

2017年业绩回顾：向增长质量改善迈出坚定一步

2017 全年业绩超预期

香港及美国上市中国企业公布的 2017 年净利润总体同比增长 23%，表明 2H17 增长有所加速（1H/2H17 增速分别为 19/27%）。全年业绩增速超出 18% 的彭博一致预期以及我们的预测。2017 年非金融企业的净利润增速为 50%（1H/2H17 分别为 53/48%），金融企业全年净利润同比增长 6.8%，其中下半年所有子行业的增长均有所加速。在收入增长放缓的情况下，下半年非金融企业的盈利能力持续复苏，推动其利润率上升、ROE 改善，同时净负债率迅速下滑。我们维持此前给出的 2018 年中国企业利润增速 14-15% 的预测不变，略高于 13.5% 的市场一致预期，主要由于我们对金融企业的看法更为乐观。在我们看来，2017 年的强劲业绩已经为今年的增长质量改善奠定坚实的基础。虽然 [2Q18 道路可能仍然崎岖](#)，但增长质量的改善今年将成为稳定中国内地/香港市场的主要力量。

2H17 增长加速主要受金融企业驱动

尽管比较基础更高，但 2H17 非金融企业净利润增长仍然保持强劲，并超出彭博一致预期，其中超一致预期最多的板块包括房地产、交运和医疗。金融板块之中，银行业业绩超出一致预期（受净息差和资产质量改善驱动），银行成为推动中国企业下半年总体净利润加速增长的最大贡献者；此外，保险和多元金融板块的增速也略高于此前的市场预期。与上半年相比，耐用消费品和服装、科技硬件、保险、消费者服务、医药和银行板块下半年的增长加速势头最为强劲；同时，媒体、商业与专业服务、零售、汽车、资本品和交运板块下半年增速放缓。

非金融企业盈利能力大幅改善

1) 2H17 非金融企业的总体 EBIT 利润率同比上升 1.8 个百分点至 10.6%，房地产、原材料和能源企业引领升势，主要得益于销售价格上涨。相比之下，传媒、公用事业、交运和商业及专业服务板块 2H17 的 EBIT 利润率较 2H16 有所下滑。2) 中国非金融企业 ROE 延续上行趋势，2017 年总体上升 3.1 个百分点至 11.3%；仅有半导体、汽车、传媒、公用事业和商业及专业服务板块出现了 ROE 恶化的情况。3) 2017 年非金融企业总体净负债率下滑 4.6 个百分点至 40.0%，原材料、能源和资本品板块引领净负债率下降势头，主要得益于盈利能力改善及资本支出得到控制。

2018 年盈利主要风险

展望 2018 年，我们相信 [增长质量改善](#) 应会成为投资者的关注焦点。业绩期间，市场对能源、原材料、房地产、保险、医疗设备和服务业板块的 2018 年净利润一致预期有所上升，但对公用事业、半导体、商业及专业服务以及电信板块的盈利预测有所下调。我们认为，盈利的主要下行风险包括部分高杠杆板块的融资成本上升，PPP 政策趋严及政府债务导致基建投资弱于预期，海外需求走软以及贸易冲突导致进口成本上涨。

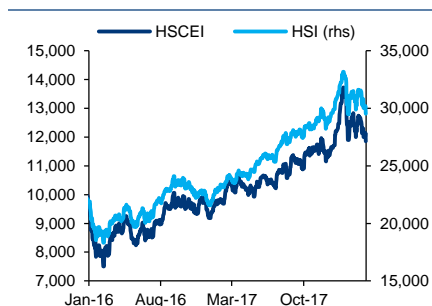
英文报告全文：

[China Strategy — 2017 results review: a firm step to growth-quality improvement \(2017.04.05\)](#)

吕程
策略研究员

+86 21 2897 2057
lvcheng@htsc.com

指数表现



资料来源：华泰香港研究预测

图表1. 中国企业净利润增速

Sector	Mkt cap weights (%)	Net income weights 2014-16 (%)	Net profit growth (%)							2018E	2018 Bbg
			2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	2017	Huatai	cons	
Energy	3.7	6.0	(77)	(81)	83	550	45	161	56	52	
Materials	2.6	0.8	(274)	8.2	201	106	167	142	35	27	
Industrials	6.1	7.3	(37)	(20)	47	46	17	30	11	5.9	
Capital Goods	4.0	5.4	(36)	(13)	55	37	7.4	20	6.9	6.8	
Commercial & Professional Svcs	0.5	0.2	32	32	30	21	(3)	6.8	33	33	
Transportation	1.6	1.7	(42)	(40)	24	85	62	73	22	1.2	
Consumer Discretionary	8.5	2.8	(1.0)	24	62	19	19	21	32	43	
Automobiles & Components	2.2	2.0	22	27	58	6.4	0.8	3.7	28	30	
Consumer Durables & Apparel	1.8	0.7	2.0	11	21	0.5	35	28	11	11	
Consumer Services	1.5	0.1	141	17	(2)	81	504	73	134	134	
Media	0.2	0.0	442	(77)	(79)	(23)	(556)	(789)	616	616	
Retailing	2.8	0.0	(193)	1,953	151	4,546	508	570	56	144	
Consumer Staples	2.0	0.5	15	123	(31)	27	96	42	16	18	
Food & Staples Retailing	0.0	-0.0	(678)	(86)	13	(264)	39	37	37	37	
Food, Beverage & Tobacco	1.7	0.3	20	213	(49)	30	153	51	17	21	
Household & Personal Products	0.3	0.1	35	9.2	16	17	3.7	10	6.1	6.1	
Health Care	3.2	1.1	7.0	4.9	25	17	47	30	5.4	4.8	
Pharmaceuticals, Biotechnology	2.8	0.7	4.2	(0.9)	33	18	64	37	2.0	1.2	
Health Care Equipment & Svcs	0.4	0.4	12	19	13	17	16	17	12	12	
Financials	20.7	60.8	(0.0)	(4.6)	1.2	2.9	12	6.8	10	8.3	
Banks	14.9	49.9	0.7	6.9	0.7	1.5	5.3	3.3	8.9	6.9	
Diversified Financials	1.9	5.0	15	(46)	(8.4)	12	14	12	10	10	
Insurance	3.9	6.0	(17)	(31)	19	8.5	73	34	17	17	
Information Technology	34.5	5.4	60	(20)	(15)	54	69	62	29	34	
Software & Services	32.0	4.4	134	(25)	(22)	80	62	68	27	34	
Technology Hardware & Eqpt	1.5	0.7	(56)	(27)	(60)	8.2	503	84	49	49	
Semiconductor	1.1	0.3	(193)	94	195	(35)	(24)	(29)	(2.5)	0.4	
Utilities	1.9	2.4	2.9	(4.0)	(38)	(27)	30	(9)	33	26	
Telecom	6.6	5.7	1.5	(1.9)	(15)	5.3	6.3	5.8	8.2	8.2	
Real Estate	10.2	7.1	(8)	(22)	27	69	80	74	0.7	0.4	
Overall China universe	100.0	100.0	(12)	(11)	11	19	27	23	15	14	
- Ex Banks	85.1	50.1	(22)	(26)	22	42	47	44	19	19	
- Ex Banks & Energy	81.4	44.1	(10)	(19)	19	29	47	38	15	15	
China non-financials	79.3	39.2	(25)	(21)	27	53	48	50	20	20	

注：包括总市值高于3亿美元的香港及美国上市中国企业

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

图2. 中国企业估值表

Sector	Mkt cap weights (%)	PE (x) 2018E	Net earnings growth (%)			PB (x)		ROE (%)		Div yield (%) 2017	PEG (18E PE vs 17-19E CAGR)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2017	2018E		
Energy	3.5	9.3	162.4	51.7	3.5	1.0	0.9	5.5	8.1	4.7	0.4
Materials	2.7	8.1	153.4	25.1	10.4	1.4	1.1	12.2	13.1	2.5	0.5
Industrials	6.1	9.1	30.7	6.3	15.6	1.0	0.9	10.3	10.4	2.6	0.8
- Capital Goods	3.9	7.7	19.6	7.2	13.0	0.9	0.8	10.3	10.4	2.8	0.8
- Commercial & Professional Svcs	0.4	16.3	6.8	33.1	25.1	3.0	2.7	13.3	15.5	1.2	0.6
- Transportation	1.7	12.4	80.2	1.6	22.4	1.2	1.1	10.0	10.4	2.4	1.1
Consumer Discretionary	9.3	17.2	23.6	36.5	24.0	2.6	2.5	11.8	13.2	1.3	0.6
- Automobiles & Components	2.2	10.2	3.8	29.8	18.0	2.3	1.9	15.3	17.0	1.7	0.4
- Consumer Durables & Apparel	2.3	15.9	16.1	9.9	18.4	2.6	2.5	15.0	16.3	2.7	1.1
- Retailing	2.7	24.9	301.7	99.0	43.5	2.5	2.6	6.5	7.0	0.4	0.4
Consumer Staples	3.5	21.2	28.8	19.0	15.0	3.1	2.8	11.5	13.5	1.6	1.2
Health Care	3.7	29.4	36.2	6.6	18.9	4.0	3.4	13.2	12.2	0.8	2.3
Financials	20.1	7.0	6.9	8.5	11.2	1.1	0.9	13.6	13.3	3.5	0.7
- Banks	14.0	6.3	3.4	7.0	10.0	0.9	0.8	13.9	13.4	4.2	0.7
- Diversified Financials	2.3	7.7	13.6	10.6	15.7	1.0	0.9	10.3	10.9	2.2	0.6
- Insurance	3.8	11.7	33.6	17.3	16.1	2.0	1.7	14.0	14.5	2.0	0.7
Information Technology	32.4	28.3	55.6	26.6	30.2	6.5	5.4	17.8	18.8	0.2	1.0
- Software & Services	29.2	30.2	63.9	26.3	32.6	7.8	6.3	21.7	21.2	0.1	1.0
- Technology Hardware & Eqpt	2.1	15.9	64.7	34.1	18.2	2.7	2.5	13.8	13.5	1.5	0.6
- Semiconductors	1.1	14.6	-18.2	0.1	21.1	2.5	1.1	7.7	7.5	0.4	1.4
Utilities	2.4	12.3	-3.6	29.0	19.0	1.6	1.5	9.0	10.8	2.2	0.5
Telecommunication Services	6.1	11.3	5.8	8.3	7.5	1.1	1.0	8.6	8.9	3.7	1.4
Real Estate	10.2	7.8	61.7	4.0	24.5	1.2	1.1	14.7	15.6	2.5	0.6
Overall China Universe	100.0	12.2	22.2	13.2	14.6	1.8	1.6	12.0	12.6	1.9	0.9
- Ex Banks	86.0	14.6	42.2	18.1	17.6	2.1	1.9	10.8	12.1	1.5	0.8
China non-financials	79.9	15.1	47.0	18.9	18.0	2.1	1.9	10.5	11.9	1.5	0.8

注：包括总市值高于3亿美元的香港及美国上市中国企业

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

图3. 港股通企业估值表

Sector	Mkt cap weights (%)	PE (x)		Net earnings growth (%)			PB (x)		ROE (%)		Div yield (%)
		2017	2018E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2017	2018E	
Energy	3.3	16.5	9.3	159	51.9	3.4	1.0	0.9	5.4	8.0	4.8
Materials	2.1	11.1	8.0	101	28	9.9	1.3	1.1	12.1	13.2	2.8
Industrials	7.8	11.2	9.8	33	2	15.2	1.0	0.9	9.8	9.8	2.9
- Capital Goods	5.0	9.2	8.2	21	5.6	12.4	0.9	0.8	10.0	10.1	3.2
- Commercial & Professional Svcs	0.3	17.3	13.5	22	18	18.8	2.7	2.3	13.0	16.7	1.8
- Transportation	2.5	18.4	15.6	111	(10)	23.9	1.2	1.1	9.1	8.7	2.5
Consumer Discretionary	9.6	20.9	16.1	6	26	18.2	2.7	2.6	13.1	16.3	2.0
- Automobiles & Components	2.1	14.0	10.2	4	30	18.1	2.4	1.9	15.3	17.2	1.6
- Consumer Durables & Apparel	2.4	19.5	16.0	0	22	18.3	2.6	2.3	11.9	15.6	2.7
- Consumer Services	3.8	30.5	23.2	3	20	17.3	3.6	4.2	14.1	18.7	1.9
- Media	0.5	78.0	33.5	19	153	26.3	2.5	2.6	2.3	8.0	0.8
- Retailing	0.9	15.9	13.7	37	20	19.4	1.8	1.7	10.0	12.1	2.5
Consumer Staples	3.4	27.2	20.9	18	18	14.9	3.2	2.9	12.5	13.9	1.6
- Food & Staples Retailing	0.3	28.8	25.2	9	5.5	8.1	3.4	3.1	12.7	12.8	1.6
- Food, Beverage & Tobacco	2.8	27.8	20.7	22	22	16.3	3.0	2.7	11.5	13.3	1.5
- Household & Personal Products	0.3	21.7	19.1	5.5	6.1	9.3	4.9	4.4	24.6	23.7	3.1
Healthcare	3.2	31.9	26.5	45	5	17.3	4.0	3.4	14.1	13.4	0.7
- Pharmaceuticals, Biotechnology	2.6	35.8	30.0	45	1	19.5	4.6	3.9	14.6	13.5	0.6
- Health Care Equipment & Svcs	0.6	19.2	15.6	46	12	13.0	2.3	1.9	13.1	13.1	1.4
Financials	29.2	9.9	8.7	11	9.2	11.1	1.2	1.1	13.0	12.8	3.7
- Banks	19.7	8.6	7.6	8.6	7.1	9.9	1.0	0.9	12.9	12.8	4.5
- Diversified Financials	3.0	12.5	10.6	(4)	33	15.3	1.4	1.3	11.3	11.0	2.4
- Insurance	6.4	15.6	14.1	36	12	15.4	2.1	1.9	14.3	14.3	1.8
Information Technology	15.9	40.4	29.0	81	18	26.2	6.6	5.5	10.3	4.6	0.5
- Software & Services	13.1	49.4	35.1	102	(2)	30.9	10.9	8.2	14.7	26.1	0.2
- Tech Hardware & Eqpt	2.2	23.2	15.7	102	27	18.7	2.7	2.3	9.8	1.7	1.8
- Semiconductor	0.6	15.7	15.3	22.1	(3)	15.4	1.6	1.4	10.0	9.7	1.1
Utilities	4.7	16.7	14.9	2.6	13	12.5	1.8	1.7	9.8	10.9	2.8
Telecom	6.3	13.4	11.5	8.4	5	7.6	1.1	1.0	8.9	8.9	3.8
Real Estate	14.5	10.4	9.1	58.7	(23)	19.6	0.8	0.9	11.8	10.1	3.0
SB universe	100.0	13.8	11.6	24.4	6.8	12.8	1.4	1.3	11.3	10.8	2.7

注：盈利增速的计算基于以人民币为货币单位的盈利预测

资料来源：Bloomberg，华泰香港研究预测

图表4. 恒生指数: 12个月预期PE



注: 数据按截至4月4日收盘价

资料来源: Bloomberg, 华泰香港研究

图表5. 恒生国企指数: 12个月预期PE



注: 数据按截至4月4日收盘价

资料来源: Bloomberg, 华泰香港研究

分析师声明

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。 吕程

重要披露

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是 HTSC 的全资子公司(HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司,中文公司名称为华泰证券股份有限公司,在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

华泰香港投资评级标准

时间段: 报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数(以下简称基准)

股票评级

买入: 股价超越基准 15%以上

持有: 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

卖出: 股价弱于基准 10%以上

暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策

无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

行业评级

增持: 行业股票指数超越基准

中性: 行业股票指数基本与基准持平

减持: 行业股票指数明显弱于基准

如有需要,可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

一般披露

仅发送给《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考,不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表,而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意,不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发,收件人须在转发前获取独立的法律意见,以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员,其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用,我们并非以此作任何招揽;(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法,本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约;(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料,并非为提供个人投资建议,也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料,包括信贷评级机构的评级;除非事先获第三方的书面许可,不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用,华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任,同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证,包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述,并非事实陈述,或购买、持有或销售证券的推荐意见,也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导,不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况,这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引,该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外,模拟情况乃基于模型及简化的假设推断,当中可能有过分简化的情况,也不反映未来回报的分派。本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准,并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证,阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见),阁下也不应作为专业意见般倚赖;亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问,也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况,若适用,应寻求专业意见,包括税务意见。

投资者在作出投资决定时,应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素,因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品,其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见;一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见,不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头,也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓,或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件所述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人,华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者;华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

法律实体披露

中国: HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格,经营许可证编号为: AOK809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址: 香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话: +852 3658 6000

传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/