

大变局 2：从交易边际变化到认知内在价值

——策略框架迭代系列报告（三）

报告摘要：

- 在《大变局：回归和重塑》中，我们将 A 股主要资产重新划分为三类：
 - ① 类别一：经济周期类（ROE 随经济周期波动的品种）
 - ② 类别二：稳定价值类（ROE 相对稳定的品种）
 - ③ 类别三：景气成长类（分为主题投资和景气度投资）23 年 A 股对于【稳定价值类】资产明显给予了更多的关注和思考。
- 市场的变化：从交易边际变化，到重新认知内在价值**
市场过去更偏爱“加速度”，只要景气还在加速，那么估值中枢就可以抬升；只要景气出现减速（即使绝对值较高），但估值中枢就可能回落。然而在 A 股缺乏下一个共识的景气赛道之前，定价思维正逐渐由“交易边际”，重新转向认知“内在价值”。经济总需求的弹性下降（地产弹性、出口弹性、消费弹性），边际和变化的东西变少，稳定就具备了相对价值。
- Q1：为什么 A 股在中长期对于【稳定价值类】资产有持续配置的必要？**
A 股股债收益差在过去 1 年半持续在“-2X 标准差至-1X 标准差”通道内徘徊。参考日本案例，长期经济增长预期不稳定的环境中股债收益差持续沿下轨运行，在没有出现下一轮地产周期反弹或科技爆发的阶段，【稳定价值类】资产作为“杠铃策略”的一端，在中长期具备配置价值。
- Q2：当前 A 股公司是否具备了“稳定价值”、“稳定 ROE”的可能性？**
由于 A 股的利润增速（R）比净资产增速（E）波动率大得多，因此上市公司想实现 ROE 的稳定性——要么可以降低净利润（R）的波动性使其不下滑（供给壁垒、龙头格局），要么就是调节净资产（E）波动性使得分母资产（E）下滑能够抵消分子（R）的下滑（分红、注销式回购）。从 A 股近 2 年上市公司的财务特征来看：①上市公司缩表、降杠杆；→②大多数制造业收缩 CAPEX，减少扩产；→③自由现金流 FCFF 累积至 20 年高位；→④分红比例提升。下一步推演，分红比例提升可降低净资产，使 ROE 稳定性上升，在经济预期不平稳的环境中具备相对优势。
- Q3：为什么【稳定价值类】的核心是稳定的 ROE，而股息率只是结果？**
以日本 90 年代的市场为例，仅凭“股息率高低”这个单一变量很难在下行的市场环境中取得持续的超额收益，而相对高且稳定的 ROE 是行业获胜的关键。A 股典型的【稳定价值】类资产也是类似。
- Q4：【稳定价值类】资产，如何定价与估值？**
用 DDM 模型给股票定价，【稳定价值类】资产通过“收缩资本开支→提升自由现金流→提升分红率 d→提升 DDM 分子”，实现估值中枢提升。
- 风险提示：**宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等

分析师：

刘晨明



SAC 执证号：S0260524020001



liuchenming@gf.com.cn

分析师：

郑恺



SAC 执证号：S0260515090004



021-38003559



zhengkai@gf.com.cn

分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003



SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

请注意，刘晨明、郑恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

日股何以创新高？日特估如何看？：——“债务周期大格局”系列（五）	2024-03-20
格局正在起变化：——策略框架迭代系列报告（二）	2024-03-08
债务周期下的资产配置-避险资产篇：——“债务周期大格局”系列（四）	2024-03-01

图表索引

图 1: A 股三类资产划分及其内在定价逻辑.....	3
图 2: 加速增长与降速增长时股票的年度估值变化	4
图 3: 若股价运行至高位且增速边际走弱时, 可能面临“景气度陷阱”	5
图 4: 五种增长类型的年度表现 (表中数值为各年度符合增速要求的标的当年涨幅中位数, %)	6
图 5: 低 PB 策略的有效性 (交易价值), 和景气投资的有效性 (交易边际), 是存在轮动的	6
图 6: A 股的股债收益差自 22 年 10 月以来, 持续在【-2X 标准差至-1X 标准差】的通道内低位徘徊.....	7
图 7: 日本自 92 年起近二十年间, 股债收益差基本上持续在【-2X 标准差至-1X 标准差】的下沿轨道内运行	8
图 8: A 股杠铃策略: 预期回报率下降的两端资产受益	8
图 9: A 股杠铃策略: TMT 与红利资产从反向变为同向	8
图 10: 90 年代后日本稳定类资产有三个阶段出现压力, 两次是地产周期回升, 一次是全球科技爆发.....	9
图 11: 日本地产周期 1992-1995 小幅回升	9
图 12: 1995 年侯日本劳动力增速及出生率企稳	9
图 13: ROE 的稳定性——要么是分子端 (R) 稳定, 要么是分母端 (E) 跟随 R 的下行而下行.....	10
图 14: 2020 年以来上市公司资产负债率下行 (三季报)	11
图 15: 22-23 年上市公司自由现金流累积至二十年高点.....	11
图 16: A 股过去 3-4 年的分红比例提升	11
图 17: 23 年高自由现金流的行业具备高分红比例.....	11
图 18: 日本 1993-2002 年股市回报高的行业与高股息行业的重合度并不高	12
图 19: 日本从个股角度来构建“高股息组合”, 90 年代至今最高股息率组合的累计回报并不突出.....	13
图 20: 日本增长动能不足的过程中, 相对高且稳定的 ROE 是行业获胜的关键..	13
图 21: 1992-2002 年日本增速降档区间, 涨幅翻倍的公司大多具备持续稳定的高 ROE (标红为消费公司)	14
图 22: 长江电力是【稳定价值类】资产, 充矿能源属于【经济周期类】资产	15
图 23: 不同分红或回购比例, 对 ROE 的影响 (假设期初 ROE 16%, 新增项目 ROE 10%)	16
图 24: 不同分红比例之下, 需要多高增速来维持原有 ROE 水平.....	16
图 25: 长江电力的 ROE 稳定性对应估值中枢提升.....	17
图 26: 中国神华 ROE 稳定性对应估值中枢提升	17

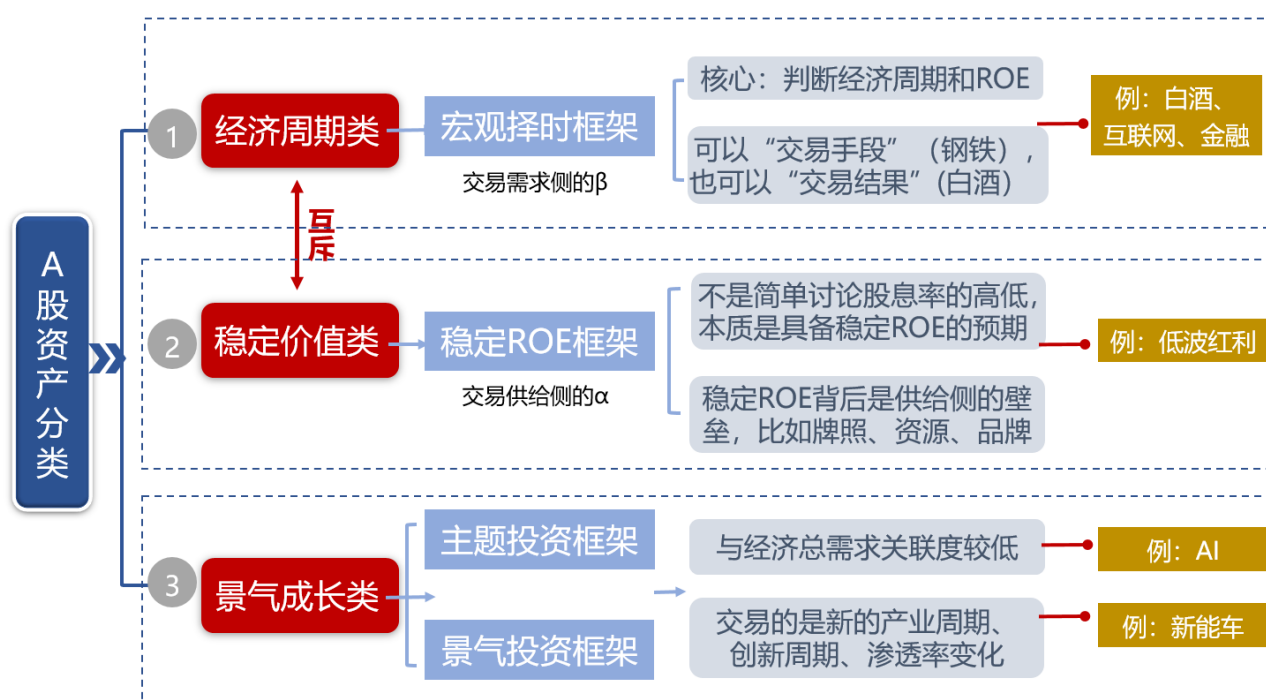
在策略框架迭代系列报告一《大变局：回归和重塑》中，我们提到近几年的市场环境证明了传统的风格研判框架有所失效。我们根据市场的交易逻辑，将A股主要资产重新划分为三类：经济周期类、稳定价值类、景气成长类。

- ① 类别一：经济周期类（ROE随经济周期波动的品种）
- ② 类别二：稳定价值类（ROE相对稳定的品种）
- ③ 类别三：景气成长类（分为主题投资和景气度投资，ROE追随其独立产业周期的品种）

类别一和类别二是“一枚硬币的两面”，实际上讨论的是【经济基本面预期&经济实际基本面】，前者交易的是经济的上行预期，后者交易的是经济的下行预期，两者更偏向于大盘风格。

类别三实际上讨论的是【产业基本面预期&产业实际基本面】，具备经济脱敏属性。如果产业基本面只有预期就属于主题投资，偏向于中小盘风格。如果产业基本面进入实际落地阶段就属于景气度投资，偏向于大盘成长。

图1：A股三类资产划分及其内在定价逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

由于23年属于第一类“经济周期”资产、第三类“景气成长”资产的机会寥寥，因此在过去A股较长一段时间，市场对于第二类【稳定价值类】资产明显给予了更多的关注和思考。

随着市场从过去几年的“交易边际变化”到再度回到认知“内在价值”，【稳定价值类】资产正越来越具备中长期的配置意义。

1. 市场的变化：从交易边际变化，到重新认知内在价值

在过去几年对“景气投资”框架进行系统性复盘，我们发现，从增长曲线角度来看，市场更偏好“加速度”（高增长但最好加速增长），也就是股票的定价思维更偏向于交易“边际变化”。

从下表可以看出，“交易边际”的特点是，只要景气还在加速，那么估值中枢就可以抬升；只要景气出现减速（即使绝对值较高），但估值中枢就可能回落。

图2：加速增长与降速增长时股票的年度估值变化

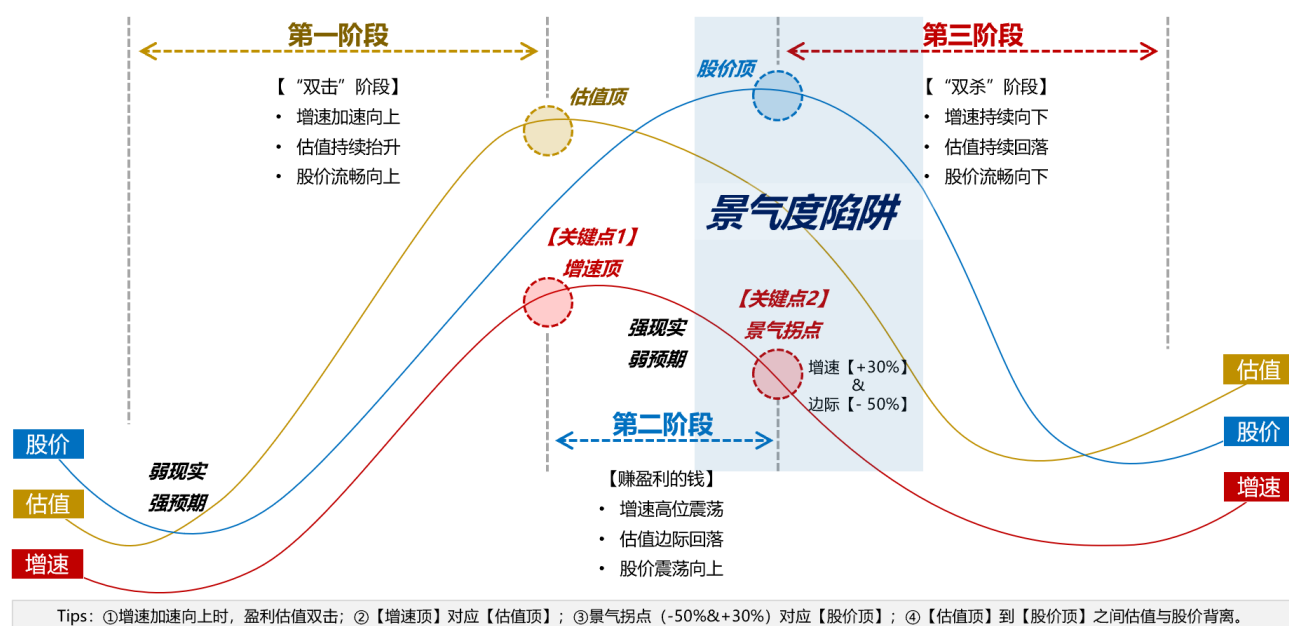
增速方向	增速变化	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	中值	均值
加速	250%~300%	-15%	8%	130%	-41%	112%	-29%	-37%	5%	37%	24%	52%	-13%	-21%	-33%	19%	5%	-5%	-24%	-13%	-5%	8%
	150%~250%	-11%	42%	98%	-54%	139%	-2%	-39%	13%	29%	42%	41%	-19%	-17%	-31%	21%	8%	-9%	-17%	-2%	-2%	12%
	100%~150%	0%	51%	30%	-49%	-7%	0%	-37%	0%	18%	16%	41%	13%	-12%	-25%	-6%	17%	-6%	-17%	9%	0%	2%
	75%~100%	31%	35%	67%	-55%	101%	9%	-19%	9%	19%	27%	38%	-31%	-39%	-38%	17%	-20%	-1%	-32%	-23%	-1%	6%
	50%~75%	-23%	15%	95%	-54%	82%	-17%	-49%	-8%	21%	13%	26%	-27%	-15%	-46%	7%	-1%	-20%	-27%	-14%	-14%	-2%
	25%~50%	-31%	8%	70%	-59%	98%	-2%	-45%	-15%	16%	7%	30%	-27%	-30%	-35%	9%	8%	-9%	-21%	-19%	-9%	-2%
降速	-30%~-20%	-30%	20%	97%	-68%	43%	2%	-49%	-10%	-6%	3%	28%	-29%	-27%	-42%	-1%	-2%	-9%	-35%	-19%	-9%	-7%
	-40%~-30%	-40%	55%	43%	-59%	76%	-21%	-49%	-18%	2%	8%	34%	-29%	-30%	-44%	11%	7%	-14%	-25%	-26%	-18%	-6%
	-50%~-40%	-28%	32%	57%	-72%	22%	-15%	-15%	-15%	1%	11%	31%	-1%	-3%	-3%	-3%	-9%	-9%	-32%	-21%	-9%	-11%
	-60%~-50%	-40%	42%	58%	-71%	69%	-23%	-42%	-18%	16%	8%	17%	-28%	-23%	-46%	-3%	-3%	-14%	-32%	-31%	-18%	-9%
	-70%~-60%	-33%	37%	29%	-62%	54%	-15%	-49%	-13%	4%	3%	37%	-27%	-34%	-46%	14%	-15%	-9%	-31%	-11%	-13%	-9%
	-80%~-70%	-40%	29%	43%	-65%	54%	-15%	-43%	-13%	12%	-8%	35%	-31%	-37%	-47%	2%	-9%	-13%	-32%	-23%	-13%	-11%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：针对当年增速0-500%、增速变化率（=当期/上期-1）的不同区间进行分组，表中数值为各组年度估值变化的中位数

从增长曲线来看，增速加速向上时，盈利估值可能双击（第一阶段）。但若股价运行至高位，且景气度出现拐点（绝对增速跌破 30%或边际降幅大于50%）时，可能会面临“景气度陷阱”，此时表观较高的增速并不能支撑股价进一步上涨，反而有可能进入估值盈利向下的双杀阶段（第三阶段）。

图3：若股价运行至高位且增速边际走弱时，可能面临“景气度陷阱”



数据来源：广发证券发展研究中心

如果A股短期缺乏下一个景气赛道或产业趋势，A股的定价思维正逐渐从交易边际变化，到重新认知内在价值。过去两年景气投资备受质疑，核心不是这个框架失效，更多是经济周期和产业周期向上动能不足，导致具备高景气的板块太少了。

下表显示，从市场对增长曲线的偏好类型来看，表现出：【加速增长】≈【持续高增长】≈【减速增长-低降幅】>【困境反转】>【减速增长-高降幅】>【低速稳定】的特点。

如果市场自上而下，越来越难以找到“加速增长”、“持续高增长”、“减速增长”的品种，那么市场就会顺势对第四档“低速稳定”的品种关注度有所提升，当然在“低速稳定”的品种中可以进一步做出优选。

图4：五种增长类型的年度表现（表中数值为各年度符合增速要求的标的当年涨幅中位数，%）

分组		上年 增速(%)	当年 增速(%)	增速变化	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	中值	均值
第1类 加速增长		>100	>100	加速	6.4	91.3	235.9	-55.3	194.3	27.3	-19.3	4.0	44.6	50.4	101.1	-10.0	-5.7	-29.2	40.3	27.2	23.9	-11.3	8.8	23.9	38.1
		[50,100]	>50	加速	12.3	253.6	133.8	-54.0	156.2	6.8	-29.0	24.1	36.9	37.4	92.8	-12.6	-8.5	-31.6	44.1	43.6	36.9	-5.7	10.0	24.1	39.3
		[30,50]	>30	加速	51.9	187.9	174.6	-50.7	183.4	8.2	-20.0	14.6	54.1	37.9	69.6	-16.2	-16.9	-14.5	47.2	18.9	29.1	-7.9	-9.7	18.9	39.0
第2类 持续高增长		>100	>100	无要求	6.4	136.4	235.5	-55.3	164.2	20.5	22.7	5.7	31.6	39.9	106.1	-10.0	-5.7	-29.2	40.3	27.2	23.9	-11.3	8.8	20.5	38.4
		[50,100]	[50,100]	无要求	13.6	188.1	158.0	-55.9	123.9	16.8	-20.7	15.6	52.9	28.2	66.9	-13.3	-4.0	-15.6	48.4	19.6	28.5	-12.8	-4.6	19.6	35.4
		[30,50]	[30,50]	无要求	43.8	180.2	195.2	-55.4	119.4	16.8	-20.7	15.6	52.9	28.2	66.9	-13.3	-4.0	-15.6	48.4	19.6	28.5	-12.8	-4.6	19.6	36.3
第3类 减速增长	降0~1/3	>60	>40	减速	-0.4	143.3	206.4	-57.3	133.9	21.5	-27.9	22.6	23.5	45.7	87.6	-10.7	-3.7	-27.8	37.9	28.5	26.6	-9.3	15.2	22.6	34.5
	降1/3~1/2	>60	>30	减速	3.6	135.8	179.4	-59.0	126.4	32.2	-24.9	16.5	39.7	62.8	108.9	-19.9	-9.6	-28.2	43.5	29.9	18.1	-8.5	9.0	18.1	34.5
	降1/2~2/3	>60	>20	减速	-2.7	89.2	163.0	-54.0	122.3	5.4	-24.8	6.7	33.5	56.5	74.9	-13.0	-5.4	-32.6	42.3	14.1	21.9	-12.7	3.6	6.7	25.7
	降2/3~1	>60	>0	减速	-12.1	94.9	182.1	-60.3	126.5	9.3	-33.7	4.6	16.1	47.4	78.8	-14.9	-14.5	-32.3	27.8	14.2	15.2	-16.3	6.2	9.3	23.1
第4类 低速稳定		[20,30]	[20,30]	无要求	8.6	110.6	103.6	-61.8	89.1	15.8	-30.9	1.6	64.6	27.6	75.0	-10.4	-8.7	-22.3	36.7	23.7	28.9	-1.4	-0.2	15.8	23.7
		[10,20]	[10,20]	无要求	4.2	79.6	159.9	-63.4	85.1	15.0	-29.3	6.4	24.2	35.2	55.1	-12.3	-8.4	-28.5	27.4	10.9	12.1	-13.6	7.1	10.9	19.3
		[0,10]	[0,10]	无要求	-14.0	54.3	136.9	-54.5	123.4	-2.7	-35.5	1.1	31.0	35.3	34.0	-11.1	-17.6	-28.4	14.8	0.7	4.4	-11.5	4.0	1.1	13.9
第5类 困境反转		<-100	>200	加速	-3.4	85.3	227.3	-66.1	132.0	23.9	-26.1	0.3	15.2	46.9	70.7	-3.4	-13.7	-28.4	54.4	5.4	33.4	-5.8	0.4	5.4	28.8
		<-100	>100	加速	-13.0	71.9	203.9	-61.0	150.9	7.4	-30.2	0.0	15.9	37.3	70.8	-9.0	-21.1	-29.6	23.8	12.9	25.7	-13.2	6.4	7.4	23.7
		<-100	>50	加速	-17.1	63.4	187.5	-61.0	136.8	1.1	-30.5	0.0	12.0	40.9	70.7	-9.9	-23.4	-32.3	15.9	7.6	20.7	-14.0	6.6	6.6	19.7

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

随着近年来经济总需求的弹性下降（地产弹性、出口弹性、消费弹性），“边际”和“变化”的东西变少了，稳定性就具备了价值。

从下表可见，有明确产业趋势的景气周期（15年互联网+，19-21年半导体及新能源），净利润增长因子对股票的定价作用更显著；但缺乏产业强周期的时段，稳定及价值风格的定价有效性更强。

图5：低PB策略的有效性（交易价值），和景气投资的有效性（交易边际），是存在轮动的

低PB因子	分档（数字小代表估值低）	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
	0-20%	5.46	-6.42	12.55	1.29	14.51	-29.76	-6.51	-7.80	33.05	55.87
	20%-40%	10.21	-13.89	13.04	4.80	15.85	-34.14	-17.14	-13.06	55.63	40.44
	40%-60%	9.36	-18.94	13.69	2.43	16.92	-33.30	-22.47	-13.59	68.59	35.67
	60%-80%	1.39	-21.22	13.23	5.25	19.78	-35.35	-21.39	-17.27	62.16	30.70
	80%-100%	-13.38	-25.13	2.59	6.35	20.83	-36.56	-27.63	-23.06	70.10	18.05
高增长因子	分档（数字小代表增速低）	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
	0-20%	2.90	-15.84	9.77	-2.76	14.17	-36.88	-24.55	-10.24	59.16	37.88
	20%-40%	4.58	-17.52	9.48	2.10	14.37	-32.17	-20.94	-15.05	51.32	38.55
	40%-60%	4.23	-14.64	9.86	3.45	16.12	-30.63	-15.68	-14.04	49.01	35.83
	60%-80%	3.62	-15.92	13.50	10.64	21.98	-33.09	-15.87	-15.36	66.14	33.23
	80%-100%	-1.25	-18.26	15.77	5.36	19.54	-34.08	-18.08	-14.00	67.72	38.42

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：PB因子以上年末PB绝对值划分为五档计算下一年公司涨跌幅中位数，增长因子以上一年报净利润增速绝对值划分五档计算下一年涨跌幅中位数

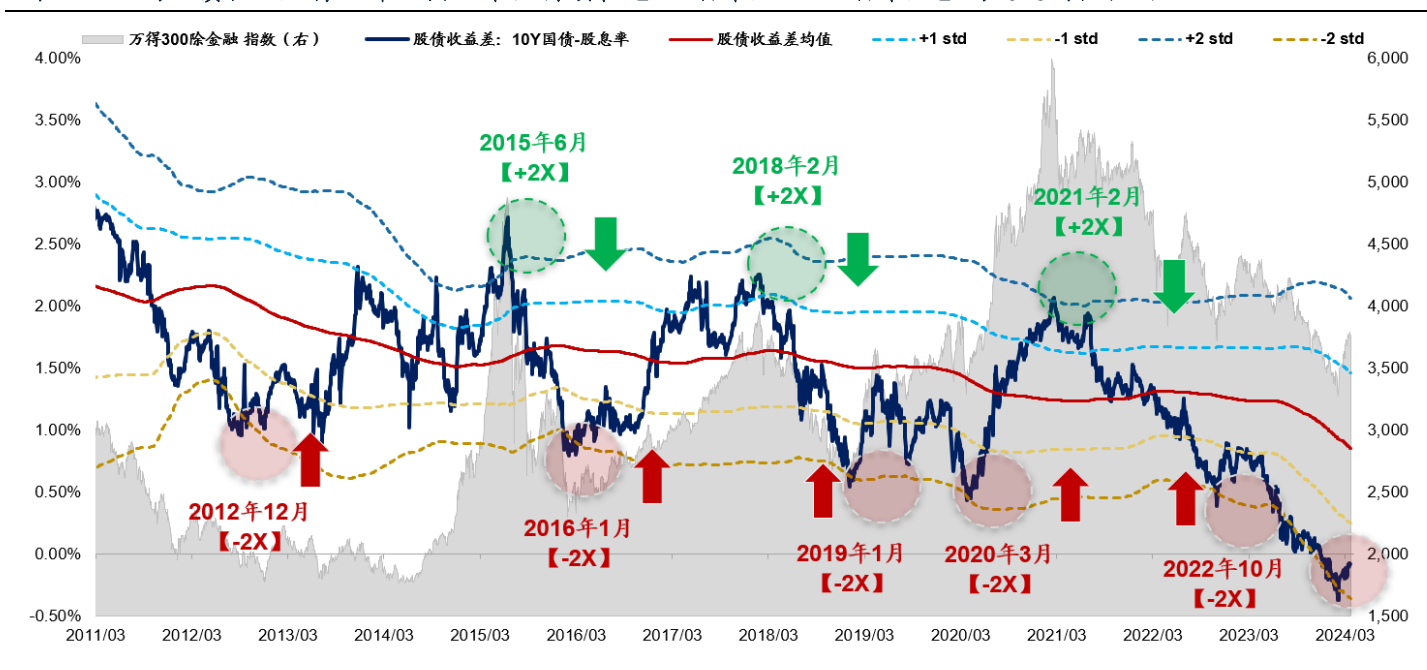
2. 为什么A股在中长期对于【稳定价值类】资产有持续配置的必要？

23年的市场环境对于A股投资者来说，需要适应两个新的变化：第一，我们可能需要在较长的时间内交易经济的不稳定预期；第二，我们可能需要长时间保持权益高仓位，因此需要在不同资产中做配置选择。

事实上，中国经济进入发展的新阶段，无论是外部的“逆全球化”趋势、还是内部的“资产负债表”形态，都给中国经济发展带来挑战，23年以来市场对于中长期的经济增长信心并不稳定。

从资产价格来看，A股股债收益差在22年10月触及【-2X标准差】下沿后，至今已经接近1年半的时间，持续在【-2X标准差至-1X标准差】的通道内低位徘徊。

图6：A股的股债收益差自22年10月以来，持续在【-2X标准差至-1X标准差】的通道内低位徘徊



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

日本在90年代面临更为严峻的发展问题，外部“逆全球化”（日美贸易摩擦）和内部“资产负债表”衰退，自92年起近二十年间日本股债收益差基本上持续在【-2X标准差至-1X标准差】的下沿轨道内运行，而鲜有机会向均值或更高位置的突破。这或许是经济中枢下台阶过程中，股债收益差的中长期运行形态。

图7：日本自92年起近二十年间，股债收益差基本上持续在【-2X标准差至-1X标准差】的下沿轨道内运行



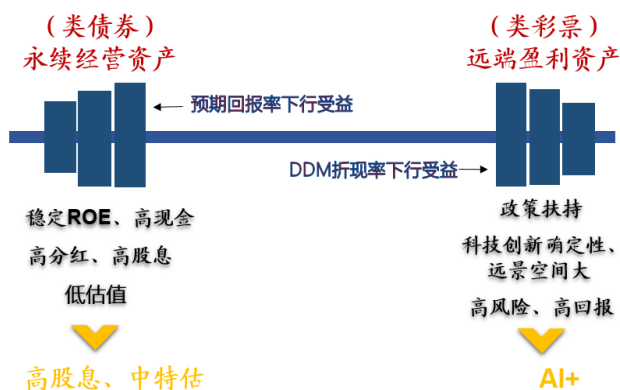
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在中长期的国际复杂格局下，A股投资者越来越意识到，股债回报差沿低轨震荡运行的局面可能还将持续。

因此，如果能够找寻到一类资产，能够在经济长期增长中枢下移的过程中，依然能够保持稳定的盈利能力（ROE），那么这类资产就具备了中长期的配置价值。

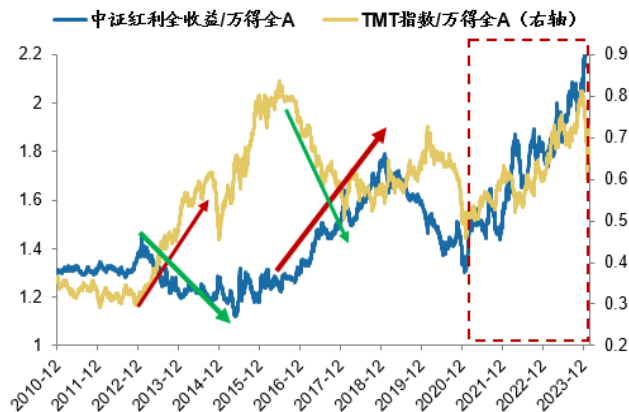
我们去年在报告中提示，A股23年的上涨格局（TMT和红利资产从反向变为同向）构成了“杠铃策略”，其中【稳定价值类】资产是杠铃的一端：上半年是“稳定价值+AI”，下半年是“稳定价值+微盘”、“稳定价值+北交所”。“稳定价值”类资产因其相对突出的高股息、高自由现金流、低波低估值，在不确定的市场环境中，成为了投资者预期回报率下行过程中“类债券”的安全垫。

图8：A股杠铃策略：预期回报率下降的两端资产受益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：A股杠铃策略：TMT与红利资产从反向变为同向

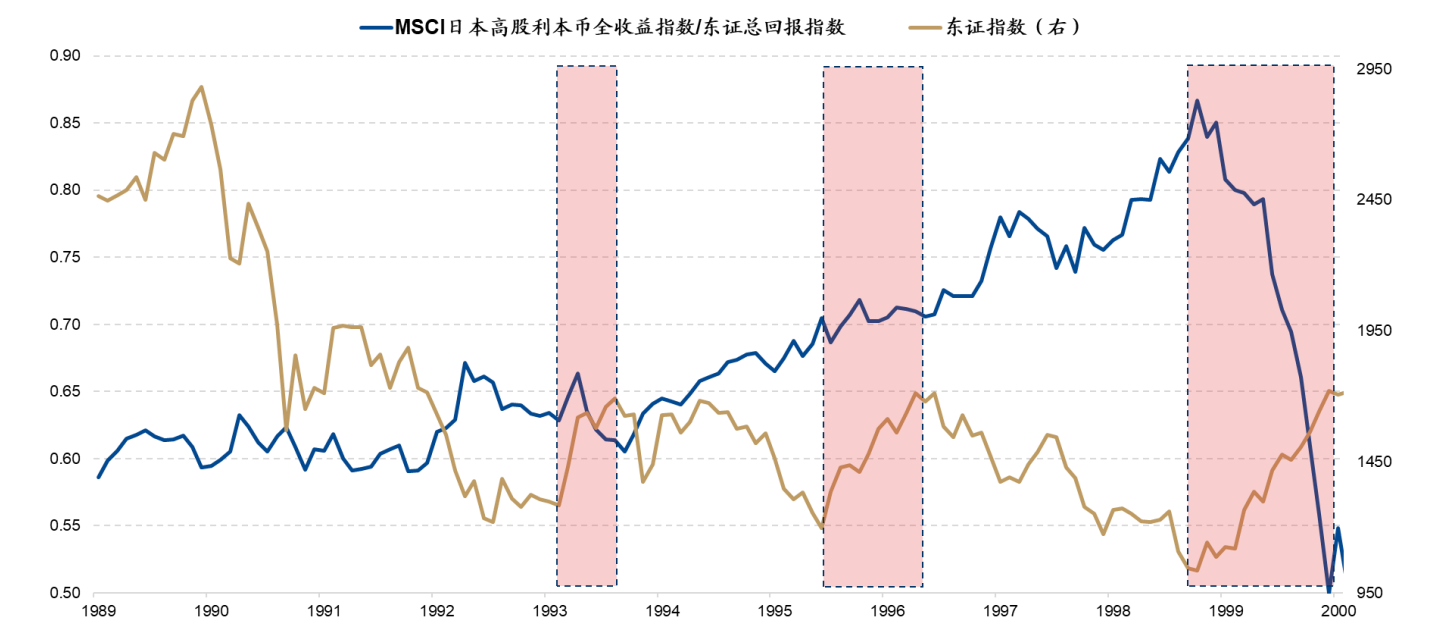


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

地产周期反弹、科技爆发是阶段性终结【稳定价值类】资产超额收益的因素。90年代，地产泡沫破灭后，日本稳定类资产有三个阶段出现压力，两次是地产周期回升，一次是全球科技爆发。

因此中国在出现地产周期反弹、或下次科技爆发之前，【稳定价值类】资产都有中长期继续配置的必要。

图10: 90年代后日本稳定类资产有三个阶段出现压力，两次是地产周期回升，一次是全球科技爆发

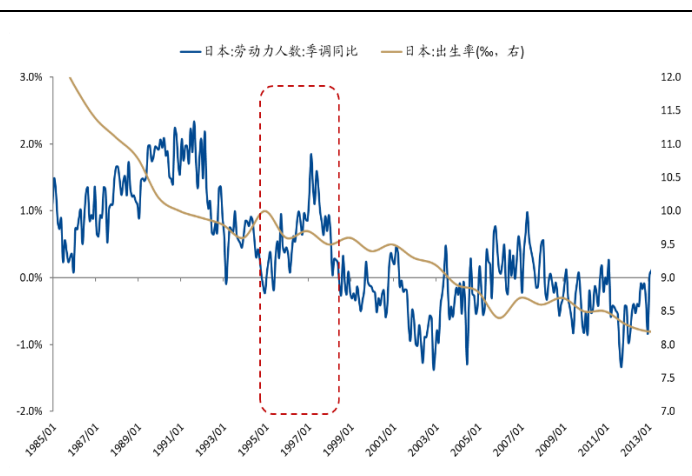
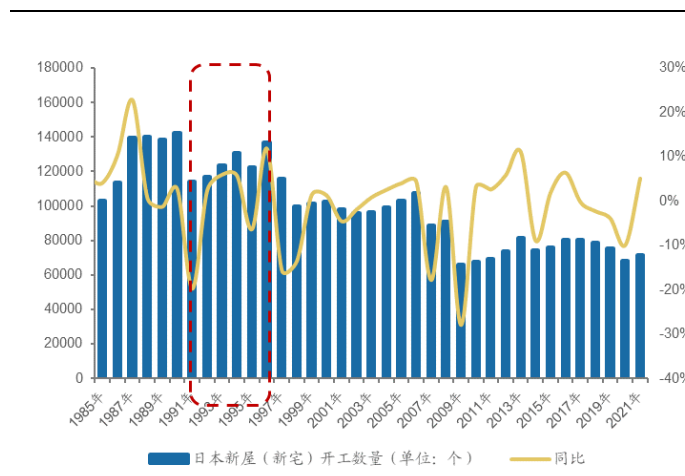


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

90年代，地产泡沫破灭后，房地产周期在1992年之后开工小幅回升，1995年形成二次大顶，背后与人口的变化有关。

图11: 日本地产周期1992-1995小幅回升

图12: 1995年后日本劳动力增速及出生率企稳



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

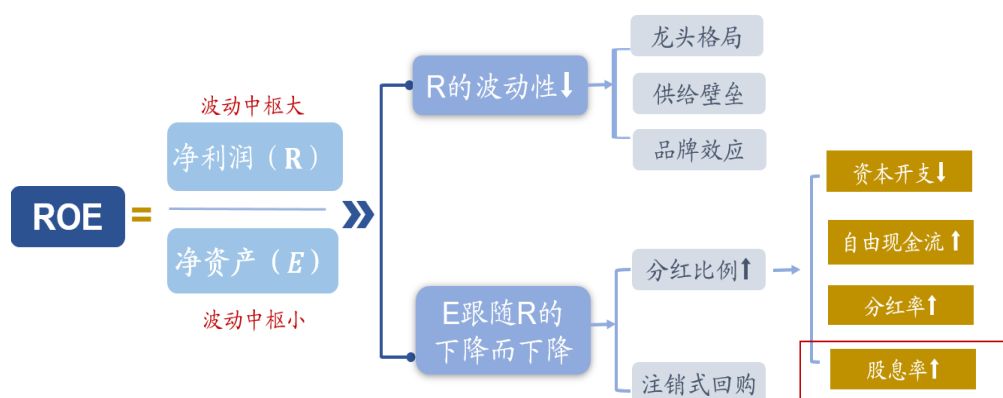
3. 当前A股上市公司是否具备了“稳定价值”、“稳定ROE”的可能性？

由于A股的利润增速（R）比净资产增速（E）波动率大得多，因此上市公司想实现ROE的稳定性、尤其是在长期增长中枢下移的背景下实现，并非容易的事情。

——要么通过降低ROE分子净利润（R）的波动性（不下滑），即经济总量环境对公司利润端的波动影响很小，使得公司具备了穿越周期的利润增长的稳定性。

——要么就是调节ROE分母净资产（E）的波动性，使得资产（E）的波动能够抵消经济环境变化中分子（R）的波动。

图13: ROE的稳定性——要么是分子端（R）稳定，要么是分母端（E）跟随 R 的下行而下行



数据来源：广发证券发展研究中心

观察过去2-3年A股上市公司的经营特征，我们会近年来的财务数据呈现出一个趋势——

- (1) 上市公司资产负债率下降：有息负债率下降、无息负债率下降，企业缩表
- (2) 上市公司资本开支收缩，减少扩产：结构性扩产集中在泛新能源产业链，而A股非金融非新能源的扩张产能的决策较为审慎
- (3) 上市公司在减少资本开支和营运资本后，自由现金流累积：2023年A股非金融非地产的自由现金流处于过去20年的次高值
- (4) 上市公司的自由现金流充裕，相应提高了分红比例：部分行业/公司股息率具备配置价值
- (5) 下一步的合理推演：如果部分公司提高了分红比例而降低了资产的波动性，那么即使利润增速有下滑的风险但资产增速也在下降，那么就提升了ROE的稳定性

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/495020031112011130>