

看  
中报

# 机构看中报：市场怎么了？何去何从？

A股起起伏伏，股民心里跟着“七上八下”，“跌个西瓜，再涨个芝麻”已成常态。今年的交易时间还剩四分之一，随着中报披露落下帷幕，机构又是如何解读上市公司上半年财报的？如何看待市场走向？

## 海通证券

### 融资能否有效改善成关键

海通证券从盈利、现金流、债务负担、偿债能力等角度对上市公司（非金融）最新财务报告进行了解读，认为2018年半年报数据尚显平稳，但同时也凸显了一些问题，包括后续盈利面临较大回落压力，现金流恐进一步弱化，去杠杆背景下民企杠杆率持续走高，风险因素仍在积累。

今年上半年，上市公司（非金融）盈利虽无明显恶化，但增速明显下滑，净利润同比增速从2017年的31%下滑至22%，微观层面亏损或盈利弱化企业占比均有小幅增加。分行业看，钢铁、建材利润增速最高，主要还是受益于供给端偏紧带来的涨价效应；而去年盈利亮眼的煤炭行业，今年上半年净利润增速仅9.5%，靠限制供给端、涨价带来的利润高速增长已不可持续；房地产行业上半年净利润增速达35%，因为其特殊的预售制度，今年上半年，利润上涨更多反映的是前期市场销售情况，同时地产企业分化明显，3成上市房企净利润同比翻倍，但另有3成房企净利润负增，龙头企业利润上升明显，行业集中度不断提升。

上半年，企业融资环境继续收紧，非金融上市公司筹资现金流大幅减少，同比减少近3成，而投资现金流支出并没有收缩，自由现金流缺口依然较高。企业筹资现金流对资金缺口的覆盖能力大幅削弱，整体资金链趋于紧张。分行业看，石油石化、钢铁、建材等行业受益于盈利的改善带来经营现金流增加，自由现金流保持为正且同比增厚；房地产和建筑行业自由现金流缺口庞大，仍大量依赖筹资现金流，融资端的压力导致不少房地产公司财务费用激增；下游行业中，汽车、计算机、医药、商贸等行业今年上半年自由现金流缺口均同比扩大。而家电、纺织服装行业上半年自由现金流缺口有所收窄，主要源于投资支出的大幅减少。

2017年以来，我国去杠杆虽取得积极进展，但总杠杆仍然偏高，结构不平衡尤其是非金融企业杠杆率过高的局面还未得到根本扭转。同时，去杠杆出现结构性分化，地方国企杠杆率基本稳定，而民营企业杠杆率走高。截至2018年6月末，民企上市公司整体资产负债率已较2016年底提升了2.3个百分点。融资上的收紧对民企负债端带来了较大的压力，企业财务费用增加很可能导致了民企杠杆率不降反升。另一方面，企业债务结构短期化明显，这与企业融资成本不断抬升，企业以短期融资滚动长期债务、控制融资成本有关。而债务结构的短期化将使得企业频繁面临到期压力，进一步加大违约风险。

上半年，非金融企业筹资现金流覆盖资金缺口的能力趋弱，导致企业偿债能力趋于弱化。从货币资金/短期债务的比值上看，2018年中报显示，非金融企业货币资金总规模较2017年底减少近2000亿元，而短期债务却增加了5700多亿元，导致货币资金/短期债务比值为87%，较2017年底的95%有明显降低。长期偿债能力则因企业利润和经营现金流的回落也有弱化。

海通证券认为，今年上半年信用风险事件频出，主要驱动因素是融资环境收紧导致的资金紧张，近期我国货币政策、财政政策和金融监管政策都出现了微调，旨在缓解信用收缩、稳定社融增速和经济下行压力，若宽信用政策有成效，信用基本面弱化将有所缓解。但若企业融资端仍然紧张，年内经济下行压力下，企业盈利和经营现金流或有明显回落，内外现金流的双紧将加剧风险的暴露。

## 天风证券

### 重点关注企业交易行为

市场涨跌归根到底是个买入力量与卖出力量对比的问题，是所有参与者群体行为合力的结果。对于A股市场的参与者而言，大家讨论比较多的往往是金融机构、散户、国家队和外资，但往往忽视了一个最应该关注的群体，那就是企业买卖股票的行为。

为何要重点关注企业买卖股票的行为？天风证券认为，一是，可研究性。金融机构、散户、国家队和外资的交易数据并不经常可得，而且这些部门中很大一部分的投资行为并非具有稳定的逻辑性和可预判性。相反，对于企业部门而言，我们可以通过上市公司报表获得准确的行为数据，甚至通过工业企业数据获得更加高频的统计结果。同时，企业部门的行为往往更加理性，具有可追溯的逻辑性。总得来说，企业部门的流动性上承经济周期和货币政策，下承资产配置（资本开支、买股票、理财）。

二是，有效性。在通常情况下，只要对企业部门的流动性有一个正确的预期，就很容易对市场做出判断。每当企业部门流动性非常充裕的时候，即货币资金增速大幅上行的阶段，我们都能看到企业部门持有上市公司股票个数出现激增的情况。相反，当企业没钱的时候（流动性紧张），市场往往都表现不好。

因此，可以梳理出以企业部门流动性为核心的判断逻辑：当非金融A股的货币资金增速下行的时候，未来一段时间企业部门交叉持股的数量会显著下降，也会伴随市场的下跌。相反，当非金融A股的货币资金增速上行的时候，未来一段时间企业部门交叉持股的数量将显著上升，同时也会伴随市场的上涨。

2018年中报数据再次验证了这样的逻辑，当过去3个季度企业部门货币资金增速连续下降之后，今年上半年，企业部门大量甩卖股票（交叉持股数量大幅下降）。

逻辑上来说，当企业部门面临从去年开始的去杠杆，导致非标、股权质押不能续作，为了保证平时经营的流动性和债务不出现违约，必须变卖流动性最好的资产来应对，于是被迫大量卖出股票。这也是为什么，在上市公司ROE水平不错并且估值不高的情况下，市场连续下跌了半年。

过去20年间，发生了4次市场走势与ROE明显背离的阶段，而这些背离阶段都是流动性发生剧烈变化，并占据了主导地位。今年上半年，同样是发生了“企业部门流动性”层面的“釜底抽薪”。

中报显示，目前，非金融A股的货币资金增速已经较一季度有所改善，再叠加近期中央不断出台的缓解中小微企业融资的政策，企业部门流动性最差和大量甩卖股票的时候基本上已经过去。市场构筑底部的因素事实上已经在强化，但是由于底部区域大家的悲观程度往往会过头，因此，这也延长了市场底部震荡的时间。

据Wind