

# 貿易戰升級，測最壞情況

## 恒生指數可跌至 23,700

**貿易戰升級。**雖然中美貿易磋商一再傳出“有進展”，但美國突然決定調高對2,000億美元中國進口商品的關稅至25%，而中國隨即宣佈將調高對600億美元美國進口商品的關稅。我們假設最壞情況是美國將對額外3,250億美元中國貨加征25%關稅，及中美今年內不能達成貿易協議，據此對中國經濟及香港股市給予最新預測。

- **中國經濟放緩，政策給予支持。**在我們的最壞情境，估計中國今年GDP增長放緩至6.1%，而基準情況是增長6.3%。我們預計進出口疲弱、消費面臨更大壓力、工業生產放緩。不過，貨幣政策料將變得較為寬鬆，穩增長政策將持續發力，基建補短板力度加強，料有助支持經濟增長。我們估計人民幣溫和貶值，美元兌在岸人民幣今年內於6.9-7.2上落，而基準情況是6.7-7.0。
- **恒指盈利及估值均見壓力。**根據我們對經濟增速及匯率的最壞情況推算，料恒指今年預測盈利將被調低4%，而今年預測市盈率將由現水平11.1倍跌至9.6倍見底。同時，較“鴿”的聯儲局及中國更多穩增長政策，將有助限制估值跌更多。於最壞情況，我們估計恒指將於今年內跌至23700，較5月10日收市價有16.8%潛在下跌幅。國企指數之最壞情況目標為8,548，潛在跌幅21.8%。
- **大部份行業將受累，少數將受惠。**經濟放緩、人民幣貶值，在最壞情況，港股大部份行業將受貿易戰升級打擊。其中內房股將面臨銷售放緩及匯兌損失，消費股將受累消費信心下挫，科技股之定價、利潤率及需求將受壓。個別行業、或至少當中個別公司，反而可能受惠。例如機械設備股料將因人民幣貶值而得享更高利潤率，而且需求料獲穩增長政策刺激。教育股則可能因其較高的盈利能見度而獲青睞。

### 最壞情形下的中國主要經濟指標預測

	2016A	2017A	2018A	2019E Base case	2019E Worst case
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.3	6.1
CPI (同比增速, %)	2	1.6	2.1	2.2	2.1
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.5	1.8	1.5
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.4	6.3	6.0
城鎮固定資產投資 (累計同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.5	5.7
基建投資	17.4	19.0	3.8	5.0	7.0
製造業投資	4.1	4.8	9.5	7.0	5.8
房地產開發投資	6.9	7.0	9.5	3.5	5.0
社會零售消費品總額 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	7.9	7.3
出口 (以美元計, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	4.9	3.5
進口 (以美元計, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	8.7	7.3
廣義貨幣供應量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.4	8.5	8.8
社會融資規模增速 (%)	12.8	12.0	9.8	10.4	10.7
人民幣貸款增速 (%)	13.5	12.7	13.5	13.0	13.2
1年期存款基準利率 (%) (期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25
1年期貸款基準利率 (%) (期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15
大型金融機構存款準備金率 (%) (期末值)	17.0	17.0	14.5	12.5-13	12-12.5
USD/CNY即期匯率 (期末值)	6.945	6.51	6.88	6.7-7.0	6.9-7.2

資料來源：國家統計局，中國海關，人民銀行，WIND及招銀國際證券預測

恒生指數	28,550
52周高/低位	31,593/24,541
大市3個月日均成交	1,082 億港元

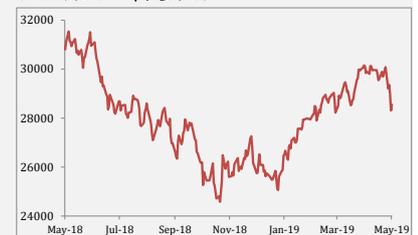
資料來源：彭博

### 恒生指數及國企指數表現

	恒生指數	國企指數
1-月	-4.5%	-6.3%
3-月	0.2%	-2.4%
6-月	10.7%	4.3%

資料來源：彭博

### 恒生指數一年走勢圖



資料來源：彭博

### 近期市場策略報告

1. [“經濟盈利回穩，政策憧憬降溫” – 2019年5月2日](#)
2. [“短線料整固，擁抱高息股” – 2019年4月1日](#)
3. [“恒指目標上調至30,200” – 2019年3月1日](#)

## 目錄

<b>恒生指數：最壞情況可跌至 23,700.....</b>	<b>3</b>
最壞的情形.....	3
盈利預測將重現跌勢.....	3
人民幣及港元將現貶值壓力.....	3
恒指估值下試週期底部.....	4
<b>全球經濟.....</b>	<b>6</b>
<b>中國經濟.....</b>	<b>8</b>
中國銀行（優於大市）.....	9
中國保險（優於大市）.....	10
工程機械與重卡（優於大市）.....	10
中國教育（優於大市）.....	11
中國互聯網（優於大市）.....	12
中國風電（同步大市）.....	13
中國光伏（同步大市）.....	13
中國房地產（同步大市）.....	14
中國非必需消費（同步大市）.....	15
中國必需消費（同步大市）.....	16
中國科技（同步大市）.....	17
中國證券（同步大市）.....	18
中國租賃（同步大市）.....	18
中國醫藥（同步大市）.....	19
中國出口（落後大市）.....	20

## 恒生指數：最壞情況可跌至 23,700

蘇沛豐 (3900 0857 / danielso@cmbi.com.hk)

### 最壞的情形

美國已於 2019 年 5 月 10 日起，將 2,000 億美元中國進口商品的額外關稅由 10% 提升至 25%。中國隨即宣佈由 2019 年 6 月 1 日起，上調對 600 億美元美國進口商品徵收的關稅率，作為反制措施。我們將最壞的情形定義為：1) 美國將於今年內對其餘中國商品（約 3,250 億美元）徵收 25% 關稅；2) 貿易談判擱置，年內不會形成實質進展。

### 盈利預測將重現跌勢

根據我們的經濟師之最壞情況估算，中國之 GDP、工業生產、進出口及人民幣匯價均會受最新之貿易糾紛升級所拖累，並將幾可肯定令中國內地及香港之企業盈利受損。

自 2018 年 2 月起，恒生指數之 2019 年預測盈利連續 13 個月被市場下調，累計調低 12%，至 2019 年 4 月才回穩，但隨著貿易戰升級，盈利預測很可能繼續被下調。自從特朗普於 2019 年 5 月 5 日於 Twitter 表示將加征中國貨關稅後，恒指之 2019 年盈利預測已再被調低 0.8%。

圖 1：恒生指數 2019 年每股盈利預測



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 2：恒生國企指數 2019 年每股盈利預測



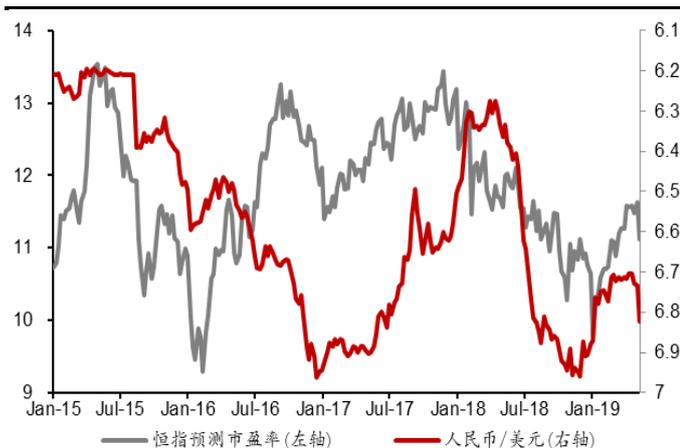
資料來源：彭博及招銀國際證券預測

### 人民幣及港元將現貶值壓力

恒生指數有逾 60% 比重是中國企業，該等企業的收入絕大部份是人民幣，因此人民幣匯價理所當然地與恒指盈利及估值有正向相關性。據我們的最壞情況估算，美元兌在岸人民幣將於今年預下時間於 6.9-7.2 上落，相當於人民幣較現水平貶值最多 4.5%。人民幣貶值很可能導致恒指之預測盈利及估值被下調。

港元匯價亦可能為香港股市添風險。最新一輪加關稅令投資者對中國經濟展望趨審慎，而香港之經濟及金融市場均與內地關係緊密，或會遭受資金外流的壓力，港元匯價或會因而有貶值壓力。港元過去一年均較接近弱方水平(7.85 港元兌 1 美元)，如果再觸及 7.85，香港金融管理局須入市買港元、沽美元，以維持聯繫匯率，香港銀行體系結餘將因而下跌。結餘水平現為 543 億港元，市場普遍認為當跌穿 200 億港元，香港銀行同業拆息(HIBOR)及銀行最優惠利率或會上調。香港經濟本已在放緩，2019 年一季度 GDP 增速僅 0.5%，創近十年新低，若此時利率向上，將對經濟更添壓力。

圖 3：人民幣匯價與恒指估值



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 4：港元匯價與香港銀行體系結餘



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

### 恒指估值下試週期底部

我們的最壞情況推算，中國以至香港、美國及全球經濟將放緩、企業盈利預測將被調低、恒指估值將會下跌。我們假設 1) 恒指之 2019 年預測盈利將被下調 4% (需求及利潤率下跌、人民幣貶值，但主要只對下半年盈利有負面影響)，及 2) 恒指之 2019 年預測市盈率將跌至近年低位約 9.6 倍 (目前 11.1 倍)。

恒指預測市盈率最近一次跌穿 10 倍是 2019 年 1 月。與當時比較，我們的最壞情境有較高關稅、較弱經濟增速、較弱人民幣匯價；但好的方面，有較“鴿”的聯儲局、較多穩經濟及寬鬆的中國政策，從而有助限制恒指估值之下行空間。

**結論：於最壞情況，我們估計恒指將於今年內跌至 23700，較 5 月 10 日收市價有 16.8% 潛在下跌空間。**

圖 5：恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

國企指數方面，由於正進行指數改革，納入紅籌股及民企，成份股出現重大變動，因此歷史估值之參考價值下降，我們認為難以作為推算未來估值之根據。考慮到 1) 國指成份股比恒指成份股更受中美貿易戰影響，及 2) 國企指數通常比恒指波動，我們將國指之潛在跌幅設為 21.8% (恒指潛在跌幅之 1.3 倍)，得出最壞情況目標為 8,548。

我們必須強調，以上的估算及指數目標，是基於最壞情況。如果最壞情況沒有出現，例如中美今年內達成貿易協議，或美國沒有向額外 3,250 億美元之中國貨加征關稅，那麼我們便不應預期恒指會跌至 23,700。

## 全球經濟

成亞曼 (3900 0868 / angelacheng@cmbi.com.hk)

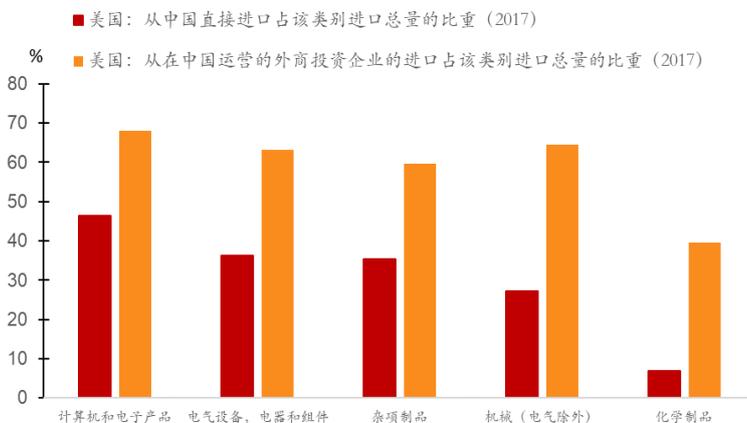
中美貿易緊張局勢急劇升級，正值全球經濟活力逐漸減弱、增長步伐同步放緩之際。在貿易戰全面爆發並升級、中美針鋒相對的最差情景假設下，全球出口和投資將直接受到沉重打擊，並進一步產生更為嚴重的間接衝擊，包括引發金融市場波動、迅速蔓延至消費者需求、大幅提升經濟不確定性等等。我們的經濟預測模型顯示，在最差情景下，2019年 global GDP 將從我們目前預測的 3.2% 進一步降至 2.9%。

按地區劃分，臺灣，香港，韓國和新加坡等依賴出口的經濟體最容易受到負面影響，這些經濟體在中國對美出口產品的產業鏈當中附加值較高。美國進口替代以及在華生產線轉出的潛在受益國主要是墨西哥，越南，菲律賓和泰國等。

### 美國經濟

貿易戰升級也將嚴重衝擊並擾亂跨國供應鏈。其中，快速發展的高技術高知識產業的雙邊貿易首當其衝，受影響更甚，包括計算機和電子設備（從中國的進口占美國該類別總進口的 46%，下同），電氣設備（36%）和機械（27%），其結果是對美國的科技競爭力產生顯著的不良影響。

圖 6：貿易戰將對美國的科技競爭力產生顯著的不良影響



資料來源：美國政府，招銀國際

一場全面的貿易戰將導致高度的政策不確定性，損害商業信心並導致美國公司推遲投資並裁員。此外，重燃貿易戰將嚴重損害美國跨國公司在中國的利益。再加上金融市場的負面反應，在最差情境假設下，美國實際 GDP 在 2019 年可能減少 0.5 個百分點以上，這對於特朗普的連任競選來說是一項重大不利因素。對所有中國進口商品加征 25% 關稅對美國通脹將施加較為溫和的上行壓力，預計將提高 2019 年美國核心通脹率約 20bp。

### 香港經濟

對於香港而言，在最差情境下，其 2019 年的出口將比無貿易戰的情景下降約 15%，其本地需求也將受到經濟放緩和股市震盪的不利影響而進一步趨於疲軟。總體而言，若貿易戰升級至最差情景，2019 年香港的 GDP 增速預計將減少 0.5 個百分點至 1.5%。

圖 7：全球經濟增速預測

	實際 GDP (按年同比%)		
	2018A	2019E (base case)	2019E (bear case)
全球	3.6	3.2	2.9
美國	2.9	2.4	1.9
歐元區	1.8	1.1	0.9
英國	1.4	1.2	1.0
日本	0.8	0.5	0.2
香港	3.0	2.0	1.5

資料來源：彭博，招銀國際預測（截至 2019 年 5 月 14 日）

## 中國經濟

丁文捷 (3900 0856 / dingwenjie@cmbi.com.hk)

### ■ 最壞情形下，GDP 增速可能放緩至 6.1%

在最壞的情形下，我們預計經濟增速將放緩至 6.1%（基準情形下增速預測在 6.3%）。具體來看，消費受到就業和收入增長遜色的影響，將面臨更大壓力；工業生產和製造業投資和進出口受到貿易戰直接衝擊，增速放緩。但是在貿易戰的背景之下，國內穩增長政策將持續發力，基建補短板力度加強。

### ■ 貨幣政策寬鬆力度預計

在最壞情形下，我們預計人行將更多次採用降准和其他流動性工具來促進信用投放。如果經濟超預期下滑或企業盈利惡化，我們認為有可能會下調存貸款基準利率。

### ■ 匯率中樞預計在 6.9-7.2 之間

多年以來，匯率一直是中美談判的核心議題。人民幣匯率的穩定是美方談判的訴求之一。而對於中國而言，亦不願看到人民幣貶值引發資本外流和信心崩塌。但是在談判破裂的最壞情形下，我們預計人民幣的中樞將有所下移至 6.9-7.2 之間（基準情形下的中樞預測為 6.7-7.0）。

圖 8：最壞情形下的中國主要經濟指標預測

	2016A	2017A	2018A	2019E Base case	2019E Worst case
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.3	6.1
CPI (同比增速, %)	2	1.6	2.1	2.2	2.1
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.5	1.8	1.5
規模以上工業增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.4	6.3	6.0
城鎮固定資產投資 (累計同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.5	5.7
基建投資	17.4	19.0	3.8	5.0	7.0
製造業投資	4.1	4.8	9.5	7.0	5.8
房地產開發投資	6.9	7.0	9.5	3.5	5.0
社會零售消費品總額 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	7.9	7.3
出口 (以美元計, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	4.9	3.5
進口 (以美元計, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	8.7	7.3
廣義貨幣供應量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.4	8.5	8.8
社會融資規模增速 (%)	12.8	12.0	9.8	10.4	10.7
人民幣貸款增速 (%)	13.5	12.7	13.5	13.0	13.2
1年期存款基準利率 (%，期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25
1年期貸款基準利率 (%，期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15
大型金融機構存款準備金率 (%，期末值)	17.0	17.0	14.5	12.5-13	12-12.5
USD/CNY即期匯率 (期末值)	6.945	6.51	6.88	6.7-7.0	6.9-7.2

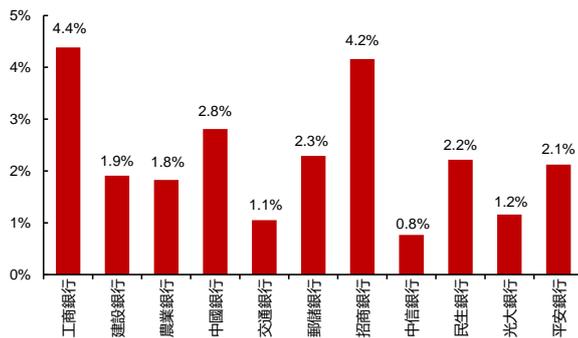
資料來源：國家統計局，中國海關，人民銀行，WIND 及招銀國際證券預測

## 中國銀行（優於大市）

孫明 (3900 0836 / terrysun@cmbi.com.hk)

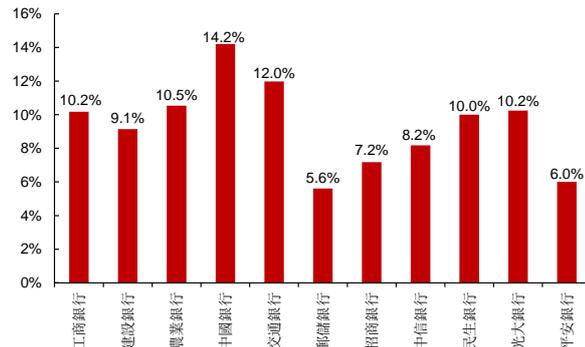
我們認為貿易戰對中國銀行業的影響相對有限，主要有以下三個方面：1) 全球貿易活動的放緩將直接影響銀行的結算、清算和貿易融資業務收入。但結算和清算手續費僅占我們跟蹤的 11 家上市銀行 2018 年總收入的 2.2%；2) 產品受到加征關稅的出口企業可能面臨訂單下降、利潤下滑等影響。這些行業對應的信用風險可能有所上升，從而間接導致銀行的資產品質惡化。截止 2018 年，製造業貸款占這 11 家銀行總貸款的比重為 9.4%。我們預計出口導向型製造業的信貸敞口僅為全部製造業貸款的一半左右。3) 貿易戰升級導致宏觀經濟不確定性增加，可能令貨幣政策“易松難緊”。央行 5 月 6 日宣佈的對中小銀行的定向降准，凸顯了政府逆週期調節的決心以及平抑實體經濟和金融市場波動的意圖。我們認為短期內的政策取向會相對寬鬆，流動性保持充裕。股份制銀行的淨息差和手續費收入將有更出色的表現，盈利增速亦將優於大型國有銀行。光大銀行（6818 HK）及中信銀行（998 HK）為我們的行業首選。

圖 9：結算及清算手續費占營收比重



資料來源：公司數據、招銀國際證券

圖 10：製造業貸款占總貸款比重



資料來源：公司數據、招銀國際證券

## 中國保險（優於大市）

徐涵博 (3761 8725 / xuhanbo@cmbi.com.hk)

我們看好中國保險業的增長，尤其是壽險公司。1Q19 壽險行業保費收入增長復蘇，上市壽險公司在 2018 下半年錄得新業務價值增長反彈。我們對壽險行業 2019 年發展前景仍然保持樂觀，主要考慮到：1) 保障型產品需求強勁；2) 上市壽險公司業務結構持續改善；3) 上市壽險公司首年期交保費降幅收窄、新業務價值率擴張，2019 年新業務價值增長前景可觀。我們對產險前景保持謹慎。儘管非車險業務增長強勁，但車險的保費增長受到新車銷售放緩的影響或仍然疲弱，我們預測 2019 年綜合成本率將承壓。但是在貿易戰背景下，資本市場波動或為保險公司帶來股票投資虧損，我們對投資前景保持謹慎。

## 工程機械與重卡（優於大市）

馮鍵嶸 (3900 0826 / waynefung@cmbi.com.hk)

我們判斷美國對中國進口貨品新增徵收的關稅安排對行業影響非常有限。在我們的覆蓋的公司中，興達國際(1899 HK, 賣出)將會受到輕微影響，主要由於公司的收入中約 4%來自美國。然而，公司未來可以從其泰國的生產基地出口產品至美國以減低影響。另外，我們估計三一國際(631 HK, 買入)今年出口至美國的金額僅占總收入的 2%(主要是重型叉車)，因此關稅對盈利的影響輕微。而且，三一國際的母公司在美國設有生產基地，長期而言三一國際未來可以通過在美國本土進行生產而避免關稅。總體而言，我們相信人民幣可能出現的貶值有利整個行業的利潤率提升，因大部份公司均擁有一定比重的海外業務(非美國)。最後，我們相信中國政府潛在的針對基建及房地產的刺激方案有利拉動工程機械的需求。

## 中國教育（優於大市）

葉建中 (3900 0838 / albertyip@cmbi.com.hk)

教育行業不受經濟週期影響 我們認為美國上調關稅對行業輕微，學歷教育(K12 及高等教育)是剛性需求，學費預收帶來強勁的現金流，在經濟前景不明下教育行業的高能見度更為突出。我們對行業前景維持樂觀，預期民促法最終稿將於 1-2 個月內出臺，估計跟去年 11 月徵求意見稿內容差不多，沒有新負面的政策，預期政策落地後，在行業不明朗因素消除下，對行業是利好。看好高等教育行業：(1)具備並購及內生增長；(2)2019 年 9 月高職擴招一百萬將利好招生；(3)職業教育政策明確鼓勵民辦學校參與發展。行業估值 FY19E 14.7 倍 P/E，低於歷史平均水平的 17X。

人民幣匯率變化影響輕微 由於行業收入及開支均主要來自人民幣，匯率變化對行業沒有影響。但是由於個別公司持有外幣貨幣資產或承擔外幣負債，匯率變化帶來一些匯兌收益或虧損，以對上一個財政年度來說，有關匯兌收益或虧損對應淨利潤占比很少。

圖 11：2017-2022 民辦 K12 教育行業總收入預期年均增長率為 13.6%



資料來源：弗若斯特沙利文

圖 12：2017-2022 民辦高等教育行業總收入預期年均增長率為 9.5%



資料來源：弗若斯特沙利文

## 中國互聯網（優於大市）

黃群 (3900 0889 / sophiehuang@cmbi.com.hk)

龐碩 (3900 0882 / garypang@cmbi.com.hk)

鑒於當前互聯網企業主要直接面向終端消費且鮮少涉及商品出口，我們預計加征關稅對中國互聯網板塊影響有限。電商方面，我們認為當前階段行業增長動力仍主要來自於用戶擴張及搶佔線下消費份額。縱使消費承壓，我們相信電商在進一步滲透小票消費之下，仍能保持增長動能。看好阿裡巴巴(BABA US)及拼多多 (PDD US)。其次，考慮到小額消費及口紅效應影響，我們相信除直播以外的娛樂及遊戲標的，在宏觀環境低迷之下仍能逆週期成長。承然，直播和汽車相關垂直平臺承壓。直播行業大部份收入來自於頭部用戶，而該用戶群體大多來自週期性行業，故而預計變現率將面臨不利影響。然而，該影響相對間接且可被加速腰部用戶變現所抵消。同時，面對汽車行業的持續消沉，我們建議避開相關垂直平臺，如汽車之家(ATHM US)，易車(BITA US)及優信二手車(UXIN US)。

圖 13：5月3日至5月9日的股價變動

	互聯網標的	大盤	差異
A 股	-5.40%	-6.20%	0.80%
港股	-4.40%	-5.90%	1.50%
美股	-2.80%	-4.90%	2.10%
整體	-4.10%		

資料來源：彭博，招銀國際研究

備註：A 股大盤表現以滬深 300 指數表示；港股大盤表現以恒生指數表示；美股大盤表現以美股中概股市值加權平均股價表示。

## 中國風電（同步大市）

蕭小川 (3900 0849 / robinxiao@cmbi.com.hk)

中國的風機設備對美出口數量極其有限，同時在設備、技術方面，中國的風機設備及材料均實現高比例國產化。在風電場投資方面，中國企業在美投資風電項目較少，且投定項目已完工運行。我們認為中國風電行業整體並不受關稅調整影響，中美貿易關稅變化對於風電行業影響中性。

## 中國光伏（同步大市）

蕭小川 (3900 0849 / robinxiao@cmbi.com.hk)

美國是全球第二大光伏市場，根據彭博新能源數據，美國 2018 年新增光伏裝機約 11 吉瓦，占全球光伏裝機約 10%。中國則主導了全球光伏供應鏈，中國企業控制著超過 80% 的全球產能及出貨量，在產業鏈，產品的技術和價格上均具備明顯優勢。長久以來，中國光伏企業持續面臨著貿易紛爭及關稅壓力。美國自 2011 年起對中國光伏製造企業實施雙反稅，並在 2017 年通過了 201 法案，對中國光伏企業再雙反稅基礎上自 2018 年 2 月起疊加 30% 的懲罰性關稅，並每年遞減 5%。中國光伏製造企業過去數年已通過海外產能佈局擴張來規避貿易紛爭所帶來的關稅影響，同時在製造設備和材料方面均實現國產化。我們認為中美關稅調整對於中國光伏產業鏈沒有影響，預期事件對於中國光伏行業影響中性。

## 中國房地產（同步大市）

文幹森 (3900 0853 / samsonman@cmbi.com.hk)

年初至今的房地產市場復蘇，我們相信部份原因是來自對中美貿易問題持樂觀的期望，現在輸美貨品大幅增加關稅後，我們估計未來中國經濟表現將受打擊，繼而影響購房意欲。中國整體房屋銷售金額在今年第一季增加 5.6%，四月份也表現不錯，但估計銷售情況在今年餘下時間將反映經濟受貿易戰的問題而冷卻下來，我們仍維持全年銷售下跌 5% 的預測，但看未來市況有下調的可能。從上市公司層面來看，2019 年的大部份收入已可從過去一至兩年的物業預售鎖定下來，但房地產公司的融資渠道部份來自美元債，在 2018 年人民幣兌美元匯率下跌了 5.7%，大部份我們覆蓋的內房公司也錄取了匯兌損失，平均占盈利 4%。如果在貿易戰惡化下，今年人民幣貶值，料內房公司在今年將繼續錄取匯兌損失；此外，內房公司的資產在國內，在人民幣貶值下，對其估值也帶來不利影響。

圖 14：匯兌損失及占 2018 年占盈利百分比

公司	代碼	FY18 匯兌損益 (人民幣 百萬)	占淨利潤的 百分比
万科	2202	1,320	3.9%
碧桂園	2007	977	2.8%
中海地產	688	1,718*	3.8%
龍湖	960	175	1.1%
世茂	813	1,300	14.7%
華潤置地	1109	1,780	7.3%
雅居樂	3383	1,248	17.5%
奧園	3883	(605)	-25.1%
龍光	3380	(14)	-0.5%
合景泰富	1813	(684)	-16.9%
中駿置業	1966	78	2.3%
時代中國	1233	(5)	-0.1%
中海宏洋	81	154*	6.3%
禹洲	1628	0	0.0%

資料來源：中國人民銀行、招銀國際證券  
\*HK\$

圖 15：2019 年 1-4 月合同銷售金額

公司	代碼	1-4月合約銷售 (人民幣 十億)	同比 (%)
万科	2202	210	6.9%
碧桂園	2007	167	-8.0%
中海地產	688	110*	27.6%
龍湖	960	64	9.4%
世茂	813	56	36.0%
華潤置地	1109	51+	41.6%
雅居樂	3383	34	16.4%
奧園	3883	28	36.0%
龍光	3380	24	17.7%
合景泰富	1813	22	10.8%
中駿置業	1966	21	51.0%
時代中國	1233	19	21.8%
中海宏洋	81	14*	3.5%
禹洲	1628	11+	6.3%

資料來源：中國人民銀行、招銀國際證券  
\*HK\$; +3M19

## 中國非必需消費（同步大市）

胡永匡 (3761 8776 / walterwoo@cmbi.com.hk)

我們認為貿易戰對行業是相對負面的，原因是會

- 1) 直接減少利潤，中國出口業，包括製造業及其相關的產業鏈因為關稅的增加而受很大打擊，不少公司會由盈利轉為虧損，同時亦會牽連的大量的員工，減少社會整體消費，
- 2) 影響資產價格和消費信心，對未來增長擔憂亦會利空資產，如房地產和股票的價格，所以如果資產價格下滑會帶來負財富效應，減少消費信心，
- 3) 減少未來投資，新增的關稅會增加中國市場的不確定性，從而令海外客戶對中國的投資下降，令未來經濟增長下滑和消費增長進一步放緩。

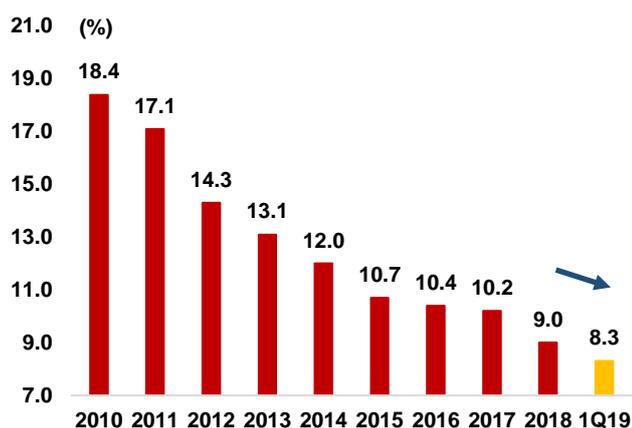
自 2018 年下半年以來，中國 GDP 增長開始呈下降趨勢和中國工業利潤甚至出現下跌。我們認為即使有中國政府的利好政策支持，如果未來貿易戰真的開打並持續，中國經濟亦會受壓，而消費增長肯定會受到影響。

我們認為增加關稅會：

對銷售價格較高的產品的行業有更大負面影響，如 1) 奢侈品牌，2) 家電和家具類，3) 旅遊及酒店類，包括：Prada (1913 HK)，新秀麗(1910 HK)，敏華控股 (1999 HK)。如果人民幣進一步貶值，對海外旅遊需求和購買力都有打擊，對香港零售業亦會不利，包括：莎莎國際 (178 HK)，利福國際 (1212 HK)。

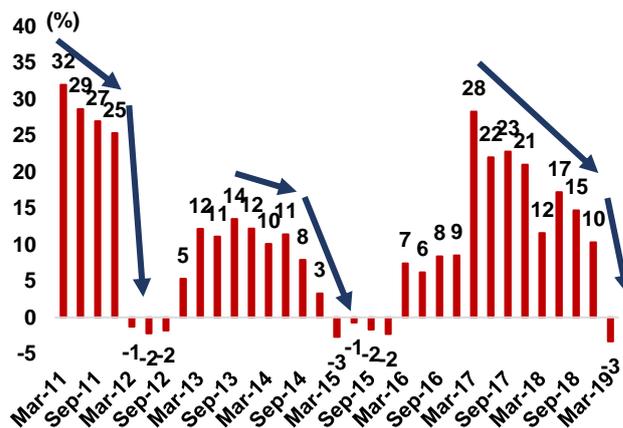
對銷售價格較低的產品的行業會相對利好，如 1) 餐飲類和 2) 體育用品類，包括：海底撈 (6828 HK)，呷哺呷哺 (520 HK)，頤海國際 (1579 HK)，安踏體育(2020 HK)，李寧(2331 HK)，特步國際(1368 HK)。

圖 16：中國的零售銷售（同比）



資料來源：國家統計局，招銀國際預測

圖 17：中國工業利潤增長（同比）



資料來源：國家統計局，招銀國際預測

## 中國必需消費（同步大市）

葉建中 (3900 0838 / albertyip@cmbi.com.hk)

影響消費者信心 消費品零售總額增速於 2018 年 11 月低見 8.1% 後，在 2019 年 3 月份零售總額反彈至 8.7%。在美國於 5 月 10 日再次上調輸美商品的關稅後，我們認為將會影響消費者信心以及 2019 年餘下時間的零售總額增速，行業估值有下調可能。我們宏觀經濟分析師對 2019 年零售總額增速的假設為 7.9%。

### 萬洲國際 (288.HK, 買入)

業務影響 美國上調關稅對公司影響負面。市場對中國或會取消去年增加徵收從美國進口豬肉的關稅及增加進口美國豬肉的憧憬短期內落空，此外，國務院關稅稅則委員會於 5 月 13 日宣佈對美國部份進口商品加征關稅，於 6 月 1 日起生效，當中包括對鹽漬豬腸衣及製作或保藏的豬後腿及其肉塊加征 25% 關稅，我們相信對公司影響不大，因為公司現時出口中國是以副產品為主。在量方面，公司於 2018 財年向中國出口豬肉量只有約 13 萬，估計對應美國豬肉銷售量占比只有低單位數。在非洲豬瘟影響下，中國生豬及母豬存欄數同比跌幅在 3 月份分別擴大至 19% 及 22%，我們預期中國豬肉價格下半年會持續走高，並帶動美國生豬價格上漲。萬洲股價上周跌幅為 15%，遠遠超過美國六月生豬期貨價格的 2% 跌幅，公司現時估值為 FY19E 10.6 倍市盈率，處於歷史平均水平，我們認為股價跌幅已反映了大部份負面影響。

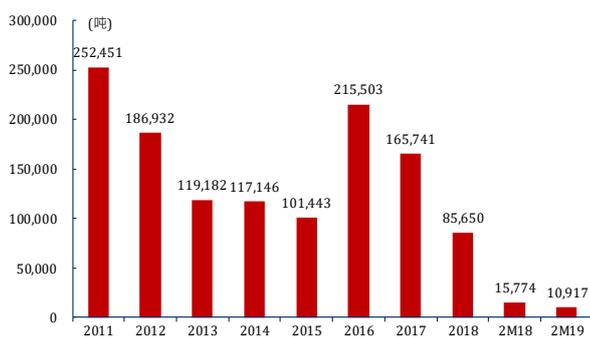
人民幣匯率影響 輕微負面。由於公司呈列貨幣是美元，若人民幣匯價下跌，公司中國業務利潤並表後會有所減少，我們估算人民幣若貶值 5%，公司 FY19 淨利潤將減少 1%。

### 中國旺旺 (151.HK, 買入)

業務影響 主要是對中國消費者信心的影響。

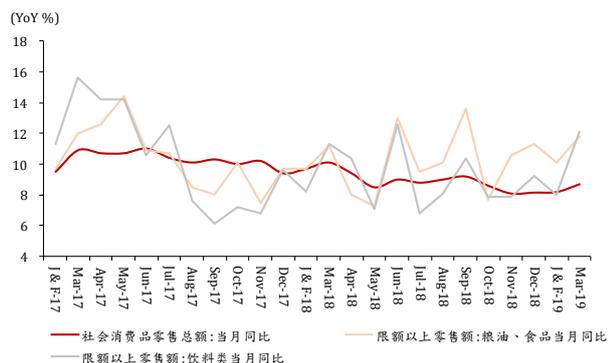
人民幣匯率影響 公司銷售成本中約 20-25% 來自進口，人民幣匯率下跌會對毛利率有負面影響。此外，公司持有外幣資產及應收款等，人民幣匯率下跌會帶來一些虧損，以 2019 財年上半年計，外匯虧損占公司盈利 2%，影響不大。

圖 18: 美國向中國出口豬肉量自 2018 年起大幅下跌



資料來源: Wind, 招銀國際證券研究

圖 19: 2017 年至 2019 年 3 月零售總額同比增速



資料來源: Wind, 招銀國際證券研究

## 中國科技（同步大市）

伍力恒 (3900 0881 / alexng@cmbi.com.hk)

**2000 億美元商品關稅清單涉及範圍：**清單所涵蓋的商品種類並不包括主要的消費電子產品（如智能手機、個人電腦、智能手錶或無線耳機等），但包括主機板、電路板、連接器、鼠標、適配器在內的電子零部件或周邊產品需繳納關稅。但是我們預計市場將關注剩餘 3250 億美元清單中的最大兩個產品類別：手機（432 億美元）和個人電腦/筆記本電腦（375 億美元）。

**短期內對產品價格、利潤率及市場需求的影響：**我們認為此次徵稅可能帶來的短期影響包括：1) 零部件利潤率壓力加大，2) 終端產品利潤率承壓，3) 終端產品的漲價影響。同時，整體利潤率及價格的受影響程度需要結合競爭格局（如是否存在替代品）及成本結構（關稅占比）等因素。鑒於需求的價格彈性，我們相信美國的電子產品（尤其是電腦和周邊產品）零售價格將走高，繼而影響消費者的購買熱情。考慮到美國市場占全球市場的 25-30%，我們認為出口美國業務占比較大的電子製造企業在近期內受到的影響較大。

**對產業供應鏈的潛在影響：**我們預計部分供應鏈企業將逐漸區域化，並將生產轉移出中國至某些新興區域（如越南、印度、墨西哥和臺灣）；但重資產及研發人員等限制因素會令半導體、顯示屏、光學器件等高端零部件製造商留在中國。此外，貿易戰升級及限制技術轉讓（半導體、生產設備及高端材料）或將阻礙中國在 5G/AI 等新興科技領域的發展。

我們認為在中國生產並主要出口海外/美國的製造企業更易受到貿易戰的衝擊，特別是蘋果供應鏈。其中包括瑞聲科技（2018 HK）、鴻騰精密（6088 HK）、歌爾聲學（002241 CN）、立訊精密（002475 CN）及藍思科技（300433 CN）。

圖 20：中國企業的銷售及工廠分佈

	股票代碼	蘋果 銷售占比	海外 銷售占比	中國 銷售占比	工廠所在地
高偉電子	1415 HK	85%	98%	2%	中國
瑞聲科技	2018 HK	50%	73%	27%	中國, 越南, 菲律賓, 新加坡等
鴻騰精密	6088 HK	45%	62%	38%	中國, 越南, 墨西哥, 臺灣
藍思科技	300433 CN	40%	81%	19%	中國, 越南
歌爾聲學	002241 CN	35%	86%	14%	中國, 越南
立訊精密	002475 CN	35%	85%	15%	中國, 越南
歐菲光	002456 CN	23%	23%	77%	中國, 日本
東江集團	2283 HK	10%	59%	41%	中國, 德國
通達集團	698 HK	9%	9%	91%	中國
比亞迪電子	285 HK	2%	18%	82%	中國, 印度, 越南
舜宇光學	2382 HK	0%	15%	85%	中國, 印度
丘鈦科技	1478 HK	0%	0%	100%	中國, 臺灣

資料來源：公司公告，招銀國際預測

## 中國證券（同步大市）

隋曉萌 (3761 8775 / suixiaomeng @cmbi.com.hk)

我們認為中美貿易糾紛對於中國證券行業短期影響較為負面，但中期影響中性。短期而言，事件主要打擊市場情緒，特別是在前期市場預期較為樂觀且股指已累計較大升幅的情況下，市場回調、活躍度減弱難以避免；而券商作為高  $\beta$  行業，同樣將受到較為負面的影響，若不利狀況持續時間較久，券商行業今年的業績反彈幅度將會縮小。中期而言，儘管關稅增加將部分影響企業盈利，進而影響股市，但另一方面，我們認為政府將推出更多政策拉動國內經濟增長，其中可能需要更多來自直接融資市場對實體經濟的支持，以及資本市場的進一步轉型和效率提升，以及推動國家支持的重點戰略產業發展；而此類政策將有助於提升資本市場活躍度，為券商的業務帶來直接增量。

## 中國租賃（同步大市）

徐涵博 (3761 8725 / xuhanbo @cmbi.com.hk)

在貿易戰背景下，若中國不以波音飛機為報復，則人民幣貶值令我們看好飛機租賃業，因行業資產負債及收入均以美元計價；若中國以波音飛機為報復，飛機租賃業將受到直接打擊。貿易戰將令中國更加注重消費及投資，租賃業本就與實體經濟息息相關，疊加人民幣利率下行、融資成本下降，利好除飛機租賃之外的租賃行業。

## 中國醫藥（同步大市）

葛晶晶 (3761 8778 / amyge@cmbi.com.hk)

現階段中國醫藥行業還處於內需拉動狀態，出口體量小，出口產品主要集中在化學原料藥製劑及低端醫療器械。2000 億清單中已排除原料藥和製劑產品，僅保留了 27 個一類器械產品，主要針對高端器械設備如核磁共振、CT、超聲、心臟起搏器等。CRO 合同研究外包行業這類企業暫不受影響。

根據中國海關數據，2018 年中國器械出口總額~236 億美金，其中美國出口~50 億美金，占比超過 20%，集中在中低端產品如醫用敷料、一次性耗材、保健設備等，而美國對中國關稅加項項目主要是高端器械類。邁瑞醫療（300760 CH）出口美國監護儀、彩超、麻醉劑、體外診斷均在徵稅清單內，2018 年收入 137 億人民幣，北美營收入 15 億占比~13%，同比增速 2%，增速放緩稍受影響。若中國反制增加進口關稅，則利好國產器械細分龍頭，如愛康醫療（1789 HK）。

此次貿易戰會加劇美國對華技術轉移限制，而中國目前創新藥和高尖端醫藥設備處於快速發展階段，海外並購需求強烈，未來中國藥企和器械廠商在北美地區並購預計或受阻礙。

圖 21: 中國歷年器械出口金額和增速

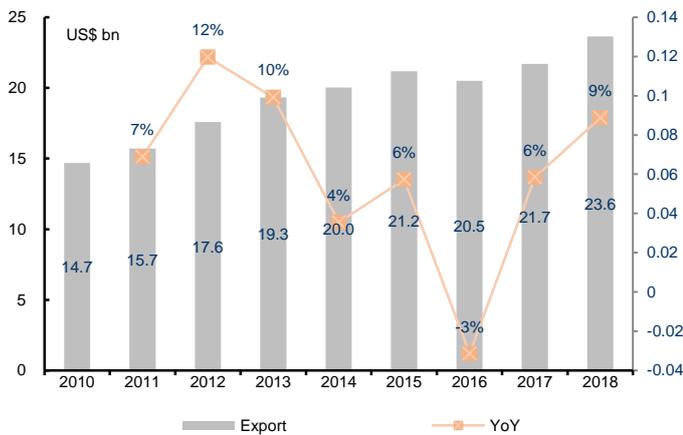
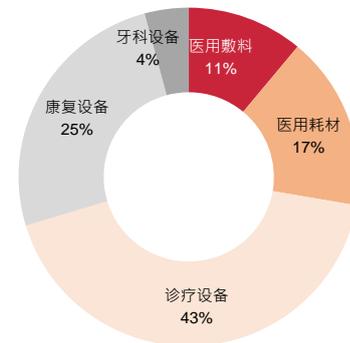


圖 22: 2018 年中國醫療器械出口項目占比



資料來源：中國海關，招銀國際研究

資料來源：中國海關，招銀國際研究

## 中國出口（落後大市）

胡永匡 (3761 8776 / walterwoo@cmbi.com.hk)

包括玩具，家具，鞋類和紡織品等等。

我們認為貿易戰對行業的看法是十分負面的，原因是：

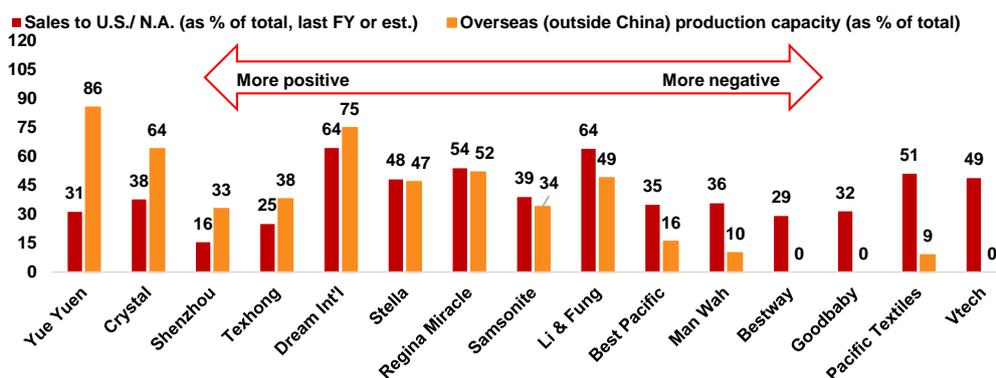
- 1) 新增的 25% 的關稅應該會導致商品在美國的零售價需要提升，我們預測消費者/品牌商/製造出口商會各自承擔 5-10% (此前的 10% 關稅一般都是品牌商/製造出口商各自承擔 5%)，所以會影響銷售增長，
- 2) 新增的 25% 的關稅，我們預測，應該不能全部轉價給消費者，所以會令品牌商/製造出口商的利潤減少，經營壓力大幅提升，
- 3) 新增的 25% 的關稅並不能全被人民幣貶值所抵消，我們經濟師預期最悲觀情景下，人民幣(對美元)亦只會同比貶值 0-5% 至 7.2-6.9，只是杯水車薪的水平，
- 4) 餘下 3250 億美金未被徵稅的產品未來亦很可能會被加征關稅，所以會加速品牌商和零售商將其產品的供應鏈從中國轉移到其他如東南亞的地區，對只有中國產能的出口商是十分不利的，19 年對美國的出口增長會有很大打擊。

我們認為增加關稅會：

對海外產能不足的企業有重大負面影響，如敏華(1999 HK)，新秀麗(1910 HK)，利豐(494 HK)，Vtech (303 HK)，以及好孩子(1086 HK)和榮威(3358 HK) 等等。

對近年大幅擴張海外產能的公司會相對利好，如申州 (2313 HK)，維珍尼 (2199 HK)，九興 (1836 HK) 和德林國際(1126 HK)。

圖 23：對美國/北美的銷售和海外（中國境外）產能（占總數的百分比）



資料來源：公司數據，招銀國際預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。