



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

中美貿易戰 — 潛在演進及對行業的影響

農銀國際證券研究部

2018年4月13日





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

| | |
|-----------------------------------|----|
| 中美貿易戰的宏觀經濟視角 | 3 |
| 股票市場風險溢價分析 | 5 |
| 中國工業長遠競爭力的發展大方向 - 中國製造 2025 | 7 |
| 中國銀行業 | 9 |
| 中國證券業 | 10 |
| 中國房地產業 | 11 |
| 中國環境保護業/ 替代能源業 | 12 |
| 中國消費品業 | 14 |
| 中國汽車零部件行業 | 15 |
| 中國科技/電子商貿業 | 16 |
| 選股 | 17 |
| 附錄: 中美商品貿易分析 | 18 |

中美貿易戰的潛在演進及對行業的影響

中美貿易戰的宏觀經濟視角

1. 中美貿易戰升級的簡要回顧

年初至今，中美貿易摩擦逐步升溫，大致進行了兩輪貿易對抗。第一輪以美國 232 措施對進口鋼鐵和鋁產品加征關稅為起點，中國宣佈對美國向中國出口的約 30 億美元商品加征 15% 及 25% 兩檔關稅。第二輪則以美國政府根據 301 調查結果宣佈對原產於中國的約 500 億美元進口商品加征 25% 的關稅，中國隨即宣佈對原產於美國的約 500 億美元的進口商品加征 25% 的關稅。第一輪兩國互征的懲罰性關稅已生效，第二輪兩國都已公佈詳細的加征懲罰性關稅產品清單，但還未最終生效。此外，4 月 5 日，美國總統特朗普發表聲明說，他已指示美國貿易代表辦公室依據 301 調查，考慮對從中國進口的額外 1,000 億美元商品加征關稅是否合適。

2. 中美貿易戰對中國宏觀經濟的多情景分析

2017 年中國對美國出口額為 2.91 萬億元人民幣，中國對全球的總出口額為 15.33 萬億元人民幣，中國的名義 GDP 為 82.71 萬億元人民幣。中國對美國出口占中國總出口額的 18.9%，占中國名義 GDP 的 3.5%。中國對美國的出口商品主要以機電產品、家具玩具、紡織品及原料和賤金屬及製品為主，2017 年這四大類商品占中國向美國出口總額的 75.5%。

2017 年美國對中國出口為 1,304 億美元，美國對全球的總出口額為 15,468 億美元，美國的名義 GDP 為 19.39 萬億美元。美國對中國的出口額占美國總出口額的 8.4%，占美國名義 GDP 的 0.67%。美國對中國的出口商品主要以運輸設備、機電產品、植物產品和化工產品為主，2017 年這四大類商品占美國向中國出口總額的 61.9%。

我們假定中美貿易戰在 2018 年餘下時間有三種情景。第一種是兩國維持已生效的 30 億美元商品的互征 15% 及 25% 關稅規模；第二種是兩國已宣佈但未生效的 500 億美元商品互征 25% 關稅規模；第三種是特朗普宣稱的 1,500 億美元的互征 25% 關稅規模。我們假定中國出口到美國的商品價格彈性為中性，即價格彈性係數為 1，那麼上述三種情境下中國大約會減少對美國 6.5 億美元、125 億美元及 375 億美元的商品出口。第一種情境由於涉及金額較小，對中國 2018 年整體出口及 GDP 增長影響甚微，第二種及第三種情景或令出口增速分別減少 5.5 個百分點及 16.5 個百分點，拖累 GDP 增速 0.1 個百分點及 0.3 個百分點。值得注意的是，中國商品不出口美國，還可以尋求向其他國家出口，所以實際影響要小於上述估計。由此可見，即使發生上面第三種最壞的情景，中國整體宏觀經濟形勢仍然可控。

政策透視

3 · 中美貿易戰的表像及本質

特朗普政府挑起中美貿易戰的理由是美國對中國的貿易逆差太大，所以通過加征關稅限制中國產品進口，減少貿易逆差，我們認為這只是美方挑起貿易戰的藉口及表像。對於特朗普政府發動貿易戰的真實目的或者說本質出發點，我們認為主要有兩方面。第一，特朗普寄貿易戰迎合美國部分選民的心理，為今年 11 月份美國國會議員中期選舉造勢，期望共和黨在參眾兩院保持多數席位，以助他連任美國總統。第二，針對性地阻礙中國高科技發展及保護美國公司的知識產權。在 301 調查美國政府公佈的 1,333 種產品中，高達 70% 的產品劍指中國製造 2025 目標。該產品目錄中甚至包括中國尚未大規模生產或出口的飛機產品。

4 · 中美貿易戰的可能演進路徑

認清了特朗普政府發動貿易戰的本質，我們可推演出中美貿易戰未來的可能演進路徑。在特朗普政府發動中美貿易戰兩個主要目的中，我們認為贏得中期選舉為其優先考慮，因為特朗普連任總統失敗，其就失去遏制中國發展的舞臺。特朗普去年稅改成功為其贏得不少支持率，今年他希望在貿易議題上實現美國優先戰略來進一步獲得選民支持。雖然中美貿易摩擦最引人注目，但實際上特朗普政府亦對歐盟、韓國、日本、加拿大、墨西哥等諸多國家在關稅議題上實施美國優先戰略，即使其盟國亦不放過。近期中美雙方關於貿易戰均發表了強硬言論，雖然不能排除中美雙方發生小範圍短期的貿易摩擦，但我們認為雙方發生大規模長期貿易戰的可能微乎其微，因為這不符合雙方利益。雖然特朗普發動貿易戰可能獲得一部分美國選民支持，但或失去因貿易戰利益受損的更多選民支持。所以特朗普沒有發動大規模貿易戰的動機，中國方面當然亦不願意貿易戰發生。近日特朗普宣稱正在考慮重新加入其當選總統後不久就退出的跨太平洋夥伴關係協議（TPP），中美最終可能不會相互加征新關稅。我們認為中美貿易戰最終結局是雙方通過談判解決分歧，中國或通過增加對美國的進口來達成和解。習主席博鰲論壇亦就大幅度放寬市場准入、創造更有吸引力的投資環境、加強知識產權保護、主動擴大進口四大方面做出重要指示。特別提到將相當幅度降低汽車進口關稅，以及擴大金融業的開放步伐。

5 · 未來重要時間點

我們可以預見未來一段時間中美貿易戰升溫或降溫的情況將交替出現。下面是一些影響中美貿易戰進程的關鍵時間點：2018 年 4 月 6 日起，北美自由貿易協定(NAFTA) 第 8 輪談判；2018 年 5 月 11 日，提交書面意見的截止日期；2018 年 5 月 15 日，召開公開聽證會；2018 年 5 月 22 日，提交聽證的反駁意見；2018 年 11 月 6 日，美國中期選舉。我們預期較好的結果可能在今年 5 月中美將就貿易爭端達成協議，較差的情況是雙方或在 11 月達成共識。

政策
透視

股票市場風險溢價分析

中美貿易戰爭風險是影響股市的諸多風險因素之一。這風險並非獨立於其他風險，或可以作為單獨的獨立風險問題考慮。從股市投資角度來看，確定當前市場風險溢價與歷史水平相比更為重要。

中國股市

從國家風險溢價的角度來看，中國股市的風險溢價已從3月份的平均10.8%下降至4月份的8.6%，因為股市已經向下調整，風險因而獲得釋放。這些統計數據可能與許多投資者的預期有所矛盾，因為他們認為目前的風險很高。自2010年以來，中國風險溢價平均為10.4%，標準差為1.47%。目前的風險溢價表接近歷史平均值減兩個標準差，這表明A股市場價格已經體現了大部分風險因素，包括中美貿易戰風險。從這個角度來看，現時不是賣出時機，而是逢低買入的機會。

美國股市

儘管股市出現波動，但近幾個月美國股市風險溢價相對穩定。截至目前為止，4月份的風險溢價平均為7.3%，而3月和2月平均為7.2%。自2010年以來，歷史平均值為7.73%，標準差為0.72%。目前的風險溢價略低於歷史平均水平，反映投資者仍對股市前景持謹慎樂觀態度。

香港股市

2月以來港股出現調整，香港股市風險溢價持續下跌，反映風險釋放，股價反映部分市場風險。但4月份至今港股市場風險溢價平均為12.6%，低於3月份的平均值14.8%和2月份的15.9%。自2010年以來，歷史平均值為11.6%，標準差為1.72%。目前風險溢價仍高於平均水平，表明投資者對股市前景依然十分樂觀，市場風險尚未完全釋放。

我們對中美兩國貿易緊張局勢這事件的判斷如下。

1. 從客觀環境的角度來看，美國和中國是世界上最大和第二大國家經濟體，中美兩國是對方的主要貿易夥伴。我們認為此特點將會維持很長一段時間。

2017年中美貨物貿易關係

| | 占出口國總出口額 | | 占進口國總進口額 |
|---------|----------|---------|----------|
| 中國出口到美國 | 18.99% | 中國從美國進口 | 8.36% |
| | 美國排第 1 | | 美國排第 4 |
| 美國出口到中國 | 8.43% | 美國從中國進口 | 21.58% |
| | 中國排第 3 | | 中國排第 1 |

來源：中國海關、美國商務部、農銀國際證券

2.從爭議發展的角度來看，我們認為，近期中美兩國貿易緊張局勢升級是世界兩大超級大國之間早晚會發生的事情，中美貿易糾紛不斷是在預期之內，因為中國長期錄得經常賬戶盈餘(2009-16年平均為GDP的2.64%)和資本賬順差，美國卻長期錄得經常賬戶赤字(2009-16年平均為 - GDP的2.65%)和資本賬逆差。另外，中國是美國最大的貨物貿易逆差國，2017年逆差為3,752億美元。

3.從事件未來連續性的角度來看，美元作為全球主要儲備及結算貨幣和美國國債被視為全球無風險資產標。累積以美元計價的資產財富已經成為大多數國家（美國除外）或企業隱含的財務目標。這是維持中美兩個超級大國之間這些不平衡的連續性的關鍵因素。中美兩國貿易摩擦這種不利的外部因素仍將持續很長一段時間，即使它可能在一段時間內冷卻一點，但並不意味著不存在，資本市場的投資者必須接受這一點，並做好這風險長期管理。

4.從已經發生的事情來看，美國總統特朗普關於貿易戰的言論及簽署的關稅文件更多的是為貿易談判增添籌碼，力圖減少中美貿易赤字。

5.從進口關稅性質的角度來看，除非實施進口禁令，否則進口關稅只是增加政府收入和操縱進口價格的手段。如果一些進口貨物不易在當地或其他它來源替代，部分進口關稅成本最終會轉嫁到消費者，並成為一種隱含的銷售稅。然而，如果美國對進口貨物徵收高進口關稅並使美元保持疲弱，將會導致進口通脹壓力上升。這不是美聯儲想看到的結果。然而，美國對不同出口國的進口關稅差別化策略將導致全球流動性和資源分配產生深遠的變化，資本市場需要做好準備。

6.從中國明確提出的國際關係政策來看，這包括要全面推進中國特色大國外交，推動建設新型國際關係，推動構建人類命運共同體。我們認為，中國不會主動挑起貿易戰，並保持理解的態度，但中國需要提供中國版本的解決方案以爭取主動權。我們相信中國的解決方案是進一步向外國投資者開放國內市場，並增加高質量商品和服務的進口。

7.從中國發展戰略的角度來看，由於中國經濟結構的變化和生活水平提高，一些出口項目及產業不無可避免地失去了全球競爭力。中國需要降低出口市場集中度風險，以及增強出口貨物綜合競爭力的發展方向；擴大出口市場，開拓新的出口市場需求，尤其是增加“一帶一路”國家和金磚國家的客戶資源；通過技術升級淘汰落後產能來提高產品質量優勢，不著眼於低價格銷售競爭模式，增加難以被別國貨物取代的競爭優勢。

8.中美兩國貿易緊張局勢升級這一事件不會阻止中國實施經濟結構改革。事實上，這一事件進一步加強了政府實施其長期戰略計劃的決心如“中國製造2025”（從工業大國升級到工業強國）、供給側結構性改革（在政府指導下更好地利用資源加強有效供應）、開放經濟迫使國內企業升級創新應對全球競爭等等。

9.基於上述判斷，中美貿易緊張局勢只是眾多不利外部因素之一。目前，美國可能會對 1,530 億美元中國商品徵收相對較高的進口關稅，這出口貨值相當於中國 2017 年名義 GDP 的 1.15% 或 2017 年中國出口總值約 7%。雖然我們應該謹慎對待這個因素，但不應該誇大這個因素對經濟的影響，或者被這個因素讓我們的投資失去焦點。我們的投資焦點應該與中國的經濟發展戰略保持一致。

中國工業長遠競爭力的發展大方向 – 中國製造 2025

“中國製造 2025”發展戰略奠定了中國未來十年到二十年將要突破和發展的十大產業領域。中國將通過長期的努力和投資在這些產業領域建立自己的全球競爭力。我們看到這是中國工業企業的發展大方向。當然，這十大產業領域的大部分公司還處於發展初期，相應的投資風險很高，但如果成功，預期的長期回報也是有吸引力的。我們預測未來幾年財政和人力資源將向這些行業集中。

中國製造 2025：重點關注 10 個產業領域

| 10 個重點產業領域 | 相關產品或技術 |
|---------------|---|
| 1. 新一代信息技術產業 | <ul style="list-style-type: none"> 提升國產芯片的應用適配能力 掌握高密度封裝及三維（3D）微組裝技術，提升封裝產業和測試的自主發展能力 第五代移動通信（5G）技術、核心路由交換技術、超高速大容量智能光傳輸技術、“未來網絡”核心技術和體系架構 量子計算、神經網絡等發展 高端服務器、大容量存儲、新型路由交換、新型智能終端、新一代基站、網絡安全等設備 |
| 2. 高檔數控機床和機器人 | <ul style="list-style-type: none"> 汽車、機械、電子、危險品製造、國防軍工、化工、輕工等工業機器人、特種機器人 醫療健康、家庭服務、教育娛樂等服務機器人 機器人本體、減速器、伺服電機、控制器、傳感器與驅動器等關鍵零部件及系統集成設計製造 |
| 3. 航空航天裝備 | <ul style="list-style-type: none"> 大型飛機研製，適時啟動寬體客機研製，鼓勵國際合作研製重型直升機 幹支線飛機、直升機、無人機和通用飛機產業化 高推重比、先進渦槳（軸）發動機及大涵道比渦扇發動機技術 新一代運載火箭、重型運載器，提升進入空間能力 新型衛星等空間平臺與有效載荷、空天地寬帶互聯網系統，形成長期持續穩定的衛星遙感、通信、導航等空間信息服務能力 |

| | |
|-----------------|--|
| 4.海洋工程裝備及高技術船舶 | <ul style="list-style-type: none"> • 深海探測、資源開發利用、海上作業保障裝備及其關鍵系統和專用設備 • 深海空間站、大型浮式結構物的開發和工程化 • 豪華郵輪設計建造技術 • 提升液化天然氣船等高技術船舶國際競爭力 |
| 5.先進軌道交通裝備 | <ul style="list-style-type: none"> • 新材料、新技術和新工藝的應用 • 體系化安全保障、節能環保、數字化智能化網絡化技術 • 輕量化、模塊化、譜系化產品 • 新一代綠色智能、高速重載軌道交通裝備系統 |
| 6.節能與新能源汽車 | <ul style="list-style-type: none"> • 電動汽車、燃料電池汽車發展，掌握汽車低碳化、信息化、智能化核心技術 • 動力電池、驅動電機、高效內燃機、先進變速器、輕量化材料、智能控制 • 自主品牌節能與新能源汽車同國際先進水平接軌 |
| 7.電力裝備 | <ul style="list-style-type: none"> • 大型高效超淨排放煤電機組產業化 • 高超大容量水電機組、核電機組、重型燃氣輪機製造 • 新能源和可再生能源裝備、先進儲能裝置、智能電網用輸變電及用戶端設備 • 大功率電力電子器件、高溫超導材料等關鍵元器件和材料的製造及應用技術 |
| 8.農機裝備 | <ul style="list-style-type: none"> • 大型拖拉機及其複式作業機具、大型高效聯合收割機等高端農業裝備及關鍵核心零部件 • 農業生產的信息化整體解決方案 |
| 9.新材料 | <ul style="list-style-type: none"> • 特種金屬功能材料、高性能結構材料、功能性高分子材料、特種無機非金屬材料和先進複合材料 • 超導材料、納米材料、石墨烯、生物基材料 |
| 10.生物醫藥及高性能醫療器械 | <ul style="list-style-type: none"> • 新機制和新靶點化學藥、抗體藥物、抗體偶聯藥物、全新結構蛋白及多肽藥物、新型疫苗、臨床優勢突出的創新中藥及個性化治療藥物 • 影像設備、醫用機器人等高性能診療設備，全降解血管支架等高值醫用耗材，可穿戴、遠程診療等移動醫療產品 • 生物 3D 打印、誘導多能幹細胞 |

來源：國務院

政策 透視

政策對行業影響:



中國銀行業

行業影響：

- 儘管銀行業走出去的國際化進程近年受政策支持正加速進行，中資銀行目前仍以在岸業務為主，四大行中除中國銀行外其他三大行 2017 年離岸業務營業收入占總營業收入比僅為 3.9%-8.8%，而中國銀行受惠於中銀香港海外業務的發展則其占比達到 24.2%，因此我們判斷貿易戰對總體銀行業所帶來的影響屬輕微。
- 直接受貿易戰影響的業務主要包括貸款中的貿易融資及中間業務中部份的結算及外匯手續費收入，其占比相對總貸款餘額和總非息收入均較低。
- 另外，我們認為貿易戰仍可能對銀行業帶來一些間接影響，如果貿易戰持續時間較預期長，則或多或少將令帶有出口業務的企業累積資金壓力，其有機會滯後反映在銀行的資產質量下降中。然而，參考各上市銀行最近幾季業績表現及其風險緩衝能力，我們有信心大部份銀行均有能力維持其資產質量在合理水平。
- 進一步考慮如果這次貿易戰未能協調而導致中美關係進一步惡化，最壞情況美方制裁有可能伸延至限制中資銀行在美的金融業務，中資銀行有需要考慮相關風險及應急手段。不過，由於中國銀行業在美業務規模較少，我們預期這方面的影響非常有限。

股份影響：

- 雖然我們認為中美貿易戰對整體銀行業的影響較為輕微，大銀行由於其業務國際化程度較高，所面對的直接影響相對較大，當中以**中國銀行(3988 HK)** 因其海外業務占比較大，所受的影響亦必然最大。
- 反之，股份制銀行及地區性銀行則承受較大的間接影響，主要由於其客戶較集中在資金實力相對低的中小微企，而根據海關數據出口總額中約四成來自民企。股份制銀行中**民生銀行(1988 HK)** 一直定位以服務中小微企為業務主軸，其所受間接影響將較大。同時地區銀行大多以中小微企客戶為主，則在資產質量上的壓力亦將較大。
- 不過，如果是次貿易戰如我們預期只會維持數個季度，我們認為無論直接或間接因素對銀行業基本面所帶來的影響均非常有限，而近期市場受避險情緒升溫引發的股價調整亦已大部份反映目前情況。除非中美關係再度緊張導致市場一再提高風險溢價假設，則現水平行業估值屬低位，因此重申看好中國銀行業。

政策 透視



中國證券業

行業影響：

- 總的來說，證券業受中美貿易戰的即時影響主要是間接性的，即是國內資本市場因中美貿易戰的負面反應而影響券商的相關業務。
- 根據中國證券業協會，2017年證券行業各主營業務收入占比為：證券投資收益**28%**、代理買賣證券**26%**、投行**17%**、資產管理**10%**、其他**19%**。所以行業主要風險在於股市及債市大跌以及股市成交量大幅下跌。
- 中國國家主席在博鰲亞洲論壇公佈將大幅放寬市場准入，確保放寬銀行、證券及保險行業的外資股比限制措施要落實執行；加快保險行業開放進程，放寬外資金融機構設立限制，擴大業務範圍。我們認為行業競爭將會加劇，對現有經營者不利；但外資或會透過並購進入中國市場，或令行業估值短期內上升。

股份影響：

- 建議短期內減持如**東方證券(3958 HK)**等自營業務比重較高之券商。
- 另一方面，如**中信建投 (6066 HK)**等投行業務比重較高的券商所受影響應相對較少，因政府正鼓勵海外上市的大型中國科網公司回國內上市，以及鼓勵獨角獸企業（市場普遍指估值10億美元以上的科技創業公司）在國內上市。這些政策都對投行業務有利，而這些政策受貿易戰的影響較少。

政策 透視



中國房地產業

行業影響：

- 貿易戰對中國房地產市場影響較小，因住房需求由內部主導，建築物料大多由國內生產。尤其在限購政策及行業集中度逐漸提升下，境外資金或外國開發商的市場分額越來越小。
- 但這並不代表貿易戰完全對房地產商沒有影響，特別是匯率和利息可能受貿易戰而有所波動。國內開發商特別對利息和匯率敏感。我們覆蓋的房地產開發商中，2017 年底平均淨負債率為 85%，其中大約 32% 負債為美元或港元債。
- 貿易戰可能令入口貨品價格提升而大幅推高 CPI，引致中美兩國提早加息，以壓抑通脹。兩國加息會令開發商境內開發貸或境外美金票據利息支出提升，損害現金流；但利息支出可以資本化，對當年度盈利影響比較少。
- 貿易戰亦可能引致匯率波動。過去市場有傳言指，中國正考慮以循序漸進方式讓人民幣貶值，回應美國總統特朗普近期對中方的挑釁行為。雖然未能確認消息準確性，但市場信心受到一定影響。人民幣若對美金出現貶值，開發商的美金債在重估時，會在損益表確認外匯損失，影響盈利。

股份影響：

- 在估值方面，市場大多以現金流折現模型去估計開發商的淨資產價值，再乘以一個淨資產值折讓數值來算出股份的公允價值。因此，利率上升，有可能令市場下調開發商淨資產價值。
- 我們認為，負債低和美金債占比小的開發商將面臨較低的貿易戰風險。在我們覆蓋的開發商中，時代中國 (1233 HK) 和中國奧園 (3883 HK)，2017 年淨負債率分別只有 58% 和 59%，而美金或港元債亦分別只占 27% 和 30%。這兩家開發商亦為我們行業首選，因看好其大灣區佈局。時代中國和中國奧園深耕於廣東多年，其大灣區銷售額占 2017 年銷售分別達到 87% 和 53%；他們亦已在大灣區內建立一定規模的舊改項目，為將來的銷售及盈利增長打好基礎。
- 現金流穩定，負債低或者是持有淨現金的物業管理公司，可能成為投資者房地產板塊的另一選擇。他們的收入與支出絕大部分源自境內，而其輕資產營運模式令負債水平及利息支出偏低。在香港上市物業管理公司中，我們偏愛雅生活 (3319 HK) 和彩生活 (1778 HK)。雅生活的主要股東，包括雅居樂 (3383 HK) 和綠地 (600606 CH) 每年為雅生活鎖定新管理面積，增值業務在注入地產中介業務後錄得大幅增長；彩生活在完成注入萬象美 (前身為萬達物業管理) 後，我們預計盈利會在 2018 年明顯飆升。

政策 透視



中國環境保護業/ 替代能源業

行業影響：

- **垃圾焚燒：**進口方面，我國垃圾焚燒運營商設備基本實現國產化，零部件已不需進口。而在國內市場，由於成本較低而且和地方政府關係較好，垃圾焚燒運營業務基本集中在國內國企或民企手中。因此國內垃圾焚燒運營或是設備製造市場，基本不受中美貿易戰影響。出口方面，由於美國地廣人稀，一般是用堆埋方式處理固體垃圾，因此中國垃圾焚燒設備出口美國較少。
- **污水處理：**進口方面，我國在污水治理方面發展比垃圾焚燒更早，因此設備也基本達到全國產化。在污水處理運營方面，和垃圾焚燒類似，由於成本較低而且和地方政府關係較好，污水運營市場基本集中在國內國企或民企手中。出口方面，美國在污水處理的發展也是十分早，因此成套技術設備基本在美國國內製造，對中國設備和零部件依賴也十分低。
- **核電：**進口方面，近年來我國核電發展迅速，零部件國產化率也達到 90%以上，除一些早期建造的核反應堆需要定期從歐洲引進零部件外，新型國產反應堆基本使用國產零部件。而核電的原材料鈾元素則主要由加拿大及和澳洲引進，因此對美國的依賴度很低。出口方面，中國核電設備近年來強調走出去戰略，但主要面向經濟發展較快的東南亞市場，由於美國市場基本接近飽和，並非中國企業目標。
- **風電：**進口方面，我國風電零部件及整機國產率幾乎達 100%，而且水準達到國際先進水平，因此對美國進口零部件幾乎不存在依賴。出口方面，由於設備製造商重心仍在國內市場，出口美國份額較低，截止 2017 年底，我國風電設備製造商有大約 158 兆瓦的風機整機出口美國，占總出口量的 25%，但只占總產量的 0.8%，比例很低。

股份影響：

- **北控水務(371 HK)及光大國際(257 HK)**由於是污水處理及垃圾焚燒運營商，主要業務在國內城市，而且使用國產設備為主，因此受貿易戰的影響相對較少。
- **中廣核電力(1816 HK)及龍源電力(916 HK)**是核電和風電運營商，主要業務在國內省市提供電力，設備也以國產為主，受貿易戰影響也較少。但風電公司因為要收取國家電力補貼，約占營收的 15%-20%，長期的貿易戰有可能會影響國家財政收入，延長補貼發款時間，因此可能會對風電公司現金流有一定影響。
- 我們認為，這次貿易戰如我們預期只會維持數個季度，對公用業務為主要的公司影響會非常輕微，因為它們的業務主要集中在國內市場而且設備無需進口。但若貿易戰拖延數年，則會影響國



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透視

家財政和國民收入，對於收取補貼的公司較為不利，如風電公司。由於環保和替代能源行業是國家未來重點關注點，發展前景較廣闊，而且收入也較穩定，雖然這次貿易戰陰霾使市場避險情緒上升，刺激相關行業股價上漲，但行業估值仍只在 9 倍到 12 倍 2018 年市盈率區間，估值仍然吸引，因此重申看好環保行業和替代能源行業。

政策 透視



中國消費品業

行業影響：

- 中國在最近公佈了對美國出口的豬肉以及相關產品徵收 **25%**的關稅，這將會對豬肉相關的公司產生影響；我們認為，美國與中國的豬價差將會對新增的關稅有一定緩衝作用；同時，目前國內充足的生豬供應仍是決定國內的豬價的主要因素。
- 中國對美國進口大豆新徵收的關稅將會對國內消費品行業產生影響，主要由於大豆在整個產業中的廣泛應用以及美國在中國大豆進口中的重要地位；我們認為，中國政府對美國進口大豆提高關稅將會增加進口大豆的成本，但是在短期內並不會導致從美國進口大豆大幅減少。
- 目前我們所覆蓋的公司中，多數都受到以上關稅政策的非直接影響；而受到直接影響的企業均有銷售生豬肉或以生豬肉為原材料的業務，但基於行業情況以及公司的業務數據，我們認為實際上新設立的關稅對這些企業並不會有太多的影響。

股份影響：

- **萬洲國際(288 HK)**在 2017 年對中國出口的豬肉量占其生鮮肉銷量比例並不高，大約在 **1%**左右，因此如果關稅的上升導致美國出口中國豬肉量大幅下降，該公司的業務也不會受到太大的影響。
- 對於大豆的進口關稅可能會導致飼料價格的上升，這可能會推高原奶和生豬的生產成本，導致**萬洲國際(288 HK)**、**雙匯(000895 CH)**、**蒙牛(2319 HK)**和**伊利(600887 CH)**的成本上升；儘管如此，目前國內的生豬和原奶價格主要取決於供給狀況，而關稅導致的生產成本上升將會迫使行業內更多養殖戶退出，使供求更趨平衡。

政策 透視



中國汽車零部件行業

行業影響：

- 中國在最近宣佈對美國汽車加征 **25%**的關稅，然而，中國早前也宣佈將會進一步降低進口汽車關稅；這意味著未來其他國家的進口汽車相比美國將會在價格上佔優勢；這對於全球業務佈局較為均衡的汽車零部件企業將會更為有利。
- 美國在最近公佈的“**301**”清單中，多項汽車零部件均榜上有名，其中更有部分是針對新能源汽車關鍵部件；對美國有出口業務的汽車零部件廠商或會受到直接影響。

股份影響：

- **信邦(1571 HK)**在 2017 年有 **25.9%**的銷售收入來自北美地區，目前美國的“**301**”清單中並沒有包括其所生產的產品；若中美貿易衝突升級，該公司所生產的產品也會有可能受到影響；同時，如果貿易衝突導致經濟增速放緩以及影響消費者對汽車的需求，該公司的業務增長也有可能會出現放緩。

政策 透視



中國科技/電子商貿業

行業影響：

- 在美國已公佈加征關稅的中國商品清單中，涉及航空航天、信息和通信技術、機器人和機械等行業。總體來說，這些行業都在“中國製造 2025”的領域中。
- 由於美國的徵稅清單主要針對“中國製造 2025”的領域，我們認為中美貿易戰已從單純貿易不平衡的經濟問題提升至國家戰略的問題，不能再從單純降低美中大額逆差趨勢去思考，特別是在“中國製造 2025”領域中各新興產業未來的話語權問題。
- “中國製造 2025”屬中國“三個十年”戰略規劃一部份，對中國有其戰略意義。根據計劃，在 2015 年，中國是世界製造業大國，預計到 2025 年，中國將達成從「製造大國」變身為「製造強國」的目標，而到 2035 年，中國將整體達到製造強國陣營中等水準，而到 2045 年，中國的綜合實力將進入製造強國前列。
- 基於“中國製造 2025”的戰略意義，我們認為中國政府不會因中美貿易戰而放棄或放慢“中國製造 2025”戰略。反之，我們認為中國政府或會推出更多針對這些新興產業的支持政策或法規，以抵消因中美貿易戰而導致的潛在出口損失。

股份影響：

- 出口銷售較多的科技股影響較大，其中**聯想 (992 HK)**約 30%銷售出口往美洲，**中興通訊 (763 HK)**約 25%銷售出口往歐洲，美洲和大洋洲，而**瑞聲科技(2018 HK)**約 60%銷售出口往美洲。
- 主要網購平臺或因海外網購業務減少而受一些影響，例如海外網購約占**阿里巴巴(BABA US)**銷售 8%。
- **騰訊 (700 HK)** 主要收入在國內，因此不會產生重大的直接影響。但如果由於貿易戰造成經濟放緩，可能產生間接影響。
- 手機零部件公司如**舜宇光學(2382 HK)**、**通達(698 HK)**及**丘鈦科技 (1478 HK)** 主要供應國內智能手機品牌，因此不會受到重大的直接影響。但如果中國對美國半導體芯片採取反制措施，中國智能手機品牌或因芯片價格上升受到影響，進而影響到這些零部件供應商。

選股

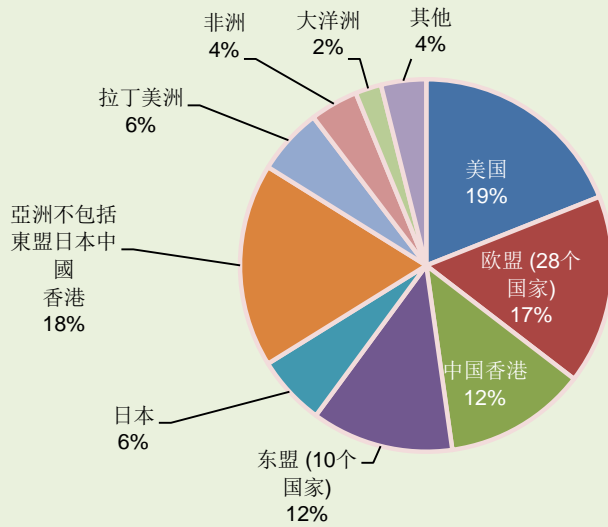
| | 股價 (4月12日收市) | 市值 (億港元) | 18E 市盈率 | 19E 市盈率 | 18E 市帳率 | 19E 市帳率 | 18E 股息率 | 19E 股息率 |
|--------------------|-----------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 中國銀行業 | | | | | | | | |
| 農業銀行 (1288 HK) | 4.51 | 15,716 | 5.87 | 5.27 | 0.78 | 0.71 | 5.22 | 5.50 |
| 工商銀行 (1398 HK) | 6.84 | 26,420 | 6.34 | 5.69 | 0.85 | 0.77 | 4.71 | 5.08 |
| 建設銀行 (939 HK) | 8.12 | 20,446 | 6.12 | 5.60 | 0.85 | 0.77 | 4.89 | 5.34 |
| 中國證券業 | | | | | | | | |
| 中信建投 (6066 HK) | 6.76 | 8,524 | 9.60 | 8.10 | 0.92 | 0.84 | 1.60 | 1.90 |
| 中國房地產業 | | | | | | | | |
| 時代中國 (1233 HK) | 12.30 | 226 | 5.81 | 4.64 | 1.02 | 0.89 | 5.16 | 6.46 |
| 中國奧園 (3883 HK) | 7.26 | 195 | 5.70 | 3.88 | 1.34 | 1.08 | 5.26 | 7.74 |
| 雅生活 (3319 HK) | 11.24 | 153 | 16.80 | 11.46 | 2.36 | 2.05 | 1.45 | 2.12 |
| 彩生活 (1778 HK) | 7.43 | 98 | 13.38 | 11.28 | 2.36 | 2.15 | 2.74 | 3.25 |
| 環境保護業/替代能源業 | | | | | | | | |
| 光大國際 (257 HK) | 10.80 | 484 | 11.72 | 10.07 | 2.16 | 1.89 | 2.56 | 2.98 |
| 北控水務 (371 HK) | 4.48 | 422 | 8.53 | 7.29 | 1.58 | 1.37 | 3.52 | 4.11 |
| 中廣核 (1816 HK) | 2.12 | 964 | 8.64 | 7.79 | 1.15 | 1.06 | 3.50 | 3.88 |
| 龍源電力 (916 HK) | 6.81 | 547 | 11.04 | 8.98 | 0.97 | 0.88 | 1.81 | 2.23 |
| 中國消費品業 | | | | | | | | |
| 萬洲國際 (288 HK) | 8.68 | 1,234 | 12.26 | 10.90 | 2.01 | 1.90 | 3.26 | 3.67 |
| 蒙牛 (2319 HK) | 27.55 | 1,096 | 36.23 | 24.60 | 3.61 | 3.29 | 0.71 | 1.14 |
| 安踏 (2020 HK) | 45.70 | 1,060 | 23.50 | 18.30 | 5.82 | 5.32 | 3.00 | 3.87 |
| 伊利 (6008878 CH)* | 28.91 | 1,757 | 21.30 | 19.64 | 4.88 | 4.40 | 2.99 | 3.25 |
| 雙匯 (000895 CH)* | 25.90 | 855 | 16.99 | 15.64 | 5.54 | 5.35 | 5.30 | 5.75 |
| 中國汽車零部件行業 | | | | | | | | |
| 信邦 (1571 HK) | 6.00 | 0.06 | 11.10 | 9.21 | 2.40 | 2.18 | 3.15 | 3.80 |
| 中國科技/電子商貿業 | | | | | | | | |
| 騰訊 (700 HK) | 413.20 | 3,924,987 | 35.20 | 27.20 | 9.40 | 7.20 | 0.25 | 0.33 |
| 阿里巴巴 (BABA US) | 175.92 | 3,532,375 | 32.50 | NA | 6.40 | NA | 0.00 | 0.00 |

* 以人民幣計算

來源：彭博、農銀國際證券預測

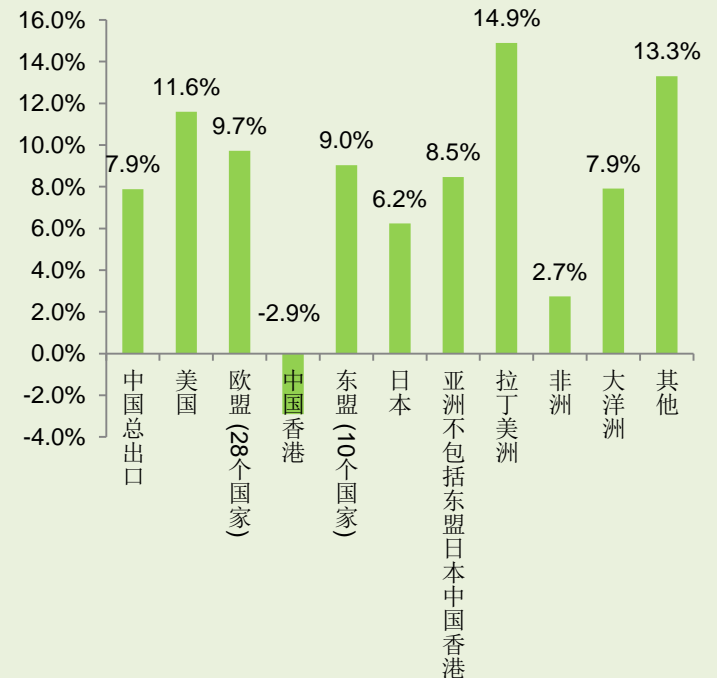
附錄：中美商品貿易分析

圖 1：2017 年中國商品出口目的地構成 (以美元計價)



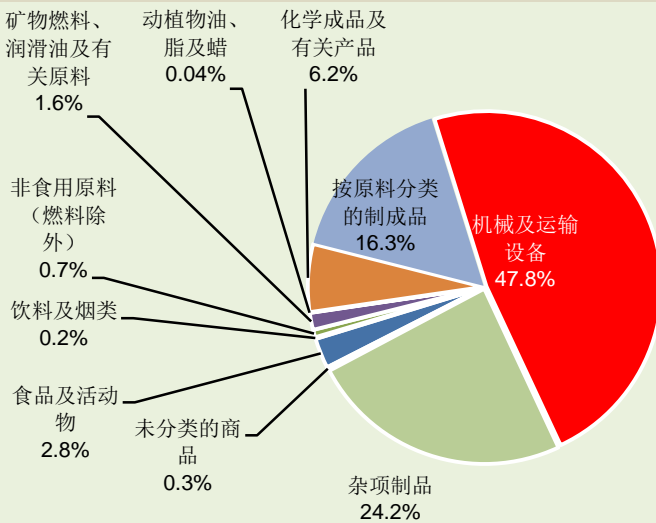
來源：中國海關、農銀國際證券

圖 2：2017 年中國商品出口目的地同比變化 (以美元計價)



來源：中國海關、農銀國際證券

圖 3：2017 年中國出口商品構成(按 SITC 分類)



來源：中國海關、農銀國際證券

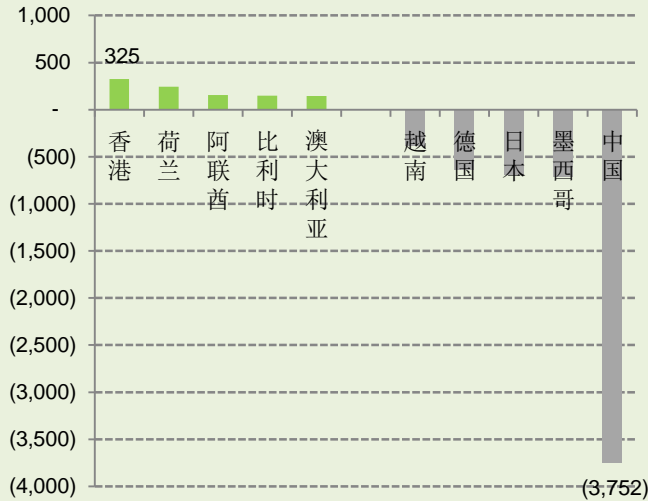
圖 4：中國出口對人民幣匯率是否敏感？

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 1-2/2018 |
|---------------------|--------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 中國貨物出口美元計算 同比變化 | 7.9% | 6.1% | -2.9% | -7.7% | 7.9% | 24.4% |
| 中國貨物出口人民幣計算 同比變化 | N/A | 4.9% | -1.9% | -2.0% | 10.8% | 18.0% |
| 年均美元兌人民幣匯率 | 6.1483 | 6.1618 | 6.2850 | 6.6478 | 6.7541 | 6.3816 |
| 同比變化 | -2.5% | 0.2% | 2.0% | 5.8% | 1.6% | -5.5% |
| 人民幣兌美元 | RMB 升值 | RMB 略貶值 | RMB 貶值 擴大 | RMB 貶值 擴大 | RMB 貶值 縮小 | RMB 升值 擴大 |

來源：中國海關、農銀國際證券

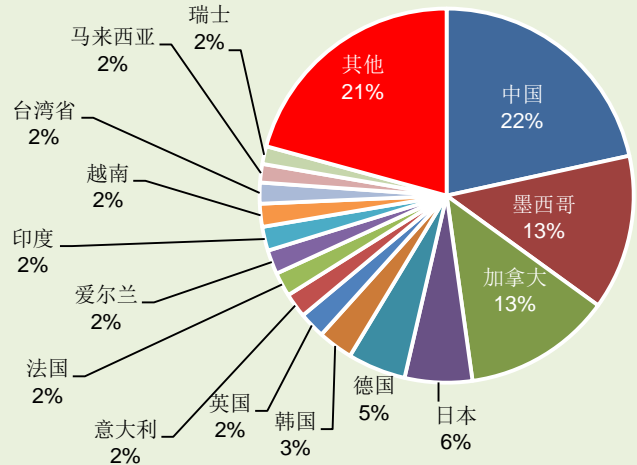
政策
透視

圖 5：美國前五大貿易順差國家或地區 vs。前五大貿易逆差國家或地區 (億美元)



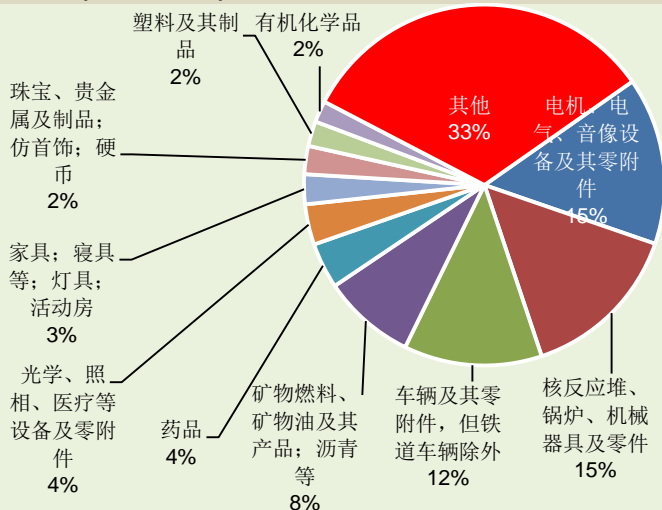
來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 6：2017 年美國進口貨物前 15 大國家或地區(按價值計算)



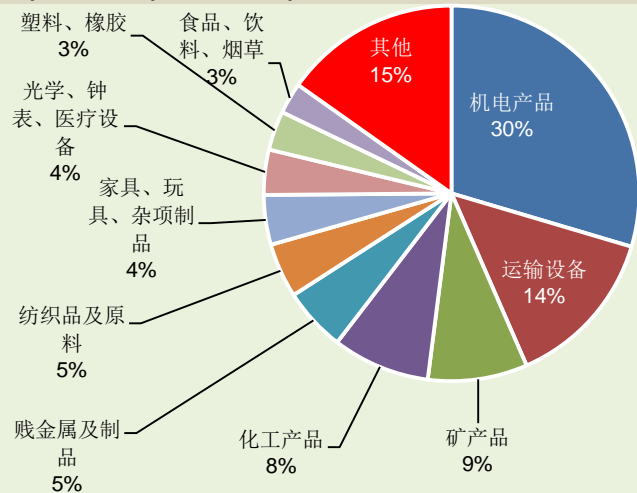
來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 7：2017 年美國進口貨物前 10 大類型(按價值計算)商品類別(按 HS 編碼)



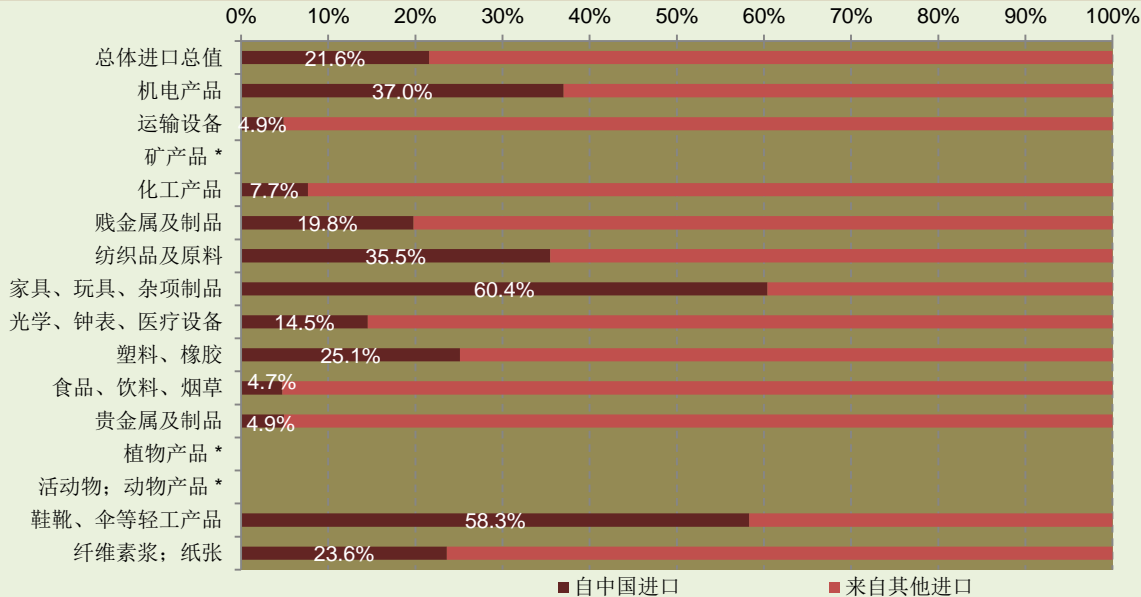
來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 8：2017 年美國進口貨物前 10 大類型(按價值計算)商品類別(按海關分類)



來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 9：美國進口前 15 大主要商品(海關分類)對中國依賴度



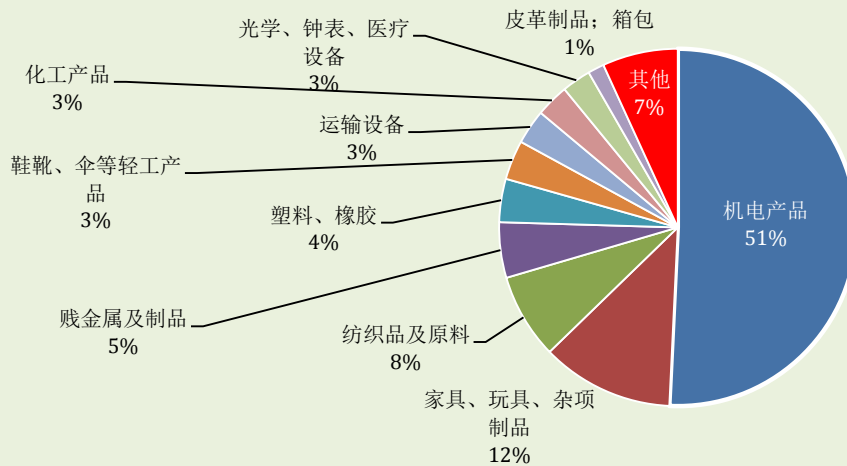
備註 *：此商品不在自中國進口的前 15 大主要商品中
來源：來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 10：美國 5 大類進口商品的來源國別/地區構成

| | 機電產品 | 運輸設備 | 礦產品 | 化工產品 | 賤金屬及製品 |
|-------------------|------|------|------|------|--------|
| 進口來源國家和地區 | 占比% | 占比% | 占比% | 占比% | 占比% |
| 中國 | 37.0 | | | 7.7 | 19.8 |
| 墨西哥 | 16.7 | 26.3 | 5.7 | | 8.9 |
| 日本 | 6.9 | 16.9 | | | |
| 德國 | 4.7 | 9.4 | | 9.9 | 4.5 |
| 加拿大 | 4.2 | 19.0 | 37.2 | 8.6 | 19.1 |
| 韓國 | | 6.5 | | | |
| 沙特阿拉伯 | | | 8.8 | | |
| 委內瑞拉 | | | 5.8 | | |
| 伊拉克 | | | 5.4 | | |
| 愛爾蘭 | | | | 17.5 | |
| 瑞士 | | | | 8.3 | |
| 臺灣省 | | | | | 4.4 |
| 前五大進口來源國和地區 (占比%) | 69.5 | 78.1 | 62.9 | 52.0 | 56.7 |
| 其他國家和地區 (占比%) | 30.5 | 21.9 | 37.1 | 48.0 | 43.3 |
| 中國是五大進口來源國嗎？ | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 |
| 高度依賴中國嗎？ | 是 | 否 | 否 | 否 | 是 |

來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 11：2017 年 美國自中國進口 10 大主要商品構成(按價值計算)商品類別(按海關分類)



來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

圖 12：美國自中國進口的 10 大類商品及其國別/地區構成

| 占比% | 機電產品 | 家具、玩具、雜項製品 | 賤金屬及製品 | 紡織品及原料 | 塑料、橡膠 | 鞋靴、傘等輕工產品 | 運輸設備 | 化工產品 | 光學、鐘錶、醫療設備 | 皮革製品；箱包 |
|--------------|------|------------|--------|--------|-------|-----------|------|------|------------|---------|
| 中國 | 37.0 | 60.4 | 19.8 | 35.5 | 25.1 | 58.3 | 4.9 | 7.7 | 14.6 | 53.3 |
| 墨西哥 | 16.7 | 12.6 | 8.9 | | 9.5 | 1.8 | 26.3 | | 15.5 | |
| 日本 | 6.9 | | | | 5.4 | | 16.9 | | 8.3 | |
| 德國 | 4.7 | | 4.5 | | 5.3 | | 9.4 | 9.9 | 10.7 | |
| 加拿大 | 4.2 | 5.8 | 19.1 | | 17.2 | | 19.0 | 8.6 | | |
| 越南 | | 5.4 | | 10.8 | | 18.7 | | | | 8.3 |
| 印度 | | | | 7.1 | | 1.5 | | 4.8 | | 3.6 |
| 意大利 | | 1.5 | | | | 4.6 | | | | 10.0 |
| 馬來西亞 | 4.1 | | | | 5.2 | | | | | |
| 韓國 | | | 4.2 | | | | 6.5 | | | |
| 愛爾蘭 | | | | | | | | 17.5 | 7.1 | |
| 瑞士 | | | | | | | | 8.3 | 6.9 | |
| 臺灣省 | | 2.3 | 4.4 | | | | | | | |
| 印度尼西亞 | | | | 4.4 | | 5.9 | | | | |
| 孟加拉國 | | | | 4.7 | | | | | | |
| 菲律賓 | | | | | | | | | | 2.6 |
| 法國 | | | | | | | | | | 5.2 |
| 前 2 名占比% | 53.7 | 73.0 | 38.9 | 46.3 | 42.3 | 77.0 | 45.3 | 27.4 | 30.1 | 63.3 |
| 前 5 名占比% | 73.6 | 88.0 | 60.9 | 62.5 | 67.7 | 90.8 | 83.0 | 56.8 | 63.1 | 83.0 |
| 中國占比% | 37.0 | 60.4 | 19.8 | 35.5 | 25.1 | 58.3 | 4.9 | 7.7 | 14.6 | 53.3 |
| 前 5 名減去中國占比% | 36.6 | 27.6 | 41.1 | 27.0 | 42.6 | 32.5 | 78.1 | 49.1 | 48.5 | 29.7 |
| 中國排名 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 5 | 4 | 2 | 1 |

來源：中國商務部、美國商務部、農銀國際證券

政策
透視

農銀國際分析員



投資策略- 研究部主管陳宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究報告



宏觀經濟 - 姚少華
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業- 歐宇恒
johannesau@abci.com.hk



中國證券業-周秀成
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業- 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中國環保業/替代能源業- 吳景荃
kelvinng@abci.com.hk



中國消費品業/汽車零部件行業- 潘泓興
paulpan@abci.com.hk



中國科技業//電子商貿業-周秀成
stevechow@abci.com.hk



權益披露

眾分析員作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

陳宋恩持有農業銀行(1288 HK) H 股股份

周秀成持有騰訊控股(700 HK)股份

評級的定義

| 評級 | 定義 |
|----|----------------------------------|
| 買入 | 股票投資回報 \geq 市場回報 |
| 持有 | 市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報 |
| 賣出 | 股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6% |

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是 5 年市場平均回報率

目標價的時間範圍：12 個月

股價風險的定義

| 評級 | 定義 |
|----|--|
| 很高 | $2.6 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 |
| 高 | $1.5 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 <2.6 |
| 中等 | $1.0 \leq 180$ 天波動率/ 180 天基準指數波動率 <1.5 |
| 低 | 180 天波動率/ 180 天基準指數波動率 <1.0 |

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數。

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行

控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2018 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話： (852)3666 0002