新时代证券-研究所晨报（20200511）

● 总量研究

宏观经济：重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率

美国迎来史上最差非农就业，制造业和服务业就业受冲击均超过金融危机时期。

未来一段时间重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率。

我们更应该关注经济的边际变化，也就是在美国复工之后，最差的时刻大概率已经过去了

策略研究：关注点的变化

领涨板块的变化，从 4 月下旬开始，电子、计算机、汽车、家电等板块开始领涨。

经济可能比预期更强的微观证据。

政策超预期还是经济超预期？需要二选一。

● 公司研究

移为通信：资产管理终端业务增长强劲，研发投入进一步加大

移为通信 2019 年年报符合预期，资产管理终端业务增长强劲，研发投入继续加大。

新冠疫情对公司海外业务产生不利影响，公司 2020 年一季度增长出现较大幅度下降，调整对应盈利预测。

预计 2020 年至 2022 年对应 EPS 为 1.24/1.76/2.26 元。（调整前 2020 年至 2022 年 EPS 为 1.39/1.99/2.57 元。）当前股价下对应 PE 分别为 34.7x/24.5x/19.1x，维持“推荐”评级

惠程科技：哆可梦多款新游推出，2020 年 Q1 营收同增约 51%

产品上线推迟等原因造成 2019 年业绩下滑

新游上线数量增加，公司加大研发、营销投入

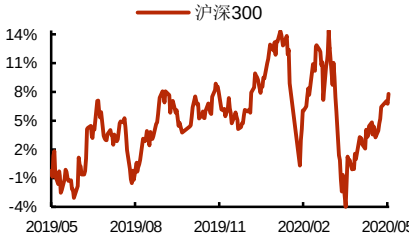
3D 打印领域齐头并进，护航公司未来业绩

看好公司强大的研发能力和顶级 IP 库的变现能力，预计 2020-2022 年当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 21/14/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：欧美复工后疫情二次爆发；新兴市场债务风险。

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

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
家用电器	3.95%	农林牧渔	0.18%
计算机	2.06%	商业贸易	0.25%
通信	1.71%	建筑装饰	0.3%
综合	1.67%	建筑材料	0.4%
传媒	1.39%	公用事业	0.44%

相关报告

《关注点的变化》2020-05-10

《重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率》2020-05-10

《哆可梦多款新游推出，2020 年 Q1 营收同增约 51%》2020-05-08

《资产管理终端业务增长强劲，研发投入进一步加大》2020-05-07

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率 3
1.2、 策略研究：关注点的变化 3
2、 公司研究 4
2.1、 惠程科技： 哆可梦多款新游推出，2020 年 Q1 营收同增约 51% 5

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率

美国迎来史上最差非农就业，制造业和服务业就业受冲击均超过金融危机时期。美国 2020 年 4 月非农就业减少 2050 万人，为历史上最差非农就业，远差于前值（-87 万人）与金融危机时期。分行业来看，4 月服务业、建筑业、制造业非农就业分别减少 1716 万人、97.5 万人、133 万人，服务业中的休闲和酒店业新增非农就业减少 765.3 万人，为主要拖累。分行业对比 2020 年 4 月与金融危机时期非农就业数据，制造业就业在 2020 年 4 月已经明显脱离此前的波动区间，不过收缩程度仍然不及服务业，这与 4 月美国服务业 PMI 差于制造业 PMI 反映的信息相一致。

未来一段时间重要的是美国经济“填坑”速度而非失业率。就业本质是滞后指标，3-4 月失业率数据没有及时反映美国经济衰退的程度，未来一段时间美国失业率可能仍处于高位，同样不能反映美国经济从衰退逐渐修复的过程。同时，我们关注的不是年度经济增速均值会如何，在美国经济一季度负增长、二季度大概率负增长的情况下，指望全年经济增速能回到过去的水平已经不太现实，**我们更应该关注经济的边际变化，也就是在美国复工之后，最差的时刻大概率已经过去了**，近期美国 ECRI 领先指标、交通出行强度、谷歌社交活动指标、活动趋势指数有触底回升迹象，预示着美国经济“填坑时刻”降至。

接下来重点是美国经济修复速度会如何，美国的情况会相对复杂一些，经济修复存在有利因素也有潜在的不利因素。**有利因素在于：**（1）当前美国大部分州不同程度地取消限制措施，美国政府复工指引比较激进，美国民众自身也比较抵制居家隔离，会加快复工率的回升；（2）暂时性失业居多，供给能力恢复没有太大问题；（3）欧美中等核心国家将共振式修复；（4）利率大概率仍保持低位，有利于美国房地产投资增长。

潜在的不利因素在于：（1）最大的风险是疫情在美国二次爆发；（2）党派之争可能会拖累整体复工进度；（3）美国居民预防性储蓄可能增加，制约消费修复。

疫情之下，局势瞬息万变，我们可以通过一些高频数据来跟踪未来一段时间美国经济修复进程：（1） ECRI 领先指标增长年率；（2）城市交通出行指数；（3）谷歌社交活动指标；（4）活动趋势指数；（5） MBA 购买指数；（6） OpenTable 平台订餐量；（7）纽约联储每周经济指数；（8）粗钢产量；（9）红皮书商业零售销售。

风险提示：欧美复工后疫情二次爆发；新兴市场债务风险。

1.2、 策略研究：关注点的变化

随着 A 股反弹的持续，股市的关注点有所变化，3 月-4 月反弹的过程中，食品饮料和医药等必选消费受益于疫情带来的业绩比较优势，以建筑建材为代表的稳增长板块受益于政策预期，而从 4 月下旬开始，电子、计算机、汽车、家电等板块开始领涨，投资者开始预期疫情结束后逻辑，国产替代大逻辑回归、消费复苏认可度提升。我们认为，如果市场关注点的转变是正确的，则两会以后的政策可能会低于预期，后续可能会有经济好和政策好二者难兼顾的困境，经济好和政策好只能二选一，市场也会由于选择而产生波动。

（1）领涨板块的变化。3 月-4 月反弹的过程中，食品饮料和医药等必选消费受益于疫情带来的业绩比较优势，以建筑建材为代表的稳增长板块受益于政策预期，

而从 4 月下旬开始，电子、计算机、汽车、家电等板块开始领涨，投资者开始预期疫情结束后逻辑，国产替代大逻辑回归、消费复苏认可度提升。

（2）经济可能比预期更强的微观证据。背后很重要的逻辑支撑是，国内疫情已经逐渐过去，欧美疫情估计很难继续恶化，由此带来经济可能逐渐改善。近期，有两个数据对投资者预期改变较大，一个是出口数据，由于欧美疫情晚于中国，按照主流的预期，4 月份出口数据可能会受到极大的负面影响，这一点逻辑从韩国出口 4 月增速大幅下滑上可以看到，但结果是 4 月同比出口正增长。第二个对预期影响较大的数据是，汽车、家电、重卡近期的销售情况有所改善。中汽协预计中国 4 月汽车行业销量完成 200 万辆，同比增长 0.9%，环比增长 39.8%。当然考虑到历史上这两个数据的波动性都比较大，经济的真实情况可能还需要等 4 月中更全面的数据。

（3）短期策略：政策超预期还是经济超预期？需要二选一。我们之前提示过，市场 5 月可能会有尾部风险，5 月底-6 月初可能是较好的加仓时间点。当下的经济数据改善只会改变尾部风险的级别，不会让尾部风险消失。因为，如果经济改善超预期，则两会以后的政策可能会低于预期，后续可能会有经济好和政策好二者难兼顾的困境，经济好和政策好只能二选一，市场也会由于选择而产生波动。当然，如果经济低预期，市场的波动也难以避免。

行业配置建议：近期利率开始快速下行，可能会带来部分关注股市分红的配置资金，建议关注低估值和存在高分红潜质的板块，金融地产板块、部分现金储备充分的周期板块可以适当关注。从基本面来看，未来的重点是观察各行业从疫情中恢复的速度，考虑到国内经济可能会领先全球经济的复苏，建议关注国内消费。近期多个地方政府出台了稳定消费的政策，我们认为，类似的政策可能会继续出台，对消费的正面影响大概率还没结束，建议继续超配，并重点关注可选消费（家电、汽车）。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

移为通信：资产管理终端业务增长强劲，研发投入进一步加大

事件：移为通信 2019 年年报符合预期，资产管理终端业务增长强劲，研发投入继续加大。

移为通信 2019 年年报发布完毕，公司 2019 年营业收入 6.29 亿元，同比增长 32.18%。公司 2019 年净利润 1.62 亿元，同比增长 30.23%，公司整体经营业绩良好。从业务区域来看，公司各区域业务均增长明显，其中北美洲业务增长 23.68%，欧洲业务收入增长 33.92%，南美洲业务收入增长超过 62.58%。同时公司正着力开拓国内市场，布局物联网与 5G 产品市场。从公司产品条线来看，各业务条线发展健康，增长整体符合预期，部分业务条线增长超预期。其中车载信息智能终端产品营收增长 21.48%，符合预期。资产管理信息智能终端营收大幅增长 70.68%，超出预期（前期预计增长 60%）。个人安全智能终端产品线继续收缩，动物溯源追踪产品营收增长超过 50%，符合预期。公司毛利率继续保持高位，达到 46.33%，在行业内继续保持前列。2019 年公司研发投入继续保持两位数增长，研发支出增长 20.75%，研发费用占营业收入占比为 12.93%。公司费用率继续下降，显示公司成本控制能力良好。公司 2019 年 每股净利润 1.00 元，摊薄净资产收益率 16.15%。公司 2019 年整体业绩发展符合预期。

新冠疫情对公司海外业务产生不利影响，公司 2020 年一季度增长出现较大幅度下降，调整对应盈利预测。

公司 2020 年一季度业绩报告显示，由于受海外新冠疫情影响，公司一季度营收同比出现较大幅度回落。一季度营业收入 9,650 万元，同比下滑 28.01%，归母净利润 1,923 万元，同比下降 28.74%。我们预计公司 2020 年全年受国外新冠疫情影响，订单增速将出现较大幅度下降。同时产业链完全恢复预计将在三季度至四季度，公司二季度业绩仍将受疫情冲击影响。预计三季度公司生产将恢复正常水平。据此我们下调公司 2020 年营收增速和主营业务毛利率，预计 2020 年至 2022 年对应 EPS 为 1.24/1.76/2.26 元。（调整前 2020 年至 2022 年 EPS 为 1.39/1.99/2.57 元。）当前股价下对应 PE 分别为 34.7x/24.5x/19.1x。我们认为疫情不改板块基本逻辑，物联网板块受行业景气度抬升及“新基建”政策加持，未来长期向好。公司作为板块精品公司，抗风险能力优于同行业其他公司，维持“推荐”评级

风险提示：海外疫情防控不达预期，疫情恢复时间长于预期，产业链恢复时间不及预期。

2.1、 惠程科技： 哆可梦多款新游推出，2020 年 Q1 营收同增约 51%

事件：

4 月 30 日，公司发布 2019 年年报。2019 年公司营业收入达到 10.92 亿元，同比下降 42.45%；归属于上市公司股东的净利润达到 1.35 亿元，同比下降 59.87%。2020 年一季度公司营业收入达到 3.35 亿元，同比增长 50.78%；归属于上市公司股东的净利润达到 0.28 亿元，同比增长 4.12%。

产品上线推迟等原因造成 2019 年业绩下滑

公司 2019 年业绩出现较大下滑，其主要原因是：1）公司控股子公司哆可梦自研游戏产品和代理游戏产品的上线时间表有所推迟，且 2018 年公司有较大规模的一次性投资收益（处置产业并购基金及对外转让信中利赞信基金出资份额）导致 2018 年利润有较高基数；2）公司 2019 年重点产品多于第四季度上线，其业绩主要将在次年释放。

新游上线数量增加，公司加大研发、营销投入

受益 2020 年初的“宅经济”与 2019 年底哆可梦新产品的推出，2020 年一季度公司营收增幅较大。营业成本随营收规模同比扩大 36.28%，增幅小于营收规模增幅。另外，随着游戏业务的发展，销售费用增加了 119.91%，主要系游戏推广使用。财务费用因公司贷款规模增加，借款利息相应增加所致。由于费用端增长幅度较大，因此利润端增幅被摊薄。

3D 打印领域齐头并进，护航公司未来业绩

公司持续推进原有的电气设备业务。同时，公司深入加大对工业制造机器人的生产研发力度，并积极参与国际知名 3D 打印公司 Xjet 公司的 D 轮融资事宜，筹划成为 Xjet 公司 3D 打印机的部分零部件以及原材料的首选制造商。

看好公司强大的研发能力和顶级 IP 库的变现能力，维持“推荐”评级

我们认为，公司 2020 年产品线多以受市场认可度较高的 RPG 游戏为主，且 2019 年底发行的数款新游预计将在 2020 年贡献业绩。另外，公司在 2019 年进行

了 1.48 亿元的股份回购，彰显了公司对未来业绩的信心。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 2.78 亿元、4.12 亿元、5.52 亿元，同比增长 105.7%、48.4%，33.9%，对应 EPS 分别为 0.35/0.51/0.69 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 21/14/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量不及预期风险等。

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/