

宏觀經濟

【宏觀專題報告】中美貿易衝突的影響有多大？

中美貿易概況如何？中美貿易關係密切，對彼此都非常重要。根據 2016 年的情況測算，中國是美國第三大出口目的國，也是美國第一大進口來源國。對於中國而言，美國是中國第一大出口目的國，占中國出口總額的 18.5%，也是中國第六大進口來源國。中國是美國最大的貿易逆差來源國。根據 2016 年的資料，美國對中國商品貿易逆差高達 3470 億美元，占美國商品貿易逆差總額的近 50%。如此巨大的貿易逆差產生的原因主要有三方面，一是經濟、貿易發展的規律；二是全球貿易規則的不平衡，服務貿易自由化進展緩慢；三是美國對中國設了高科技產品出口限制，阻礙了美國對中國的出口。

貿易衝突或將如何進行？08 年危機以來，中美貿易摩擦就在不斷升級。根據 WTO 的統計，08-16 年美國發起和實施的非關稅貿易壁壘 (NTB) 高達 2259 個，中國受到影響的有 2067 個，專門針對中國的 NTB 就有 99 個。中國實施的 NTB 則相對少很多，08-16 年間中國共發起和實施非關稅貿易壁壘 1776 個，美國受到影響的有 1682 個，專門針對美國的 NTB 有 46 個。預計未來美國對中國貿易戰有三種可能方式：第一，將中國列為“匯率操縱國”。近幾年中國央行干預匯率是為了避免人民幣貶值，並不滿足美國財政部對匯率操縱的條件，即使列入短期內對中國影響也不大。第二，如特朗普所說對中國產品徵收 45% 高關稅，這一措施在 WTO 的框架下很難執行，而且大規模貿易戰對中美都不利。第三，延續 08 年以來的手段，採取反傾銷、反補貼調查等非關稅貿易壁壘，這一措施或是更為可能和普遍的貿易保護手段。

影響有多大？中國出口受損，預計經濟會受到影響。我們這裡按照 10%、20%、30%、45% 四個檔次，來測算美國提高關稅對中國出口的影響，中國總出口分別將降低 1.1%、2.6%、4.1% 和 6.4%，GDP 將被拖累 0.2、0.5、0.7 和 1.1 個百分點。中國對出口較為依賴的電腦和通信電子設備 (56%)、文工體娛用品 (30%)、皮革毛皮羽毛和制鞋 (25%)、服裝服飾 (24%)、運輸設備 (21%)、金屬製品和機械 (21%)、傢俱製造 (21%) 等行業受到影響或更大。如果美國採取雙反措施，可能主要集中在雜項製品、化學製品、金屬及製品等領域。對於美國而言，單純貿易保護未必帶來就業回歸，通脹反而可能迅速上升。根據 The Conference Board 的統計，2013 年時中國製造業單位勞動力成本僅為 4.12 美元/小時，為美國的 11%，遠低於美國。所以即使美國限制來自中國的進口，美國的企業也未必有動機生產這些商品，除非美國政府在稅負和補貼方面給予扶持。如果限制了來自中國低價商品的進口，美國消費者可能要承擔更高的成本，預計通脹可能在短時間內上升。

中國如何應對？如果美國對中國挑起貿易戰，我們認為中國可以採取幾方面措施加以應對。首先，短期內中國可以採取一定的反制措施，讓美國意識到貿易戰對雙方均不利。美國的飛機、電子產品、大豆等出口對中國市場依賴程度較高，中國也可以對這些行業提出反傾銷調查或提高關稅。其次，中國應該加快服務業開放的步伐，當前國際貿易的一大問題是商品貿易足夠自由化、而服務貿易自由化進程較慢，逐步開放服務業一方面可以引入競爭、促進生產效率提高，另一方面也有助於縮窄中美貿易逆差、減少兩國矛盾。最後，中國是自由貿易的獲益者，在貿易保護主義普遍抬頭的背景下，應該扛起自由貿易的“大旗”，繼續推進與歐盟、東盟等經濟體的貿易自由化。

地方兩會：增長趨穩，主線改革

17年GDP目標大體持平，時隔兩年再現上調。從30個省份17年GDP目標增速看，5個上調、18個維持不變、7個下調。分地區看，東部和中部繼續下調，而西部和東北地區反彈。過去三年下調GDP目標增速成為主流，過去兩年無一省上調，而17年不僅過半數省份GDP目標較去年持平，且再現上調。

地方維持GDP目標增速不變的兩大原因。一是經濟資料持續去水分，16年分省加權平均GDP增速與全國GDP增速差額縮窄至0.5%左右，令地方政府包袱逐漸卸下。二是經濟增長壓力暫緩。

投資目標：平跌互現，7省未提。以往固定資產投資是地方政府拉動GDP的重要推手，而13年中央政府淡化GDP後，地方政府下調、淡化投資目標增速成為趨勢。而17年下調的省份數大幅降至10，持平的省份數明顯回升，並批量出現未提投資目標的省份。上調投資目標的主要是兩省，其中新疆投資增速目標從12%大幅提高到50%，而遼寧從6%上調到12%。

收入目標：半數持平，3省上調。十八大提出“城鄉人均收入翻番”目標後，收入目標的重要性不斷上升。13年至16年間，下調收入目標增速成為主流。而17年近半數省份收入目標持平，下調省份數由16年22個降至12個。

約束性目標：關注環保，節能減排。隨著地方政府“GDP競賽”和投資衝動的褪去，近幾年來，地方政府對環境保護的重視程度不斷加深。17年華北、東北地區的能耗大省普遍提升了節能減排力度，包括提高單位GDP能耗、二氧化碳排放量的降幅，以及細微顆粒物濃度降幅。

各省《政府工作報告》中列示了17年經濟社會工作的主要任務。我們發現，去年底中央經濟工作會議精神主導了議題，改革成為主線：

三去一降一補：去產能鋪開，去杠杆落實，去庫存壓力緩。各省將繼續淘汰鋼鐵、煤炭行業過剩產能，而去產能所涉及的行業將向建材、船舶、電力等行業擴展。去杠杆的路徑包括提高股權（加大股權融資、推進資產證券化），降低負債（債務重組、債務路換），以及債轉股，國企將是降低杠杆率的重點。房地產去庫存壓力暫緩，著重擴大棚改貨幣化安謐比例，同時警惕房價猛漲。

國企改革：聚焦混改，提質增效。27 個省份明確提出深化國資國企改革，旨在提升國企經營績效、降低杠杆。主要落腳點包括推進混合所有制改革，推進員工持股、職業經理人制度，推進國有資本投資、運營公司試點改革等。

農業供給側改革：提高農民收入，提升經營效率。地方實施農業供給側改革的路徑，一是去庫存，主要是降低玉米庫存；二是補短板，建設高標準農田和特色農產品加工園區；三是降成本，主要通過提升農業產業化經營率、農作物綜合機械化率等。農業供給側改革的目標並非漲價，而是增加農民收入。

扶貧脫貧：人口脫貧，收入改善，就業兜底。《十三五規劃建議》提出，農村貧困人口脫貧是全面建成小康社會最艱巨的任務。16 年各省兩會紛紛提出脫貧扶貧目標，17 年延續了這一趨勢，具體包括四個方面：一是貧困人口脫貧、貧困縣摘帽，二是提升低收入農戶收入，三是易地扶貧搬遷，四是做好喪失勞動能力貧困人口的兜底工作。

大市導航

通信設備：一帶一路背景下的通信機遇

政策明確：2015 年 3 月“一帶一路”的綱領性檔《推動共建絲綢之路經濟帶和 21 世紀海上絲綢之路的願景與行動》一文中，明確提出“共同推進跨境光纜等通信幹線網路建設，提高國際通信互聯互通水準，暢通資訊絲綢之路……”以及“一帶一路”戰略正成為我國通信行業加大走出國門的契機。

全球通信設備市場低速增長，中國及“一帶一路”區域是支撐未來增長的關鍵區域：2015 年全球運營商通信設備市場規模為 1234 億美元，同比增長 0.5%，而中國通信設備市場規模為 163 億美元，同比增長 4.6%，高於全球增速。目前中國在全球運營商網路設備市場中占比接近 30%，僅次於西歐。其中，傳輸和固定接入設備市場份額位元列全球第一，移動通信設備位元列全球第二。“一帶一路”沿線涉及 60 多個國家，占全球總人口的三分之二、占全球經濟規模的三分之一，且普遍屬於經濟發展的上升期、基礎設施建設加速期，預計 3 倍於中國的潛在市場。

投資建議：“一帶一路”建設配套重點是資訊基礎設施，處於全球領先的國內電信設備企業預期將最受益一帶一路地區的資訊基建。結合估值，相關子行業及個股重點推薦——上游-光迅科技（光器件），中游-烽火通信/亨通光電/中天科技（光傳輸網設備&光纖光纜）、海能達（專網設備）、星網銳捷（IP 數通設備），下游-高新興（新疆地區“智慧城市”）、網宿科技（CDN 國際市場），及關注中興通訊(全產業鏈綜合型)、二六三（跨境企業及個人通信服務業務）等。

不確定因素：市場競爭風險。

旅遊服務業：冰雪旅遊專題報告之山地滑雪：全球範圍內的行業展望與國際公司案例分析

全球範圍內：成熟地區參與率高，但增長空間小；新興市場參與率低，仍處於上升通道。新興市場中，我們選擇 2014 和 2018 冬奧會舉辦國俄羅斯和韓國比較，從參與率（極低滲透率）與國內滑雪者人均滑雪次數（較高愛好程度）兩個維度觀察，我們有理由認為：中國發展冰雪產業的潛力很大。疊加國家政策的支持，預計冰雪旅遊這個子板塊景氣度有望持續向上。

此外，報告還詳細分析了北美一大一小的山地滑雪公司：Vail Resort 和 Intrawest 的商業模式和盈利能力，我們分析發現，地理位元路、服務及性價比（也包括擁有滑雪場的多少）是山地滑雪公司的核心競爭力，且存在規模效應。

投資建議：我們認為長白山是冰雪旅遊最純正的標的，地理位元路山形地勢絕佳決定其成為冰雪旅遊最大的受益方：受益於冰雪旅遊爆發帶來的客流溢出效應。此外，我們還推薦華錄百納（體育產業發展迅猛）、三夫戶外（戶外零售管道龍頭），這幾家也均在冰雪運動進行了相關佈局。

風險提示：宏觀經濟下滑風險。

公用事業：火電業績觸底反彈存在空間

1、受 16 年電價回落及煤價上漲的影響，火電行業出現業績大幅下滑；由於厄爾尼諾現象，來水較好，水電板塊業績有增長。在公佈業績預告的 29 家電力公司中，漲幅平均值為 7.94%，中位數為-34.5%；其中火電公司 16 家，漲幅中位數-52%；水電公司 13 家，漲幅中位數 10%。預計目前煤價已經階段性見頂，未來上漲幅度有限，我們預計火電公司業績已經觸底，17 年將會有所改善。

2、在股票池中的 27 家火電公司，PE（TTM）中位數為 14.48 倍，PB 中位數為 1.74 倍；21 家水電公司，PE（TTM）中位數為 40.91 倍，PB 中位數為 2.91 倍。

3、截至 2016 年底，全國火電裝機 10.54 億千瓦，同比增長 5.3%。“十三五”期間，取消和推遲煤電建設項目 1.5 億千瓦以上。到 2020 年，全國煤電裝機規模力爭控制在 11 億千瓦以內，預計未來火電裝機增幅有限。截至 2016 年底，全國用電量總計 5.92 萬億千瓦時，同比增長 5.0%。

4、港股電力板塊中，PE（TTM）中位數為 7.94 倍，PB 中位數為 0.96 倍。考慮到 H 股較 A 股的折價，我們預計港股電力板塊估值仍較低，存在估值上漲空間。

風險提示：系統性風險。

機械工業：3C 自動化行業點評：關注新一代 iPhone 創新三大方向，3C 自動化設備採購高峰期到來

行業資訊跟蹤：隨著新一代 iPhone 備貨高峰期的到來，產業鏈上陸續有公司進入訂單收穫期，市場關注度逐步提升。

我們看好新一代 iPhone 創新帶動的 3C 自動化產業鏈機會。我們認為 3C 自動化產業規模巨大，行業市場空間整體可達千億級別，但由於 3C 電子產品制程複雜，涉及到的設備種類和企業數量眾多，包括 CNC 機床、玻璃加工設備、貼裝設備、模組設備、檢測設備等等。2017 年是蘋果手機面世十周年，我們預計新一代 iPhone 有望在玻璃機殼、OLED 顯示幕以及無線充電等方面做創新性設計，新的設計方案既對產業鏈上相關產品和設備形成新的訂單增量，又有望為智慧手機的創新設計指明新方向。

玻璃加工設備行業將保持較高景氣度。未來，無線充電的逐步普及和 5G 時代的到來，都對非金屬材質機身的應用提出要求，同時，消費者對於機身設計的新穎、美觀、舒適度都提出了更高要求。因此，曲面玻璃是玻璃加工行業的重點發展和投資方向，出貨量將保持較快增長。預計新一代 iPhone 可能採取雙曲面玻璃的方案，有望加速曲面玻璃和雙面玻璃方案的滲透。在此背景下，預計以玻璃精雕機為代表的玻璃加工設備有望迎來持續 1-2 年的景氣週期。同時，3D 玻璃滲透率快速提升，國產熱彎機也在逐步突破，有望在 2018 年呈現爆發式增長。

OLED 滲透率快速提升，模組相關設備行業增長確定性高。作為下一代顯示技術，OLED 屏需求近年來保持了快速增長，預計未來幾年仍有望保持高增長。國外如三星、LG 等巨頭加速 OLED 產能佈局，從而逐步退出 LCD 領域。國內市場有望承接 LCD 產能，加快建設高世代 LCD 產線，同時緊跟 OLED 趨勢建設產能以滿足需求。我們認為國內上市企業在模組設備和檢測設備領域具備較強競爭優勢，將受益於這一產業趨勢，具備較高的成長性和確定性。

無線充電應用普及帶動自動繞線機行業需求增長。日前蘋果公司已經就加入無線充電聯盟（WPC）給予正面回應，有較大可能在新一代 iPhone 中應用無線充電技術。此外，華為、三星等公司也將逐步普及無線充電技術在新的高端機型上的應用。預計無線充電技術應用的提升將帶動自動繞線設備行業的需求實現增長，相關設備商有望實現訂單的爆發式增長。

投資建議：2017 年作為 iPhone 大年，我們看好新一代 iPhone 創新背景下國內 3C 自動化企業的訂單和業績的增長機會，建議關注玻璃加工設備、模組相關設備和自動繞線機等細分子行業，重點關注：勁勝精密、田中精機、精測電子、快克股份、昊志機電、智雲股份、聯得裝備等。

風險提示：估值較高；訂單採購額不及預期；市場風格切換。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。