

从 A 股三季度报告看宏观经济增长

摘要

从 A 股三大板块的营收增速、利润增速和销售毛利的对比来看，2016 年以来营业收入均有较大幅度的增长，2017 年延续了这一态势，这和宏观经济自 2016 年企稳并在 2017 年温和复苏的情况是可以相互映证的。但值得注意的是，2017 年成为主板和中小创业板利润增速的一个分水岭。此外，2017 年以来中小创业板的销售毛利出现了较为明显的下滑。

出现这种情况主要有三方面的原因：一是从成本的角度来看，劳动力成本上升是一个长期趋势，在周期复苏当中，资金和原材料成本也处于一个中期上升的趋势当中，由于大企业的市场占有率较高、管理更为完善、资金实力更加雄厚、议价能力更强，因此在成本上升的环境当中具有较强的竞争优势，在技术研发方面也具有较大潜力；二是从行业的角度来看，2016 年以来房价和原材料的大幅上升利好周期性行业，而这些行业在主板当中占有较大比重，也对主板的整体利润改善起到较大贡献；三是从国家大战略的角度来看，诸如一带一路、京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设等，利好大型企业；四是从新兴产业的发展周期来看，经过了过去几年的高速发展，像传媒、通信、计算机等新兴产业的增速有所放缓，不过尽管短期增速有所放缓，未来仍有很大的爆发潜力，比如消费增长将持续利好文娱行业，5G 通信技术升级将利好通信行业等。

具体行业方面，我们重点关注以下三方面的情况：一是原材料价格上涨是否对一些中下游行业造成较大影响。客观的说原材料成本对企业盈利肯定存在一定影响，但影响大小又与原材料成本占比、产品需求情况、企业成本管理能力和议价能力密切相关，总体而言原材料价格的影响还是比较有限的；二是消费增长是否对诸如餐饮、零售、旅游等行业起到明显的提振作用。可以看到 2017 年以来，食品饮料、商贸零售、餐饮旅游、纺织服装等行业的营收和净利增幅均在扩大，尤其净利润增幅较高，诸如茅台、伊利、中国国旅等龙头企业业绩大幅增长，反映了随着收入的增长，居民在消费上将有越来越高的追求；三是高端制造业的业绩增长情况。可以看到，2017 年机械行业的营收和净利润增长均有较大幅度的提升，这一方面反映了实体经济生产需求复苏，另一方面也反映了新兴生产方式的应用和工业品升级换代的情况。此外，近年来我国在基础研发领域和高端制造业技术方面不断取得的突破也将对未来企业利润的增长提供坚实的支撑。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

从 A 股三季度报告看宏观经济增长

2017 年 1-9 月，宏观经济实现了 6.9% 的增长速度，同比多增 0.2 个百分点，其中固定资产投资累计增长 7.5%，同比少增 0.7 个百分点，以美元计价的出口累计增长 7.5%，同比多增 16.13 个百分点，社会消费品零售总额累计增长 10.4%，同比与去年持平。总体来看，经济复苏态势较为平稳，与此相印证的是 A 股上市公司收入增速整体提升；从宏观经济增长方向来看，目前经济已经从高速增长转入中高速增长，过去那种拼总量和拼速度的增长方式将不复存在，取而代之的将是着重质量和效益的增长方式，并且消费增长将逐渐扮演主导角色，消费对经济增长的支撑作用将越发凸显。这种情况反映在企业上，则是优质消费企业和新兴产业将赢得更大的发展空间。

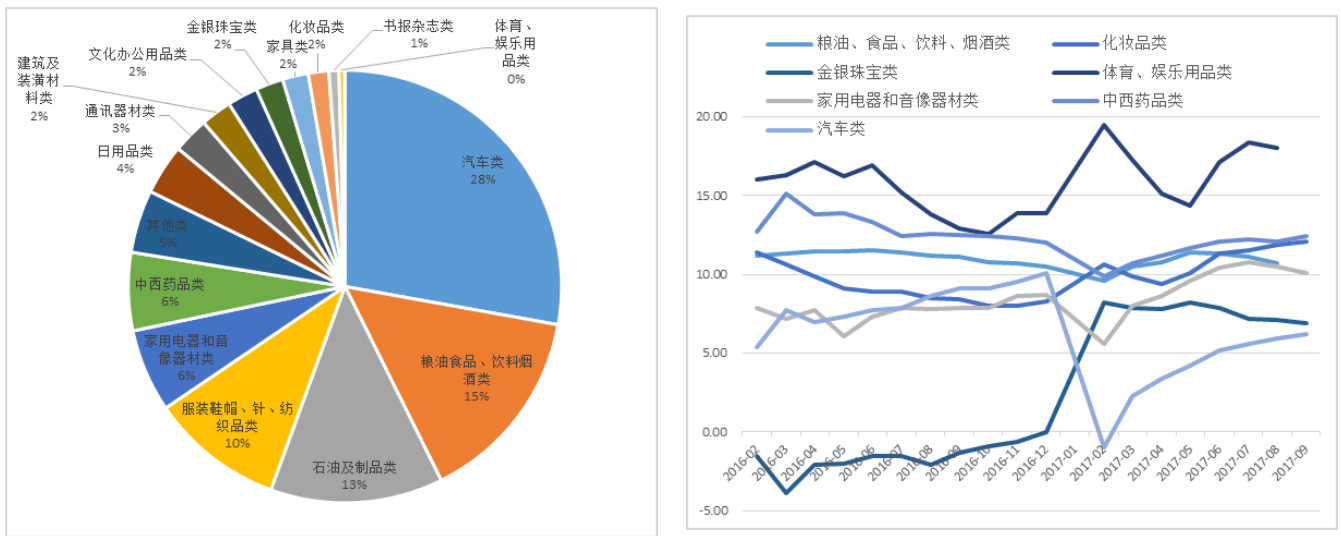
一、三架马车的角度

从具体数据里来看，出口方面，今年的出口增长对宏观的边际贡献效应最大，这主要是由于欧美经济复苏强劲所拉动；投资方面，在 74 个国民经济行业里，增速同比多增的只有 27 个。出现这种情况的原因主要是：随着经济发展逐渐成熟，大部分传统行业开始出现饱和，一些诸如煤炭、钢铁、建材、化工等行业早已出现过剩，所以长期投资增速下滑是正常情况，取而代之的是新兴产业和一些公共服务业投资快速增长，比如管道运输业、计算机通信和其他电子设备制造业、生态保护和环境治理业、道路运输业、公共设施管理业、教育、废弃资源综合利用业等仍保持 20% 以上的增长速度。

消费方面，今年消费增长波动性较大，1-2 月出现较大幅度回落，3-6 月大幅回升，7-8 月回落，9 月份逐渐回升，这种情况的出现主要来自于长期消费结构的变化和短期刺激政策的基数回落效应。目前居民消费总额占比高低依次是汽车类、食品烟酒类、石油类、服装类，这四类消费品占比超过 65%，其次是电器音像器材、医疗保健用品、日用品、通讯器材和文娱用品等，这些品类的占比不超过 30%。近年来，食品类消费的增速一直处于一个滑落态势，而高端消费保持较快速增长，这是正常情况，反映了居民消费结构的不断改善，但由于食品类消费占比较大，短期可能会对整体消费增速构成一定负面影响；另一方面，由于今年汽车购置税优惠的减少，一、二季度汽车消费增速出现较大幅度回落，短期也对消费增速产生了抑制作用，但三季度以来回升较为明显，鉴于四季度一般是汽车消费旺季，有望对消费增速形成提振作用。消费结构的逐渐改善，高端消费的进一步增长，将对中长期投资增速形成支撑作用。

图 1、2016 年各类消费品零售总额占比情况

图 2、主要消费品零售增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、A 股整体板块的角度

从 A 股三大板块（主板、中小板和创业板）的营收增速、利润增速和销售毛利的对比来看，2016 年以来营业收入均有较大幅度的增长，2017 年延续了这一态势，这和宏观经济自 2016 年企稳并在 2017 年温和复苏的情况是可以相互映证的。但值得注意的是，2017 年成为主板和中小创业板利润增速的一个分水岭，在 2017 年以前，创业板的利润增速一直高于主板，在 2014 和 2016 年，中小板的利润增速也高于主板，但 2017 年以来，主板利润增速开始小幅超过中小板和创业板。此外，2017 年以前中小板和创业板的销售毛利持续高于主板，但 2017 年以来出现了较为明显的下滑。

我们认为出现这种情况主要有三方面的原因：一是从成本的角度来看，劳动力成本上升是一个长期趋势，在周期复苏当中，资金和原材料成本也处于一个中期上升的趋势当中，由于大企业的市场占有率较高、管理更为完善、资金实力更加雄厚、议价能力更强，因此在成本上升的环境当中具有较强的竞争优势，在技术研发方面也具有较大潜力；二是从行业的角度来看，2016 年以来房价和原材料的大幅上升利好周期性行业，诸如房地产、煤炭、钢铁、化工、有色、石油等这些行业在主板当中占有较大比重，也对主板的整体利润改善起到较大贡献；三是从国家大战略的角度来看，诸如一带一路、京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设等，利好大型企业；四是从新兴产业的发展周期来看，经过了过去几年的高速发展，像传媒、通信、计算机等新兴产业的增速有所放缓，不过尽管短期增速有所放缓，未来仍有很大的爆发潜力，比如消费增长将持续利好文娱行业，5G 通信技术升级将利好通信行业等。

图 3、三大板块营收增速中位数对比

图 4、三大板块净利润增速中位数对比

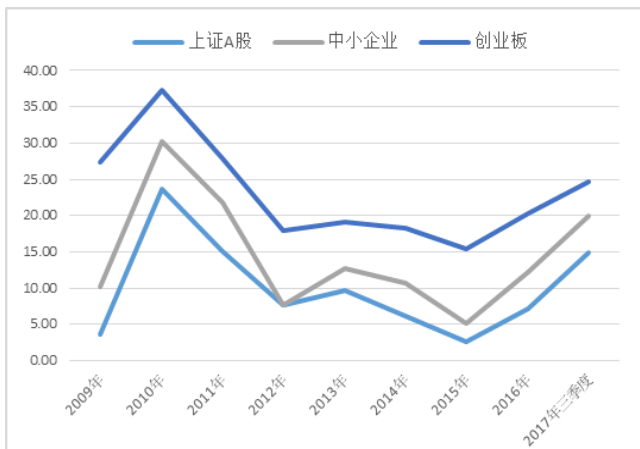


图 5、三大板块销售毛利中位数对比

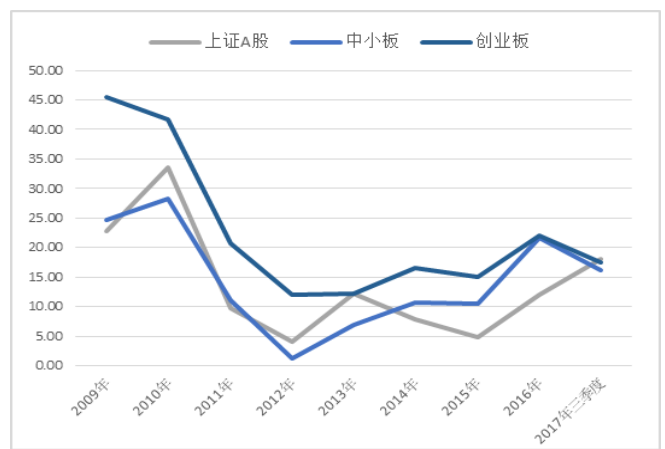
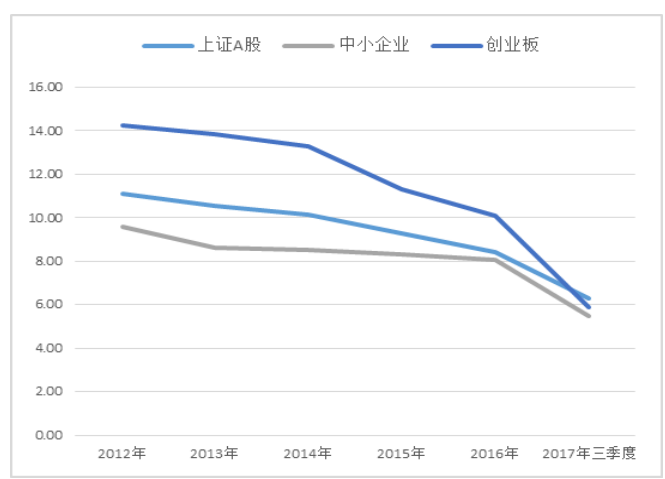
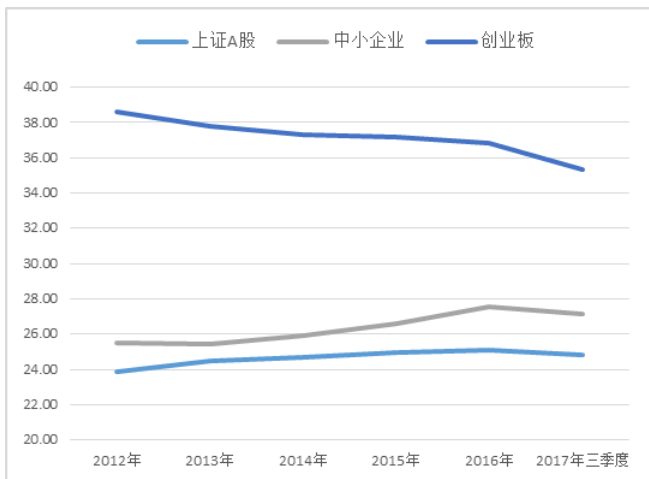


图 6、三大板块 ROE 中位数对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、行业的角度

营收方面，在中信 29 个一级行业分类里，2017 年 1-3 季度全部实现营业收入正增长，好于 2016 年有 3 个行业出现负增长的情况，而且和 2016 年全年相比，营收多增的行业有 22 个，收入大面积改善。剔除原材料和金融行业之后，营收比 2016 年多增 10 个百分点以上的行业有 7 个，分别是机械、交通运输、家电、综合、建筑、轻工制造、电力及公用事业行业。营收下降的行业包括计算机、银行、国防军工、通信、农林牧渔、传媒、房地产等 7 个；净利方面，29 个行业里净利润增速改善的有 16 个，好于 2015 和 2014 年的情况，但弱于 2016 年的改善。剔除原材料和金融行业之后，利润比 2016 年多增 10 个百分点的行业有 2 个，分别是商贸零售和餐饮旅游业。净利降幅超过 5 个百分点的行业包括综合、国防军工、传媒、家电、电力设备、汽车和农林牧渔业。

A 股上市公司的净利数据与规模以上工业企业利润的改善情况略有出入，根据国家统计局公布的工业企业利润数据，40 个子行业里，2017 年 1-9 月利润增速高于 2016 年的行业共有 31 个，好于 2016 年的增长情况，这可能是由于与原材料相关的行业占比较高的原因。

表 1、行业营收增速中位数对比情况

行业	2016 年	2017 年三季度	对比
煤炭	9.83	69.54	59.71
钢铁	4.26	47.02	42.76
非银金融	(31.99)	1.67	33.66
石油石化	(5.84)	24.59	30.43
有色	5.58	33.61	28.04
建材	6.63	24.64	18.01
基础化工	8.76	26.18	17.42
机械	7.22	24.49	17.27
交通运输	6.38	19.15	12.78
家电	10.93	22.39	11.46
综合	10.25	21.46	11.21
建筑	6.66	17.83	11.17
轻工制造	9.05	19.85	10.80
电力及公用事业	5.59	15.77	10.18
纺织服装	5.54	13.22	7.68
商贸零售	(0.44)	6.32	6.76
餐饮旅游	4.52	10.66	6.14
电子	22.35	27.57	5.22
汽车	16.74	20.80	4.07
医药	14.57	15.75	1.18
电力设备	13.85	14.73	0.88
食品饮料	8.04	8.33	0.29
计算机	19.39	19.13	(0.25)
银行	3.77	3.18	(0.59)
国防军工	8.32	7.69	(0.63)
通信	15.44	11.90	(3.53)
农林牧渔	11.24	7.13	(4.11)
传媒	16.23	11.68	(4.55)
房地产	23.40	6.85	(16.54)

资料来源：WIND 资讯 南华研究

与营收大面积改善相比，净利的改善略显疲弱，与此相对应的是销售毛利和净资产收益率情况均不尽如人意。毛利方面，2016 年与 2015 年相比，29 个行业里改善的行业有 21 个，但 2017 年 1-3 季度与 2016 年相比改善的行业只有 9 个；ROE 方面，2016 年改善的行业有 10 个，2017 年 1-3 季度仅有 4 个。出现这种情况的原因可能有三：一是 2016 年经济仍处于底部和复苏初期，各项成本诸如资金、人力、原材料等仍未出现明显的上升，而 2017 年以来利率和原材料价格的上升是比较明显的；二是企业的投资回暖才刚刚开始，有可能产能的投放和成本的付出尚未取得回报，一些新兴产业仍未进入盈利期，导致整体资本回报率出现较大下

滑，这可能会是短期情况；三是近年来 A 股 ROE 一直处于一个下滑态势，这和当前宏观经济正处于结构转型期的重要特点密切相关，一方面传统行业早已进入成熟期甚至过剩期，另一方面新兴产业仍处于初步发展阶段，对投资需求旺盛，盈利能力尚不稳定，这导致中短期时间内实体经济回报率的提升较慢，但未来随着供给侧改革的持续推进和经济结构的持续调整，资本回报率仍有望提高。我们认为未来能够有效提振企业盈利能力的刺激因素主要在于三大方面：一是海外市场和细分市场的开拓；二是技术和效率的提升；三是进口替代。

表 2、行业净利润增速中位数对比情况

行业	2016 年	2017 年三季度	对比
煤炭	108.90	199.62	90.72
非银金融	(42.11)	(0.68)	41.43
石油化工	6.76	43.80	37.04
建材	20.72	40.72	20.00
钢铁	101.48	117.25	15.77
商贸零售	(0.84)	14.09	14.93
餐饮旅游	7.97	21.18	13.20
交通运输	9.48	19.30	9.83
纺织服装	9.01	16.13	7.12
建筑	13.90	20.93	7.02
有色	48.71	55.21	6.50
基础化工	15.59	21.58	5.99
机械	15.18	20.28	5.09
电力及公用事业	1.48	6.38	4.90
食品饮料	13.08	17.33	4.25
电子元件	24.87	26.72	1.86
房地产	30.60	30.30	(0.30)
轻工制造	19.30	18.76	(0.54)
医药	16.85	15.84	(1.00)
银行	5.26	4.05	(1.21)
通信	13.57	10.37	(3.20)
计算机	16.99	13.45	(3.55)
综合	30.50	24.27	(6.23)
国防军工	13.36	6.16	(7.20)
传媒	15.06	7.04	(8.02)
家电	26.29	17.08	(9.20)
电力设备	18.36	7.24	(11.12)
汽车	28.35	9.86	(18.49)
农林牧渔	32.14	12.61	(19.53)

资料来源：WIND 资讯 南华研究

具体行业方面，我们重点关注以下三方面的情况：一是原材料价格上涨是否对一些中下游行业造成较大影响。房地产方面，3 季度营收下滑幅度较大，净利增幅只有小幅下降，主要原因还是全国商品房销售增速逐渐下滑所致，与原材料成本上升关系不大；电力方面，虽然煤炭价格涨幅较大，但是受今年实体经济复苏的影响，发电量保持较高增速，因此电力行业营收和净利增速均在上升；家电和汽车方面，确实可以看到两者营收和利润的增长出现了较大的分化，虽然营收增速仍在上升，但利润增速出现了一定下滑。针对原材料的上涨，企业可以选择在期货市场上进行风险对冲，从而降低原材料价格波动的冲击，平滑利润增长，比如格力就购买了套期保值合约，第二是通过商品涨价将原材料成本转嫁给渠道和终端环节，比如今年家电产品均有不同幅度的涨价，但这与需求情况和企业的议价能力密切相关。今年汽车销售增速下滑较为明显，与此相对应的是汽车行业利润增速降幅也较大，相反家电尤其是空调销售增长明显，所以家电行业利润增速降幅较小，产品质量较高、议价能力和成本管控能力较强的龙头企业，如格力、海尔的净利润增速均是大幅上升；

二是消费增长是否对诸如餐饮、零售、旅游等行业起到明显的提振作用。可以看到 2017 年以来，食品饮料、商贸零售、餐饮旅游、纺织服装等行业的营收和净利增幅均在扩大，尤其净利润增幅较高，诸如茅台、伊利、中国国旅等龙头企业业绩大幅增长，反映了随着收入的增长，居民在消费上将有越来越高的追求；

三是高端制造业的业绩增长情况。可以看到，2017 年机械行业的营收和净利润增长均有较大幅度的提升，诸如工业机器人、金属机床、发动机、挖掘机、铁路机车等工业产品累计产量增速均大幅上升，这一方面反映了实体经济生产需求复苏，另一方面也反映了新兴生产方式的应用和工业品升级换代的情况。此外，近年来我国在基础研发领域和高端制造业技术方面不断取得的突破也将对未来企业利润的增长提供坚实的支撑。

图 7、冰箱空调洗衣机销量增长情况

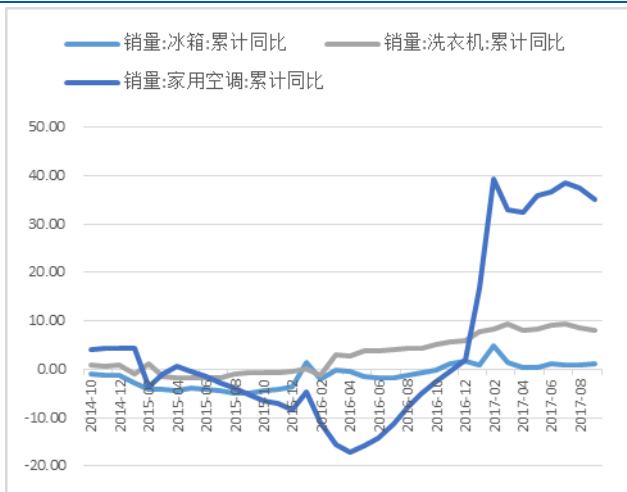
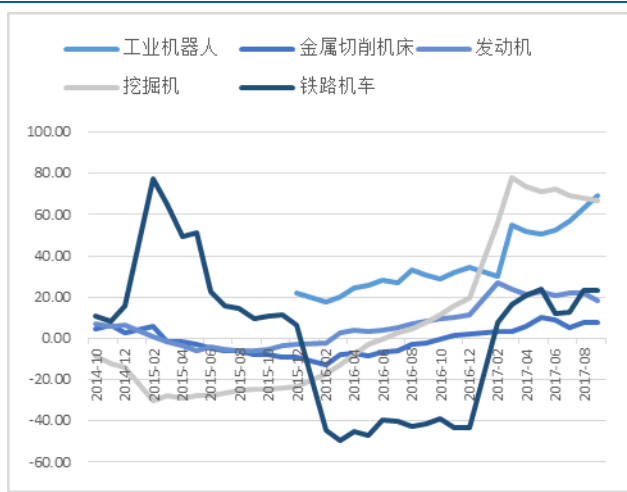


图 8、部分工业产品累计产量增长情况

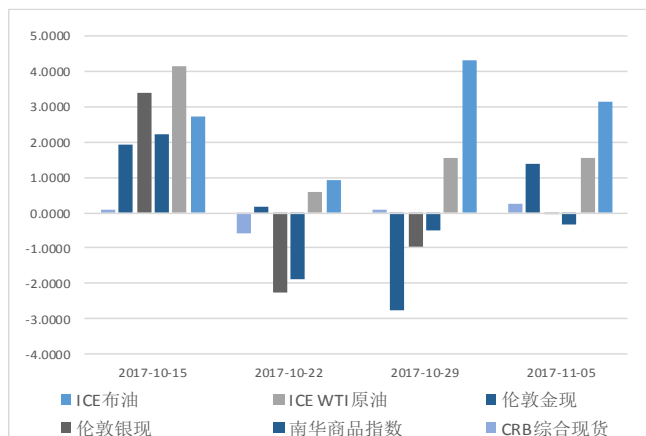


资料来源：WIND 资讯 南华研究

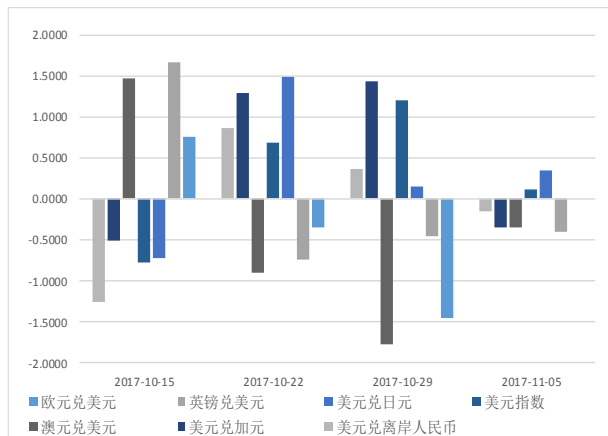
【本周全球大类资产表现】

2017年11月5日

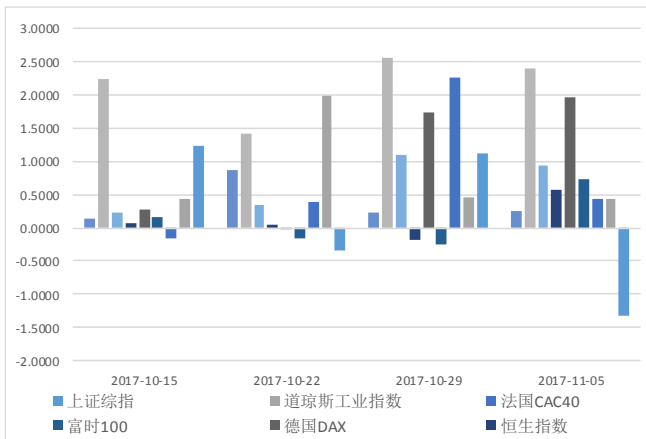
主要大宗商品涨跌幅



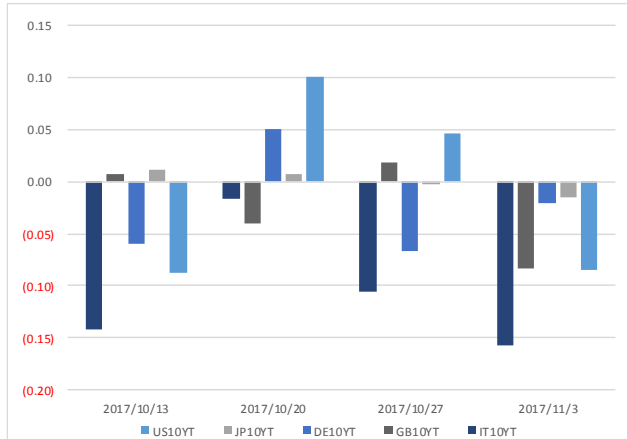
全球主要货币对涨跌幅



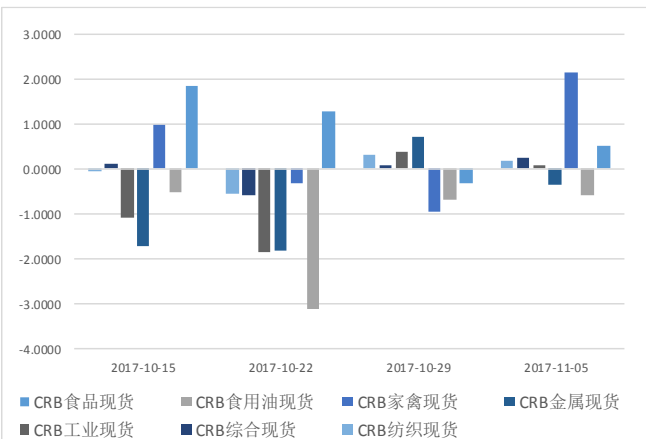
全球股指涨跌幅



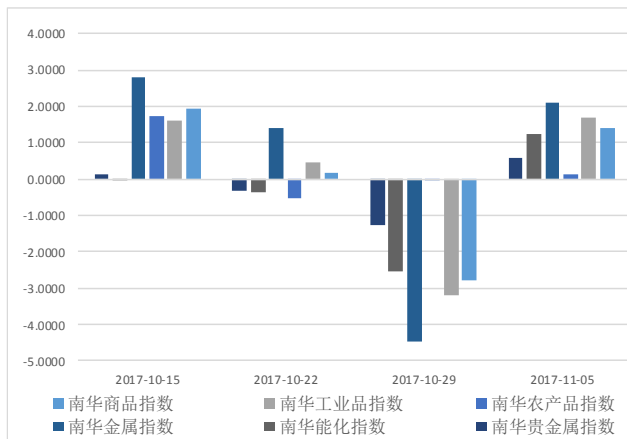
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼
室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net