

## 宏觀點評

### 實體經濟觀察 2017 年第 29 期：7 月經濟穩中趨緩

7 月宏觀、中觀數據好壞參半。全國、滙豐 PMI 漲跌互現，其中全國 PMI 的需求、生產、庫存分項均下滑，僅價格上升。終端需求中，地產銷量略下滑，而乘用車批、零銷量均回升。工業生產中，粗鋼產量和發電耗煤增速均小幅回升。綜合來看，7 月經濟穩中趨緩。

上半年一二線、三四線城市地產銷量持續分化，統計局公佈的重點 40 城銷量增速僅 4.2%，而非重點城市銷量增速高達 24.5%，其背後的功臣非棚改貨幣化安置莫屬。但隨著三四線城市庫存大幅去化，其庫存去化週期已降至低位，三四線城市地產銷量高增長的持續性存疑。

需求：下游地產略降，乘用車改善，紡織服裝走弱，文娛改善。中游鋼鐵平穩，水泥、化工走弱。上游煤炭平穩，有色仍弱，交運弱改善。

價格：6 月 70 城房價同比回落、環比持平，上週國內生產資料價格漲少跌多，國際原油價格繼續回升。

庫存：下游地產、乘用車去化，紡織服裝低位。中游鋼鐵、水泥、化工回補。上游煤炭仍處低位，有色去化。

下游行業：地產：7 月 40 城地產銷量增速回落，百城土地成交大幅回落。乘用車：7 月前三周乘用車批零回暖，庫存預警指數明顯下滑。紡織服裝：7 月柯橋景氣指數回落，6 月紡織服裝庫存去化。文體娛樂：7 月電影票房增速回升，上週票房同比高增。

中游行業：鋼鐵：7 月上中旬鋼企產量庫存增速均升，上週鋼價震盪回落。水泥：上週全國水泥均價繼續回落，庫容比小幅回升。化工：上週滌綸 POY 價格跌、庫存升，江浙織機負荷率回落。電力：7 月發電耗煤增速回升，工業生產或緩中趨穩。

上游行業和交運：煤炭：上週煤價平中有升，電廠、鋼廠煤炭庫存天數仍處低位。有色：上週 LME 銅、鋁價格均漲，銅、鋁庫存雙雙下滑。大宗商品：上週原油價格回升，CRB 指數回落，美元再創新低。交通運輸：上週航空客運周轉量增速回落，BDI、CCFI 雙雙下滑。

## 策略點評

### 期貨策略：股指重回箱體，商品有望迎來金秋旺季

核心觀點：當前滬指第三次觸及 3300 點的箱頂；昨日白馬股大跌，期指 IFIH 轉空，IC 一直為空。

而商品重回 2015 年 11 月上升軌道，主要品種螺紋鋼、滬銅、滬鋁、動力煤創出本輪新高。我們認為近期股指與商品走強，主要反映了兩個市場預期差得到糾偏所導致：一是經濟季度遭遇拐點，二是監管升級力度加強對市場構成壓力。

從基本面看，中國經濟韌性增強。經濟對房地產和基建的高度依賴並未發生根本性改變。經濟遭遇拐點的悲觀預期得以修復。另外，監管升級趨於平穩。

宏觀方面，從 PMI 運行態勢來看，預計下半年經濟增長動能可能稍弱於上半年，但仍處於高景氣區間，意味著繼二季度經濟“梅開二度”之後，三季度仍值得期待。

房地產方面，預計棚改貨幣化占全年商品房銷量的 18% 左右，成為三線以下城市今年房地產銷售超預期強的重要因素。從棚改的節奏來看，各地政府大多要求 9 月前 100% 開工。與此同時，鋼材供應仍然受限，尤其是，立秋後，基建重新進入旺季，我們認為不排除重現 2016 年 8、9 月的回升行情。

股指方面，五窮六絕七翻身逐漸兌現。當前的市場關鍵是在突破 3300 點成交量的有效放大，目前看場外資金冷靜，存量博弈特徵明顯，熱點輪換過快，難以持續，預計股指有望重新進入箱體，半年線與年線已構成短線支撐位，但滬指 3300 點強阻力位猶在。與此同時，我們注意到，恆生指數走出了一年半的新高，即將接近 615 股災時 28000 點，距離 2007 年 11 月次貸危機僅差 14%，面臨較大阻力，為此，我們認為，股指重新步入 3000-3300 點的箱體運行可能是大概率事件。

商品方面，長期看步入聯儲加息通道，利多有色原油，短期看美元指數回落利多商品，商品總體我們給予震盪回升的觀點。

風險提示：警惕市場遇頂回落的風險。

## 行業與主題熱點點評

### 傳媒：TMT 板塊極具價值投資，堅定底部佈局傳媒板塊

堅定底部 TMT 各板塊推薦：1) 市場對創業板的態度在好轉，一改前期板塊冷淡的市場環境，人氣高漲；2) TMT 各板塊經歷前期較深回調，部分個股市值、估值、股價都在低位，值得佈局；3) 併購、重組趨於理性，個股長期發展回歸業務協同和業績真成長。

基於以上三點主要邏輯，我們認為當前 TMT 板塊極具投資價值，堅定底部推薦，看好。

堅定推薦傳媒板塊，《戰狼 2》票房持續大超預期，對比《速 8》與《戰狼 2》上映後相關標的走勢，板塊人氣在明顯提升：1) 傳媒板塊前期回調較深，值得底部佈局；2) 需求旺盛，行業增速持續；3) 證金公司持股華策影視等傳媒個股，價值資金關注並佈局傳媒行業。板塊最看好遊戲，影視，教育，兩維度薦股：細分龍頭或低估值個股。影視：新文化、慈文傳媒、華策影視、光線傳媒、中國電影；遊戲：完美世界、遊族網路、三七互娛、中文傳媒。教育：百洋股份、世紀鼎利、威創股份、皖新傳媒。

風險提示：行業增速下滑風險。

## 資訊服務：透析 Adobe，看軟體公司如何升級

### 1、背景簡介

軟體行業是 20 世紀六七十年代逐步發展起來的行業。在 IT 時代的不斷更迭中，軟體公司的產品形態及商業模式也在不斷更新升級。對於軟體公司而言，其為下游客戶提供的產品，也從最初期的獨立程式設計服務、到軟體產品、到企業解決方案、再到面向大眾的成套軟體。而雲化、智慧化的產業趨勢，為傳統軟體公司的業務轉型和升級提出更多挑戰。

### 2、軟體業務：從平台軟體向應用軟體延伸，從單一軟體許可費到套裝軟體

Adobe 成立之初，以公司創始人 John Warnock 開發的 PostScript 產品為支撐。該產品類似平台軟體，其他廠商必須向 Adobe 支付一定的專利使用費。隨後 Adobe 決定從平台軟體向字形檔和圖形應用軟體進軍，推出面向消費使用者的軟體 Illustrator，Photoshop，Acrobat 等，並先後收購 Frame，Ceneva，以及桌面出版的旗艦軟體公司 Pagemaker。2002 年，Adobe 推出 Creative Suite 套裝軟體，其集合圖形設計、影像編輯與網路開發的軟體套裝產品。

### 3、轉型雲服務：帶來業績的持續提升

2012 年公司推出 Creative Cloud，2013 年停止傳統業務 Creative Suite 套裝軟體的銷售。自此公司的業務模式由銷售套裝軟體轉變為提供訂閱服務，盈利模式由收取許可授權費轉變為按月度收取服務訂閱費。自轉型以來，業績突破前期瓶頸，顯示出明顯增長趨勢。2013 年-2016 年，公司營業收入從 40.6 億美元增長至 58.5 億美元，年均複合增速 13.0%；淨利潤從 2.9 億美元增長至 11.7 億美元，年均複合增速 59.1%。

### 4、人工智慧：快速佈局

公司前 30 多年的軟體業務和近 5 年的雲端業務發展，積累了大量資料和內容，為公司拓展人工智慧業務奠定堅實基礎。2016 年，公司推出首款基於深度學習和機器學習的底層技術開發平台 Adobe Sensei，人工智慧平台與雲端業務相輔相成，為公司業務發展增添了重要驅動力。

### 5、思考和投資建議

(1) 雲化、智能化趨勢。從 Adobe、微軟、SAP、Oracle 業務佈局進程來看，雲化已成現實，智能化漸行漸近。(2) 從平台軟體到應用軟體。Adobe 軟體產品逐步從平台軟體向應用軟體延伸拓展，打破業務成長的天花板。平台軟體的標準化、通用性更強，如果其細分領域太過垂直，可能市場空間難以短時間打開。(3) Adobe 雲轉型的成功有其產品的稀缺性、高壁壘、創新性等因素，為國內軟體公司提供一定借鑒，但也應看到國內公司與 Adobe 的不同點（包括細分領域特點、產品創新性、客戶屬性、以及管理層因素等），不盲目肯定一切，也不盲目否定一切。(4) 建議關注：用友網路（ERP 軟體龍頭，雲業務快速成長）、廣聯達

(計價軟體龍頭，雲化效果明顯)、超圖軟體(GIS 軟體龍頭，雲服務加快應用)、泛微網路(協同管理軟體龍頭，雲化、智慧化)。

風險提示：國內雲化進程低於預期的風險；軟體業務下滑超過預期的風險。

## 石油化工：從供需改善看“PTA-滌綸”景氣回升

2017 年 6 月以來，PTA、滌綸長絲價格上漲，價差擴大，行業景氣向上。2017 年 6 月以來，PTA 價格上漲 405 元/噸至 5187 元/噸，漲幅 8.5%；價差擴大 281 元/噸至 1559 元/噸，漲幅 22.0%。滌綸長絲價格上漲 834 元/噸至 8480 元/噸，漲幅 10.9%；價差擴大 261 元/噸至 1564 元/噸，漲幅 20.0%。PTA-滌綸產業鏈景氣向上。

供給端：PTA-滌綸行業落後產能逐步淘汰，有效產能收縮，行業集中度提升。目前，國內 PTA 總產能 4909 萬噸，翔鷺、遠東裝路重啟時間未定，有效產能 3726 萬噸，行業集中度從 2011 年 43%提升至 2016 年 54%。滌綸長絲總產能 3389 萬噸，有效產能 2456 萬噸，行業集中度從 2011 年 26.4%提升至 2016 年 35%。2017 年 6-7 月，PTA 裝置集中檢修，目前恒力石化 220 萬噸/年、漢邦石化 60 萬噸/年裝路推遲重啟，集中檢修導致 PTA 開工率下降，供需改善進一步改善。

需求端：下游紡織服裝需求旺盛為本輪 PTA-滌綸價格上漲的主要驅動因素。2017Q2 以來，下游紡織服裝工業增加值月度同比增速持續上升，6 月同比增長 7.7%，為 2015 年以來最高增速。江浙織機開工率明顯回升，維持高位震盪，二季度平均開工率達 79.88%，較一季度上漲 21.88 個百分點，PTA-滌綸需求回暖。

投資建議：建議重點關注產業鏈龍頭公司榮盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力股份。

風險提示：下游需求回落、長絲價格大幅波動、原油價格大幅波動等。

## 煤炭：鋼鐵限產短期不是有害而是有利焦煤需求

昨日焦煤期貨下跌，主要受京津冀鋼鐵限產 50%，焦化限產 30%政策影響。我們認為，限產時間為採暖季，且尚未有具體安排，取暖季限產或導致目前企業生產積極性提升，進一步加強補庫邏輯，反而可能刺激短期需求，進一步推升焦煤價格上漲，焦煤股仍值得看好。

1. 鋼廠焦煤庫存仍處於低位，截至 7 月最後一周，鋼廠焦煤庫存環比繼續減少 1%，同比仍有 15%的下降，處於低位。
2. 本周市場焦煤現貨價格已出現不同程度上漲，鋼鐵價格持續上漲，噸鋼利潤維持高位，預計焦煤提價空間大。

3. 目前下游開工轉弱主要為季節性因素影響，下半年需求仍具有不確定性，預計焦煤供需旺盛的格局有望保持到 10 月份。

仍然建議關注所有焦煤公司：潞安環能，平煤股份，開灤股份，上海能源，冀中能源。同時中國神華昨日公告兩座露天礦井受露天礦征地進度滯後導致土方剝離施工暫緩的影響 8 月起暫時停減產（預計影響今年煤炭產/銷量不超過 2060/1150 萬噸，減少淨利潤約 30.3 億元，估算約占 17 年淨利 6%~8%），我們認為，神華減產會使同在內蒙地區的 st 平能、露天煤業受益。

風險提示：焦煤庫存大幅上升。

## 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。