

策略

盈利震盪向上——16年報和17一季報分析

核心結論：

①A股淨利同比17年一季/16年為20%/5%，中小板27%/30%，創業板11%/36%。②全年淨利增速有望達兩位數，盈利已過U形底右側，震盪向上。中國進入經濟平盈利上階段，轉型期產業結構優化、行業集中度上升，改革降低成本提高效率。③淨利增長穩定、與估值匹配好的行業如白酒、小家電、醫藥、汽車、電子、環保、化工、建材等。

主要邏輯：

淨利潤同比、ROE均大幅上升。（1）全部A股17Q1/16Q4/16Q3歸屬母公司淨利潤累計同比分別為19.8%/5.4%/1.8%，剔除金融後為48.6%/21.8%/12.5%，再剔除兩油後為34.7%/24.8%/17.0%，淨利潤增速均大幅回升。（2）分項分析：收入同比上升、毛利率高位、財務費用率低位。（3）淨利率、資產周轉率上升支撐ROE築底回升。全部A股17Q1/16Q4/16Q3的ROE（TTM）為9.7%/9.6%/9.4%，剔除金融為7.8%/7.4%/6.7%，再剔除兩油為8.2%/8.0%/7.3%，均築底回升。根據杜邦分析結果，淨利率、資產周轉率上升是導致ROE回升的主因。

中小創盈利分化，外延收緊影響有限。（1）中小板淨利潤保持高增長。17Q1/16Q4/16Q3中小板歸屬於母公司淨利潤累計同比為26.8%/30.3%/21.3%，單季度同比為26.8%/56.3%/39.8%，16年年報和一季報依舊保持高增長，1季度增速略有下滑。創業板淨利同比有所下滑，創業板指數下滑明顯。17Q1/16Q4/16Q3創業板歸屬於母公司淨利潤累計同比為11.3%/36.4%/44.3%，單季度同比為11.3%/22.3%/37.5%，淨利潤增速持續下滑。

（2）16年外延並購對中小板貢獻3.5個百分點，對創業板貢獻10.6個百分點。商譽持續增加，占淨利潤之比不斷提高，但商譽減值目前數額還較低。

A股盈利中期震盪向上。（1）宏觀視角，經濟平時企業盈利可以上。第一，宏觀背景分析，中週期底部，短週期向好。第二，借鑒海外經驗，經濟平穩時企業盈利可以更好。（2）微觀視角，毛利率和ROE回升源於轉型，費用下降源於改革。從前文的分析可以看出，無論是淨利潤同比還是ROE，均築底回升，“U”型的右側已經出現。從毛利率的角度看，在需求沒有回升，收入增速還不高的情況下，毛利率已經回升到05-07年19%-20%的水準，05-07年是因為需求旺盛，而本次則是轉型起到了重要的作用。

挖掘有亮點的行業。行業層面，我們以所有中信一級行業以及重點的一些二級行業為標準，篩選淨利穩定增長且與估值匹配的行業。篩選標準：①17年Q1單季度歸母淨利潤同比大於20%；②目前PE（TTM）小於50倍；③17年PEG（PE除以17年預測的淨利潤同比）小於1.5；④歷史趨勢看盈利增速逐漸向好。從篩選結果看，主要包括石油石化、基礎化工、建材、電子、汽車、環保、白酒、小家電、其他醫藥醫療。

風險提示：向上風險：貨幣政策大幅寬鬆，拉動基建、地產投資大幅向上。向下風險：穩增長政策不及預期。

大市導航

券商：否極泰來，更好的2017——證券行業2016年年報回顧暨二季度投資策略

2016年證券行業市場環境回顧：1) 交易量及開戶數從高歌猛進到平穩過渡，16年日均股基交易額5553億元，同比下滑49%，但仍高於2014年的3156億元。累計投資者11811萬人，期末持倉投資者5044萬人，占期末投資者總數的43%，較2015年的52%有所下滑。2) 兩融日均餘額8982億元，較2015年下滑35%；股票質押餘額高速增長。3) IPO加速，16年發行IPO專案227家，募資1496億元；完成再融資項目825個，募集資金17216億元；公司債募資27796億元，同比增長180%，承銷規模維持在高位水準。4) 通道業務空間壓縮，主動管理占比提升。16年末券商資管規模17.58萬億，同比增長48%。截至16年9月末，前十大券商主動管理規模占比已提升至近40%，遠高於2015年末。

2016年券商業績同比下滑49%：2016年31家上市券商業績實現營收2744億元，同比-40%，實現淨利潤925億元，同比-49%。其中廣州證券業績正增長，東興證券、方正證券、長江證券、國泰君安降幅最小。1) 經紀業務：依賴度顯著下降，備金率繼續下滑。16年上市券商業績收入合計826億元，同比-59%。隨著互聯網金融進一步滲透，券商業績繼續下滑，2016年備金率已由0.051%下滑24%至0.039%，預計未來仍將繼續下滑，但空間有限。上市券商業績平均備金率降至0.026%。

2) 投行業務：股債承銷同比均大幅增長。16年上市券商業績實現投行收入合計438億元，同比增長26%，收入占比16%，顯著上升。其中廣州證券(+138%)、江海證券(+91%)、太平洋(+90%)同比增幅最大。

3) 資管業務：以主動型管理為發展重點。由於通道類業務附加值較低，即使規模較大，業績貢獻仍較小；隨著通道業務的被動及主動壓縮，券商業績加速轉型。截至2016年末上市券商業績資管規模合計10.2萬億元，同比增速超45%。其中定向資管規模為7.6萬億元，同比增長49%；集合資管規模1.4萬億元，同比增長30%；專項資管規模0.8萬億元，同比增長97%。16年上市券商業績合計實現資管收入251.4億元，同比增長1%。

4) 自營業務：16年自營承壓，17年預計好轉。16年上市券商業績合計實現投資收益632億元，同比-50%。2016年上市券商業績平均投資收益率為3.67%，綜合投資收益率為3.07%。我們認為2017年隨著市場逐步恢復，券商業績自營盤結構的優化，券商業績17年自營有望實現高增長。

2017年二季度投資策略：2016年市場環境整體弱於2015年，券商業績經歷了冰點後逐步恢復、回暖。我們認為2017年的投資機會主要集中在經紀業務向機構業務+財富管理轉型、股票承銷業務（尤其是IPO）、證券法修改等。推薦廣發證券、招商證券、華泰證券、國金證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

景點與休閒設施：博彩專題：復蘇至中途，前路現荊棘

前言：基於對資料的搜集與研究，我們是內地社會服務研究小組中，最早提示投資者關注澳門博彩行業底部反轉帶來的投資機會。自我們2016年11月20日發佈報告《澳門博彩業的浴火歸來與自我革新》以來，WIND博彩指數按最低點到目前價格計算的漲幅達22%，好於同期恒生指數14%的漲幅。本篇報告一方面是為了梳理、

總結我們過去對博彩行業研究分析的框架，進一步剖析行業復蘇的邏輯；另一方面，我們發現某些宏觀變數在未來可能發生變化，自上而下買困境反轉的邏輯在未來可能無法持續。

重回復蘇原因剖析：內地經濟企穩是主因

無論從地理、政治，還是從遊客結構等角度來看，澳門經濟（以博彩業為主）同大陸經濟的關係都是密不可分的，在某種程度上澳門經濟的變化甚至是內地經濟、政治環境變化的晴雨錶。

我們結合定性和定量的方法，總結出了五個同澳門博彩毛收入有顯著相關性的指標。在這五個指標當中，我們發現百城房價和過夜遊客兩個指標對博彩毛收入具備領先性，而本輪中國經濟復蘇企穩的重要原因之一正是金融加杠杆背景下，流動性寬鬆推動了地產週期的上升。

未來如何變化：行業復蘇有望持續至今年三季度，後續情況尚不明朗

但是，若中國經濟在二季度迎來繁榮的頂點，我們認為三季度後的行業前景有待重新評估。根據海通宏觀董超團隊報告《繁榮的頂點——2017年2季度宏觀經濟展望》，在17年去杠杆的政策基調下，貨幣收緊疊加房地產調控可能導致地產銷量和房價面臨下行風險。同時，由於存貨週期可能結束、地產投資面臨大幅跳水可能，去杠杆將在17H2傳導進實體經濟，屆時經濟或有極大的下行風險。因此，若按照相關經濟資料變化領先澳門博彩毛收入一個季度的關係進行預測，我們認為三季度後毛收入增長前景有待重新評估。

綜上，我們認為二季度博彩毛收入維持高增長是大概率事件，但考慮到目前行業內公司估值偏高，且宏觀經濟形勢正在發生變化，三季度後行業前景需重新評估，我們認為過去自上而下的推薦行業的邏輯可能難以維持，建議自下而上從估值、公司競爭力等方面進行選股。風險提示：環東亞地區國家賭權開放浪潮；政策性風險；內地經濟增長放緩風險。

旅遊服務業：2017Q1出國遊增速趨緩主要受累于泰國韓國線，剔除韓泰目的地後仍健康

目前我國出境遊的空間以及如何追蹤行業資料

（一）、2015年，美日韓中四國的出國遊滲透率分別為：28%（不包含墨西哥和加拿大的滲透率數據為13%）、14%、46%、4%。而這個滲透率資料將主要隨著人均GDP的提升穩步提升，但會同時受到地緣政治、匯率、簽證等因素的擾動。（二）、我們從2個角度跟蹤出國遊趨勢（1）、航空相關的資料，主要包括：①中航信月度運營資料、②中航信旗下航指數下量價月度同比變動的指標、③民航局主要運輸生產指標、④四大航空公司月度國際航線運載量；（2）旅遊局發佈的資料，包括①目的地國家旅遊局公佈的入境資料、②中國國家旅遊局的資料。

跟蹤航空資料的結論：2015增速新高，2016年稍有回落但仍高於2014年，2017Q1增速滑落下一個臺階。

從航空資料看出國遊目前的趨勢：2015年增速創新高，不同口徑監測到的增速在16%-33%之間；2016年稍有回落，但仍然較高在18%-23%之間（高於2014年11%-19%之間）。航空資料的優勢在於可靠、頻次高（航指數甚至能更新每日指數變動）；缺點在於無法追蹤目的地結構。

跟蹤旅遊局資料的結論：韓國線、泰國線近月萎靡拖累整體表現，剔除後整體仍健康。

(1) 從各地旅遊局資料看目前出國遊的趨勢：整體與航空資料結果吻合，剔除韓國線、泰國線（2016.10開始走低）之後仍健康。主要樣本國家資料顯示，2014/2015/2016/2017Q1分別+7%/+42%/+18%/+11%；剔除韓國、泰國後，2014/2015/2016/2017Q1分別+8%/+34%/+30%/+27%。旅遊局資料的優勢在於細化各個目的地，缺點在於有些目的地國家更新資料頻次較低，僅季度資料甚至年度資料（包括CNTA，僅有季度資料，且時效性弱）。(2) 從我國旅遊局資料來看，2016年略顯疲弱，但亞洲和非洲仍然高增長，分別增長36%、52%；歐洲僅6%、美洲和大洋洲9%，但由於亞洲在目的地結構中占比較大，整體增速仍然較高一截至2016年四季度，旅行社出國游4436萬人，比上年增長29%。

標的推薦：凱撒旅遊、眾信旅遊。

凱撒旅遊和眾信旅遊是出國游標的，就主業來說，2016年收入端分別+36%、+21%（主要參考航空資料，這仍然高於行業增速）；利潤端分別+25%和+17%（行業集中度仍較低，龍頭仍在擴張爭取這更大蛋糕的更大份額，產生相對高的費用）。我們主要基於行業前景和公司持續的擴張佈局，建議關注。

風險提示。經濟下行風險；人民幣貶值風險；地緣政治風險。

建築工程：“一帶一路” β 行情待重啟，PPP板塊 β 行情望持續

一周隨筆：“一帶一路”和PPP板塊基本面整體上處於景氣上行週期，核心原因在於城鎮化進程尚未結束決定國內需求總量仍在不斷提高，而“一帶一路”戰略推進使得海外需求逐步加速，同時無論是海外工程市場，還是國內PPP與EPC模式逐步普及，都使得工程承包市場集中度加速提升。基本面趨勢向上，決定了行業估值中長期向上。“一帶一路”在經歷帶恐慌情緒的快速回檔後，主題性因素在弱化，靜待基本面持續印證， β 行情仍有望重啟。我們認為2016年年報及多數公司對2017H1業績預告印證了PPP板塊業績持續高增長， β 行情仍有望持續。從2016年年報及2017Q1業績上看，建築板塊業績處於加速回暖的態勢中。2016年建築板塊合計營收同增5.74%，歸母淨利潤同增10.61%，相比2015年分別提高1.2和2.15個百分點。其中剔除掉基數或扭虧等原因，淨利潤增速靠前的有杭蕭鋼構、東方園林、蒙草生態、鐵漢生態、龍元建設等。2017Q1板塊營業收入和歸母淨利潤同比增速分別為4.45%和14.13%。一季度建築板塊的基金倉位進一步提升，PPP和“一帶一路”持續較多。按照基金以及公司披露資料統計，2017年一季度末，公募基金在建築板塊配置比例為3.75%，創2013年下半年以來的新高，但與標配倉位4.04%依然有0.29個百分點的差距（值得注意的是統計中不含基金專戶、社保、私募產品等）。2017一季度末重倉股中看，按照基金持倉占流通盤比重排名，位居前5的為鐵漢生態（14.5%）、東方園林（10.42%）、神州長城（10.29%）、中鋼國際（9.41%）、北方國際（8.80%）；按照總市值排名前5的是，中國建築（56.75億元）、葛洲壩（39.06億元）、東方園林（23.61億元）、中國鐵建（20.79億元）、鐵漢生態（18.75億元）。可見基金在建築的配置主要集中在“一帶一路”和PPP中。

行情回顧總結。上周（2017.4.23-2017.4.28）建築工程指數下跌-4.11%，遜於同期上證綜指-0.58%的跌幅；年初至今，建築指數累計漲幅為4.79%，好於同期上證指1.64%的漲幅，在29個行業中位居5/29。分板塊看，上周園林板塊表現相對較好，單周漲幅為2%，其次是鋼結構板塊，單周漲幅為0.95%；漲跌幅末三位元的是化學工程、房建和基建，期間漲幅分別為-11.29%、-6.27%和-6.16%；國際工程板塊期間漲幅為-3.98%，石油工程板塊期間漲幅為-2.78%，專業工程板塊期間漲幅為-2.21%，裝飾塊期間漲幅-1.32%，工程諮詢板塊期間漲幅為0.87%。

投資策略：“一帶一路”和PPP對板塊帶來的基本面改善是趨勢性的，這兩個板塊的投資機會值得長期關注，其中“一帶一路”在經歷帶恐慌情緒的快速回檔後，主題性因素在弱化，靜待基本面持續印證，β行情仍有望重啟；2016年年報及多數公司對2017H1業績預告印證了PPP板塊業績持續高增長，β行情仍有望持續，建議關注中鋼國際、鐵漢生態、東方園林、中工國際、中國鐵建、中國建築、金螳螂。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

商業貿易：行業回暖公司分化，回歸業績與估值匹配

1. 消費資料回暖，電商增速放緩。①2016年社零總額33.2萬億，同比增10.4%；1Q17社零額增10%，其中3月名義和實際增速各10.9%和10.1%；百家零售額2016年略降0.5%，但1-4Q16、1Q17各增-4.8%、-1.8%、1%、3.1%和2.7%，環比改善；②2016和1Q17網路零售額增速各26.2%和32%，較2015年的39%放緩，占社零總額比例由2015年的12.9%提升至2016年的15.5%和1Q17的16%，比例居全球前列，但提幅放緩；③服飾鞋帽、化妝品等主要品類的電商滲透率均已超20%，手機、數碼、圖書音像在15-20%之間；④中國零售商市占率前十中，阿裡和京東各以7.5%和3.5%居前兩位，唯品會0.5%居第7，蘇甯、華潤等線下零售商佔據7席。
2. 行業3Q16以來收入端弱復蘇，利潤彈性更大。以批零行業36家公司為樣本：①2016年：收入略降0.86%，較2015年回落1.45 pct，1-4Q各增-1.09%、-3.58%、-1.23%和2.2%，4Q顯著改善；毛利率增0.1 pct，期間費用率增0.21 pct；歸屬淨利降11.36%，扣非淨利降2.64%，降幅各收窄0.64和25.33 pct；扣非淨利率略降至1.5%；②1Q17：收入增0.42%，增速轉正且較1Q16增1.51 pct，毛利率增0.42 pct、期間費用率降0.15 pct，“毛利-期間費用”增12.47%，歸屬淨利增27.98%，扣非淨利增25.06%，而1Q16上述指標均下降。行業3Q16以來收入端改善，證實弱復蘇，4Q16和1Q17延續且利潤增長彈性更大，未來行業或將繼續受益於国企改革（股權激勵、引入戰投等）和轉型（新零售、金融、第二主業拓展等），迎來中長期的效率改善和淨利率提升。
3. 重點公司：增長分化，整體改善。2016年54家樣本公司中有24家扣非淨利正增長或扭虧，1Q17扣非淨利正增長或扭虧的有33家，較1Q16的13家和環比4Q16的22家均大幅增加，且平均增速也更高。在2016年和1Q17扣非淨利增速均位於行業前15的公司中，由主業穩健增長所驅動的有永輝超市、青島金王、鄂武商A等。此外，蘇甯雲商1Q17和2Q17（預告）連續盈利且利潤規模提升，值得關注。
4. 漲幅及估值。①漲幅：2017年初至今，商貿指數跌9.1%，跑輸上證綜指10.7個百分點，個股漲幅居前的有茂業商業（37%）、東百集團（34%）、永輝超市（24%）、老鳳祥（17%）、鄂武商A（15%）、百聯股份（7%）、重慶百貨（5%）、合肥百貨（3%）等；②估值：2017年，PE較低的有鄂武商A（12x）、歐亞集團（14x）、天虹股份（17x）、青島金王（17x）、合肥百貨（20x）等；PS較低的有銀座股份（0.34x）、歐亞集團（0.35x）、中百集團（0.36x）、百聯股份（0.46x）等；RNAV/市值居前的有歐亞集團（3倍）、小商品城（2.6倍）、北京城鄉（2.5倍）、銀座股份（2.4倍）、大商股份（2.1倍）等；現金/市值居前的有王府井（58%）、江蘇國泰（44%）、合肥百貨（43%）、百聯股份（40%）、家家悅（37%）、天虹股份（35%）等。
5. 推薦邏輯及個股。新零售行情調整回落後，部分優質行業龍頭已再次回落至高吸引力區間，且年報及一季報證實行業復蘇提供更好基本面支撐，零售股投資邏輯將更加回歸業績表現與估值匹配，同時在主要公司

業績披露及換屆完成後，也有望迎來國改、並購、轉型等的佈局或落地，這是值得關注的投資催化劑事件。推薦：

- ① 大轉型龍頭：【永輝超市】綜合能力已達臨界點，正邁入價值成長新階段；【蘇甯雲商】已連續兩個季度盈利，業績拐點已確立；② 優選全年業績有望穩健成長，估值回落有安全邊際，後續大概率有催化彈性個股如合肥百貨、百聯股份、銀座股份等；③ 受益弱復蘇且估值有優勢的代表性百貨股，如天虹股份、鄂武商A等；④ 新業態新服務標的：首選青島金王，中長期持續推薦轉型便利店等業態的中百集團、加速轉型物流地產服務的東百集團以及供應鏈優質服務商江蘇國泰。

風險提示：消費持續疲軟；國企改革進程不達預期；轉型創新進度的不確定性。

傳媒：16年報及17Q1季報總結：行業增長仍強，堅持守正出奇

影視板塊：向成熟期過渡，關注有業績的龍頭股。2016年影視板塊歸母淨利增速36.17%，17年1Q歸母淨利增速-3.02%，影視版塊正在從成長期向成熟期過渡，在消費升級背景下，我們看好新興互聯網管道驅動下的網劇產業（2C端付費視訊模式），建議關注整體院線個股和優質內容公司：中國電影、萬達院線、上海電影；光線傳媒、華策影視、慈文傳媒、長城影視。

行銷板塊：新消費帶動行銷板塊發展，低估值回檔深、投資價值凸顯。16年板塊歸母淨利增速58%；17年Q1歸母淨利增速46.13%。16年初至17年4月28日，行銷指數跌幅41%，遠大於同期滬深300跌幅（下跌7.8%）；行銷板塊PE（TTM）為34，處於歷史低位。重點推薦有壁壘或細分業務龍頭個股：思美傳媒、分眾傳媒、利歐股份、省廣股份（停牌中），關注龍韻股份和宣亞國際。

遊戲台塊：年報一季報呈高速增長態勢，建議配置高成長龍頭。我們重點關注的23家遊戲公司年報、一季報歸母淨利同比增速分別為73%和88%，整體業績增長主要來自於“內生驅動+外延並表”兩方面。2016遊戲行業增速17.7%，其中手遊增速為60%，我們判斷2017年手遊增速仍能維持在40%左右，成為遊戲行業的核心增長點。未來看好具備“大IP儲備+研運一體+海外發行”的公司，重點推薦完美世界、三七互娛、中文傳媒、遊族網路。

教育板塊：轉型佈局穩步推進，關注整合提升。行業景氣度高、政策消費升級機遇確定，但企業轉型教育對管理、整合、並購能力要求高，業績提升，協同發展需要時間。需整體看來，部分轉型教育較早、整合能力較強的上市公司目前業績增長較明顯、協同效應初現。板塊中長期前景，標的優秀、管理運營能力較強的上市公司有望受益。相關標的：世紀鼎利、開元儀器、廣弘控股、立思辰、威創股份、新南洋。

體育板塊：產業進入黃金時代，“體育+”成風口。2016年，中證體育指數所含31家A股體育公司16年總體歸母淨利潤55.85億元，較2015年增長了60.98%；2017年第一季度總體實現歸母淨利潤18.81億元，同比增長107.21%。A股體育公司業績實現高增長，行業正處於高速發展期。重點關注變現模式清晰，盈利能力強的“體育+”領域。推薦：雷曼股份、三夫戶外、星輝娛樂、雙象股份。

傳統傳媒：行業增速下行倒逼轉型。A股平面媒體公司2016年整體淨利潤增速13.6%；2017年一季度淨利潤增速71.85%（去除浙數文化11.74億元投資收益影響後，整體淨利潤增速為18.53%）。有線電視板塊，A股市場13家有線電視公司2016年淨利潤同比下滑2.73%，2017年一季度同比下滑12.46%，行業整體增速放緩，未來轉型升級是關鍵。重點關注轉型估值低、轉型執行力強的傳統媒體公司。推薦：長江傳媒、中南傳媒、皖新傳媒、湖北廣電。

風險提示：解禁、商譽減值、行業增速下滑。公司業績表現未達預期。大盤系統性風險集中釋放。

家用電器：家電行業年報及一季報情況匯總

16年收入業績增速亮眼，毛利淨利率均創新高。2016家電板塊受益管道補庫存、地產後週期以及原材料成本回落，收入\業績分別同比增長13%\30%，毛利率\淨利率均創歷史新高至25%\6.5%。

量價齊升，單季度收入增長提速。單季度看，4Q16\1Q17收入增長明顯提速，同比增長26%\31%，各子板塊均呈現明顯的量價齊升態勢：白電受益管道補庫存及原材料推動的出廠價上調增長46%\46%，廚電受益地產後週期及高端化趨勢增長27%\25%，小家電受益可選消費崛起和消費升級帶動的均價大幅提升增長22%\24%。

1Q17毛利率同比、環比均有所回落。從利潤率角度看，4Q16毛利率受成本上漲影響不大，受益廚電、小家電及照明行業的盈利改善，行業整體淨利率同比走高至5.6%，帶動板塊業績大幅上漲77%。1Q17毛利率同比、環比均有所回落，但得益於較強的議價能力和費用管控能力，淨利率僅下降0.8個百分點至6%，致業績15%的增速低於收入（31%）增長。4Q16\1Q17期間小家電及廚電保持了良好的業績穩定性，分別同比增長43%\45%、56%\43%，白電受費用處理影響，同比增長45%\17%。

消費升級進口替代壟斷紅利支撐龍頭收入業績雙收。我們認為板塊後續收入保持雙位數增長確定性強：1) 出廠價上調直接拉動均價提升5-10%；2) 消費升級趨勢明顯：體現為成熟產品的消費升級和部分可選消費品的高速增長；3) 進口替代趨勢：進口替代是必然趨勢，也是內外資品牌縮小價格差距的過程，龍頭企業將受益份額和均價的提升；4) 壟斷紅利：無論原材料成本如何波動，行業均價保持穩步提升，帶動淨利潤率持續走高。預計本輪成本回落後，行業將再次受益均價上行與成本下降，利潤率再上臺階，帶動業績實現快於收入的增長。另外，現階段監管層引導方向、投資者結構和預期收益率的變化等利好板塊龍頭估值修復的外部因素並未發生變化，給予板塊“增持”評級。重點推薦“業績彈性大、估值偏低”的格力電器，“漲幅較小、有市值管理預期”的九陽股份，我們一直以來重點推薦的“份額快速提升、內外銷同步快速增長、未來有望受益壟斷紅利淨利潤率大幅提升”的小天鵝A、“競爭優勢明顯、空冰洗廚電小家電全面發力的”美的集團；建議關注受益消費升級的萊克電氣、飛科電器、榮泰健康等。

風險提示：經濟下行需求疲軟，大盤系統性風險。

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何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。