民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 06 月 12 日

客户观点反馈

部分客户认为政策和基本面都将趋于平稳，市场有望呈现震荡向上的格局。

选股主线继续围绕消费升级和科技创新，选择两大方向子行业中景气度持续或者向上的，业绩和估值相匹配的优质公司。消费行业中配置的重点方向是必选消费和可选消费；科技行业中配置的重点方向是新能源、TMT 和高端制造，保持组合的相对均衡配置。

总量观点

【民生宏观】长期低通胀、零利率、较高失业率——美联储眼中的美国经济（解运亮，分析师 S0100519040001，18911895931）

点阵图和预测表显示，2023年前恐难达到通胀率目标。基于失业率难以在2023年前达到自然失业率，美联储预计2023年前不会加息。美联储预计2020年底失业率为9.3%，但是预测区间显示内部分歧较大，说明劳动力市场仍存较大不确定性。由于高失业将压制通胀率回升，美联储预计2020年至2022年PCE分别为0.8%，1.6%和1.7%，最高预测值为2022年的2.2%，远低于彭博统计的市场通胀预期。

为什么通胀将长期疲软？四大因素支撑通胀难以显著回升：失业率绝对水平为大萧条以来最高值；经济重启后劳动供给上升将压制薪资增速；居民债务总量仍在上升，固定利息支出将在疫情结束后重启；近期M1和居民收入的高增速主要来自财政转移支付，未来存在较大不确定性。由于经济预期存在较大不确定性，居民的预防性储蓄欲望较强，可能压制消费支出和PCE。

为什么货币超发未必带来高通胀？美联储史无前例的货币政策导致M2增速“突破天际”，引发高通胀的担忧。实际上，货币超发未必带来高通胀，关键看经济体所处发展阶段。值得注意的是，企业部门债务增速仍没见下降（去杠杆），加杠杆投资的能力较为有限。历史上的恶性通胀均为油价冲击导致，不适用于当前经济结构。另一种可能是美联储希望通过“超低”通胀预期值来强化宽松预期，为后续货币政策打开空间。

风险提示：全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

行业观点

【民生金融】社融增速再创年内新高，银行股拐点出现—点评5月社融数据（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

5月份社融增速再创新高。5月社融新增3.19万亿元，同比多增1.48万亿元，带动社融存量增速达到12.5%，再创年内新高。M2同比增速11.1%，增速与上月末持平。社融和M2保持较快增长，延续宽信用的政策方向。上月两会，政府工作报告提出要“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。预计下半年社融增速还有进一步的提升空间。

企业中长期贷款成为中流砥柱。5 月对实体经济发放的人民币贷款新增 1.55 万亿元，同比多增 3645 亿元。居民贷款和企业短期贷款表现相对平稳，同比多

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

【民生宏观】长期低通胀、零利率、较高失业率——美联储眼中的美国经济

【民生医药】药明康德(603259)点评：会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法 CDMO 领先地位

【民生金融】行业动态报告:社融增速再创年内新高，银行股拐点出现

增量主要体现在企业中长期贷款上，判断是基建和房地产投资继续加码。企业短期贷款和票据贴现合计新增 2797 亿元，较上月 3848 亿元回落。主要因为一季度企业短贷投放速度过快，所以投放量在二季度阶段性回落。消费活动恢复和商品房销售趋暖带动居民贷款平稳增长。

未贴现银承增长放慢，M2 和 M1 增速创新高。表外融资表现一般。因为小微贷款投放减速，所以票据开票量增长同步放慢。债券融资是 5 月社融增长的主要推动力，新增 1.47 万亿元，同比多增 9575 亿元。第三批 1 万亿元的地方专项债额度在 4 月下发，5 月集中发行，使政府债券融资大幅增长。另外低利率环境继续刺激企业债券融资放量。

投资建议。银行股将迎来量价齐升的基本面。综合 5 月社融结构数据看，虽然居民消费和实体企业的信贷需求恢复速度比较慢，但是得益于基建加码和房地产投资发力，社融增速再创年内新高。下半年为基建保驾护航，预计银行还将保持较快的资产扩张步伐。今天披露的 5 月 PPI 环比增速只有-0.4%，降幅较上月显著收窄，反映经济弱复苏信号逐渐加强。下半年银行板块将迎来量价齐升的基本面环境。当前银行板块的估值水平处于历史底部，在经济数据的催化下，现在正是加仓银行股的重要机会。建议关注高成长性的中小银行标的。中小行受益于结构性政策利好，享受更大的估值弹性。推荐常熟银行、平安银行、宁波银行、招商银行。

风险提示。贷款利率下行，资产质量波动。

● 个股观点

【民生医药】药明康德(603259):会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法CDMO领先地位

（孙建，分析师 S0100519020002，18611233880）

一、事件概述

2020年6月10日，公司发布公告审议通过《关于变更对JW (Cayman) Therapeutics Co., Ltd.会计核算方法的议案》，同意自2020年5月22日起，变更对于公司及其子公司持有JW (Cayman) Therapeutics股份的会计核算方法，该股份由以权益法计量的长期股权投资变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的其他非流动金融资产。在丧失重大影响之日，药明香港控股所持JW Cayman股份的公允价值与长期股权投资账面价值之间的差额人民币35,149.08万元，计入公司2020年5月31日止的当期合并损益表。

二、分析与判断

对JW Cayman会计核算方法变更带来3.51亿投资收益，对2020年净利润产生11.69%正向影响。2020 年5 月22 日，JW Cayman 完成B 轮融资。此轮融资完成后，药明香港控股持有JW Cayman 股份有21.31%下降至17.27%。同时，JW Cayman 通过股东会决议并完成其股东协议的修改，药明香港控股不再具有向JW Cayman 单独及共同委派董事的相关权利。2020年3月董事会改组，免除药明香港控股对JW Cayman通过董事会参与经营的决策权，以增强JW Cayman细胞疗法产品开发和生产运营的独立性。如果按照我们预测的公司2020年26.43亿归母净利润来估算的话，此次3.51亿元投资收益将对公司2020年归母净利润带来11.69%的增幅。

看好公司细胞/基因疗法CDMO全球优势地位，未来有望受益于细胞疗法行业的快速发展。细胞疗法进入兑现阶段，公司赋能全球药企细胞疗法研发和生产有望优先享受市场红利。国内已有CAR-T产品实现报产，药明巨诺预计也将于2020年实现细胞治疗产品的报产，我国细胞治疗元年有望于今年开启。海外产品已经有两个CAR-T产品上市销售，JUNO的CAR-T产品也已报产。从目前全球开展的细胞治疗药品临床数据来看，研发热度空前，产品也进入了兑现期。而药明

康德作为在全球细胞疗法领域CDMO领军企业，有望优先享受细胞治疗带来的市场红利。**自身α能力拓展仍是公司强大竞争力体现，我们认为公司有望成为细胞治疗领域最大受益者，持续对公司进行推荐。**据公司2019年年报公布，公司目前服务于31个临床阶段的细胞和基因治疗CDMO项目，包括23个I期临床试验项目和8个II/III期临床试验项目。据公司公告，公司在赞城1500L的生物反应器也有望于2020Q3投入运营，产能进一步得到提升，未来3年仍有望保持30%以上增速。而国内无锡细胞和基因治疗研发生产基地已经正式落成，有望国内海外双轨并行，赋能全球客户细胞基因疗法开发生产。

三、投资建议

我们根据此次会计核算方法变更带来的一次性投资收益情况上调公司2020年净利润。我们预计2020-2022年EPS分别为1.78、2.07、2.68元，按2020年6月10日收盘价对应2020年46倍PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险；各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

● 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。