



農銀國際

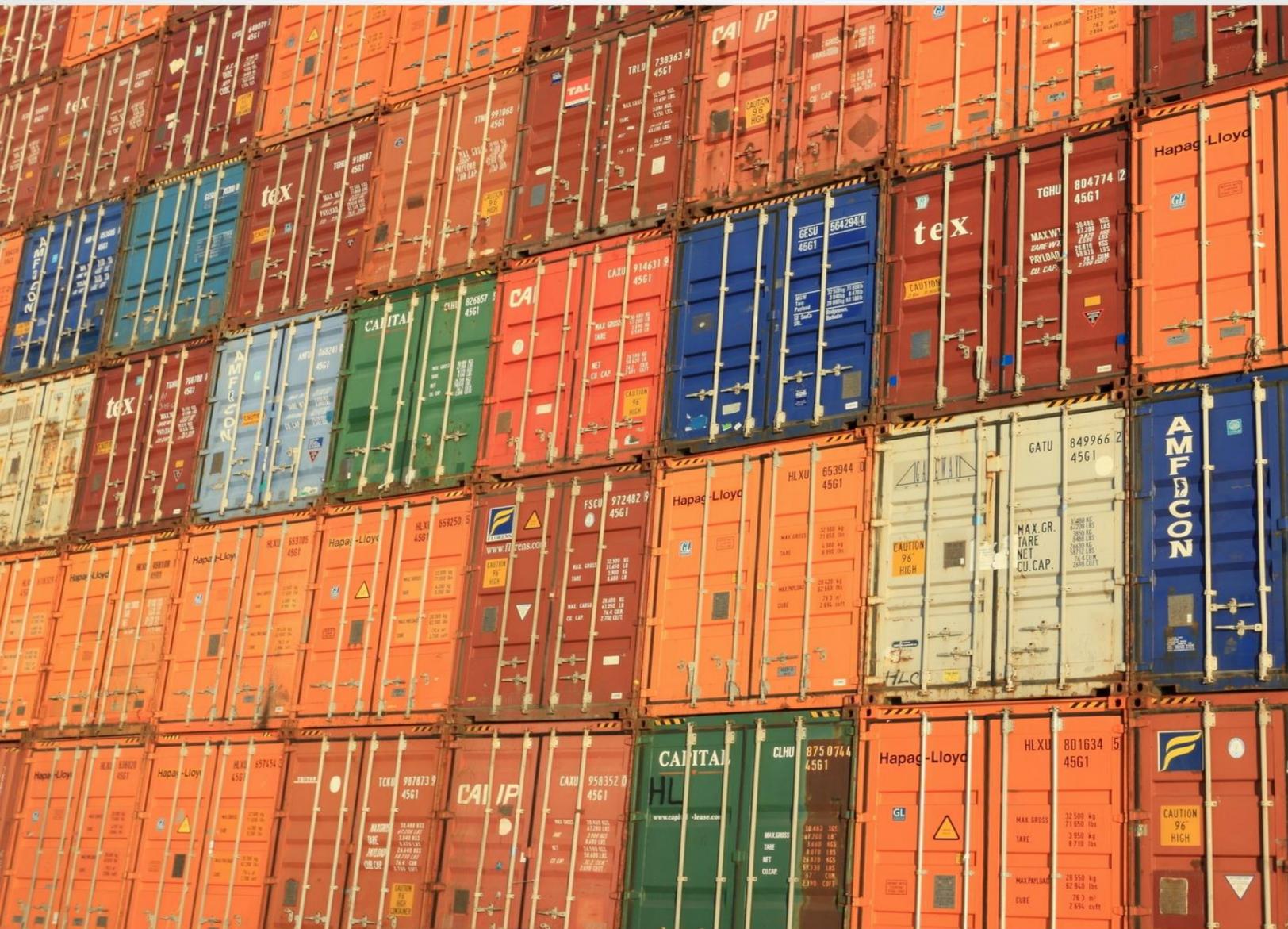
ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中美贸易战 — 潜在演进及对行业的影响

农银国际证券研究部

2018年4月13日





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

中美贸易战的宏观经济视角	3
股票市场风险溢价分析	5
中国工业长远竞争力的发展大方向 -中国制造 2025	7
中国银行业.....	9
中国证券业.....	10
中国房地产业	11
中国环境保护业/ 替代能源业	12
中国消费品业	14
中国汽车零部件行业.....	15
中国科技/电子商贸业.....	16
选股	17
附录: 中美商品贸易分析	18

中美贸易战的潜在演进及对行业的影响

中美贸易战的宏观经济视角

1. 中美贸易战升级的简要回顾

年初至今，中美贸易摩擦逐步升温，大致进行了两轮贸易对抗。第一轮以美国 232 措施对进口钢铁和铝产品加征关税为起点，中国宣布对美国向中国出口的约 30 亿美元商品加征 15% 及 25% 两档关税。第二轮则以美国政府根据 301 调查结果宣布对原产于中国的约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税，中国随即宣布对原产于美国的约 500 亿美元的进口商品加征 25% 的关税。第一轮两国互征的惩罚性关税已生效，第二轮两国都已公布详细的加征惩罚性关税产品清单，但还未最终生效。此外，4 月 5 日，美国总统特朗普发表声明说，他已指示美国贸易代表办公室依据 301 调查，考虑对从中国进口的额外 1,000 亿美元商品加征关税是否合适。

2. 中美贸易战对中国宏观经济的多情景分析

2017 年中国对美国出口额为 2.91 万亿元人民币，中国对全球的总出口额为 15.33 万亿元人民币，中国的名义 GDP 为 82.71 万亿元人民币。中国对美国出口占中国总出口额的 18.9%，占中国名义 GDP 的 3.5%。中国对美国的出口商品主要以机电产品、家具玩具、纺织品及原料和贱金属及制品为主，2017 年这四大类商品占中国向美国出口总额的 75.5%。

2017 年美国对中国出口为 1,304 亿美元，美国对全球的总出口额为 15,468 亿美元，美国的名义 GDP 为 19.39 万亿美元。美国对中国的出口额占美国总出口额的 8.4%，占美国名义 GDP 的 0.67%。美国对中国的出口商品主要以运输设备、机电产品、植物产品和化工产品为主，2017 年这四大类商品占美国向中国出口总额的 61.9%。

我们假定中美贸易战在 2018 年余下时间有三种情景。第一种是两国维持已生效的 30 亿美元商品的互征 15% 及 25% 关税规模；第二种是两国已宣布但未生效的 500 亿美元商品互征 25% 关税规模；第三种是特朗普宣称的 1,500 亿美元的互征 25% 关税规模。我们假定中国出口到美国的商品价格弹性为中性，即价格弹性系数为 1，那么上述三种情境下中国大约会减少对美国 6.5 亿美元、125 亿美元及 375 亿美元的商品出口。第一种情境由于涉及金额较小，对中国 2018 年整体出口及 GDP 增长影响甚微，第二种及第三种情景或令出口增速分别减少 5.5 个百分点及 16.5 个百分点，拖累 GDP 增速 0.1 个百分点及 0.3 个百分点。值得注意的是，中国商品不出口美国，还可以寻求向其他国家出口，所以实际影响要小于上述估计。由此可见，即使发生上面第三种最坏的情景，中国整体宏观经济形势仍然可控。

政策透視

3. 中美贸易战的表象及本质

特朗普政府挑起中美贸易战的理由是美国对中国的贸易逆差太大，所以通过加征关税限制中国产品进口，减少贸易逆差，我们认为这只是美方挑起贸易战的借口及表象。对于特朗普政府发动贸易战的真实目的或者说本质出发点，我们认为主要有两方面。第一，特朗普寄贸易战迎合美国部分选民的心理，为今年 11 月份美国国会议员中期选举造势，期望共和党在参众两院保持多数席位，以助他连任美国总统。第二，针对性地阻碍中国高科技发展及保护美国公司的知识产权。在 301 调查美国政府公布的 1,333 种产品中，高达 70% 的产品剑指中国制造 2025 目标。该产品目录中甚至包括中国尚未大规模生产或出口的飞机产品。

4. 中美贸易战的可能演进路径

认清了特朗普政府发动贸易战的本质，我们可推演出中美贸易战未来的可能演进路径。在特朗普政府发动中美贸易战两个主要目的中，我们认为赢得中期选举为其优先考虑，因为特朗普连任总统失败，其就失去遏制中国发展的舞台。特朗普去年税改成功为其赢得不少支持率，今年他希望在贸易议题上实现美国优先战略来进一步获得选民支持。虽然中美贸易摩擦最引人注目，但实际上特朗普政府亦对欧盟、韩国、日本、加拿大、墨西哥等诸多国家在关税议题上实施美国优先战略，即使其盟国亦不放过。近期中美双方关于贸易战均发表了强硬言论，虽然不能排除中美双方发生小范围短期的贸易摩擦，但我们认为双方发生大规模长期贸易战的可能微乎其微，因为这不符双方利益。虽然特朗普发动贸易战可能获得一部分美国选民支持，但或失去因贸易战利益受损的更多选民支持。所以特朗普没有发动大规模贸易战的动机，中国方面当然亦不愿意贸易战发生。近日特朗普宣称正在考虑重新加入其当选总统后不久就退出的跨太平洋伙伴关系协议（TPP），中美最终可能不会相互加征新关税。我们认为中美贸易战最终结局是双方通过谈判解决分歧，中国或通过增加对美国的进口来达成和解。习主席博鳌论坛亦就大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强知识产权保护、主动扩大进口四大方面做出重要指示。特别提到将相当幅度降低汽车进口关税，以及扩大金融业的开放步伐。

5. 未来重要时间点

我们可以预见未来一段时间中美贸易战升温或降温的情况将交替出现。下面是一些影响中美贸易战进程的关键时间点：2018 年 4 月 6 日起，北美自由贸易协定(NAFTA) 第 8 轮谈判；2018 年 5 月 11 日，提交书面意见的截止日期；2018 年 5 月 15 日，召开公开听证会；2018 年 5 月 22 日，提交听证的反驳意见；2018 年 11 月 6 日，美国中期选举。我们预期较好的结果可能在今年 5 月中美将就贸易争端达成协议，较差的情况是双方或在 11 月达成共识。

股票市场风险溢价分析

中美贸易战争风险是影响股市的诸多风险因素之一。这风险并非独立于其他风险，或可以作为单独的独立风险问题考虑。从股市投资角度来看，确定当前市场风险溢价与历史水平相比更为重要。

中国股市

从国家风险溢价的角度来看，中国股市的风险溢价已从3月份的平均10.8%下降至4月份的8.6%，因为股市已经向下调整，风险因而获得释放。这些统计数据可能与许多投资者的预期有所矛盾，因为他们认为目前的风险很高。自2010年以来，中国风险溢价平均为10.4%，标准差为1.47%。目前的风险溢价表接近历史平均值减两个标准差，这表明A股市场价格已经体现了大部分风险因素，包括中美贸易战风险。从这个角度来看，**现时不是卖出时机，而是逢低买入的机会。**

美国股市

尽管股市出现波动，但近几个月美国股市风险溢价相对稳定。截至目前为止，4月份的风险溢价平均为7.3%，而3月和2月平均为7.2%。自2010年以来，历史平均值为7.73%，标准差为0.72%。目前的风险溢价略低于历史平均水平，反映投资者仍对股市前景持谨慎乐观态度。

香港股市

2月以来港股出现调整，香港股市风险溢价持续下跌，反映风险释放，股价反映部分市场风险。但4月份至今港股市场风险溢价平均为12.6%，低于3月份的平均值14.8%和2月份的15.9%。自2010年以来，历史平均值为11.6%，标准差为1.72%。目前风险溢价仍高于平均水平，表明投资者对股市前景依然十分乐观，市场风险尚未完全释放。

我们对中美两国贸易紧张局势这事件的判断如下。

1. 从客观环境的角度来看，美国和中国是世界上最大和第二大国家经济体，中美两国是对方的主要贸易伙伴。我们认为此特点将会维持很长一段时间。

2017年中美货物贸易关系

	占出口国总出口额		占进口国总进口额
中国出口到美国	18.99%	中国从美国进口	8.36%
	美国排第 1		美国排第 4
美国出口到中国	8.43%	美国从中国进口	21.58%
	中国排第 3		中国排第 1

来源：中国海关、美国商务部、农银国际证券

2.从争议发展的角度来看，我们认为，近期中美两国贸易紧张局势升级是世界两大超级大国之间早晚会发生的事情，中美贸易纠纷不断是在预期之内，因为中国长期录得经常账户盈余(2009-16年平均为GDP的2.64%)和资本账顺差，美国却长期录得经常账户赤字(2009-16年平均为 - GDP的2.65%)和资本账逆差。另外，中国是美国最大的货物贸易逆差国，2017年逆差为3,752亿美元。

3.从事件未来连续性的角度来看，美元作为全球主要储备及结算货币和美国国债被视为全球无风险资产标。累积以美元计价的资产财富已经成为大多数国家（美国除外）或企业隐含的财务目标。这是维持中美两个超级大国之间这些不平衡的连续性的关键因素。中美两国贸易摩擦这种不利的外部因素仍将持续很长一段时间，即使它可能在一段时间内冷却一点，但并不意味着不存在，资本市场的投资者必须接受这一点，并做好这风险长期管理。

4.从已经发生的事情来看，美国总统特朗普关于贸易战的言论及签署的关税文件更多的是为贸易谈判增添筹码，力图减少中美贸易赤字。

5.从进口关税性质的角度来看，除非实施进口禁令，否则进口关税只是增加政府收入和操纵进口价格的手段。如果一些进口货物不易在当地或其他它来源替代，部分进口关税成本最终会转嫁到消费者，并成为一种隐含的销售税。然而，如果美国对进口货物征收高进口关税并使美元保持疲弱，将会导致进口通胀压力上升。这不是美联储想看到的结果。然而，美国对不同出口国的进口关税差别化策略将导致全球流动性和资源分配产生深远的变化，资本市场需要做好准备。

6.从中国明确提出的国际关系政策来看，这包括要全面推进中国特色大国外交，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体。我们认为，中国不会主动挑起贸易战，并保持理解的态度，但中国需要提供中国版本的解决方案以争取主动权。我们相信中国的解决方案是进一步向外国投资者开放国内市场，并增加高质量商品和服务的进口。

7.从中国发展战略的角度来看，由于中国经济结构的变化和生活水平提高，一些出口项目及产业不无可避免地失去了全球竞争力。中国需要降低出口市场集中度风险，以及增强出口货物综合竞争力的发展方向；扩大出口市场，开拓新的出口市场需求，尤其是增加“一带一路”国家和金砖国家的客户资源；通过技术升级淘汰落后产能来提高产品质量优势，不着眼于低价格销售竞争模式，增加难以被别国货物取代的竞争优势。

8.中美两国贸易紧张局势升级这一事件不会阻止中国实施经济结构改革。事实上，这一事件进一步加强了政府实施其长期战略计划的决心如“中国制造2025”（从工业大国升级到工业强国）、供给侧结构性改革（在政府指导下更好地利用资源加强有效供应）、开放经济迫使国内企业升级创新应对全球竞争等等。

9.基于上述判断，中美贸易紧张局势只是众多不利外部因素之一。目前，美国可能会对 1,530 亿美元中国商品征收相对较高的进口关税，这出口货值相当于中国 2017 年名义 GDP 的 1.15% 或 2017 年中国出口总值约 7%。虽然我们应该谨慎对待这个因素，但不应该夸大这个因素对经济的影响，或者被这个因素让我们的投资失去焦点。我们的投资焦点应该与中国的经济发展战略保持一致。

中国工业长远竞争力的发展大方向 – 中国制造 2025

“中国制造 2025”发展战略奠定了中国未来十年到二十年将要突破和发展的十大产业领域。中国将通过长期的努力和投资在这些产业领域建立自己的全球竞争力。我们看到这是中国工业企业的发展大方向。当然，这十大产业领域的大部分公司还处于发展初期，相应的投资风险很高，但如果成功，预期的长期回报也是有吸引力的。我们预测未来几年财政和人力资源将向这些行业集中。

中国制造 2025：重点关注 10 个产业领域

10 个重点产业领域	相关产品或技术
1. 新一代信息技术产业	<ul style="list-style-type: none"> 提升国产芯片的应用适配能力 掌握高密度封装及三维（3D）微组装技术，提升封装产业和测试的自主发展能力 第五代移动通信（5G）技术、核心路由交换技术、超高速大容量智能光传输技术、“未来网络”核心技术和体系架构 量子计算、神经网络等发展 高端服务器、大容量存储、新型路由交换、新型智能终端、新一代基站、网络安全等设备
2. 高档数控机床和机器人	<ul style="list-style-type: none"> 汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人 医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人 机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造
3. 航空航天装备	<ul style="list-style-type: none"> 大型飞机研制，适时启动宽体客机研制，鼓励国际合作研制重型直升机 干支线飞机、直升机、无人机和通用飞机产业化 高推重比、先进涡桨（轴）发动机及大涵道比涡扇发动机技术 新一代运载火箭、重型运载器，提升进入空间能力 新型卫星等空间平台与有效载荷、空天地宽带互联网系统，形成长期持续稳定的卫星遥感、通信、导航等空间信息服务能力

4.海洋工程装备及高技术船舶	<ul style="list-style-type: none"> • 深海探测、资源开发利用、海上作业保障装备及其关键系统和专用设备 • 深海空间站、大型浮式结构物的开发和工程化 • 豪华邮轮设计建造技术 • 提升液化天然气船等高技术船舶国际竞争力
5.先进轨道交通装备	<ul style="list-style-type: none"> • 新材料、新技术和新工艺的应用 • 体系化安全保障、节能环保、数字化智能化网络化技术 • 轻量化、模块化、谱系化产品 • 新一代绿色智能、高速重载轨道交通装备系统
6.节能与新能源汽车	<ul style="list-style-type: none"> • 电动汽车、燃料电池汽车发展，掌握汽车低碳化、信息化、智能化核心技术 • 动力电池、驱动电机、高效内燃机、先进变速器、轻量化材料、智能控制 • 自主品牌节能与新能源汽车同国际先进水平接轨
7.电力装备	<ul style="list-style-type: none"> • 大型高效超净排放煤电机组产业化 • 高超大容量水电机组、核电机组、重型燃气轮机制造 • 新能源和可再生能源装备、先进储能装置、智能电网用输变电及用户端设备 • 大功率电力电子器件、高温超导材料等关键元器件和材料的制造及应用技术
8.农机装备	<ul style="list-style-type: none"> • 大型拖拉机及其复式作业机具、大型高效联合收割机等高端农业装备及关键核心零部件 • 农业生产的信息化整体解决方案
9.新材料	<ul style="list-style-type: none"> • 特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料 • 超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料
10.生物医药及高性能医疗器械	<ul style="list-style-type: none"> • 新机制和新靶点化学药、抗体药物、抗体偶联药物、全新结构蛋白及多肽药物、新型疫苗、临床优势突出的创新中药及个性化治疗药物 • 影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品 • 生物 3D 打印、诱导多能干细胞

来源：国务院

政策 透视

政策对行业影响:



中国银行业

行业影响:

- 尽管银行业走出去的国际化进程近年受政策支持正加速进行，中资银行目前仍以在岸业务为主，四大行中除中国银行外其他三大行 2017 年离岸业务营业收入占总营业收入比仅为 3.9%-8.8%，而中国银行受惠于中银香港海外业务的发展则其占比达到 24.2%，因此我们判断贸易战对总体银行业所带来的影响属轻微。
- 直接受贸易战影响的业务主要包括贷款中的贸易融资及中间业务中部份的结算及外汇手续费收入，其占比相对总贷款余额和总非息收入均较低。
- 另外，我们认为贸易战仍可能对银行业带来一些间接影响，如果贸易战持续时间较预期长，则或多或少将令带有出口业务的企业累积资金压力，其有机会滞后反映在银行的资产质量下降中。然而，参考各上市银行最近几季业绩表现及其风险缓冲能力，我们有信心大部份银行均有能力维持其资产质量在合理水平。
- 进一步考虑如果这次贸易战未能协调而导致中美关系进一步恶化，最坏情况美方制裁有可能伸延至限制中资银行在美的金融业务，中资银行有需要考虑相关风险及应急手段。不过，由于中国银行业在美业务规模较少，我们预期这方面的影响非常有限。

股份影响:

- 虽然我们认为中美贸易战对整体银行业的影响较为轻微，大银行由于其业务国际化程度较高，所面对的直接影响相对较大，当中以**中国银行(3988 HK)** 因其海外业务占比较大，所受的影响亦必然最大。
- 反之，股份制银行及地区性银行则承受较大的间接影响，主要由于其客户较集中在资金实力相对低的中小微企，而根据海关数据出口总额中约四成来自民企。股份制银行中**民生银行(1988 HK)** 一直定位以服务中小微企为业务主轴，其所受间接影响将较大。同时地区银行大多以中小微企客户为主，则在资产质量上的压力亦将较大。
- 不过，如果是次贸易战如我们预期只会维持数个季度，我们认为无论直接或间接因素对银行业基本面所带来的影响均非常有限，而近期市场受避险情绪升温引发的股价调整亦已大部份反映目前情况。除非中美关系再度紧张导致市场一再提高风险溢价假设，则现水平行业估值属低位，因此重申看好中国银行业。



中国证券业

行业影响:

- 总的来说，证券业受中美贸易战的即时影响主要是间接性的，即是国内资本市场因中美贸易战的负面反应而影响券商的相关业务。
- 根据中国证券业协会，2017年证券行业各主营业务收入占比为：证券投资收益**28%**、代理买卖证券**26%**、投行**17%**、资产管理**10%**、其他**19%**。所以行业主要风险在于股市及债市大跌以及股市成交量大幅下跌。
- 中国国家主席在博鳌亚洲论坛公布将大幅放宽市场准入，确保放宽银行、证券及保险行业的外资股比限制措施要落实执行；加快保险行业开放进程，放宽外资金融机构设立限制，扩大业务范围。我们认为行业竞争将会加剧，对现有经营者不利；但外资或会透过并购进入中国市场，或令行业估值短期内上升。

股份影响:

- 建议短期内减持如**东方证券(3958 HK)**等自营业务比重较高之券商。
- 另一方面，如**中信建投 (6066 HK)** 等投行业务比重较高的券商所受影响应相对较少，因政府正鼓励海外上市的大型中国科网公司回国内上市，以及鼓励独角兽企业（市场普遍指估值10亿美元以上的科技创业公司）在国内上市。这些政策都对投行业务有利，而这些政策受贸易战的影响较少。



中国房地产业

行业影响：

- 贸易战对中国房地产市场影响较小，因住房需求由内部主导，建筑物料大多由国内生产。尤其在限购政策及行业集中度逐渐提升下，境外资金或外国开发商的市场份额越来越小。
- 但这并不代表贸易战完全对房地产商没有影响，特别是汇率和利息可能受贸易战而有所波动。国内开发商特别对利息和汇率敏感。我们覆盖的房地产开发商中，2017年底平均净负债率为85%，其中大约32%负债为美元或港元债。
- 贸易战可能令进口货品价格提升而大幅推高CPI，引致中美两国提早加息，以压抑通胀。两国加息会令开发商境内开发贷或境外美金票据利息支出提升，损害现金流；但利息支出可以资本化，对当年度盈利影响比较少。
- 贸易战亦可能引致汇率波动。过去市场有传言指，中国正考虑以循序渐进方式让人民币贬值，回应美国总统特朗普近期对中方的挑衅行为。虽然未能确认消息准确性，但市场信心受到一定影响。人民币若对美金出现贬值，开发商的美金债在重估时，会在损益表确认外汇损失，影响盈利。

股份影响：

- 在估值方面，市场大多以现金流折现模型去估计开发商的净资产价值，再乘以一个净资产值折让数值来算出股份的公允价值。因此，利率上升，有可能令市场下调开发商净资产价值。
- 我们认为，负债低和美金债占比小的开发商将面临较低的贸易战风险。在我们覆盖的开发商中，时代中国(1233 HK)和中国奥园(3883 HK)，2017年净负债率分别只有58%和59%，而美金或港元债亦分别只占27%和30%。这两家开发商亦为我们行业首选，因看好其大湾区布局。时代中国和中国奥园深耕于广东多年，其大湾区销售额占2017年销售分别达到87%和53%；他们亦已在大湾区内建立一定规模的旧改项目，为将来的销售及盈利增长打好基础。
- 现金流稳定，负债低或者是持有净现金的物业管理公司，可能成为投资者房地产板块的另一选择。他们的收入与支出绝大部分源自境内，而其轻资产营运模式令负债水平及利息支出偏低。在香港上市物业管理公司中，我们偏爱雅生活(3319 HK)和彩生活(1778 HK)。雅生活的主要股东，包括雅居乐(3383 HK)和绿地(600606 CH)每年为雅生活锁定新管理面积，增值业务在注入地产中介业务后录得大幅增长；彩生活在完成注入万象美(前身为万达物业管理)后，我们预计盈利会在2018年明显飙升。



中国环境保护业/ 替代能源业

行业影响:

- **垃圾焚烧:** 进口方面, 我国垃圾焚烧运营商设备基本实现国产化, 零部件已不需进口。而在国内市场, 由于成本较低而且和地方政府关系较好, 垃圾焚烧运营业务基本集中在国内国企或民企手中。因此国内垃圾焚烧运营或是设备制造市场, 基本不受中美贸易战影响。出口方面, 由于美国地广人稀, 一般是用堆埋方式处理固体垃圾, 因此中国垃圾焚烧设备出口美国较少。
- **污水处理:** 进口方面, 我国在污水治理方面发展比垃圾焚烧更早, 因此设备也基本达到全国产化。在污水处理运营方面, 和垃圾焚烧类似, 由于成本较低而且和地方政府关系较好, 污水运营市场基本集中在国内国企或民企手中。出口方面, 美国在污水处理的发展也是十分早, 因此成套技术设备基本在美国国内制造, 对中国设备和零部件依赖也十分低。
- **核电:** 进口方面, 近年来我国核电发展迅速, 零部件国产化率也达到 90%以上, 除一些早期建造的核反应堆需要定期从欧洲引进零部件外, 新型国产反应堆基本使用国产零部件。而核电的原材料铀元素则主要由加拿大及和澳洲引进, 因此对美国的依赖度很低。出口方面, 中国核电设备近年来强调走出去战略, 但主要面向经济发展较快的东南亚市场, 由于美国市场基本接近饱和, 并非中国企业目标。
- **风电:** 进口方面, 我国风电零部件及整机国产率几乎达 100%, 而且水准达到国际先进水平, 因此对美国进口零部件几乎不存在依赖。出口方面, 由于设备制造商重心仍在国内市场, 出口美国份额较低, 截止 2017 年底, 我国风电设备制造商有大约 158 兆瓦的风机整机出口美国, 占总出口量的 25%, 但只占总产量的 0.8%, 比例很低。

股份影响:

- **北控水务(371 HK)及光大国际(257 HK)**由于是污水处理及垃圾焚烧运营商, 主要业务在国内城市, 而且使用国产设备为主, 因此受贸易战的影响相对较少。
- **中广核电力(1816 HK)及龙源电力(916 HK)**是核电和风电运营商, 主要业务在国内省市提供电力, 设备也以国产为主, 受贸易战影响也较少。但风电公司因为要收取国家电力补贴, 约占营收的 15%-20%, 长期的贸易战有可能会影响国家财政收入, 延长补贴发款时间, 因此可能会对风电公司现金流有一定影响。
- 我们认为, 这次贸易战如我们预期只会维持数个季度, 对公用业务为主的公司影响会非常轻微, 因为它们的业务主要集中在国内市场而且设备无需进口。但若贸易战拖延数年, 则会影响国



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透视

家财政和国民收入，对于收取补贴的公司较为不利，如风电公司。由于环保和替代能源行业是国家未来重点关注点，发展前景较广阔，而且收入也较稳定，虽然这次贸易战阴霾使市场避险情绪上升，刺激相关行业股价上涨，但行业估值仍只在 9 倍到 12 倍 2018 年市盈率区间，估值仍然吸引，因此重申看好环保行业和替代能源行业。



中国消费品业

行业影响:

- 中国在最近公布了对美国出口的猪肉以及相关产品征收 **25%**的关税，这将会对猪肉相关的公司产生影响；我们认为，美国与中国的猪价差将会对新增的关税有一定缓冲作用；同时，目前国内充足的生猪供应仍是决定国内的猪价的主要因素。
- 中国对美国进口大豆新征收的关税将会对国内消费品行业产生影响，主要由于大豆在整个产业中的广泛应用以及美国在中国大豆进口中的重要地位；我们认为，中国对美国政府提高关税将会增加进口大豆的成本，但是在短期内并不会导致从美国进口大豆大幅减少。
- 目前我们所覆盖的公司中，多数都受到以上关税政策的非直接影响；而受到直接影响的企业均有销售生猪肉或以生猪肉为原材料的业务，但基于行业情况以及公司的业务数据，我们认为实际上新设立的关税对这些企业并不会会有太多的影响。

股份影响:

- **万洲国际(288 HK)**在 2017 年对中国出口的猪肉量占其生鲜肉销量比例并不高，大约在 **1%**左右，因此如果关税的上升导致美国出口中国猪肉量大幅下降，该公司的业务也不会受到太大的影响。
- 对于大豆的进口关税可能会导致饲料价格的上升，这可能会推高原奶和生猪的生产成本，导致**万洲国际(288 HK)**、**双汇(000895 CH)**、**蒙牛(2319 HK)**和**伊利(600887 CH)**的成本上升；尽管如此，目前国内的生猪和原奶价格主要取决于供给状况，而关税导致的生产成本上升将会迫使行业内更多养殖户退出，使供求更趋平衡。



中国汽车零部件行业

行业影响:

- 中国在最近宣布对美国汽车加征 25%的关税，然而，中国早前也宣布将会进一步降低进口汽车关税；这意味着未来其他国家的进口汽车相比美国将会在价格上占优势；这对于全球业务布局较为均衡的汽车零部件企业将会更为有利。
- 美国在最近公布的“301”清单中，多项汽车零部件均榜上有名，其中更有部分是针对新能源汽车关键部件；对美国有出口业务的汽车零部件厂商或会受到直接影响。

股份影响:

- 信邦(1571 HK)在 2017 年有 25.9%的销售收入来自北美地区，目前美国的“301”清单中并没有包括其所生产的产品；若中美贸易冲突升级，该公司所生产的产品也会有可能受到影响；同时，如果贸易冲突导致经济增速放缓以及影响消费者对汽车的需求，该公司的业务增长也有可能出现放缓。



中国科技/电子商贸业

行业影响:

- 在美国已公布加征关税的中国商品清单中，涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。总体来说，这些行业都在“中国制造 2025”的领域中。
- 由于美国的征税清单主要针对“中国制造 2025”的领域，我们认为中美贸易战已从单纯贸易不平衡的经济问题提升至国家战略的问题，不能再从单纯降低美中大额逆差趋势去思考，特别是在“中国制造 2025”领域中各新兴产业未来的话语权问题。
- “中国制造 2025”属于中国“三个十年”战略规划一部份，对中国有其战略意义。根据计划，在 2015 年，中国是世界制造业大国，预计到 2025 年，中国将达成从「制造大国」变身为「制造强国」的目标，而到 2035 年，中国将整体达到制造强国阵营中等水准，而到 2045 年，中国的综合实力将进入制造强国前列。
- 基于“中国制造 2025”的战略意义，我们认为中国政府不会因中美贸易战而放弃或放慢“中国制造 2025”战略。反之，我们认为中国政府或会推出更多针对这些新兴产业的支持政策或法规，以抵消因中美贸易战而导致的潜在出口损失。

股份影响:

- 出口销售较多的科技股影响较大，其中**联想 (992 HK)**约 30%销售出口往美洲，**中兴通讯 (763 HK)**约 25%销售出口往欧洲，美洲和大洋洲，而**瑞声科技(2018 HK)**约 60%销售出口往美洲。
- 主要网购平台或因海外网购业务减少而受一些影响，例如海外网购约占**阿里巴巴(BABA US)**销售 8%。
- **腾讯 (700 HK)** 主要收入在国内，因此不会产生重大的直接影响。但如果由于贸易战造成经济放缓，可能产生间接影响。
- 手机零部件公司如**舜宇光学(2382 HK)**、**通达(698 HK)**及**丘钛科技 (1478 HK)** 主要供应国内智能手机品牌，因此不会受到重大的直接影响。但如果中国对美国半导体芯片采取反制措施，中国智能手机品牌或因芯片价格上升受到影响，进而影响到这些零部件供应商。

选股

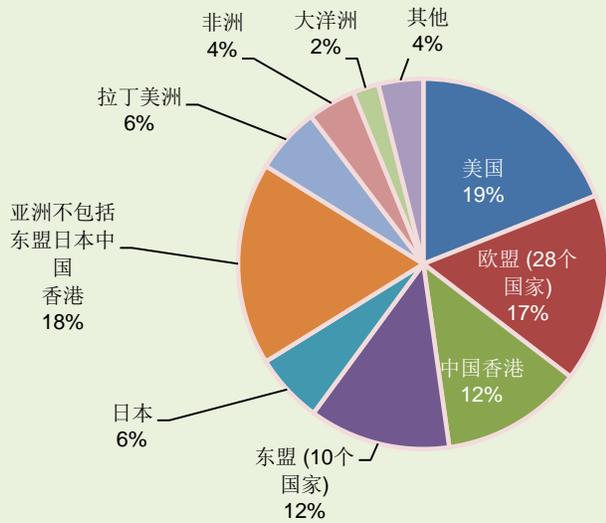
	股价 (4月12日收市)	市值 (亿港元)	18E 市盈率	19E 市盈率	18E 市帐率	19E 市帐率	18E 股息率	19E 股息率
中国银行业								
农业银行 (1288 HK)	4.51	15,716	5.87	5.27	0.78	0.71	5.22	5.50
工商银行 (1398 HK)	6.84	26,420	6.34	5.69	0.85	0.77	4.71	5.08
建设银行 (939 HK)	8.12	20,446	6.12	5.60	0.85	0.77	4.89	5.34
中国证券业								
中信建投 (6066 HK)	6.76	8,524	9.60	8.10	0.92	0.84	1.60	1.90
中国房地产业								
时代中国 (1233 HK)	12.30	226	5.81	4.64	1.02	0.89	5.16	6.46
中国奥园 (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
环境保护业/替代能源业								
光大国际 (257 HK)	10.80	484	11.72	10.07	2.16	1.89	2.56	2.98
北控水务 (371 HK)	4.48	422	8.53	7.29	1.58	1.37	3.52	4.11
中广核 (1816 HK)	2.12	964	8.64	7.79	1.15	1.06	3.50	3.88
龙源电力 (916 HK)	6.81	547	11.04	8.98	0.97	0.88	1.81	2.23
中国消费品业								
万洲国际 (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
双汇 (000895 CH)*	25.90	855	16.99	15.64	5.54	5.35	5.30	5.75
中国汽车零部件行业								
信邦 (1571 HK)	6.00	0.06	11.10	9.21	2.40	2.18	3.15	3.80
中国科技/电子商贸业								
腾讯 (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

* 以人民币计算

来源：彭博、农银国际证券预测

附录: 中美商品贸易分析

图 1: 2017 年中国商品出口目的地构成 (以美元计价)



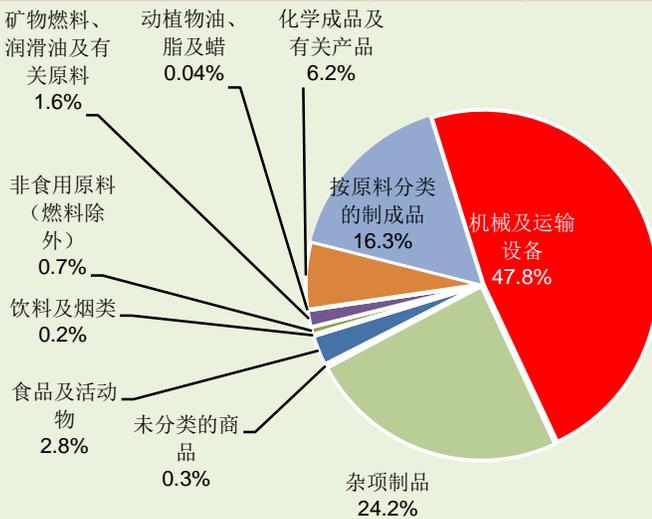
来源: 中国海关、农银国际证券

图 2: 2017 年中国商品出口目的地同比变化 (以美元计价)



来源: 中国海关、农银国际证券

图 3: 2017 年中国出口商品构成(按 SITC 分类)



来源: 中国海关、农银国际证券

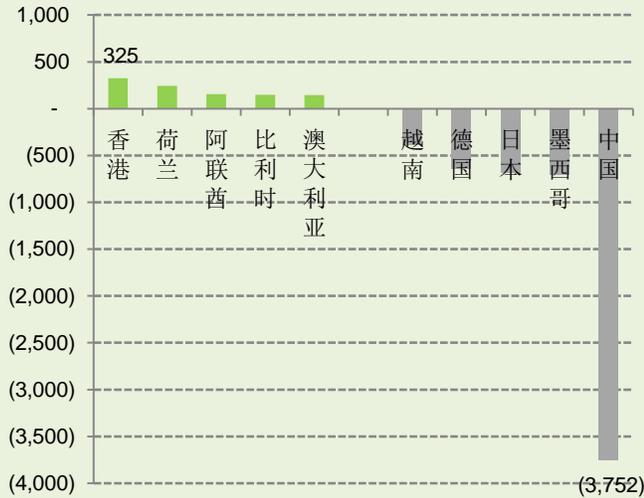
图 4: 中国出口对人民币汇率是否敏感?

	2013	2014	2015	2016	2017	1-2/2018
中国货物出口美元计算同比变化	7.9%	6.1%	-2.9%	-7.7%	7.9%	24.4%
中国货物出口人民币计算同比变化	N/A	4.9%	-1.9%	-2.0%	10.8%	18.0%
年均美元兑人民币汇率	6.1483	6.1618	6.2850	6.6478	6.7541	6.3816
同比变化	-2.5%	0.2%	2.0%	5.8%	1.6%	-5.5%
人民币兑美元	RMB 升值	RMB 略贬值	RMB 贬值 扩大	RMB 贬值 扩大	RMB 贬值 缩小	RMB 升值 扩大

来源: 中国海关、农银国际证券

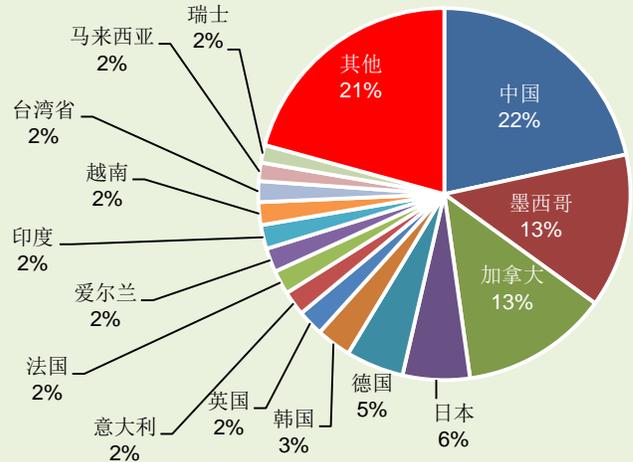
政策
透视

图 5: 美国前五大贸易顺差国家或地区 vs. 前五大贸易逆差国家或地区 (亿美元)



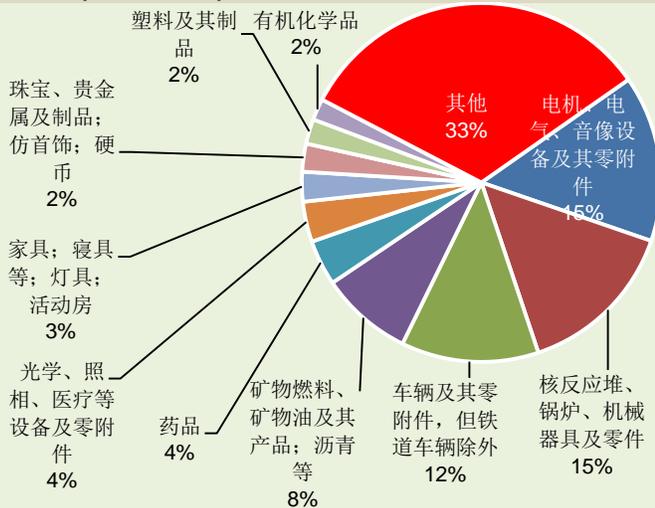
来源: 中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 6: 2017 年美国进口货物前 15 大国家或地区(按价值计算)



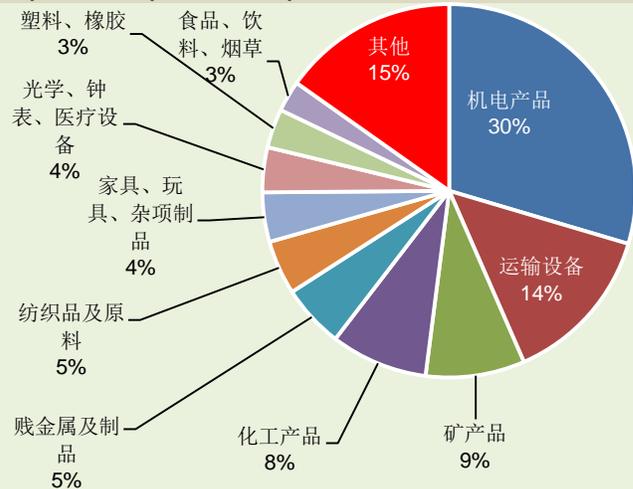
来源: 中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 7: 2017 年美国进口货物前 10 大类型(按价值计算)商品类别(按 HS 编码)



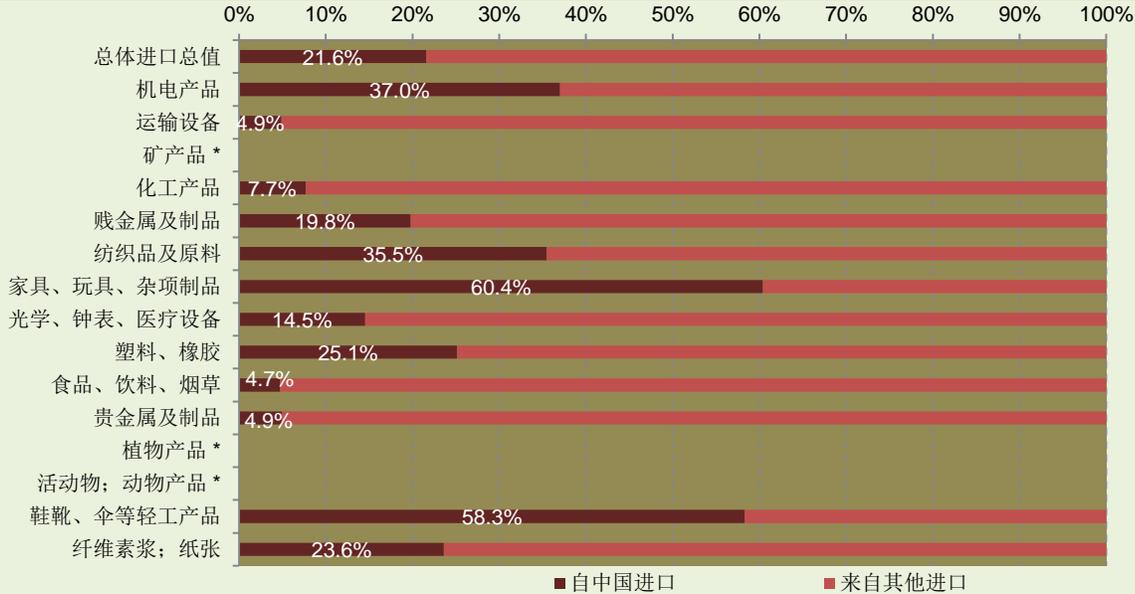
来源: 中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 8: 2017 年美国进口货物前 10 大类型(按价值计算)商品类别(按海关分类)



来源: 中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 9：美国进口首 15 大主要商品(海关分类)对中国依赖度



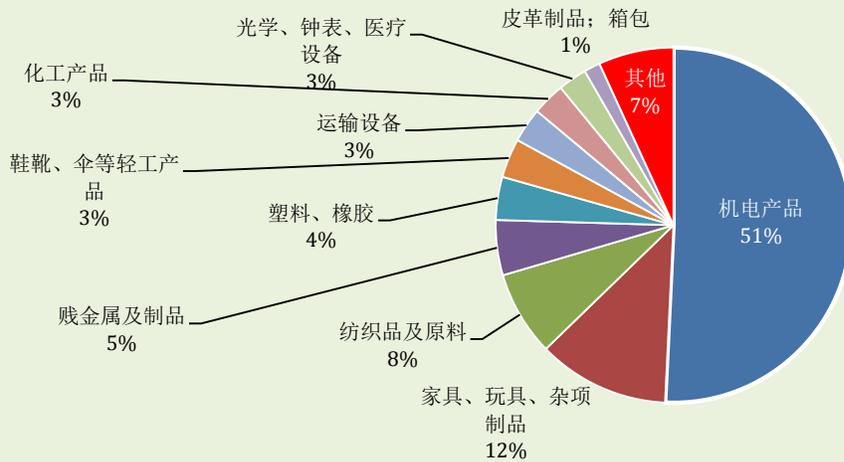
备注*：此商品不在自中国进口的前 15 大主要商品中
来源：来源:中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 10：美国 5 大类进口商品的来源国别/地区构成

	机电产品	运输设备	矿产品	化工产品	贱金属及制品
进口来源国家和地区	占比%	占比%	占比%	占比%	占比%
中国	37.0			7.7	19.8
墨西哥	16.7	26.3	5.7		8.9
日本	6.9	16.9			
德国	4.7	9.4		9.9	4.5
加拿大	4.2	19.0	37.2	8.6	19.1
韩国		6.5			
沙特阿拉伯			8.8		
委内瑞拉			5.8		
伊拉克			5.4		
爱尔兰				17.5	
瑞士				8.3	
台湾省					4.4
前五大进口来源国和地区 (占比%)	69.5	78.1	62.9	52.0	56.7
其他国家和地区 (占比%)	30.5	21.9	37.1	48.0	43.3
中国是五大进口来源国吗?	是	否	否	是	是
高度依赖中国吗?	是	否	否	否	是

来源:中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 11：2017 年 美国自中国进口 10 大主要商品构成(按价值计算)商品类别(按海关分类)



来源：中国商务部、美国商务部、农银国际证券

图 12：美国自中国进口的 10 大类商品及其国别/地区构成

占比%	机电产品	家具、玩具、杂项制品	贱金属及制品	纺织品及原料	塑料、橡胶	鞋靴、伞等轻工产品	运输设备	化工产品	光学、钟表、医疗设备	皮革制品；箱包
中国	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	
德国	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
马来西亚	4.1				5.2					
韩国			4.2				6.5			
爱尔兰								17.5	7.1	
瑞士								8.3	6.9	
台湾省		2.3	4.4							
印度尼西亚				4.4		5.9				
孟加拉国				4.7						
菲律宾										2.6
法国										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
中国占比%	37.0	60.4	19.8	35.5	25.1	58.3	4.9	7.7	14.6	53.3
前 5 名减去中国占比%	36.6	27.6	41.1	27.0	42.6	32.5	78.1	49.1	48.5	29.7
中国排名	1	1	1	1	1	1	5	4	2	1

来源:中国商务部、美国商务部、农银国际证券

政策
農銀國際分析員



投资策略- 研究部主管陈宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏观经济 - 姚少华
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业- 欧宇恒
johannesau@abci.com.hk



中国证券业-周秀成
stevechow@abci.com.hk



中国房地产业- 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中国环保业/替代能源业- 吴景荃
kelvinng@abci.com.hk



中国消费品业/汽车零部件行业- 潘泓兴
paulpan@abci.com.hk



中国科技业//电子商贸业-周秀成
stevechow@abci.com.hk



权益披露

众分析员作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

陈宋恩持有农业银行(1288 HK) H 股股份

周秀成持有腾讯控股(700 HK)股份

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 5 年市场平均回报率

目标价的时间范围：12 个月

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数。

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址： 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话： (852)3666 0002