东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 10 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：如何看待当前出口的韧性与前景？

根据前瞻性指标新出口订单及其通常领先出口 3-6 个月的历史表现（表 2），预计 2-5 月订单端的萎缩趋势将逐渐体现到下半年出口端的表现上，因此我们维持对全年出口同比降幅 10%-15%的预期，此外，还需关注下半年美欧经济在大规模政策刺激下可能出现超预期反弹的上行风险。

固收金工

固收点评：7 天逆回购利率未变，MLF 到期延期续做

2020 年 6 月 8 日，央行开展 1200 亿元人民币 7 天期逆回购操作，操作利率 2.20%，与上次持平。此外，央行将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利(MLF)一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。

固收点评：5 月外汇储备数据点评：美指下跌估值为正，外储规模环比上升

中国 5 月外汇储备 31016.92 亿美元，前值 30914.59 亿美元，环比增加 102.33 亿美元，上月为环比上升 308.26 亿美元。中国 5 月末外汇储备为 22606.78 亿 SDR，前值 22624.81 亿 SDR，环比下降。5 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

行业

通信行业点评报告：华西股份收购索尔思，全球光模块产能继续东移，光芯片能力受重视程度持续提升

华西股份发布公告，拟由控制主体上海启澜收购 DiamondHill,L.P.权益，交易价格约合人民币 9.68 亿元，交易完成后公司将间接持有索尔思光电 54.68%股权，为索尔思光电第一大股东，索尔思光电将纳入公司合并报表范围。本次收购，标志着光模块全球产能东移继续进行，中国光模块企业竞争实力得到印证。

推荐个股及其他点评

华工科技（000988）：受益 5G 良机，双主业进入高质量增长阶段

预计公司 20-22 年归母净利润为 6.78/8.27/9.87 亿元，对应当前股价的 PE 为 31/26/22 倍。考虑到公司光模块业务的快速发展以及激光加工设备业务有望进入向上周期，首次覆盖给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：如何看待当前出口的韧性与前景？

观点

5 月中国出口虽然重回负增长，但仍超出市场预期和同期其他出口国的表现。如何理解 4 月以来中国出口增长展现出的韧性？本文试从邻国出口比较、防疫物资出口、以及疫情封锁产生的“替代效应”这三方面加以考察，并据此判断下半年出口增长的前景。

1、为何 4 月以来中国出口持续强于同样没有限产的日韩出口？

4 月中/韩/日出口增速分别为 3.5%/-25.1%/-21.9%，5 月中/韩出口增速分别为-3.3%/-23.7%（图 1）。我们认为表现分化本质上是因为国家间出口产品结构的差异（图 2），中国出口产品结构中消费品占比近三成，远高于韩国（8%）、日本（9%）。而消费品出口由于直接对应进口国消费者的终端需求，其波动性要明显低于中间品和资本品出口。尤其是当前海外各国因抗疫封锁而停产停工的背景下，其中间品和资本品进口需求的显然萎缩要大于消费品，这就使得中国出口相对其他国家能够受益于这种产品结构上的优势。

2、5 月防疫物资出口对整体出口的贡献有多大？

根据海关总署公布的 3 月以来我国防疫物资出口情况，3、4 月份防疫物资出口金额分别在 62 亿元、650 亿元左右，对当月总出口贡献分别为 0.5%/4.6%（表 1）。4 月初至 5 月中旬，防疫物资日均出口金额从 10 亿元上升至 35 亿元以上。4 月份医疗仪器、纺织纱线、医药品、药材等防疫物资在各类产品中增速显著领先，5 月医疗仪器及纺织纱线产品增速再攀高峰，同比增速分别达 88.51%/77.34%（图 3）。基于 5 月份防疫物资保持 5/1-5/16 的日均出口金额不变的保守假设，5 月份防疫物资占出口比重将继续上升至 8.4%。

海外疫情的反复可能会使得防疫物资外需持续旺盛，但由于海外新增确诊和未治愈病例数量逐渐趋缓、防疫物资中的医疗器械产品具有一定耐用品属性、欧美等主要经济体逐渐恢复生产，预计防疫物资对整体出口的贡献会持续较长时间，但贡献程度或将在三季度迎来边际回落。

3、全球抗疫封锁下，中国出口的“替代效应”能持续多久？

全球在应对疫情的隔离封锁措施不同步情况下，封锁程度差异导致了一定的“替代效应”，即中国作为实施封锁隔离最早的国家，疫情防控效果显著，领先于其他国家放宽封锁限制，生产部门快速实现了复工复产，因此在 3 月至 5 月可能“抢占”其他国家在贸易对手国的进口份额。2 月美国/日本/香港/台湾从中国大陆进口金额占整体比重分别为 9.3%/12.9%/35.6%/14.6%，到 4 月份这一数值分别升至 15.5%/28.3%/45.2%/23.6%（图 4）。由于欧美目前的复工还存在较大的疫情反复的不确定性，因此中国出口的替代效应优势可能会持续存在，但随着产能供给差距的缩小，未来这一效应可能会边际减弱。

4、下半年中国出口增长的前景？

根据前瞻性指标新出口订单及其通常领先出口 3-6 个月的历史表现（表 2），预计 2-5 月订单端的萎缩趋势将逐渐体现到下半年出口端的表现上，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

因此我们维持对全年出口同比降幅 10%-15%的预期，此外，还需关注下半年美欧经济在大规模政策刺激下可能出现超预期反弹的上行风险。

风险提示：国内疫情二次爆发、国际贸易环境恶化

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：7 天逆回购利率未变，MLF 到期延期续做

事件

2020 年 6 月 8 日，央行开展 1200 亿元人民币 7 天期逆回购操作，操作利率 2.20%，与上次持平。此外，央行将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利(MLF)一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。

观点

逆回购利率不变，资金缺口增大。今日（6 月 8 日）有 5000 亿元 MLF 到期，除此之外，本周还有 2200 亿元逆回购到期，分别为 6 月 11 日的 700 亿元和 6 月 12 日的 1500 亿元。6 月 19 日还将有 2400 亿元 MLF 到期。本月还是企业集中缴税期，同时资金到期规模较大，资金缺口将有所增大。今日央行新作 7 天 MLF 维持 2.20%利率不变，我们分析利率持平的原因如下：第一，本月以来，央行分别于 6 月 4 日、6 月 5 日开展了 700 亿元、1500 亿元的 7 天逆回购操作，6 月 8 日的逆回购再次投放 1200 亿元。而首周公开市场累计到期 6700 亿元逆回购，央行累计开展 2200 亿元逆回购缩量对冲，净回笼 4500 亿元。央行重启逆回购操作维护了市场流动性，一定程度上缓解资金面紧张。第二，今年政府工作报告提出，将加强监管，防止资金“空转”套利，年初由于疫情影响，货币政策趋于宽松，市场流动性充裕，资金利率较低，一定程度上助长了套利行为，随着国内疫情的逐步稳定，未来将通过推动市场利率的回升，来打击金融套利行为，从“宽货币”向“宽信用”转变。

MLF 月中续做，缓解流动性压力。6 月 8 日有 5000 亿元 MLF 到期，央行未对 5000 亿元到期 MLF 进行续作，但预告将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。另外，6 月 6 日有 5000 亿元 MLF 到期，该批 MLF 顺延至 6 月 8 日。总体上，6 月将有超万亿的公开市场操作到期回笼。我们分析 MLF 延期续做原因如下：第一，今年以来央行一般在月中进行 MLF 操作，此次恰逢年中，将有大规模的 MLF 到期及政府债券的发行，因此续做有助于缓解资金面压力，呵护流动性。第二，MLF 的延期续做可为本月 20 日 LPR 的报价确定锚定值，下阶段大规模的债券发行，市场资金供求将受到影响，因此除了 MLF 操作外，降准降息未来也存在一定可能。

展望后期：货币宽松基调不改，未来仍有降息空间。《政府工作报告》提出，应加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业。“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，“创新直达实体经济的货币政策工具”，“强化对稳企业的金融支持”，新创设了两个货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持计划，持续推动中小微企业获得贷款的便利。同时，积极的财政政策需要货币政策配合，因此预计未来央行将继续采取公开市场操作来维持流动性和市场利率稳定。

风险提示：资金面压力较大，流动性超预期收紧。

（证券分析师：李勇）

固收点评：5 月外汇储备数据点评：美指下跌估值为正，外储规模环比上升

事件

数据公布：中国 5 月外汇储备 31016.92 亿美元，前值 30914.59 亿美元，环比增加 102.33 亿美元，上月为环比上升 308.26 亿美元。中国 5 月末外汇储备为 22606.78 亿 SDR，前值 22624.81 亿 SDR，环比下降。5 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数小幅下跌，汇率折算因素偏正。5 月世界主要货币相对美元汇率涨跌互现，美元指数呈下降趋势。5 月美元指数大幅下跌，由 4 月末的 99.02 下跌 0.76%至 5 月底的 98.26，英镑对美元贬值 2.01%，欧元对美元升值 1.28%，美元兑日元较 4 月末上升 0.58%。5 月人民币对美元汇率小幅贬值，人民币对美元中间价从 4 月末的 7.0571 升值到 7.1316。整体来看，为减弱疫情对后续经济发展的影响，各国将持续采取宽松的货币政策和积极的财政政策，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。

美日欧收益下行，英收益下滑，债券估值因素为负。5 月外汇储备的投资资产美日欧国债收益率上行，英债收益率下滑，债券估值变动对当月外汇储备规模为负向作用。5 月，美国 10 年期国债收益率由 0.64%升至 0.65%，上行 1.00BP，英国国债收益率下行 10.00BP，日本国债收益率上行 5.00BP，欧元区公债收益率上行 10.00BP。主要国家资产价格整体有所下跌，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率小幅上升，日债、欧元区公债收益率同样上行，唯有英债呈下滑趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，3 月份中国减持美国国债 107 亿美元，所持美国国债规模达 1.08 万亿美元，是美国第二大债权国。日本增持美国国债 34 亿美元，至 1.27 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率波动贬值，长期保稳定态势。从银行结售汇数据来看，4 月银行代客远期结汇签约 911.48 亿元人民币，远期售汇签约 618.74 亿元人民币。5 月以来，中美关系再度呈现紧张趋势，人民币遭受贬值压力。另一方面，当前海外疫情形势仍然较为严峻，而国内疫情控制得当，人民币资产受国际投资者关注，截至 5 月境外机构托管的人民币债券面额连续 18 个月增长，表明人民币有升值的空间。长期来看，人民币汇率将保持在合理均衡水平，今年政府工作报告强调了汇率稳定对于外贸和金融市场发展的重要意义。

展望和判断：5 月外汇储备小幅上涨是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产上升；美债等资产价格变化促使账面资产价格上涨，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备小幅上升。对 6 月的判断，第一是当前中美关系的不稳定性对人民币汇率的影响，人民币汇率波动可能会导致资本的流入与流出，对外汇储

请务必阅读正文之后的免责声明部分

备有影响。第二是随着国内疫情防控取得了积极成效，经济正在逐步复苏，长期来看我国经济向好的态势将为外汇储备的稳定提供支撑。

二季度黄金储备展望：展望二季度，外部因素主要考虑中美关系的走向和全球疫情的控制效果，以及对我国外需的冲击。尽管美国非农就业报告重振了人们对市场的部分信心，但全球经济后续走势仍不明朗，导致黄金走势震荡，且黄金在我国外汇储备中的占比仍有提升空间，长期或呈上涨趋势。

风险提示：海外疫情控制效果不如预期，中美关系不稳定性进一步加大，外需受冲击影响较大。

（证券分析师：李勇）

行业

通信行业点评报告：华西股份收购索尔思，全球光模块产能继续东移，光芯片能力受重视程度持续提升

投资要点

事件：华西股份发布公告，拟由控制主体上海启澜收购 DiamondHill,L.P.权益，交易价格约合人民币 9.68 亿元，交易完成后公司将间接持有索尔思光电 54.68%股权，为索尔思光电第一大股东，索尔思光电将纳入公司合并报表范围。

华西股份收购索尔思，标志着光模块产业东移继续进行：索尔思光电是一家成立于美国的拥有 20 年历史的光组件、光模块、光芯片公司，客户包括亚马逊、苹果、Juniper、华为、Cisco、中兴等。华西股份经过 2 年多的酝酿，拟通过控制主体收购，实现间接持有索尔思光电 54.68%股权。继 Finisar 被 II-VI 高意收购、Oclaro 先后被 Lumentum 和剑桥科技收购，排名前列的北美光模块企业重组仍在进行中，全球光模块产能有向中国转移的趋势，其背后的逻辑在于中国具有成熟产业链带来的成本优势，以及国内光模块市场具有较大潜力。本次收购，标志着光模块全球产能东移继续进行，中国光模块企业竞争实力得到印证。

从本次收购可见，光模块企业的光芯片能力受重视程度在提升：索尔思光电除了拥有面向 5G 前传/承载网、数据中心的各类速率及距离的光模块外，还拥有自主研发的核心光芯片，在高端光芯片领域处于国际领先水平，拥有 EML、DML、APD/PIN 等 25G 光芯片技术能力。光芯片约占光模块生产成本的 60%，是光模块制造最重要的原材料之一。从本次收购中可以看出，光模块企业的光芯片能力受重视程度在提升，结合去年全球光芯片产能有限的经验，我们认为，能够做到光芯片自给自足的公司由于其供应链更加稳定、成本控制能力更强、一体化设计能力更佳等原因，有望在长周期中拥有相对竞争优势。

光模块行业景气度持续向上：当前光模块行业正处于 5G 前中回传与数据中心需求的叠加，且两个市场均有进一步超预期的可能。5G 方面，由于联通电信合建带来的频谱增加，64T64R 天线配置下，原先单个基站 3 个 25G 通道的方案需要扩展为 6 个，64T64R 型基站所需的前传光模块数量有望翻倍，且在三大运营商主张节约光纤资源的三大 xWDM 方案中，25G 彩光模块所占比例有望大幅提升；数据中心方面，除北美云商加速建设数据中心外，中国在新基建的规划指导下，以阿里巴巴、腾讯等为代表

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的企业正在快速筹划数据中心的建设，进一步推动光模块需求。

建议关注标的：中际旭创、天孚通信、华工科技、光迅科技、新易盛、剑桥科技、博创科技、华西股份。

风险提示：5G 产业进度不及预期；国内外数据中心建设不及预期；光模块竞争格局加剧；全球光芯片产能不足导致的光模块产能受限。

（证券分析师：侯宾）

推荐个股及其他点评

华工科技（000988）：受益 5G 良机，双主业进入高质量增长阶段

投资要点

以光通信、激光加工设备为两大主业，业绩受益于 5G 进入高质量增长阶段：经过 20 年技术积累，公司打造出光通信、激光加工设备、传感器、激光防伪四大业务板块，近年来各个板块收入均实现稳步增长，其中光通信与激光加工设备是公司两大支柱产业有望受益于 5G 建设以及 5G 手机创新周期带动公司业绩提升。2019 年公司收入 54.60 亿元，同比增长 4.35%；归母净利润 5.03 亿元，同比增长 77.28%。

20Q1 受疫情影响，20Q2 光模块产能快速提升，业绩有望补偿性发展：公司总部与大部分产能位于武汉，一季度受到疫情影响，20Q1 收入 7.59 亿元，同比下滑 34.04%；归母净利润-0.12 元，同比下滑 111.77%。随着疫情的消退，公司自 2 月中旬已经复产，于 4 月全面恢复产能并进行相应扩产。光模块业务方面，全面复工扩产后，月出货量达到 70 万只/月，大幅高于去年预计的 50 万只/月；激光加工设备方面，一季度智能装备业务在手订单饱满。我们认为，随着疫情影响的消除以及产能的补偿性扩张，公司 20Q2 业绩有望同比改善。

受益 5G 与数据中心需求，光通信收入结构改善带来盈利能力大幅提升，光芯片进展顺利，强化竞争实力：近两年光模块放量带来收入结构改善，毛利率、净利率快速提升。2019 年公司光器件毛利率 14.60%，同比增加约 6pct，子公司华工正源净利率 8.88%，同比增加约 4pct，预计未来仍有增长潜力。具体来看，5G 前传光模块市占率连续保持较高份额，数通 100G 已在海外批量发货，400G 开始小批量试产，有望成为新的增长点。此外，公司光芯片进展顺利，10G 光芯片已批量供货，25G 光接收芯片已具备批量能力，发射芯片还在进行测试评估，预计下半年形成小批量。公司光芯片未来有望在中低速率产品自给自足，强化竞争实力。

5G 产品创新与传统制造企业智能化改造有望拉动下游设备投资，传导激光设备订单增长：激光加工设备是公司营收规模第二大的业务板块，拥有智能装备产业群与精密激光产业群。其中，智能装备产业群方面，有望受益于政策驱动的中国传统制造企业的智能化升级改造；精密激光产业群方面，考虑到 5G 手机设计方面的创新，A 客户加大创新力度更新设备是大概率事件，激光设备将在更多生产环节得到应用，有望驱动公司订单增长。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润为 6.78/8.27/9.87 亿元，对应当前股价的 PE 为 31/26/22 倍。考虑到公司光模块业务的快速发

请务必阅读正文之后的免责声明部分

展以及激光加工设备业务有望进入向上周期，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：光模块订单增速不及预期风险；光模块上游关键原材料供应风险；高端激光加工装备与 3C 市场资本开支不及预期的风险。

（证券分析师：侯宾）

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