

宏觀經濟

盈利迎接向上拐點——2017年盈利分析系列（4）

核心結論。①中週期看產能和投資處底部區域，短週期看庫存回補中，需求端望平穩。②借鑒海外轉型期，經濟平時盈利可以上，如日本74-90年、美國83-00年，源於產業結構升級。③週期行業集中度提高、消費不斷升級，上市公司盈利走在中期向上拐點路上，17年A股淨利同比8%，較16年3%回升。

從宏觀背景看企業盈利位路。（1）以史為鑒，企業盈利與宏觀背景相關性強，均回落至歷史底部區域。目前GDP當季同比已經與99年歷史最低點的大小相當；全部A股ROE目前與97年或03年的水準相當，略高於歷史最低水準；全部A股營業收入同比已經與95年水準相當，處於歷史的底部區域；全部A股歸母淨利潤同比也回到了每次波動的底部區域；綜合來看，企業盈利已經回落至歷史的底部區域。（2）中週期看，產能和投資處於底部區域。用產能利用率、固定資產投資同比、資本形成同比或房地產投資同比等角度來衡量，均已經回落到底部區域。（3）短週期看，補庫存支撐企業盈利短期穩定向好。從歷史經驗來看，中國庫存週期約為40個月，從16年7月開始進入了一輪新的補庫存週期。（4）投資、消費、出口結構看，17年國內投資築底回升，需求有望好轉，出口優勢顯現，需求的三個方面支撐企業盈利穩定向好。

借鑒海外，經濟走平時盈利可以上。我國當下經濟背景與日本1974-90年、美國1983-2000年的轉型期類似，均是GDP同比處於一個平臺震盪期，產業結構開始發生明顯變化。日本1974-90年，“科技立國”推動日本經濟轉型，GDP雖然有所下滑，但企業盈利水平穩中有升，產業結構發生明顯變化，電子機械、電器機械等精密器械製造的利潤率明顯上升。美國1983-2000年，雷根經濟學+克林頓科技創新推升企業盈利。在雷根和克林頓兩屆政府成功的執政思路推動下，80年代後，美國全要素生產率TFP走出了1970年以來的下行態勢，持續攀升。產業結構優化，服務業和資訊產業占比逐漸提高，企業盈利能力煥發出新的生機，全市場上市公司的ROE始終保持在14%左右的高位水準，95年後上升到了18%並在2000年前始終維持高位。

展望：盈利迎接向上拐點。（1）我國產業結構已經發生微妙變化。2010年以來GDP第二產業占比從46%降至39%，第三產業占比從44%升至54%。上市公司資訊技術+可選消費+醫療保健市值占比從2010年Q1的18%上升至2016年Q4的29%，淨利潤占比從約8.6%提高到15%。（2）展望：盈利迎接向上拐點。週期行業集中度提升，我們預期週期行業盈利築底回升，16年淨利潤同比為14%，17年為15%。金融行業盈利重估，地產行業淨利增速下滑，我們預測金融行業16年淨利潤同比為-4.1%，17年淨利潤同比增速有望達到3.5%，房地產行業淨利潤同比16年為32%，17年為

3%。消費升級，科技創新，盈利水準穩定向好，我們預計消費行業淨利潤增速 16 年為 20%、17 年為 22%，科技行業 16、17 年為 29%、28%。綜合來看，17 年 A 股淨利同比 8%，較 16 年 3%回升。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢。

大市導航

交通運輸：2 月快遞業務量點評

2 月全國快遞服務企業業務量完成 23.4 億件，同比增長 88.1%；業務收入完成 292.2 億元，同比增長 65.8%。1-2 月，全國快遞服務企業業務量累計完成 45.6 億件，同比增長 33.9%；業務收入累計完成 602.1 億元，同比增長 28.7%，其中，同城業務量累計完成 11.3 億件，同比增長 31.6%；異地業務量累計完成 33.2 億件，同比增長 34.8%；國際/港澳臺業務量累計完成 1 億件，同比增長 31.1%。

從日均單量跟單價來看，1-2 月日均單量同比增加 36.1%。從單價來看，1 月份為春節高峰，價格波動較大。因春節錯位，故今年 2 月的單價同比去年下滑較大。整體看，1-2 月單價下降 3.9%。

分地區來看，東部地區業務量提升較快。東、中、西部地區快遞業務量比重分別為 80.2%、12%和 7.8%，業務收入比重分別為 80.4%、11%和 8.6%。與去年同期相比，東部地區快遞業務量比重上升了 0.6 個百分點，快遞業務收入比重上升了 0.4 個百分點；中部地區快遞業務量比重下降了 1.1 個百分點，快遞業務收入比重下降了 0.7 個百分點；西部地區快遞業務量比重上升了 0.5 個百分點，快遞業務收入比重上升了 0.3 個百分點。

我們認為快遞板塊投資機會接下來將出現分化。

1. 預計全年業務量將會維持 40%左右的增速。前兩月日均單量增速為 36%，預計隨著三季度旺季的到來，全年日均單量增速仍能維持 40%以上增長。
2. 以直營模式為代表的順豐以及加盟模式的三通一達各自戰略佈局成為關注重點。互相滲透在未來也是可以觀察到的趨勢。
3. 重點關注業務量迅速膨脹的公司。我們預計今年單價將維持相對平穩態勢，重點關注單件盈利能力強，全年業務量有望超行業平均的公司。關注韻達股份、申通快遞。

風險提示：系統性風險，行業業務量增速不及預期。

醫藥與健康護理：政策助力器械流通整合，洗牌催生投資機會

(一) 耗材流通整合存在極大的利潤和股價彈性，高值耗材市場約 1250 億元，IVD 試劑市場近 1000 億元，耗材整合空間、業績彈性依舊巨大。

(二) 政策催生新的投資機會：今年以來，隨著“兩票制”、“營改增”、醫療器械流通領域大整頓等推行，政策有利於行業整合，高值耗材及 IVD 流通整合處在歷史最佳時期，我們預計會複製藥品流通整合歷史。

(三) IVD 試劑（耗材）流通與高值耗材流通存在較大的相似性，集中度非常低，尚是藍海市場，隨著潤達醫療、瑞康醫藥募集資金到位，行業政策助力，預計將會產生較大投資機會。

高值耗材流通整合：推薦瑞康醫藥、嘉事堂。

IVD 流通整合：推薦潤達醫療。

風險提示：耗材整合存在不達預期風險，政策風險，現有產品市場競爭風險。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。