

宏觀

數字經濟，中國未來！

數字經濟的發展成果極大地改善了人們的生活水準。那麼，究竟什麼是數字經濟？其發展情況如何？本報告對此進行詳細分析。

全球數字經濟時代到來。數位經濟的特徵概括來看為“一要素二部分三基礎四形態”：資料成為新的生產要素；內容包括數位產業化和產業數位化兩部分；基礎設施為“雲-網-端”三位一體；經濟組織形態呈現平臺化、共用化、多元化和微型化。目前對全球數字經濟發展形成如下共識：一是增速較快，發展前景優越，據埃森哲測算，16年全球數位經濟規模17萬億美元，約占全球GDP總量的23%，而其預測2021年將達21萬億美元，年平均增長率約為4.3%；二是中美位居前二；三是中國發展迅猛。結構上看，數位技術服務表現突出，資訊和通信技術服務在全球服務出口占比由02年的25%升至16年的31%。新興技術市場前景廣闊。但各地區數字經濟發展仍不平衡。

中國數字經濟強勢崛起。數字經濟在我國經濟中的比重不斷提升，吸納就業日益增加。17年3季度，僅代表性的資訊傳輸、電腦服務和軟體業增加值占GDP比重已由11年的2.1%升至3.6%。我國數字經濟增長較快的主要是產業數位化部分，這主要得益於網路經濟的壯大，而我國網路經濟的最大亮點在電子商務，17年前10月網路零售占社消零售總額的比重已達到14%，而16年以來中國網路零售總額增速在25%-35%，比美國高10-20個百分點。此外，我國在數位經濟帶來的新型服務和新技术領域同樣超速發展，16年線上視頻和協力廠商網路支付領域市場規模平均增速均在60%以上，移動遊戲領域更是高達90%，網路廣告領域也有30%以上的增長。這離不開數位產品的支援。我國智慧手機出貨量全球占比由11年的不足20%已攀升至17年至今的30%以上，行動電話普及率也從99年的每百人3.5部躍至16年的每百人96.2部。數字經濟藍海成就了我國大批優秀公司。15年全球前15名市值最大互聯公司中，中國佔據4家，且市值占比22%，逐漸向美國接近。

三大動力：政策鼓勵、人力資本、風投助力。為何中國數字經濟發展能夠“後來居上”？主因在以下三方面：首先，政府對數字經濟的重視與日俱增。“十二五”規劃將新一代資訊技術列為國家戰略性新興產業，而“十三五”規劃明確形成新一代資訊技術等5個產值規模10萬億元級的新支柱，習總書記在中央政治局集體學習時更強調“加快建設數字中國”。其次，人力資本持續積累，工程師紅利顯現。目前全國高校每年畢業理工科研究生25萬人，占比穩定在45%左右。科研人才培養帶來學界和業界產出提升，16年資訊傳輸、電腦服務和軟體業年人均工資12.25萬元，在各行業中位居第一，持續的高投入、高回報形成正向回饋。數位化相關行業近來頗受高校畢業生青睞。最後，融資結構使數位經濟更依賴資本市場融資。私募股權和創投成為公司上市前主要融資來源。互聯行業獲得的PEVC融資額一路飆升，而數字經濟也成為主要投向之一，16年IT、互聯、電信三個行業獲得的PEVC融資占比已近40%，今年前10月這三個行業獲得的PEVC融資已超300億美元。橫向比較看，中國在關鍵數位技術領域的風險投資規模同樣位居世界前列。

擁抱數字經濟藍海。我們認為，18年的政策主線應該是去杠杆和補短板。而旨在提高供給效率的補短板政策將在資本層面和技术層面均利好於數位經濟，相關產業發展有望提速。全球數字經濟時代已經到來，未來知識密集型的資訊產業將成為主導產業。中國已經投身數字經濟的藍海，未來值得期待！

工業繼續降溫，難走刺激老路——11月經濟資料點評

工業繼續降溫，限產效應顯現。11月工業增加值同比增速繼續下滑至6.1%。受終端需求走弱、環保限產效應顯現影響，工業生產繼續降溫。從中微觀層面看，工業生產降溫更為明顯，一是各行業增加值增速漲少跌多，中上游行業更是普遍下滑；二是發電量增速創新低至2.4%，鋼材、有色、乙烯、化纖、煤炭產量增速全線下滑，僅水泥略有回升。環保限產是工業降溫主因，鋼鐵行業為例，16年以來行業收入、利潤增速持續回升，反映需求仍有支撐，但受限產影響，3季度以來，鋼材產量增速持續下滑轉負，高爐開工率創新低至63%，需求尚可、生產收縮，令鋼價持續走高。

投資微幅回升，地產仍是拖累。11月固定資產投資同比增速略回升至6.3%，製造業投資增速微幅回升至4.1%，仍處低位。價格上漲令鋼鐵、有色、化工等中上游行業盈利改善，但因受制於產能過剩和環保限產，這些行業投資仍是負增長，對製造業投資形成拖累。考慮到企業部門負債率仍處於130%的歷史高位、不具備大幅舉債投資空間，以及中上游行業仍受制於去產能和環保限產，未來製造業投資或仍在低位徘徊。基建投資高位企穩。基建投資中增速高位持平在15.6%，成為投資的中流砥柱。下半年全國公共財政支出增速下滑轉負，但受廣義財政發力支撐，基建投資仍高位企穩。考慮到地方債務置換將在18年到期、置換額度邊際下滑，政府舉債被嚴格規範，融資來源受限制約未來基建投資發力。地產投資繼續下滑。房地產投資增速繼續下滑至4.8%。歷史經驗來看，地產銷售一般領先地產投資2-3個季度，意味著今年4季度和明年1季度地產投資增速仍將趨勢性下行。

消費小幅回升，網購提振消費。11月社消零售增速10.2%，限額以上零售增速7.8%，均較10月小幅回升。網上零售集中爆發是消費增速反彈的重要原因，網上零售占社消零售比重也創新高至14.8%。具體看，必需消費漲跌互現，食品類大跌，而服裝類、日用品類回升；可選消費漲多跌少，汽車類、建材類回落，而石油及製品、家電、傢俱、通訊器材均有所回升。前期政策刺激對汽車消費需求的透支效應正持續顯現，而前期地產銷售轉弱對地產相關消費的拖累也仍將延續。

地產銷售反彈，回升料難持續。11月全國商品房銷售面積同比增速回升至5.3%，而土地購置增速、新開工增速也都有所回升。地產銷量增速的短期回升主要緣於基數較低，去年930樓市調控後，11月地產銷量增速從10月的26.4%暴跌至7.9%。但當前樓市調控仍在加碼，住建部等三部委召開會議強調地產調控不放鬆，央行和銀監會則聯合發佈現金貸整治方案，11月房貸利率再創新高至5.36%，12月以來三四線地產銷量大幅下滑，而明年上半年三四線地產銷售將面臨高基數效應，這都意味著地產銷量反彈難以持續。

經濟仍趨下行，難走刺激老路。11月經濟仍較弱，雖然需求端較10月邊際改善，但受環保限產影響，生產仍在降溫，因而4季度經濟下行壓力仍大。展望未來，十九大報告對於未來30年的經濟發展並未給出具體的增長目標，這意味著18年的經濟增長目標或繼續淡化。而12月初的政治局會議則強調推動高品質發展，意味著高速發展不再是主要追求目標，18年不會重走大力刺激投資的老路。

債券

象徵性的5BP，債市曙光初現

央行小幅上調逆回購、MLF利率。央行發佈公告，決定小幅上調逆回購和MLF操作利率5個基點。隨後央行解釋稱，目前貨幣市場利率顯著高於公開市場操作利率，此次公開市場操作利率小幅上行是隨行就市的結果，

也是對美聯儲加息的反應。利率上調有利於市場主體形成合理的利率預期，避免金融機構過度加杠杆和擴張廣義信貸，對控制宏觀杠杆率也可起到一定的作用。

象徵意義大於實際意義。今年以來，央行控制基礎貨幣供給，金融機構超儲率處於歷史低位，影響市場利率走勢的主導因素是基礎貨幣供給的數量，而不是逆回購、MLF利率等基礎貨幣供給的價格，所以央行上調短端政策利率對市場利率影響有限，且此次上調幅度小於以往，象徵意義大於實際意義。短期來看，更應該關注貨幣供給數量變化和DR007的利率走勢，其傳遞的貨幣政策信號意義更強。

貨幣政策態度未變。央行公告還指出，考慮到歲末年初銀行體系流動性需求增強，央行將靈活開展公開市場操作，保障銀行體系合理的季節性流動性需求。昨日央行再開展2880億1年期MLF操作，預計12月財政因素將淨供給流動性超過1萬億元，明年初普惠金融降准措施落地將釋放長期流動性3000億元左右。所以央行仍在削峰填穀，反映貨幣政策態度和資金鬆緊程度的DR007利率仍穩定在2.8%-2.9%附近，貨幣政策暫未顯示出進一步收緊的跡象。

債市曙光初現。央行更具象徵意義的加息後，國債期貨和現券均上漲，反映此前上行的貨幣市場和債市利率已經price in中性偏緊的貨幣政策。我們在11月中下旬提出債市處於黎明前的黑暗、牛市前夜，源於長端利率與持續回落的基本面不相稱，去杠杆正逐漸由金融去杠杆向實體去杠杆過度，隨著融資需求回落，配債資金有望增加。

固定收益

PTA&滌綸：撥雲見日，景氣維持——週期性行業系列專題之二

1. 滌綸產業鏈概況：滌綸產業鏈可以簡化為煉化-芳烴-PTA-聚酯滌綸，下游主要用於紡織行業。我國PX產能增長緩慢，對外依存度高，國內供應商以中石油、中石化為主，國外主要從韓國、日本等亞洲國家進口，長期以來供應商享有很強的定價權，佔據產業鏈利潤大頭。我國PTA產能在09-12年大擴張，帶來了嚴重的產能過剩，15年以來行業自發去產能，不少PTA裝置停車停產，市場競爭格局明顯改善。下游聚酯滌綸也經過了較長的調整週期，12-15年間江浙地區部分成本較高的中小企業停產破產、退出市場，行業逐漸走出低迷期，近兩年產能利用率維持較高水準。
2. 產業鏈景氣度整體回升。滌綸終端需求向好。一方面海外經濟復蘇拉動服裝及長絲出口改善，今年1-9月長絲的出口金額累計同比達到7.9%。另一方面是服裝內需的增長，2013年至今國內紡織品零售額增速基本穩定在7%-10%，對應長絲需求有一個相對穩定的增長，此外地產銷售大增帶來的家裝需求正在釋放，未來租賃住房市場的發展以及二胎放開也會帶來新的需求，滌綸產業鏈下游需求的景氣度有望維持。產業鏈庫存維持低位。10月以來國內PTA庫存天數平均不足2天，滌綸長絲POY和FDY庫存天數僅有8-9天，下游布料生產企業庫存也保持著較低的水準。價差擴大，行業景氣向上。16年以來PTA和聚酯價格均出現上漲，PTA價格較15年底上漲1100元/噸左右，滌綸長絲價格上漲幅度很大，各品種市場價漲幅在2500-3000元/噸左右，PTA與PX、長絲與PTA價差均大幅走擴，反映了產業鏈景氣度的回升。
3. PX進入擴張期，利潤向下游轉移。近年來民營化纖企業開始轉型，積極向上游PTA、PX、煉油專案擴張。據我們不完全統計，目前國內建設中PX產能合計超過2150萬噸，加上恒逸汶萊的專案為2300萬噸，均計畫在2020年及之前建成投產，屆時國內PX產能會達到3900萬噸/年，對外依存度會顯著降低，原材料價格預計逐步回落，利潤進一步向產業鏈中下游企業傳導。從價差走勢來看，近幾年PX-石腦油價差和生產毛

利率持續下滑，而下游PTA和POY的價差和生產毛利率均逐步抬高，反映出市場供求力量和預期正在發生變化。

4. 行業集中度提升，關注復產、擴產動態。隨著行業景氣度回升，龍頭企業復產、擴產意願強烈。PTA面臨復產衝擊，遠東石化（華彬收購）140萬噸/年的項目和翔鷺石化450萬噸/年的專案已經在11月復產或部分復產，桐昆石化新建的220萬噸/年PTA產能按照公司半年報披露，計畫在四季度初試生產，我們預計年內有投產可能，對PTA供給或有較大衝擊。聚酯生產環節，大企業擴產動機較強，有擴產計畫的主要是龍頭桐昆股份、新鳳鳴和恒逸集團。隨著龍頭企業的擴產、並購，行業集中度也在不斷上升，2011年至2016年，PTA行業集中度CR4由43%提升至54%，滌綸長絲行業集中度CR4由26.4%提升至35%。長期看，如果需求端的改善能夠維持，擴產帶來的供給增加將會被逐漸消化，龍頭會日益受益於市場佔有率的提高和定價權的改善。
5. 滌綸產業鏈債券發行人分析

滌綸產業鏈中發債企業不多且均為龍頭，行業景氣度回升、產業鏈利潤重分配、行業集中度提升，均有利於龍頭資質的提升。

從企業層面看，各發債主體盈利和經營現金流明顯改善，部分企業新建專案資本支出壓力較大，現金流偏緊。具體看：榮盛集團、恒逸集團、恒力集團負債率偏高，且債務以短期為主，存在一定的流動性壓力，且三家企業均有在建的大型煉化項目（恒力集團正通過子公司恒力股份收購同一控制人下的關聯企業及項目），若項目未來1-2年順利建成投產，公司的盈利和現金流狀況均會有較大提升，但產生效益前，企業面臨較大的資本支出壓力。目前榮盛和恒逸已經通過上市子公司非公開發行以及企業發債緩解了部分資金壓力，恒力集團子公司恒力股份也在積極推進重組及非公開募集資金的進度，但過程較為波折，後續應密切關注項目進展以及配套融資狀況。桐昆股份立足於滌綸長絲的製造，其母公司桐昆集團也有存續債券。截至今年三季度末，桐昆股份資產負債率48%，債務壓力較小；目前桐昆在積極擴張聚酯產能，在建專案多，有資本支出壓力，不過上市公司融資管道順暢，對專案的資金支援能力較強。

目前相關主體債券收益率較高，有較好配置價值。

風險提示：專案進度可能不及預期，企業有現金流壓力。

行業點評

農業：莫畏浮雲遮望眼，風物長宜放眼量——農業行業2018年度策略展望

農業行業市場規模龐大，龍頭企業擁有充足成長空間。2016年我國農業總產值超過10萬億元，根據我們的測算，其中種植、生豬養殖業的市場規模分別為2萬、1.4萬億元，飼料、種子、動物疫苗板塊的市場規模分別為7800、800、130億元。種植、飼料和生豬養殖板塊市場集中度較低，種子和動物疫苗市場規模未來還將保持快速增長。從縱向發展邏輯和中美產業領先企業的橫向對比看，龍頭企業仍然擁有充足的成長空間。

生豬養殖：規模化進程加速，豬價週期向下。隨著規模養殖企業的快速擴張，行業產能有望逐漸企穩回升。我們總體判斷2018年豬價低於2017年的水準，不排除出現行業月度虧損的情形。雖然價格下行，我們預計部分優秀養殖企業憑藉成本優勢仍能維持較好盈利水準。同時，高速擴張帶來的生豬產能釋放將在一定程度上

彌補豬價下行帶來的業績壓力。我們重點推薦成本優勢明顯的溫氏股份、牧原股份以及養殖模式轉型成效、生豬出欄量高速增長的正邦科技。

禽養殖：需求回暖有望帶動產業鏈全面盈利。展望2018年，從供給、需求、環保等角度分析，我們認為行業景氣度將大概率高於2017年，全產業鏈有望實現盈利。其中父母代雞苗供需均衡，有望維持合理利潤，毛雞養殖、雞肉銷售環節也將實現正常盈利，雞苗環節受環保限養影響，價格壓力稍大，但預計也將脫離虧損狀態。推薦關注聖農發展、益生股份、民和股份。

飼料：板塊性機會有限，關注重點個股。在生豬養殖盈利下行和環保拆遷減速的預期下，我們認為2018年飼料企業豬料銷量增速或出現分化。禽料銷售得益於下游養殖盈利的轉暖，有望步入恢復性增長軌道。我們預計2018年水產價格表現將維持相對景氣，基於謹慎原則判斷行業水產飼料將保持穩健增長。重點推薦海大集團、禾豐牧業、新希望。

動物疫苗：政策衝擊逐步消退，建議關注行業龍頭及業績改善個股。豬苗方面，招采政策邊際影響已較小，市場化銷售有望帶動行業弱復蘇。大企業規模的擴張將帶動高端市場化疫苗的銷售，龍頭疫苗企業將在下游規模化浪潮下贏得更多的市場份額，保持持續增長。2018年隨著禽養殖業需求回暖，有望帶動全產業鏈盈利，禽苗需求也將顯著提升，帶動禽苗企業業績增長。

種子：行業整合加快，品種競爭力仍是關鍵。國內種業兼併收購的浪潮方興未艾，市場集中度進一步提升，龍頭種企的競爭優勢將越發明顯。雜交水稻種子方面，隆平高科的自主品種隆兩優、晶兩優市場競爭優勢明顯，銷量高速增長。公司在行業整合方面領跑行業；荃銀高科在研發上廣受市場認可，其與大北農的合作值得關注。我們判斷登海種業盈利水準已跌至穀底。2018年，作為國內雜交玉米種子的龍頭企業，公司有望在行業回暖的環境中率先回升。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

資訊服務：工信部印發《促進新一代人工智慧產業發展三年行動計畫（2018-2020年）》

工信部印發《促進新一代人工智慧產業發展三年行動計畫（2018-2020年）》。該3年行動計畫是《中國製造2025》和《新一代人工智慧發展規劃》，以及貫徹19大人工智慧與實體經濟深度融合的進一步落地。對人工智慧重點產品的應用推廣、核心基礎層、智慧製造和網路安全等保障體系作了具體規劃。

該計畫著力強調了3點：（1）技術，包括智慧感測器、神經網路晶片和開源平臺的突破。（2）重點提出了8個場景，包括智慧聯網汽車、智慧服務機器人、無人機、醫療影像輔助診斷、視頻圖像身份識別、智慧語音交互、智慧翻譯和智慧家居。（3）和智慧製造的結合。

人工智慧投資抓兩端：場景端和晶片端。

風險提示：行業應用低於預期，外延並購公司業績承諾到期對淨利的影響，電腦板塊風險偏好下移。

傳媒：“上海文創50條”發佈，上海文化傳媒產業有望加速發展

近日，上海市委市政府印發《關於加快本市文化創意產業創新發展的若干意見》，提出50條詳細舉措，重點涵蓋影視、演藝、動漫、出版等多個領域，目標未來五年上海文化創意產業增加值占地區生產總值比重達15%，預計到2030年將這一比重進一步提高到18%。這一檔的出臺，將有力推動上海文化創意產業在中長期的快速發展。

投資角度看，我們對傳媒板塊明年維持樂觀，堅持“守正出奇”策略。所謂“正”：堅守業績與估值相匹配，推薦業績確定性強的行業龍頭。所謂“奇”：自下而上底部掘金行業與業績邊際向好的優質標的。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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。