东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 12 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：高增之下存隐忧

展望后市，宽信用下信贷能否持续维持高增存在隐忧，一方面，对结构性存款的监管对企业票据融资的影响尚待观察；另一方面，当前实体融资需求主要还是来自于基建，仅靠基建需求对信贷投放的驱动缺乏支撑。社融方面，目前尚有 1.6 万亿新增专项债和 1 万亿特别国债待发行，意味着财政发力仍然会持续支撑 6-9 月社融数据。

固收金工

固收点评：联储控制力回归，短鹰长鸽定基调——6 月美联储议息会议点评

6 月 10 日美联储议息会议：（1）维持法定准备金和超额准备金的利率维持在 0.10%;(2)将主要信贷利率确定为现有的 0.25%;（3）至少以目前的速度增加美国国债（每月约 800 亿美元），机构抵押支持证券（MBS）和机构商业抵押支持证券（CMBS）的系统公开市场账户持有量（每月约 400 亿美元）。

行业

通信行业报告：北京新基建建设方案多维度加强持力度，持续看好 5G、数据中心及物联网等环节绩优个股

投资建议：建议关注的标的为：流量基建：IDC:数据港、宝信软件、杭钢股份、光环新网、奥飞数据、城地股份、鹏博士、沙钢股份等；光模块：中际旭创、博创科技、天孚通信、新易盛；路由器：中兴通讯、紫光股份、星网锐捷；流量可视化：中新赛克、恒为科技；基站基建：中兴通讯、烽火通信、世嘉科技、中石科技、沪电股份/崇达技术、深南电路/生益科技等；5G 应用：云计算：优刻得、网宿科技；高清视频：淳中科技；车联网：中科创达、移为通信、移远通信、高新兴、佳都科技；物联网：和而泰、拓邦股份、美格智能；工业互联网：工业富联、日海通讯、天源迪科、东土科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。

推荐个股及其他点评

完美世界（002624）：重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长

完美世界不仅在端游 IP 手游化持续发力，同时不断自我创新驱动，在原创手游 IP 不断突破，预计 2020 年三季度完美世界将上线重点端游 IP 改编产品《梦幻新诛仙》及《新神魔大陆》，将为公司带来显著业绩增量。

盈利预测与投资评级：2020 年公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.18/27.15/30.95 亿元，实现 EPS1.87/2.10/2.39 元，对应当前 PE25.49/22.70/19.92 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：高增之下存隐忧

事件

央行公布 5 月金融数据，新增信贷 1.48 万亿，前值 1.7 万亿；社融增量 3.19 万亿，前值 3.09 万亿；社融存量同比 12.5%，前值 12%；M2 同比 11.1%，前值 11.1%。

观点

企业长贷和居民短贷支撑信贷需求，或对应基建高增和消费修复。5 月新增人民币贷款 1.48 万亿，同比多增 3000 亿元，增幅相较 3、4 月份有所收窄。今年以来政策支持下，宽信用持续发力，1-5 月新增信贷合计比去年前 5 个月多增 2.27 万亿。结构改善比总量更亮眼，支撑 5 月信贷增量主要来自企业中长期贷款，5 月同比多增 2781 亿元；而居民部门信贷的支撑则主要来自短期信贷，同比多增 433 亿元；企业短期信贷投放放缓，5 月企业短期信贷新增 1211 亿元，同比持平去年同期，而 1-4 月企业短期信贷平均每个月多增 3400 多亿元。企业短期信贷需求在年初的高增及 5 月份的回落，与疫情冲击下企业短期周转资金需求有关；而长期信贷需求的改善，主要来自于财政发力下基建链条高景气度带动的相关信贷融资需求。

M1 和 M2 仍处于上行通道。5 月货币供给继续保持高位增长，其中 M1 同比增速升至 6.8%（前值 5.5%）；M2 同比增速虽持平于 4 月的 11.1%，但如果不考虑缴税时点延迟导致的财政存款的激增的影响，4 月以来 M2 的强劲的回升势头仍在延续。从各类存款变动来看（图 3），受益于金融机构信贷发力和地方债密集发行，企业存款较去年同期大增 6873 亿，非银存款的骤降可见政府对资金套利监管的趋严，而居民存款亦较去年同期多增 2402 亿，反映出疫情之后其资产负债表的修复。总体而言，随着疫情后信贷配合财政刺激的持续发力，短期内 M1、M2 增速的回升有望延续。

专项债集中放量支撑社融。5 月新增社融 3.19 万亿，比去年同期多增了近 1.5 万亿。从结构上来看，这多增的 1.5 万亿 51%来自政府债券的发行，即在前期三轮提前下达地方政府债券限额的情况下，5 月份新增专项债发行了 1 万亿（财政部口径），而去年同期仅发行了 1300 亿元，专项债放量是 5 月份社融增量的主要支撑。而信贷和企业债券同比分别多增 3645 亿元和 1938 亿元，虽仍对社融增量形成正向贡献，但相较于前 5 个月的整体水平而言有所放缓。

展望后市，宽信用下信贷能否持续维持高增存在隐忧，一方面，对结构性存款的监管对企业票据融资的影响尚待观察；另一方面，当前实体融资需求主要还是来自于基建，仅靠基建需求对信贷投放的驱动缺乏支撑。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

社融方面，目前尚有 1.6 万亿新增专项债和 1 万亿特别国债待发行，意味着财政发力仍然会持续支撑 6-9 月社融数据。

风险提示：监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：联储控制力回归，短鹰长鸽定基调——6 月美联储议息会议点评

事件：

6 月 10 日美联储议息会议：（1）维持法定准备金和超额准备金的利率维持在 0.10%；（2）将主要信贷利率确定为现有的 0.25%；（3）至少以目前的速度增加美国国债（每月约 800 亿美元），机构抵押支持证券（MBS）和机构商业抵押支持证券（CMBS）的系统公开市场账户持有量（每月约 400 亿美元）。

观点：

货币政策略偏鸽派，量化宽松和前瞻性指引搭配使用：（1）美联储将至少以现有速度增加 QE 规模；（2）短期内，美联储把重点放在制定有关利率和资产购买的前瞻性指引，而 6 月点阵图也给了委员会提供前瞻性指引的机会；（3）收益率曲线控制并未出台，美联储或寄重振家庭、商业和政府经济的信心于已发布的货币政策工具上；（4）超额准备金利率（IOER）维持在 0.10%的水平，短期内美联储不会将超额准备金利率调整为零利率甚至负利率水平，但负利率的市场猜测不会消除。

议息决议未超预期，美联储控制力上升：（1）美国经济正处于复苏的初始阶段，在当前情况下改变政策还为时过早；（2）2020 年-2022 年美国失业率将很高，通胀将很低，至少在未来两年把利率维持在接近零利率的水平，美联储在接下来的两年内将继续支持市场，这将有利于股市的复苏；（3）美联储维持利率不变至少到 2022 年的计划“有利于风险偏好”，将导致美元走软；资产购买的灵活性和失业率预测“较低”也有利于风险资产投资；（4）现在给出具体的前瞻指引还为时过早；（5）收益率曲线控制为时尚早，目前仍存在许多不确定因素。因此我们估计第三第四季度美国整体经济将处于在第一第二季度深度负增长后逐步修复的深 V 型走势：（1）2020 年美国 GDP 增速将为负值但下半年较上半年会有所回暖；（2）2020 年底前失业率接近 10%；（3）短期内美国通胀将维持 0%-3%的较低水平；（4）美联储资产负债规模将在第三季度突破 8 万亿美元大关，2020 年美国联邦政府预算赤字将超过 3 万亿美元，可能威胁到长期的整体经济增长。

目前美联储持短鹰长鸽的货币政策态度：（1）短鹰体现在 YCC（收益率曲线控制）将在前瞻性指引和量化宽松之后进行，时点不同，YCC 发挥的效力作用也不同，短期采取 YCC 是为了压低收益率，但暂无必要；中长期采取 YCC 是为了支撑收益率，作为 QE 的推出策略和货币政策正常

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化的衔接手段；（2）长鸽体现在逼近零利率的态势将持续到 2022 年，置换了负利率预期，与美联储反对零利率的姿态吻合。

美股美元受挫明显，整体式避险情绪上升：（1）美债普遍走升，收益率下跌：10 年期国债收益率跌幅最大，跌至 0.78%，跌幅为-0.06%，5 年期国债收益率为 0.37%，跌幅为-0.03%，3 月期国债收益率为 0.18%，跌幅为-0.01%；（2）除纳斯达克 100 指数出现 0.81%的轻微涨幅外，道琼斯工业指数和标普 500 指数均出现微幅下跌，分别降至 26781 和 3168，比之前低 1.80%和 1.22%;(3)美元开始出现走软,跌至 96.06,比之前低 0.38%,未来美元指数 96 关口或将难以保住，继续保持下挫态势；（4）黄金作为避险资产，价格上升至 1736，涨幅为 1.18%，就市场整体看，避险情绪明显上升。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

通信行业报告：北京新基建建设方案多维度加强持力度，持续看好 5G、数据中心及物联网等环节绩优个股

投资要点

事件：6 月 10 日，北京市出台加快新基建建设行动方案（2020-2022 年），主要聚焦 5G 网络、新型数据中心、卫星互联网、车联网及工业互联网等领域做出重点任务指示。

新基建政策红利以及景气度确定性向上：行动方案指出，北京市将加大 5G 基站选址、用电等能耗指标支持力度，2020 年实现 5G 基站新增 1.3 万个，累计超过 3 万个，同时推进存量的小规模、低效率的分散数据中心向集约化、高效率转变。当前加快 IDC 建设是政策所趋，产业所需，因此北京、上海以及广东等地区相继加码新基建，加快推动 5G 以及 IDC 建设进度；我们认为，未来线性释放的供给难以满足指数级增长的需求，供需差的逐步拉大，将拉动 IDC 行业景气度稳步向上。

政策持续加码物联网，有望推动 5G 应用板块加速落地：新基建行动方案方案也明确对车联网、工业互联网领域做出目标指引。当前，全球及中国连接数破亿，物联网受国际主流通信设备商、运营商及芯片厂商积极推动与关注，我们认为，物联网作为未来 5G 应用场景的重要支撑，将成为更大蓝海。

坚定看好基站基建及流量基建的投资机会：新基建主要受国家政策、运营商和云计算公司投资等因素驱动，当前相关产业政策持续利好，运营商招标陆续启动，科技新基建景气度确定向上，我们持续看好基站基建(PCB、天线射频、材料)及流量基建(IDC、光模块、服务器)等投资机会，同时，应用板块萌芽初现，建议进行前瞻性布局。

投资建议：建议关注的标的为：流量基建：IDC:数据港、宝信软件、杭钢股份、光环新网、奥飞数据、城地股份、鹏博士、沙钢股份等；光模块：中际旭创、博创科技、天孚通信、新易盛；路由器：中兴通讯、紫光股份、星网锐捷；流量可视化：中新赛克、恒为科技；基站基建：中

请务必阅读正文之后的免责声明部分

兴通讯、烽火通信、世嘉科技、中石科技、沪电股份/崇达技术、深南电路/生益科技等；5G 应用：云计算：优刻得、网宿科技；高清视频：淳中科技；车联网：中科创达、移为通信、移远通信、高新兴、佳都科技；物联网：和而泰、拓邦股份、美格智能；工业互联网：工业富联、日海通讯、天源迪科、东土科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。

风险提示：5G 产业进度不及预期；政策红利不及预期；

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

推荐个股及其他点评

完美世界（002624）：重点 IP 产品上线在即，助推公司业绩稳定增长

投资要点

本文首先梳理了游戏行业发展脉络，证明了端游 IP 手游化是手游行业近年来得到跨越式发展的主要推动力。我们统计了 2014-2019 年 IOS 端收入前 50 名游戏中端游转手游产品的收入占比，2014-2019 年分别为 9.3%、44.3%、57.6%、48.5%、46.8%及 44.9%，可以看到端游 IP 手游化产品自 2015 年以来就成为推动行业发展的重要力量，占比行业前 50 名手游收入半壁江山。

同时，在手游市场不断的发展过程中，不仅端游公司保持了其龙头行业地位，也出现了一批优质原创 IP 手游产品，占领了各细分赛道，企业自身在细分赛道的产品布局与 IP 创新能力也非常重要。对于传统端游厂商而言，如何利用好端游 IP 手游化及 IP 产品系列化带来的利润积累，转化为自身创新能力，不断推陈出新，创造出更多可长期货币化变的原创 IP 产品，将决定企业的长期竞争力。

完美世界自 2004 年创业以来，依靠强大的自我创新力，积累了一系列端游 IP，自 2013 年起转型手游，先后推出了《神雕侠侣》、《神魔大陆 3D》、《火炬之光》、《最终幻想：觉醒》、《射雕英雄传 3D》、《倚天屠龙记》、《诛仙手游》、《武林外传》、《完美世界手游》、《神雕侠侣 2》、《新笑傲江湖》等端游 IP 改编手游产品，获得了市场高度认可。

完美世界不仅在端游 IP 手游化持续发力，同时不断自我创新驱动，在原创手游 IP 不断突破，自 2017 年起推出了《轮回决》、开放世界 MMO 手游《我的起源》、女性向产品《梦间集》、《梦间集天鹅座》、唐风社交 3D 手游《云梦四时歌》等产品，积累了大量年轻用户，为企业长期用户沉淀打下了扎实基础。预计 2020 年三季度完美世界将上线重点端游 IP 改编产品《梦幻新诛仙》及《新神魔大陆》，将为公司带来显著业绩增量。

影视剧业务方面，公司 2020 年将轻装上阵，有望实现触底反弹。公司加快推进库存项目的发行和排播以外，同时对新项目的投资快速调整市场定位和开发节奏，预计投资的影视作品类型多样，涵盖了各年龄段观众的需求。

盈利预测与投资评级：2020 年公司后续产品梯队蓄势待发，随着产品陆续上线，将为业绩带来明显增长，我们预计 2020-2022 年实现净利润 24.18/27.15/30.95 亿元，实现 EPS1.87/2.10/2.39 元，对应当前

请务必阅读正文之后的免责声明部分

PE25.49/22.70/19.92 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品上线延期风险；行业政策监管趋严风险；系统性风险

（证券分析师：张良卫）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn