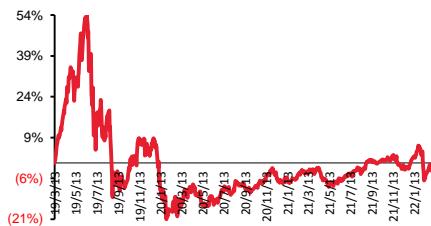




贸易摩擦无惧，历史照亮未来

■ 上证综合指数走势(近三年)



相关研究报告：

- 《盈利预期差定胜负》——
20018/3/12
- 《鉴古知今，两会前瞻：首次淡化经
济增长的两会》
——2018/02/25
- 《天行有常，不为桀存，不为尧亡》
——2018/02/09
- 《四重潜在溢价护航价值股投资》
——2018/0/07
- 《周期为王，估值重构》——
2018/01/01

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210090002

联系人：喻培林

核心观点：去年以来，特朗普政府步步为营：通过南海航行事件和萨德防空导弹部署，在中国周边进行军事封堵；接受朝美直接谈判，缓和朝美对立关系关系；通过了严重违反一个中国原则和中美三个联合公报协定的“台湾旅行法”，持续对中国政府施压。上周中美贸易摩擦进一步升级，由贸易战引发的一系列国际社会争端出现实质性升温。

我们分析近期美国关税政策变化的情况，可以看出其指向性明显：从中国入世以后的经贸历史来看，中美贸易逆差的核心问题中美两国优势产业是错位的。中国出口产品主要是中低附加值加工型产品，基础工业品和消费型产品为主，而美国长期限制高科技、军工产品对中国出口，出口产品以农产品和服务型贸易为主，因而贸易逆差根本无法从关税角度解决。综上所述，美国本轮贸易制裁并非为扭转贸易逆差，而是遏制中国产业向高端领域升级，对美构成竞争。未来需做好摩擦持久化甚至升级的准备。

上周A股全线回调，估值随着指数而下跌，正值年报和一季报披露，部分行业因业绩下滑出现“越跌越贵”的情况。我们分析了2000年以来A股的共经历的3次较大的系统性下跌，发现在这几次的市场系统性下跌中，无论下跌的因素是估值还是业绩，前期估值过高的行业受到的影响更大，而业绩保持良好的行业则有一定的支撑，即估值低且基本面良好的板块具有较好的防御性。

配置建议：短期关注黄金板块和农产品板块，中期关注银行、地产以及大众消费（若未来国际贸易进一步承压，提振内需消费将是必然选择，大众消费板块受益明显）。根据历史经验，黄金在历次国际政治经济动荡期均会有较好的避险作用，建议短期可以配置黄金板块。国内反制措施延伸，则可能加大对美进口大豆关税，对农业板块构成利好。推演美国关税制裁演化的路径，出口贸易中家电、影视、纺织服装、玩具、塑胶制品、原料药等相关行业均将受到盈利预期下行的冲击；美国发起贸易战的核心目的是遏制中国发展高科技产业，未来高端制造业和互联网新经济先关领域会受掣肘较多。

目录

一、 警惕贸易战摩擦引发对抗升级，争端常态化	4
二、 上周市场回顾	5
三、 历史照亮未来：低市净率和盈利增速向上的行业具有较好的防御性	7
四、 配置建议：短期关注黄金板块和农产品板块，中期关注银行、地产以及大众消费	10

图表目录

图表 1: 美国对中国出口武器技术等有限制.....	5
图表 2: 2017 年中国对美贸易差额	5
图表 3: 上周指数涨跌幅	6
图表 4: 指数估值比较	6
图表 5: 上周行业 (中信) 涨跌幅	6
图表 6: 行业指数 3 月 23 日估值比较	6
图表 7: 2001-2005 行业涨跌 (前三和后三) 情况.....	7
图表 8: 2001-2005 业绩行业净利润对比.....	7
图表 9: 2007-2008 行业涨跌 (前三和后三) 情况.....	8
图表 10: 2007-2008 估值 (PB) 下跌情况.....	8
图表 11: 2010-2012 行业涨跌 (前三和后三) 情况.....	9
图表 12: 2010-2012 业绩增速情况对比	9
图表 13: 2010-2012 年估值下跌情况对比.....	9
图表 14: 银行在三次下跌中均强于大盘.....	10
图表 15: 国防军工在三次下跌中均弱于大盘.....	10
图表 16: 贸易战涉及领域	11
图表 17: 2017 年美国对中国出口行业分布.....	11
图表 18: 2017 年中国对美国出口行业分布.....	11

一、警惕贸易战摩擦引发对抗升级，争端常态化

上周中美贸易摩擦进一步升级，由贸易战引发的一系列国际社会争端出现实质性升温。继22日美国宣布对价值600亿美元中国商品加征关税之后，日本政府3月23日在内阁会议上决定对中国和韩国产的部分钢铁产品征收税。同日，路透社报道，美国官员称，美国海军“马斯汀号”驱逐舰当地时间周五（23日）在南海海域实行“航行自由”行动，进入南沙群岛美济礁12海里范围内。

回顾近年来中国周边地缘政治事件，2017年9月韩国宣布萨德系统已经具备完整的战斗能力，宣告萨德系统部署完毕；2017年9月，朝鲜进行第六次核试验，美国立即宣称要对朝鲜给予进一步压力；今年3月特朗普政府称接受与朝鲜谈判；3月16日，美国总统特朗普签署了鼓励美台官员互访的“台湾旅行法”。结合以上事件可以发现特朗普政府步步为营，通过南海航行事件和萨德防空导弹部署；在中国周边进行军事封堵，本月初，一改对朝鲜的强硬态度，抛出橄榄枝接受朝美直接谈判的关系，缓和朝美对立关系关系，最后通过严重违反一个中国原则和中美三个联合公报协定的“台湾旅行法”，持续对中国政府施压。

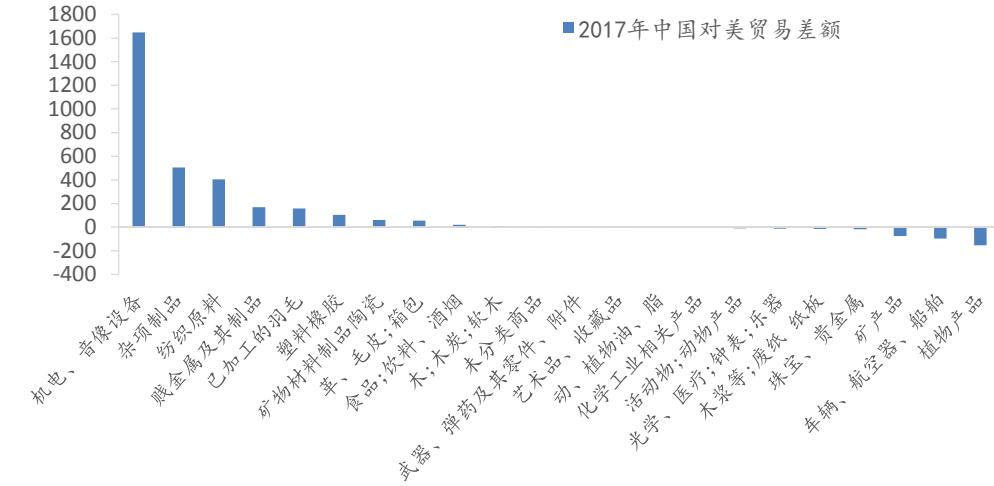
3月1日特朗普正式签署命令，对进口钢铁和铝制品征收高额关税，3月22日，特朗普下令暂停对欧盟成员国、阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、墨西哥和韩国所生产的钢铁和铝实施惩罚性关税，至五月一日之前，但是中国和日本除外。市场观点普遍认为：美国此次发起贸易纠纷，一方面源于大规模的贸易逆差，另一方面源于美国中期选举选票压力。然而，我们分析近期美国关税政策变化的情况，可以看出其指向性明显：从中国入世以后的经贸历史来看，中美贸易逆差的核心问题中美两国优势产业是错位的。中国出口产品主要是中低附加值加工型产品，基础工业品和消费型产品为主，而美国长期限制高科技、军工产品对中国出口，出口产品以农产品和服务型贸易为主，因而贸易逆差根本无法从关税角度解决。综上所述，美国本轮贸易制裁并非为扭转贸易逆差，而是遏制中国产业向高端领域升级，对美构成竞争。未来需做好摩擦持久化甚至升级的准备。

图表 1：美国对中国出口武器技术等有限制



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 2：2017 年中国对美贸易差额



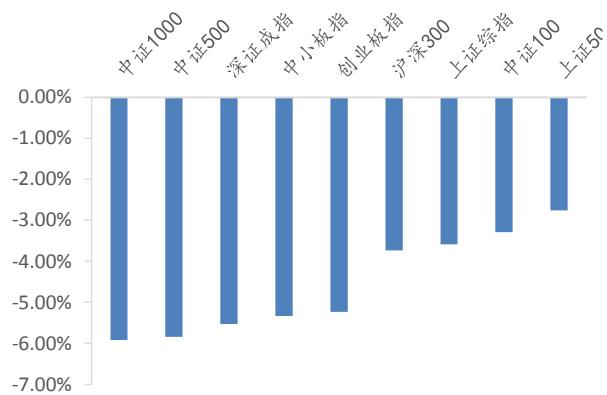
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

二、上周市场回顾

贸易战阴云笼罩推升市场避险情绪，上周A股全线回调。中小盘调整明显，中小板指和创业板指跌幅分别为5.33%和5.23%，大盘股则相对较稳，上证综指和上证50的跌幅分别为3.58%和2.76%。估值随着指数而下跌，正值年报和一季报披露，部分行业因业绩下滑出现“越跌越贵”的情况。从行业来表现来看，钢铁、建材受贸易战影响跌幅较大，分别为8.6%和7.62%，农林牧渔在周五市场大跌中逆势上涨，最终上周只有0.29%的跌幅。估值方面，国防军工、计算机、通信的

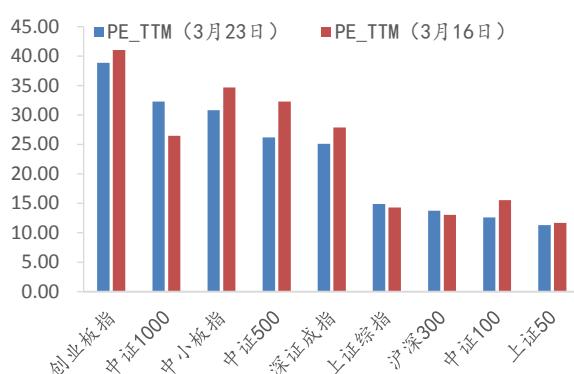
估最高，分别为79倍、66倍、55倍，地产、钢铁、煤炭和银行的估值较低。

图表 3：上周指数涨跌幅



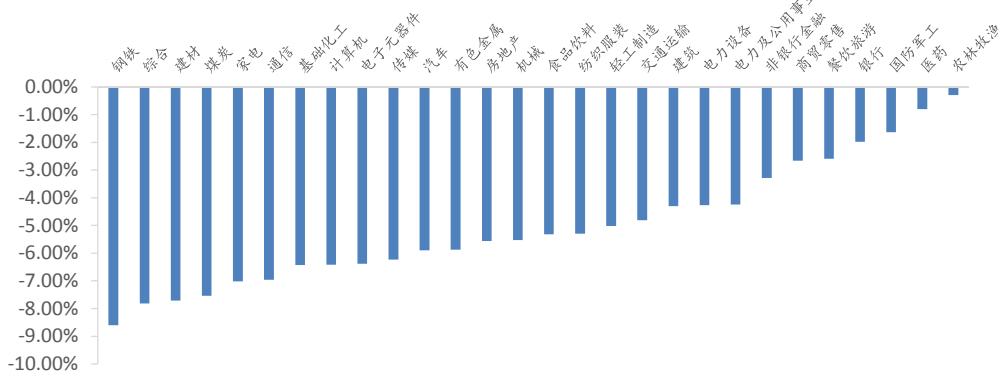
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 4：指数估值比较



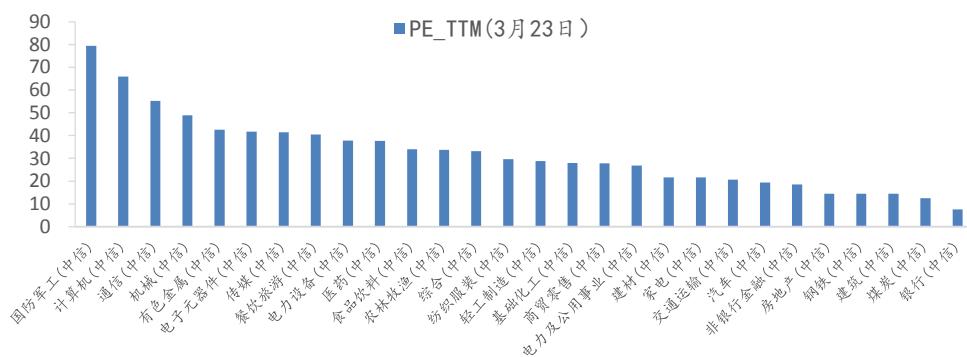
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 5：上周行业（中信）涨跌幅



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 6：行业指数3月23日估值比较



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

三、历史照亮未来：低市净率和盈利增速向上的行业具有较好的防御性

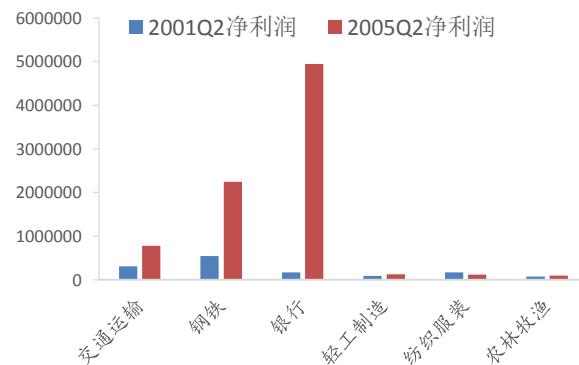
我们分析了2000年以来A股的共经历的3次较大的系统性下跌，分别为2001年6月14日至2005年6月6日，2007年10月16日至2008年10月28日，2010年11月11日至2012年12月4日，发现在这几次的市场系统性下跌中，无论下跌的因素是估值还是业绩，前期估值过高的行业受到的影响更大，而业绩保持良好的行业则有一定的支撑，即估值低且基本面良好的板块具有较好的防御性。

在2001年6月14日至2005年6月6日的下跌中，跌幅最大的三个行业分别为农林牧渔、纺织服装和轻工制造，跌幅分别为78%，69.65%和69.53%，跌幅最小的行业分别为交通运输、钢铁和银行。对比这些行业的净利润可以发现，银行、钢铁、和交通运输在2001年至2005年的净利润有明显的增加，得以保证在整个A股市场系统性风险出现时可以托底。

图表 7: 2001-2005 行业涨跌（前三和后三）情况

证券简称	2001.06.14 -2005.06.06		PE 涨跌幅	PB 涨跌幅	净利润增速
	指数涨跌幅				
农林牧渔	-78.57%	-57.56%	-80.25%	27.89%	
纺织服装	-69.65%	-65.98%	-75.57%	-28.18%	
轻工制造	-69.53%	-65.42%	-70.84%	43.08%	
银行	-43.06%	-70.39%	-64.82%	2794%	
钢铁	-32.71%	-74.23%	-64.94%	313%	
交通运输	-32.53%	-55.71%	-53.17%	150%	

图表 8: 2001-2005 业绩行业净利润对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

在2007年10月16日至2008年10月28日的下跌中，跌幅最大的三个行业分别为有色金属、国防军工和采掘，跌幅分别为85%，79%和76%，跌幅最小的行业分别为建筑装饰、农林牧渔和医药生物。比较指数涨跌幅与估值涨跌幅、指数涨跌幅与业绩增速的相关性，发现指数涨跌与业绩增速关系不大而与PB的涨

跌幅高度相关，有色金属、国防军工和采掘 2007 年高点的 PB 分别为 13.08 倍、10.83 倍、11.59 倍，在经过这一轮下跌后仅为 1.57 倍、1.9 倍和 2.22 倍，跌幅均在 80% 以上。而建筑装饰、农林牧渔和医药生物前期 PB 并不高，仅为 6.77 倍、5.82 倍和 6.24 倍，成为此次下跌中跌幅最小的行业（图 9）。

图表 9：2007-2008 行业涨跌（前三和后三）情况

证券简称	2007-10-16- 2008-10-28		PE 涨跌	PB 涨跌	净利润同 比
	指数涨跌幅	幅	幅	比	
有色金属	-0.8530	-77.21%	-88.00%	-15.58%	
国防军工	-0.7899	-72.35%	-82.46%	16.19%	
采掘	-0.7654	-82.62%	-80.85%	1214%	
建筑装饰	-0.5503	-57.93%	-69.28%	135%	
农林牧渔	-0.5089	-64.66%	-60.14%	13.96%	
医药生物	-0.4947	-51.24%	-56.41%	48.05%	

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：2007-2008 估值（PB）下跌情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

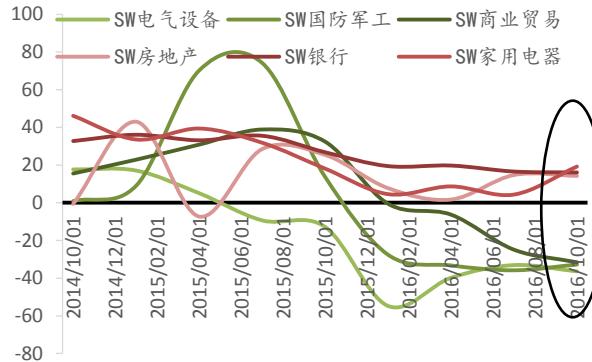
在 2010 年 11 月 11 日至 2012 年 12 月 4 日这段时间市场的下跌中，跌幅最大的行业分别为电气设备、商业贸易和国防军工，跌幅分别为 62.54%，56.41% 和 55.56%。观察各个行业的业绩情况，我们发现，行业指数涨跌排名基本与净利润增速的排名一致。此外，我们分别计算了行业指数涨跌幅与 PE 涨跌幅的相关系数、行业指数涨跌幅与净利润增速的相关系数，比较发现指数的下跌与净利润增速相关性更强（相关系数约为 0.4521）。我们判断本轮的下跌主要是业绩增速不达预期引起。就估值而言，电气设备和商业贸易同时也是 PB 跌幅最大的行业，电气设备的 PB 由 6.06 倍跌至 1.75 倍，跌幅达 71%，商业贸易的 PB 由 4.78 倍跌至 1.72 倍，跌幅达 64%。从 PE 来看，农林牧渔在市场下跌前 PE 最高，约为 76 倍，同时其在市场下跌期间的 PE 跌幅最大，至 2012 年 12 月 4 日已跌至 26.36，跌幅约为 65%。电气设备、商业贸易和国防军工的跌幅分别为 44%，51% 和 34%，略低于农林牧渔。反观银行、房地产和家用电器在整体业绩不大预期的情况下净利润保持增长，且下跌前的估值（PB）保持在低水平，低估值叠加基本面共同支撑使行业在市场下跌中表现良好。

图表 11: 2010-2012 行业涨跌（前三和后三）情况

行业名称	2010.11.11 -2012.12.04		净利润 增速
	PE 涨跌 幅	PB 涨跌 幅	
	指数涨跌幅		
电气设备	-62.53%	-44.76%	-36.14%
商业贸易	-56.41%	-51.32%	-27.89%
国防军工	-55.56%	-34.89%	-34.17%
家用电器	-24.52%	-46.96%	-48.73%
房地产	-22.96%	-51.06%	-37.59%
银行	-20.40%	-47.54%	-47.92%
			15.02%
			14.37%
			17.45%

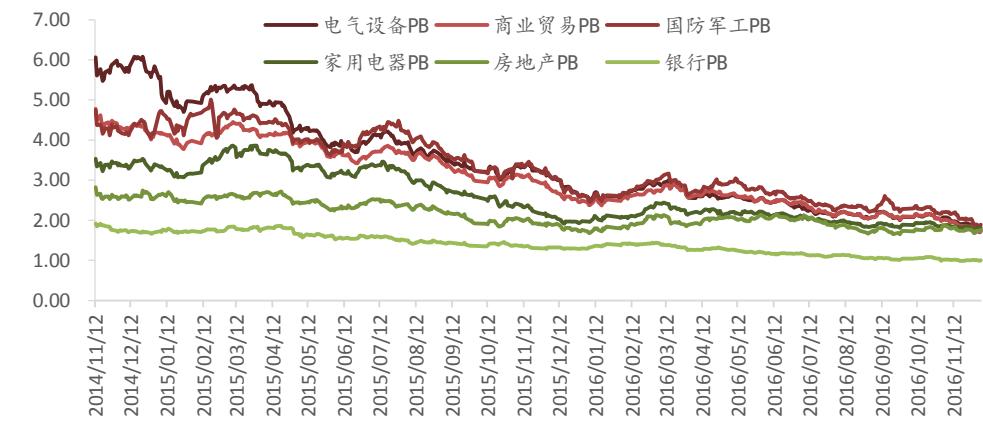
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 12: 2010-2012 业绩增速情况对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

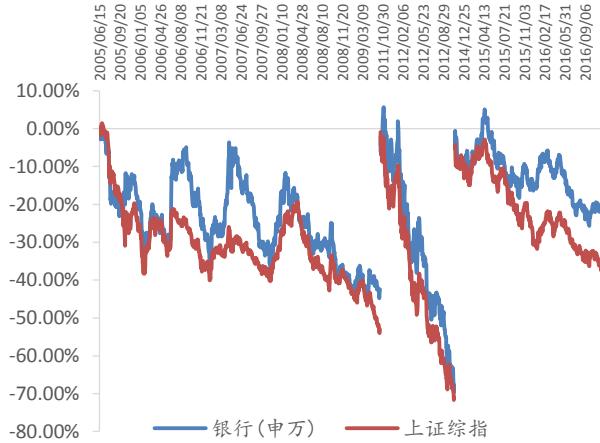
图表 13: 2010-2012 年估值下跌情况对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

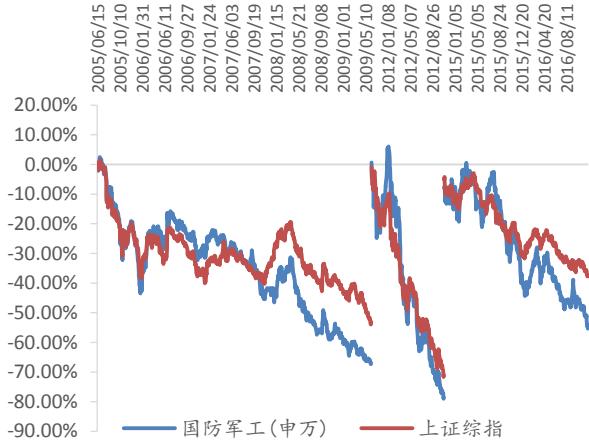
综上我们可以发现，在A股历史上发生的系统性下跌中，无论下跌的因素是估值还是业绩，前期估值过高的行业会受到的影响更大，而业绩保持良好的行业则有一定的支撑。以银行为例，除去2007年估值过高（2007年高点时PE为44倍，PB为7.55倍，高于钢铁、汽车的估值）导致下跌显著外，其余的两次下跌行情均表现了较大的防御性。国防军工则恰恰相反，在每次的下跌前估值水平都处于行业高水平，行业基本面也难有支撑，导致行业表现不及大盘。

图表 14：银行在三次下跌中均强于大盘



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：国防军工在三次下跌中均弱于大盘



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、配置建议：短期关注黄金板块和农产品板块，中期关注银行、地产以及大众消费

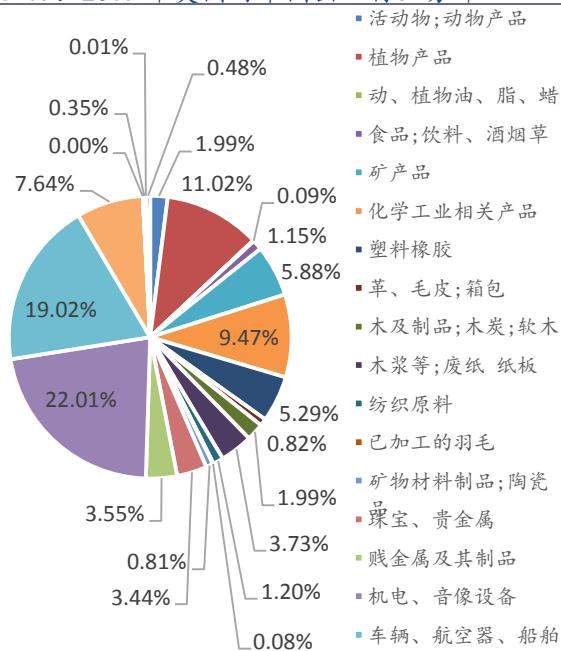
根据历史经验，黄金在历次国际政治经济动荡期均会有较好的避险作用，建议短期可以配置黄金板块。国内反制措施延伸，则可能加大对美进口大豆关税，对农业板块构成利好。推演美国关税制裁演化的路径，出口贸易中家电、影视、纺织服装、玩具、塑胶制品、原料药等相关行业均将受到盈利预期下行的冲击；美国发起贸易战的核心目的是遏制中国发展高科技产业，未来高端制造业和互联网新经济先关领域会受掣肘较多。中期角度看，企业盈利向上和低估值板块是抵御系统性风险最好的选择，建议配置调整充分的银行、地产。若未来国际贸易进一步承压，提振内需消费将是必然选择，大众消费板块受益明显。

图表 16: 贸易战涉及领域



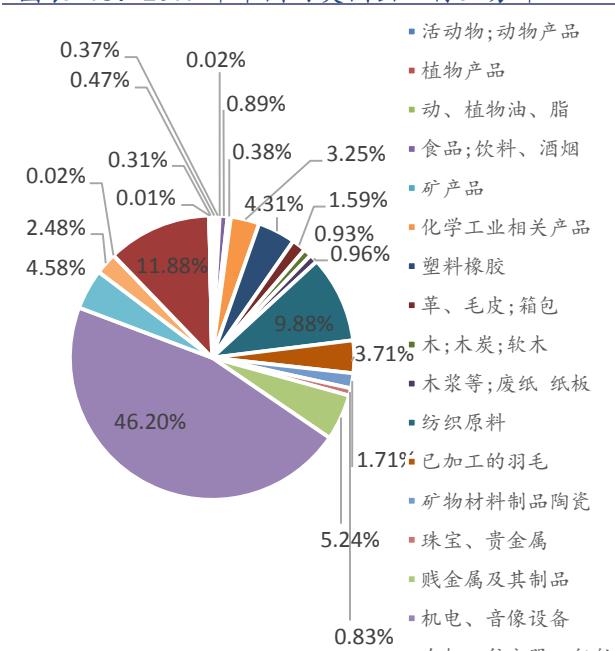
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 17: 2017 年美国对中国出口行业分布



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 18: 2017 年中国对美国出口行业分布



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。