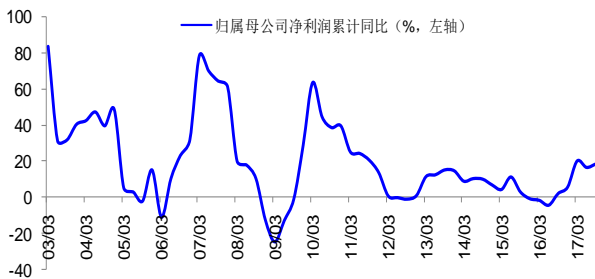


格林宏观：盈利修复的持续性如何

截止10月31日,A股上市公司的三季报已经披露完毕,A股公司的经营业绩继续回升。17Q3/17Q2/17Q1全部A股归属母公司净利累计同比分别为18.3%/16.3%/19.8%,3季度同比增速高于2季度2个百分点。历史上,A股归母累计净利同比和工业企业利润总额累计同比走势大致趋同。工业企业利润累计同比增速也从2016年初开始由负转正,17年2月最高达31.5%,近期工业企业利润累计同比虽有所下滑,但仍保持20%以上的高速增长。在净利润同比提速的同时,A股上市公司的盈利能力也有所改善。全部A股17Q3/17Q2/17Q1的ROE(TTM)为10.3%/10.1%/9.7%,剔除金融后为8.8%/8.3%/7.8%,均进一步回升。

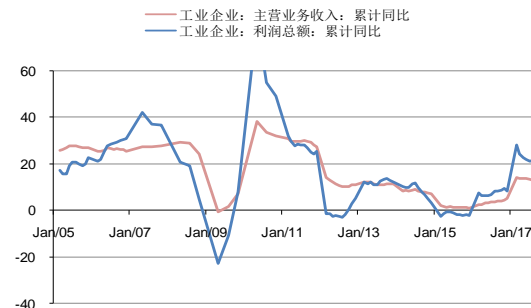
相比已经过去的三季度,10月份以来的一些宏观层面的变化更加需要关注。第一,工业品包括钢铁、煤炭等的价格持续回落,PPI后续涨幅趋缓将是大概率事件,这对于上市公司的盈利有多大影响?第二,随着地产销量的逐步下滑,总需求存在走弱的倾向,这又对上市公司会有多大影响?第三,近期债市表现不佳,10年期国债收益率已经上升到了3.8%以上,企业的资金状况能否承担融资成本的适度上升?本文希望针对上述三个问题,提出一些我们自己的看法,供大家参考。

图 1 全部 A 股归母净利润累计同比增速上升



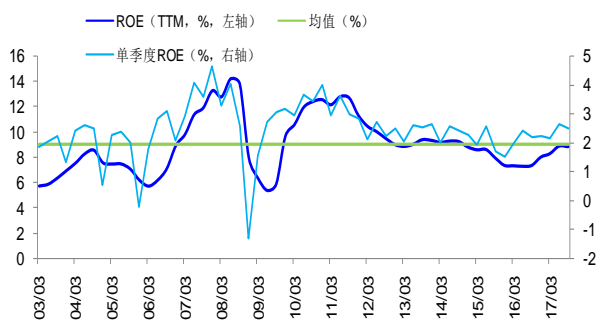
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 2 工业企业收入和利润增速在 2017A 明显改善



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 3 A 股上市公司 RoE 持续改善



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 4 RoE 的杜邦分析

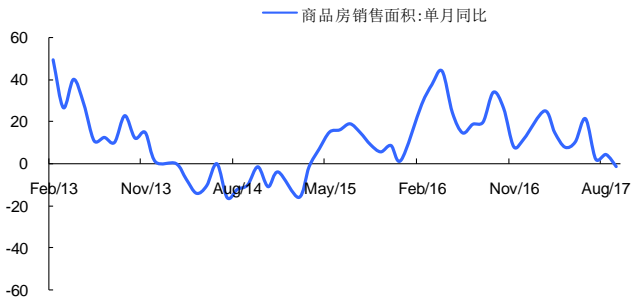
	17年中报	17年三季报	变化率
毛利率	19.06%	19.14%	0.08%
管理费用率	4.95%	4.89%	-0.06%
销售费用率	4.09%	4.08%	-0.01%
财务费用率	1.42%	1.41%	-0.01%
净利率	4.78%	4.99%	0.21%
资产负债率	60.87%	60.86%	-0.01%
资产周转率	59.08%	59.95%	0.87%
RoE	8.21%	8.71%	0.50%

资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

第一，10月份以来多种有色、黑色等工业品的价格出现了下跌。对此我们理解为，环保限产对于商品价格的正面推动发生边际减弱，毕竟存货和投资者的预期变化会走在真实供给收缩之前，因而多种商品的期货价格跌幅大于现货。PPI的走势后续会变得平滑，一方面是商品价格的调整，另一方面是基数效应。但我们认为，PPI的温和走弱，乃至由此带来部分中上游公司净利率的小幅下行，对于整体A股上市公司的RoE所产生的负面影响是可控的。下文图表4中，我们对于RoE的变化做了杜邦分析，发现3季度RoE环比改善的最大功臣是资产周转率的上升，而不是净利率的改善。资产周转率好转主要源自收入增长相对于总资产提速，对大多数行业意味着产能利用率的上升，这显然是需求企稳叠加供给侧改革所释放的红利。PPI的变化也是供需好转的“结果”，而非起因。所以，对于商品价格的下跌和PPI走稳，我们并不担心。

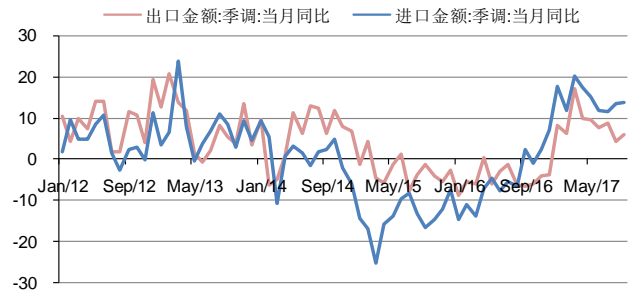
第二，地产销量的逐步下滑，反映了总需求可能走弱。从政策导向的变化上讲，坚持“房住不炒”的定位，2018年地产对于需求拉动作用下降在所难免。对于这个隐忧，一方面可以稳增长寻求其他方面对冲，无论是基建还是PPP和一带一路；另一方面，全球复苏的大背景下外需改善本身也有平滑作用。但我们更想强调的是，即便明年整体需求增速放缓，行业集中度提升所带来的上市公司市场份额的提升，能够抵消大部分需求增速放缓对于上市公司收入的影响。由于2018年GDP增速下行是温和的，大概率落在6.5%~6.8%之间，参考华泰证券所做的测算，上市公司整体只需要进一步提升市场份额0.03%~0.2%，就有望保持今年的收入增速。这看上去也是很有希望实现的。

图5 商品房销售面积逐步下滑



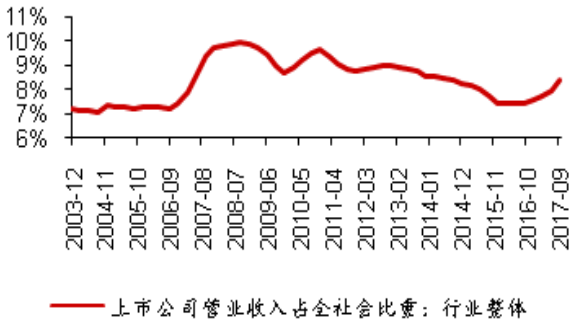
资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图6 外需出现恢复



资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图 7 上市公司整体收入份额近年来持续提升



资料来源：Wind，华泰证券，格林基金

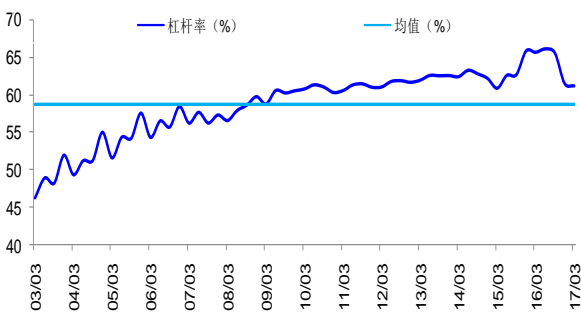
图 8 经济增速向下与市场份额向上的测算

GDP 增速假设	全社会工业企业主营业务收入增速预测	上市公司的市场份额需提升
6.40%	5.39%	0.22%
6.50%	5.99%	0.17%
6.60%	6.58%	0.12%
6.70%	7.17%	0.08%
6.80%	7.77%	0.03%

资料来源：Wind，华泰证券，格林基金

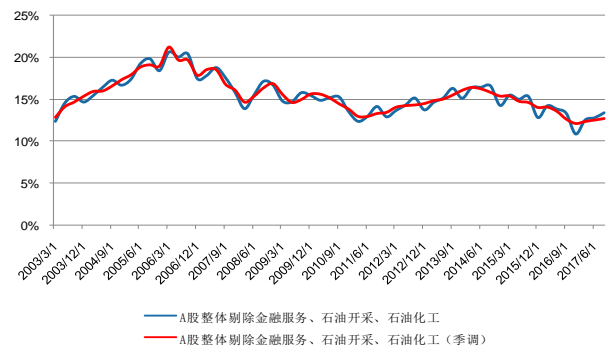
第三，近期债市表现不佳，10 年期国债收益率已经上升到了 3.8% 以上，部分投资者开始担忧企业的资金状况，我们则认为无需过担心。上市公司整体非金融的资产负债率自 2016 年初开始已经连续下降 4 个季度，最近在 3Q2017 基本持平，资产负债率从 65% 下降至 60% 左右，达到了 2009 年以来的平均水平；而扣除现金之后的有息负债比上总资产则降至了 12%~13% 左右，已经处于 2006 年后较低的水平。杠杆率的明显回落，显著增强了上市公司经营的稳健性；而且单季度的财务费用率也不高，历史均值附近，轻微的资金价格扰动不会产生太大影响。但另一方面，也需要关注 2017A 上市公司的经营性现金流净额其实弱于历史均值，我们通过拆分细项发现，上市公司整体的补库存行为导致今年库存占总资产的比重再次上升，而应收款仍然是企业之间的重要商业手段，并没有看到收现比出现明显的好转。整体来看，上市公司的杠杆率可控，利息负担不大，但也谈不上现金十分充裕。如果后续投资和购置固定资产开支相对温和，自然不用太过担心；但如若积极的扩张计划，则现金流有偏紧的倾向。

图 9 非金融类上市公司的资产负债率



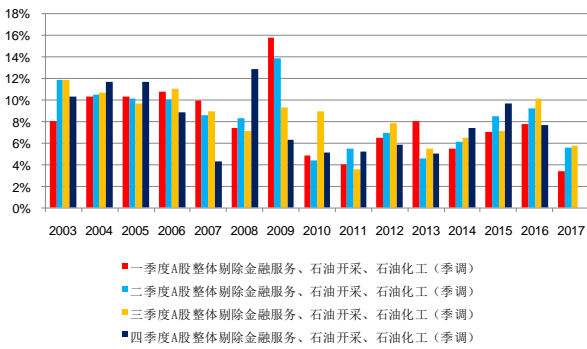
资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图 10 上市公司扣除现金后的有息负债水平比较可控



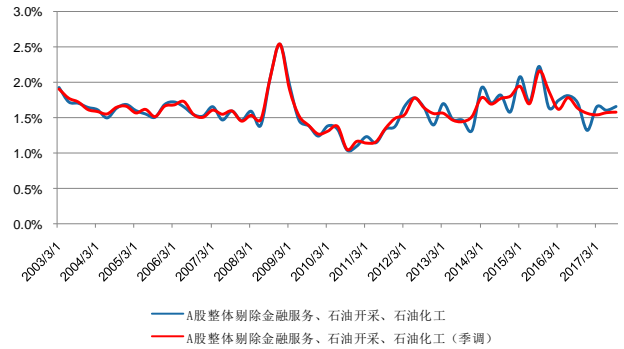
资料来源：Wind，CEIC，格林基金

图 11 上市公司经营性净现金流占收入的比值



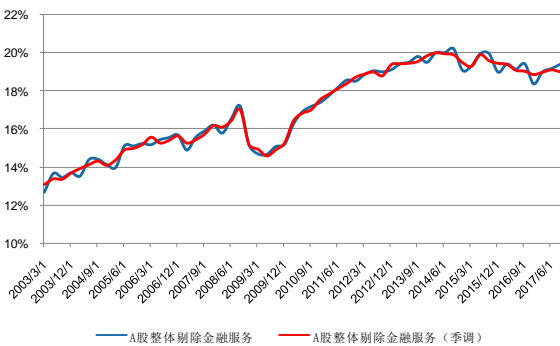
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 12 上市公司单季度的财务费用率



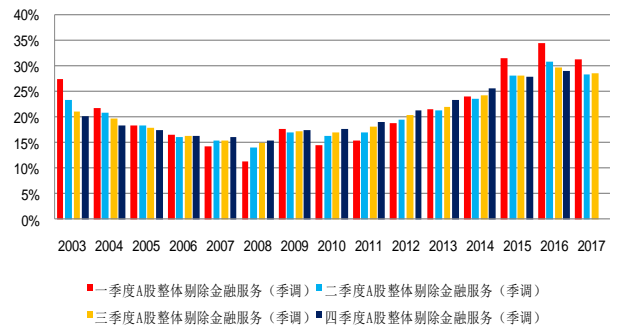
资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 13 上市公司的库存/总资产重新上升



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

图 14 上市公司应收款占收入的比重仍较高



资料来源: Wind, CEIC, 格林基金

简单小结一下。首先,我们并不认为PPI的温和回落会对企业RoE产生很大负面影响,毕竟这一轮企业盈利的改善更依赖周转率的上升而非净利率的复苏,当然PPI下行对于上游的不利影响会更大一些。其次,总需求的适度放缓,可以被外需复苏和国内稳增长来对冲,更重要的一点是,优质龙头上市公司市占率的提升将极大的缓解行业增速的下行。再次,资金价格的温和上升对企业负面影响不大,毕竟杠杆率可控,有息负债率更低。折射到行业配置的思路,我们发现,能够持续提升市占率的龙头公司,尤其是有较强竞争壁垒的中游和下游的龙头公司,仍然是后续配置的重点方向。

研究部: 范坤祥
2017年11月4日