新时代证券-研究所晨报（20201216）

● 总量研究

宏观研究：股市板块轮动的久期视角

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和风险溢价负相关，这和传统的资产定价理论不一致。不过，我们认为“股票久期风险溢价之谜”可能是样本选择问题，2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股。长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

● 公司研究

三七互娱：非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进

事件：公司非公开发行股票获批。12 月 14 日，公司发布公告称其非公开发行股票计划获中国证监会发审委批准。本次非公开发行募集资金不超过 42.96 亿元，限售期为 6 个月。募集资金用途契合产业发展方向，云游戏布局进程或继续加速。此次非公开发行股票的主要募资目的为网络游戏开发及运营、5G 云游戏平台建设和广州总部大楼建设，分别预计使用募集资金约 15.5 亿元、16 亿元和 11.6 亿元。具体来说，网络游戏开发及运营项目预计将借助募集资金开发 24 款新游，题材包括西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类、战争主题类等，预计将分为三个批次进行开发，每个批次开发周期为一年；5G 云游戏平台建设项目预计将用三年建设，打造全新流量入口，最终达到“即点即玩”的平台建设目的并在云游戏时代抢得流量先机；广州总部大楼项目将在广州琵琶洲兴建一座新总部办公大楼，预计可容纳 5000 人办公。公司近年来研发人员增长迅速，2020 年将达到 2000 人以上，2023 年或达 3500 人以上，因此需兴建新总部办公大楼，工程工期约为 4 年。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 28.94 亿元、36.37 亿元、44.24 亿元，同比增长 36.8%、25.7%、21.6%，对应 EPS 分别为 1.37/1.72/2.09 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 21/18/15 倍，当前时间点公司估值具备较强吸引力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
电气设备	1.91%	综合	-1.6%
医药生物	1.64%	农林牧渔	-1.01%
汽车	1.39%	房地产	-1.0%
休闲服务	1.27%	银行	-0.78%
建筑材料	1.04%	商业贸易	-0.63%

相关报告

《非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进》2020-12-15

《股市板块轮动的久期视角》2020-12-14

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：股市板块轮动的久期视角 3
2、 公司研究 4
2.1、 三七互娱：非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：股市板块轮动的久期视角

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和风险溢价负相关，这和传统的资产定价理论不一致。不过，我们认为“股票久期风险溢价之谜”可能是样本选择问题，2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股。

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我们分四个阶段来分析。第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，甚至有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的过度自信。

长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化。

2、 公司研究

2.1、 三七互娱：非公开发行落地，“双核+多元”战略持续推进

事件：公司非公开发行股票获批。12 月 14 日，公司发布公告称其非公开发行股票计划获中国证监会发审委批准。本次非公开发行募集资金不超过 42.96 亿元，限售期为 6 个月。

募集资金用途契合产业发展方向，云游戏布局进程或继续加速。此次非公开发行股票的主要募资目的为网络游戏开发及运营、5G 云游戏平台建设和广州总部大楼建设，分别预计使用募集资金约 15.5 亿元、16 亿元和 11.6 亿元。具体来说，网络游戏开发及运营项目预计将借助募集资金开发 24 款新游，题材包括西方魔幻类、仙侠类、东方玄幻类、战争主题类等，预计将分为三个批次进行开发，每个批次开发周期为一年；5G 云游戏平台建设项目预计将用三年建设，打造全新流量入口，最终达到“即点即玩”的平台建设目的并在云游戏时代抢得流量先机；广州总部大楼项目将在广州琵琶洲兴建一座新总部办公大楼，预计可容纳 5000 人办公。公司近年来研发人员增长迅速，2020 年将达到 2000 人以上，2023 年或达 3500 人以上，因此需兴建新总部办公大楼，工程工期约为 4 年。

远、近期利好催化频出，看好公司多元化产品矩阵。从长期角度来看，此次非公开发行股票历经时间较长，最终落地是公司中长期发展的重要保障。我们认为，募集资金用途契合游戏行业整体发展方向，即今年已明显出现的精品化策略和云游戏时代提前布局策略。公司继续坚持“双核+多元”战略，未来三年有望看到公司自研游戏数量呈现快速增长态势。从中短期角度来看，公司目前储备有多款重点产品：12 月 15 日《荣耀大天使》二测进行；2021H1 或将上线《一千克拉女王》和《斗罗大陆 3D》等。

盈利预测、估值与评级：持续看好公司具备领先优势的研运一体能力，维持“强烈推荐”评级。我们预计公司 2020-2022 年的净利润为 28.94 亿元、36.37 亿元、44.24 亿元，同比增长 36.8%、25.7%、21.6%，对应 EPS 分别为 1.37/1.72/2.09 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 21/18/15 倍，当前时间点公司估值具备较强吸引力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量与发行进度不及预期等风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/