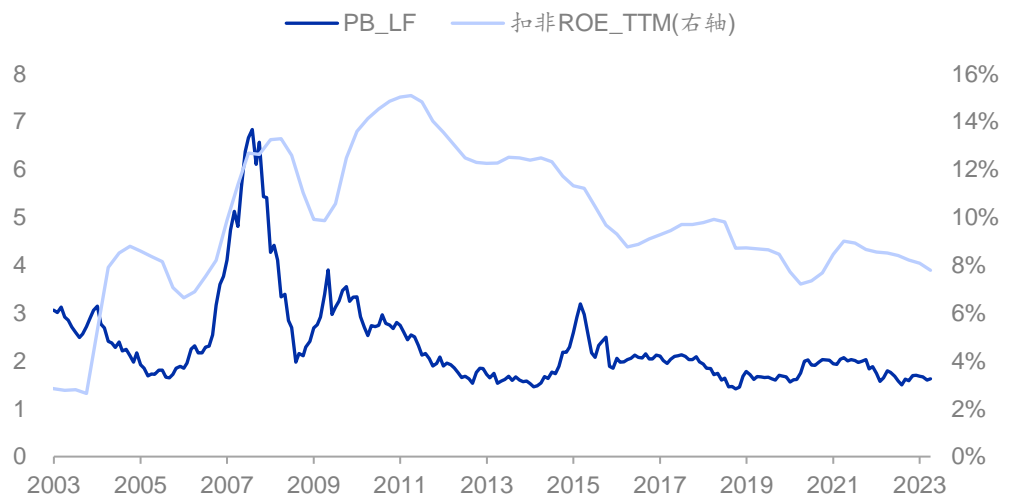
注: 市净率统计日期为 2023 年 9 月 28 日, ROE 数据截止 2023 年 Q2。

图表 4: PB-ROE 模型在一级行业上的拟合效果



来源: Wind, 华福证券研究所

注: 市净率统计日期为 2023 年 9 月 28 日, ROE 数据截止 2023 年 Q2。

图表 5：万得全 A 估值和盈利周期的走势


来源：Wind，华福证券研究所

2 PB-ROE 策略的实践经验

我们通过如下实验来说明 PB-ROE 策略的有效性：首先我们根据 t+1 年的扣非 ROE 将全部 A 股分为 9 组，再在每一组内根据 t 年底的 PB 分为 10 组，一共得到 90 组不同的“估值-盈利”组合，t 从 2002 取到 2021；然后计算这 90 组组内个股每年(t+1)的收益率并统计每组收益率的中位数和获取正收益的概率。这个实验旨在回答一个问题：**假设我们能够较好地预测未来一年的盈利水平，那么在当前的估值水平下，未来一年的赔率和胜率几何？**

图表 7 和图表 8 分别展示了不同“估值-盈利”组合的收益率中位数和获取正收益的概率的统计结果。从中我们可以得出三个结论：

- 1) 在 t 年底 PB 相近的前提下，组合在 t+1 年的 ROE 越高，其收益率中位数也越高，获取正收益的概率也越大（区域②、④优于区域①、③），**体现了“价格围绕价值波动”这一基本规律；**
- 2) 在 t+1 年 ROE 相近的前提下，组合在 t 年底的 PB 越低，其收益率中位数也越高，获取正收益的概率也越大（区域①、②优于区域③、④），**说明低估值策略在长期来看是有效的；**
- 3) **【高 t+1 年 ROE×低 t 年底 PB】组合在收益率中位数和获取正收益的概率上显著优于其他组合（区域②优于区域①、③、④），即 PB-ROE 策略具有**

有效性。

图表 6：不同“估值-盈利”组合下的收益率中位数统计

t+1 年		t+1 年扣非 ROE(%)								
收益率	中位数(%)	<=0	0-3	3-5	5-7	7-10	10-15	15-20	20-30	>30
t 年底 PB	<=0	17.5	10.4	4.6	46.1	-9.8	44.4	10.4	-1.2	24.9
	0-1	2.4	17.1	8.9	9.9	12.4	14.5	58.1	78.6	92.1
	1-1.5	0.0	10.8	12.8	15.4	15.3	27.2	33.3	59.7	134.5
	1.5-2	-1.9	3.9	9.0	8.0	12.9	23.7	29.5	63.6	105.5
	2-2.5	-5.8	-1.3	-0.5	-1.0	12.0	20.5	29.2	49.6	75.8
	2.5-3	-9.9	-3.6	-1.2	-4.1	5.3	13.5	22.0	33.8	49.6
	3-4	-14.4	-11.7	-9.9	-8.2	-3.4	7.8	14.8	41.7	80.9
	4-5	-19.9	-17.4	-17.8	-13.2	-8.8	1.2	9.2	19.3	31.9
	5-7	-21.0	-20.9	-21.8	-20.8	-13.2	-5.7	6.5	22.1	23.8
	>7	-19.2	-26.5	-20.1	-23.3	-21.5	-16.9	-12.3	0.4	-0.5

来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：不同“估值-盈利”组合下获取正收益的概率统计

t+1 年		t+1 年扣非 ROE(%)								
收获正收益的概率(%)		<=0	0-3	3-5	5-7	7-10	10-15	15-20	20-30	>30
t 年底 PB	<=0	64.8	53.8	62.5	80.0	40.0	75.0	88.9	50.0	80.0
	0-1	53.6	70.3	66.2	71.1	72.7	71.8	100.0	100.0	100.0
	1-1.5	49.9	60.8	66.1	67.6	68.3	77.2	76.4	89.1	100.0
	1.5-2	47.4	53.3	58.6	56.7	64.6	72.7	76.5	84.2	90.3
	2-2.5	45.0	48.2	49.8	49.1	63.6	67.9	76.7	73.5	90.0
	2.5-3	40.8	46.2	48.7	45.7	56.2	61.6	72.1	74.3	80.0
	3-4	37.6	37.8	39.5	42.5%	46.7	58.1	64.6	76.5	84.0
	4-5	32.8	34.1	34.6	34.9	39.9	50.9	59.8	70.1	74.5
	5-7	33.5	30.1	25.6	31.7	36.0	43.4	56.7	64.3	71.7
	>7	34.7	25.9	27.0	26.8	27.9	32.9	38.1	50.1	49.2

来源：Wind，华福证券研究所

理论上，在其他基本面因素无瑕疵的前提下，不会存在盈利能力强但估值低的标的。如果盈利能力持续保持在高水平，那高估值大概率是不可避免的；反之便宜的估值也多是盈利处于困境的反映。这两种情况也对应着当前市场上实践 PB-ROE 策略的两种框架思路：第一种思路强调持续稳定的高盈利，看重企业的长期盈利能力，认同“护城河”、“竞争优势”和“长坡厚雪”等概念；第二种思路的关注重心在盈利周期的趋势性变化，追求的是盈利周期趋势上行中估值和盈利的“双升”。我们将这两

种思路分别称之为“绝对盈利”思路和“盈利周期”思路。

但无论是“绝对盈利”还是“盈利周期”，都与 PB-ROE 策略的传统认知“低 PB×高 ROE”有一定出入：“绝对盈利”思维所选择的标的估值可能并不便宜，对于深度价值投资者而言甚至算得上昂贵，而“盈利周期”在买入时标的可能更多呈现出的是“低 PB×低 ROE”而非“低 PB×高 ROE”的特征。从投资风格上看，“绝对盈利”组合以行业龙头居多，持仓周期也相对而言更长一些；“盈利周期”思维相对更加灵活，一般在行业和市值上无明显特征。

图表 8：PB-ROE 策略的两种框架思路

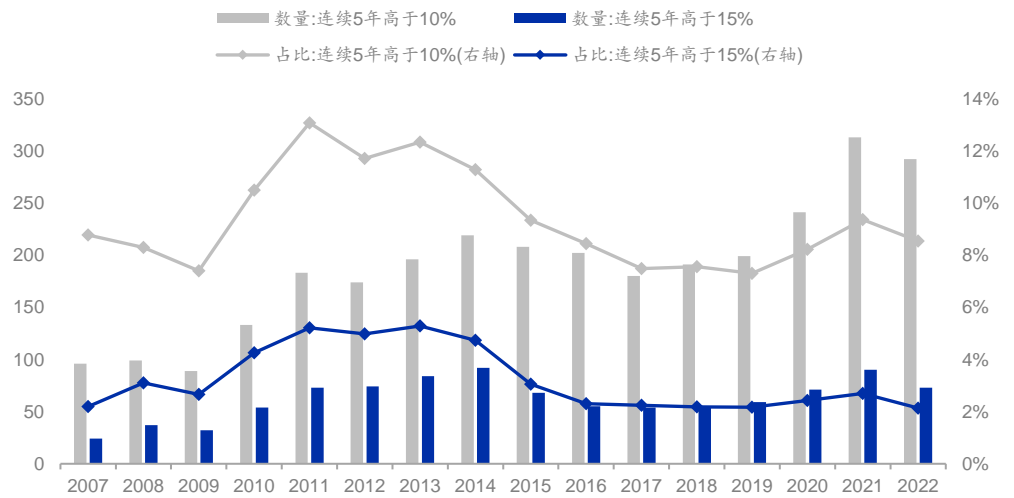
两种框架	侧重点	买入时点的估值和盈利情况	持仓特点	持有时间
绝对盈利	$\sigma(ROE)$	高 PB、高 ROE、稳定 ROE	龙头居多、有一定的行业偏好	(相对) 长
盈利周期	$\frac{\partial ROE}{\partial t}$	低 PB、低 ROE	无明显市值、行业特征	灵活

来源：华福证券研究所

3 PB-ROE 框架一：绝对盈利模型

A 股中盈利持续保持高水平的个股有以下两大特点：**1) 整体数量不多、占比不高；2) 行业属性上偏消费和医药。**2007 年以来，连续 5 年扣非 ROE 持续高于 10% 的个股数量占比基本在 7%-13% 之间，高于 15% 的占比大约在 2%-5% 之间（参见图表 9），占比不高，且具有一定的行业结构特征，属于消费、医药和工业等行业的个股占比较高（参见图表 10）。

图表 9：扣非 ROE 在过去 5 年持续高于 10%和 15%的个股数量及占比



来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：扣非 ROE 连续 5 年高于 10%的个股行业结构变化

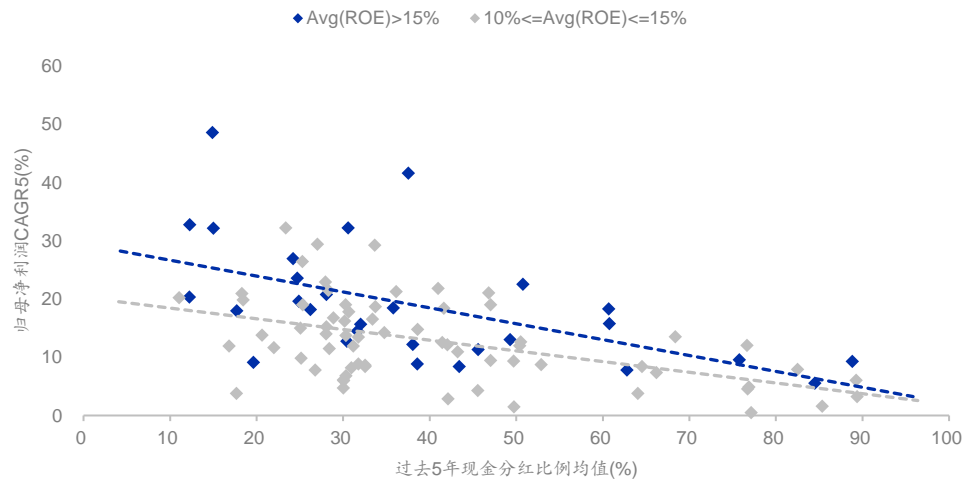
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
消费	16.7%	22.2%	20.2%	20.3%	23.5%	22.4%	25.0%	25.6%	26.4%	26.2%	25.6%	28.8%	28.1%	26.6%	23.6%
信息技术	5.2%	5.1%	5.6%	6.0%	8.7%	9.2%	8.2%	9.1%	10.1%	10.9%	10.0%	11.5%	12.1%	12.0%	12.8%
公用事业	7.3%	1.0%	1.1%	0.8%	0.5%	0.6%	1.0%	2.3%	1.4%	2.0%	2.8%	2.6%	3.0%	4.1%	2.9%
医疗保健	5.2%	9.1%	15.7%	14.3%	14.8%	17.2%	18.9%	17.8%	21.2%	20.3%	18.9%	19.4%	16.6%	15.4%	15.7%
工业	16.7%	23.2%	22.5%	25.6%	19.7%	19.0%	17.3%	20.5%	20.7%	20.3%	21.1%	18.3%	16.6%	16.2%	16.3%
房地产	9.4%	5.1%	3.4%	6.0%	6.0%	6.3%	12.8%	9.1%	6.3%	4.5%	4.4%	3.7%	5.0%	5.4%	3.5%
材料	28.1%	19.2%	14.6%	12.0%	9.8%	8.6%	5.6%	5.0%	5.3%	6.9%	5.6%	6.3%	9.5%	14.1%	18.8%
能源	6.3%	10.1%	11.2%	9.0%	8.7%	8.0%	3.1%	2.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.9%
金融	5.2%	5.1%	5.6%	6.0%	8.2%	8.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.9%	11.1%	9.4%	9.0%	5.8%	4.5%
电信服务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：Wind，华福证券研究所

注：消费包括可选消费和日常消费。

处于不同增速阶段的企业通过调整分红都能实现盈利稳定。假设企业为完全内生增长,由 ROE、增速 g 和分红率 d 之间的关系: $g = ROE \times (1 - d) \rightarrow ROE = g / (1 - d)$ 可知,当企业增速较高、处于成长期时,低分红甚至不分红更有利于 ROE 的稳定;而当企业步入成熟期增速放缓后,相应地则需要加大分红(参见图表 11)。

图表 11: ROE 稳定的个股净利润增速与分红率的关系

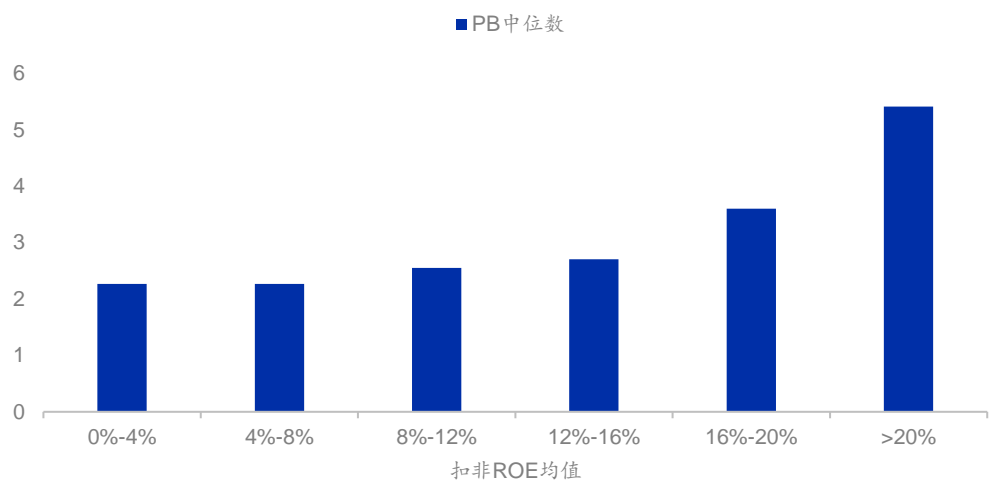


来源: Wind, 华福证券研究所

注: 统计区间为 2018 年-2022 年; “ROE 稳定”指统计区间内扣非 ROE 标准差在 2 以下; 数据经过离群值处理。

回到 PB-ROE 模型, “绝对盈利”思维无法回避的一个问题是高盈利、稳定盈利与低估值之间的“不可能三角”。我们做如下统计实验: 在 t 年(t 的取值范围为 2007-2022) 根据过去 5 年间扣非 ROE 的标准差和均值分别筛选得到“稳定盈利”和“高盈利”两个集合, 再在每个集合内部按照另一个指标的大小分为 6 组(即“稳定盈利”集合按照均值分组, “高盈利”集合按照标准差分组)。可以发现, 在盈利波动较低的集合中, 组合的盈利水平越高, 其估值中位数越高(参见图表 12); 在盈利水平较高的集合中, 组合的盈利波动越低, 其估值中位数越高(参见图表 13)。

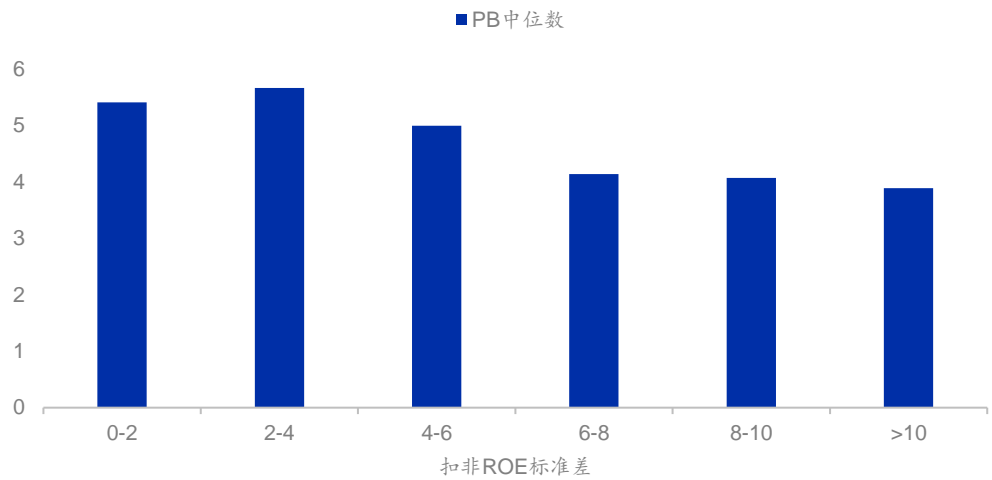
图表 12: 盈利稳定前提下盈利水平与估值的关系



来源: Wind, 华福证券研究所

注: 市净率统计日期为 t+1 年 4 月最后一个交易日; 样本中不包括过去 5 年扣非 ROE 数据不完整的个股; “盈利稳定”指过去 5 年扣非 ROE 标准差在 2 以下。

图表 13：高盈利水平下盈利稳定度与估值的关系



来源：Wind，华福证券研究所

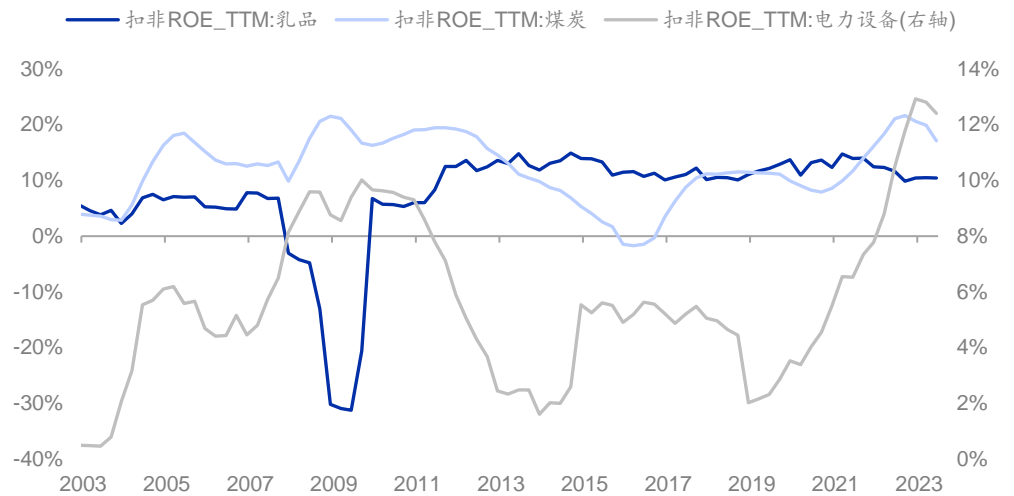
注：市净率统计日期为 t+1 年 4 月最后一个交易日；样本中不包括过去 5 年扣非 ROE 数据不完整的个股；“高盈利水平”指过去 5 年扣非 ROE 均值在 20% 以上。

4 PB-ROE 框架二：盈利周期模型

从盈利周期角度出发看 PB-ROE 模型是一种时序上的动态思维。盈利周期的变化趋势可以分为趋势向上、基本走平和趋势向下三种情况，这三类品种大致具有以下一些特点：

- 1) 趋势向上：首选品种，这类品种既赚业绩的钱也赚估值的钱，即形成所谓的“戴维斯双击”。从历史来看这类品种都是有超额收益的，而且 ROE 趋势一旦形成，短期不会改变，典型的案例包括 2013 年-2015 年的 TMT、2016 年-2020 年的消费以及 2019 年-2020 年的新能源。
- 2) 基本走平：ROE 走平的品种可以视为一种“类固收”资产，主要赚是业绩的钱，长期来看估值并不能带来超额收益，A 股中的乳制品、调味品以及近几年的白酒都属于这类品种。
- 3) 趋势下行：这类品种需要回避，在盈利下行周期中对于估值底部的判断是比较困难的，典型案例即 2012 年-2015 年的周期板块。

图表 14：电力设备、煤炭和乳品的扣非 ROE 变化



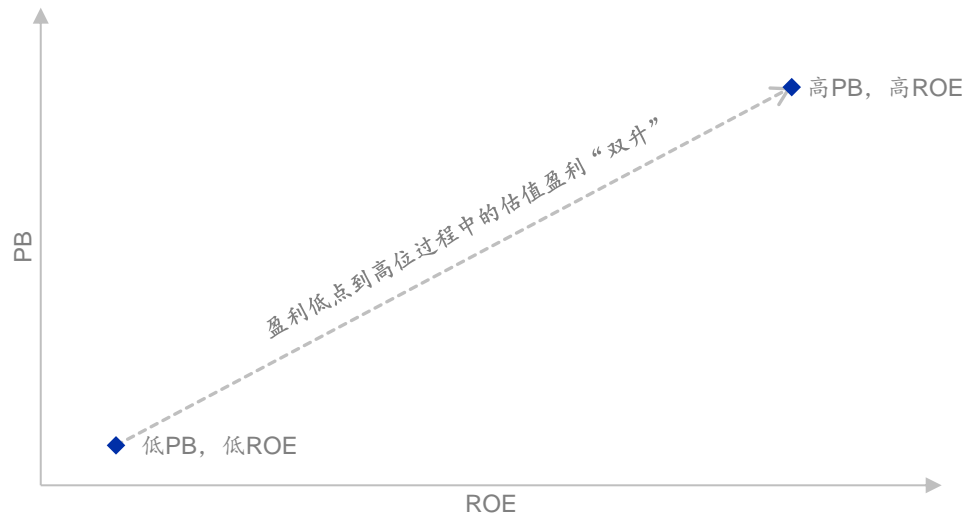
来源：Wind，华福证券研究所

盈利周期趋势变化对于 PB-ROE 模型的重要性在于，当盈利周期走势出现边际恶化（改善）时，即使盈利的绝对水平处于高位（低位），仍可能出现较大的估值下杀（上拔）。换言之，从盈利周期的角度上看，A 股有一定的“趋势”投资特征。

今年新能源板块的表现很好地体现了盈利周期边际变化的重要性。今年以来截止 9 月 28 日，电力设备下跌 18.6%，在一级行业中跌幅靠前（29/31）。从绝对水平上看，电力设备的盈利周期仍保持在高位（2023Q2 电力设备的扣非 ROE_TTM 为 12.4%，在一级行业中排名 5/31，处于过去三年的 82%分位），但边际上出现了明显的恶化，呈高位拐头向下的趋势（参见图表 14）。

因此，用“低 PB，高 ROE”来形容动态思维下的 PB-ROE 策略可能就不再恰当了，买点反倒应该是“低 PB、低 ROE”，即盈利周期的低点。换言之，动态思维下 PB-ROE 策略可以理解为盈利周期上的“高抛低吸”，在盈利底部参与，高位拐点前退出。

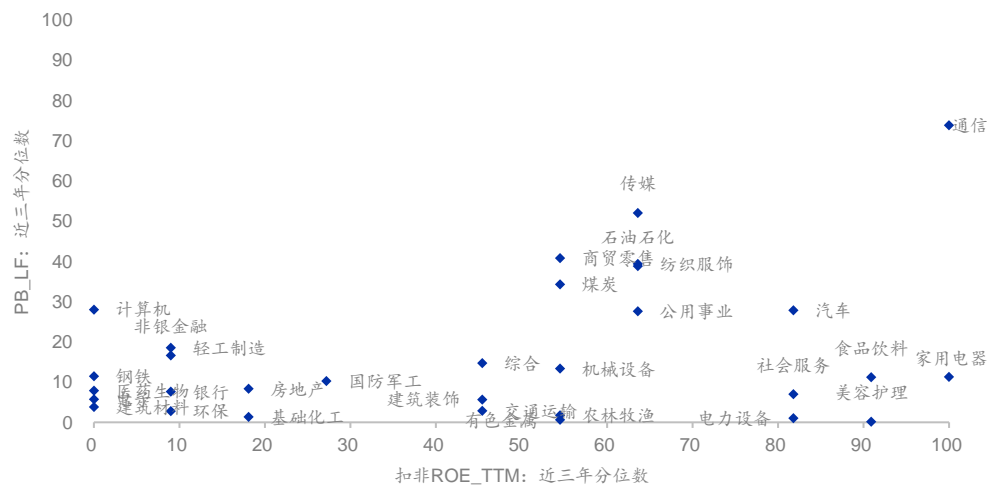
图表 15: 盈利周期趋势变化下的 PB-ROE 策略



来源: 华福证券研究所

截止 2023 年 9 月 28 日, 从近三年分位数口径上看, 大部分行业在估值上都处于历史较低水平, 其中有色金属、电力设备和美容护理的估值位于底部, 传媒、通信的估值相对较高; 从盈利周期上看, 通信、家用电器、食品饮料和美容护理目前处在近三年的高位, 医药、电子、建筑材料、钢铁和计算机处在近三年的低位。

图表 16: 一级行业估值与盈利在近三年的分位数水平

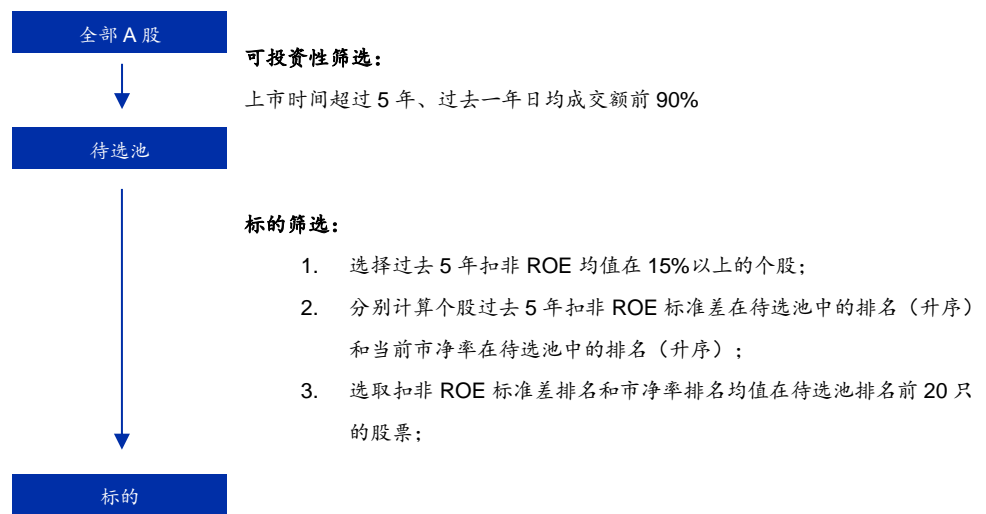


来源: Wind, 华福证券研究所

5 PB-ROE 策略的选股实践

基于上文对 PB-ROE 模型两种实践思路的探讨，我们构造了“持续高盈利”和“盈利底部改善”两个组合，其中“持续高盈利”组合由盈利水平较高、较稳定且估值较低的个股组成，“盈利底部改善”组合则旨在发掘盈利周期处于底部但近期出现边际改善的标的。

图表 17：“持续高盈利”组合的选股逻辑



来源：华福证券研究所

图表 18：“盈利底部改善”组合的选股逻辑



来源：华福证券研究所

6 风险提示

历史经验不代表未来。盈利数据具有滞后性，不代表未来盈利走势。

模型可能失效。ROE 只是影响 PB 的一个变量，PB-ROE 模型所展示的线性关系仅在一定假设下成立。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn