



## 正文目录

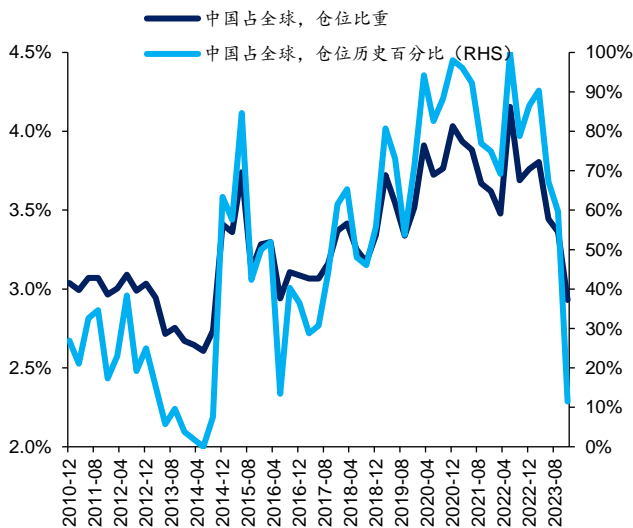
内外宏观压力充分定价在筹码、估值中 .....	3
“中国 beta 型”资产的内外资筹码均已回到 16 年水平 .....	3
“中国 beta 型”资产 PB-ROE 已位于历史区间下沿 .....	4
对中国“beta”型资产的定价中，是否存在被市场忽略的因素？ .....	6
中国“beta”型资产的盈利能力与地产周期的背离或暗示 alpha 线索 .....	6
微观预期差：适应新环境的三种方案使企业或具备正向经营 alpha .....	8
出海：沿需求韧性方向寻找经营新方向 .....	8
精细化管理：摒弃扩张时代“粗放式管理”，向成本要收益 .....	11
提高公司治理/股东回报：分红/回购亦是提振“全收益”的选择 .....	14
若地产 beta 改善，哪些“中国好公司”有望迎来双击？ .....	18
地产去库存或指向当前地产政策进一步发力 .....	18
“中国好公司”：筛选具备较大上行弹性的中国“beta”型资产 .....	20
风险提示 .....	22

## 内外宏观压力充分定价在筹码、估值中

### “中国 beta 型”资产的内外资筹码均已回到 16 年水平

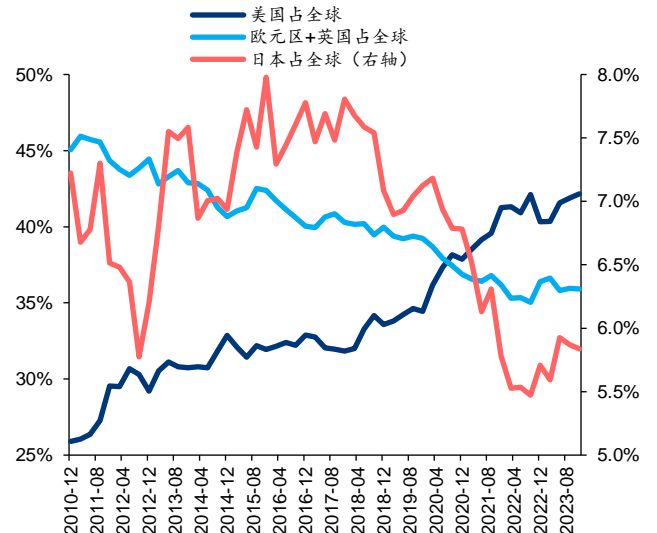
随着近年来宏观范式逐渐转换成国内经济结构转型 & 海外（二次）通胀，外资也对全球范围内的证券头寸进行了“再平衡”。据 IMF 数据显示，外资对大中华资产的仓位权重再 4Q23 时基本下滑至 3Q14-4Q14 水准。（注意，2014 年 11 月沪港通正式启用。）而对应的，近年来外资对美日欧等市场则进行了仓位权重的提升。

图表1：随近年内外宏观范式转变，外资对大中华的头寸亦明显下降



资料来源：IMF, Wind, Bloomberg, 华泰研究

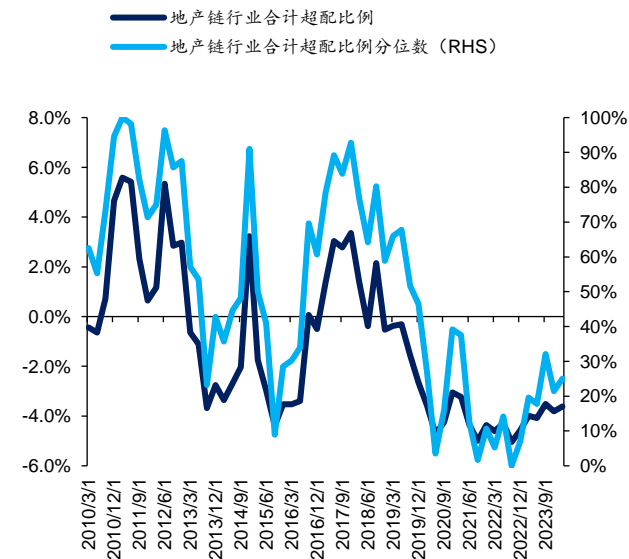
图表2：流出的资金则显著增配了美日欧等市场



资料来源：IMF, Wind, Bloomberg, 华泰研究

A 股方面,主动偏股公募基金的持仓情况亦显示内资也对国内经济结构转型这一宏观环境进行了应对。根据我们计算的主动偏股超配比例（仓位权重 - 市值标配权重）来看，国内主动偏股公募基金对地产链、和经济周期型（即中国 Beta 型）的配置基本处于 2010 年以来的较低水位（两者分位数皆不超过 30%）。

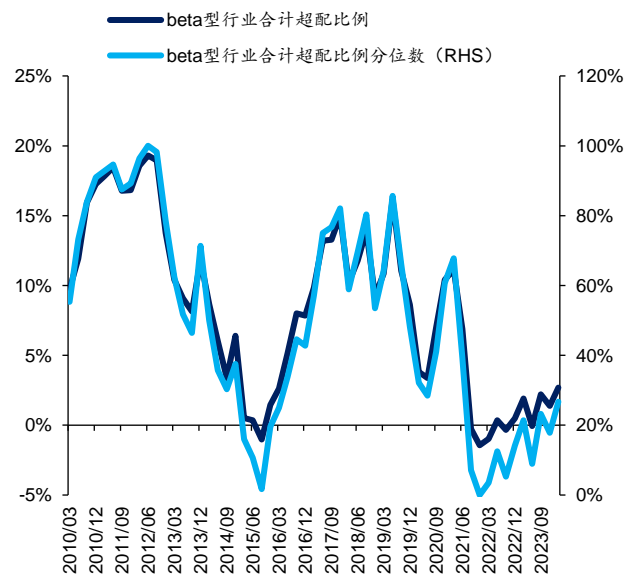
图表3：主动偏股公募对地产链的配置水平已在 2010 年以来低位



注：地产链包括：建材、工程机械、厨电、建筑、服装家纺、家居、保险。地产链不包括地产本身、不包括银行、煤炭、钢铁等已具备一定红利属性的行业。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表4：主动偏股公募对中国 beta 资产的配置水平亦在低位



注：中国 beta 型行业包括：建材、餐饮、商贸零售、社服、家电、美容、纺服、轻工、建筑、机械、化工（除农化）、保险，不包括地产本身、不包括银行、煤炭、钢铁等已具备一定红利属性的行业

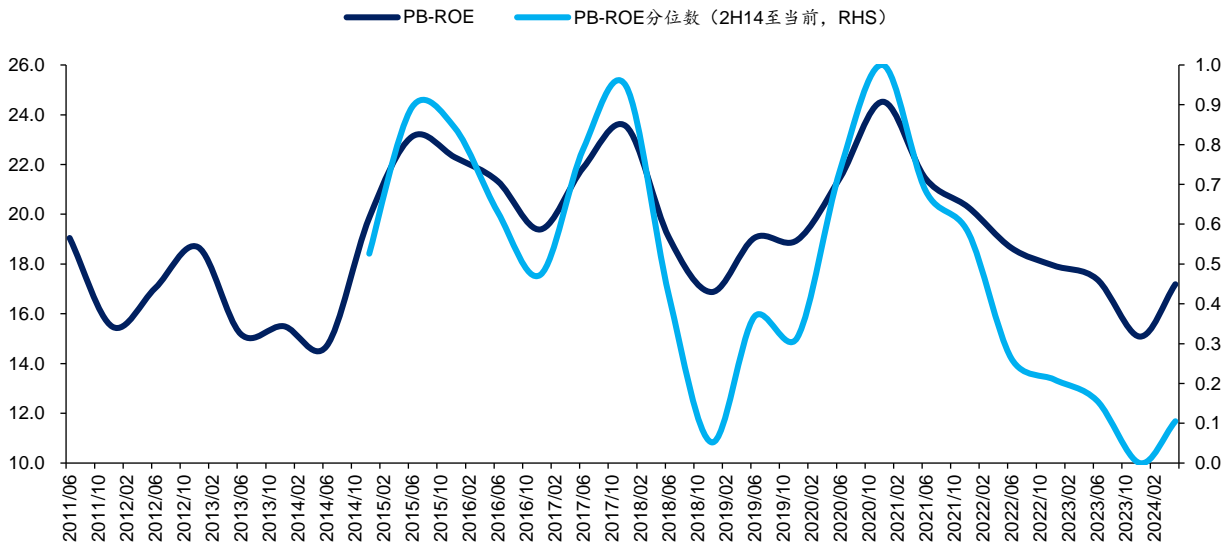
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

## “中国 beta 型”资产 PB-ROE 已位于历史区间下沿

个股估值角度，“中国 beta 型”资产 PB-ROE 已位于历史区间下沿。我们选择沪深 300 成分股（A 股）和 MSCI 中国指数（港股和 ADR）中的成分股，在 A 股与港股/ADR 里分别选择申万二级行业分类下每个行业前 2 的龙头公司（2024/5/20 市值衡量）作为“中国 beta 型”资产的个股集合，并剔除国有行、煤炭和石油石化等具备强红利逻辑的股票。此外，如果部分 AH 上市公司在 A 股和港股的筛选中均出现，则我们仅保留 A 股代码。

以 PB-ROE 衡量“中国 beta 型”资产的估值水位，当前“中国 beta 型”资产的 PB-ROE 估值历史分位数不足 20%（自 2H14 开始计算分位数），处于历史区间下沿水位。其中，港股大多数行业的 AH 溢价仍处于 2010 年以来的较高水位，港股估值具有更强优势。

图表5：“中国 beta 型”资产，PB-ROE 已位于历史区间下沿

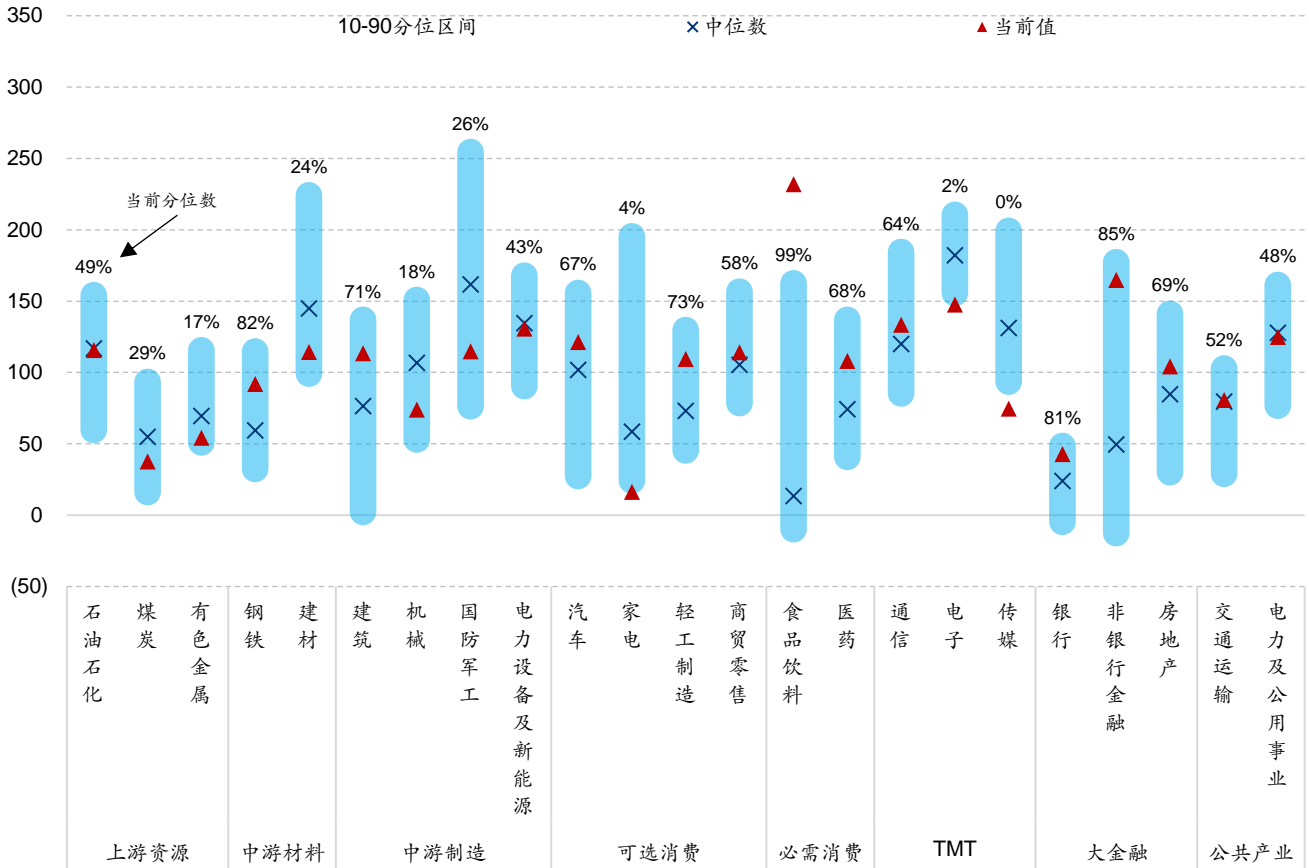


注 1：数据截至 2024.5.20。考虑 11 年以来港股市场陆续上市诸多高估值的新经济公司，考虑到时间序列的可比性，此处计算中我们只考虑 1H11 时有总市值的成分股。

注 2：2014 年 11 月沪港通正式启动。考虑这一因素，我们的分位数计算自 2H14 开始。

资料来源：Wind，华泰研究

图表6：港股大多数行业的 AH 溢价仍处于 2010 年以来的较高水位，港股估值具有更强优势



注：分位数计算自 2010.1.1  
资料来源：Wind，华泰研究

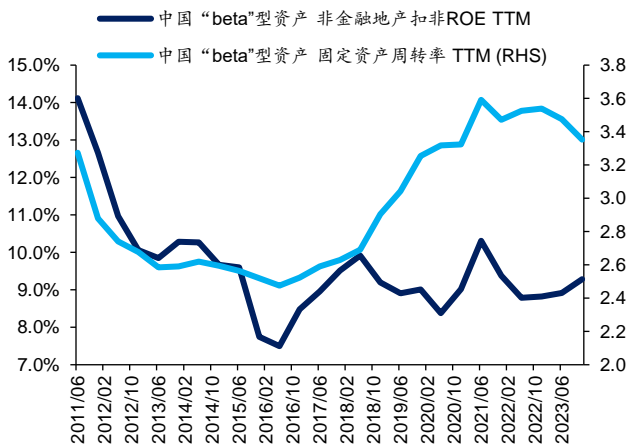
## 对中国“beta”型资产的定价中，是否存在被市场忽略的因素？

### 中国“beta”型资产的盈利能力与地产周期的背离或暗示 alpha 线索

实际上，当前非金融地产部门的中国“beta”型资产的盈利能力或已出现和地产周期的背离。自 2017 年以来中国经济周期和地产周期开始从数据上具备较高相关性，而这亦体现在中国“beta”型资产龙头股的扣非 ROE TTM 上。不过，需注意，自 22 年起，其 ROE 开始展现出和地产周期的背离。也许，这一背离或暗含一些被市场忽略的、但又十分关键的基本面因素。

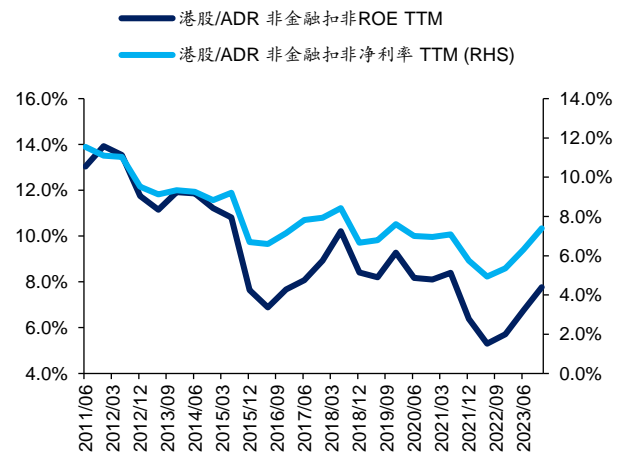
进一步，计算非金融地产部门的中国“beta”型资产龙头股的扣非 ROE TTM，其与 22 年企稳、23 年则展现出较明显的上行，利润率是主要驱动。周转率方面，固定资产周转率边际下行或反应部分重资产行业可能面临一定产能压力，但是存货周转率 23H2 边际上行则和利润率交叉验证盈利短周期见底回暖。

图表7：中国“beta”型资产扣非 ROE 或已在 22 年见底，至 2H23 出现较明显回升



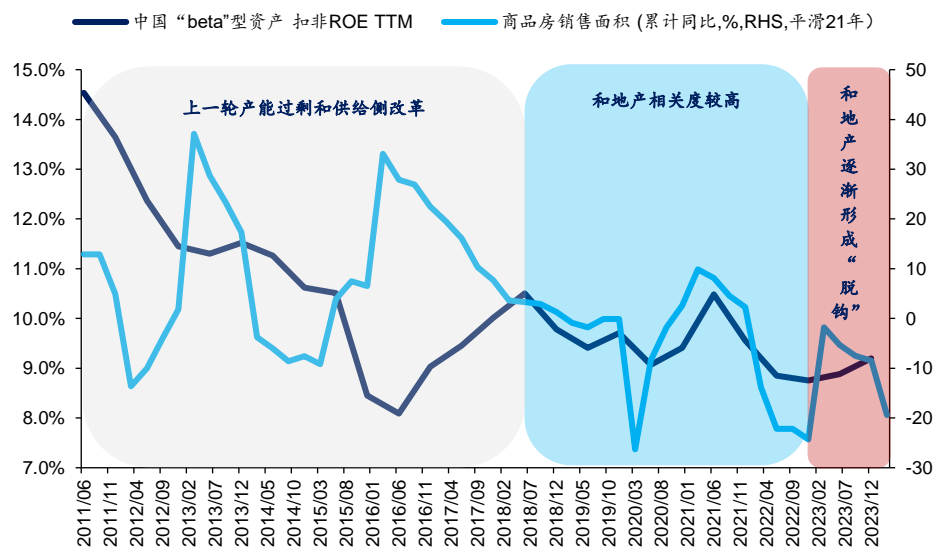
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：港股/ADR 市场中的中国“beta”型资产近期 ROE 反弹尤其

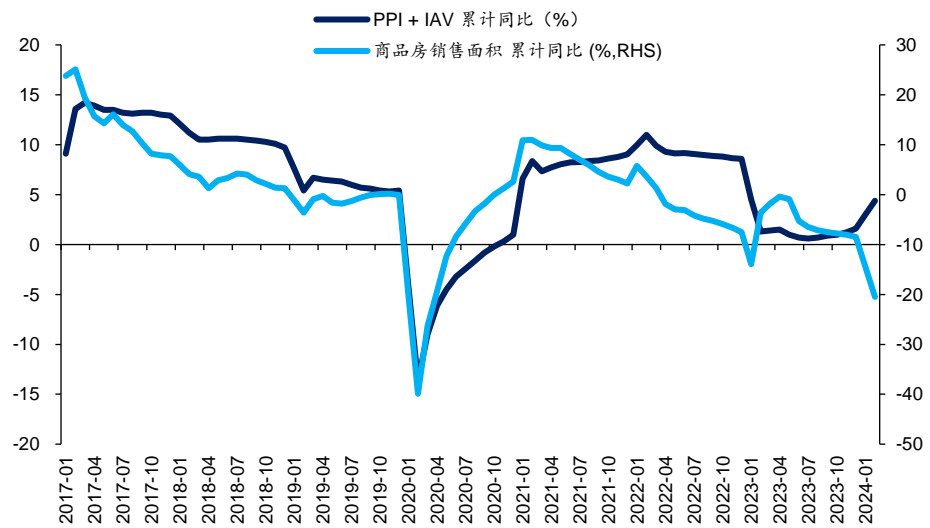


资料来源：Wind，华泰研究

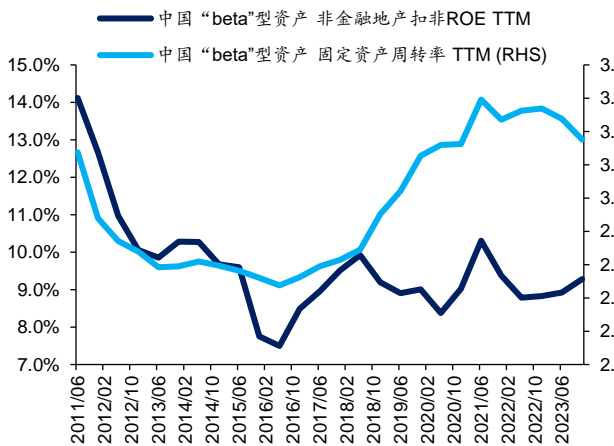
图表9：中国“beta”型资产扣非 ROE 或已在 22 年见底，至 2H23 出现较明显回升



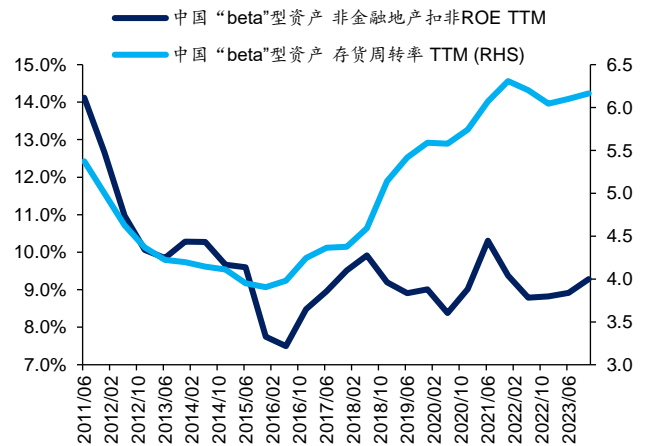
资料来源：Wind，华泰研究

**图表10：2017年后名义经济增速和地产表现强相关**


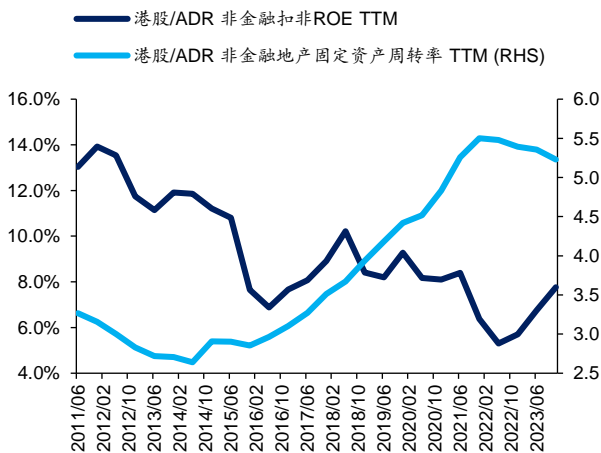
资料来源：Wind，华泰研究

**图表11：固定资产周转率下行反应部分重资产企业或仍存产能压力**


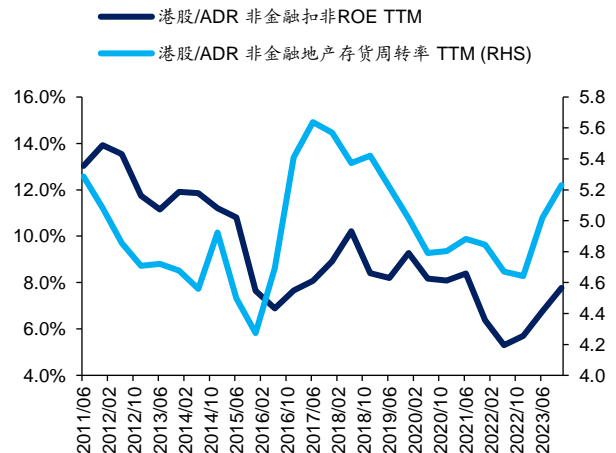
资料来源：Wind，华泰研究

**图表12：存货周转率 23 年再度上行与利润率共同指向短周期回暖**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表13：港股/ADR 市场的产能压力则相对 A 股更小**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表14：港股/ADR 市场中的短周期回暖弹性或更高**


资料来源：Wind，华泰研究

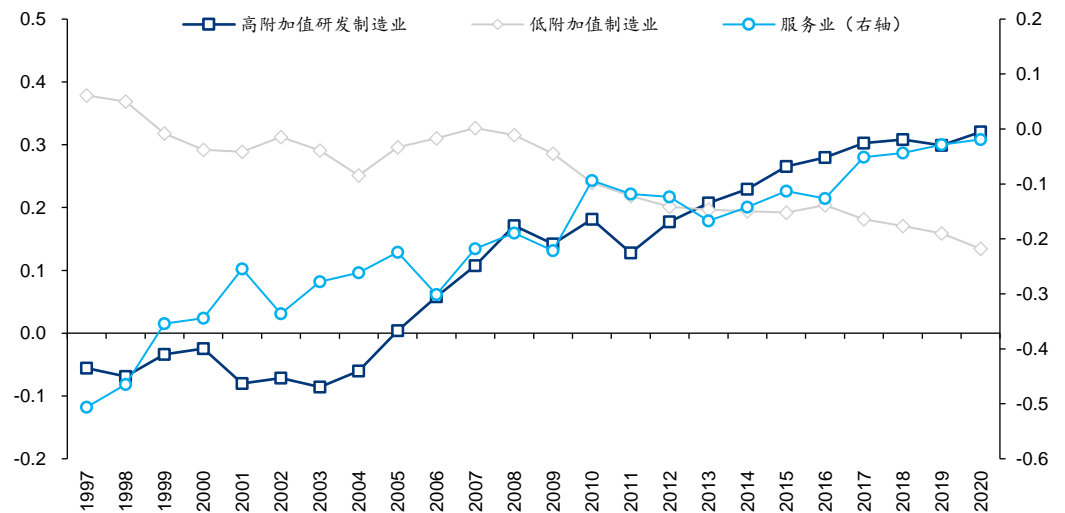
面对新的宏观范式，企业本身不会“坐以待毙”，亦会主动寻求变化以适应新环境。总体而言，我们认为三种方案（出海、精细化管理和提高公司治理）或使企业或具备正向经营 alpha。

### 微观预期差：适应新环境的三种方案使企业或具备正向经营 alpha

#### 出海：沿需求韧性方向寻找经营新方向

两会政府工作报告中强调“加强标准引领和质量支撑，打造更多有国际影响力的‘中国制造’品牌”，在国内产能结构性过剩和全球价值链重构的背景下，中高端制造业出海势在必行：1) 上一轮制造业资本开支周期持续至 1Q23，而固定资产周转率自 1Q23 高位回落，部分行业面临较大的去产能压力，“不出海就出局”，例如光伏行业海外营收增速近年出现明显下滑，但在建工程增速居高不下，高增长或难以持续；2) 近年来，我国出口结构中，高附加值制造业比重持续提升，逐渐向微笑曲线两端爬升，生产回流和近岸化下通过东盟国家间接出口占比提升。考察全球主要经济体可贸易部门国际竞争力与比较优势，中国制造仍具备明显的性价比优势，即“比我便宜的没我技术好，比我技术好的没我便宜”。实际上，从行业数据来看，2020 年以来有较多行业出现持续的经营出海特征。

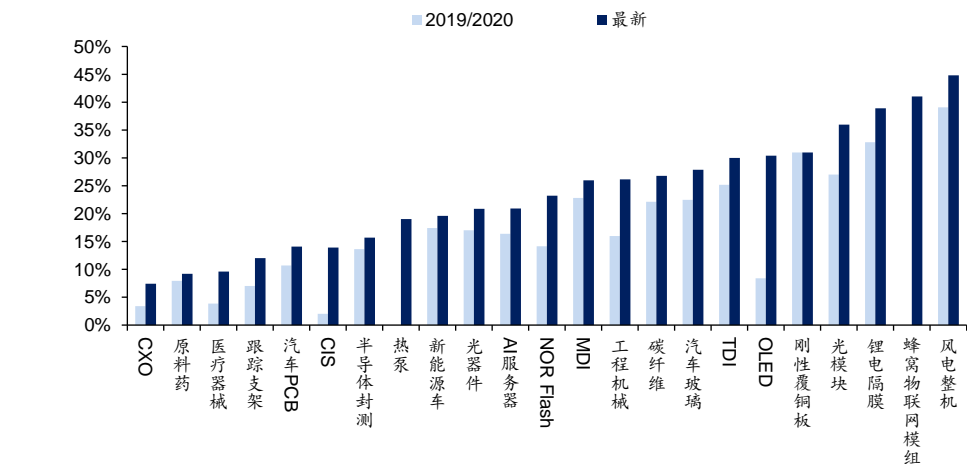
图表15：近年来，我国高附加值制造业贸易竞争指数持续提升



注：贸易竞争指数 =  $(X-M)/(X+M)$ ，其中，X 表示产品的出口额，M 表示产品的进口额；高附加值制造业为光伏、风电、锂电等；低附加值制造业为纺织、食品等传统制造业

资料来源：Wind，华泰研究

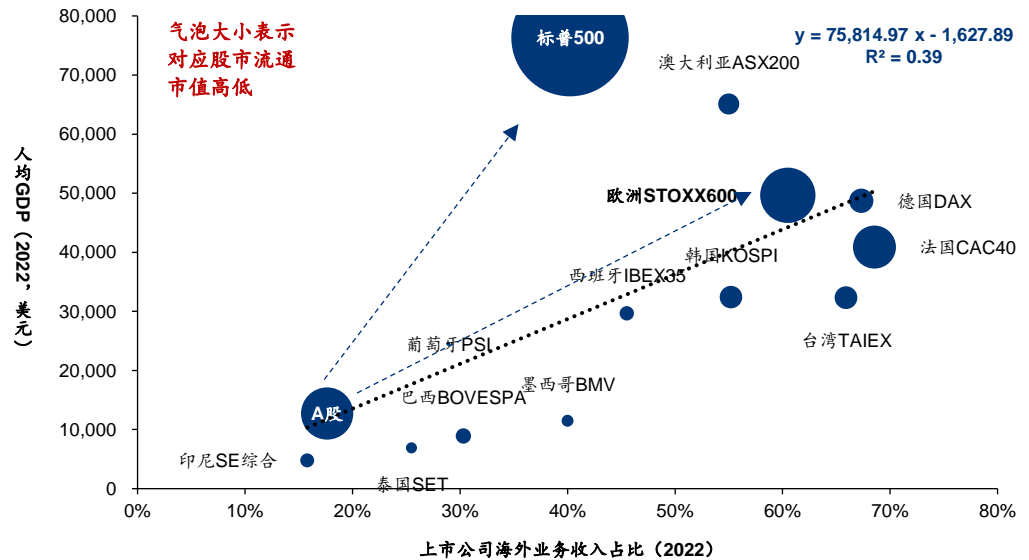
图表16：国内企业全球市占率 5-50%且近年来呈上升趋势的产业



资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，中商产业研究院，头豹研究院，佐思汽车研究，Wind，华泰研究

伴随产业升级，出海趋势清晰。2023 年报全 A 非金融、非金融石油石化海外业务收入占比分别达 13%、18%，较 2022 年进一步提升，且均为历史新高；2023 年海外业务收入占比提升最快的行业为汽车（21%→24%）、机械（19%→22%）、军工（12%→15%，主要贡献为造船），集中在中游制造领域。上述总量及结构的变化，在一定程度上体现 A 股产业集群在全球价值链分工的位置上移。

图表17：上市公司层面的海外收入占比体现全球价值链分工位置



注：A股海外收入占比取非金融石油石化  
 资料来源：Wind，华泰研究

目光着眼于短期，我们当前亦认为，出口链景气或仍将持续 1-2 个季度，且当前市场对相关行业的配置头寸或仍不高。**宏观视角**，我们在 2023.11.6 年度策略《核心资产承先，大盘成长续后》中以能灵敏反映全球经济的一揽子高频指标构建华泰策略“金丝雀”指数（领先国内出口额同比 5 个月左右），并据此判断 23Q4 开始出口增速回升，当前“金丝雀”指引出口增速或仍上行 1-2 个季度；**微观视角**，整体法下，补库三要件（补库意愿/补库约束/补库迹象）指引产能过剩压力不大的出口链主动补库或仍至少持续 1-2 个季度；**筹码拥挤度**：考察 1Q24 公募持仓，公募对出口链共识提升，出口链配置系数仍低于 2010 年以来中枢，仅航海装备配置系数及分位数较高；

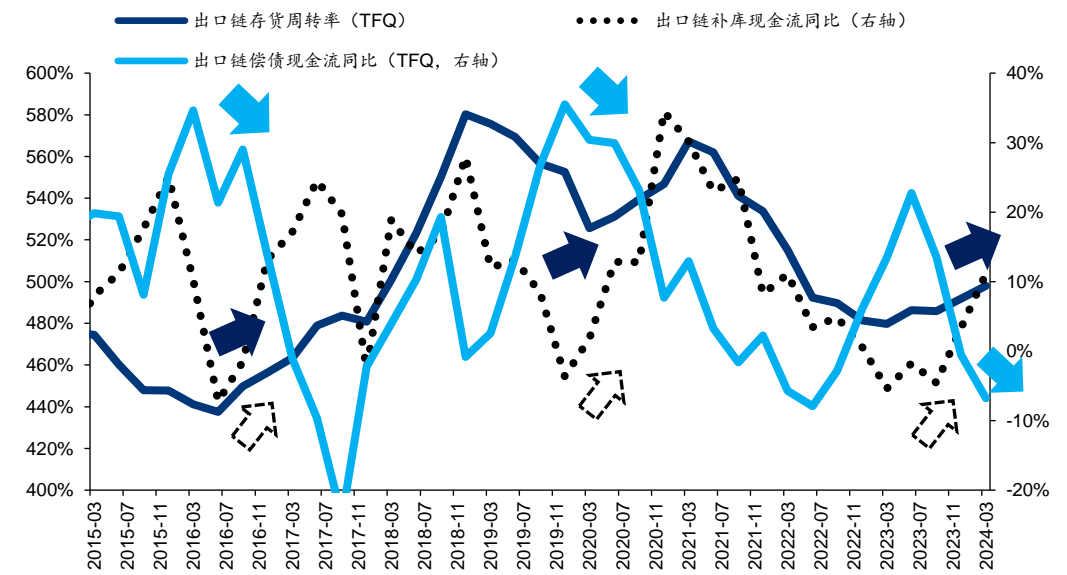
图表18：宏观视角：“金丝雀”指数（领先国内出口额同比 5 个月左右）指引出口链景气或持续



注：“金丝雀”指数为韩国出口额同比、日本机器人订单同比、日本机床订单同比、全球半导体销售额同比、DXI 指数同比滚动 3 年分位数均值  
 资料来源：Wind，华泰研究

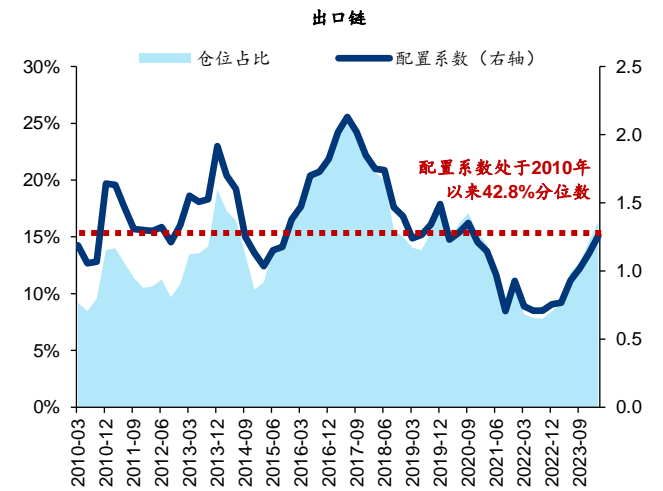


图表19：微观视角：产能过剩压力不大的出口链主动补库或持续



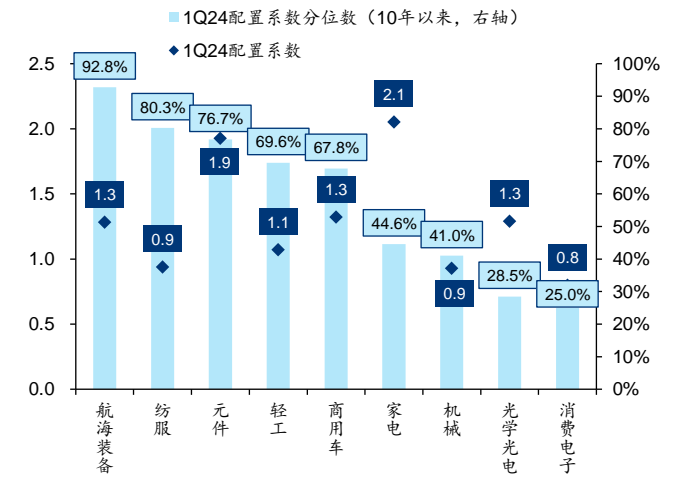
注：整体法包含纺服、家电、轻工、机械、航海装备、商用车、消费电子、元件、光学光电，不包含仍存在产能过剩压力的电力设备、乘用车、汽车零部件、化工  
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：截至 1Q24，出口链配置系数仍低于 2010 年以来中枢



注：整体法包含纺服、家电、轻工、机械、航海装备、商用车、消费电子、元件、光学光电，不包含仍存在产能过剩压力的电力设备、乘用车、汽车零部件、化工  
资料来源：Wind，华泰研究

图表21：产能过剩压力不大的出口链行业中仅航海装备配置系数及分位数均较高



资料来源：Wind，华泰研究

### 精细化管理：摒弃扩张时代“粗放式管理”，向成本要收益

倘若行业本身无法向外沿需求韧性寻找新方向，那对这些行业而言，以“精细化管理”向成本要收益变成了唯一的路径。这一情况多出现在具备一定地域性的消费行业，其典型代表则是部分在港股/ADR 市场上上市的部分可选消费/互联网企业（消费类新经济大多在港股/ADR 市场中）。在港股/ADR 近期公布的财报中，部分数据或暗合“精细化管理”的“草蛇灰线”。

以经营性现金流（TTM）同比增速为锚，可发现在港股/ADR 中资股中，同比增速改善的行业主要聚集在可选消费和软件与服务（含互联网游戏）。进一步观察 ROE，从环比变化来看，可选消费和公用事业 ROE 环比变化较高。双重线索指向财务数据亮点在于零售业（含互联网电商、本地生活），或暗示：精细化经营管理带来的现金效率提升 / 需求侧逐步见底回暖。

图表 22：经营性现金流视角下，改善明显的行业主要聚集在可选消费和信息技术

全部港美中资股																		
一级分类	二级分类	三级分类	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	2H23环比 差分	1H23环比 差分	当前分位数 自2H11	趋势图
能源			16.2%	-4.2%	-10.1%	-7.5%	-11.6%	-1.8%	20.8%	35.1%	32.2%	-2.8%	-12.1%	2.6%	14.7%	-9.3%		
材料			68.1%	42.5%	7.8%	4.9%	13.1%	10.0%	19.9%	22.4%	-4.6%	-28.7%	-29.3%	8.5%	37.8%	-0.6%		42%
		金属、非金属与采矿	53.0%	-6.4%	-24.8%	-20.2%	7.6%	23.0%	46.7%	71.5%	22.0%	-15.0%	-23.7%	8.3%	32.0%	-8.7%		42%
		化工	14.7%	73.0%	43.7%	4.8%	-7.3%	-16.7%	-7.3%	84.7%	68.7%	1.9%	-8.6%	-29.3%	-20.6%	-10.5%		13%
		建材III	83.7%	148.0%	59.3%	31.6%	22.0%	5.8%	3.2%	-15.1%	-31.6%	-51.7%	-44.6%	18.8%	63.4%	7.1%		63%
		容器与包装	677.2%	-101.0%	-32.0%	44313.1%	4.9%	-29.7%	-39.4%	29.9%	10.7%	-11.8%	-7.5%	50.7%	58.1%	4.4%		75%
		纸与林木产品	878.7%	8641.9%	32.8%	-13.6%	-5.4%	-3.0%	25.8%	-21.5%	-64.7%	-61.0%	-17.7%	18.4%	36.1%	43.3%		67%
工业			6.1%	-9.8%	-13.3%	34.3%	26.4%	-0.5%	-37.3%	-21.1%	136.0%	80.0%	-33.2%	-46.7%	-13.4%	-113.3%		4%
		资本货物	10.8%	-15.1%	-26.3%	35.8%	62.3%	15.3%	-81.9%	-82.1%	420.5%	463.0%	-36.0%	-58.9%	-22.9%	-499.0%		13%
		电气设备	-125.2%	398.1%	171.4%	105.8%	723.6%	-6.8%	-102.1%	-108.0%	3460.2%	2341.8%	23.2%	-50.2%	-73.4%	-2318.6%		21%
		机械	92.4%	2.7%	-11.0%	44.7%	52.7%	-3.7%	-9.8%	-3.5%	-7.6%	-14.5%	-21.2%	19.2%	40.4%	-6.7%		54%
		商业和专业服务	-352.4%	-50.9%	-62.3%	-146.7%	-33.2%	61.3%	87.8%	171.3%	666.1%	219.2%	64.3%	45.4%	-18.8%	-155.0%		54%
可选消费		运输	-1.6%	1.7%	17.5%	33.4%	-24.4%	-29.5%	96.5%	149.9%	56.0%	1.4%	-31.5%	-34.1%	-2.6%	-32.9%		4%
		汽车与汽车零部件	-6.2%	-10.0%	22.6%	42.1%	19.7%	34.5%	56.0%	29.6%	19.5%	12.5%	30.9%	53.6%	22.7%	18.4%		79%
		耐用消费品与服装	1.4%	-21.3%	-27.4%	28.7%	82.1%	33.7%	23.0%	91.6%	114.7%	17.4%	13.7%	56.9%	43.3%	-3.8%		75%
		消费者服务II	6.6%	1.9%	28.5%	27.3%	-15.2%	30.3%	125.7%	16.4%	-35.4%	-24.6%	17.4%	36.0%	18.7%	41.9%		79%
		媒体II	18.3%	22.0%	-7.4%	16.3%	-10.9%	-10.6%	51.3%	23.9%	-38.4%	-37.4%	108.8%	167.7%	58.9%	146.2%		100%
		零售业	745.9%	31.7%	93.3%	63.7%	-16.7%	-14.7%	40.4%	50.3%	28.6%	27.8%	-7.8%	-35.0%	-27.1%	-35.6%		17%
			-39.1%	-24.2%	183.6%	103.0%	18.9%	69.7%	55.5%	-13.8%	-4.3%	53.2%	64.5%	48.9%	-15.6%	11.4%		42%
日常消费			4.2%	8.7%	3.7%	12.5%	28.8%	46.7%	13.9%	2.3%	-3.0%	-14.8%	-1.2%	-0.3%	0.9%	13.6%		38%
		食品与主要用品零售II	45.5%	36.2%	6.1%	-33.8%	6.3%	127.2%	224.2%	-54.6%	25.9%	133.1%	-66.4%	-92.0%	-25.6%	-199.5%		0%
		食品、饮料与烟草	3.3%	7.3%	2.4%	12.4%	28.1%	44.2%	11.4%	5.8%	-3.9%	-18.4%	2.1%	2.6%	0.5%	20.5%		42%
	家庭与个人用品	-56.6%	92.9%	101.1%	1199.0%	11412.9%	34.6%	-79.2%	-20.6%	-206.8%	0.2%	76114.4%	150.2%	-75964.1%	76114.1%		83%	
医疗保健			81.6%	26.0%	12.9%	31.0%	11.6%	-10.0%	155.5%	183.8%	-29.1%	-53.1%	-20.8%	14.4%	35.3%	32.2%		42%
		医疗保健设备与服务	372.2%	16.3%	-39.6%	184.0%	194.5%	-4.3%	40.9%	-14.9%	-54.8%	33.3%	105.5%	3.0%	-102.5%	72.2%		33%
	制药、生物科技与生命科学	49.7%	28.4%	27.6%	-4.9%	-12.7%	-14.1%	210.2%	346.1%	-23.3%	-66.3%	-39.1%	21.3%	60.4%	27.2%		50%	
信息技术			29.5%	-9.6%	6.5%	40.3%	36.1%	21.6%	14.5%	-3.7%	-11.6%	0.3%	25.8%	42.9%	17.1%	25.5%		83%
		软件与服务	19.3%	-4.1%	15.0%	26.4%	34.4%	24.0%	-3.1%	-11.9%	-14.2%	-12.3%	23.5%	57.6%	34.1%	35.8%		100%
		技术硬件与设备	529.8%	-92.8%	-57.7%	3816.5%	268.9%	20.0%	126.5%	10.6%	-54.3%	-57.7%	67.4%	280.5%	213.0%	125.1%		83%
	半导体与半导体生产设备	39.6%	-7.3%	-3.2%	-5.0%	-20.6%	1.4%	82.9%	62.6%	78.6%	148.9%	15.2%	-39.5%	-54.6%	-133.7%		8%	
电信服务			-0.1%	-8.9%	-4.5%	11.2%	20.4%	27.2%	19.0%	6.2%	-3.5%	-14.3%	-11.6%	-2.5%	9.1%	2.6%		25%
公用事业			9.1%	6.1%	7.7%	14.0%	8.0%	8.7%	16.0%	-44.7%	-39.9%	83.1%	44.8%	7.3%	-37.5%	-38.3%		38%
全部港美中概股（去重，非金融地产）OOF增速			13.4%	-2.6%	-3.5%	13.1%	11.4%	10.8%	13.2%	10.3%	18.1%	5.2%	-8.3%	1.5%	9.9%	-13.5%		29%

资料来源：Wind，华泰研究

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/965222331021011220>