民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 13 日

客户观点反馈

周五沪指大幅杀跌，但从资金面情况和市场走强的逻辑来看，并未发生根本性变化，下半年依然看好 A 股结构性牛市行情。关注中报季享受高确定性溢价的必选消费和医药，看好科技、地产和地产后周期消费。

总量观点

【民生宏观】宏观事件点评：实体流动性依旧宽松——6月金融数据点评

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

居民和企业中长期贷款推高信贷增速。6月居民长期贷款同比多增1491亿元，很重要的原因在于商品房销量和汽车零售的复苏，根据高频数据来看，6月商品房销量和汽车零售较前几个月有所改善，对居民长期贷款有拉动作用。企业长期贷款同比多增3595亿元，很大程度和基建发力有关。5月以来专项债发行速度有所加快，6月特别国债亦大量发行，而特别国债中有7000亿可以用于基建项目资本金，预计这可以撬动大量企业长期贷款。另一方面，企业票据融资较往年明显收缩，下降3065亿元，主要原因是监管部门对企业发行票据融资—购买结构性存款进行打击。非银贷款同比下降629亿元，也跟监管部门对金融机构加杠杆套利进行打击有关。

政府债券融资环比缩量。社融增量高于市场预期，主要系未贴现票据贡献。6月社融增量3.43万亿，高于市场预期的3.05万亿，同比多增8057亿。其中，表内贷款同比多增2515亿元，企业债券和政府债券融资分别同比多增1872亿元、533亿元，均属正常表现。唯有表外融资出现一些异动，未贴现票据同比大幅多增3500亿。但另一方面，6月政府债券融资相比5月缩量，为保障特别国债顺利发行，一般政府债券和地方专项债发行部分延期，预计7月政府债券融资仍将维持较高水平。

居民储蓄回表，非金融机构去杠杆。从存款端来看，6月新增居民户存款明显高于往年，主要原因是监管政策对表外理财的打击使居民储蓄重新回表。另一方面随着余额宝等理财收益的降低，存放在余额宝的收益已低于部分大额可转让存单的收益。6月非银金融机构新增存款同比负增长，和监管政策对金融加杠杆有关，可以看到，无论是非银金融存款还是贷款均明显下降，非银加杠杆套利的行为得到限制。

未来展望：下半年宽松力度可能减小，但降准仍有必要。6月M2货币供应同比 11.1%，与市场预期一致。下半年，按照M2增速明显高于去年的政策要求和高信贷社融的派生需求推算，准备金缴存基数仍将保持两位数以上增长，基础货币缺口的压力与日俱增，货币乘数有必要进一步提高，预计下半年仍有必要降准两次。

风险提示：货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生计算机】2020 年年中投资策略：把握两大核心逻辑，拥抱核心资产紧抓优质赛道

【民生传媒】教育行业中期策略报告：下半年重点关注需求复苏，看好职业教育+课外培训

【民生电子】深南电路（002916）公司点评：中报业绩预告靓丽，5G+数据中心景气度高

行业观点

【民生金融】2020年下半年银行业策略报告：基本面改善政策向好，重视银行股行情

（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075）

基本面边际改善，信用风险影响可控。压制银行股估值的两座大山，信贷需求和信用风险都出现了边际改善的信号。经济弱复苏的迹象显著。人行货币政策边际收紧，预计下半年信贷增速微降。信贷供给小幅边际收缩，将减少利率中枢和净息差的下行空间，改善银行的资产端议价力。实际上从 5 月以来“利率底”已经形成，银行贷款利率有望得到一定的提振。

对于银行信用风险不必过度担忧。延期还本付息政策大幅降低了不良贷款的影响，对利润表的冲击非常有限。根据测算。银行每年能消化的不良率为 4.36%，是预测的不良贷款生成率的两倍以上，现有的信用风险都在基本面可以应对的范围以内。零售信贷风险的影响可控。“六保”“六稳”明确了风险暴露的政策底线。住宅价格稳中向上保证了居民拥有足够的偿债能力。

政策压力被消化，下半年政策松绑可期。市场对金融支持实体政策的理解回归理性化。下半年货币政策将是控总量调结构，强调直达实体经济。这意味着对接中小企业的中小银行，在货币政策中的地位将大幅抬升，成为政策的主要实施载体。这是我们下半年可以重点把握的投资机会。

资金充裕推动银行估值修复。宏观流动性宽松叠加政策催化，促成今年的资管业务迎来大发展。公募基金净值规模达到历史新高，海外资金大量加配 A 股，为银行板块带来估值修复的资金。银行股目前估值处于历史底部区间，具备较大的投资吸引力，正是下半年进行资金配置的优秀品种。

投资建议：我们建议重点关注两个股票组合，一是零售小微标的：招商银行、宁波银行、常熟银行、平安银行。二是低关注度低估值标的：光大银行、杭州银行、江苏银行、南京银行。

风险提示：资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

个股观点

【民生传媒】掌趣科技(300315.SZ)深度报告：技术革新与腾讯渠道双加持，看好产品大年

（刘欣，分析师 S0100519030001，010-85127513）

老牌手游厂商并购，建立现有研发体系，UE4 引擎增加产品力。掌趣科技作为 2004 年成立的，2012 年上市的游戏企业。上市后兼顾内生增长与外延并购。吸纳收购天马时空、动网先锋、玩蟹科技、上游信息，扩张游戏品类，发展 MMORPG 与卡牌成为优势品类。同时强势入股网禅科技，拥有其 20%的股权，加强奇迹 IP 绑定。公司重视研发投入，2020Q1 研发投入/毛利 28%，在 A 股主要游戏上市公司排名第 2。2018 年，掌趣科技已经初步完成了 H5 和虚幻 4 引擎框架搭建。和原有的 Unity3D 框架一起组成掌趣科技的开发引擎矩阵，先前的研发投入逐渐体现出成果，下半年即将上线的《全民奇迹 2》和《黑暗之潮》都采用了虚幻 4 引擎制作。

股权调整稳定内部研发结构，商誉风险释放卸下重担。公司原有大股东姚文彬 2016 年辞去董事长职位逐步退出公司，2017 年引入腾讯战略投资 4.9 亿元，股份占比 2%，每股成本约为 8.8 元。同年天马时空核心人物刘惠城出任董事长。以奇迹 MMO 立足的天马时空再并入掌趣后不断提升研发能力，新董事长进一步确立研发结构，2018 年初步搭建虚幻游戏引擎构架，2019 年取得突破，2020 年开始产出游戏，预计公司已经完成技术迭代。并购遗留商誉已从 17 年末 54 亿下

降至 19 年 19.5 亿，减值风险减少。

新游储备丰富，经典 IP 游戏《全民奇迹 2》、《街霸：对决》助力未来产品大年。（1）《全民奇迹 2》的奇迹 IP 曾经是与传奇齐名的经典老端游，用户年龄层相对较高，普遍具有高 ARPU 值特征，掌趣旗下天马时空曾研发两款成功奇迹手游《全民觉醒》与《觉醒：奇迹》，我们认为经典 IP+多款奇迹研发经验+引擎升级后的《全名奇迹 2》有望再次验证逻辑保障业绩增长。（2）《街霸：对决》与公司前作《拳皇 98 终极之战 OL》类似，延续日本格斗 IP＋创新连击卡牌的玩法，并进一步提升了画面的效果，作为与拳皇类似的全球性 IP，预计《街霸：对决》有望重现《拳皇 98》的耀眼成绩。（3）除此之外，公司未来新游储备还包括《真红之刃》、《罗兰创世录》、《黑暗之潮》、《那些需要守护的》、《修普诺斯》等，海外市场也将持续发力上线新游，看好公司新游优异表现增厚业绩。

投资建议：随着在研产品陆续上线，看好公司中长期发展潜力。6 月 1 日，公司发布 1-2 亿规模的回购计划，价格不超过 8.61 元/股，回购总金额不低于人民币 1 亿元不超过人民币 2 亿元，彰显公司对后续业绩信心。我们预测公司 2020-2022 利润为 7.7、10.4、12.4 亿元，对应当前股价 PE 为 34X、25X、21X，未来业绩弹性较高，维持“推荐“评级。

风险提示：新游上线流水不及预期，老游流水不及预期。

● 个股观点

【民生石化】卫星石化（002648）深度报告：乙烷裂解项目打开盈利天花板

（杨侃，分析师 S0100516120001，0755-22662010）

一、行业逻辑： 乙烯、丙烯、丙烯酸酯景气度上行。

乙烯行业未来 5 年有望保持高景气度。2019 年乙烯的产能利用率为 89%，预计 2020-2024 年乙烯的产能利用率分别为 92%、93%、94%、94%和 95%，乙烯产能利用率提升，前景向好。乙烯下游 75%应用于聚乙烯， 2019 年聚乙烯进口数量为 1666 万吨，同比增速 19%。聚乙烯的进口依赖度从 2015 年的 44%增加到 2019 年的 49%。因此，国内乙烯产能的扩张将有利于降低聚乙烯的进口依赖度，实现进口替代。

丙烯未来 5 年供需格局向好。丙烯行业过去 10 年产能扩张迅速，2009-2019 年，我国丙烯产能从 1634 万吨增长至 3970 万吨，年均复合增长率达到 8%，同期表观消费量年均复合增长率为 11%。根据我们统计的产能投放情况，未来 5 年丙烯行业产能平均增速为 10%，丙烯行业仍将保持供不应求的局面。PDH 路线制丙烯装置流程简单、单位烯烃投资额低、产品相对单一、丙烯产量大、副产品附加值高，因此成本也较低。

丙烯酸及酯产能扩张节奏放缓，景气度有望提升。2015-2019 年这 5 年内丙烯酸产能平均增速从 2010-2014 年的 24%降为 10%。截至 2019 年底，我国丙烯酸总产能 269 万吨/年，总需求量测算为 240 万吨/年，供需实现弱平衡。随着产能增速放缓，供需局面有望进一步改善。

二、公司逻辑：

公司盈利成长性来自产能扩张。公司建成设计了 90 万吨/年 PDH 生产装置、45 万吨/年聚丙烯、48 万吨/年丙烯酸、45 万吨/年丙烯酸酯产能。135 万吨/年乙烯产能、36 万吨/年丙烯酸、45 万吨/年丙烯酸酯产能正在建设中。公司的主要产品的产能增速行内第一。

先发优势明显，紧邻下游产业核心地带。公司地处长三角地区，是下游纺织、涂料、胶粘剂的产业集中地带。优越的地理位置帮助公司更加迅速的对客户需求做出反应。同时在下游产业发达地带兴建码头，坐拥深水良港，有利于原料存储

和运输。

纵向打通全产业链，实现循环经济。丙烯-聚丙烯-丙烯酸及酯-高分子材料-SAP，加上氢气制备双氧水项目投产，副产利用率进一步提高。全产业链的联动，产品价格上涨时，业绩弹性大，综合竞争力稳固。

三、公司主营拆分：

公司 135 万吨乙烯项目可获净利 24 亿元。卫星石化是国内化工行业上市公司中第一家大手笔进入乙烷裂解行业的。连云港项目一期 135 万吨乙烷裂解乙烯及下游配套总投入 184 亿元，项目预计 2020 年投产。假设油价中枢为 50 美元/桶，则投产后年化净利 24 亿元。

公司 90 万吨 PDH 项目可获净利 8 亿元。丙烯业务 2019 年度营业收入为 377051.9 万元，同比增长了 52%，在营业收入中占比为 35%。公司采用 PDH 技术路线制备丙烯。假设油价中枢为 50 美元/桶，则 90 万吨丙烯项目可获净利润 8 亿元。

公司 84 万吨/年丙烯酸业务可获净利润 7 亿元。丙烯酸及酯 2019 年度营业收入为 538472.54 万元，在营业收入中占比为 50%。过去 5 年卫星石化（甲基）丙烯酸及酯业务营收平均增速为 10%。根据我们的研判，结合未来 3-5 年国内丙烯酸及酯供需的相对平衡状态，我们认为公司未来 3 年（甲基）丙烯酸及酯业务同比增速为 8-10%，与行业平均增速相匹配。假设油价中枢为 50 美元/桶，则公司 84 万吨/年丙烯酸业务科获得净利润 7 亿元。

投资建议：基于公司核心业务板块的分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.44、2.29、3.03 元，对应 PE 分别为 11.7 倍，7.4 倍，5.6 倍，中信一级化工行业可比公司平均 PE 为 14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济变化导致公司经营业绩下滑的风险；原材料价格剧烈波动导致产品价格下跌的风险；安全环保方面引发重大事故的风险。

风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。