

管中窥豹：上市公司中报里的中国经济

■ 长江商学院金融学教授、杰出院长讲席教授、MBA项目副院长 李海涛

如果把中国看作一家巨大无比的企业,那么GDP可以被看作是这家企业对外公布的财务报告。从国家统计局公布的上半年GDP来看,中国这家企业的业绩看起来还算令人满意。二季度实际GDP同比增长6.7%,相比一季度持平,经济短期企稳态势明显,目前来看也似乎能够完成年度的增长目标区间。

A股的上市公司多为各个细分行业的龙头企业,也因此可以看作微观社会经济活动的缩影和代表。虽然A股的中报季要一直持续到8月末才结束,但多数上市公司已经披露了上半年的业绩预告,截至2016年7月21日,A股的2877家上市公司中,已经有1784家披露了2016年半年报的业绩预告,占上市公司总数的62%,此外有54家上市公司已经披露了半年度的业绩快报,从这些业绩预告和快报中可以一窥当前中国经济和资本市场的真实状况。

业绩预告按照披露业绩的类型可以分为正面和负面两大类,从已经发布业绩预告的公司情况看,超过六成的公司给出包括预增、续盈、扭亏或略增在内的正面业绩指引,只有不到四成的公司给出包括预减、续亏、首亏和略减在内的负面业绩指引。在业绩增速方面,发布业绩预告的公司平均半年度业绩增速在96%,可以说交出并不平庸的答卷。

国有企业中偏正面的盈利预测占比更低。如果将已经披露半年报预告的上市公司按照企业属性分组,可以看到,67%的民营企业给出正面的业绩指引,这一数字高于央企(58%)和地方国企(51%),同时更高占比的国有企业在业绩预告中给出了相对模糊的业绩指引。

从业绩增长情况看,中央国有企业2016年上半年平均业绩出现负增长,地方国有企业略有正增长,但增速显著低于其他类型企业,国有企业运营效率仍然偏低,这可能与国有企业普遍体量偏大有关,但提质增效仍将是当前国企改革的重中之重。

国有企业资产负债率更高,但盈利能力更差,反映资源配置的低效率。从上市公司的情况看,中央国有企业和地方国有企业的平均资产负债率均比民营企业、外资企业高4-5%,由于背靠政府信用,国有企业更容易从银行体系获得贷款和授信,资金成本也往往更低。但考察盈利能力,以平均摊薄ROE计,无论上市央企还是上市地方国企,2015年平均摊薄ROE均为负值,远低于其他类型的上市公司。尽管这些企业盈利能力差,甚至出现了亏损,中国的银行体系仍然在不断向这些企业“输血”,而一些盈利能力不错的民营企业却仍然求“钱”若渴,金融体系资源配置效率仍然非常低下,改革迫在眉睫。

“老经济”行业继续低迷

从中报业绩预告中分行业的收入增速看,

国有企业需要提升
盈利能力,随着改革的
深入,新的增长点将不
断涌现,中国经济将平
稳实现“换挡”。



新旧行业分化明显,垫底的纺织服装、机械设备、食品饮料、家用电器和采掘五个行业均为“老经济”行业,也仅有这五个行业平均业绩增速出现负增长。

制造业低迷,中游行业首当其冲受到挤压,例如宝色股份表示销售收入下降的主要原因是“受宏观经济影响,化工市场严重萎缩”。大宗商品价格仍然在低位徘徊,和大宗商品相关的中游行业受影响最为严重,例如油价持续低迷,国内外油气勘探开发企业进一步压缩投资,油服企业工作量不足,石油机械相关产品需求、石化油服等上市公司在解释亏损原因时都提及这一点。

能源行业整体不景气,除石油外,煤炭行业也是一例,受到煤炭市场整体下滑影响,销售数量和销售价格有所下滑,平庄能源、阳泉煤业等公司都出现了业绩的大幅下滑。

但同时更加重要的在于这些行业普遍存在严重的产能过剩和库存积压,供给侧改革仍然需要持续推进。例如工程机械类行业非常依赖国家政策,受此前“四万亿”时期的迅猛发展影响,工程机械行业的产能利用率一直偏低,柳工、中联重科等工程机械行业龙头企业也纷纷披露了负面的业绩预告。除制造业企业外,消费类公司同样存在产能过剩的问题。例如纺织服装板块就是产能过剩、库存积压的“重灾区”,探路者就表示“因为加大对过季库存的清理力度,使得公司的销售毛利率同比出现下降”。

虽然基本延续了经济的弱势,但一些变化正在开始发生,上市公司作为各个行业的龙头企业,正在通过各种方式进行自救,其中供给侧改革和中国企业国际化方面的微观变化值得关注。

从上市公司中报业绩预告也能够看到,各个层面的供给侧改革已经开始,不少上市公司在业绩预告中表示推进供给侧的改革、控制产能、减员增效。例如维科精华表示“对下属部分亏损较大的子公司进行了压缩产能、缩减生产规模、调整产品结构”,中联重科也在预告中提到“对公司工程机械板块进行了区域营销变

革,以提升运行效率,降低运行费用”,同时“进一步优化人员结构”,可以看到减员增效在国有企业已经开始。

同属工程机械行业龙头公司,中联重科披露中报预告亏损超过8亿元,柳工预计净利润同比下降六到八成,但徐工机械披露的业绩预告却能够实现同比大幅正增长,公司指引中指出盈利的主要原因在于受到巴西雷亚尔影响形成的汇兑收益同比增加,巴西制造公司是徐工集团国际化发展进程中的第一个全资生产基地,中国企业已经开始尝到“走出去”带来的甜头。

新经济的增长点开始浮现

中报预告中业绩增速较快的行业则多为“新经济”的代表,除农林牧渔和化工行业受到周期性涨价等因素影响而出现业绩强势增长外,以休闲服务、医药生物、传媒电子通信计算机等TMT行业为代表的新兴成长股确实展现出了较高的业绩增速。

需要注意的是,从这些业绩高增长的上市公司披露的半年度业绩预告中可以看出,不少公司靓丽的业绩并非来自主业内生增长,而是来自于重大资产重组(例如世纪游轮、深大通等)、子公司并表(例如新开普、立思辰、蓝色光标等)或出售子公司股权带来的投资收益(例如宜华健康、麦达数字、英唐智控等)。随着监管部门对于并购重组的审核日趋收紧,未来类似这样的企业还能否通过外延实现高速增长存在疑问。

除外延并购带来的业绩增长外,一些行业景气程度不断向好,带动行业内的上市公司业绩高速增长,其中电子行业和新能源汽车行业值得瞩目。

2016年以来,全球半导体市场进入复苏周期,中国的半导体市场也不例外,一些传统电子行业上市公司的业绩向好,例如华天科技业绩增长的原因即为“集成电路市场情况良好”,而随着创新带来的新需求推动,更多电子行业新的增长点也在显现,歌尔股份就表示“新业务包括虚拟现实产品、可穿戴产品等贡献增加”带动业绩增长,欧菲光也表示“指纹识

别模组下游需求旺盛,摄像头业务产品结构优化”是业绩增长的重要原因。

在相关政策的支持下,中国的新能源汽车市场实现了爆发式增长,带动产业链从上到下的公司业绩实现高速增长,这一点从相关上市公司的半年报业绩预告中同样能够看出。例如锂电池产业链的化工企业业绩纷纷实现高速增长,新能源汽车的放量正是背后重要推手,多氟多、天赐材料、必康股份等上市公司都在业绩预告中释放出这一信号,可以看到,中国经济新的增长点正在逐步清晰。

消费行业分化严重

消费成为当前宏观经济中最为稳健的变量。从总量上看,与制造业投资、房地产开发投资和基建投资的疲软相比,具备一定韧性的消费行业已经是中国经济增长中的一抹亮色,6月社会消费品零售总额名义同比增速从5月的10%进一步小幅上升到10.6%,去除价格影响后实际的同比增速从5月的9.7%增加到10.3%。

虽然消费行业整体增长稳健,但消费类行业上市公司的半年度业绩预告却出现了较大幅度的分化,从细分行业角度看,旅游、医疗服务、营销服务等行业增速居前,而纺织业、彩电、家居等行业却出现了负增长,从这些行业上市公司发布的业绩预告中也能够看出,行业仍然惨淡,例如中银绒业表示“公司产品的平均销售价格较上年同期下降,致使公司销售毛利率有所下降”,毅昌股份表示“报告期内,电视机市场未见好转,毛利下降”。事实上,不仅仅是A股上市公司感受到中国服装零售行业的寒意,优衣库、ZARA、H&M等大众消费品牌也受中国市场拖累,业绩增长放缓。

随着可支配收入的增长和生活水平的提高,消费者的消费结构也将发生变化,大的趋势上看,从食品、服装、百货等日常消费品向文化娱乐、旅游等可选消费品转移,旅游行业就是很好一例,国内旅游人次从2005年到2015年的黄金十年年均增长两位数以上,旅游收入增速接近20%。

如何拆解国企杠杆率?

■ 钟正生 张璐

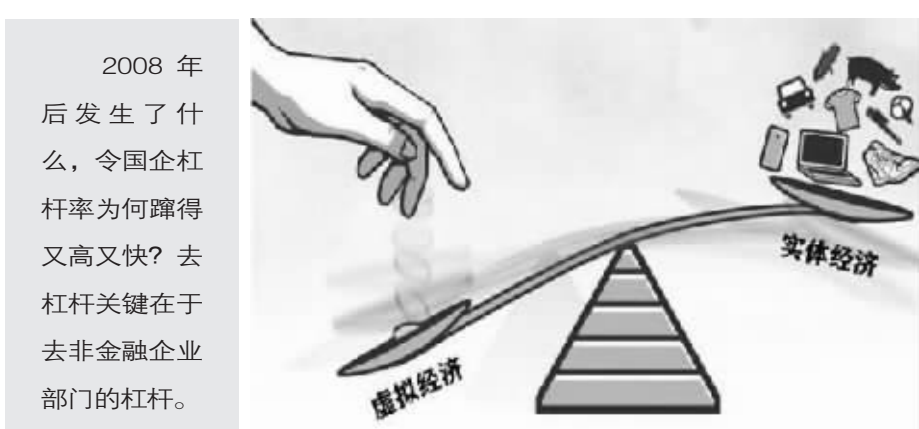
“去杠杆”无疑是2016年对中国经济讨论最多的一个话题。“去杠杆”是中央经济工作会议确立的主要任务之一;近期李克强总理指出,“降低企业杠杆率,有的要通过直接融资,市场化法制化的债转股来推进”。应该说,中国非金融企业杠杆率畸高几乎已成共识,其演进趋势是评判中国债务风险和增长质量的关键。然而,对于非金融企业的“去杠杆”,去什么?怎么去?似乎并没有一个清晰的答案。这导致对于债转股政策和国企改革等的理解有不尽通透之处,对于需求侧刺激与供给侧改革之间的关系亦常存非黑即白的看法。

本文遵循从宏观事实到微观探究的思路,厘清中国非金融企业部门杠杆率高企的原因。作为一个引子,我们概括出有关中国企业杠杆率的两个经验事实。

经验事实一: 中国非金融企业杠杆率主要集中于国企

从国际比较来看,中国在整体债务水平上还算不上一个债台高筑的国家,但中国非金融企业部门的债务却冠绝全球。按国际清算银行(BIS)数据,截至2015年第三季度,中国非金融企业部门杠杆率已达166.3%,远高于其他国家。目前,相关机构在估计中国债务水平时都没有对企业类型做出区分。我们利用财政部公布的全国国有企业负债数据,对非金融企业部门杠杆率进行拆解后发现:中国非金融企业部门债务主要集中于国有企业。截至2015年底,中国国有企业负债占整体非金融企业高达116.8%。倘若去掉国有企业负债,中国非金融企业杠杆率只剩49.5%。

由于数据可得性的限制,上述债务拆解在数值上是较为粗略的,但应该不致影响结论的可靠性。我们做了两方面的稳健性检验:首先,BIS统计的非金融企业部门债务和中国财政部统计的国有企业债务在统计口径上有所差异。前者包括国内银行贷款、跨境贷款、委托和信托贷款以及公司债券等;后者也基本覆盖了



企业长短期所有的债务类型,但其不仅包括企业对金融机构的“债务”,还包含了企业与企业之间的应收/付账款。因此,我们从财政部国企负债数据中剔除应收/付账款部分后再做分析。其次,我们使用A股上市公司的样本,测算国企债务占有所有企业债务的比重。2007-2015年国企债务占有所有企业债务的比重平均约为80%,上市公司中国企杠杆率扛大头的现象甚至更加彰显。

经验事实二: 国企与非国企杠杆率的分化始于2008年

在比较不同类型企业杠杆率的演进趋势方面,相较于“债务/GDP”的总量指标,“资产负债率”更能反映出企业资本结构的差异。我们进一步采用工业企业经济效益数据,对国企与非国企的杠杆率演进差异进行更长期的观察是,2013年以后,国企资产负债率开始掉头向下,但速度远低于民营企业,二者分化格局依

旧。截至2015年底,国企资产负债率高达61.4%,而私企资产负债率已降至51.2%。

观察上述经验事实,我们发现2008年是个关键的节点。在此之后,究竟发生了什么,令国企杠杆率为何蹿得那么高,升得那么快?

2008年以后国企杠杆率缘何高企?

考察2015年不同行业(申万分类)的资产负债率、投入资本回报率、以及国企资产分布与所有企业资产分布的差异,我们发现:国企杠杆率高的直接原因是,国企主要集中在重资产、高杠杆、产能过剩的行业。中国国企集中分布于建筑装饰、采掘、公用事业、交通运输、钢铁、化工以及国防军工等七大行业。这些行业要么高度重资产(如化工、采掘、建筑装饰),要么具有高杠杆运营的性质(如公用事业、交通运输),要么是产能过剩的重灾区(如钢铁)。而上述三种类型之间,有时又存在着千丝万缕的联系。我们通过两个例子来说明:

一是高度重资产的行业——建筑装饰业。2015年建筑装饰业的资产负债率高达79%,既高度重资产,又是典型的高杠杆运营的行业,而国企在该行业集中度最高。从“负债=资产×资产负债率”这一等式来看,国企集中在建筑装饰业,同时推高了等号右侧的两项,自然成为国企杠杆率高企的一个重要原因。

二是产能过剩的典型行业——钢铁业。2015年钢铁业的投入资本回报率为-5.2%,在所有行业中最低,而其资产负债率高达67.6%,仅次于建筑装饰和房地产,而该行业也是国企高度集中的领域。投入资本回报率为负,意味着企业只能通过“借新债”来维系现有债务的利息支付和本金偿还,杠杆率自然会不断攀升。

2008年以后国企杠杆率缘何急升?

第一个原因,国企是财政刺激的重要载体,承担着部分政府加杠杆的职责。不同于世界其他国家,中国国企是政府宏观调控中的重要一环,其债务扩张背后还承载着政府稳增长的压力,常规的货币政策和财政政策都会作用在国企负债上。2008年全球金融危机后,各国政府都采取了对冲经济下滑的措施,基本上都是在私人部门推出杠杆的同时,政府部门加杠杆。中国也推出了以“四万亿”为代表的财政刺激计划,资金重点投向基建领域。这一时期基建投资累计同比增速由3.6%一度跃升至50.8%。在基建投资的资金来源中,国家预算内资金仅占10%,只发挥了引导和撬动作用,信贷资金才是“大干快上”的主要推手。而国有企业和地方政府恰恰是加杠杆的两大载体。这样财政刺激的结果必然是:中央政府债务并未显著上升,而企业部门和地方政府债务却快速膨胀。2008-2009年期间,伴随着财政发力,国有企业在与之相联系的通信、公用事业、交通运输、采掘、钢铁有色等行业都在快速加杠杆。这是导致这一时期国企杠杆率快速上升的重要原因。

第二个原因,2008年以后国企投资回报率快速下滑并持续低于非国企。国企投资回报率下滑与国企杠杆率攀升,是一对彼此相互强化的“恶性循环”。2008年金融危机后,中国国企投资回报率快速下滑;与此同时,国企又在财政刺激过程中迅速加杠杆。资本投入大举扩张之际,国企长期存在的经营低效问题愈发凸显,导致国企投资回报率进一步降低;而投资回报下滑又意味着,企业用于偿还现有负债本

息仍然明显,各种类的消费品公司都在进行产品升级,例如希尔顿等高端酒店运营商开始在中国推出更多中档酒店品牌。而在食品饮料行业,受益于消费升级,高端白酒已经开始摆脱过去两年行业的低谷,开始赢得高速增长,以贵州茅台为代表的高端白酒公司已经成为A股上半年绝对的明星。纯粹的低端消费品已经很难赢得增长,例如软饮料行业的增长已经开始遇到瓶颈,即使是可口可乐、百事可乐这样的国际巨头,也难以摆脱业绩下滑的压力,可口可乐在最新的公告中披露一季度中国区销量下降2%,这些行业内的企业也正在通过产品升级的方式迎合消费者的新需求,例如统一这样的大众消费者生产商正在推出更多针对高端消费者的产品以应对增长下滑的压力。

通过阅读A股上市公司披露的半年度业绩预告,可以发现中国经济宏观数字背后更多微观的细节,虽然GDP的增速仍然平稳,但一些代表传统能源、制造业和传统消费行业的上市公司受制于终端消费的疲软,并没有摆脱困境。那么一个深层次的问题是,为什么仍然应当对中国的经济增长和企业盈利抱有信心?答案在于中国经济转型的必然性。

虽然中国经济总量已经在2014年高速增长之后位居世界第二位,但人均GDP仍然不足8000美元,相当于70年代的美国、日本和90年代的韩国,从这些发达市场发展的经验看,工业化后期,传统制造业增速开始下滑,服务业崛起,而在服务业内部,消费者对于服务的需求逐渐开始超过对实物消费,包括教育、文化娱乐、医疗健康消费等新兴服务业的增速依然远远超过传统服务业。

这一点在中国正在得到印证,在消费升级的带动下,以旅游为代表的新兴服务行业将继续享受高增长,这些行业未来仍将成为中国经济最具有韧性的一环。而在制造业内部,虽然传统制造业衰落,但“新经济”的种子正在萌芽,例如电子、新能源汽车等一些行业的景气程度不断向上,带动行业内企业盈利高速增长。同时也应该看到,一些传统制造业企业已经开始通过关停落后产能、优化人员结构等方式提质增效,供给侧改革在微观层面正在发挥作用,同时也有一些企业选择“走出去”并开始取得一定效果,未来“一带一路”等政策效果值得期待。

可以预见的是,随着改革的深入,新的增长点仍将不断涌现,中国经济也将平稳实现“换挡”。但需要注意的是,改革仍需深入,国有企业需要通过改革提质增效,提升盈利能力。更加重要的是,金融体系改革亟待推进,将金融资源配置的重心从盈利能力差的传统行业转移到更多优质的中小企业、民营企业,以改变当前金融市场整体资源配置的低效率,从而真正为中国经济保驾护航。

息的收入在减少,从而“借新还旧”的债务需求不断增加,导致国企杠杆率继续攀升。国企和地方政府融资平台的“投资饥渴症”,也是导致2009年下半年到2012年底,中国短端利率背离经济基本面快速上升的一个重要原因。

行文至此,一个问题已然浮现:当我们谈论去杠杆时,我们在谈论什么?

首先,中国的去杠杆,在于去非金融企业部门的杠杆;而非金融企业部门去杠杆的关键,在于去国有企业的杠杆。

其次,国企去杠杆与产能是一体两面的关系。一方面,国企更多聚集于投资回报低迷的产能过剩行业,这是造成其杠杆率畸高的主要原因。另一方面,国企高杠杆也是过剩产能形成的重要推手。国企债务沉重,事涉国计民生,其产能出清不仅危及就业,亦会对金融稳定形成冲击,故去产能势必迟缓谨慎,裹足难前。需求下台阶,而产能缓出清,自然累积形成过剩产能。

再次,国企高杠杆也是财政政策发力的副产品。在适度需求管理仍显必要的背景下,提升国企经营效率应该成为去杠杆的重中之重,这也是在发展中解决问题的要义所在。让民间投资在财政发力过程中更多参与进来,也有助于缓解国企杠杆率持续上升的问题。

最后,重债转股也许是一个形势比人强的选择。目前中国国企高杠杆的状况,有1980年代“拨改贷”造成国企资本金不足的历史原因,也有2009年逆周期宏观调控造成国企快速加杠杆的机制原因。国企(特别是央企)债转股对于阻断投资回报下滑与杠杆率攀升的恶性循环,减轻历史遗留问题赋予国企的沉重负担,大有裨益的。通过债转股一次性去杠杆,有“先治病、后疗养”之意,有望取得以时间换空间的效果。当然,正如权威人士所言,“不要动辄搞‘债转股’,不要搞‘拉郎配’式重组”;也正如周小川行长曾言,“债转股作为一种药方,能治病,但不是包治百病;因此不能不用,但不能滥用”。国企债转股不能蜕变为恶性逃废债务的新渠道,恶化信用环境的新推手,而应在更为规范和明晰的框架内有序推进。