

## 主题策略

# 日美贸易摩擦对中美贸易战的九大启示

### 温故知新：1980 年代日美贸易摩擦对当前中美贸易战九大启示

- 1) **中美贸易之争非中国挑起，但背后是全球经济地位之争。**世界近代史就是一部贸易战历史；从近百年世界经济史看，经济体量的相对变化往往是贸易战的前兆。中国经济占全球经济比例从 1990 年代初的 2% 左右上升到目前 15% 左右，成为仅次于美国的第二大经济体，是近 20 年来全球经济领域最重要的事件之一。
- 2) **日美贸易之争旷日持久。**日美贸易摩擦起于 1970 年代，并一直持续到 1990 年代，以 1980 年代摩擦最为频繁、严重。
- 3) **贸易战最终对减少美国贸易逆差影响有限。**美国持续大幅贸易逆差是美国内部经济失衡的体现，其产生根本原因较为复杂。自布雷顿森林体系解体以来，美国几乎持续贸易逆差，但 1980 年代对美贸易顺差最大国是日本，30 年之后是中国。
- 4) **中美贸易摩擦相比 1980 年代日美贸易摩擦影响可能会更大、更难协调。**日美属同盟，日本对美贸易依赖度较高（高峰期近 4 成出口到美国），日本在应对贸易摩擦时相对比较迁就美国，并结合其他方面考量，我们认为当前中美贸易之争的影响可能会更大、更难协调。
- 5) **中国比当年的日本更具备应付贸易冲突的条件。**当前中国总出口占 GDP 比例已经下降到约 20%，出口依存度已经大幅下降；对美出口占中国出口比例不到 20%；对美贸易关系更趋互补性；且内需潜力和回旋余地大，各产业自给自足能力逐步增强。
- 6) **中国应对可能的持续贸易战要靠挖掘内需、靠改革开放与产业转型升级、靠团结发展中国家。**贸易立国是当初日本战略之一，因此应对日美贸易摩擦短期以妥协为主，中长期靠技术研发提高效率、发展对外直接投资等手段。中国则内需潜力依然较大，具备进一步改革开放与产业转型升级的空间，且发展中经济体贸易关系仍有较大空间。
- 7) **增长：贸易摩擦对整体增长影响可能只是阶段性和局部的。**尽管日本对美贸易依存度高，1980 年代日美贸易摩擦最频繁、最严重的阶段多数时候日本整体增长并未受到太大影响。1986 年初的短暂萧条也是由于日元快速大幅升值所致，且较为短暂。中国短期可以采取稳外需、促内需的手段组合来应对贸易战，汇率保持相对稳定，中期挖潜、改革、升级。
- 8) **市场：贸易之争虽然可能持续一段时间、且短期对市场有些影响，却并非决定股市中期方向的决定性因素。**虽然贸易摩擦影响短线市场，如 1984 年、1988 年日本股市阶段性地受到贸易摩擦升级影响，但日本 1980 年代与美国贸易摩擦加剧的年代股市整体是走牛的，后期日本资产价格泡沫化与货币政策失误等因素有关。
- 9) **行业：贸易战影响大的行业短线可能跑输市场，内需相关行业跑赢，中长线贸易战影响较小。**考察日本 1984-1988 年市场片段，受贸易摩擦影响大的汽车、电子、科技硬件等短线跑输市场，而内需相关度高的行业如日常消费、零售、公用事业等则多数时间段跑赢市场。

市场短线可能仍受中美贸易战阴云笼罩。但中线来看我们维持对 A/H 积极的观点不变。图表 22-24 列示了对贸易战潜在影响大的行业的概述。

分析员

**王汉锋，CFA**

SAC 执证编号：S0080513080002

SFC CE Ref: AND454

hanfeng.wang@cicc.com.cn

分析员

**李求索**

SAC 执证编号：S0080513070004

SFC CE Ref: BDO991

qiusuo.li@cicc.com.cn

分析员

**周昌杰**

SAC 执证编号：S0080517080005

SFC CE Ref: BHD869

changjie.zhou@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 市场策略 | 中美贸易摩擦升温：可能的影响及应对 (2018.03.23)
- 市场策略 | 中美贸易关系分析 (2018.03.09)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



## 目录

日美贸易摩擦对认知中美贸易战的九点启示 .....	3
---------------------------	---

## 图表

图表 1: 当前美国 GDP 约 18 万亿美元, 中国 GDP 约 13 万亿美元 .....	3
图表 2: 美国 GDP 占全球比例约为 25%, 中国 GDP 占全球比例约为 15% .....	3
图表 3: 自布雷顿森林体系解体以来, 美国几乎持续贸易逆差 .....	4
图表 4: 日本对美国出口结构 (1991 年) .....	4
图表 5: 中国对美国出口结构 (2017 年) .....	4
图表 6: 八十年代日本贸易顺差迅速扩张 .....	5
图表 7: 贸易摩擦过程中日本对美国的贸易顺差并没有立即大幅下降 .....	5
图表 8: 中国贸易顺差占 GDP 比例约为 2% 左右 .....	5
图表 9: 中国对美国及世界其它国家、地区的贸易差额 .....	5
图表 10: 日美贸易摩擦期间, 日本对美国的出口依存度较高 .....	5
图表 11: 当前, 去向美国的出口金额占中国总出口的比例不到 20% .....	5
图表 12: 美国对日本、中国发起的反倾销调查案例数量 .....	6
图表 13: 全球主要经济体经常账户余额演变 .....	6
图表 14: 日美贸易摩擦事件整理 .....	7
图表 15: 中国目前城镇化率与日本 60 年代中期接近 .....	8
图表 16: 人口拐点使得日本经济增速随城镇化速度变化呈现阶梯式下降 .....	8
图表 17: 贸易摩擦期间的日本股指表现 .....	9
图表 18: 80 年代, 出口占比较高行业表现弱于市场整体 .....	9
图表 19: 81 年日本对汽车进行出口自主限制后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体 .....	9
图表 20: 84 年美国与日本在特定领域进行 MOSS 谈判后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体 .....	10
图表 21: 88 年美国对日本进行超级 301 调查后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体 .....	10
图表 22: 贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响 (第一部分) .....	11
图表 23: 贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响 (第二部分) .....	12
图表 24: 贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响 (第三部分) .....	13
图表 25: A 股模拟组合列表 .....	14
图表 26: 海外中资股模拟组合列表 .....	14
图表 27: 海外中资股多空建议组合列表 .....	14



## 日美贸易摩擦对认知中美贸易战的九点启示

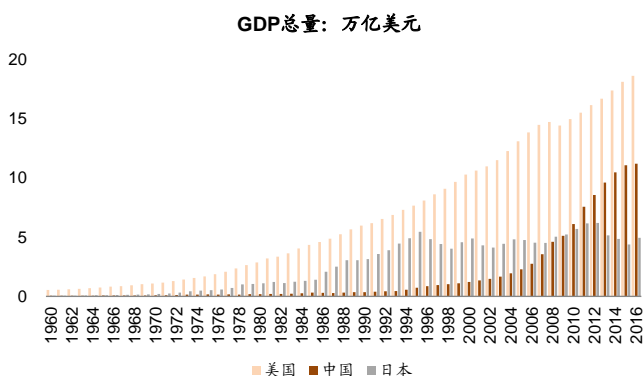
### 启示一: 中美贸易之争背后是潜在的全球经济地位之争

世界近代史就是一部贸易战历史,对本次中美贸易战历史定位有准确的认知是中国采取正确举措的前提,也是判断后续情况可能演化路径的基础之一。

近百年以来,在全球经济处于领导地位的美国以本国利益为名,对全球其他区域的贸易战此起彼伏,特别是对自身经济实力构成一定潜在威胁的经济体,包括欧洲、前苏联、日本等。战后日本经济长期快速增长,成为世界第二大经济体(图表 1, 图表 2);自 1970 年代后日本部分产业如汽车等对美国形成竞争和挑战;日美贸易顺差扩大。在此背景下,日本贸易摩擦起于 1970 年代,到 1980 年代变得更为频繁、严重,并对日本后续经济与社会发展形成重要影响。

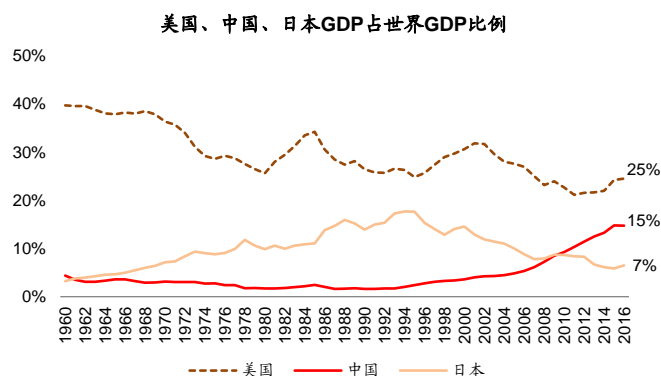
从近百年世界经济史看,全球相对领先经济体量之间的相对变化往往是贸易战的前兆。中国经济占全球经济比例从 1990 年代初的 2% 左右上升到目前 15% 左右,成为仅次于美国的第二大经济体,是近 20 年来全球经济领域最重要的事件之一。从特朗普上任之后的言论及所委任的关键官员的特征来看,发动对中国贸易战可能是美国改变长期对华策略的开始和局部体现。

图表 1: 当前美国 GDP 约 18 万亿美元, 中国 GDP 约 13 万亿美元



资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

图表 2: 美国 GDP 占全球比例约为 25%, 中国 GDP 占全球比例约为 15%



资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

### 启示二: 日美贸易之争旷日持久

日美贸易摩擦起于 1970 年代,并一直持续到 1990 年代,以 1980 年代摩擦最为频繁、严重。鉴于中美贸易之战可能源自于美国对华战略的重大改变,在这一战略导向下的对华遏制思路可能会使得中美之间的贸易之争持续较长时间,而且不会在短期内有明确的结果。

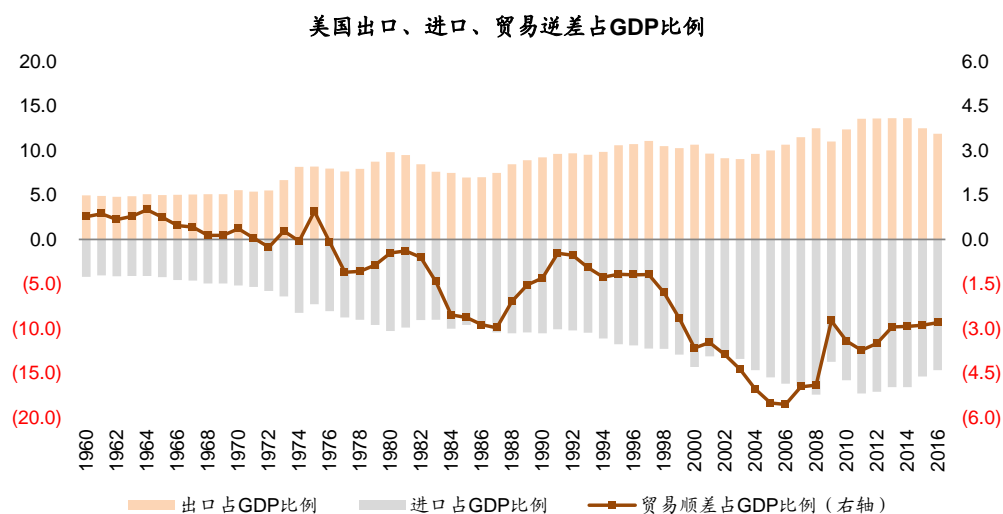
### 启示三: 贸易战最终对缩小美国贸易赤字影响有限

与 1980 年代日美贸易摩擦的起源类似,美国声称要缩小美国的贸易逆差。但我们认为,美国持续大幅的贸易逆差是美国内部经济失衡的体现,包括较低储蓄率、长期财政赤字等有关,其产生根本原因较为复杂。从 1980 年代日美贸易摩擦的情况来看,虽然贸易摩擦持续较久、影响也较为广泛,但日美贸易顺差并未立即产生较大变化,在 80-90 年代维持在 400 亿美元左右。美国的贸易逆差也并未系统性地改观,在 80-90 年代贸易逆差占 GDP 的比例在 0~3% 间波动(图表 3, 图表 7)。自布雷顿森林体系解体以来,美国几乎持续贸易逆差,但 1980 年代对美贸易顺差最大国是日本,30 年之后是中国。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

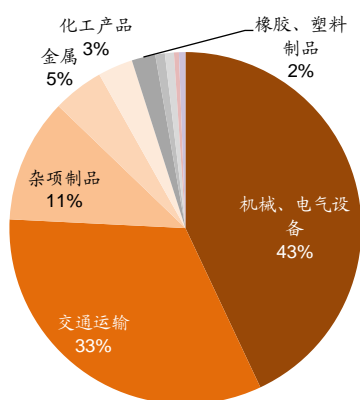


图表 3: 自布雷顿森林体系解体以来, 美国几乎持续贸易逆差



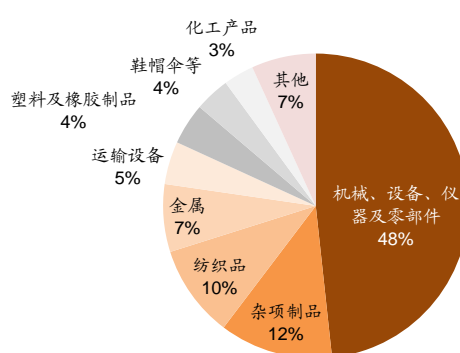
资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

图表 4: 日本对美国出口结构 (1991 年)



资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

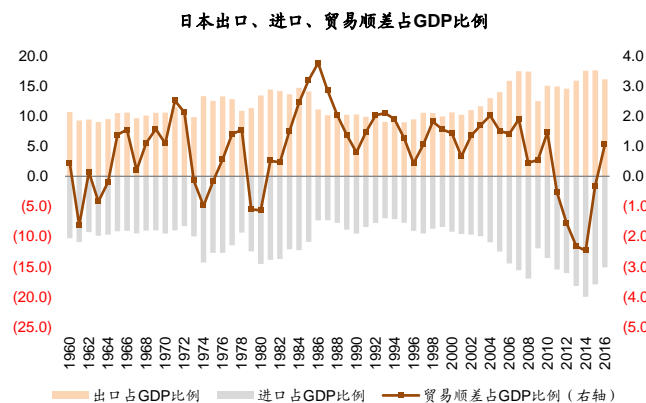
图表 5: 中国对美国出口结构 (2017 年)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

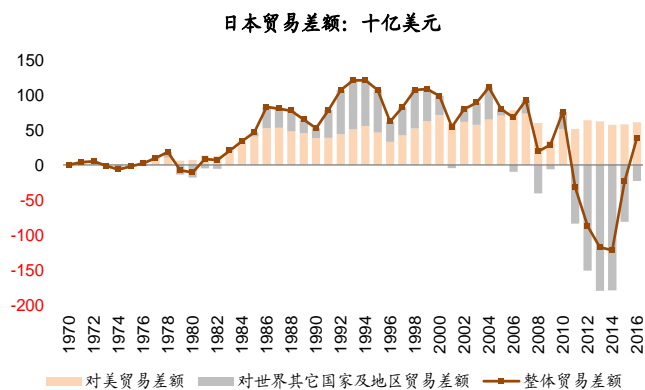


图表 6: 八十年代日本贸易顺差迅速扩张...



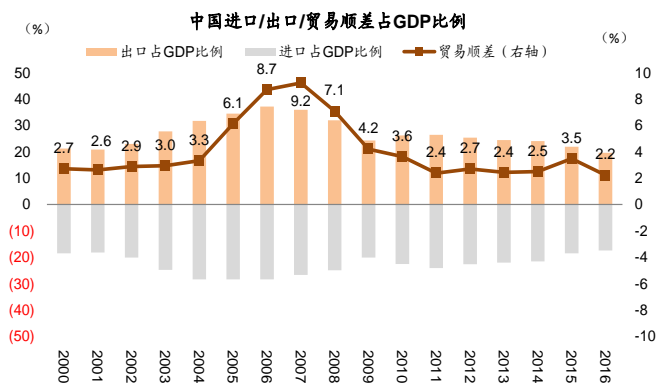
资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

图表 7: 贸易摩擦过程中日本对美国的贸易顺差并没有立即大幅下降



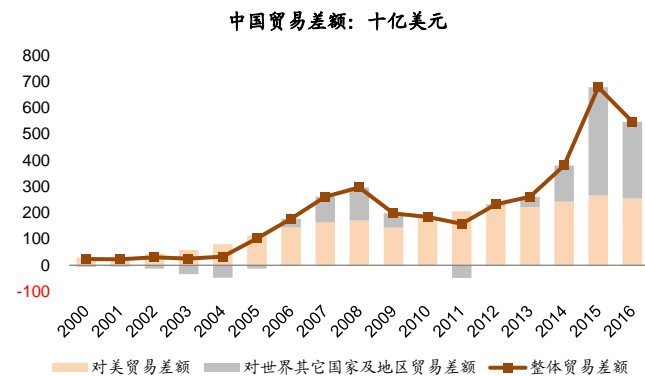
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 8: 中国贸易顺差占GDP比例约为2%左右



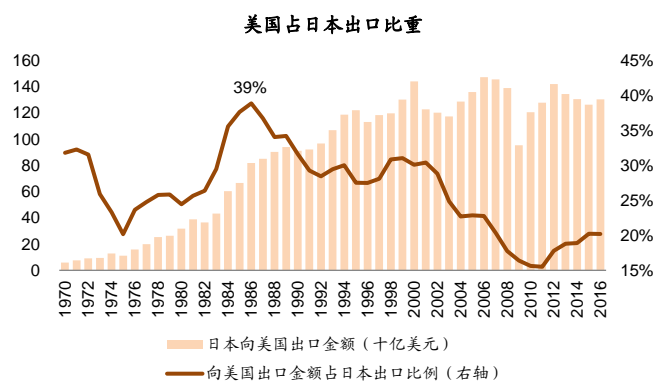
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 9: 中国对美国及世界其它国家、地区的贸易差额



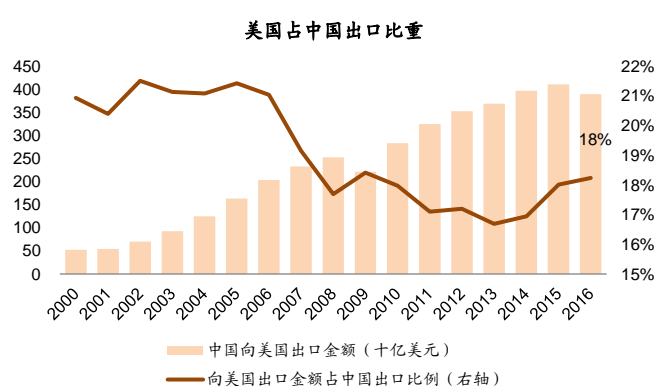
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 10: 日美贸易摩擦期间, 日本对美国的出口依存度较高



资料来源: Haver, 中金公司研究部

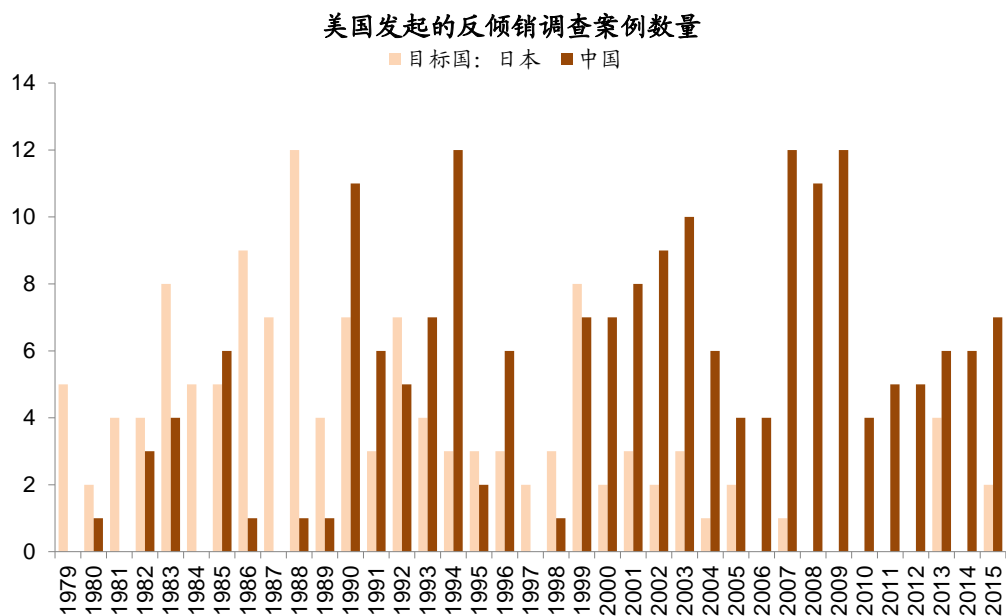
图表 11: 当前, 去向美国的出口金额占中国总出口的比



资料来源: Haver, 中金公司研究部



图表 12: 美国对日本、中国发起的反倾销调查案例数量



资料来源: 世界银行, 中金公司研究部

图表 13: 全球主要经济体经常账户余额演变

全球经济体经常账户余额演变 (十亿美元)

国家/地区	1980	1987	1991	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>发达国家</b>	-85.2	-75.4	-49.4	-268.7	-521.1	-468.1	-678.9	-219.5	-137.7	-178.5	-144.1	34.6	19.5	50.5	127.9
美国	2.3	-160.7	2.9	-410.8	-806.7	-718.6	-690.8	-384.0	-442.0	-460.4	-446.5	-366.4	-392.1	-463.0	-481.2
日本	-10.8	84.3	68.1	130.7	174.5	212.1	142.6	145.3	221.0	129.8	59.7	45.9	36.5	135.6	191.0
<b>欧元区</b>	n/a	n/a	n/a	-169.0	-24.6	10.6	-172.9	19.0	31.1	31.8	161.8	286.9	320.6	351.4	399.8
法国	-4.2	-4.5	-6.2	36.1	10.5	2.5	-27.6	-22.5	-22.2	-28.3	-32.7	-24.6	-30.3	-4.8	-26.8
德国	-18.7	41.0	-26.7	-34.2	170.7	232.5	210.9	196.7	192.3	229.0	248.9	252.9	282.9	280.3	294.3
意大利	-17.0	-2.9	-29.9	0.6	-29.2	-30.7	-67.7	-41.4	-72.7	-68.6	-7.5	20.5	40.5	29.6	50.8
西班牙	-5.3	0.0	-20.1	-26.3	-113.8	-142.9	-152.0	-64.3	-56.2	-47.4	-3.1	20.7	14.9	16.3	24.7
<b>其它发达国家</b>	n/a	-10.1	-1.4	47.7	109.4	68.1	71.8	77.4	146.6	137.7	127.2	166.3	158.6	124.8	133.7
澳大利亚	-3.9	-7.2	-10.6	-15.6	-45.3	-63.5	-51.5	-46.0	-44.4	-44.4	-64.5	-48.2	-41.8	-58.2	-33.2
瑞士	-0.6	7.3	10.2	31.9	61.9	48.9	13.4	40.4	86.2	55.8	69.7	79.0	61.8	77.3	78.9
英国	3.3	-12.9	-16.5	-35.2	-59.6	-75.0	-101.9	-70.1	-66.6	-46.6	-97.4	-119.6	-140.0	-122.7	-114.5
加拿大	-6.1	-13.7	-22.9	18.6	18.0	11.1	1.5	-40.4	-58.2	-49.6	-65.7	-59.4	-43.6	-52.8	-51.1
<b>新兴国家</b>	25.4	n/a	n/a	142.8	734.5	734.9	760.8	362.6	413.0	499.7	500.2	373.7	368.8	175.0	157.9
<b>亚洲</b>	n/a	n/a	n/a	80.2	364.2	517.1	515.8	404.6	373.4	231.0	274.2	289.1	444.3	560.8	463.6
中国	n/a	n/a	n/a	20.4	231.8	353.2	420.6	243.3	237.8	136.1	215.4	148.2	236.0	304.2	196.4
泰国	-2.1	-0.4	-7.6	9.3	2.3	15.6	0.9	22.2	11.5	9.4	-1.6	-4.8	15.1	32.1	46.4
香港	-1.4	3.9	3.8	7.5	24.6	27.6	32.9	21.2	16.0	13.8	4.1	4.2	4.1	10.3	16.3
韩国	-6.8	8.8	-7.6	10.4	3.6	11.8	3.2	33.6	28.9	18.7	50.8	81.1	84.4	105.9	98.7
台湾	n/a	18.0	12.5	8.9	26.3	35.2	27.5	42.9	39.9	39.9	47.3	53.1	63.8	76.2	75.3
新加坡	-1.6	-0.1	4.9	10.4	37.1	46.9	27.8	32.4	55.4	61.0	50.3	51.2	60.8	53.8	56.5
<b>拉美</b>	-28.0	-9.7	-16.8	-48.8	46.3	3.6	-42.6	-33.7	-97.4	-117.1	-141.9	-165.7	-191.9	-183.1	-107.2
阿根廷	-2.6	-4.2	-0.4	-9.0	7.6	7.3	6.7	8.3	-1.5	-4.4	-1.4	-12.1	-8.0	-16.8	-14.2
巴西	-12.8	-1.4	-1.4	-24.8	13.0	0.4	-30.6	-26.3	-75.8	-77.0	-74.2	-74.8	-104.2	-58.9	-23.5
墨西哥	-10.4	4.2	-14.6	-18.8	-7.5	-14.5	-20.4	-8.7	-5.3	-14.0	-17.0	-31.0	-26.2	-33.3	-27.9
<b>中东及北非</b>	77.8	-8.7	-68.4	87.8	277.0	257.5	324.4	32.6	167.0	409.2	411.3	342.3	185.1	-127.6	-105.0
<b>撒哈拉以南</b>	1.2	-0.9	-5.1	4.4	33.0	15.4	3.3	-29.8	-11.7	-11.2	-27.8	-38.1	-66.4	-91.4	-56.0
<b>东欧</b>	-9.0	-0.5	-2.3	-27.5	-80.1	-124.9	-148.9	-53.9	-86.9	-119.5	-81.9	-72.2	-59.2	-35.9	-34.6
<b>独联体</b>	n/a	n/a	n/a	46.6	94.1	66.2	108.8	42.9	68.5	107.3	66.3	18.2	56.9	52.1	-2.8

资料来源: IMF, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明





图表 14：日美贸易摩擦事件整理

时间	美日贸易摩擦事件
1962-1994	日本对金属餐具进行出口自主限制
1964-1994	日本对陶瓷、瓷器进行出口自主限制
1969-1971	日本对钢铁进行出口自主限制
1972/5-1971	日本对钢铁进行出口自主限制
1974/10-1992	日本对纺织品、服装进行出口自主限制
1981/4-1994/3	日本对乘用车进行出口自主限制
1984-1985	美日就林业、通信、电子、制药等行业进行市场导向特定领域谈判（MOSS）
1984/10-1992/3	日本对钢铁产品进行出口自主限制
1985/9	美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长签署广场协议，引导美元对主要货币汇率有秩序地贬值
1986/9	日本不得以低于成本的价格向美国及其它国家出口半导体产品；日本向其它国家开放其国内半导体市场
1987-1993	日本对机械设备进行出口自主限制
1988/6	日本同意3年后取消对美国牛肉、橙子的进口限制
1988/12	美国对日本发动超级301调查
1990/6	日本修改大店法，放宽国外商品在国内市场流通
1991/6	日本同意开放国内建筑市场

资料来源：GATT，Trade Policy Review: Japan 1994，中国金融，中金公司研究部

**启示四：中美贸易摩擦相比 1980 年代日美贸易摩擦影响可能会更大、更难协调**

日美在世界政治范畴内属同盟；日本近代史上一直比较亲近西方、在基本制度改革上也向西方靠拢；日本对美贸易依赖度较高（高峰期近 4 成出口到美国），种种因素使得日本在应对贸易摩擦时相对比较迁就美国。对比之下，综合考虑各方面因素，中美贸易之争比 1980 年代日美贸易摩擦影响可能会更大、更难协调。

**启示五：中国比当年的日本更具备应付贸易冲突的条件**

当前中国总出口占 GDP 比例已经下降到约 20%，出口依存度已经大幅下降；对美出口占中国出口比例不到 20%（图表 11）；对美贸易关系更趋互补性；且内需潜力和回旋余地大，包括城镇化等内需挖掘措施空间依然很大；虽然部分产业进口依存度依然较高，但总体上看各产业自给自足能力逐步增强，且中国建立独立的工业体系的能力也在增强。这些都使得当前中国比日本更具备应付贸易冲突的条件。

**启示六：中国应对可能的持续贸易战要靠挖掘内需、靠改革开放与产业转型升级、靠团结发展中国家**

中国应对可能的持续贸易战要靠挖掘内需、靠改革开放与产业转型升级、靠团结发展中国家。贸易立国是当初日本战略之一，因此应对日美贸易摩擦短期以妥协为主，中长期靠技术研发提高效率、发展对外直接投资等手段。中国则内需潜力依然较大，具备进一步改革开放与产业转型的空间，且发展中经济体贸易关系仍有较大空间（图表 15，图表 16）。

**启示七：增长：贸易摩擦对整体增长影响可能只是阶段性和局部的**

从日本的经验来看，贸易摩擦对整体增长影响可能只是阶段性和局部的。尽管日本对美贸易依存度高，1980 年代日美贸易摩擦最频繁、最严重的阶段多数时候日本整体增长并未受到太大影响。1986 年初的短暂萧条也是由于日元快速大幅升值所致，且较为短暂。中国要吸取日本当年应对贸易摩擦的经验教训，短期可以采取稳外需、促内需的手段组合来应对贸易战，汇率保持相对稳定，中期挖潜、改革、升级。

**启示八：市场：贸易之争虽然可能旷日持久、且短期对市场有些影响，却并非决定股市中期方向的决定性因素**

贸易之争虽然可能旷日持久、且短期对市场有些影响，却并非决定股市中期方向的决定性因素。虽然贸易摩擦影响短线市场，如 1984 年、1988 年日本股市阶段性地受到贸易摩擦升级影响，但日本 1980 年代与美国贸易摩擦加剧的年代股市整体是走牛的，后期日本资产价格泡沫化与货币政策失误等因素有关。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



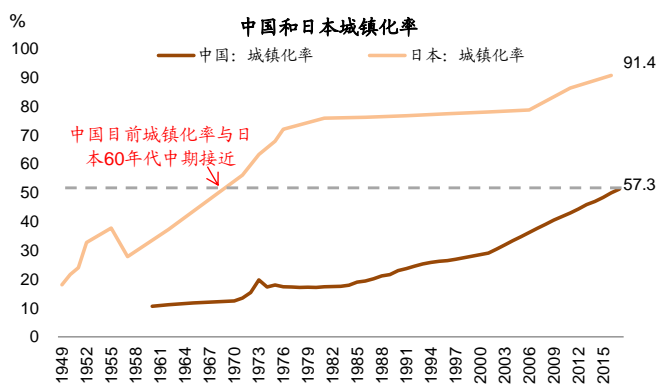
**启示九：行业：贸易战影响大的行业短线可能会跑输市场，内需相关行业跑赢，中长线贸易战影响较小**

行业：贸易战影响大的行业短线可能会跑输市场，内需相关行业跑赢，中长线贸易战影响较小。考察日本 1984 年及 1988 年市场片段，受贸易摩擦影响大的汽车、电子、科技硬件等行业短线跑输市场，而内需相关度高的行业如日常消费、零售、公用事业等则在多数时间段跑赢市场（图表 17~图表 21）。

结合本次中美贸易摩擦当前情况以及可能演化的方向，包括中国可能的反制举措及扩大开放，提升进口需求等，我们自下而上系统梳理了贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响，具体请参见图表 22-24。总体上看，短期贸易摩擦升温背景下对于多数行业的影响偏负面，包括：1）直接相关的航空航天、信息通信技术及机械；2）以及有不小收入占比的行业，如钢铁、有色、玻璃、家电、轻工、纺织、汽车零部件等等；3）商贸相关的交通运输也可能受损于贸易壁垒的提升，如航运、港口等。另外，小部分公司也可能因此受益，如 1）中国反制举措下农业、计算机软件中的部分公司有可能会受益于中国对美部分商品关税提升；2）若中国更为积极的采取扩大开放、提升进口需求等措施，部分医药、汽车经销商、影院等有望因此受益。

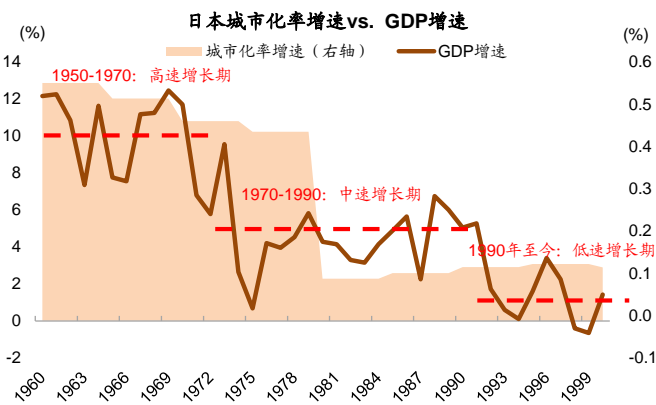
综合来看，短期市场可能依然继续受贸易阴云笼罩。但考虑到贸易战短期对增长影响不大；中期来看，中国对美贸易依赖不如当年日本大、内需回旋余地大、挖潜与改革空间大，只要中国采取合理的应对方式，中美之间的冲突虽然会影响市场节奏，但不会改变中国的增长轨道；且 A 股、港股当前估值均不高估，近期回调又使得估值更具吸引力。综合来看，我们依然维持对 A 股、港股中期走势积极的看法。从结构上看，贸易战阴霾笼罩，受贸易战潜在影响的外需板块可能会继续承受压力，短期重点关注内需板块，包括：1）近期已经有所回调的与外需相关度不高的优质消费龙头，包括日常消费、部分可选消费、医药、旅游与酒店、零售、互联网服务等；2）金融及地产板块估值相对较低，且受外需影响较小，也可能有相对收益；3）在贸易战阴云之下，中国可能会更加注重内需潜力挖掘，包括减税、减费等措施可能执行更加到位，关注后续受减税、减费影响大的板块和个股。对于港股来说，我们可以考虑看多内需、看淡外需影响较大行业等多空策略。详细个股筛选，请参见 A、H 模拟组合（表 25/26），及港股“多内需、空外需”组合（表 27）。

图表 15：中国目前城镇化率与日本 60 年代中期接近



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 16：人口拐点使得日本经济增速随城镇化速度变化呈现阶梯式下降

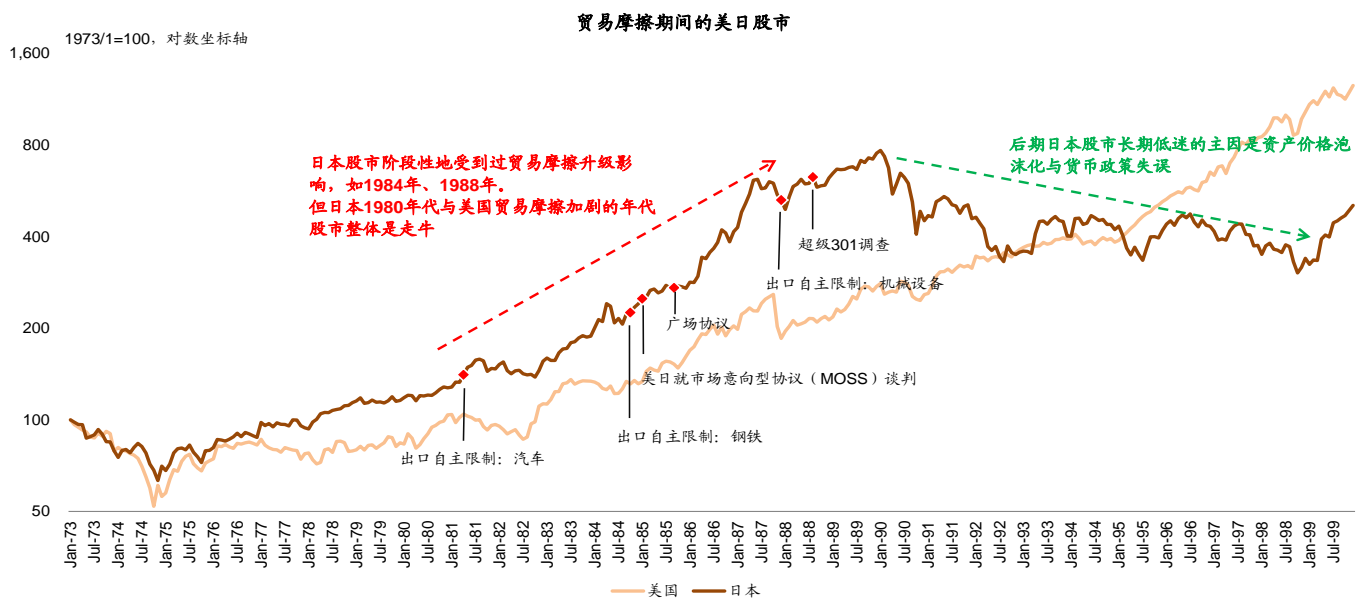


资料来源：万得资讯，中金公司研究部



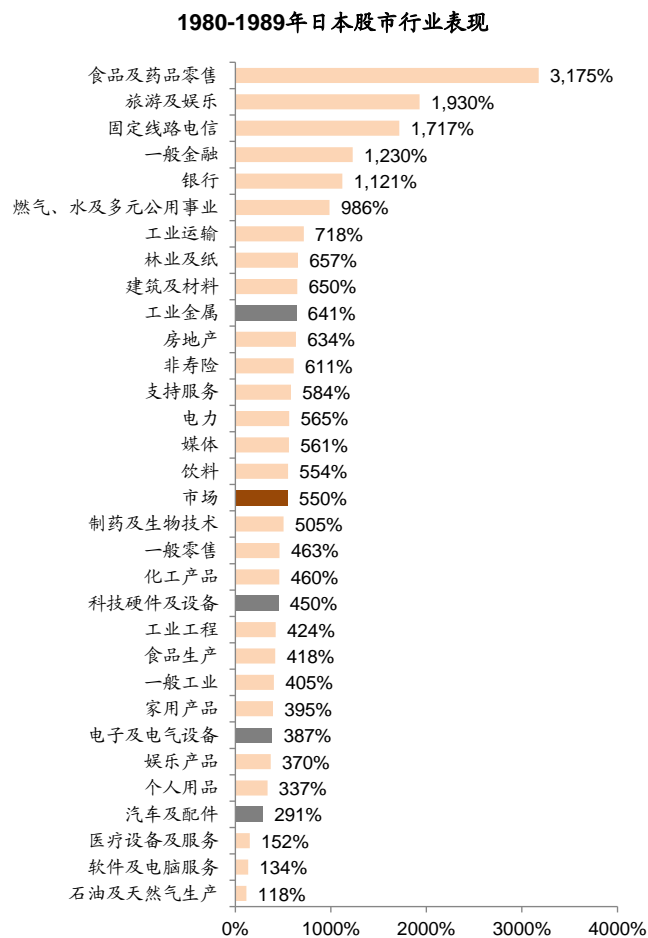


图表 17: 贸易摩擦期间的日本股指表现



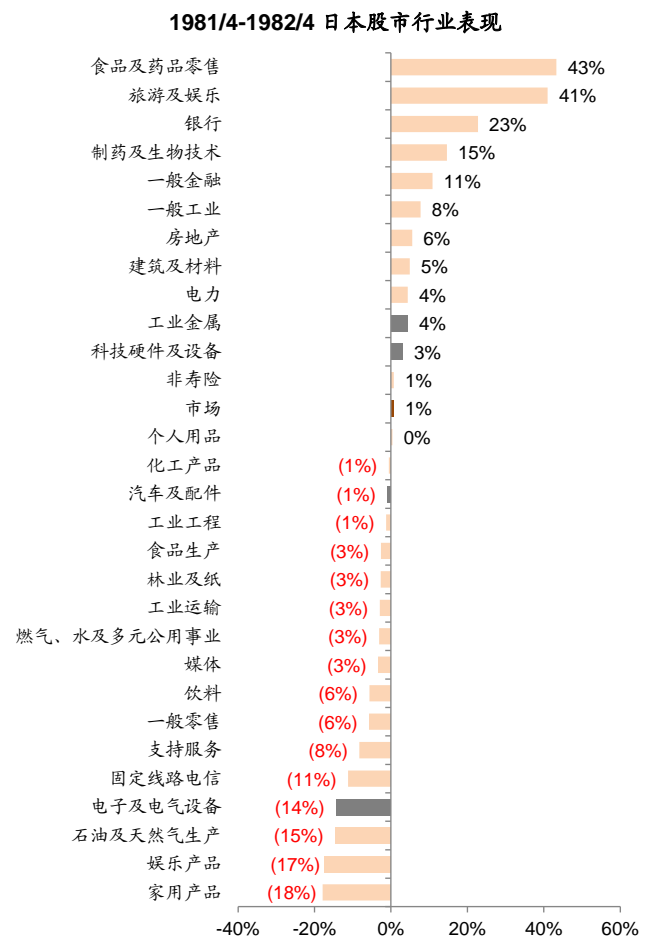
资料来源: Datastream, 中金公司研究部

图表 18: 80 年代, 出口占比较高行业表现弱于市场整体



资料来源: Datastream, 中金公司研究部

图表 19: 81 年日本对汽车进行出口自主限制后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体

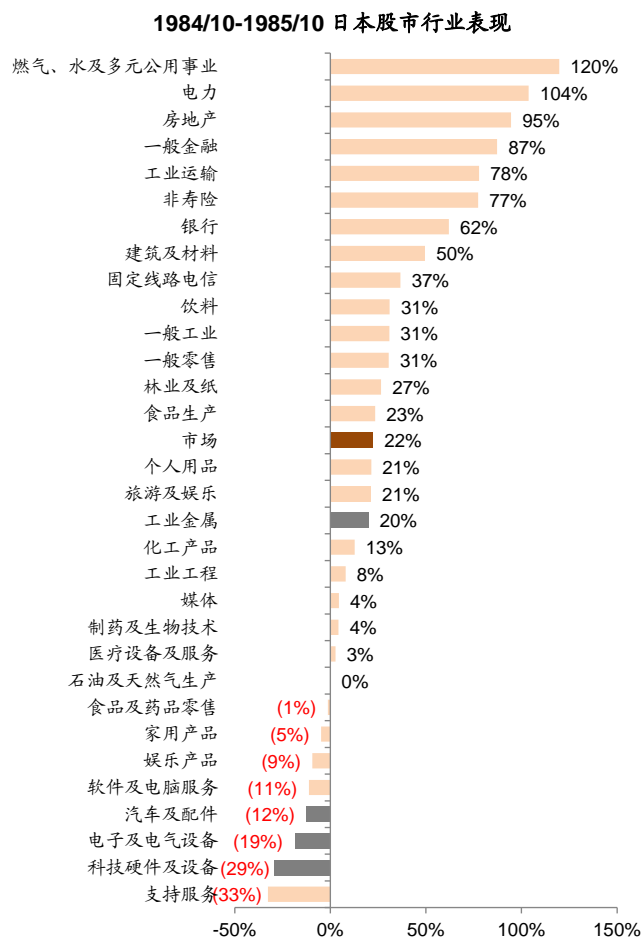


资料来源: Datastream, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

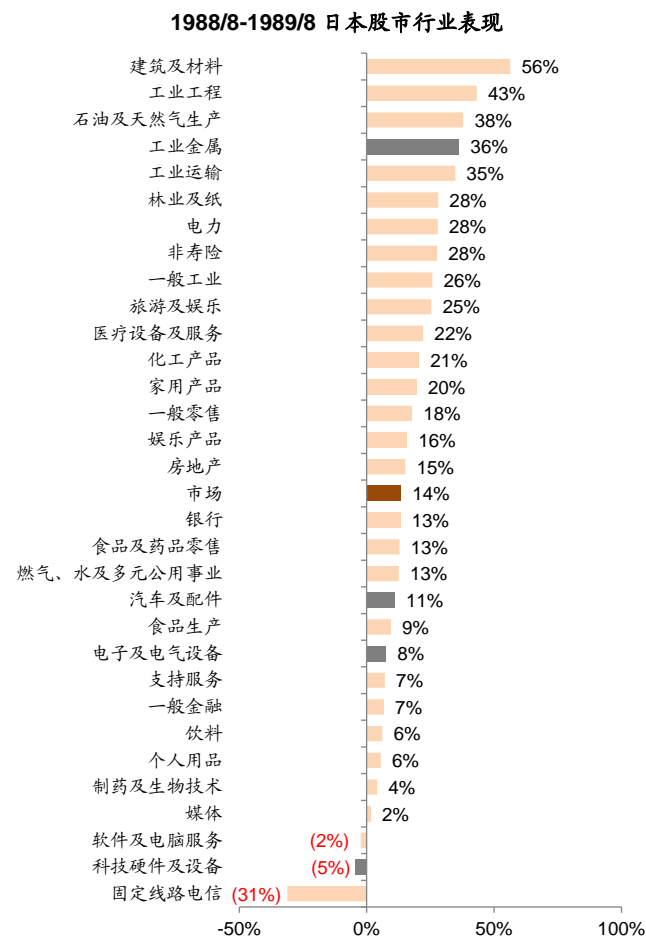


图表 20: 84 年美国与日本在特定领域进行 MOSS 谈判后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体



资料来源: Datastream, 中金公司研究部

图表 21: 88 年美国对日本进行超级 301 调查后, 出口占比较高行业表现弱于市场整体



资料来源: Datastream, 中金公司研究部



图表 22: 贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响 (第一部分)

行业	综合影响	美国——>中国		中国——>美国	
		1) 可能的关税提升 (对美出口敞口视角)	2) 非关税制约 (技术、投资并购限制、贸易额)	1) 可能的关税反制举措	2) “脱钩”地应对 (即扩大开放、或提升进口需求)
有色金属	负面	关税上调	中性	方向: 偏负面 原因: 提升10%铝材出口关税, 主要影响铝材出口 弹性: 关税提升10%, 对铝材出口总体净利润影响1.3%	中性
南山铝业	负面	汽车板材出口税增加	偏负面, 与美航空、汽车公司订单受影响	行业关税提升10%, 极端情况下对公司净利润影响为14.6% (按2016年净利润测算); 但考虑到出口地可选美国/德国, 同时签订高端航空用板材长协订单, 预计存在可转移空间	
钢铁	负面	方向: 负面 原因: 直接出口美国钢材占比全国总出口1.6%, 但若加上间接出口, 总量占比可能达到12-13%	负面	方向: 中性 原因: 中国为钢铁出口大国, 从美国进口钢材需求极少	方向: 中性 原因: 中国为钢铁出口大国, 从美国进口钢材需求极少
化工-玻纤	负面	方向: 负面 原因: 2016年中国玻纤出口美国占比18.8% 弹性: 关税提升10%, 净利润降幅14.5%	中性	中性	中性
中国巨石	负面	行业关税提升10%, 对公司净利润影响为5.8% (按2016年净利润测算)			
化工-聚合MDI	负面	方向: 负面 原因: 2016年中国聚合MDI出口美国占国内产量的8.73% 弹性: 关税提升10%, 净利润降幅3.3%	中性	中性	中性
万华化学	负面	行业关税提升10%, 对公司净利润影响为3.3% (按2016年净利润测算)			
机械	负面	美国市场约占中国机械出口的18%, 如果关税提升25%, 且全部由中国企业承担, 将对中国机械公司出口收入造成5%的影响。分子行业来看, 泵、压缩机、发动机、燃气轮机、机床、叉车、铸造机、缝纫机等占比较高, 受到的影响较大	中国机械公司收购或投资美国企业的有伊之密、曾收购HPM)、浙江鼎力 (投资CMEC) 等, 如果实施投资并购限制, 对美从中国企业收购美国公司构成一定负面影响, 但目前大部分机械公司收购标的更多集中在欧洲国家, 尤其是德国、意大利等传统制造技术强国	方向: 正面 原因: 中国企业一定程度上受到美国进口产品的竞争, 若实施反制措施, 有望加速国产化的进程, 受益的有工程机械厂商如三一重工、柳工、中联重科; 半导体设备厂家如北方华创、长川科技、晶盛机电等; 以及高空作业平台浙江鼎力等	中性
巨星科技	负面	美国市场收入占总收入的70%, 若关税提升25%, 对公司的收入影响为18%, 按照2016年净利润率算, 如果关税全部由公司承担, 则基本侵蚀所有利润, 影响较大	或影响其在美国的进一步收购	中性	中性
浙江鼎力	负面	美国市场收入占总收入的30%, 若关税提升25%, 对公司的收入影响为7.5%, 按照2016年净利润率算, 对公司的净利润影响达到30%, 但预计公司会将市场从美国转移到国内或欧洲, 降低影响	浙江鼎力已经收购了美国CMEC公司25%股权, 潜力拓展美国市场, 非关税制约可能会影响公司继续在美国的收购以及和美国企业的合作	与美国特雷克斯、JLG直接竞争, 若征收进口关税, 对公司形成利好	或形成利空
诺力股份	负面	美国市场收入占总收入-25%, 若关税提升25%, 那么对公司的收入影响为6%, 按2016年净利润率算, 对公司净利润的影响达到56%。公司或将缩小美国市场规模	诺力股份在美国已经有生产基地, 对美国技术收购意愿不强	中性	中性
应流股份	负面	美国市场收入占总收入的20%, 若关税提升25%, 那么对公司的收入影响为5%, 对净利润影响较大, 美国业务有可能亏损	或影响对美国技术的收购	中性	中性
中集集团	负面	美国市场收入占总收入的15%, 若关税提升25%, 且全部由公司承担, 那么对公司的收入影响为4%, 对净利润影响巨大, 对美出口业务或处于亏损状态, 但实际上, 美国基本没有集装箱产能, 故公司的议价能力较高, 有能力将成本转移	尚无收购美国资产计划	中性	中性
豪迈科技	负面	美国市场收入占总收入的15%, 若关税提升25%, 那么对公司的收入影响为4%, 按照2016年净利润率算, 对净利润影响14%	尚无收购美国资产计划	中性	中性
新界泵业	负面	美国市场收入占总收入的10%, 若关税提升25%, 那么对公司的收入影响为2.5%, 按2016年净利润率计算, 对净利润影响为31%	尚无收购美国资产计划	中性	中性
恒立液压	负面	美国市场收入占总收入的5%, 若关税提升25%, 那么对公司的收入影响为1%, 按2017年前三季度净利润率算, 对业绩影响为9%, 但市场目前供不应求, 公司可将市场集中在国内	尚无收购美国资产计划	若限制美国产品进口, 对公司将形成利好, 但较为有限	中性
家电	负面	负面: 美国是中国家电出口第一大目的地: 1) 家电行业对美国出口占整体出口-24%, 占家电行业整体收入比重-10%, 占整体净利润比重-5%, 出口方式以OEM、ODM为主, 自主品牌为辅; 2) 美国对家电产品的进口关税税率普遍在0-4%之间, 其中大家电和白电的税率在2%左右, 小家电品类税率略高, 但也仅有4%	负面: 中国家电企业全球化, 在美国并购或者发展业务, 如海尔并购GE家电业务	中性: 中国家电进口关税税率5%, 其他产品在10%-15%, 中国进口家电规模小, 提高关税对行业影响不大	中性
美的集团	负面	对美国出口占公司总收入7-10%, 预计相关净利润占比5%, 在海外有工厂, 必要情况下可转移产能 弹性: 取决于具体贸易战细则, 初步估计美国难以完全找到替代生产基地, 订单不会完全消失, 预计利润损失率在2%-3%	KUKA在美国的业务可能受到影响, KUKA在美国的业务贡献的净利润不到集团1%, 美的未来在美国拓展业务, 并购的潜力减弱		
格力电器	负面	对美国出口占公司总收入3-5%, 预计相关净利润占比2-3%, 在海外有工厂, 必要情况下可转移产能 弹性: 取决于具体贸易战细则, 初步估计美国难以完全找到替代生产基地, 订单不会完全消失, 预计利润损失率在1%-2%	当前影响不大, 但未来在美国拓展业务, 并购的潜力减弱		
海尔电器	中性	对美国出口占公司总收入1%	在美国没有业务		
苏泊尔	负面	对美国出口占公司总收入10%, 在越南有工厂, 必要情况下可转移产能	在美国没有业务		
莱克电气	负面	对美国出口占公司总收入15%-20% 弹性: 密切关注提高关税后, 美国是否可以在其他国家找到产能替代	在美国没有业务		
新宝股份	负面	对美国出口占公司总收入25%-30% 弹性: 密切关注提高关税后, 美国是否可以在其他国家找到产能替代	在美国没有业务		
老板电器	中性	没有出口业务	在美国没有业务		
轻工制造	负面	中国是美国重要的家具进口国, 若美国对中国出口的家具产品加征关税, 可能会降低中国家具在美国市场的价格竞争力, 进而影响到对中国家具的进口量	中性	中性	中性
敏华控股	负面	美国收入占公司营收的比例约35%, 若未来美国对中国家具加征关税, 可能降低公司产品在美国市场的竞争力与销量			
宜华生活	负面	美国收入占比约45%, 若未来美国对中国家具加征关税, 可能降低公司产品在美国市场的竞争力与销量			
裕同科技	负面	消费电子类客户占公司销售的比例约80%, 美国有可能将中国出口的消费电子产品加征关税, 这将降低中国电子产品在美国市场的竞争力, 进而间接消费电子相关包装产品的需求			
旅游酒店	对国内游中性; 对出境游存在潜在负面影响	中性	方向: 偏负面 原因: 若美国提高旅游签证办理难度, 有可能导致赴美旅游人次的减少	方向: 偏负面 原因: 若中国提高赴美旅游签证办理难度, 有可能导致赴美旅游人次的减少	中性
众信旅游	负面	中性	北美业务预计占公司出境游客流的约10%, 若旅游签证难度提升, 利空公司出境游人次		中性

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 23：贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响（第二部分）

行业	综合影响	美国→中国		中国→美国	
		1) 可能的关税提升 (对美出口敞口程度)	2) 非关税制约 (技术、投资并购限制、贸易额)	1) 可能的关税反制举措	2) “脱钩”地应对 (即扩大开放、或提升进口需求)
电子通信	负面	方向：负面 原因：可能提升关税	方向：负面 原因：半导体等核心技术、并购限制	中性	中性
立讯精密	负面	来自苹果收入占公司总收入约50%，关税提升后，手机品牌可能将税负压力向零部件传导，但公司所处环节很难有海外替代供应商，因此实际影响可能有限			
歌尔股份	负面	来自苹果收入占公司总收入的35%，关税提升后，手机品牌可能将税负压力向零部件传导，但公司所处环节很难有海外替代供应商，因此实际影响可能有限			
瑞声科技	负面	来自苹果收入占公司总收入的50%，关税提升后，手机品牌可能将税负压力向零部件传导，但公司所处环节很难有海外替代供应商，因此实际影响可能有限			
舜宇	中性	来自北美市场收入占公司总收入约4%，影响有限			
海康威视	负面	来自美国收入占公司总收入约7%，关税提高可能影响北美市占率			
大华股份	负面	来自美国收入占公司总收入约5%，关税提高可能影响北美市占率			
中兴通讯	负面	来自美国收入占公司总收入约9%，主要出口产品是手机，对利润影响较小	可能影响芯片采购		
中芯国际	负面	来自北美市场收入占公司总收入约29%	可能影响设备采购及海外投资并购		
京东方	中性	来自北美市场收入占公司总收入约3%，影响有限	可能影响设备采购及海外投资并购		
港股计算机硬件	负面	方向：负面 原因：可能提升关税	中性	中性	中性
联想集团	负面	美国是联想PC和手机（含摩托罗拉）的主要销售地区，占收入比例在10%左右；若提升25%的附加关税，联想产品面临降价压力（但目前美国的竞争对手惠普和Dell比较强势），联想需要在提价或降低利润率之间两难抉择	目前尚无影响	不在限制范围内	不在限制范围内
航运	短期负面，但影响可控；中长期待观察	负面（集运） 增加关税的行业（如机电产品等）主要为终端产品贸易，通过集装箱运输为主，短期可能对美需求造成一定负面影响，不确定性增加；中长期看取决于美国国内潜在需求是否受到影响以及能否通过美国国内产能满足需求（减少进口）	中性	负面 如果中国采取一定反制措施，例如对美国进口商品征收关税，可能影响集运（集成电路等）和干散货（大豆等粮食）需求	正面 如果通过更多进口美国的农产品、油气等方式来积极应对，将利好航运需求，部分抵消美国增加关税的负面影响。
中外运航运	中性	中性 主要从事干散货运输及亚洲区域内集装箱运输	中性	负面 货种分散，影响相对有限，无法测算弹性	中性
海丰国际	中性	中性 主要从事亚洲区域内集装箱运输，但须关注贸易摩擦对全球贸易环境、投资者情绪及风险偏好的影响	中性	中性	中性
招商轮船/中远海能	中性	中性 主要从事石油、LNG、及干散货运输	中性	中性	可能受益于从美国增加进口油气产品
中远海特	中性	中性 主要运输特种机械设备，中美之间航线收入贡献小	中性	中性	中性
港口	短期负面	短期不利于集装箱吞吐量增速	中性	负面 可能影响吞吐量增速	正面，可能利好集装箱和油气吞吐量
航空	中性	中性	中性	中性 原因：航空公司未来引进波音飞机的成本预计有所增加。 弹性：无法量化计算，航空公司可以通过更多引进空客飞机、未来购买C919降低影响	中性
机场	中性	中性	中性	中性	中性
保险行业	整体影响较小，略负面	中性	中性	中性	负面：略负面 原因：中国会进一步开放保险行业对外资公司的开放力度，但只有少数已在中国开展业务并有品牌认知的公司方可获益
友邦保险	正面				友邦2017年中国内地寿险原保费收入为人民币208亿元，市场占比0.8%；中国内地寿险新业务价值8.3亿美元，占友邦当年总新业务价值24%（较5年前的10%有大幅提升），目前友邦中国只在苏州苏寿营业，其营业区域未来有望逐步放开，给友邦带来更高的新业务价值增长空间。
证券及资管行业	整体影响较小，略负面	中性	中性	中性	负面：略负面 原因：中国会进一步开放证券和资管行业对外资公司的开放力度，短期影响较小，中长期或将促进行业竞争格局进一步市场化，尤其是投资银行、财富管理、资产管理等海外领先业务领域，大型券商在现有客户、资本、渠道及人才基础上受到的冲击较小，将随进一步开放提升竞争力；但中小券商面临更严峻的竞争环境
石油天然气	中性	无	预计美国对中国在高端技术和设备方面的出口可能受到制约，同时中国民营资本向美国本土油气资源的投资亦可能受限，对中国民营油服公司呈负面影响	无	预计中国政府可能敦促中国大油公司，加速从美国进口更多的油气资源和石化产品，对中国大油公司呈中性影响
中国石化-A/H					中性
中国石化-A/H					中性
中海油					中性
安东油田服务			负面		
海隆控股			负面		
航空航天军工	中性	负面	中性	正面	中性
航发动力	中性	航空发动机零部件外贸转包收入占比12%左右			
航发科技	负面	向美国出口的航空发动机零部件外贸转包收入占比40%左右			
航发控制	中性	航空发动机零部件外贸转包收入占比9%左右			
中航飞机	中性	海外收入占比9%左右，主要为航空零部件外贸转包		1) 如针对美国的航空发动机出口采取反制措施，则不利于新舟系列飞机生产（注：新舟采用美国普惠公司生产的发动机） 2) 如针对波音公司采取反制措施，则有利于C919客机的国内销售规模扩大	
中直股份	中性	海外收入占比低于1%，但运12系列飞机出口美国或将受到影响		如针对美国的贝尔直升机、罗宾逊直升机、西科斯基直升机出口采取反制措施，则有利于AC系列国产民用直升机销售规模扩大	如提升欧洲直升机进口需求，则不利于AC系列国产民用直升机销量扩大
中国船舶	中性	向美国出口的收入占比15%左右，但不确定船舶是否存在产品清单中，仍需观察			
建筑与工程	中性	方向：负面 原因：1) 中国对外承包工程中，美国占比很小（2015年来自美国的承包工程合同金额占比仅为2.7%）；2) 关税提升会导致在美承包工程所需的设备的进口成本提升，进而影响利润率；3) 部分建筑公司有进出口贸易业务，或受贸易摩擦影响	方向：中性 原因：1) 中国建筑公司在美基建运营项目较少，且并非投资并购限制的主要领域；2) 中国建筑公司海外并购较少，预计受影响也有限	中性	方向：正面 原因：外需受到冲击后，政府可能通过加大投资、扩大对外开放（如推进“一带一路”建设）等方式应对，因此国内基建、房建等领域，以及“一带一路”沿线的工程建设都有望受益
中工国际	中性	美国业务收入占比小	投资项目主要在老挝、加拿大等地		可能受益于国家扩大对外开放，加快推进“一带一路”建设
中国交建	中性	美国业务收入占比小	投资项目主要位于亚洲、非洲		可能受益于国家扩大对外开放，加快推进“一带一路”建设，以及加大基建投资
中国建筑	负面	2016年，美国项目占境外项目数量比重为8.3%，金额占比为11.6%			可能受益于国家扩大对外开放，加快推进“一带一路”建设，以及加大基建和房建投资

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 24: 贸易摩擦对主要涉及行业以及重点公司影响 (第三部分)

		美国——>中国		中国——>美国	
行业	综合影响	1) 可能的关税提升 (对美出口敞口视角)	2) 非关税制约 (技术、投资并购限制、贸易额)	1) 可能的关税反制举措	2) “积极”地应对 (即扩大开放、或提升进口需求)
纺织制衣	中性	中性: 纺织制衣领域中国对美出口较多, 占美国进口总额的36%, 且中国企业具备较强议价能力; 但这一行业在美国本土并不存在两国间的直接产业竞争, 且目前美国对产自中国的服装纺织品所征收的关税已较高(10-20%不等), 进一步抬高关税对美国无益; 采购商由于难以找到第三国作为替代将面临巨大压力	中性	中性	中性
中洲国际	中性	公司海外市场中美国份额有限, 于1H17贡献公司收入的12.4%, 低于欧洲(23.4%)及日本(18.1%); 即使中美间出现贸易摩擦, 公司东南亚的子公司及生产基地也可在较优惠的外贸条款下为美国提供产品			
汽车及汽车零部件	对整车中性; 对零部件偏负面	整车出口量很小, 基本没有影响; 汽车零部件每年对美出口敞口均在100亿美元规模, 如果征税, 可能对相应行业有一定的影响 方向: 中性	偏负面	中性	如果汽车进口关税降低, 会提高消费者剩余, 生产者角度, 短期可能会对国产豪华车带来一定冲击, 但中长期将提升国内汽车制造整体效率
福耀玻璃	中性	原因: 对美出口占营收比重20%左右; 但美国本土汽车玻璃供应商已经相继退出, 缺乏产能, 因此征税很可能会由美国整车厂承担; 且公司在美有550万台汽车玻璃产能	偏负面, 公司计划后续进一步加大在美产能; 但汽车玻璃应该不属于投资限制的对象	中性	中性
拓普集团	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收10%	中性	中性	中性
精锻科技	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收5%	中性	中性	中性
奥特佳	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收12%	中性	中性	中性
银轮股份	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收11%	中性	中性	中性
华域汽车	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收1%	中性	中性	中性
继峰股份	负面	方向: 负面 原因: 对美出口占营收2-3%	中性	中性	中性
医药	正面	中性	中性	中性	方向: 正面 原因: 在医药制造业、医疗服务等领域扩大开放
计算机	偏正面	中性	方向: 偏负面 原因: 限制中国软硬件企业通过投资并购获取先进技术	方向: 正面 原因: 部分套嵌软件领域美国产品占主导, 若提升进口软件关税有望促进国产替代	中性
石基信息	中性	方向: 偏负面 原因: 公司国际化战略正逐步在美国替代Oracle产品, 可能产生一定影响, 但整体看影响不大	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	方向: 中性 原因: 公司代理的Oracle产品的客户价格不敏感, 且公司有国产PMS可以替代	方向: 正面 原因: 公司在欧洲以及东南亚布局较多, 可能得到一定的促进
科大讯飞	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	中性	中性
太极股份	正面	中性	中性	方向: 正面 原因: 国产化有望提速	中性
四维图新	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	中性	中性
广联达	偏正面	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	方向: 正面 原因: Autodesk等软件价格上升后公司产品更具竞争力	中性
启明星辰	偏正面	中性	中性	方向: 偏正面 原因: 信息安全领域进一步替代赛门铁克等厂商(国外公司市场份额已经很小)	中性
超图软件	正面	中性	中性	方向: 正面 原因: 可进一步抢占ESRI市场空间	中性
思创医惠	中性	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 与IBM Watson合作, 成本可能上升	中性
东方国信	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	中性	中性
美亚柏科	正面	中性	中性	方向: 正面 原因: 电子取证可以进一步替代美国产品	中性
卫宁健康	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	中性	中性
东方网力	中性	中性	方向: 偏负面 原因: 阻碍投资收购美国企业	中性	中性
绿盟科技	偏正面	中性	中性	方向: 偏正面 原因: 信息安全领域进一步替代赛门铁克等厂商(国外公司市场份额已经很小)	中性
用友网络	偏正面	中性	中性	方向: 正面 原因: Oracle价格上涨, 用友的ERP系统价格优势将更加明显	中性
农业	正面	中性	中性	方向: 正面 原因: 1) 对美猪肉进口加征25%关税; 2) 后续潜在可能为对美大豆进口加征关税 弊端: 1) 对猪肉加征关税, 试探意义为主, 轻福利弊国内猪价; 实质影响有限; 2) 如后续对大豆加征关税, 导致南美大豆进口增多, 但进口价格提升 压榨为成本加成行业, 影响偏正面, 如大豆涨价, 压榨行业转移成本能力强; 油脂涨价更明显, 吨毛利有望增厚 饲料同为成本加成行业, 影响中性, 大豆涨价, 导致下游饲料涨价, 成本顺利传导, 但吨毛利以稳为主 饲料同为成本加成行业, 影响中性, 大豆涨价, 导致下游饲料涨价, 成本顺利传导, 但吨毛利以稳为主 如仅加征猪肉关税, 轻福利好养殖; 如后续加征大豆关税, 导致养殖成本上升, 挤压养殖利润, 影响偏负面 如仅加征猪肉关税, 轻福利好养殖; 如后续加征大豆关税, 导致养殖成本上升, 挤压养殖利润, 影响偏负面 若中国同时限制美豆与猪肉进口, 万洲中国市场肉制品加工业务将受负面影响, 但美国市场饲料和猪肉价格都有下行风险, 至少会有利万洲美国市场肉制品加工业务, 因此综合中美两地影响为中性	潜在的积极应对政策: 如中国加大对美大豆、禽畜肉类进口, 将更多改变中国进口结构。
中国粮油控股	偏正面				
海大集团	中性				
大北农	中性				
卜峰国际	中性				
牧原股份	偏负面				
温氏股份	偏负面				
万洲国际	中性				

资料来源：万得资讯，中金公司研究部





图表 25: A 股模拟组合列表

代码	公司名称	行业	中金评级	收盘价	年初至今涨跌幅	A股市值 (百万元)	年初至今日均成交额 (百万元)	盈利增速 %			PE (X)			PB (X)			分红收益率		
								2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002415.SZ	海康威视	电子	推荐	42.8	9.7%	394,903	1,449	27.1	28.9	28.6	41.9	32.7	25.4	12.6	9.8	7.6	0.8%	1.1%	1.6%
000963.SZ	华东医药	医药生物	推荐	64.7	20.1%	62,915	260	25.9	24.3	23.3	34.5	27.9	22.7	7.3	6.2	5.1	1.3%	1.5%	1.8%
300166.SZ	东方国信	信息服务	推荐	15.3	22.0%	16,075	346	37.3	30.9	28.1	36.3	27.6	21.4	3.4	3.1	2.7	0.4%	0.5%	0.6%
601318.SH	中国平安	保险	推荐	70.3	0.5%	761,536	8,072	22.4	19.4	23.9	14.4	11.4	9.2	2.9	2.3	1.9	1.2%	1.7%	2.0%
603288.SH	海天味业	食品饮料	推荐	58.0	7.8%	156,670	147	23.4	18.9	19.3	44.4	36.4	30.2	12.9	10.6	8.7	1.3%	1.6%	1.8%
002422.SZ	科伦药业	医药生物	推荐	28.7	15.3%	41,328	244	23.5	35.9	31.9	55.9	37.2	28.1	3.5	3.3	3.1	0.5%	0.7%	0.9%
300207.SZ	欣旺达	电子	N/A	11.7	19.8%	15,088	151	23.9	48.7	36.6	27.8	17.1	12.7	4.9	3.9	3.1	0.3%	0.6%	0.8%
300450.SZ	先导智能	机械	推荐	67.2	17.9%	29,568	318	102.0	81.7	42.7	55.0	29.8	21.7	15.0	9.0	6.6	0.4%	0.7%	0.9%
601688.SH	华泰证券	证券及其他	推荐	16.3	-5.6%	88,733	1,246	9.8	10.0	13.2	13.5	14.7	12.6	1.3	1.2	1.2	2.7%	2.8%	2.7%
000196.SH	复星医药	医药生物	中性	44.6	0.2%	89,679	895	13.7	18.4	17.1	34.3	27.9	23.6	4.2	3.7	3.2	0.7%	0.7%	0.9%
600001.SZ	平安银行	银行	推荐	11.3	-14.7%	194,712	2,194	3.0	6.2	10.9	8.4	7.9	7.1	1.0	0.9	0.8	1.4%	1.4%	1.5%
601225.SH	陕西煤业	煤炭	中性	7.8	-4.2%	78,200	797	281.8	1.9	10.5	7.6	7.0	5.8	1.8	1.6	1.4	5.5%	5.4%	6.3%
001979.SZ	招商蛇口	房地产	推荐	21.0	7.6%	166,302	1,165	18.9	31.9	22.9	13.6	10.9	8.9	2.4	2.1	1.8	2.4%	2.8%	3.0%
000651.SZ	格力电器	家用电器	推荐	48.9	11.9%	294,049	3,631	38.9	17.3	14.0	13.4	11.4	10.1	4.7	4.0	3.5	4.8%	5.3%	6.0%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 26: 海外中资股模拟组合列表

代码	公司名称	中金评级	行业	最新收盘价	年初至今表现(%)	2018E净利润 一致预期近1 个月调整	市值 (百万美元)	3个月日均 成交额(百万 美元)	P/E 2018E	P/B 2018E	分红收益率 2018E	ROE 2018E	EPS CAGR 2017-19e
2208 HK	金风科技	推荐	工业	14.18	6.8	1.0%	1,175	14.9	12.2	1.6	2.0%	14%	6%
2318 HK	中国平安	推荐	金融	84.45	3.8	4.5%	80,167	713.0	12.8	2.3	2.1%	19%	14%
1929 HK	周大福	推荐	可选消费	9.24	12.7	2.9%	11,778	6.2	20.2	2.8	3.3%	14%	N/A
2020 HK	安踏体育	推荐	可选消费	39.05	10.2	0.6%	13,362	20.6	22.7	5.5	3.2%	26%	13%
6886 HK	华泰证券	推荐	金融	14.90	-4.2	-0.3%	3,265	24.0	10.9	0.9	3.5%	9%	8%
2319 HK	蒙牛乳业	推荐	日常消费	23.75	2.2	0.0%	11,889	45.1	22.4	2.9	1.2%	14%	21%
3888 HK	金山软件	推荐	信息技术	26.25	1.0	-0.3%	4,596	46.4	18.0	2.3	0.8%	12%	11%
1288 HK	农业银行	推荐	金融	4.43	21.7	-0.6%	17,357	156.2	5.7	0.8	5.4%	14%	6%
700 HK	腾讯控股	推荐	信息技术	420.00	3.4	-1.4%	508,538	1,706.6	37.8	9.6	0.3%	29%	20%
762 HK	中国联通	推荐	电信业务	9.37	-11.3	-12.9%	36,544	59.3	25.4	0.7	1.7%	3%	55%
386 HK	中国石化	推荐	能源	6.59	15.0	-0.4%	21,431	120.0	10.7	0.8	5.7%	8%	5%
688 HK	中国海外发展	推荐	房地产	27.65	9.9	0.2%	38,613	91.1	7.3	1.1	3.6%	16%	10%
1093 HK	石药集团	推荐	医疗保健	21.00	33.1	1.9%	16,711	58.3	36.3	7.7	0.9%	23%	17%
902 HK	华能国际	推荐	公用事业	5.20	6.1	-26.9%	3,115	25.3	12.2	0.7	4.7%	6%	53%
914 HK	海螺水泥	推荐	原材料	41.60	13.2	8.8%	6,891	57.0	10.1	1.8	4.0%	19%	7%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 27: 海外中资股多空建议组合列表

代码	公司名称	中金评级	行业	最新收盘价	年初至今表现(%)	2018E净利润 一致预期近1 个月调整	市值 (百万美元)	3个月日均 成交额(百万 美元)	P/E 2018E	P/B 2018E	分红收益率 2018E	ROE 2018E	EPS CAGR 2017-19e
看多内需组合													
2318 HK	中国平安	推荐	金融	84.45	3.8	4.5%	80,167	713.0	12.8	2.3	2.1%	19%	14%
1398 HK	工商银行	推荐	金融	6.65	5.7	0.4%	73,568	346.0	6.3	0.8	4.8%	14%	6%
2020 HK	安踏体育	推荐	可选消费	39.05	10.2	0.6%	13,362	20.6	22.7	5.5	3.2%	26%	13%
700 HK	腾讯控股	推荐	信息技术	420.00	3.4	-1.4%	508,538	1,706.6	37.8	9.6	0.3%	29%	20%
3888 HK	金山软件	推荐	信息技术	26.25	1.0	-0.3%	4,596	46.4	18.0	2.3	0.8%	12%	11%
914 HK	海螺水泥	推荐	原材料	41.60	13.2	8.8%	6,891	57.0	10.1	1.8	4.0%	19%	7%
2001 HK	新高教集团	推荐	可选消费	5.54	37.1	2.3%	1,011	4.7	19.7	3.2	1.6%	17%	24%
291 HK	华润啤酒	推荐	日常消费	34.85	24.2	-2.0%	14,411	28.3	41.0	4.5	0.8%	11%	20%
1109 HK	华润置地	推荐	房地产	28.95	25.9	7.6%	25,575	76.2	8.3	1.3	4.1%	16%	15%
1093 HK	石药集团	推荐	医疗保健	21.00	33.1	1.9%	16,711	58.3	36.3	7.7	0.9%	23%	17%
1929 HK	周大福	推荐	可选消费	9.24	12.7	2.9%	11,778	6.2	20.2	2.8	3.3%	14%	N/A
2208 HK	金风科技	推荐	工业	14.18	6.8	1.0%	1,175	14.9	12.2	1.6	2.0%	14%	6%
2357 HK	中航科工	推荐	工业	5.25	26.2	-0.9%	1,577	10.1	18.1	1.6	0.7%	9%	11%
看淡外需可能受影响较大组合													
2039 HK	中集集团	推荐	工业	11.98	-20.7	0.0%	2,621	3.2	8.8	0.9	2.8%	8%	11%
2018 HK	瑞声科技	推荐	信息技术	145.60	4.4	0.5%	22,678	118.9	19.8	6.2	1.8%	34%	19%
763 HK	中兴通讯	回避	信息技术	26.05	-11.2	-0.7%	2,509	50.0	17.1	2.1	1.6%	13%	9%
981 HK	中芯国际	推荐	信息技术	10.18	-24.7	11.1%	6,386	67.4	64.9	1.2	N/A	2%	5%
3606 HK	福耀玻璃	推荐	可选消费	30.35	-7.9	0.5%	1,956	7.0	15.2	2.9	3.9%	19%	13%
1999 HK	敏华控股	推荐	可选消费	6.64	-10.6	-2.2%	3,240	8.4	13.3	3.9	4.4%	31%	10%
1070 HK	Tcl 多媒体股权	推荐	可选消费	3.52	-9.7	0.0%	1,046	2.0	9.8	0.8	0.8%	9%	15%
992 HK	联想集团	回避	信息技术	4.09	-7.3	0.0%	6,264	28.9	12.7	1.5	N/A	11%	28%
144 HK	招商局港口	推荐	工业	17.80	-13.0	-0.7%	7,436	18.4	11.4	0.8	4.5%	9%	2%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：樊荣、张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



**CICC**  
中金公司

