

# 以戰止戰還是以和止戰？

貿易戰沒有贏家，這一點大約有異議的不多。因為一直打下去，中國的企業自然是受損了，但美國的企業和消費者也好不到哪裏去。譬如最近的新聞，美國制裁中國的高科技企业華為等，限制美國企業和華為等做生意，華為產業鏈相關公司的股票大跌，但半導體給華為的美國半導體企業同樣股票大跌，也受害不淺。另外，美國總統特朗普說要給剩下的3000億美元中國商品加徵25%的關稅，稅還沒加已經在美國超市引起中國商品的搶購潮，老百姓紛紛趁尚未加價囤積中國商品，金錢和精力都受損。

## 投資周記

在貿易戰中美國佔有一定優勢，是主動發起進攻的一方，中國是被動防守的一方，而且貿易戰中中國經濟受到的衝擊可能較美國更大。這一點一般人都同意，譬如去年貿易衝突加劇時，中國經濟承受了非常巨大的壓力，股市大幅下跌，而同期的美股表現就要好很多，美國經濟數據也保持得不錯。而今年以來，貿易戰已經有升級為科技戰的模樣，美國動用國家之力封殺以華為為代表的中國高科技企業，能想到的、能使上勁的地方都在動手，給中國不少高科技企業的發展製造了巨大困難甚至生存壓力。

### 以「和」止戰或有助經濟

所以，事實很清楚，短期而言，貿易戰「打」，對中國是不利的，當然對美國也是不利的，不過由於美國自認為（事實上也是）在貿易戰中相對佔有一定優勢，設定的目標超越了中國的底線，令中國不得不打；而達成貿易協定，停止貿易戰，則對雙方都是有利的。但是，對中國來講，如何才能達成協議，取得對中國最有利的結果，卻不是一個那麼容易看清的問題。

現在擺在中國面前的有兩個選擇，雖然最終目的都是通向停止貿易戰，達成貿易協定，但手段卻很不同。一個選擇是以戰止戰，用堅持打貿易戰、給美國經濟造成實質傷害的辦法，逼迫美國放棄那些超越中國底線的想法，在相對公平的基礎上，達成貿易協定；另一個選擇是以「和」止戰，暫時妥協退讓，接受美國的過分要求，按美國能接受的條件與美國達成貿易協定，先過眼前這一關，再徐圖後計。

表面看起來，兩個選擇都有一定道理，以戰止戰雖然有可能達成更公平合理的協定，但是經濟的短期受損明顯會更大，而且打下去，也不十分肯定就一定能夠達成一個更公平合理的協議，也有可能拖很久，也未必能有理想結果；而以「和」止戰，雖然接受了一些美國的無理要求，卻可以盡快終止貿易戰，令經濟回復正常狀態，然後可以繼續理頭發展（理想狀況



中美貿易戰升級至科技戰。資料圖片

下），等經濟更強大時，再謀求更公平的條件。

聽起來，以「和」止戰在短期對經濟有十分明顯的好處，雖然不肯定以後會如何變，但起碼眼前一關算是過去了，不過這個辦法真的長遠對中國有利嗎？單憑主觀想像，確實很難回答。

和其他國家相比，中國有一個獨特的優勢，就是擁有兩千多年有文字記載的歷史，我們很多現在遇到的問題，其實在歷史上都有過類似的情形發生，所以，在看不清前景的時候，回顧一下歷史，不失為一個好辦法。歷史上有類似情況的，遠的有戰國時期，秦國以優勢逐步蠶食吞併六國。當時秦國對六國的主要手段是先蠶食後吞併，先兵臨對面下城下，然後要求對方割地賠款，對方割地賠款後退兵；過一段時間，再次製造兵臨城下的狀況，然後再次要求對方割地賠款。一來二去，六國就變得越來越弱，為秦國最後的吞併奠定了基礎。

### 抗美援朝之戰可供借鑒

而以戰止戰，最鮮活的例子就是新中國剛成立不久後的抗美援朝之戰。1950年，朝鮮戰爭爆發，戰爭初期韓國節節敗退，美國為了遏制親共產黨勢力在半島的擴張，召集了16個國家組成聯合國軍進入朝鮮半島，協助韓國打擊朝鮮。為了避免被敵對力量直接壓到中國邊境，中國人民志願軍進入朝鮮。

1950年新中國剛成立一年，飽經戰火的中國亟需休養生息，缺乏最起碼的工業能力，但是為了保衛國家有一個安寧的環境，拿着萬國造武器的志願軍義無反顧地在朝鮮直面美軍的現代化武器，在付出了巨大的

犧牲後，中美雙方終於在三八線附近穩定了戰線，經過兩年的時打時談，美國終於認識到無法用武力奪取更多的利益，只能放棄了談判開始時的一些過分的要求，與中朝達成了相對公平的停戰協定。

### 貿易戰終將達成協定

抗美援朝的經驗告訴我們，如果美國自我感覺還能拿到更大好處的時候，和平是無法達成的，只有當美國用盡全力卻發現再也無法得到更多時，和平的時機才能成熟。另一條經驗就是，如果美國付出了很大代價卻沒有取得預想效果，下一次他們就會謹慎很多。

所以，拿這個經驗看現在的中美貿易戰，可以得到這樣的結論：貿易協定最終是會達成的，但達成前需要讓美國把手裏的牌全打出來，當打出王牌也無法得到更多的東西時，美國人心裏才會舒服，才願意公平地達成協議；另一點就是，當美國用盡全力之後還是無法突破中國的底線後，中美關係的長期平穩發展才較為可能。

有一部分中國人擔心美國的制裁壓力，希望中國盡快妥協與美國達成協議，這種想法不用說在策略上存在很大漏洞，在政治上其實也是完全不可行。因為新中國成立的第一件事就是基本廢除了與列強的不平等條約（除個別特殊情況外），現在如果按美國開出的條件：停止《中國製造2025》中對先進製造業的補貼，接受美國對《中國製造2025》產業的潛在進口限制，實施「直接的、可驗證的措施」，阻止網絡間諜入侵美國商業網絡等，達成一個不平等條約，中國人民能答應嗎？  
華大證券首席宏觀經濟學家 楊玉川  
(逢周四刊出)

## 內房融資成本上升

### 分析員咖啡館

面對去年房地產市場和政策的波動，規模房企憑藉自身優勢，通過大量銷售回款為增加持有現金、優化財務狀況提供了保障。另一方面，隨着行業集中度不斷提高，企業為了進一步促進規模增長和提升市場佔有率，依然需要大量的資金支援，這就使得整體負債規模持續加大。2018年176家上市房企現金持有量同比增長18.4%至2.87萬億元(人民幣，下同)，增幅與去年基本持平；有息負債同比增長了16.6%至6.85萬億元，但增幅則相比於2016年的27%和2017年的30%下降明顯。究其原因，一方面是因為融資環境收緊，房企拿地較去年相對謹慎，另一方面也與企業加大去槓桿力度、穩現金相關。

從償債能力來看，由於融資環境趨緊，大多數企業紛紛將降低負債、回籠資金作為主要工作目標，比如陽光城、佳兆業(1638)、融信(3301)等企業都在中期業績發布會上提出了要降低其淨負債率。此外，2018年以來有多家房企成功上市，比如弘陽地產(1996)、大發地產(6111)、德信中國(2019)等，也大大改善了財務結構。因此，2018年房企整體財務槓桿相比年初有所下降，現金短債比和長短期債務比也都維持較為穩定的水平。2018年底176家房企加權平均淨負債率為85.15%，較年初降低了3.95個百分點，54%的企業的淨負債率有所下降。

從融資成本來看，2018年64家重點房企融資成本結束了連續兩年的下降，回升至6.65%。這主要是由於2018年境內外的融資環境都持續收緊，融資成本均有提高，而原有低成本的公司陸續到期，因而整體的融資成本也只能水漲船高。

### 去年底房企持有現金同比增18.4%

2018年底176家上市房企的現金持有量為2.87萬億元，同比增長18.4%。其中64家重點房企的現金持有量為2.51萬億元，同比增長22.7%；64家房企的現金總量佔比87.3%，同比增加了3個百分點。隨着行業集中度不斷上升，規模房企的資金融通也更其優勢。截至2018年底，持有現金超千億的企業有5家，較年初增加2家，其中恒大(3333)和碧桂園(2007)的現金持有量更是超2000億元，遙遙領先其他企業。

從企業表現來看，超過60%企業的持有現金出現不同程度的上漲。64家重點企業中現金增長的企業佔比更高，達85.9%，其中增幅超過50%的企業就達到了21家。從各梯隊來看，百強企業平均現金持有量有所增長，而百強之外的企業平均現金持有量則有所下降。現金增幅最為顯著的是30至50強企業，這些企業在2018年普遍加大了財務優化力度。

影響房企現金變化的因素，主要有企業的銷售回款、投資開發力度以及融資償債規模。從64家重點房企的現金變化因素分析來看，現金增加中大部分企業表現為，銷售大幅增長的同時，企業為了保持規模持續加速擴張，也進一步加大投資開發力度，現金的增長伴隨着負債大幅增加，如碧桂園、龍湖集團(960)、旭輝集團(884)等。另一部分現金增加的企業表現為，企業融資相對較少，投資開發相對謹慎，但銷售回款增加較多，從而增加了現金持有量，如融創中國(1918)、佳兆業等。此外，如中海地產、招商蛇口等企業表現則相對均衡。

### 創新融資成為主旋律

綜合來看，在房地產調控政策及融資環境收緊的背景下，一方面不少房企喊出了降槓桿、降負債的口號，2018年房企整體加權平均淨負債率下降了3.95個百分點至85.15%。另一方面，房企整體財務結構仍較為穩健，總體短期償債壓力不大，現金短債比為1.29，與去年持平；但由於房企內部分化嚴重，部分企業仍須警惕償債風險。

最後，由於境內融資環境持續收緊及原有低成本的公司陸續到期，房企整體融資成本結束連年下降態勢，抬升至6.61%，在此背景下國企央企優勢或將凸顯，憑藉低成本融資逆周期發展。但是，2018年10月31日中央政治局召開會議，與「731」會議不同的是，此次會議中並沒有提及房地產和去槓桿，加上年內央行多次降準，2018年底房企融資出現回暖。2019年4月19日中共中央政治局會議上提出，當前穩健的貨幣政策要鬆緊適度。在這個背景下，4月25日在國新辦辦公風會上市行副行長也表示，現階段貨幣政策取向是穩健，操作方法是相機抉擇、預調微調，可見短期之內房企的融資環境仍會維持鬆緊有度的現狀。

此外，各類創新融資方式，如租賃融資及各類資產證券化也都受到了政策的支持，成為房企融資的新突破。目前2018年已有多家房企在資產證券化融資方面獲得了不俗成績，以購房尾款、物業費、供應鏈、商業租金、長租公寓等為底層資產的資產證券化多次獲批，租賃類房地產信託基金(REITs)以及租賃專項債券也受到鼓勵。

2019年1月1日，上交所在新年致辭中表示未來將進一步發揮債券市場直接融資功能，深化債券產品創新，推動公募REITs試點，加快發展住房租賃REITs，預計在不遠的未來內地首隻真正的REITs產品或將更快出現。除此之外，內地還明確鼓勵發展綠色資產證券化業務(ABS)，鼓勵「一帶一路」、京津冀協同發展、長江經濟帶、新型城鎮化建設、戰略性新興產業以及雄安新区建設等重點領域的資產證券化產品，預計也有將會有更多的房企參與其中。相信在政策引導下，2019年相關租賃融資及各類資產證券化產品仍將繼續快速擴容，為房企提供資金支援的同時，進一步改善自身財務情況。  
易居(中國)企業集團研究總監 洪聖奇



超過60%房地產企業持有的現金出現不同程度上漲。

## 趁低吸納金蝶國際

### 耀目觀戰

美股大幅波動，市場預料中美貿易戰持續，影響環球經濟表現，投資者紛紛避險進入長債，美國債息再次出現倒掛，惹來經濟衰退警號。美元表現偏強，美國10年期債息回落至2.26厘水平。內地股市低位回升，滬綜指重上2900點水平。明晟公司(MSCI)正式增加A股權重，北上資金錄得大額淨流入，但要留意趨勢是否能夠持續。港股方面，個別藍籌股出現技術反彈，但整體市場動力不足，加上外圍繼續震盪，預料指數反彈空間仍然有限，有機會下試27000點支持，28000點水平仍為反彈阻力。

### 港股或下試27000點

2019騰訊全球數字生態大會日前在雲南展開，騰訊(700)總裁劉熾平表示，數字世界與物理世界正緊密融合，數字化將給經濟社會發展帶來巨大機遇。他認為當前產業發展中發生着三個重要的演進。一是從「開放生態」演進到「生態開放」。隨着數字化進程推進，泛互聯網生態逐漸發展到數字生態，與實體產業、線下社會不斷更緊密地結合起來。騰訊將不止於「以開放來促成生態」，更會「以生態方式來進行開放」。騰訊將與2C和2B業務合作夥伴、投資公司生態夥伴一起，共同為產業升級提供最佳方案。騰訊希望成為各行業數字生態的「共建者」，而不是傳統互聯網行業所扮演的「顛覆者」角色。

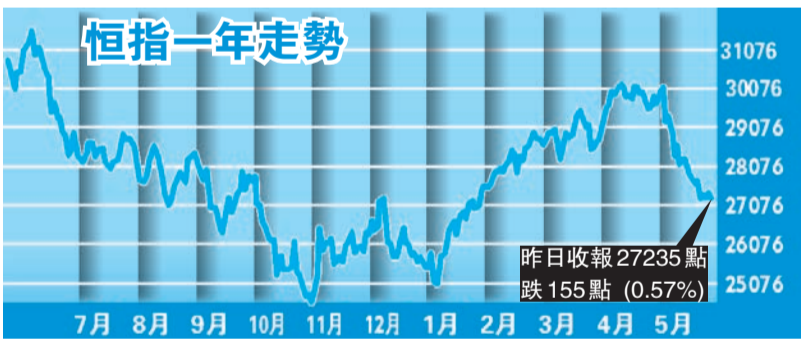
二是從「互聯網產業」演進到「產業互聯網」。未來的互聯網將不再是一個產業，而是所有產業的核心

能力之一。產業互聯網將成為各行各業進行數字化轉型升級的重要載體，將會幫助中國經濟從高速度向高質量轉型。如果供給端到消費端的數字化連接能有效打通，那麼普通消費者的個性化需求，就有可能以規模化生產方式獲得滿足。三是從「數字全球化」演進到「全球數字化」。未來二十年，數字世界與物理世界將深度融合，商品與服務之間的界限會進一步模糊，全球的數字化進程將全面啓動。隨着全球數字化，數字技術和信息科技將成為連接全球經濟的重要紐帶。大量的傳統產業和新興地區，有望通過數字化升級實現跨越式發展。

### 騰訊助各行業數碼化

騰訊的微信和QQ平台已經成為各行各業有效觸達消費者的最大平台和數字連接器，公眾號、小程序、移動支付、網絡廣告、企業微信、安全能力以及大數據、雲計算與人工智能技術，正在形成騰訊非常有特色的數字化工具箱。結合騰訊對個人用戶的深入理解，生態夥伴的能力，以及深厚的技術儲備，騰訊能夠幫助各行各業的客戶獲得強大的數字化解決方案。

國家財政部公布，符合條件的集成電路設計企業和軟件企業，可享兩免三減優惠。相關政策有助減輕行



業稅負，利好業務發展。內地雲端服務仍處於起步階段，根據IDC統計，內地公共雲市場2019年規模達110億元(美元，下同)，相對美國1250億元的市場規模，目前只及美國十分之一，發展空間仍然龐大。金蝶(268)專注雲業務發展，主力產品包括針對中小企業及高層客戶的方案，由於對本地企業有深刻認識，競爭力較外國競爭對手有一定優勢。市場預計內地SaaS雲端市場未來三年可錄得32%的複合增長，到2022年市場規模將達58億元。金蝶亦給予市場指引，期望雲端服務收入可由2018年的30%佔比，增加至2020年的60%，並於該年開始錄得收支平衡。公司亦預計今年雲業務收入可錄得50%增長，相信未來發展空間龐大，調整屬低吸機會。可考慮於8.5元(港元，下同)水平吸納，上望10元，跌穿7.8元止蝕。

正榮金融業務部副總裁 郭家耀  
(筆者沒持有上述股份 逢周四刊出)

## 大行報告

### 滙豐予騰訊目標價460元

滙豐研究指騰訊(700)正培育新增長引擎，該行參與了在昆明舉行的騰訊全球數字生態系統峰會，並從該公司各行各業的合作夥伴的反饋中，看到了工業互聯網的正面發展。

該行指，騰訊通過為企業客戶提供涉及開放式技術(即成為其生態系統合作夥伴的推動者)的數字化轉型支持，並與服務合作夥伴共同構建雲「技術資源庫」，從而使公司脫穎而出。

### 高盛升舜宇目標價至70元

高盛表示，自5月7日給予舜宇(2382)「沽售」評級後，股價已跌26%，目前的估值相當於預測市盈率約15倍，與目標價相若，維持70元的目標價不變，評級上調至「中性」。

該行指，公司的毛利擴張支持估值，但在現階段毛利難進一步擴張，因手機鏡頭毛利上升有限，因市場成熟和競爭加劇，而3鏡頭帶動低端鏡頭的需求增加；車載鏡頭的需求穩定增加；低端相機模組生產線升級對毛利造成壓力。目前預期2019至21年的毛利分別為19.4%、19.4%及19.3%。

### 里昂升李寧目標價至17.3元

里昂指，李寧(2331)盈利短期內料進一步上升，主因去化率勝預期及所有主要渠道較理想的零售折扣趨勢。長遠而言，李寧在未來兩年半至三年內，其市值仍有機會翻一番。該行將其2019、2020及2021年盈利分別調高7%、5%及5%，達到11.01億元人民幣、15.13億元人民幣及20.15億元人民幣，目標價由16.6元升至17.3元，維持評級「買入」。

報告指，自去年8月開始，在分銷商層面的強勁去化勢頭加快，以及去年下半年出售給零售商(sell-in)的謹慎管理下，該行重申，批發方面的sell-in增長，可能接近甚至快過賣給顧客的去化率增長，意味著與過去五年比較，將會見到一個顯著的快速增長。同時，由於零售折扣收窄幅度勝預期，故預料毛利率將上升。

### 滙豐予周大福「買入」評級

滙豐研究對周大福(1929)下半年財年的業績表現作前瞻，指出其2019上半年財年的核心營業利潤按年增長25%，收入則按年增長20%，收入增長主要是受到香港及澳門的同店銷售增長強勁，以及內地的店舖網絡擴張所帶動。不過，該行相信收入增速會在2019下半年財年放緩至5%，其中港澳地區將錄5%倒退。該行將公司的目標價由原來的8.3元下調至7.8元，維持其「買入」投資評級。