

# 贸易战升级，测最坏情况

## 恒生指数可跌至 23,700

**贸易战升级。**虽然中美贸易磋商一再传出“有进展”，但美国突然决定调高对2,000亿美元中国进口商品的关税至25%，而中国随即宣布将调高对600亿美元美国进口商品的关税。我们假设最坏情况是美国将对额外3,250亿美元中国货加征25%关税，及中美今年内不能达成贸易协议，据此对中国经济及香港股市给予最新预测。

- **中国经济放缓，政策给予支持。**在我们的最坏情境，估计中国今年GDP增长放缓至6.1%，而基准情况是增长6.3%。我们预计进出口疲弱、消费面临更大压力、工业生产放缓。不过，货币政策料将变得较为宽松，稳增长政策将持续发力，基建补短板力度加强，料有助支持经济增长。我们估计人民币温和贬值，美元兑在岸人民币今年内于6.9-7.2上落，而基准情况是6.7-7.0。
- **恒指盈利及估值均见压力。**根据我们对经济增速及汇率的最坏情况推算，料恒指今年预测盈利将被调低4%，而今年预测市盈率料将由现水平11.1倍跌至9.6倍见底。同时，较“鸽”的联储局及中国更多稳增长政策，将有助限制估值跌更多。于最坏情况，我们估计恒指将于今年内跌至23700，较5月10日收市价有16.8%潜在下跌空间。国企指数之最坏情况目标为8,548，潜在跌幅21.8%。
- **大部份行业将受累，少数将受惠。**经济放缓、人民币贬值，在最坏情况，港股大部份行业将受贸易战升级打击。其中内房股将面临销售放缓及汇兑损失，消费股将受累消费信心下挫，科技股之定价、利润率及需求将受压。个别行业、或至少当中个别公司，反而可能受惠。例如机械设备股料将因人民币贬值而得享更高利润率，而且需求料获稳增长政策刺激。教育股则可能因其较高的盈利能见度而获青睐。

### 最坏情形下的中国主要经济指标预测

	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
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.5	5.7
基建投资	17.4	19.0	3.8	5.0	7.0
制造业投资	4.1	4.8	9.5	7.0	5.8
房地产开发投资	6.9	7.0	9.5	3.5	5.0
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	7.9	7.3
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	4.9	3.5
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	8.7	7.3
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.4	8.5	8.8
社会融资规模增速 (%)	12.8	12.0	9.8	10.4	10.7
人民币贷款增速 (%)	13.5	12.7	13.5	13.0	13.2
1年期存款基准利率 (%) (期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25
1年期贷款基准利率 (%) (期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15
大型金融机构存款准备金率 (%) (期末值)	17.0	17.0	14.5	12.5-13	12-12.5
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.945	6.51	6.88	6.7-7.0	6.9-7.2

资料来源：国家统计局，中国海关，人民银行，WIND 及招银国际证券预测

恒生指数	28,550
52周高/低位	31,593/24,541
大市3个月日均成交	1,082亿港元

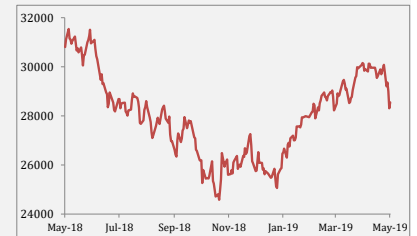
资料来源：彭博

### 恒生指数及国企指数表现

	恒生指数	国企指数
1-月	-4.5%	-6.3%
3-月	0.2%	-2.4%
6-月	10.7%	4.3%

资料来源：彭博

### 恒生指数一年走势图



资料来源：彭博

### 近期市场策略报告

1. [“经济盈利回稳，政策憧憬降温” - 2019年5月2日](#)
2. [“短线料整固，拥抱高息股” - 2019年4月1日](#)
3. [“恒指目标上调至30,200” - 2019年3月1日](#)

## 目录

<b>恒生指数: 最坏情况可跌至 23,700.....</b>	<b>3</b>
最坏的情形.....	3
盈利预测将重现跌势.....	3
人民币及港元将现贬值压力.....	3
恒指估值下试周期底部.....	4
<b>全球经济.....</b>	<b>6</b>
<b>中国经济.....</b>	<b>8</b>
<b>中国银行 (优于大市) .....</b>	<b>9</b>
<b>中国保险 (优于大市) .....</b>	<b>10</b>
<b>工程机械与重卡 (优于大市) .....</b>	<b>10</b>
<b>中国教育 (优于大市) .....</b>	<b>11</b>
<b>中国互联网 (优于大市) .....</b>	<b>12</b>
<b>中国风电 (同步大市) .....</b>	<b>13</b>
<b>中国光伏 (同步大市) .....</b>	<b>13</b>
<b>中国房地产 (同步大市) .....</b>	<b>14</b>
<b>中国非必需消费 (同步大市) .....</b>	<b>15</b>
<b>中国必需消费 (同步大市) .....</b>	<b>16</b>
<b>中国科技 (同步大市) .....</b>	<b>17</b>
<b>中国证券 (同步大市) .....</b>	<b>18</b>
<b>中国租赁 (同步大市) .....</b>	<b>18</b>
<b>中国医药 (同步大市) .....</b>	<b>19</b>
<b>中国出口 (落后大市) .....</b>	<b>20</b>

## 恒生指数：最坏情况可跌至 23,700

苏沛丰 (3900 0857 / danielso@cmbi.com.hk)

### 最坏的情形

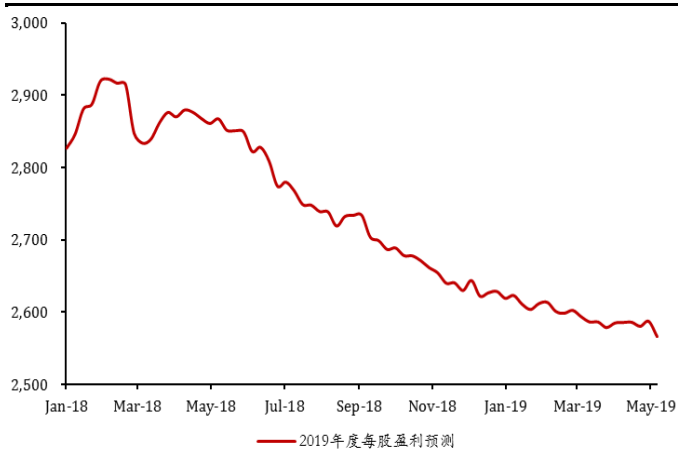
美国已于 2019 年 5 月 10 日起，将 2,000 亿美元中国进口商品的额外关税由 10% 提升至 25%。中国随即宣布由 2019 年 6 月 1 日起，上调对 600 亿美元美国进口商品征收的关税税率，作为反制措施。我们将最坏的情形定义为：1) 美国将于今年内对其余中国商品（约 3,250 亿美元）征收 25% 关税；2) 贸易谈判搁置，年内不会形成实质进展。

### 盈利预测将重现跌势

根据我们的经济师之最坏情况估算，中国之 GDP、工业生产、进出口及人民币汇价均会受最新之贸易纠纷升级所拖累，并将几可肯定令中国内地及香港之企业盈利受损。

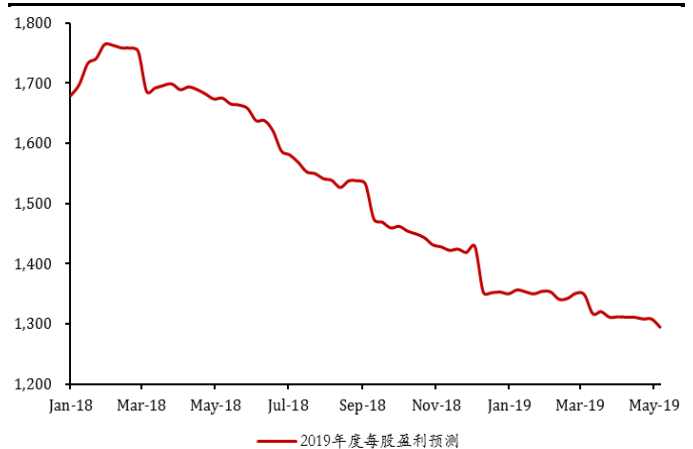
自 2018 年 2 月起，恒生指数之 2019 年预测盈利连续 13 个月被市场下调，累计调低 12%，至 2019 年 4 月才回稳，但随着贸易战升级，盈利预测很可能继续被下调。自从特朗普于 2019 年 5 月 5 日于 Twitter 表示将加征中国货关税后，恒指之 2019 年盈利预测已再被调低 0.8%。

图 1：恒生指数 2019 年每股盈利预测



资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 2：恒生国企指数 2019 年每股盈利预测



资料来源：彭博及招银国际证券预测

### 人民币及港元将现贬值压力

恒生指数有逾 60% 比重是中国企业，该等企业的收入绝大部分是人民币，因此人民币汇价理所当然地与恒指盈利及估值有正向相关性。据我们的最坏情况估算，美元兑在岸人民币将于今年预下时间于 6.9-7.2 上落，相当于人民币较现水平贬值最多 4.5%。人民币贬值很可能导致恒指之预测盈利及估值被下调。

港元汇价亦可能为香港股市添风险。最新一轮加关税令投资者对中国经济展望趋审慎，而香港之经济及金融市场均与内地关系紧密，或会遭受资金外流的压力，港元汇价或会因而有贬值压力。港元过去一年均较接近弱方水平(7.85 港元兑 1 美元)，如果再触及 7.85，香港金融管理局须入市买港元、沽美元，以维持联系汇率，香港银行体系结余将因而下跌。结余水平现为 543 亿港元，市场普遍认为当跌穿 200 亿港元，香港银行同业拆息(HIBOR)及银行最优惠利率或会上调。香港经济本已在放缓，2019 年一季度 GDP 增速仅 0.5%，创近十年新低，若此时利率向上，将对经济更添压力。

图 3：人民币汇价与恒指估值



资料来源：彭博及招银国际证券预测

图 4：港元汇价与香港银行体系结余



资料来源：彭博及招银国际证券预测

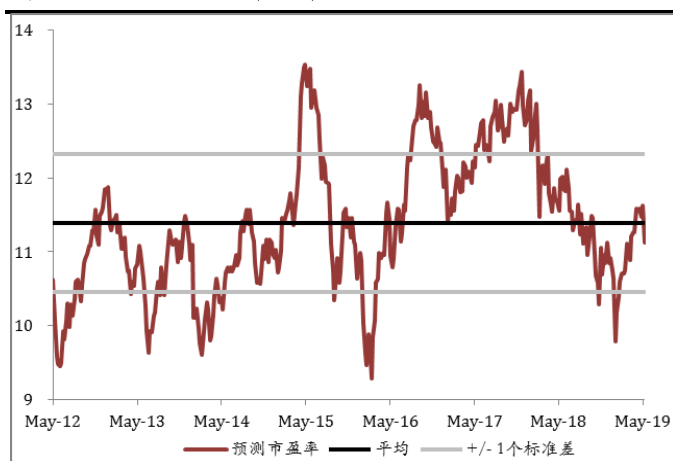
### 恒指估值下试周期底部

我们的最坏情况推算，中国以至香港、美国及全球经济将放缓、企业盈利预测将被调低、恒指估值将会下跌。我们假设 1) 恒指之 2019 年预测盈利将被下调 4%（需求及利润率下跌、人民币贬值，但主要只对下半年盈利有负面影响），及 2) 恒指之 2019 年预测市盈率将跌至近年低位约 9.6 倍（目前 11.1 倍）。

恒指预测市盈率最近一次跌穿 10 倍是 2019 年 1 月。与当时比较，我们的最坏情境有较高关税、较弱经济增速、较弱人民币汇价；但好的方面，有较“鸽”的联储局、较多稳增长及宽松的中国政策，从而有助限制恒指估值之下行空间。

**结论：于最坏情况，我们估计恒指将于今年内跌至 23700，较 5 月 10 日收市价有 16.8% 潜在下跌空间。**

图5：恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博及招银国际证券预测

国企指数方面，由于正进行指数改革，纳入红筹股及民企，成份股出现重大变动，因此历史估值之参考价值下降，我们认为难以作为推算未来估值之根据。考虑到 1) 国指成份股比恒指成份股更受中美贸易战影响，及 2) 国企指数通常比恒指波动，我们将国指之潜在跌幅设为 21.8%（恒指潜在跌幅之 1.3 倍），得出最坏情况目标为 8,548。

我们必须强调，以上的估算及指数目标，是基于最坏情况。如果最坏情况没有出现，例如中美今年内达成贸易协议，或美国没有向额外 3,250 亿美元之中国货加征关税，那么我们便不应预期恒指会跌至 23,700。

## 全球经济

成亚曼 (3900 0868 / angelacheng@cmbi.com.hk)

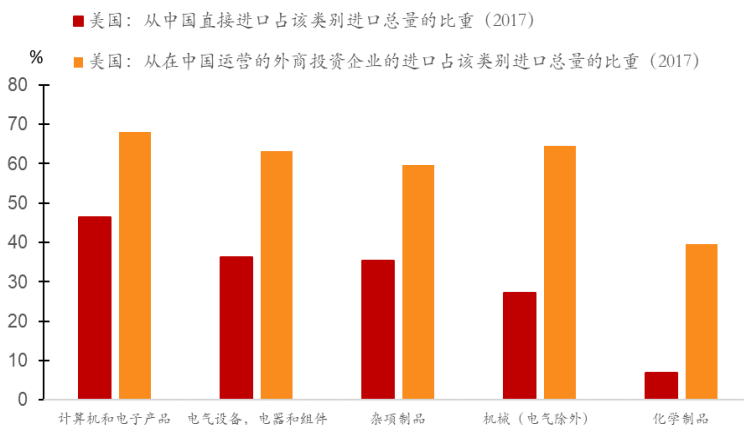
中美贸易紧张局势急剧升级，正值全球经济活力逐渐减弱、增长步伐同步放缓之际。在贸易战全面爆发并升级、中美针锋相对的最差情景假设下，全球出口和投资将直接受到沉重打击，并进一步产生更为严重的间接冲击，包括引发金融市场波动、迅速蔓延至消费者需求、大幅提升经济不确定性等等。我们的经济预测模型显示，在最差情景下，2019年全球GDP将从我们目前预测的3.2%进一步降至2.9%。

按地区划分，台湾，香港，韩国和新加坡等依赖出口的经济体最容易受到负面影响，这些经济体在中国对美出口产品的产业链当中附加值较高。美国进口替代以及在华生产线转出的潜在受益国主要是墨西哥，越南，菲律宾和泰国等。

### 美国经济

贸易战升级也将严重冲击并扰乱跨国供应链。其中，快速发展的高技术高知识产业的双边贸易首当其冲，受影响更甚，包括计算机和电子设备（从中国的进口占美国该类别总进口的46%，下同），电气设备（36%）和机械（27%），其结果是对美国的科技竞争力产生显著的不良影响。

图6：贸易战将对美国的科技竞争力产生显著的不良影响



资料来源：美国政府，招银国际

一场全面的贸易战将导致高度的政策不确定性，损害商业信心并导致美国公司推迟投资并裁员。此外，重燃贸易战将严重损害美国跨国公司在中国的利益。再加上金融市场的负面反应，在最差情境假设下，美国实际GDP在2019年可能减少0.5个百分点以上，这对于特朗普的连任竞选来说是一项重大不利因素。对所有中国进口商品加征25%关税对美国通胀将施加较为温和的上行压力，预计将提高2019年美国核心通胀率约20bp。

### 香港经济

对于香港而言，在最差情境下，其2019年的出口将比无贸易战的情景下降约15%，其本地需求也将受到经济放缓和股市震荡的不利影响而进一步趋于疲软。总体而言，若贸易战升级至最差情景，2019年香港的GDP增速预计将减少0.5个百分点至1.5%。

图7：全球经济增速预测

	实际 GDP (按年同比%)		
	2018A	2019E (base case)	2019E (bear case)
全球	3.6	3.2	2.9
美国	2.9	2.4	1.9
欧元区	1.8	1.1	0.9
英国	1.4	1.2	1.0
日本	0.8	0.5	0.2
香港	3.0	2.0	1.5

资料来源：彭博，招银国际预测（截至2019年5月14日）



## 中国经济

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

### ■ 最坏情形下，GDP 增速可能放缓至 6.1%

在最坏的情形下，我们预计经济增速将放缓至 6.1%（基准情形下增速预测在 6.3%）。具体来看，消费受到就业和收入增长逊色的影响，将面临更大压力；工业生产和制造业投资和进出口受到贸易战直接冲击，增速放缓。但是在贸易战的背景之下，国内稳增长政策将持续发力，基建补短板力度加强。

### ■ 货币政策宽松力度预计

在最坏情形下，我们预计人行将更多次采用降准和其他流动性工具来促进信用投放。如果经济超预期下滑或企业盈利恶化，我们认为有可能会下调存贷款基准利率。

### ■ 汇率中枢预计在 6.9-7.2 之间

多年以来，汇率一直是中美谈判的核心议题。人民币汇率的稳定是美方谈判的诉求之一。而对于中国而言，亦不愿看到人民币贬值引发资本外流和信心崩塌。但是在谈判破裂的最坏情形下，我们预计人民币的中枢将有所下移至 6.9-7.2 之间（基准情形下的中枢预测为 6.7-7.0）。

图 8：最坏情形下的中国主要经济指标预测

	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
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.5	5.7
基建投资	17.4	19.0	3.8	5.0	7.0
制造业投资	4.1	4.8	9.5	7.0	5.8
房地产开发投资	6.9	7.0	9.5	3.5	5.0
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	7.9	7.3
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	4.9	3.5
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	8.7	7.3
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.4	8.5	8.8
社会融资规模增速 (%)	12.8	12.0	9.8	10.4	10.7
人民币贷款增速 (%)	13.5	12.7	13.5	13.0	13.2
1年期存款基准利率 (%，期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25
1年期贷款基准利率 (%，期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.15
大型金融机构存款准备金率 (%，期末值)	17.0	17.0	14.5	12.5-13	12-12.5
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.945	6.51	6.88	6.7-7.0	6.9-7.2

资料来源：国家统计局，中国海关，人民银行，WIND 及招银国际证券预测

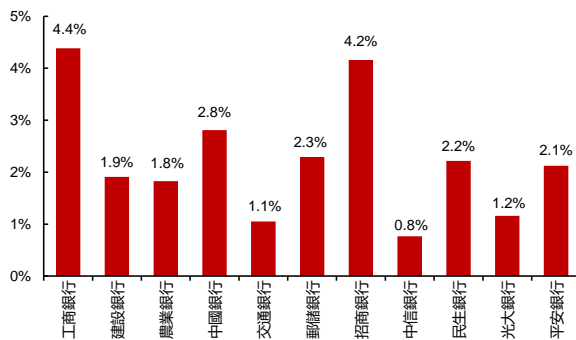


## 中國銀行（優於大市）

孫明 (3900 0836 / terrysun@cmbi.com.hk)

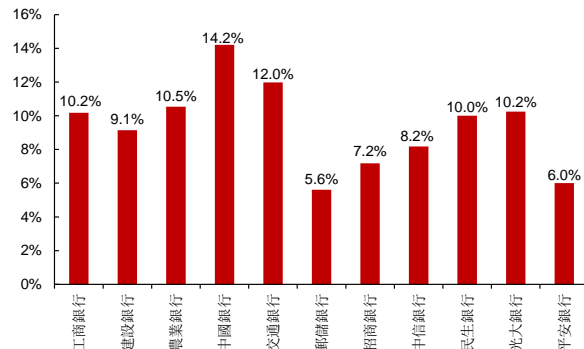
我們認為貿易戰對中國銀行業的影響相對有限，主要有以下三個方面：1) 全球貿易活動的放緩將直接影響銀行的結算、清算和貿易融資業務收入。但結算和清算手續費僅占我們跟蹤的 11 家上市銀行 2018 年總收入的 2.2%；2) 產品受到加征關稅的出口企業可能面臨訂單下降、利潤下滑等影響。這些行業對應的信用風險可能有所上升，從而間接導致銀行的資產品質惡化。截止 2018 年，製造業貸款占這 11 家銀行總貸款的比重為 9.4%。我們預計出口導向型製造業的信貸敞口僅為全部製造業貸款的一半左右。3) 貿易戰升級導致宏觀經濟不確定性增加，可能令貨幣政策“易松難緊”。央行 5 月 6 日宣布的對中小銀行的定向降准，凸顯了政府逆周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

## 中国保险（优于大市）

徐涵博 (3761 8725 / xuhanbo@cmbi.com.hk)

我们看好中国保险业的增长，尤其是寿险公司。1Q19 寿险行业保费收入增长复苏、上市寿险公司在 2018 下半年录得新业务价值增长反弹。我们对寿险行业 2019 年发展前景仍然保持乐观，主要考虑到：1) 保障型产品需求强劲；2) 上市寿险公司业务结构持续改善；3) 上市寿险公司首年期交保费降幅收窄、新业务价值率扩张，2019 年新业务价值增长前景可观。我们对产险前景保持谨慎。尽管非车险业务增长强劲，但车险的保费增长受到新车销售放缓的影响或仍然疲弱，我们预测 2019 年综合成本率将承压。但是在贸易战背景下，资本市场波动或为保险公司带来股票投资亏损，我们对投资前景保持谨慎。

## 工程机械与重卡（优于大市）

冯键嵘 (3900 0826 / waynefung@cmbi.com.hk)

我们判断美国对中国进口货品新增征收的关税安排对行业影响非常有限。在我们的覆盖的公司中，兴达国际(1899 HK, 卖出)将会受到轻微影响，主要由于公司的收入中约 4%来自美国。然而，公司未来可以从其泰国的生产基地出口产品至美国以减低影响。另外，我们估计三一国际(631 HK, 买入)今年出口至美国的金额仅占总收入的 2%(主要是重型叉车)，因此关税对盈利的影响轻微。而且，三一国际的母公司在美国设有生产基地，长期而言三一国际未来可以通过在美国本土进行生产而避免关税。总体而言，我们相信人民币可能出现的贬值有利整个行业的利润率提升，因大部份公司均拥有一定比重的海外业务(非美国)。最后，我们相信中国政府潜在的针对基建及房地产的刺激方案有利拉动工程机械的需求。

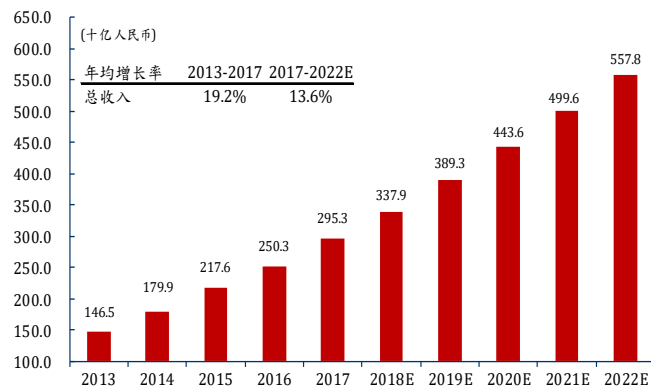
## 中国教育（优于大市）

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

教育行业不受经济周期影响 我们认为美国上调关税对行业轻微，学历教育(K12 及高等教育)是刚性需求，学费预收带来强劲的现金流，在经济前景不明下教育行业的高能见度更为突出。我们对行业前景维持乐观，预期民促法最终稿将于 1-2 个月内出台，估计跟去年 11 月征求意见稿内容差不多，没有新负面的政策，预期政策落地后，在行业不明朗因素消除下，对行业是利好。看好高等教育行业：(1)具备并购及内生增长；(2)2019 年 9 月高职扩招一百万将利好招生；(3)职业教育政策明确鼓励民办学校参与发展。行业估值 FY19E 14.7 倍 P/E，低于历史平均水平的 17X。

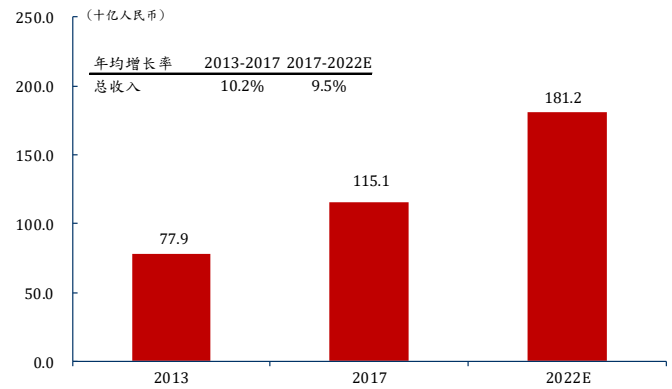
人民币汇率变化影响轻微 由于行业收入及开支均来自人民币，汇率变化对行业没有影响。但是由于个别公司持有外币货币资产或承担外币负债，汇率变化带来一些汇兑收益或亏损，以对上一个财政年度来说，有关汇兑收益或亏损对应净利润占比很少。

图 11：2017-2022 民办 K12 教育行业总收入预期年均增长率为 13.6%



资料来源: 弗若斯特沙利文

图 12：2017-2022 民办高等教育行业总收入预期年均增长率为 9.5%



资料来源: 弗若斯特沙利文

## 中国互联网（优于大市）

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

庞硕 (3900 0882 / garypang@cmbi.com.hk)

鉴于当前互联网企业主要直接面向终端消费且鲜少涉及商品出口，我们预计加征关税对中国互联网板块影响有限。电商方面，我们认为当前阶段行业增长动力仍主要来自于用户扩张及抢占线下消费份额。纵使消费承压，我们相信电商在进一步渗透小票消费之下，仍能保持增长动能。看好阿里巴巴(BABA US)及拼多多(PDD US)。其次，考虑到小额消费及口红效应影响，我们相信除直播以外的娱乐及游戏标的，在宏观环境低迷之下仍能逆周期成长。承然，直播和汽车相关垂直平台承压。直播行业大部份收入来自于头部用户，而该用户群体大多来自周期性行业，故而预计变现率将面临不利影响。然而，该影响相对间接且可被加速腰部用户变现所抵消。同时，面对汽车行业的持续消沉，我们建议避开相关垂直平台，如汽车之家(ATHM US)，易车(BITA US)及优信二手车(UXIN US)。

图 13：5月3日至5月9日的股价变动

	互联网标的	大盘	差异
A股	-5.40%	-6.20%	0.80%
港股	-4.40%	-5.90%	1.50%
美股	-2.80%	-4.90%	2.10%
整体	-4.10%		

资料来源：彭博，招银国际研究

备注：A股大盘表现以沪深300指数表示；港股大盘表现以恒生指数表示；美股大盘表现以美股中概股市值加权平均股价表示。

## 中国风电（同步大市）

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

中国的风机设备对美出口数量极其有限，同时在设备、技术方面，中国的风机设备及材料均实现高比例国产化。在风电场投资方面，中国企业在美投资风电项目较少，且投定项目已完工运行。我们认为中国风电行业整体并不受关税调整影响，中美贸易关税变化对于风电行业影响中性。

## 中国光伏（同步大市）

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

美国是全球第二大光伏市场，根据彭博新能源数据，美国 2018 年新增光伏装机约 11 吉瓦，占全球光伏装机约 10%。中国则主导了全球光伏供应链，中国企业控制着超过 80% 的全球产能及出货量，在产业链，产品的技术和价格上均具备明显优势。长久以来，中国光伏企业持续面临着贸易纷争及关税压力。美国自 2011 年起对中国光伏制造企业实施双反税，并在 2017 年通过了 201 法案，对中国光伏企业再双反税基础上自 2018 年 2 月起叠加 30% 的惩罚性关税，并每年递减 5%。中国光伏制造企业过去数年已通过海外产能布局扩张来规避贸易纷争所带来的关税影响，同时在制造设备和材料方面均实现国产化。我们认为中美关税调整对于中国光伏产业链没有影响，预期事件对于中国光伏行业影响中性。

## 中国房地产（同步大市）

文干森 (3900 0853 / samsonman@cmbi.com.hk)

年初至今的房地产市场复苏，我们相信部份原因是来自对中美贸易问题持乐观的期望，现在输美货品大幅增加关税后，我们估计未来中国经济表现将受打击，继而影响购房意欲。中国整体房屋销售金额在今年第一季增加 5.6%，四月份也表现不错，但估计销售情况在今年余下时间将反映经济受贸易战的问题而冷却下来，我们仍维持全年销售下跌 5% 的预测，但看未来市况有下调的可能。从上市公司层面来看，2019 年的大部份收入已从过去一至两年的物业预售锁定下来，但房地产公司的融资渠道部份来自美元债，在 2018 年人民币兑美元汇率下跌了 5.7%，大部份我们覆盖的内房公司也录取了汇兑损失，平均占盈利 4%。如果在贸易战恶化下，今年人民币贬值，料内房公司在今年将继续录取汇兑损失；此外，内房公司的资产在国内，在人民币贬值下，对其估值也带来不利影响。

图 14：汇兑损失及占 2018 年占盈利百分比

公司	代码	FY18 汇兑损益 (人民币 百万)	占净利润的 百分比
万科	2202	1,320	3.9%
碧桂园	2007	977	2.8%
中海地产	688	1,718*	3.8%
龙湖	960	175	1.1%
世茂	813	1,300	14.7%
华润置地	1109	1,780	7.3%
雅居乐	3383	1,248	17.5%
奥园	3883	(605)	-25.1%
龙光	3380	(14)	-0.5%
合景泰富	1813	(684)	-16.9%
中骏置业	1966	78	2.3%
时代中国	1233	(5)	-0.1%
中海宏洋	81	154*	6.3%
禹洲	1628	0	0.0%

资料来源：中国人民银行、招银国际证券  
\*HK\$

图 15：2019 年 1-4 月合同销售金额

公司	代码	1-4月合约销售 (人民币 十亿)	同比 (%)
万科	2202	210	6.9%
碧桂园	2007	167	-8.0%
中海地产	688	110*	27.6%
龙湖	960	64	9.4%
世茂	813	56	36.0%
华润置地	1109	51+	41.6%
雅居乐	3383	34	16.4%
奥园	3883	28	36.0%
龙光	3380	24	17.7%
合景泰富	1813	22	10.8%
中骏置业	1966	21	51.0%
时代中国	1233	19	21.8%
中海宏洋	81	14*	3.5%
禹洲	1628	11+	6.3%

资料来源：中国人民银行、招银国际证券  
\*HK\$; +3M19

## 中国非必需消费（同步大市）

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

我们认为贸易战对行业是相对负面的，原因是会

- 1) 直接减少利润，中国出口业，包括制造业及其相关的产业链因为关税的增加而受很大打击，不少公司会由盈利转为亏损，同时亦会牵连的大量的员工，减少社会整体消费，
- 2) 影响资产价格和消费信心，对未来增长担忧亦会利空资产，如房地产和股票的价格，所以如果资产价格下滑会带来负财富效应，减少消费信心，
- 3) 减少未来投资，新增的关税会增加中国市场的不确定性，从而令海外客户对中国的投资下降，令未来经济增长下滑和消费增长进一步放缓。

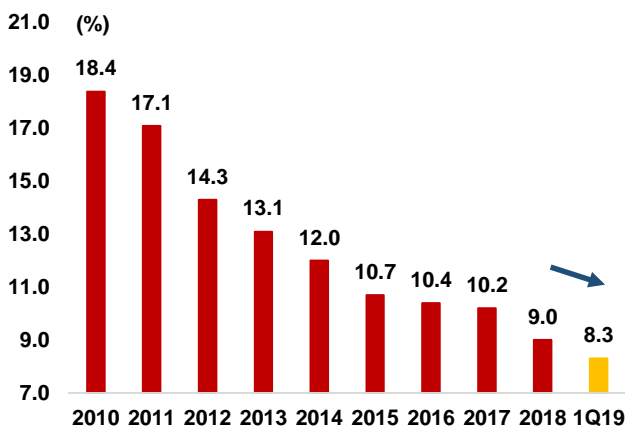
自 2018 年下半年以来，中国 GDP 增长开始呈下降趋势和中国工业利润甚至出现下跌。我们认为即使有中国政府的利好政策支持，如果未来贸易战真的开打并持续，中国经济亦会受压，而消费增长肯定会受到影响。

我们认为增加关税会：

对销售价格较高的产品的行业有更大负面影响，如 1) 奢侈品牌，2) 家电和家具类，3) 旅游及酒店类，包括：Prada (1913 HK)，新秀丽(1910 HK)，敏华控股 (1999 HK)。如果人民币进一步贬值，对海外旅游需求和购买力都有打击，对香港零售业亦会不利，包括：莎莎国际 (178 HK)，利福国际 (1212 HK)。

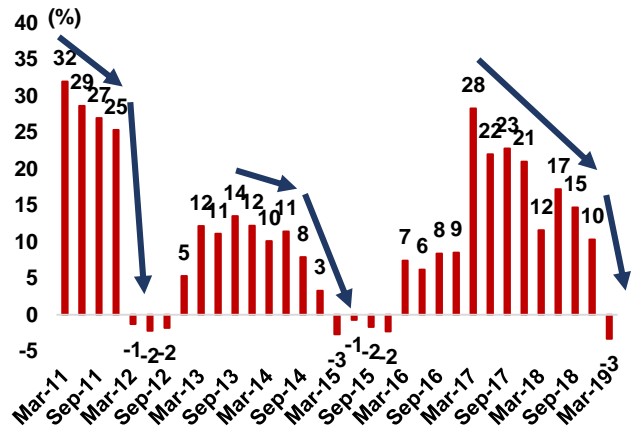
对销售价格较低的产品行业会相对利好，如 1) 餐饮类和 2) 体育用品类，包括：海底捞 (6828 HK)，呷哺呷哺 (520 HK)，颐海国际 (1579 HK)，安踏体育(2020 HK)，李宁(2331 HK)，特步国际(1368 HK)。

图 16：中国的零售销售（同比）



资料来源：国家统计局，招银国际预测

图 17：中国工业利润增长（同比）



资料来源：国家统计局，招银国际预测



## 中国必需消费（同步大市）

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

影响消费者信心 消费品零售总额增速于 2018 年 11 月低见 8.1%后，在 2019 年 3 月份零售总额反弹至 8.7%。在美国于 5 月 10 日再次上调输美商品的关税后，我们认为将会影响消费者信心以及 2019 年余下时间的零售总额增速，行业估值有下调可能。我们宏观经济分析师对 2019 年零售总额增速的假设为 7.9%。

### 万洲国际 (288.HK, 买入)

业务影响 美国上调关税对公司影响负面。市场对中国或会取消去年增加征收从美国进口猪肉的关税及增加进口美国猪肉的憧憬短期内落空，此外，国务院关税税则委员会于 5 月 13 日宣布对美国部份进口商品加征关税，于 6 月 1 日起生效，当中包括对盐渍猪肠衣及制作或保藏的猪后腿及其肉块加征 25%关税，我们相信对公司影响不大，因为公司现时出口中国是以副产品为主。在量方面，公司于 2018 财年向中国出口猪肉量只有约 13 万，估计对应美国猪肉销售量占比只有低单位数。在非洲猪瘟影响下，中国生猪及母猪存栏数同比跌幅在 3 月份分别扩大至 19%及 22%，我们预期中国猪肉价格下半年会持续走高，并带动美国生猪价格上涨。万洲股价上周跌幅为 15%，远远超过美国六月生猪期货价格的 2%跌幅，公司现时估值为 FY19E 10.6 倍市盈率，处于历史平均水平，我们认为股价跌幅已反映了大部份负面影响。

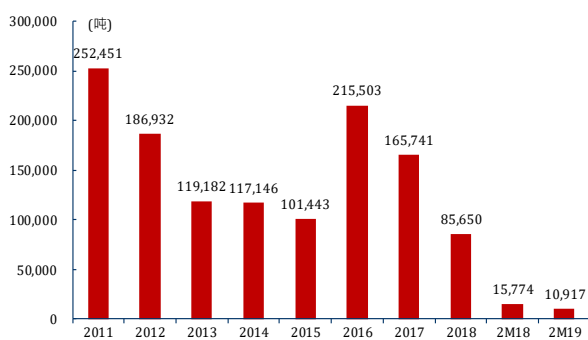
人民币汇率影响 轻微负面。由于公司呈列货币是美元，若人民币汇价下跌，公司中国业务利润并表后会有所减少，我们估算人民币若贬值 5%，公司 FY19 净利润将减少 1%。

### 中国旺旺 (151.HK, 买入)

业务影响 主要是对中国消费者信心的影响。

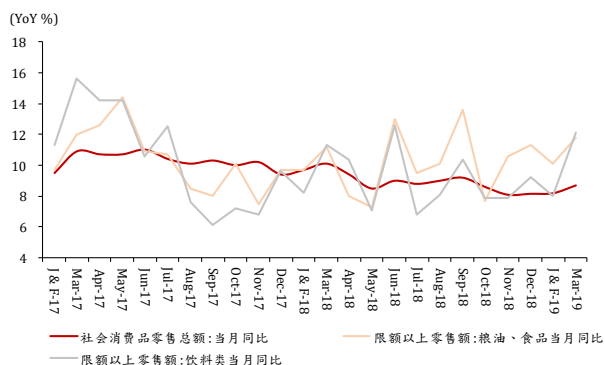
人民币汇率影响 公司销售成本中约 20-25%来自进口，人民币汇率下跌会对毛利率有负面影响。此外，公司持有外币资产及应收款等，人民币汇率下跌会带来一些亏损，以 2019 财年上半年计，外汇亏损占公司盈利 2%，影响不大。

图 18：美国向中国出口猪肉量自 2018 年起大幅下跌



资料来源：Wind, 招银国际证券研究

图 19：2017 年至 2019 年 3 月零售总额同比增速



资料来源：Wind, 招银国际证券研究

## 中国科技（同步大市）

伍力恒 (3900 0881 / alexng@cmbi.com.hk)

**2000 亿美元商品关税清单涉及范围：**清单所涵盖的商品种类并不包括主要的消费电子产品（如智能手机、个人电脑、智能手表或无线耳机等），但包括主机板、电路板、连接器、鼠标、适配器在内的电子零部件或周边产品需缴纳关税。但是我们预计市场将关注剩余 3250 亿美元清单中的最大两个产品类别：手机（432 亿美元）和个人电脑/笔记本电脑（375 亿美元）。

**短期内对产品价格、利润率及市场需求的影响：**我们认为此次征税可能带来的短期影响包括：1) 零部件利润率压力加大，2) 终端产品利润率承压，3) 终端产品的涨价影响。同时，整体利润率及价格的受影响程度需要结合竞争格局（如是否存在替代品）及成本结构（关税占比）等因素。鉴于需求的价格弹性，我们相信美国的电子产品（尤其是电脑和周边产品）零售价格将走高，继而影响消费者的购买热情。考虑到美国市场占全球市场的 25-30%，我们认为出口美国业务占比较大的电子制造企业在近期内受到的影响较大。

**对产业供应链的潜在影响：**我们预计部分供应链企业将逐渐区域化，并将生产转移出中国至某些新兴区域（如越南、印度、墨西哥和台湾）；但重资产及研发人员等限制因素会令半导体、显示屏、光学器件等高端零部件制造商留在中国。此外，贸易战升级及限制技术转让（半导体、生产设备及高端材料）或将阻碍中国在 5G/AI 等新兴科技领域的发展。

我们认为在中国生产并主要出口海外/美国的制造企业更易受到贸易战的冲击，特别是苹果供应链。其中包括瑞声科技（2018 HK）、鸿腾精密（6088 HK）、歌尔声学（002241 CN）、立讯精密（002475 CN）及蓝思科技（300433 CN）。

图 20：中国企业的销售及工厂分布

	股票代码	苹果 销售占比	海外 销售占比	中国 销售占比	工厂所在地
高伟电子	1415 HK	85%	98%	2%	中国
瑞声科技	2018 HK	50%	73%	27%	中国, 越南, 菲律宾, 新加坡等
鸿腾精密	6088 HK	45%	62%	38%	中国, 越南, 墨西哥, 台湾
蓝思科技	300433 CN	40%	81%	19%	中国, 越南
歌尔声学	002241 CN	35%	86%	14%	中国, 越南
立讯精密	002475 CN	35%	85%	15%	中国, 越南
欧菲光	002456 CN	23%	23%	77%	中国, 日本
东江集团	2283 HK	10%	59%	41%	中国, 德国
通达集团	698 HK	9%	9%	91%	中国
比亚迪电子	285 HK	2%	18%	82%	中国, 印度, 越南
舜宇光学	2382 HK	0%	15%	85%	中国, 印度
丘钛科技	1478 HK	0%	0%	100%	中国, 台湾

资料来源：公司公告，招银国际预测

## 中国证券（同步大市）

隋晓萌 (3761 8775 / suixiaomeng@cmbi.com.hk)

我们认为中美贸易纠纷对于中国证券行业短期影响较为负面，但中期影响中性。短期而言，事件主要打击市场情绪，特别是在前期市场预期较为乐观且股指已累计较大升幅的情况下，市场回调、活跃度减弱难以避免；而券商作为高  $\beta$  行业，同样将受到较为负面的影响，若不利状况持续时间较久，券商行业今年的业绩反弹幅度将会缩小。中期而言，尽管关税增加将部分影响企业盈利，进而影响股市，但另一方面，我们认为政府将推出更多政策拉动国内经济增长，其中可能需要更多来自直接融资市场对实体经济的支持，以及资本市场的进一步转型和效率提升，以及推动国家支持的重点战略产业发展；而此类政策将有助于提升资本市场活跃度，为券商的业务带来直接增量。

## 中国租赁（同步大市）

徐涵博 (3761 8725 / xuhanbo@cmbi.com.hk)

在贸易战背景下，若中国不以波音飞机为报复，则人民币贬值令我们看好飞机租赁业，因行业资产负债及收入均以美元计价；若中国以波音飞机为报复，飞机租赁业将受到直接打击。贸易战将令中国更加注重消费及投资，租赁业本就与实体经济息息相关，叠加人民币利率下行、融资成本下降，利好除飞机租赁之外的租赁行业。

## 中国医药（同步大市）

葛晶晶 (3761 8778 / amyge@cmbi.com.hk)

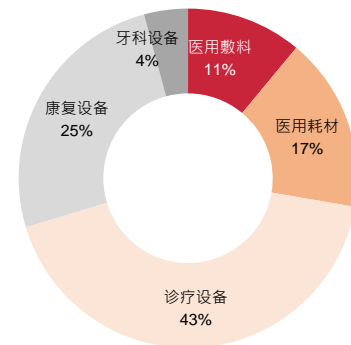
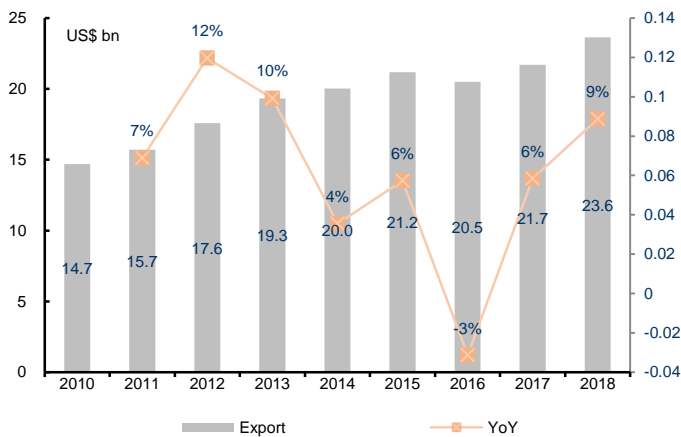
现阶段中国医药行业还处于内需拉动状态，出口体量小，出口产品主要集中在化学原料药制剂及低端医疗器械。2000 亿清单中已排除原料药和制剂产品，仅保留了 27 个一类器械产品，主要针对高端器械设备如核磁共振、CT、超声、心脏起搏器等。CRO 合同研究外包行业这类企业暂不受影响。

根据中国海关数据，2018 年中国器械出口总额~236 亿美金，其中美国出口~50 亿美金，占比超过 20%，集中在中低端产品如医用敷料、一次性耗材、保健设备等，而美国对中国关税征加项目主要是高端器械类。迈瑞医疗（300760 CH）出口美国监护仪、彩超、麻醉剂、体外诊断均在征税清单内，2018 年收入 137 亿人民币，北美营业收入 15 亿占比~13%，同比增速 2%，增速放缓稍受影响。若中国反制增加进口关税，则利好国产器械细分龙头，如爱康医疗（1789 HK）。

此次贸易战会加剧美国对华技术转移限制，而中国目前创新药和高尖端医药设备处于快速发展阶段，海外并购需求强烈，未来中国药企和器械厂商在北美地区并购预计或受阻碍。

图 21: 中国历年器械出口金额和增速

图 22: 2018 年中国医疗器械出口项目占比



资料来源：中国海关，招银国际研究

资料来源：中国海关，招银国际研究

## 中国出口（落后大市）

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

包括玩具，家具，鞋类和纺织品等等。

我们认为贸易战对行业的看法是十分负面的，原因是：

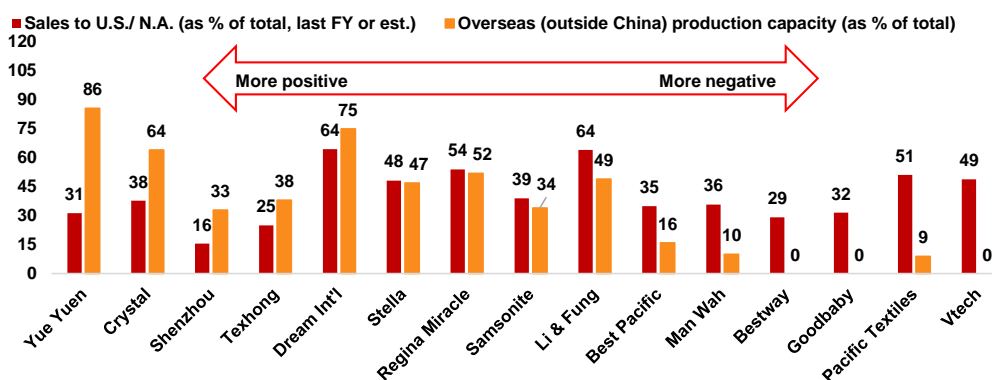
- 1) 新增的 25% 的关税应该会导致商品在美国的零售价需要提升，我们预测消费者/品牌商/制造出口商会各自承担 5-10% (此前的 10% 关税一般都是品牌商/制造出口商各自承担 5%)，所以会影响销售增长，
- 2) 新增的 25% 的关税，我们预测，应该不能全部转价给消费者，所以会令品牌商/制造出口商的利润减少，经营压力大幅提升，
- 3) 新增的 25% 的关税并不能全被人民币贬值所抵消，我们经济师预期最悲观情景下，人民币(对美元)亦只会同比贬值 0-5% 至 7.2-6.9，只是杯水车薪的水平，
- 4) 余下 3250 亿美金未被征税的产品未来亦很可能会被加征关税，所以会加速品牌商和零售商将其产品的供应链从中国转移到其他如东南亚的地区，对只有中国产能的出口商是十分不利的，19 年对美国的出口增长会有很大打击。

我们认为增加关税会：

对海外产能不足的企业有重大负面影响，如敏华(1999 HK)，新秀丽(1910 HK)，利丰(494 HK)，Vtech (303 HK)，以及好孩子(1086 HK)和荣威(3358 HK) 等等。

对近年大幅扩张海外产能的公司会相对利好，如申州 (2313 HK)，维珍尼 (2199 HK)，九兴 (1836 HK) 和德林国际(1126 HK)。

图 23：对美国/北美的销售和海外（中国境外）产能（占总数的百分比）



资料来源：公司数据，招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。