

勇者、能者、智者

——下半年财务择股的三条逻辑与方法

陈 果 SAC执业证书编号：S1450517010001

联系人：林荣雄

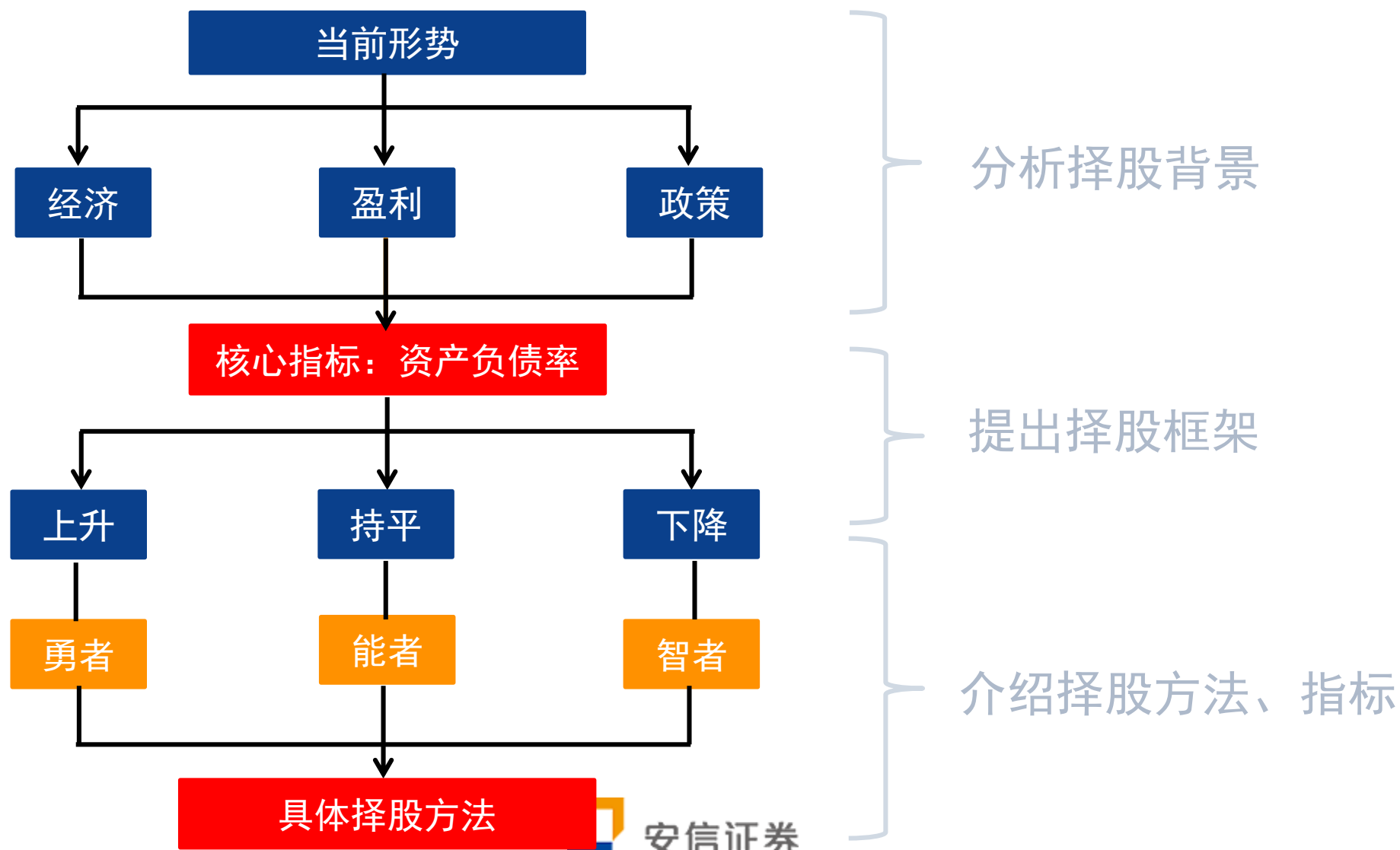
2019.07



核心观点

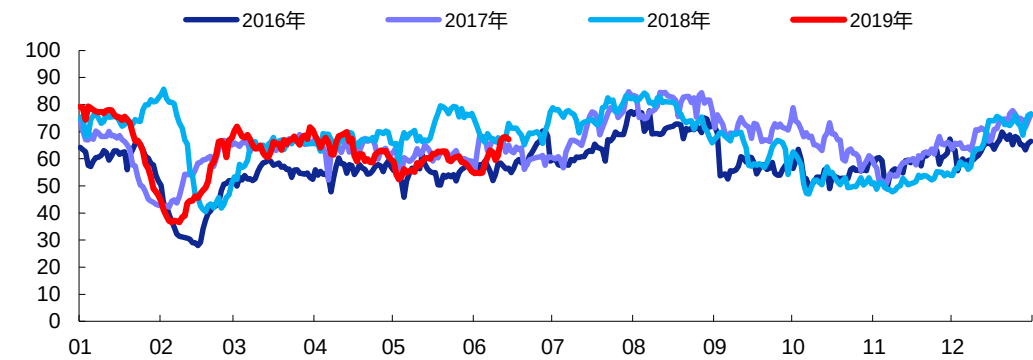
- 下半年经济下行风险依旧存在，同时企业盈利下滑，外源性融资需求上升。结合当前去杠杆、金融结构性供给侧改革和减税降费的政策组合，我们认为未来A股业绩的核心要素会是资产负债率。因此，以资产负债率为切入口，下半年财务择股我们遴选出“勇者”、“能者”和“智者”三类公司。
- 所谓的“勇者”，即在经济下行阶段资产负债率上升，也就是敢于逆势扩张的公司。在这类型公司中，我们要挑选的是如何能够确保债务风险与投资效率，且能够实现业绩回报的公司。核心指标：货币资金/有息债务+收入/固定资产+经营活动现金流净额/净利润；辅助指标：总资产增速+商誉/净资产+存货周转率。
- 所谓的“能者”，即自身实力较强，有能力抵御经济下行风险，但是不愿意主动扩张，资产负债率保持稳定的公司。在这类型公司中，我们要选择的是股东持续看好，盈利能力较强、分红率较高的公司。指标选择：净利润增速+ROE+净资产增速+经营现金流净额增速。
- 所谓的“智者”，即自身实力不足以抵抗经济下行风险，同时也不愿扩张，资产负债率可能下行，但是可以适时调整战术的公司。在这类型公司中，我们需要选择的是能够通过调整经营策略实现销售收入逆势上升的公司。指标选择：毛利率+存货周转率+经营杠杆系数+财务杠杆系数+经营活动现金净流入/营业收入。
- 风险提示：经济增长不及预期、中美贸易摩擦

以资产负债率为切入口的勾稽式财务选股逻辑



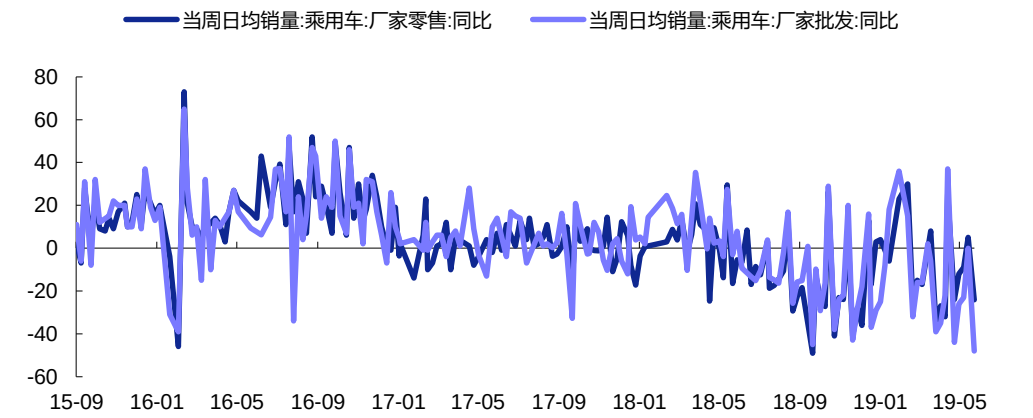
背景1：下半年经济下行风险依然存在

图1：六大电厂发电耗煤同比下降（万吨）



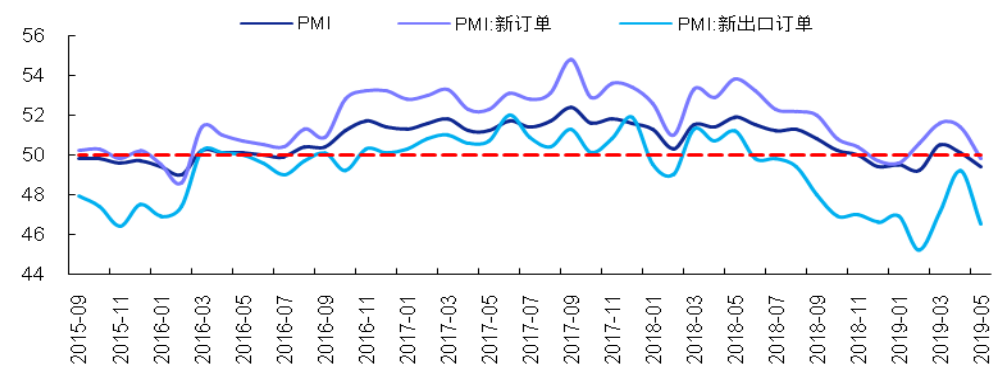
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图3：乘用车销售持续负增长（%）



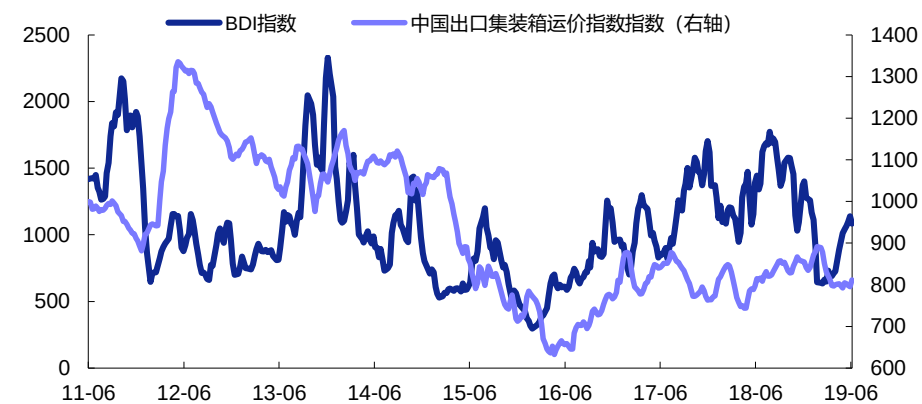
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图2：中国PMI下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图4：中国出口集装箱运价指数下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

背景2：盈利下滑，当前企业需要外融性资金

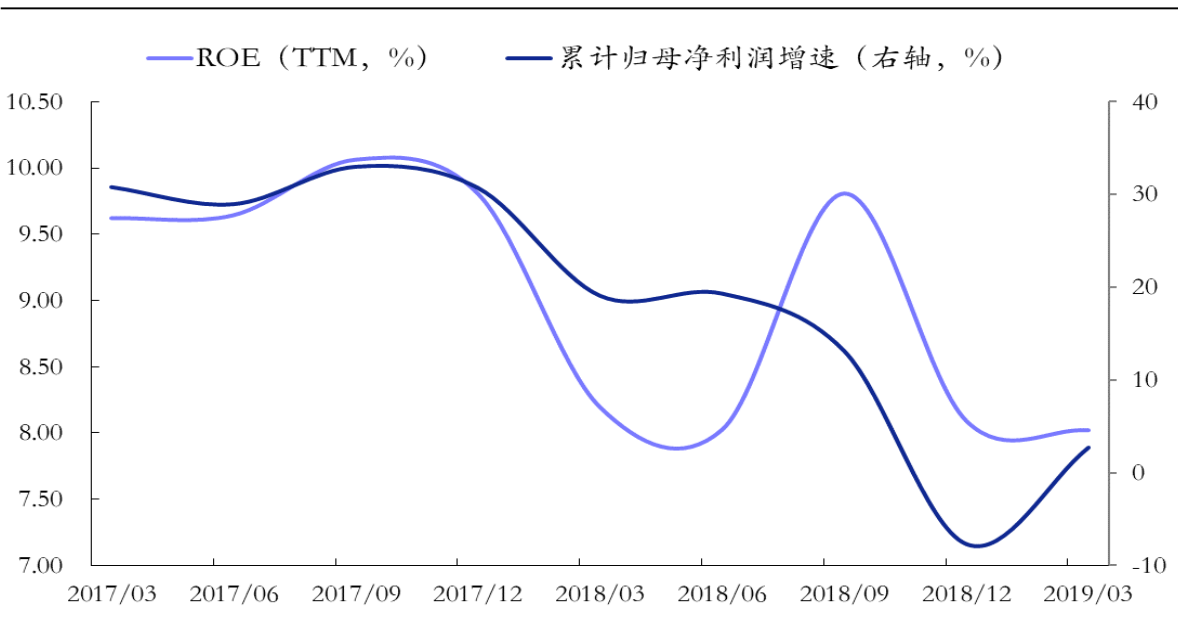
- A股归母净利润增长率从2017年上半年高位后开始回落，在2018年出现了负增长（-8%）；ROE在2018Q2出现拐点，目前较高位滑落约2pct。
- 根据可持续增长率 $G=u*ROE$ 的公式，假设分红率没有发生较大变化，ROE下降导致内源性融资情况已经出现恶化。
- 外源性融资需求正在上升。根据融资优序理论和当前融资结构来看，债务融资依然是首当其冲。

表1：2017年-2019年一季度A股及分版块净利润同比增速

	2019Q1	2018	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017	2017Q4	2017Q3	2017Q2
主板	11.35%	3.04%	-23.87%	4.75%	16.06%	12.67%	19.52%	24.11%	22.27%	19.53%
主板（非金融石油石化）	6.44%	1.41%	-36.54%	4.27%	22.80%	20.66%	39.38%	43.05%	44.36%	31.64%
中小板	-5.17%	-32.01%	-148.30%	-3.33%	9.33%	18.11%	19.63%	10.65%	23.49%	20.75%
中小板（非金融）	-11.40%	-33.84%	-157.67%	-2.86%	10.72%	19.86%	20.76%	20.76%	25.26%	22.65%
创业板	-14.78%	-69.40%	-529.13%	-9.67%	-6.99%	28.35%	-16.29%	-71.76%	7.82%	2.60%
创业板（剔除温氏、乐视、宁德时代）	-11.40%	-73.68%	-356.96%	-14.20%	0.29%	33.70%	3.70%	-37.48%	21.16%	25.10%
全A	9.38%	-1.90%	-43.57%	3.55%	14.71%	13.42%	18.26%	18.27%	21.86%	13.21%
全A（非金融石油石化）	2.52%	-8.19%	-69.51%	2.25%	18.61%	20.91%	31.43%	26.33%	37.84%	27.68%

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图5：2017年至今A股（非金融石油石化）累计归母净利润增速和ROE（TTM）



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

背景3：当前政策组合可以形成一定的对冲

- 去杠杆政策主要是为了去除不合理的短期借款，防范金融风险。2014年以来A股（非金融石油石化）短期借款占比呈现下降趋势。
- 金融结构性供给侧改革使得降低实体经济融资成本，鼓励制造业投资。
- 减税政策实施后，根据我们的测算，用教育费附加倒算法计算本次增值税减税方案预计将为全部A股净利润增厚5.70pct、营业利润增厚3.90%。根据我们安信宏观团队的测算，2019年减税降费政策将提升企业整体利润10.7%。

图6：去杠杆过程中短期借款正在下降

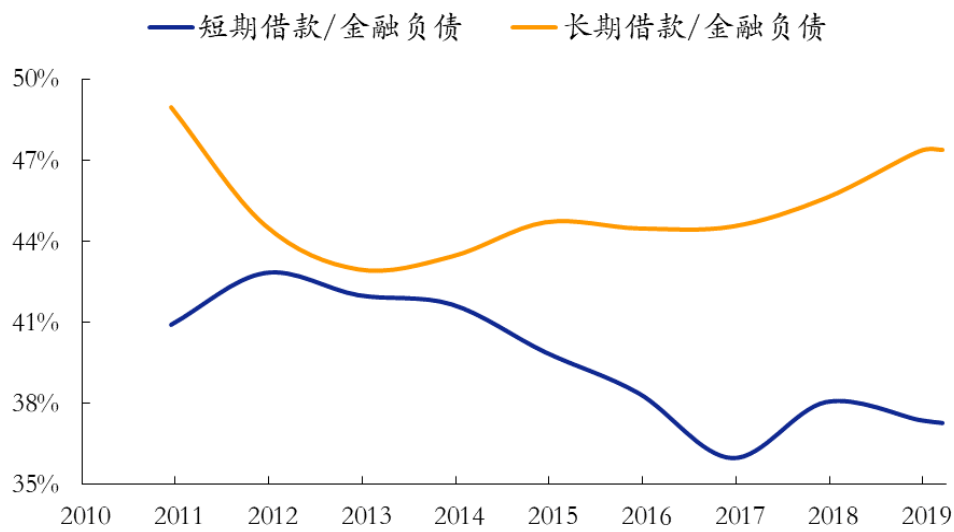


表2：新减税方案对全部A股盈利的影响

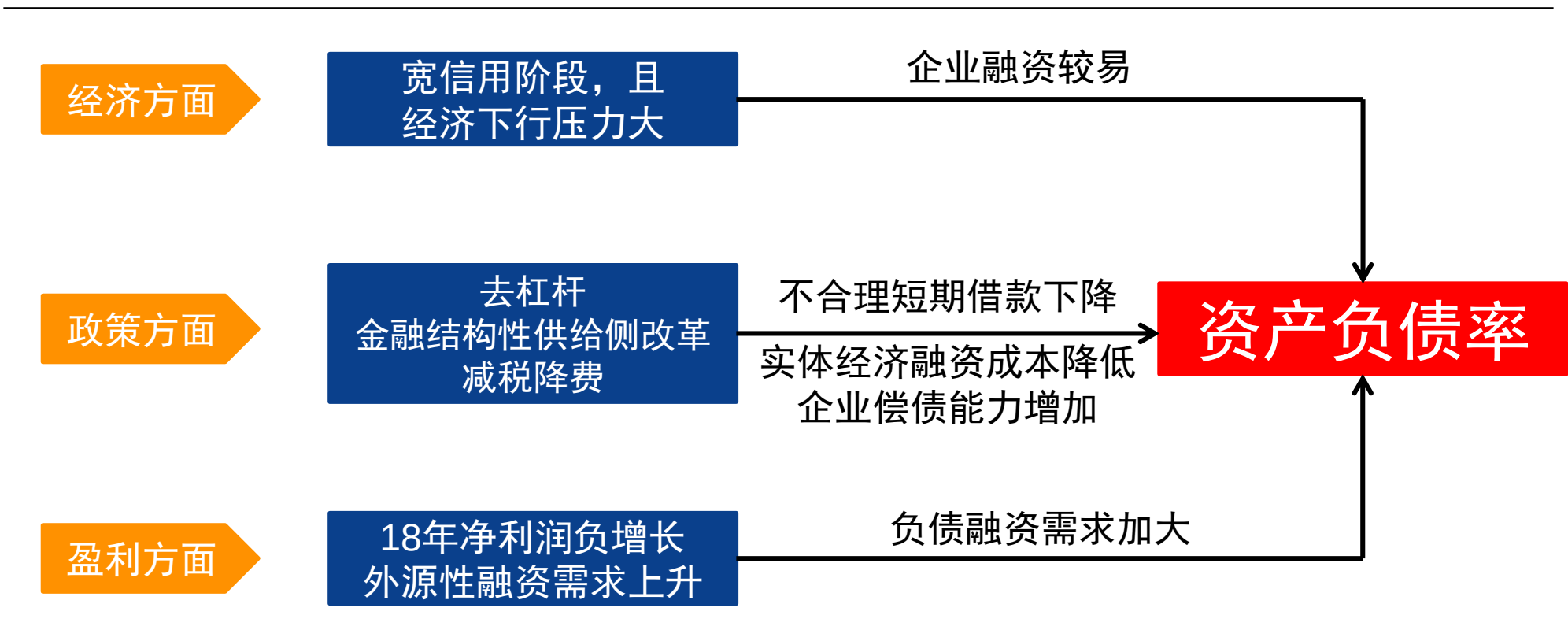
新减税方案	
全A减税额度（亿元）	1907.01
减税额占净利润	5.70pct
减税额占营业利润	3.90pct

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

结论：未来影响A股业绩的核心因素是资产负债率

图7：经济、政策、盈利对资产负债率的影响示意图



资料来源：安信证券研究中心

资产负债率及其变动：整体稳定，结构分化

- 虽然2019Q1A股（非金融石油石化）整体资产负债率并未明显提升，但是其中的金融性资产负债率（负债端包括短期借款、长期借款、应付债券）提升，而经营性负债率（负债端包括应付账款、应付票据、预收账款）在下滑。
- 2019Q1A股（剔除金融金融石油石化）也存在类似的现象。

图8：资产负债率的解构图

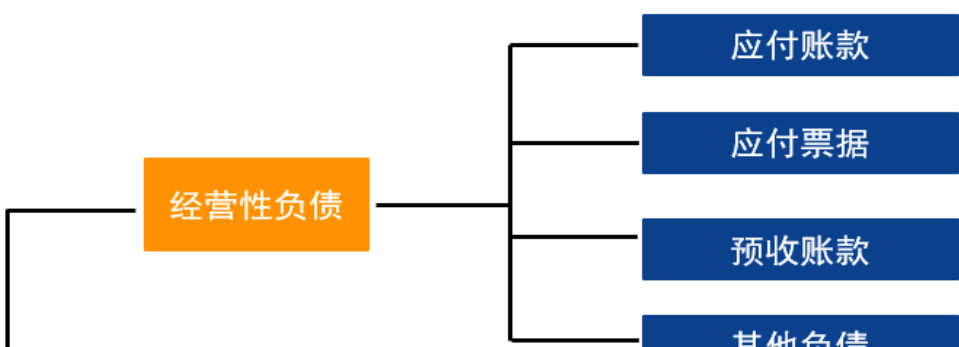
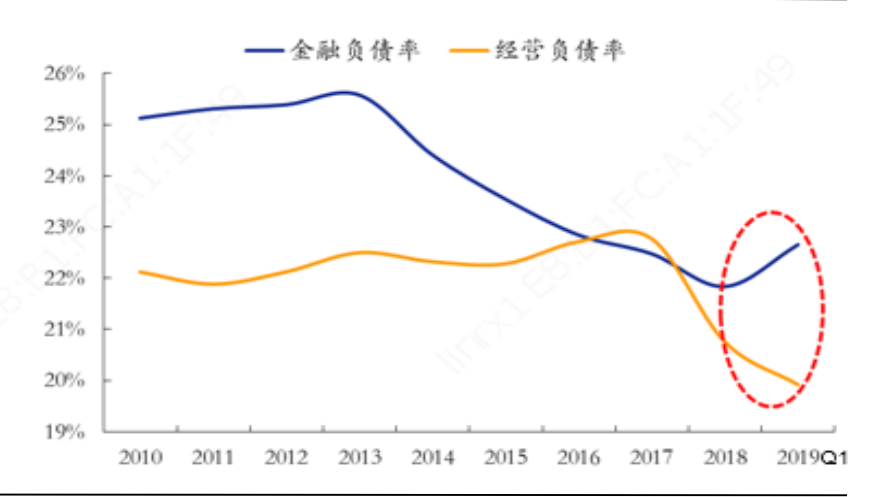
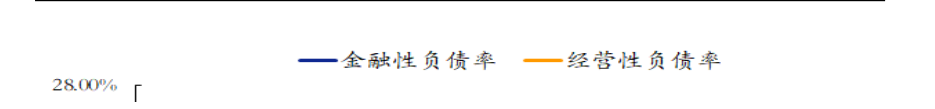


图9：全A（非金融石油石化）金融性资产负债率和经营性资产负债率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图10：全A（剔除地产金融石油石化）金融性资产负债率和经营性资产负债率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11634

