

金融工程专题研究

探寻股价回报的源动力——基于 ROE 的高质量选股策略

核心观点

ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标

ROE 与长期年化收益：拉长周期来看，股票价格的长期上涨取决于企业所创造的价值，其长期趋势应向 ROE 水平靠拢。

ROE 稳定性与长期年化收益：ROE 稳定性与股价运行的平稳性至关重要。如果 ROE 较为稳定的话，长期来看一只股票的回报率约等于它的 ROE。

A 股市场 ROE 分布统计：全市场股票 ROE 中枢在 6.5% 左右，主动股基持股 ROE 中枢在 15.5% 左右，每年 ROE 高于 10% 的股票数量占比约为 30%。

高 ROE 公司的稀缺性：在 A 股市场中，长期稳定地维持较高 ROE 水平的公司数量相对较少，长期高 ROE 的高品质公司在 A 股市场中相对稀缺。

预知高 ROE 能带来多少收益？

预知高 ROE 能带来多少收益：若投资者能够提前一年买入未来高 ROE 的股票，其能够获得的年化收益率将远高于股票的 ROE 水平。

ROE 突然提升 VS ROE 持续稳定：提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票，其年化收益率与 ROE 平均水平相当。若投资者能够较好地地区分公司 ROE 水平未来能否持续，则有较高的概率获得与公司 ROE 水平相当的业绩。

如何寻找未来高 ROE 公司

我们从历史 ROE 水平、机构投资者认可、历史 ROE 波动率及分析师预期四个角度出发，寻找未来 ROE 持续高企的公司。

稳健高 ROE 股票池构建

自 2016 年以来，稳健高 ROE 股票池的年化收益与偏股混合型基金指数相当，平均持股数量 420 只，过去一年 ROE 平均在 15.1% 左右，未来一年 ROE 平均保持在 13.8% 左右，保持了较高的 ROE 稳定性。

如何对稳健高 ROE 股票池进行增强

从进攻性和防守性出发，对稳健高 ROE 股票池进行综合打分。复合选股因子月度 RankIC 均值为 9.3%，年化 RankICIR 为 1.60，多头月均超额收益 1.20%，空头月均超额收益达到 -1.06%。

高质量精选组合

组合构建：高质量精选组合季度调仓，选择复合选股得分最高的 50 只股票构建等权组合。

组合绩效：高质量精选组合自 2016 年以来满仓年化收益 23.08%，相较同期中证 800 指数年化超额 25.20%。考虑仓位后，高质量精选组合年化收益为 21.20%，相较同期偏股混合型基金指数年化超额 19.01%，绝大多数年份均能排名主动股基前 20% 分位点，历史表现较为优异。

组合特征：高质量组合历史 ROE 及未来 ROE 均能保持在 17% 左右，具备持续稳健的高 ROE 水平。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

金融工程专题报告

金融工程 · 量化投资

证券分析师：张欣慰

021-60933159

zhangxinwei1@guosen.com.cn

S0980520060001

证券分析师：张宇

021-60875169

zhangyu15@guosen.com.cn

S0980520080004

相关研究报告

《超预期投资全攻略》——2020-09-30
《基于优秀基金持仓的业绩增强策略》——2020-11-15
《基于分析师认可度的成长股投资策略》——2021-05-12
《基于分析师推荐视角的港股投资策略》——2021-05-17
《券商金股全解析——数据、建模与实践》——2022-02-18
《战胜机构投资者——再论主动股基业绩增强策略》——2022-12-07
《超额图谱视角下的成长股投资策略》——2023-06-07
《北向因子能否长期有效？——来自亚太地区的实证》——2021-05-17
《基于风险预算的中证 500 指数增强策略》——2021-10-20
《动量因子全解析》——2021-12-13
《寻找业绩与估值的错配：非理性估值溢价因子》——2021-12-15
《聚焦小盘股——如何构建小市值股票投资策略》——2022-04-05
《反转因子全解析》——2022-06-14
《价值类风险因子挖掘初探》——2022-06-20
《隐式框架下的特质类因子改进》——2022-08-17
《风险溢价视角下的动量反转统一框架》——2022-12-07
《寻找关键时刻的领头羊——时点动量全解析》——2023-05-17
《高频订单成交数据蕴含的 Alpha 信息》——2024-01-08
《个股与行业的共振——联合动量因子》——2024-01-09
《红利投资全攻略》——2024-06-24

内容目录

ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标	5
ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标	5
ROE 稳定性与长期年化收益	7
A 股市场 ROE 分布统计：全市场股票与主动股基持股 ROE 中枢对比	9
高 ROE 公司稀缺性：长期高 ROE 公司并不常见	10
ROE 拆解：不同行业 ROE 均值及稳定性比较	11
预知高 ROE 能带来多少收益？	12
如何寻找未来高 ROE 公司	15
持续稳定的高 ROE 记录	16
机构投资者认可	16
ROE 历史波动率	18
分析师预期	18
稳健高 ROE 股票池构建	20
如何对稳健高 ROE 股票池进行增强	24
高质量精选组合	26
高质量精选组合构建	26
高质量精选组合绩效表现	26
高质量精选组合持股特征	29
总结	32
风险提示	33

图表目录

图 1: 股票年化收益率 VS 平均 ROE (2010 年-2023 年)	6
图 2: 股票年化收益率 VS 平均净利润增速 (2010 年-2023 年)	6
图 3: 股票年化收益率 VS 平均销售净利率 (2010 年-2023 年)	6
图 4: 长江电力与兖矿能源 ROETTM	7
图 5: 长江电力与兖矿能源月度后复权收盘价	7
图 6: 不同 ROE 波动率分组下, 股票年化收益率 VS 平均 ROE (2010 年-2023 年)	8
图 7: 全市场股票 ROE 中位数	9
图 8: 全市场股票不同 ROE 区间股票数量占比	9
图 9: 主动股基持股 ROE 配置中枢	10
图 10: 不同宽基指数成分股加权 ROE	10
图 11: 连续三年 ROE 大于 10%、15% 和 20% 公司数量占比	10
图 12: 2010 年-2023 年不同行业成分股 ROE 平均	11
图 13: 2010 年-2023 年不同行业成分股 ROE 波动率平均	11
图 14: 不同行业 ROE 分项指标中位数 (2023 年)	12
图 15: 提前一年买入不同 ROE 区间股票能够获得的年化收益率 (20111230-20231229)	13
图 16: 提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票年化收益率	13
图 17: 提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票净值走势	13
图 18: 提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票年化收益率	14
图 19: 提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票净值走势	14
图 20: 提升未来高 ROE 概率的四个维度	15
图 21: 过去一年高 ROE 股票未来一年持续高 ROE 概率 (买方机构重仓视角)	17
图 22: 过去一年高 ROE 股票未来一年持续高 ROE 概率 (卖方机构覆盖视角)	17
图 23: 不同 ROE 历史波动率分组下股票未来一年持续高 ROE 概率	18
图 24: 智飞生物股价走势与分析师预期净利润变化	19
图 25: 分析师预期净利润与未来一年持续高 ROE 概率	20
图 26: 稳健高 ROE 股票池构建示意图	20
图 27: 过去九个季度 ROETTM 覆盖过去三年区间示意图	21
图 28: 稳健高 ROE 股票池相对偏股混合型基金指数净值走势	22
图 29: 稳健高 ROE 股票池股票数量	23
图 30: 稳健高 ROE 股票池过去一年 ROE 及未来一年 ROE 比较	23
图 31: 对稳健高 ROE 股票池进行增强的几个维度	24
图 32: 复合选股因子 RankIC 走势	25
图 33: 复合选股因子分组月均超额收益	25
图 34: 高质量精选组合相对中证 800 指数净值走势 (20151231-20240628)	27
图 35: 高质量精选组合相对偏股混合型基金指数净值走势 (20151231-20240628)	27
图 36: 高质量精选组合与主要指数收益风险特征 (20151231-20240628)	28
图 37: 高质量精选组合相对中证 800 指数月度超额收益分布	29

图 38: 高质量精选组合持股市值中位数	29
图 39: 高质量精选组合风格因子暴露	29
图 40: 高质量精选组合每期换手率	30
图 41: 高质量精选组合资金容量测算	30
图 42: 高质量精选组合行业平均分布	30
图 43: 高质量精选组合在不同宽基指数中的权重分布	30
图 44: 高质量精选组合过去一年及未来一年 ROE 均值	31
图 45: 过去一年 ROE 在 15%-19%区间的股票未来一年 ROE 均值	31
表 1: 不同 ROE 均值与波动率分组下股票数量占比平均 (2010 年-2023 年)	8
表 2: 不同 ROE 均值与波动率分组下组合年化收益率 (2010 年-2023 年)	8
表 3: 不同起止年份 ROE 均大于 15%的公司数量占比	11
表 4: 不同 ROE 转移路径的股票数量占比 (2012 年-2023 年)	14
表 5: 不同 ROE 转移路径的股票年化收益率 (2012 年-2023 年)	15
表 6: 连续 M 年 ROE 大于 N%的股票未来一年 ROE 仍大于 N%的概率	16
表 7: 稳健高 ROE 股票池分年度绩效表现	22
表 8: 选股因子列表	24
表 9: 稳健高 ROE 股票池单因子检验结果	25
表 10: 高质量精选组合分年度绩效表现	26
表 11: 高质量精选组合相对偏股混合型基金指数分年度绩效表现	28

无论对于主观投资者还是量化投资者，长期稳健的投资业绩都是其管理产品时所追求的主要目标。拉长周期来看，股票价格的长期上涨取决于企业所创造的价值。尽管股价的短期波动可能受到估值变动的影响，但其长期趋势应向 ROE 水平靠拢。实证研究发现，若公司 ROE 能够长期维持在某一区间，那么股票的长期年化收益将接近于其 ROE 平均水平。因此，在实际投资过程中，较高的历史 ROE 固然重要，该 ROE 水平在未来能否持续更为关键。

我们从持续稳定的历史 ROE、机构投资者认可、ROE 历史波动率及分析师预期等多个角度出发，筛选出未来 ROE 大概率维持在较高水平的公司，构建稳健高 ROE 股票池。随后，借助多因子模型对稳健高 ROE 股票池进行精选，构建高质量精选组合。

高质量精选组合季度调仓，选择复合选股得分最高的 50 只股票构建等权组合。该组合自 2016 年以来满仓年化收益 23.08%，相较同期中证 800 指数年化超额收益 25.20%。考虑仓位后，高质量精选组合年化收益 21.20%，相较同期偏股混合型指数年化超额收益 19.01%，绝大多数年份均能排名主动股基前 20% 分位点，历史表现较为优异。此外，该组合过去一年 ROE 及未来一年 ROE 均能保持在 17% 左右，具备持续稳健的高 ROE 水平。

ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标

ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标

无论对于主观投资者还是量化投资者，长期稳健的投资业绩都是其管理产品时所追求的主要目标。然而，我们是否思考过这一问题：对于一只股票而言，其在二级市场中的长期年化收益究竟与上市公司的什么经营指标有较强的关联？针对这一问题，沃伦·巴菲特给出了一种可能的解释。巴菲特曾说：“如果非要我用一个指标进行选股，我会选择 ROE。那些 ROE 常年持续稳定在 20% 以上的公司都是好公司，投资者应当考虑买入。”

ROE (Return on Equity)，即为净资产收益率，该指标反映了公司所有者权益获得报酬的水平，其具体计算公式如下：

$$ROE = \frac{\text{归母净利润}}{\text{归属母公司股东所有者权益}}$$

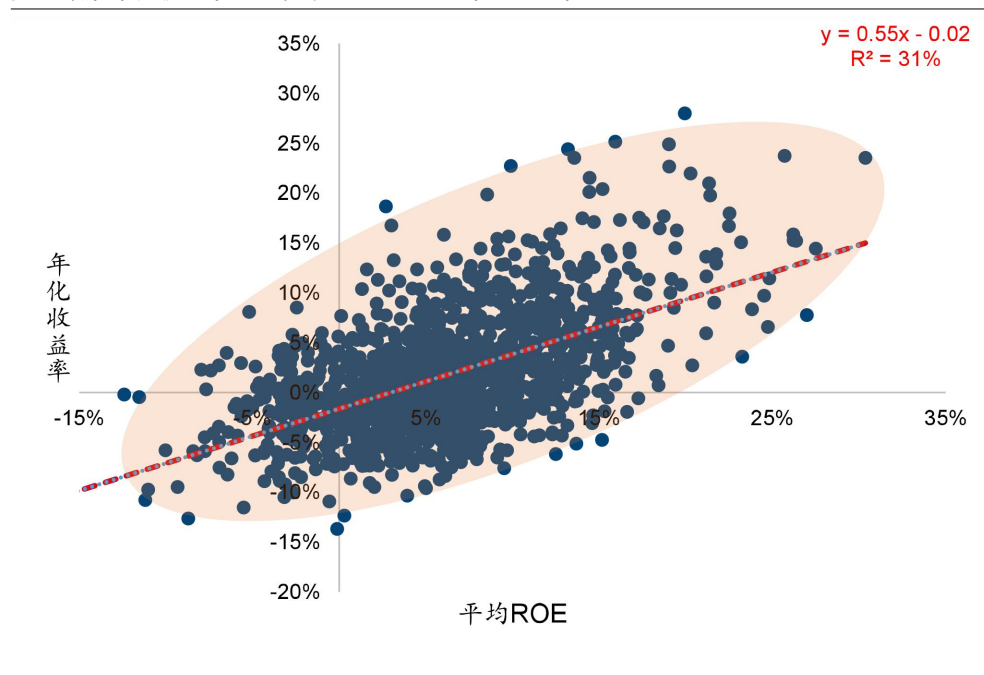
上市公司 ROE 反映的是公司在经营过程中股东投入净资产后所获得的投资回报率，股票年化收益则反映的是投资者在二级市场投资过程中投入本金所获得的投资回报率。从长期来看，股票价格的上涨取决于企业所创造的价值。尽管股价的短期波动可能受到估值变动的扰动，但其长期趋势应向 ROE 水平靠拢。

以 A 股市场为例，我们统计了 2010 年之前上市且当前仍存续的股票在 2010 年-2023 年期间的年化收益率与其年度 ROE 均值之间的相关性，图 1 展示了二者之间的散点图情况。为了避免极端值的影响，我们对每个截面的 ROE 数据进行中位数去极值操作。在该图中，回归趋势线由如下回归方程得到：

$$r_i = \alpha + \beta \cdot ROE_i$$

其中， r_i 表示股票 i 在 2010 年-2023 年区间内的年化收益率， ROE_i 表示股票 i 在 2010 年-2023 年间每年 ROE 平均值。可以看到，股票长期年化收益对平均 ROE 的回归系数达到 0.55，R 方达到 31%，二者体现出较强的相关性。

图1: 股票年化收益率 VS 平均 ROE (2010 年-2023 年)

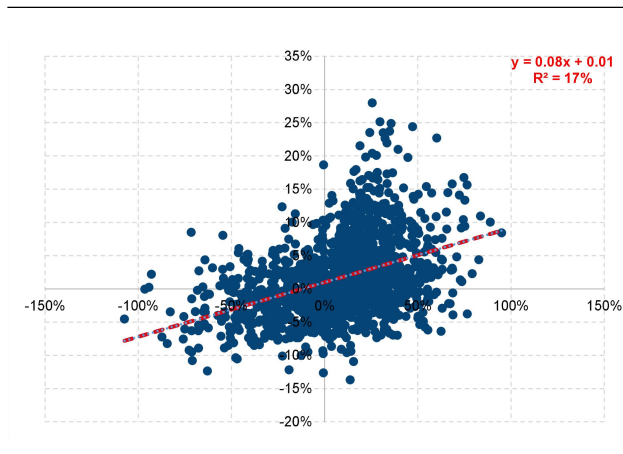


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

事实上, 衡量上市公司盈利能力及经营情况的财务指标众多, 为了对比其他财务指标与长期年化收益之间的相关性, 我们也统计了成长类指标 (如每年归母净利润增速平均值) 及质量类指标 (如每年销售净利率平均值) 与长期年化收益率之间的关系。

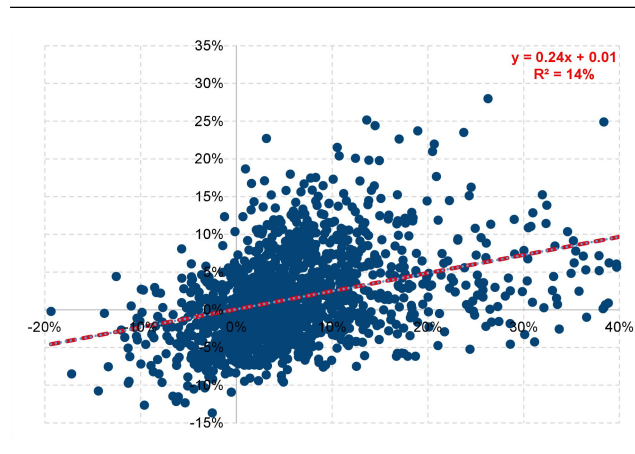
图2展示了2010年-2023年期间股票年化收益与年度归母净利润增速平均值之间的散点图, 图3展示了同期股票年化收益与年度销售净利率平均值之间的散点图。可以看到, 前者的回归 R 方仅为 17%, 后者的回归 R 方仅为 14%, 均低于 ROE 对长期年化收益率的解释能力。

图2: 股票年化收益率 VS 平均净利润增速(2010 年-2023 年)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 股票年化收益率 VS 平均销售净利率 (2010 年-2023 年)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

ROE 稳定性与长期年化收益

由前述分析可知，股票长期年化收益与公司长期 ROE 水平之间具有较强的相关关系。那么，是否 ROE 平均水平越高，股票的长期年化收益就一定越高呢？事实上，ROE 的稳定性对于股价运行的平稳性至关重要。

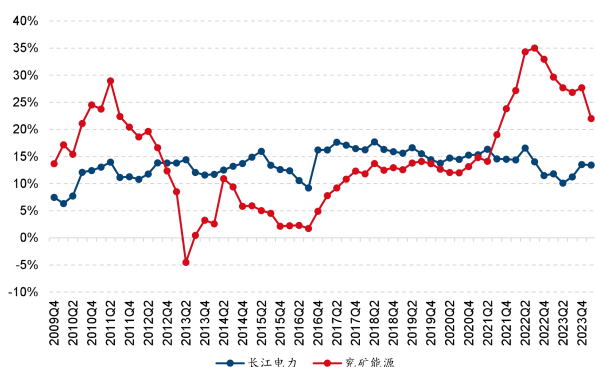
查理·芒格说过：“如果 ROE 较为稳定的话，长期来看，一只股票的回报率约等于它的 ROE”。ROE 波动较低的公司经营业绩更为稳健，其股价走势往往更为平稳；ROE 波动较高的公司经营周期属性更强，股价波段特征明显，对投资者的交易能力提出了更高的要求。

在量化研究中，我们通常更擅长于对个股预期收益的相对排序进行预测，而较难对预期收益的绝对水平进行预测。如上论断提供了一种条件概率下的预期收益预测视角，即当满足 ROE 较为稳定且考察时间周期足够长这两个条件时，个股的长期年化收益将会向长期 ROE 平均水平靠拢。

以长江电力（600900.SH）与兖矿能源（600188.SH）为例，在 2010 年至 2023 年期间，长江电力的年度 ROE 均值为 13.90%，同期兖矿能源的 ROE 均值为 14.96%，二者的 ROE 水平较为接近。然而，前者的年化收益达到 11.61%，比较接近于其 ROE 水平；后者的年化收益率仅有 6.56%，远低于其 ROE 水平。

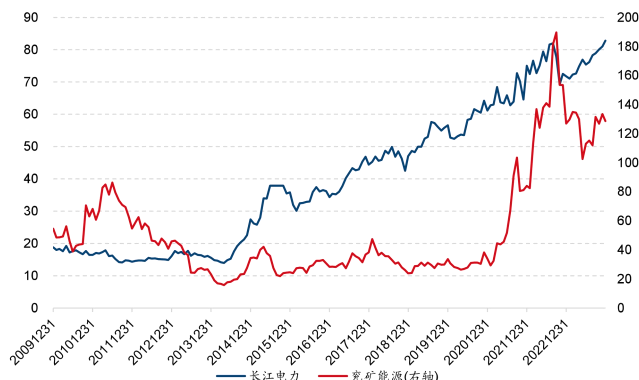
图 4 展示了长江电力与兖矿能源每个季度 ROETTM 走势，图 5 展示了二者月度后复权收盘价走势。可以看到，长江电力 ROE 水平更加平稳，基本维持在 15% 左右上下窄幅波动。相较之下，兖矿能源 ROE 水平波动较大，周期属性更为明显。反映到二级市场价格上，长江电力股价整体稳健上扬，为投资者带来了较好的持有体验；兖矿能源股价波段特征明显，对投资者的交易能力提出了较高的要求。

图4：长江电力与兖矿能源 ROETTM



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：长江电力与兖矿能源月度后复权收盘价

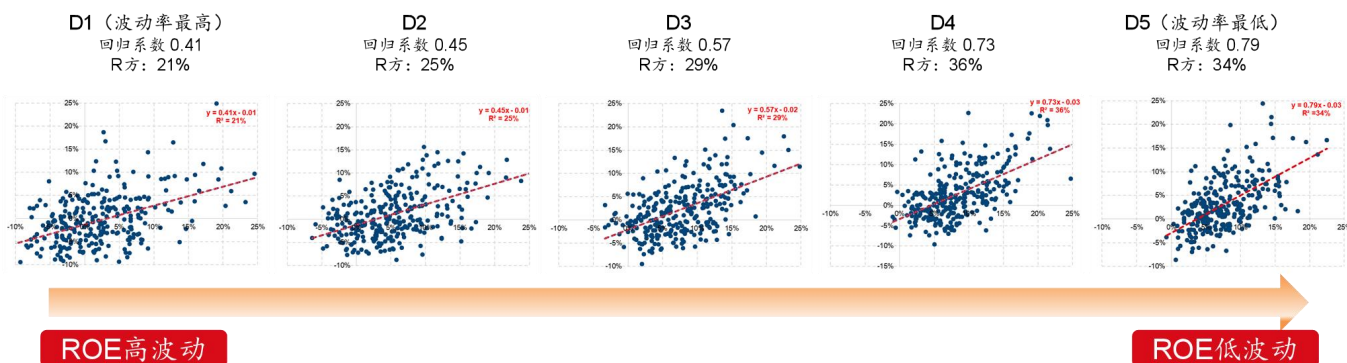


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

更一般地，我们以 2010 年-2023 年为考察区间，以 2010 年之前上市且当前仍然存续的股票为样本，根据区间段内年度 ROE 波动率分为 5 组，考察不同分组下股票区间年化收益与年度 ROE 均值之间的相关关系。

由图 6 可以看到，随着 ROE 波动率从高到低，不同组别股票年化收益率与 ROE 均值之间的回归系数不断抬升，且 R 方整体呈现出上扬趋势。其中，ROE 波动率最低的组别中，股票长期年化收益与 ROE 均值的回归系数达到 0.79，R 方为 34%。也就是说，对于 ROE 波动率较低的股票而言，其长期年化收益与 ROE 平均水平更为接近。

图6: 不同 ROE 波动率分组下, 股票年化收益率 VS 平均 ROE (2010 年-2023 年)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们以 2010 年之前上市且当前仍然存续的股票为样本, 根据 2010 年-2023 年期间年度 ROE 均值从高到低分为 5 组, 同时根据年度 ROE 波动率从高到低分为 5 组, 计算两两交叉的组合中股票数量占比及区间年化收益情况。

表 1 展示了不同 ROE 均值与波动率分组下股票数量占比情况。整体来看, ROE 均值最高的 L1 组中, 属于 ROE 波动率较低的组别股票数量较多; 而 ROE 均值最低的 L5 组中, 属于 ROE 波动率较高的组别股票数量较多。整体来看, ROE 均值与波动率呈现出一定的负相关关系。

表1: 不同 ROE 均值与波动率分组下股票数量占比平均 (2010 年-2023 年)

股票数量占比	D1(ROE 波动最高)	D2	D3	D4	D5(ROE 波动最低)
L1(ROE 均值最高)	1.69%	3.25%	5.44%	5.58%	4.03%
L2	1.69%	3.32%	4.52%	5.01%	5.44%
L3	2.40%	3.95%	3.32%	4.80%	5.51%
L4	3.60%	3.88%	4.38%	3.81%	4.31%
L5(ROE 均值最低)	10.59%	5.58%	2.33%	0.78%	0.78%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表 2 展示了不同 ROE 均值与波动率分组下组合年化收益率情况。整体来看, ROE 均值越高、波动率越低, 股票的年化收益明显高于 ROE 均值越低、波动率越高的股票。由此可见, 股票 ROE 的平均水平及其波动率, 对于股票长期收益有着较为显著的影响。

表2: 不同 ROE 均值与波动率分组下组合年化收益率 (2010 年-2023 年)

年化收益率	D1(ROE 波动最高)	D2	D3	D4	D5(ROE 波动最低)
L1(ROE 均值最高)	6.05%	6.31%	5.69%	6.08%	7.30%
L2	1.34%	2.25%	2.56%	2.56%	2.63%
L3	-1.21%	0.23%	0.83%	0.60%	1.72%
L4	-0.69%	-0.93%	-1.20%	-1.23%	0.33%
L5(ROE 均值最低)	-2.30%	-1.19%	-0.73%	-2.46%	-2.59%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

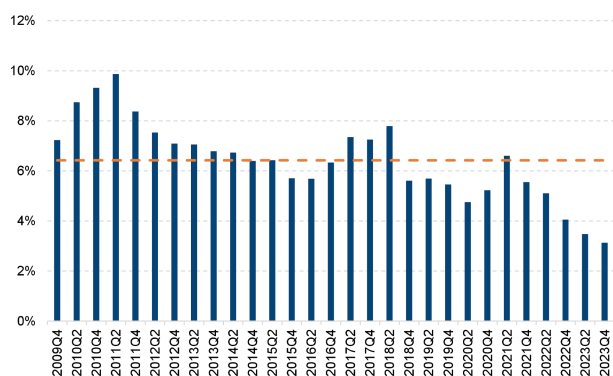
A 股市场 ROE 分布统计：全市场股票与主动股基持股 ROE 中枢对比

前面提到，ROE 均值越高、波动率越低的股票，其长期年化收益明显更高。那么，多高的 ROE 才算高？本部分，我们对不同样本空间的 ROE 水平进行统计。

图 7 统计了 2010 年以来全市场所有股票（剔除上市不满半年新股及 ST、*ST 等风险警示股）ROETTM 均值情况，**整体来看，全市场股票的 ROE 中枢在 6.42% 左右。**

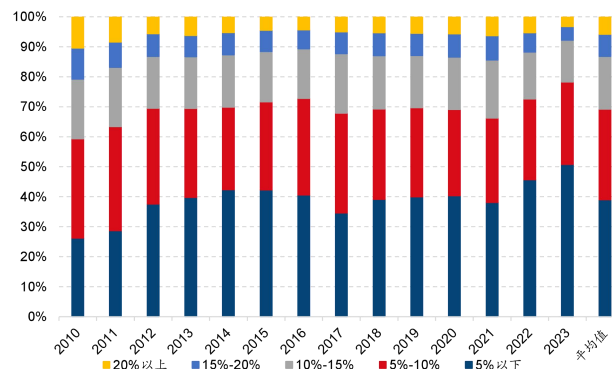
图 8 将全市场所有股票的 ROE 划分为 5% 以下、5%-10%、10%-15%、15%-20% 及 20% 以上等不同档位，考察不同档位 ROE 股票数量占比。**整体来看，2010 年以来，每年 ROE 高于 10% 的股票数量占比平均值仅有 30%。**

图7：全市场股票 ROE 中位数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：全市场股票不同 ROE 区间股票数量占比



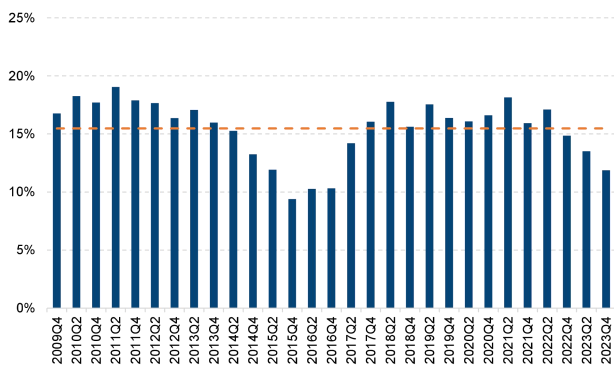
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由于 A 股市场中大多数基金经理的配置风格偏向于大盘成长风格，而高 ROE 公司往往为所在细分产业链上的龙头公司，具有较大的市值和较高的资金容量。因此，高 ROE 股票往往更为公募基金经理所青睐。

我们根据主动股基（指连续四个季度权益仓位在 70% 以上的普通股票型、偏股混合型、平衡混合型及灵活配置型基金，后文不再赘述）年报和半年报披露的全部持仓数据，以其持股市值进行加权，计算主动股基持股 ROE 配置中枢。如图 9 所示，**2010 年以来主动股基持股 ROE 配置中枢为 15.48%，远高于全市场所有股票均值 6.42% 的水平。**

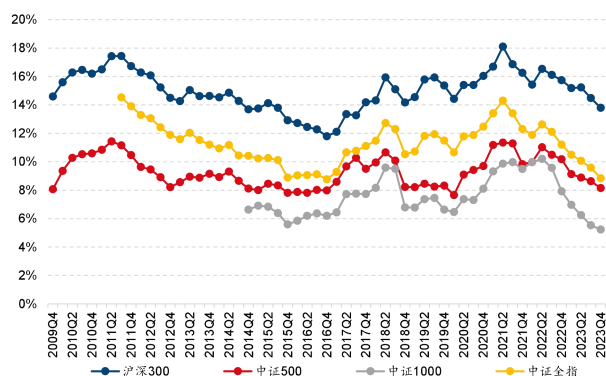
图 10 展示了沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数及中证全指成分股权重加权 ROETTM 情况。2015 年以来，沪深 300 指数 ROE 均值最高，达到 14.71%；中证全指 ROE 均值其次，达到 11.04%；中证 500 指数 ROE 均值次之，达到 9.18%；中证 1000 指数 ROE 均值最低，仅有 7.55%。

图9: 主动股基持股 ROE 配置中枢



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 不同宽基指数成分股加权 ROE



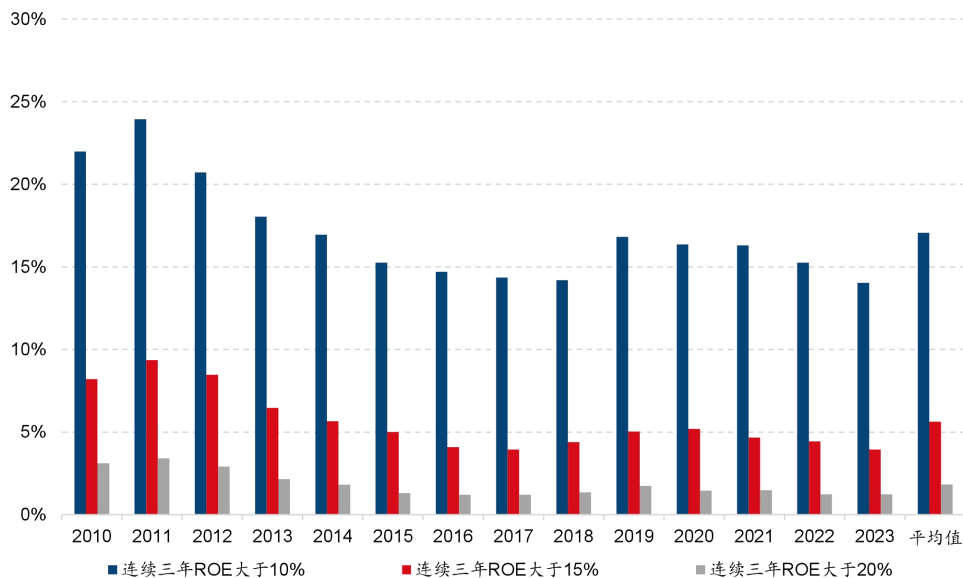
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

高 ROE 公司稀缺性：长期高 ROE 公司并不常见

在 A 股市场中, 长期稳定地维持较高 ROE 水平的公司数量相对较少, 长期高 ROE 的高品质公司在 A 股市场中相对稀缺。

图 11 统计了连续三年 ROE 大于 10%、15%和 20%的公司数量占比。2010 年以来, 连续三年 ROE 大于 10%的公司数量占比均值仅有 17%, 连续三年 ROE 大于 15%的公司数量占比均值仅为 6%, 连续三年 ROE 大于 20%的公司数量占比均值仅为 2%。

图11: 连续三年 ROE 大于 10%、15%和 20%公司数量占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

进一步地，我们统计了不同起止年份 ROE 均大于 15% 的公司数量占比，如表 3 所示。在该表中，横坐标为起始时间，纵坐标为结束时间，其交叉点即表示起始时间到结束时间的每个年份中 ROE 都要大于 15% 的公司数量占比。

可以看到，拉长周期来看，A 股市场中 2010 年至 2023 年期间 ROE 每年均大于 15% 的公司仅有 0.6%。也就是说，只有极少数企业可以持续稳定地维持在较高的 ROE 水平。

表3：不同起止年份 ROE 均大于 15% 的公司数量占比

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
2010	20.8%	12.9%	8.5%	6.0%	4.6%	3.4%	2.1%	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%
2011		16.9%	9.5%	6.5%	4.8%	3.3%	1.9%	1.6%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%
2012			13.2%	7.8%	5.7%	3.7%	2.3%	1.8%	1.5%	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
2013				13.3%	8.6%	5.0%	3.0%	2.2%	1.7%	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
2014					12.7%	7.0%	4.1%	2.8%	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
2015						11.6%	5.9%	3.9%	2.8%	2.0%	1.5%	1.2%	1.1%	0.9%
2016							10.6%	6.4%	4.4%	3.1%	2.3%	1.8%	1.5%	1.3%
2017								12.3%	7.7%	5.0%	3.4%	2.6%	1.9%	1.6%
2018									13.0%	8.0%	5.2%	3.7%	2.5%	2.0%
2019										12.9%	7.5%	4.7%	3.1%	2.2%
2020											13.4%	7.1%	4.4%	2.7%
2021												14.4%	7.6%	3.9%
2022													11.8%	5.3%
2023														7.8%

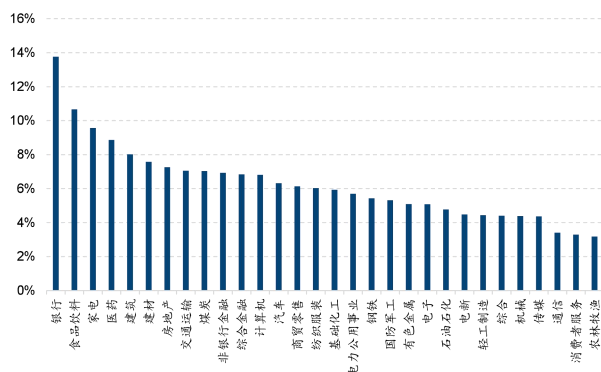
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

ROE 拆解：不同行业 ROE 均值及稳定性比较

不同行业由于经营模式的不同，其 ROE 的均值和稳定性存在较为明显的差别。我们以 2010 年之前上市且当前仍存续的公司为样本，考察 2010 年-2023 年期间，每个行业成分股年度 ROE 均值和 ROE 波动率的平均水平，如图 12 和图 13 所示。

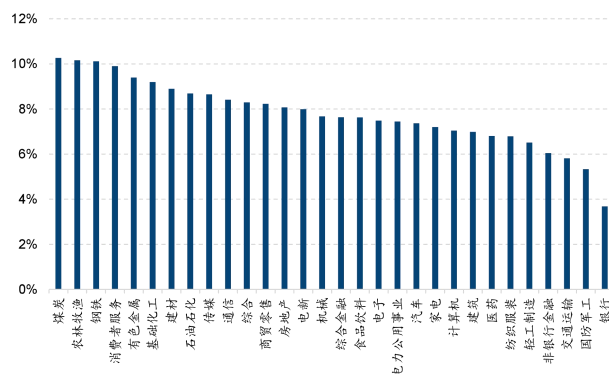
具体来讲，我们获取每个行业中 2010 年之前上市且当前仍然存续的公司，计算这些公司在 2010 年-2023 年年度 ROE 均值和年度 ROE 波动率，随后每个行业内成分股取平均值，衡量不同行业的 ROE 均值及波动率水平。

图12：2010 年-2023 年不同行业成分股 ROE 平均



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图13：2010 年-2023 年不同行业成分股 ROE 波动率平均



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

长期来看，银行、食品饮料、家电、医药和建筑等行业的 ROE 均值较为靠前，煤炭、农林牧渔、钢铁、消费者服务和有色金属等周期性行业的 ROE 波动率较为靠前。

在基本面研究中，ROE 指标得以广泛应用的另一重要原因在于其可以借助杜邦分析法（DuPont Analysis）拆解为若干个用以评价企业经营效率和财务状况的比率。从而使得财务比率分析的层次更清晰、条理更突出，为报表分析者全面仔细地了解企业的经营状况提供了便利。

根据杜邦分析法，公司的 ROE 可以拆解为销售净利率、资产周转率和权益乘数三个关键指标的乘积：

$$ROE = \frac{\text{归母净利润}}{\text{归属母公司股东权益}} = \underbrace{\frac{\text{归母净利润}}{\text{营业收入}}}_{\text{销售净利率}} \times \underbrace{\frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}}}_{\text{资产周转率}} \times \underbrace{\frac{\text{总资产}}{\text{归属母公司股东权益}}}_{\text{权益乘数}}$$

不同行业的经营模式存在区别，因此不同行业的销售净利率、资产周转率和权益乘数也有较大的差异。例如，银行、非银行金融等行业的权益乘数明显更高，具有典型的高杠杆特征；家电、食品饮料、商贸零售等消费行业的资产周转率较高。

图14：不同行业 ROE 分项指标中位数（2023 年）

所属行业	家电	银行	煤炭	食品饮料	有色金属	交通运输	汽车	电力及公用事业	医药	电力设备及新能源	钢铁	机械	纺织服装	建材	非银行金融
ROE	9.6%	9.4%	8.9%	8.0%	7.2%	6.9%	6.2%	6.0%	5.9%	5.9%	5.6%	5.6%	5.0%	4.8%	4.8%
销售净利率	6.7%	37.3%	9.5%	8.7%	4.0%	9.4%	4.9%	7.5%	8.7%	5.2%	2.8%	7.2%	5.2%	3.9%	21.4%
资产周转率	71.7%	2.0%	44.7%	63.0%	68.1%	34.8%	61.0%	31.0%	39.7%	54.3%	91.6%	43.6%	61.6%	49.1%	4.5%
权益乘数	1.85	5.55	2.40	1.44	1.93	1.95	1.88	2.48	1.42	2.00	2.28	1.67	1.61	2.09	4.62

所属行业	基础化工	轻工制造	传媒	建筑	电子	商贸零售	国防军工	消费者服务	石油石化	通信	综合金融	计算机	农林牧渔	房地产	综合
ROE	4.6%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%	3.3%	3.0%	2.7%	2.7%	2.3%	1.5%	1.1%
销售净利率	4.9%	4.9%	5.6%	2.4%	4.8%	2.3%	7.1%	3.4%	1.8%	2.5%	7.7%	3.2%	1.4%	1.9%	0.7%
资产周转率	52.9%	57.4%	43.5%	42.1%	44.4%	58.4%	31.5%	34.9%	86.7%	52.6%	13.0%	39.4%	60.3%	19.3%	37.3%
权益乘数	1.66	1.60	1.59	2.83	1.53	2.23	1.43	1.84	2.00	1.73	2.43	1.50	2.14	3.53	2.21

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

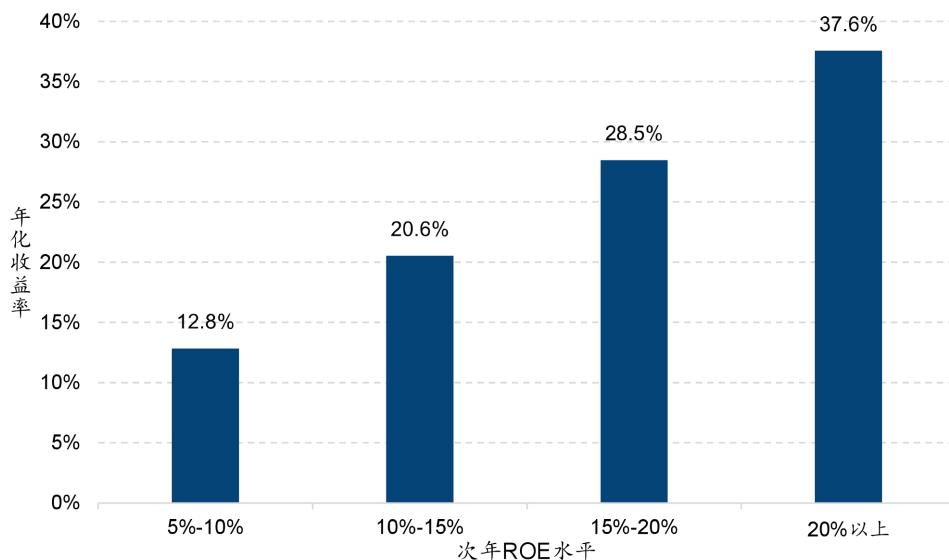
预知高 ROE 能带来多少收益？

假设投资者能够提前预知公司未来一年的 ROE，提前一年买入高 ROE 公司能够为其带来多少收益？为了回答这一问题，我们首先计算上市公司每年的 ROE 水平，并将其划分为 5%-10%、10%-15%、15%-20% 和 20% 以上四个区间。在每年年末最后一个交易日买入未来一年 ROE 处于不同区间的股票，并进行等权配置，回测区间为 20111230-20231229。

图 15 展示了提前一年买入未来一年处于不同 ROE 区间的股票能够获得的年化收益率，可以看到，若投资者能够提前买入未来一年 ROE 越高的公司，其年化收益率越高。具体来讲，若投资者能够提前买入未来一年 ROE 处于 15%-20% 的公司，其将能够获得 28.5% 的年化收益率；而若其能够提前买入未来一年 ROE 在 20% 以上的公司，其将能够获得 37.6% 的年化收益率。

前面提到，当 ROE 较为稳定时，长期来看股票的年化收益率应当接近其 ROE 水平。然而，根据上述测算，若投资者能够提前一年买入未来高 ROE 的股票，其能够获得的年化收益率将远高于股票的 ROE 水平，二者结论似乎有些相悖。

图15: 提前一年买入不同 ROE 区间股票能够获得的年化收益率 (20111230-20231229)



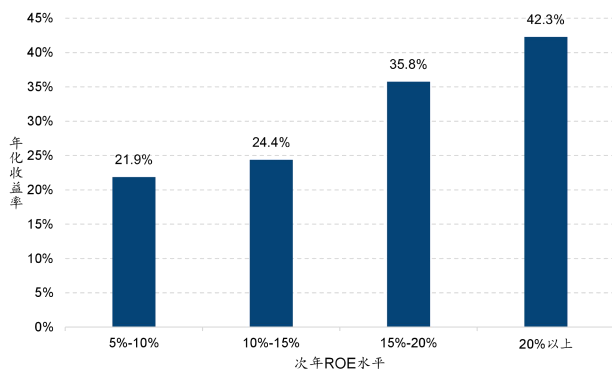
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

为了回答这一问题, 我们根据 ROE 的变化是否有迹可循将高 ROE 公司分为突然提升和持续稳定两类。

- **ROE 突然提升:** 即是指前一年 ROE 低于区间下限, 且第二年 ROE 处于该区间内股票。以次年 ROE 在 15%-20% 区间的公司为例, 即是指前一年 ROE 低于 15%、第二年 ROE 处于 15%-20% 区间段的样本;
- **ROE 持续稳定:** 即是指前一年和第二年的 ROE 均处于特定区间的股票。以次年 ROE 在 15%-20% 区间的公司为例, 即是指前一年和第二年的 ROE 均处于 15%-20% 的样本。

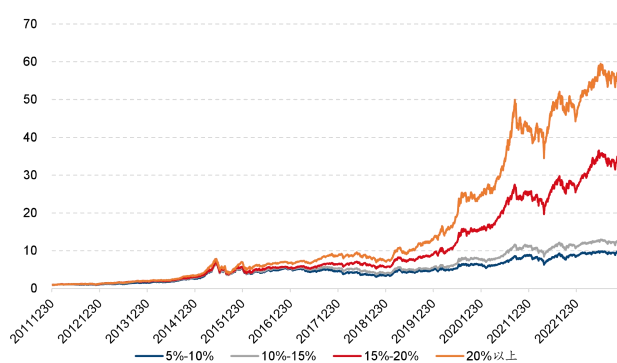
图 16 和图 17 展示了提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票年化收益率及净值走势。整体来看, 提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票, 组合的年化收益率远高于其 ROE 平均水平, 且次年 ROE 越高, 组合年化收益越高。

图16: 提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票年化收益率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图17: 提前一年买入次年 ROE 突然提升的股票净值走势



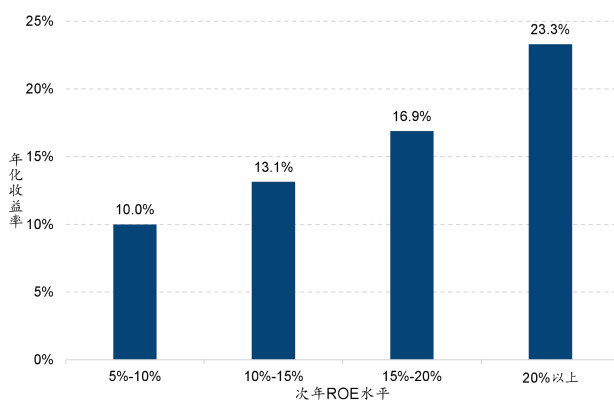
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

需要注意的是，公司 ROE 水平的突然提升，往往来源于公司业绩的突然爆发。想要获取这类公司的超额收益，需要投资者非常及时地捕捉公司业绩拐点和边际变化，这无疑对研究员提出了极高的要求。因此，这一类型股票超额收益的获取虽然极具吸引力，但在实际投资过程中想要获取难度极大。

图 18 和图 19 分别展示了提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票年化收益率及净值走势。整体来看，提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票，其年化收益率与 ROE 平均水平相当。

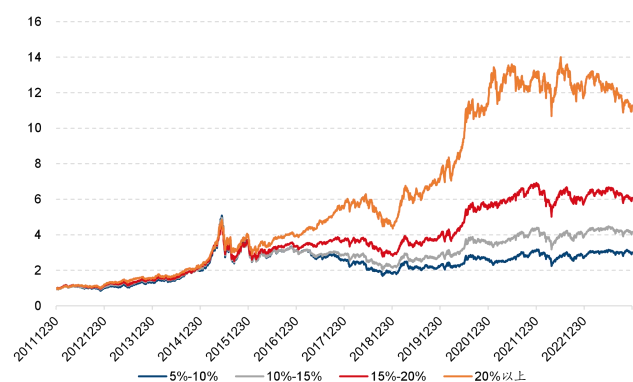
我们认为，ROE 持续稳定的股票拥有者较好的历史经营业绩。若投资者能够较好地地区分公司高 ROE 水平未来是否可持续，则其有较高的概率获得与公司 ROE 水平相当的业绩。

图18: 提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票年化收益率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19: 提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票净值走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

更一般地，我们将前一年的 ROE 和次年 ROE 水平划分为低于 5%、5%-10%、10%-15%、15%-20%、20%以上共 5 个档位，观察不同 ROE 转移矩阵的股票数量占比及区间年化收益情况。

表 4 展示了不同 ROE 转移路径的股票数量占比，可以看到对角线上的元素是每一行中最高的，这说明公司 ROE 具有一定的持续性，前一年处于某 ROE 区间的股票未来一年仍有较高的概率仍处于该区间内。

表4: 不同 ROE 转移路径的股票数量占比（2012 年-2023 年）

股票数量占比		次年 ROE				
		低于 5%	5%-10%	10%-15%	15%-20%	20%以上
当年 ROE	低于 5%	28.64%	6.10%	1.26%	0.43%	0.65%
	5%-10%	8.83%	16.27%	4.58%	0.72%	0.34%
	10%-15%	1.83%	5.25%	8.40%	2.30%	0.60%
	15%-20%	0.60%	1.09%	2.22%	2.84%	1.16%
	20%以上	0.45%	0.51%	0.74%	1.27%	2.90%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 5 展示了不同 ROE 转移路径的股票年化收益率，可以看到：

- 右上角组别年化收益明显更高，这说明 ROE 突然提升、业绩快速拉升的股票未来表现明显占优。然而，想要提前精准判断公司业绩的突然爆发并非易事，这部分股票长期收益虽然很高，但在实际投资过程中想要获取绝非易事。
- 对角线上的组别表现 ROE 连续两年保持在一定区间的股票年化收益。该类股票长期年化收益与 ROE 水平相当，且有迹可循，若能提升该类股票的预测准确度，长期来看也能够为投资者带来较为稳定的回报；
- 左下角的组别表示 ROE 突然下降、业绩快速下滑的股票，该类股票的股价表现与业绩表现同步下滑，投资者应当尽可能避免买到这类股票。

表5：不同 ROE 转移路径的股票年化收益率（2012 年-2023 年）

年化收益率		次年 ROE				
		低于 5%	5%-10%	10%-15%	15%-20%	20%以上
当年 ROE	低于 5%	4.61%	21.42%	25.23%	37.19%	37.07%
	5%-10%	-1.49%	10.00%	23.84%	38.00%	57.09%
	10%-15%	-7.29%	1.52%	13.14%	34.06%	46.24%
	15%-20%	-14.85%	-8.25%	6.88%	16.89%	37.87%
	20%以上	-15.01%	-7.38%	1.43%	4.97%	23.31%

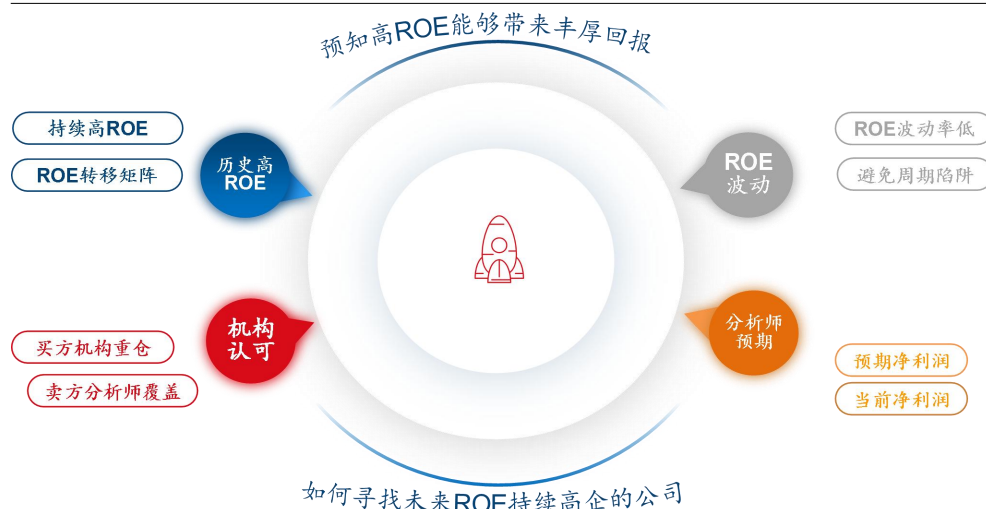
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

如何寻找未来高 ROE 公司

由前述分析可知，若公司 ROE 能够长期维持在某一区间，那么股票的长期年化收益将接近于其 ROE 平均水平。因此，在实际投资过程中，较高的历史 ROE 固然重要，该 ROE 水平在未来能否持续更为关键。

本部分，我们将从历史 ROE 水平、机构投资者认可、历史 ROE 波动率及分析师预期四个角度出发，寻找未来 ROE 持续高企的公司。

图20：提升未来高 ROE 概率的四个维度



资料来源：国信证券经济研究所绘制

持续稳定的高 ROE 记录

在国信金工 2024 年 6 月 24 日发布的专题报告《红利投资全攻略》中我们提到，当上市公司具备较为良好的历史分红记录时，其未来分红的可能性相对较高。类似地，我们认为当公司的经营情况较为稳健、历史 ROE 水平持续稳定时，其未来更可能表现出与历史水平相当的 ROE 表现。

表 6 统计了连续 M 年 ROE 大于 N% 的股票在未来一年 ROE 仍大于 N% 的概率，可以看到：

- 过去 1 年 ROE 大于 10% 的公司，未来一年 ROE 也大于 10% 的概率仅为 68%；但是连续 3 年 ROE 大于 10% 的公司，其未来一年 ROE 也大于 10% 的概率提升到 76%；
- 过去 1 年 ROE 大于 15% 的公司，未来一年 ROE 也大于 15% 的概率仅为 57%；但是连续 3 年 ROE 大于 15% 的公司，其未来一年 ROE 也大于 15% 的概率提升到 68%。

由此可见，当上市公司 ROE 持续高于某一水平时，其未来 ROE 有更高的可能性高于这一水平。因此，我们在后续筛选股票池时，希望其有持续稳定的高 ROE 记录。

表6: 连续 M 年 ROE 大于 N% 的股票未来一年 ROE 仍大于 N% 的概率

	连续 1 年	连续 2 年	连续 3 年	连续 4 年	连续 5 年
ROE 大于 5%	80%	83%	85%	85%	86%
ROE 大于 8%	73%	76%	79%	81%	82%
ROE 大于 10%	68%	73%	76%	78%	79%
ROE 大于 12%	63%	69%	72%	75%	76%
ROE 大于 15%	57%	64%	68%	72%	74%
ROE 大于 17%	53%	60%	66%	70%	74%
ROE 大于 20%	46%	57%	64%	68%	70%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

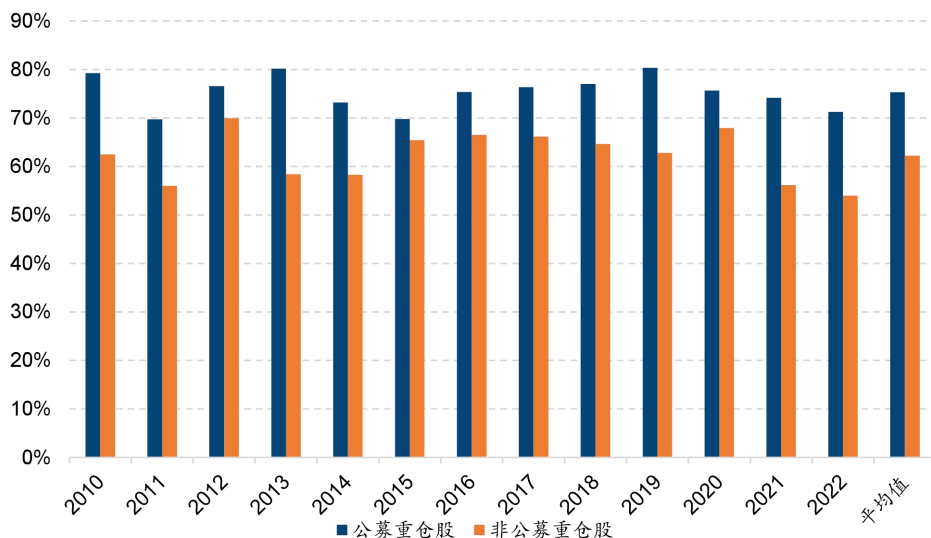
机构投资者认可

持续稳定的高 ROE 代表的是公司历史业绩的一种惯性，如果还能够获得机构投资者的认可，则这些公司未来维持较高 ROE 水平的概率将会明显提升。我们筛选出上一年度 ROE 高于 10% 的样本作为高 ROE 股票池，根据其是否有机构关注进行分类，计算下一年度 ROE 仍然高于 10% 的概率。

首先以主动股基是否重仓作为买方机构关注的判断标准。具体来讲，获取公募主动股基在年报和半年报中披露的全部持仓，根据持股市值从高到低进行排序，选择持股市值靠前的 800 只股票作为公募重仓股。

由图 21 可以看到，高 ROE 股票池中，有公募重仓的股票下一年持续高 ROE 的概率平均达到 75%，远高于无公募重仓股票 62% 的概率。这表明，有公募重仓的高 ROE 股票未来有更高的概率持续保持较高的 ROE 水平，且这一现象分年度来看较为稳健。

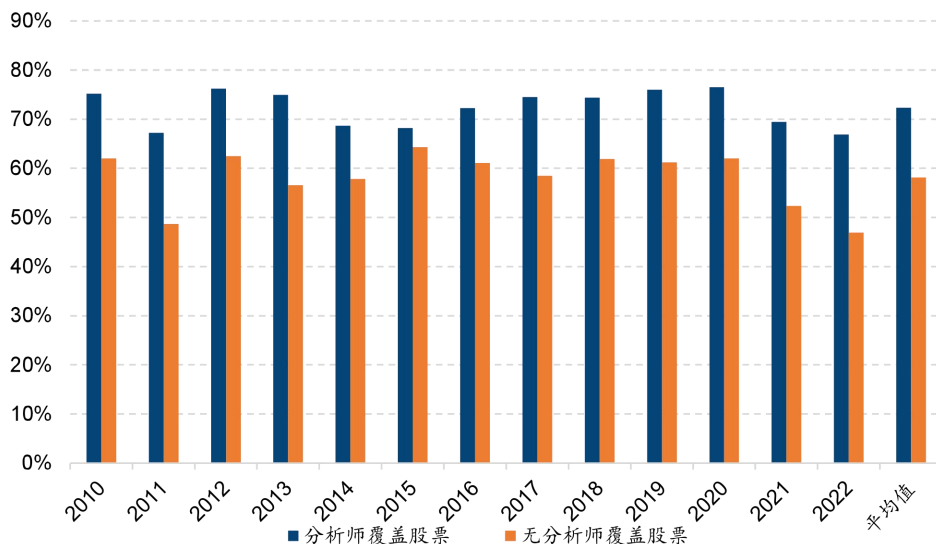
图21: 过去一年高 ROE 股票未来一年持续高 ROE 概率（买方机构重仓视角）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

类似地, 我们以过去 6 个月是否有 3 个及以上分析师进行盈利预测作为卖方分析师关注的判断标准。由图 22 可以看到, 高 ROE 股票池中, 有分析师覆盖的股票下一年持续高 ROE 的概率平均达到 72%, 远高于无分析师覆盖股票 58% 的概率。

图22: 过去一年高 ROE 股票未来一年持续高 ROE 概率（卖方机构覆盖视角）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

由以上分析可知, 无论是从主动股基重仓的买方视角, 还是从卖方分析师覆盖的卖方视角, 有机构认可的高 ROE 股票未来持续维持高 ROE 的概率都要明显高于没有机构认可的高 ROE 股票, 机构的二次确认能够提升这些股票持续高 ROE 的概率。

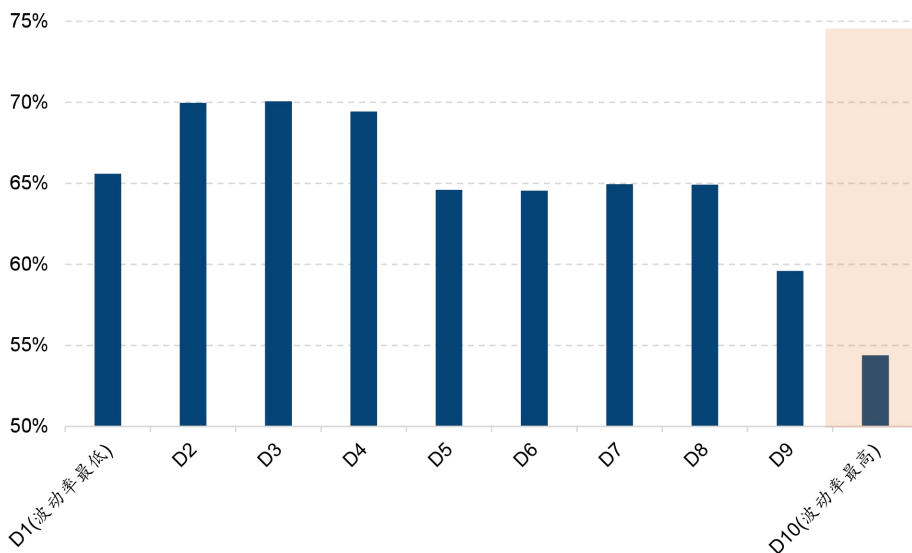
ROE 历史波动率

ROE 的稳定性对于其未来是否能维持较高的 ROE 水平至关重要。对于周期性企业而言，其经营业绩跟随产业周期的景气和衰落不断起伏，公司 ROE 的历史波动较大，市场表现也跟随其经营业绩不断波动。

我们筛选出上一年度 ROE 高于 10% 的样本作为高 ROE 股票池，根据过去三年 ROE 波动率由大到小分为 10 组，观察不同组别股票未来一年持续高 ROE 的概率。

图 23 展示了不同 ROE 历史波动率分组下股票未来一年持续高 ROE 的概率，总体来看，ROE 波动率越高，其未来持续高 ROE 的概率越低，且 ROE 波动率最高的 10% 股票未来持续高 ROE 的概率明显低于其他组别。因此，在后续筛选过程中，我们考虑根据 ROE 历史波动率对股票池进行负向剔除。

图23: 不同 ROE 历史波动率分组下股票未来一年持续高 ROE 概率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

分析师预期

作为市场上跟踪上市公司经营业绩及产业边际变化最为紧密的一部分群体，卖方分析师对上市公司未来一年净利润的预测对公司未来业绩有着重要的指引作用。当分析师未来一年的预期净利润相较过去一年已实现净利润出现较大幅度的下滑时，表明公司未来业绩相对较为悲观，此时过往的高 ROE 水平也难以持续。

以智飞生物（300122.SZ）为例，图 24 展示了智飞生物股价走势、过去一年净利润 TTM 及未来一年分析师预期净利润变化情况。可以看到，在 2020 年-2021 年市场对于疫苗的需求量急速提升，公司业绩迎来快速爆发。然而，这种高增速并不能一直持续，当分析师预期未来一年净利润相较过去一年已实现净利润出现较大幅度的下滑时，公司业绩将进入下行通道，股价走势也出现大幅调整。

图24：智飞生物股价走势与分析师预期净利润变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

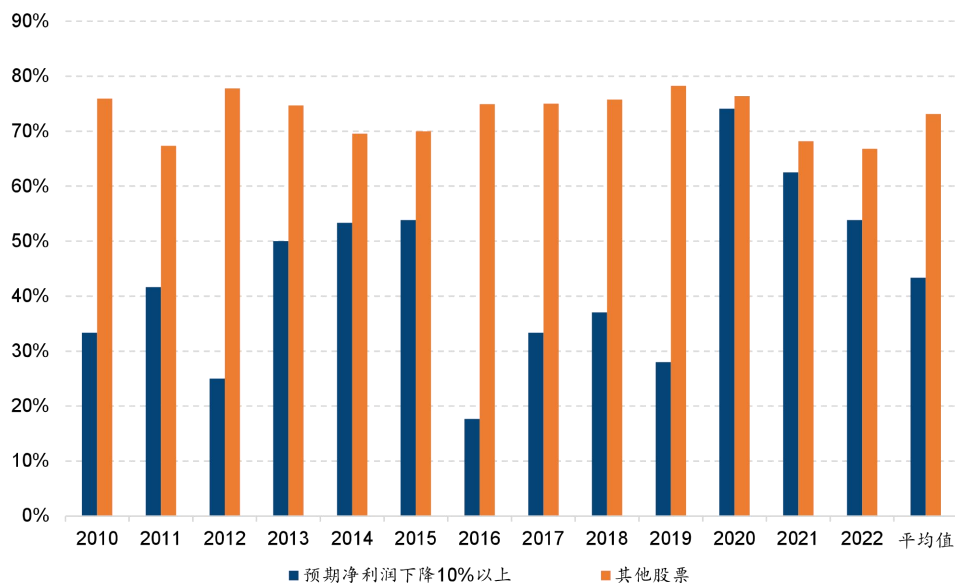
根据分析师预期净利润相较过去一年净利润 TTM，计算预期净利润调整幅度：

我们筛选出上一年度 ROE 高于 10% 的样本作为高 ROE 股票池，并根据预期净利润调整幅度划分为下降 10% 以上和其他股票，其中预期净利润调整幅度计算方式如下：

$$\text{预期净利润调整幅度} = \frac{\text{分析师对未来一年预测净利润中位数} - \text{净利润 TTM}}{|\text{净利润 TTM}|}$$

由 25 可以看到，预期净利润大幅下滑的公司未来持续高 ROE 的概率仅有 43%，明显低于其他公司 73% 的概率，因此在后续筛选过程中，我们考虑将分析师预期下滑幅度较大的公司进行负向剔除。

图25: 分析师预期净利润与未来一年持续高 ROE 概率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

稳健高 ROE 股票池构建

由前述分析可知, 历史高 ROE 公司在未来是否能够维持较高的 ROE 是投资者需要解决的关键问题, 而具有持续稳定的历史 ROE 记录、机构投资者认可、历史 ROE 波动较低及分析师预期向好的股票, 其未来维持高 ROE 的概率明显更高。基于以下几个维度, 我们可以构建稳健高 ROE 股票池。

图26: 稳健高 ROE 股票池构建示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

稳健高 ROE 股票池构建方法如下：

● 样本空间

- **剔除新股及风险警示股：**剔除上市时间不满半年，剔除 ST、*ST 股票，剔除三个月内存在 ST、*ST 等风险警示的股票；
- **流动性要求：**剔除过去一年日均总市值或日均成交额排名后 20% 的股票；
- **质量排雷：**剔除大股东质押比例超过 80%，剔除商誉占净资产比例超过 80% 的股票。

● 在样本空间中筛选出稳定高企的历史高 ROE 股票池：满足如下两个条件的任意一个即可：

- **高 ROE：**过去九个季度 ROETTM（即过去三年）的均值大于 12%，且每期均大于 8%；
- **ROE 增长：**过去九个季度 ROETTM（即过去三年）均大于 8%，且最近两期 ROETTM 环比上升。

● 机构认可：在上一步股票池中，满足如下两个条件的任意一个即可：

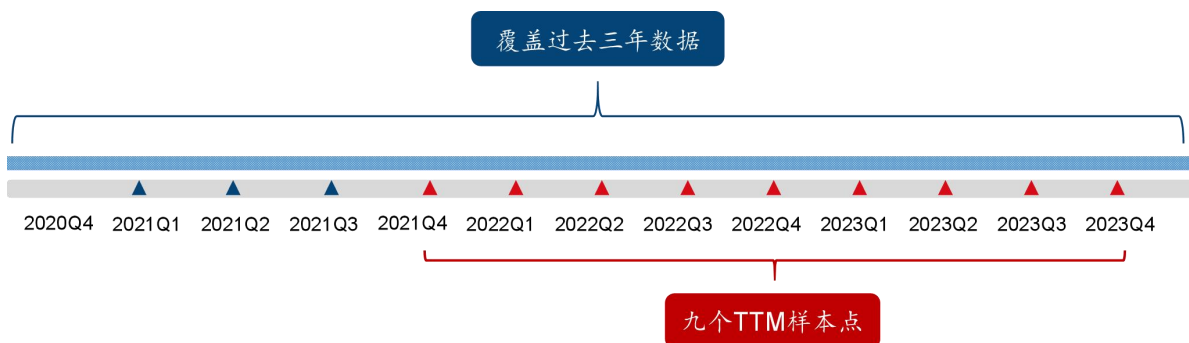
- **买方机构重仓：**属于最近一期年报或半年报公募主动股基持股市值前 800 名；
- **卖方机构覆盖：**过去 6 个月至少有 3 名及以上分析师覆盖。

● 负向剔除：

- **分析师预期下滑：**剔除次年分析师预期净利润相较本年净利润 TTM 下滑幅度超过 10% 股票；
- **ROE 波动率较高：**剔除过去九个季度 ROETTM（即过去三年）波动率处于上一步分析师预期下滑剔除后股票池中最高 10% 股票。

在筛选历史高 ROE 股票时，我们对股票过去 3 年的 ROE 水平进行考察。为了避免样本点数量过少带来的偏误，我们以过去九个季度 ROETTM 数据（至少要求有 4 期数据）进行计算。如图 27 所示，过去九个 TTM 样本点即可覆盖过去三年数据。

图27：过去九个季度 ROETTM 覆盖过去三年区间示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

每年的 1 月、4 月、7 月、8 月和 10 月末筛选出当前满足条件的股票，构建稳健高 ROE 股票池。图 27 展现了稳健高 ROE 股票池相对偏股混合型基金指数净值走势，图 28 展现了该股票池的分年度绩效表现，此处我们以自由流通市值加权计算该股票池绩效表现。

自 2016 年以来，稳健高 ROE 股票池的年化收益为 4.28%，同期偏股混合型基金指数年化收益 2.19%，整体来看，稳健高 ROE 股票池的年化收益与偏股混合型基金指数相当。此外，**稳健高 ROE 股票池换手率相对较低，季度单边换手率平均值仅为 22%，年度单边换手 1.1 倍。**

图28: 稳健高 ROE 股票池相对偏股混合型基金指数净值走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

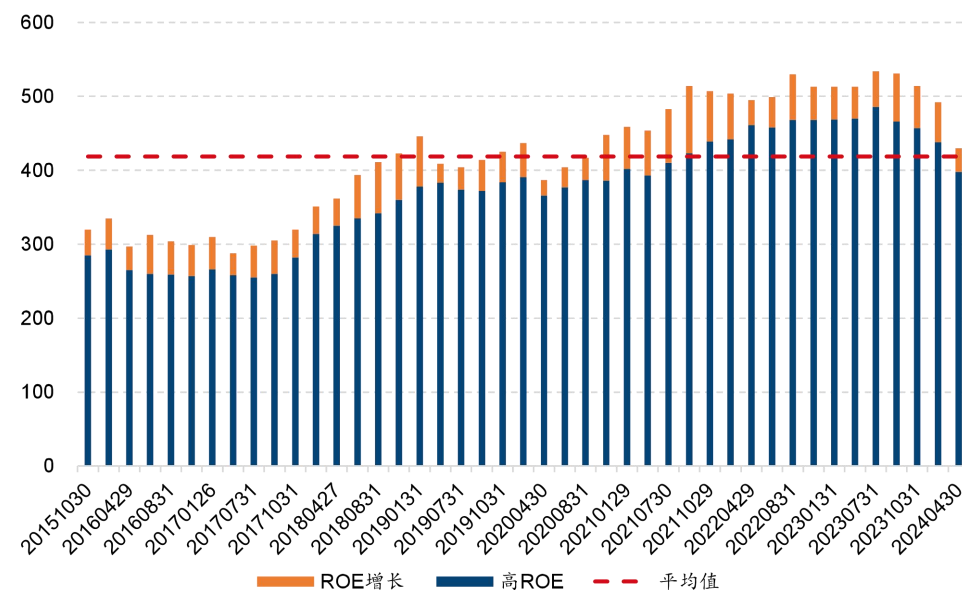
表7: 稳健高 ROE 股票池分年度绩效表现

年份	稳健高 ROE 股票池	偏股混合型基金指数	超额收益	跟踪误差
2016	-6.50%	-13.03%	6.52%	11.05%
2017	31.53%	14.12%	17.40%	7.83%
2018	-19.90%	-23.58%	3.68%	7.60%
2019	44.19%	45.02%	-0.82%	6.45%
2020	43.76%	55.91%	-12.14%	6.91%
2021	-1.64%	7.68%	-9.33%	9.05%
2022	-17.91%	-21.03%	3.12%	8.44%
2023	-12.77%	-13.52%	0.76%	5.90%
20240628	-1.24%	-5.33%	4.09%	7.12%
区间年化	4.38%	2.19%	2.19%	8.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 29 展示了稳健高 ROE 股票池每期股票数量变化情况，总体来看过去三年高 ROE 均值大于 12%、每期大于 8% 的高 ROE 股票占据该选股池的绝大部分。在 2015 年-2024 年区间段内，该选股池平均持股数量为 420 只。

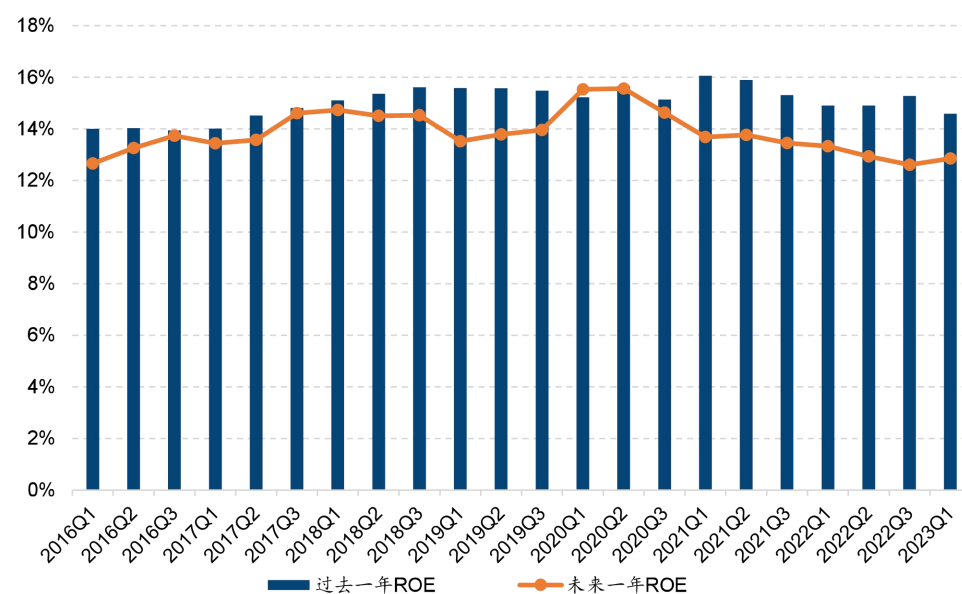
图29: 稳健高 ROE 股票池股票数量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 30 展示了稳健高 ROE 股票池过去一年的 ROE 平均水平及未来一年 ROE 的平均水平。可以看到该股票池过去一年 ROE 平均保持在 15.1% 左右，未来一年 ROE 平均保持在 13.8% 左右。总体来看，该股票池的 ROE 水平保持了较高的稳定性。

图30: 稳健高 ROE 股票池过去一年 ROE 及未来一年 ROE 比较

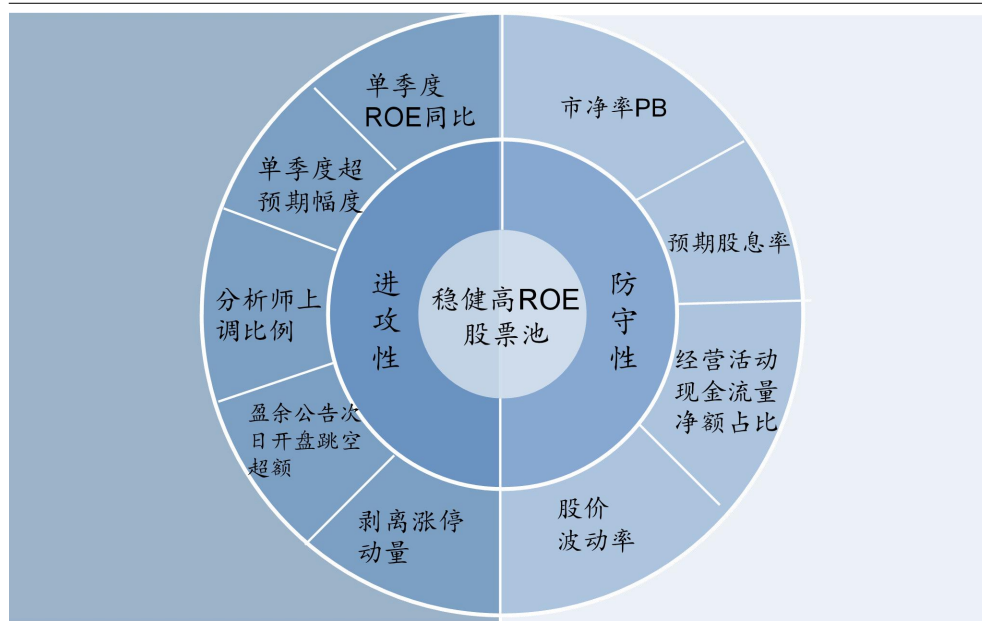


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

如何对稳健高 ROE 股票池进行增强

到目前为止，我们从持续稳定的历史 ROE 记录、机构投资者认可、历史 ROE 波动较低及分析师预期向好等多个维度出发，构建了稳健高 ROE 股票池，该股票池能够帮助我们筛选出未来 ROE 大概率维持在较高水平的股票。然而该股票池数量较多，本部分我们借助多因子模型对其进行精选。

图31：对稳健高 ROE 股票池进行增强的几个维度



资料来源：国信证券经济研究所绘制

综合考虑到稳健高 ROE 股票池特征以及因子有效性，我们希望从股票的进攻性和防守性出发，对稳健高 ROE 股票池进行增强。我们从估值、成长、分析师预期、业绩动量、波动、质量、技术等多个维度选取在稳健高 ROE 股票池中有效的 Alpha 因子，因子定义和计算方式如表 8 所示。

在因子预处理过程中，我们以前面提到的稳健高 ROE 股票池为样本，对样本成分股中的选股因子进行缺失值填充、去极值及标准化处理。

表8：选股因子列表

因子类别	因子简称	因子名称	计算方式
估值	BP	市净率	净资产/总市值
	DividendRatioExpected	预期股息率	详见国信金工 2024 年 6 月 24 日发布的专题报告《红利投资全攻略》
质量	CFO	经营活动现金流量净额占比	经营活动现金流量净额/总资产
波动	STD_3M	日收益波动率	股价低波动：过去 3 个月日度收益率标准差
成长	DeltaROE	单季度 ROE 同比	本季度 ROE-去年同期单季度 ROE
	NPAadjustRatio3M	分析师盈利预测上调比例	过去 3 个月分析师一致预期净利润上调比例
分析师预期	UEPERC	单季度超预期幅度	(单季度实际净利润-分析师预期净利润)/ABS(分析师预期净利润)，详见国信金工 2020 年 9 月 30 日发布的专题报告《超预期投资全攻略》
	AOG	盈余公告次日开盘跳空超额	个股盈余公告次日开盘价/昨日收盘价-中证 500 指数次日开盘价/昨日收盘价，详见国信金工 2021 年 12 月 14 日发布的专题报告《动量类因子全解析》
业绩动量	Ret240_RemoveUpLimit	剥离涨停动量	过去[T-260,T-20]去除涨停日后累计收益率，详见国信金工 2021 年 12 月 14 日发布的专题报告《动量类因子全解析》

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 9 展示了单因子在选股池中的检验结果，检验区间为 20151231-20240628，整体来看大部分因子在该股票池中都呈现出一定的有效性。

表9：稳健高 ROE 股票池单因子检验结果

因子类别	因子简称	因子名称	RankIC 均值	年化 RankICIR	RankIC 月胜率	多头月均超额	空头月均超额
估值	BP	市净率	2.65%	0.38	54.37%	0.13%	-0.31%
	DividendRatioExpected	预期股息率	5.14%	0.81	62.14%	0.47%	-0.53%
质量	CFO	经营活动现金流量净额占比	4.83%	1.59	67.96%	0.56%	-0.62%
波动	STD_3M	日收益波动率	-5.76%	-0.91	59.22%	0.25%	-0.52%
成长	DeltaROE	单季度 ROE 同比	4.46%	1.50	66.02%	0.70%	-0.61%
分析师预期	NPAjustRatio3M	分析师盈利预测上调比例	4.17%	1.45	66.02%	0.56%	-0.43%
	UEPERC	单季度超预期幅度	4.95%	1.41	68.93%	0.56%	-0.59%
业绩动量	AOG	盈余公告次日开盘跳空超额	3.77%	1.99	75.73%	0.64%	-0.32%
股价动量	Ret240_RemoveUpLimit	剥离涨停动量	7.45%	1.31	66.02%	0.72%	-0.83%

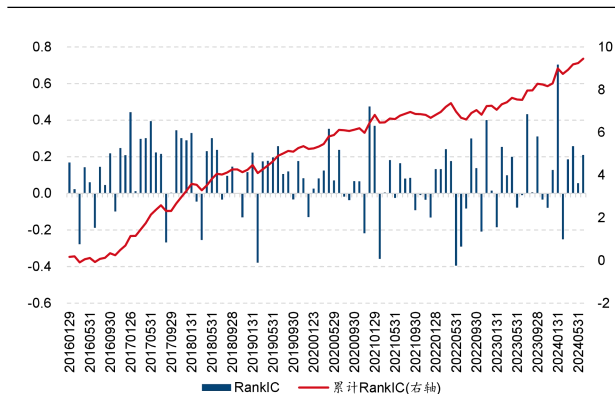
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在对单因子进行预处理后，我们根据过去 12 个月 RankICIR 加权法对因子进行合成，构建复合选股因子。当因子过去 12 个月的 RankICIR 方向与逻辑方向相反时，我们将其权重置为 0。

图 32 展示了 20151231-20240628 期间内复合选股因子在稳健高 ROE 股票池中的 RankIC 走势，在该区间段内复合选股因子 RankIC 均值为 9.3%，年化 RankICIR 为 1.60，月胜率达到了 70%。

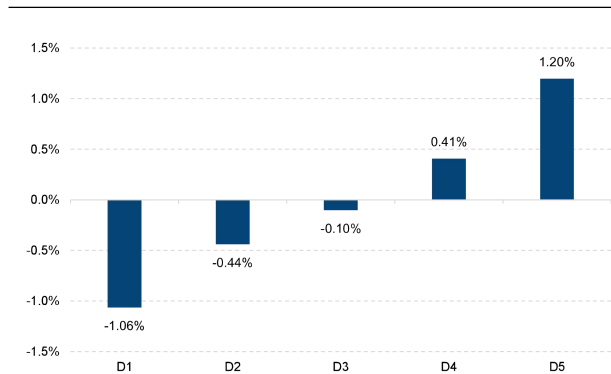
图 33 展示了复合选股因子分组相对选股池等权基准的月均超额收益，可以看到多头组合的月均超额收益达到 1.20%，空头组合的月均超额收益达到-1.06%，因子的单调性较好，说明复合选股因子对于个股未来的收益区分程度具有明显的区分作用。

图32：复合选股因子 RankIC 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图33：复合选股因子分组月均超额收益



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

高质量精选组合

高质量精选组合构建

我们在稳健高 ROE 股票池中，根据多因子模型构建复合选股因子，选取得分最高的 50 只股票构建高质量精选组合。

具体要素如下：

- 回测时间：20151231-20240628
- 调仓频率：每年 1 月、4 月、7 月、8 月、10 月月末
- 股票池：稳健高 ROE 股票池
- 选股方式：基于多因子模型进行综合打分，构建复合选股因子，并根据复合选股因子从高到低进行排序
- 持股数量：选取复合选股因子得分最高的 50 只股票等权构建组合
- 行业权重上限：单一中信一级行业持股权重不超过 20%
- 交易费用：双边千分之三
- 交易设置：调仓日涨停股票不买入、跌停股票不卖出

高质量精选组合绩效表现

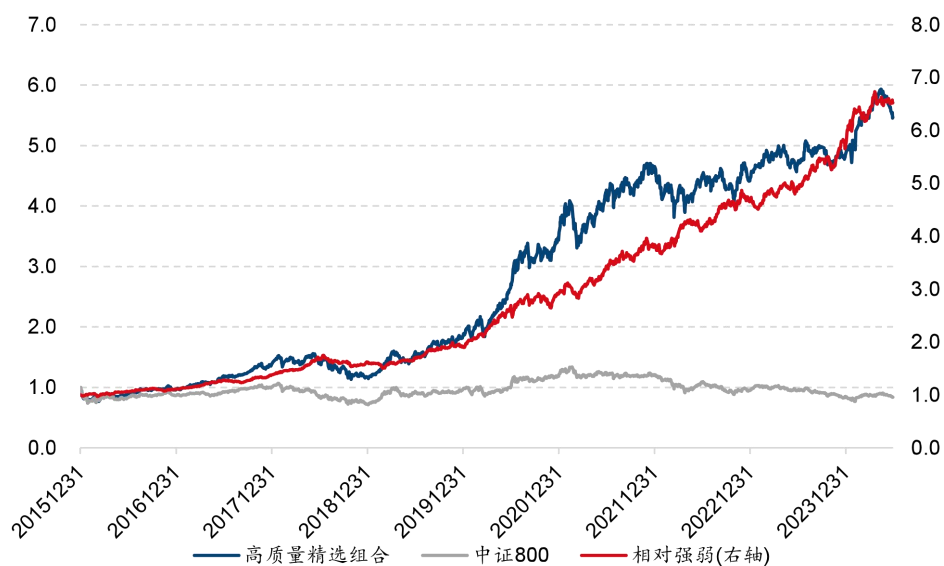
图 34 和表 10 分别展示了高质量精选组合相对中证 800 指数的净值走势及分年度绩效表现。在考虑了交易费用的影响后，高质量精选组合自 2016 年以来年化收益达到 23.08%，相对同期沪深 300 指数年化超额达到 23.99%，相对同期中证 500 指数年化超额收益 28.23%，相对同期中证 800 指数年化超额收益 25.20%，每年都能够较为稳定地战胜各宽基指数。

表10：高质量精选组合分年度绩效表现

年份	高质量精选组合	沪深 300	相对沪深 300 超额收益	中证 500	相对中证 500 超额收益	中证 800	相对中证 800 超额收益	国信价值全收益	相对国信价值全收益超额收益
2016	-3.46%	-11.28%	7.82%	-17.78%	14.31%	-13.27%	9.81%	-8.35%	4.89%
2017	42.65%	21.78%	20.87%	-0.20%	42.86%	15.16%	27.49%	23.81%	18.84%
2018	-14.50%	-25.31%	10.81%	-33.32%	18.82%	-27.38%	12.88%	-23.17%	8.67%
2019	57.69%	36.07%	21.62%	26.38%	31.31%	33.71%	23.98%	23.79%	33.90%
2020	91.99%	27.21%	64.78%	20.87%	71.12%	25.79%	66.20%	18.83%	73.16%
2021	30.52%	-5.20%	35.72%	15.58%	14.93%	-0.76%	31.27%	17.51%	13.01%
2022	-4.40%	-21.63%	17.23%	-20.31%	15.92%	-21.32%	16.92%	-10.06%	5.66%
2023	8.74%	-11.38%	20.12%	-7.42%	16.16%	-10.37%	19.11%	9.96%	-1.22%
20240628	13.07%	0.89%	12.18%	-8.96%	22.03%	-1.76%	14.83%	6.22%	3.44%
区间年化	23.08%	-0.91%	23.99%	-5.15%	28.23%	-2.13%	25.20%	6.14%	16.94%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图34: 高质量精选组合相对中证 800 指数净值走势 (20151231-20240628)

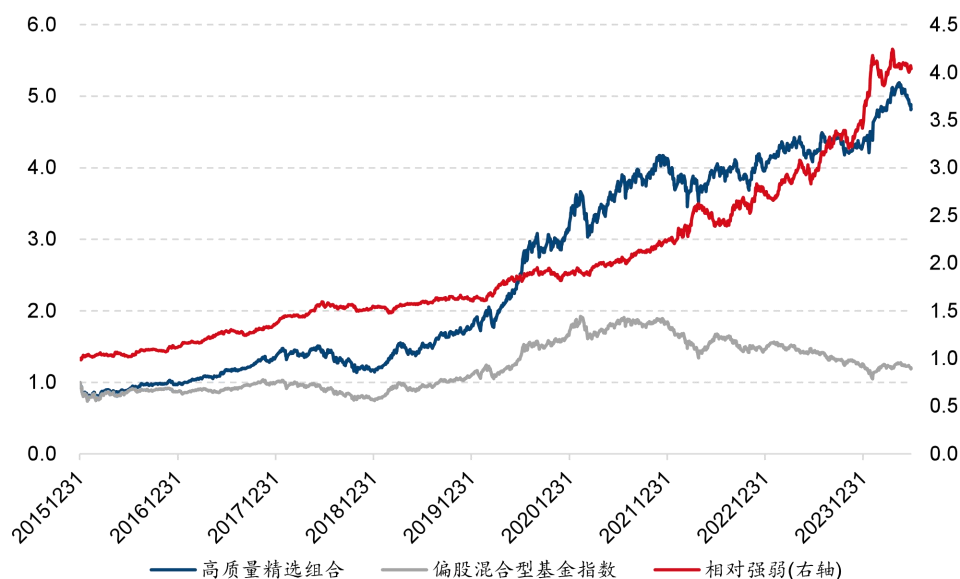


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

为了更好地与偏股混合型基金指数进行比较, 我们在计算高质量精选组合的净值时, 以 90% 仓位进行计算。图 35 和表 11 展示了高质量精选组合相对偏股混合型基金指数的净值走势及分年度绩效表现。

在考虑交易费用及仓位的影响后, 高质量精选组合年化收益率 21.20%, 相较同期偏股混合型基金指数年化超额收益 19.01%, 绝大多数年份都能排名主动股基前 20% 分位点, 分年度表现较为优异。

图35: 高质量精选组合相对偏股混合型基金指数净值走势 (20151231-20240628)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

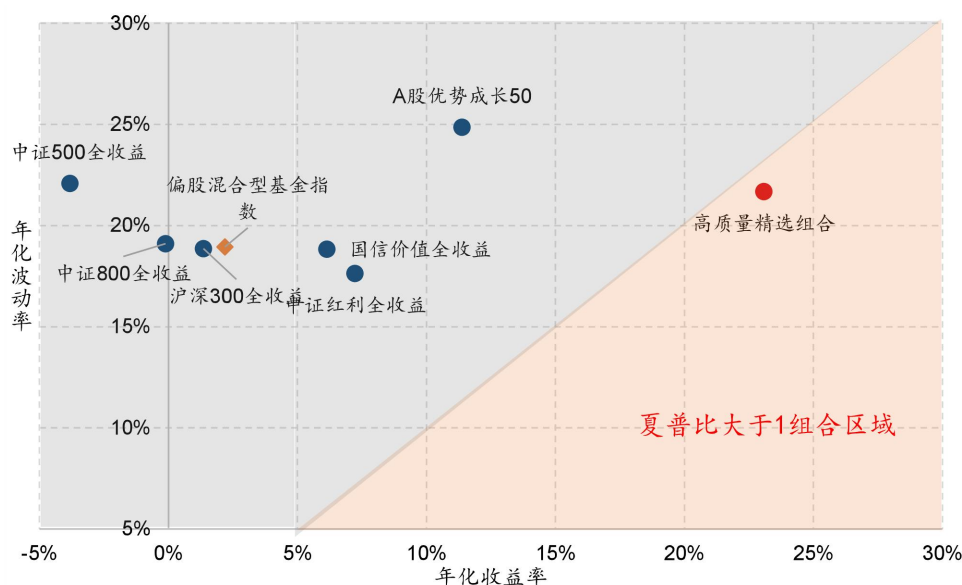
表11: 高质量精选组合相对偏股混合型基金指数分年度绩效表现

年份	高质量 精选组合 (满仓)	高质量 精选组合 (考虑仓位)	偏股混合型 基金指数	超额收益	相对 最大回撤	信息比	跟踪误差	收益 回撤比	季度胜率	在主动股基中 排名分位点	在主动股基 中排名
2016	-3.46%	-2.61%	-13.03%	10.41%	5.06%	1.50	7.49%	2.06	75%	14.52%	72/496
2017	42.65%	38.25%	14.12%	24.13%	5.15%	3.07	6.44%	4.68	75%	7.95%	49/616
2018	-14.50%	-12.72%	-23.58%	10.85%	5.32%	2.10	6.82%	2.04	75%	5.70%	45/789
2019	57.69%	51.50%	45.02%	6.48%	5.59%	0.82	5.95%	1.16	50%	41.19%	402/976
2020	91.99%	81.63%	55.91%	25.73%	6.95%	1.86	8.93%	3.70	75%	18.26%	203/1112
2021	30.52%	27.66%	7.68%	19.98%	4.10%	2.30	7.91%	4.87	100%	16.75%	315/1881
2022	-4.40%	-3.58%	-21.03%	17.45%	11.03%	1.31	15.72%	1.58	75%	3.02%	72/2384
2023	8.74%	8.23%	-13.52%	21.75%	8.31%	2.08	11.13%	2.62	100%	2.63%	75/2857
20240628	13.07%	11.96%	-5.33%	17.29%	9.07%	2.71	13.08%	1.91	100%	5.02%	167/3325
区间年化	23.08%	21.20%	2.19%	19.01%	11.03%	1.80	9.54%	1.72	79%	-	-

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 36 将高质量精选组合与主要宽基指数及风格指数的收益风险特征进行了比较, 在 20151231-20240628 区间内, 高质量精选组合的年化收益率高于其他主要指数, 且其年化波动率处于相对中等水平。总体来看, 本文构建的高质量精选组合作为一个夏普比大于 1 的多头组合, 具有较高的收益风险比。

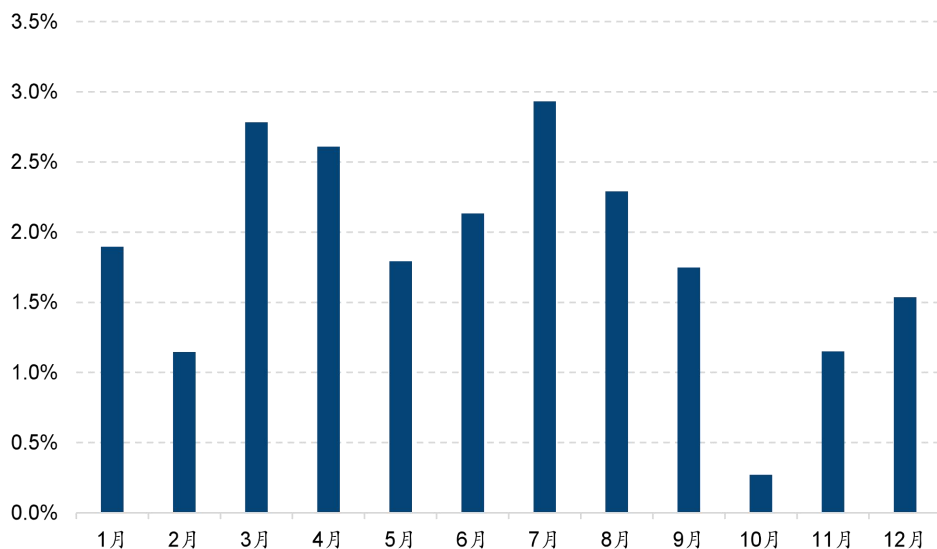
图36: 高质量精选组合与主要指数收益风险特征 (20151231-20240628)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 37 展示了高质量精选组合相对中证 800 指数的月度超额收益分布情况, 总体来看该超额收益分布较为平均, 大部分月份都保持在相对较高的水平。

图37: 高质量精选组合相对中证 800 指数月度超额收益分布



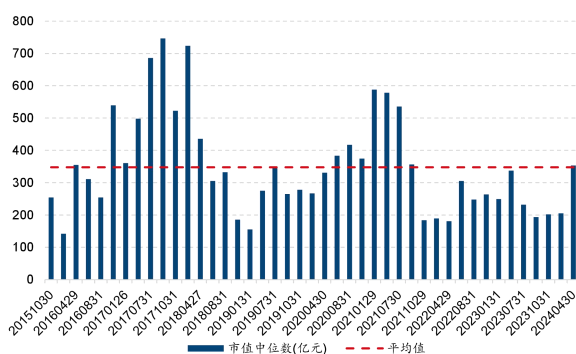
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

高质量精选组合持股特征

本部分我们对高质量精选组合的持股特征进行分析。图 38 展示了高质量精选组合持股市值中位数, 由于高 ROE 公司往往对应行业内龙头股票, 拥有着较大的市值和较大的资金容量。全样本期间内, 高质量精选组合每期持股市值中位数在 348 亿元, 整体风格偏向于中大盘风格。

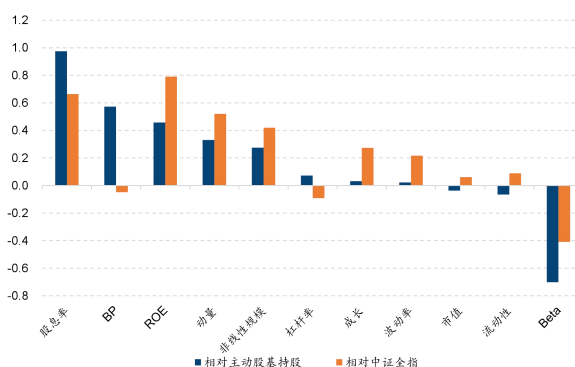
图 39 展示了高质量精选组合相对主动股基持股及中证全指的风格因子暴露情况。与主动股基持股相比, 高质量精选组合整体偏向于高股息、低估值、强动量、低 Beta 风格。与中证全指相比, 高质量精选组合整体偏向于高 ROE、高股息、强动量、低 Beta 风格。

图38: 高质量精选组合持股市值中位数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图39: 高质量精选组合风格因子暴露

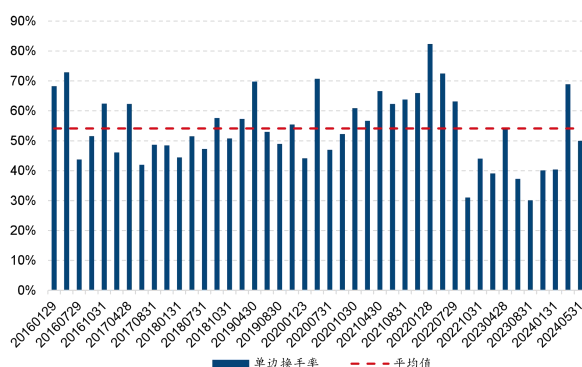


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 40 展示了高质量精选组合每期换手率情况，该组合每年仅在 1 月、4 月、7 月、8 月和 10 月末换仓，调仓频率相对较低。全样本区间内，组合单次调仓平均换手率为 54%，年度单边换手率 2.7 倍。

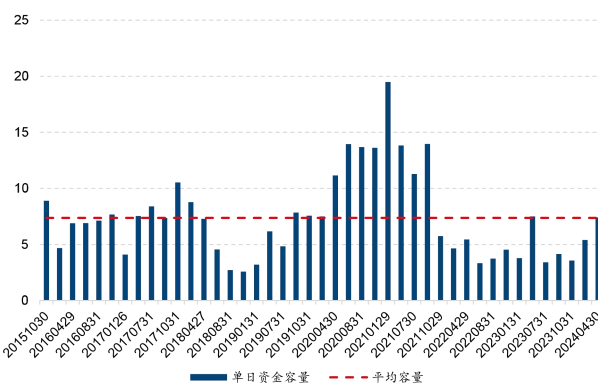
图 41 展示了高质量精选组合的单日资金容量，我们以每只股票在交易时点前 10 个交易日的日均成交额的 10% 作为个股单日最大买入金额，然后计算截面每只持仓股票单日最大买入金额除以组合中该股票权重，取截面所有股票该数值的 25% 分位数处的取值作为组合单日最大买入金额。历史来看组合平均单日最大买入金额为 7.37 亿元。

图40: 高质量精选组合每期换手率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图41: 高质量精选组合资金容量测算

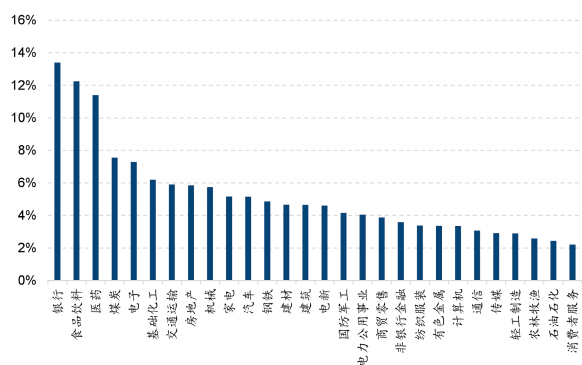


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 42 展示了高质量精选组合在中信一级行业上的权重分布，在全样本区间内该组合在银行、食品饮料、医药、煤炭和电子等行业配置权重较高。

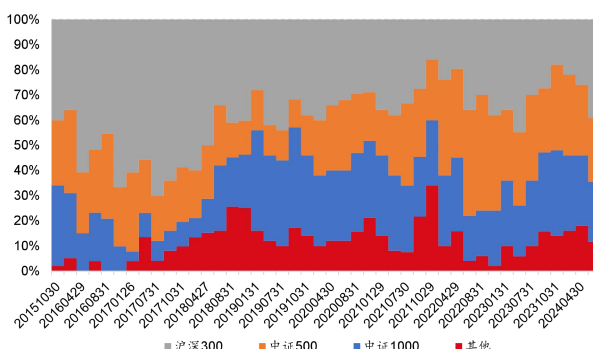
图 43 展示了高质量精选组合在主流宽基指数中的权重分布，在全样本区间内该组合平均有 39% 权重属于沪深 300 指数成分股, 25% 权重属于中证 500 指数成分股, 24% 权重属于中证 1000 指数成分股, 12% 权重属于其他板块。

图42: 高质量精选组合行业平均分布



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图43: 高质量精选组合在不同宽基指数中的权重分布

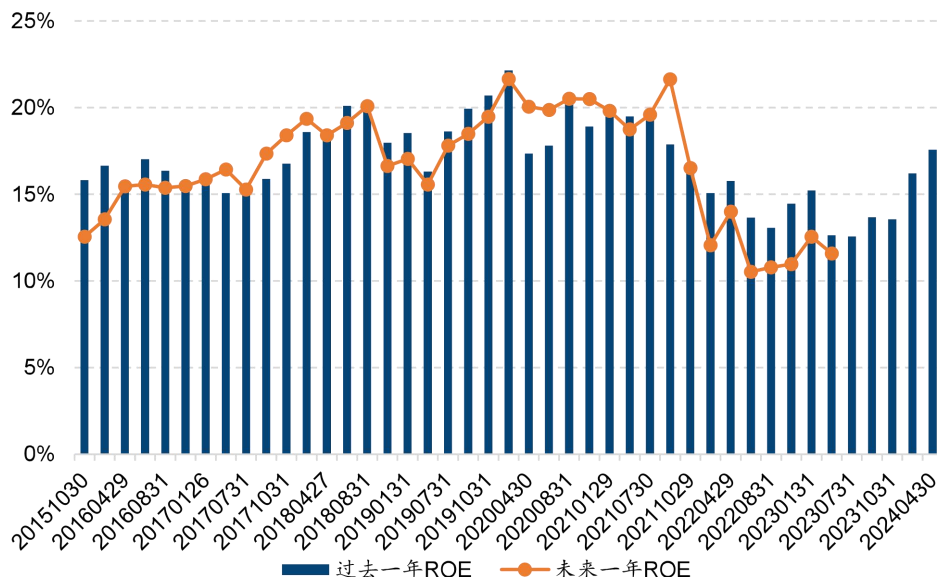


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 44 展示了高质量精选组合过去一年及未来一年的 ROE 水平，整体来看组合 ROETTM 均值维持在 17% 左右，且未来一年的 ROE 水平也基本维持在 17% 左右，整体保持了较强的稳定性和持续性。

稳健高 ROE 股票池的历史 ROE 水平在 15% 左右，高质量精选组合的历史 ROE 水平在 17% 左右，整体来看精选组合的 ROE 高于稳健高 ROE 股票池。

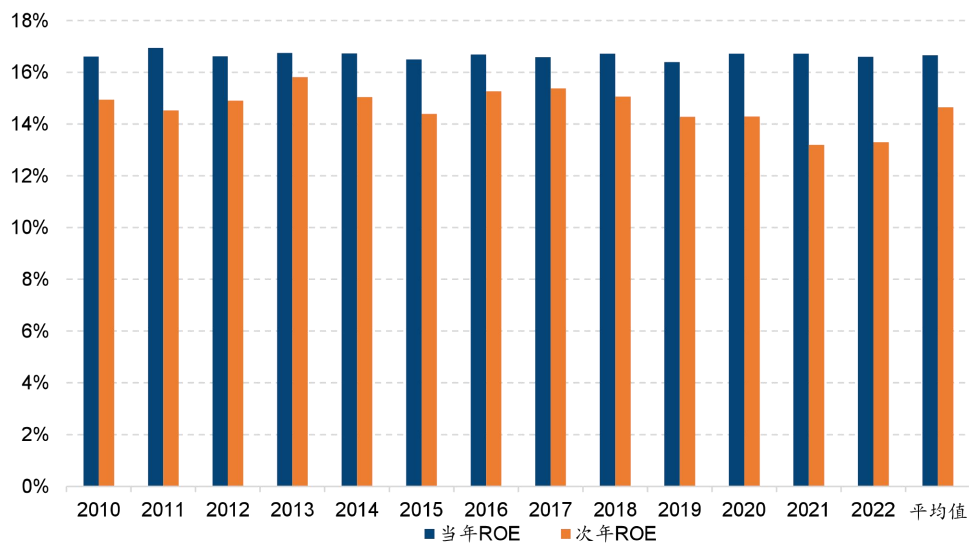
图44: 高质量精选组合过去一年及未来一年 ROE 均值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

相较之下, 如果我们不做任何筛选, 仅选择过去一年 ROE 接近 17% (如 15%-19% 区间) 的股票, 其未来一年 ROE 水平将出现一定程度的下滑。如图 45 所示, 该部分股票过去一年的 ROE 均值为 16.66%, 未来一年的 ROE 均值下滑到 14.65%。整体来看, 稳健高 ROE 股票池的构建及个股的精选能够帮助我们筛选出未来 ROE 持续高企、且预期收益较高的优质股票。

图45: 过去一年 ROE 在 15%-19%区间的股票未来一年 ROE 均值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

总结

ROE：衡量企业长期投资价值的关键性指标

ROE 与长期年化收益：拉长周期来看，股票价格的长期上涨取决于企业所创造的价值，其长期趋势应向 ROE 水平靠拢。

ROE 稳定性与长期年化收益：ROE 稳定性对股价运行的平稳性至关重要。ROE 稳定性与股价运行的平稳性至关重要。如果 ROE 较为稳定的话，长期来看一只股票的回报率约等于它的 ROE

A 股市场 ROE 分布统计：全市场股票 ROE 中枢在 6.5% 左右，主动股基持股 ROE 中枢在 15.5% 左右，每年 ROE 高于 10% 的股票数量占比平均值仅有 30%。

高 ROE 公司的稀缺性：在 A 股市场中，长期稳定地维持较高 ROE 水平的公司数量相对较少，长期高 ROE 的高品质公司在 A 股市场中相对稀缺。

预知高 ROE 能带来多少收益？

预知高 ROE 能带来多少收益：若投资者能够提前一年买入未来高 ROE 的股票，其能够获得的年化收益率将远高于股票的 ROE 水平。

ROE 突然提升 VS ROE 持续稳定：提前一年买入次年 ROE 持续稳定的股票，其年化收益率与 ROE 平均水平相当。若投资者能够较好地地区分公司高 ROE 水平未来是否可持续，则其有较高的概率获得与公司 ROE 水平相当的业绩。

如何寻找未来高 ROE 公司

我们将从历史 ROE 水平、机构投资者认可、历史 ROE 波动率及分析师预期四个角度出发，寻找未来 ROE 持续高企的公司。

稳健高 ROE 股票池构建

自 2016 年以来，稳健高 ROE 股票池的年化收益与偏股混合型基金指数相当，平均持股数量 420 只，过去一年 ROE 平均在 15.1% 左右，未来一年 ROE 平均保持在 13.8% 左右，保持了较高的 ROE 稳定性。

如何对稳健高 ROE 股票池进行增强

从进攻性和防守性出发，对稳健高 ROE 股票池进行综合打分。复合选股因子 RankIC 均值为 9.3%，年化 RankICIR 为 1.60，多头月均超额收益 1.20%，空头月均超额收益达到 -1.06%。

高质量精选组合

组合构建：高质量精选组合季度调仓，选择复合选股得分最高的 50 只股票构建等权组合。

组合绩效：高质量精选组合自 2016 年以来满仓年化收益 23.08%，相较同期中证 800 指数年化超额 25.20%。考虑仓位后，高质量精选组合年化收益为 21.20%，相较同期偏股混合型基金指数年化超额 19.01%，绝大多数年份均能排名主动股基前 20% 分位点，历史表现较为优异。

组合特征：高质量组合历史 ROE 及未来 ROE 均能保持在 17% 左右，具备持续稳健的高 ROE 水平。

风险提示

市场环境变动风险

市场环境变动可能会导致模型失效。

因子失效风险

因子失效、因子拥挤等情况的发生可能导致模型失效。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032