

负面影响减弱 等待基本面跟上

上月 A 股呈现冲高回落态势。上半月市场整体表现突出，月末受国际市场大跌拖累，国内四大主要指数同步回调。截至月末，上证指数下跌 3.23%、深证成指上涨 2.8%、中小板指上涨 3.07%，创业板指则表现最为强势，月涨 7.46%。题材方面，医疗产业链和大科技双轮驱动。医疗产业链方面，受疫情影响，口罩、在线办公、在线教育、消杀、病毒检测等多个分支领域表现活跃。科技股方面，基本围绕大基金二期预期投资方向展开，其中又以光刻胶主题涨幅居前，二月板块录得上涨 28%，同期大基金板块月涨 9.5%，皆跑赢四大指数。成交方面，两市多日成交额突破万亿，场内外交投积极活跃。

图 1：大基金板块市场表现



(资料来源：大智慧)

图 2：光刻胶板块市场表现



(资料来源：大智慧)

对于科技股，在上月的策略特刊中已经提及《大基金二期的市场预期》，部分科技股在二月的行情中展现了强者恒强的格局。即使在上月末期，科技板块跟随市场回调甚至跌幅大于其它板块，但产业周期处于高速发展阶段决定了科技股依然受到市场青睐。

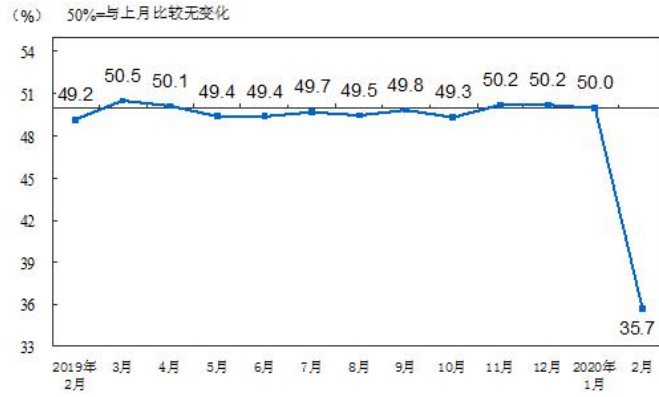
有研究机构指出，科技股行情讲的是科技创新，科技创新形成新的供给创造新的需求，这是一个增量市场。增量市场中，你的支出是我的收入，会变成一种上下游关系，最终带动整个产业链的变化。

此前，投资者情绪、大规模科技类主题基金发行、资金抱团、交投高度活跃等多方面共同主导了科技股结构性牛市。而**随着年报逐渐披露，对业绩能支撑起估值的公司，投资者或将愿意给予更高的估值溢价。**反之，则进入分化。**科技股的逻辑从关键领域的国产替代到流动性推升再到基本面催化。**

进入三月，市场首先需要消化的是来自外围市场的冲击。在上月最后的三个交易日中，外围市场风险接连释放，叠加 A 股此前快速上涨后积累的获利盘较多，内外共振的调整压力引发市场下挫。另一方面，随着企业复工复产，投资者开始担忧流动性宽松的必要性。还有一方面，进入 3 月数据空窗期结束，即将公布的 2 月经济数据或受疫情冲击存在下行风险，市场预期减弱。

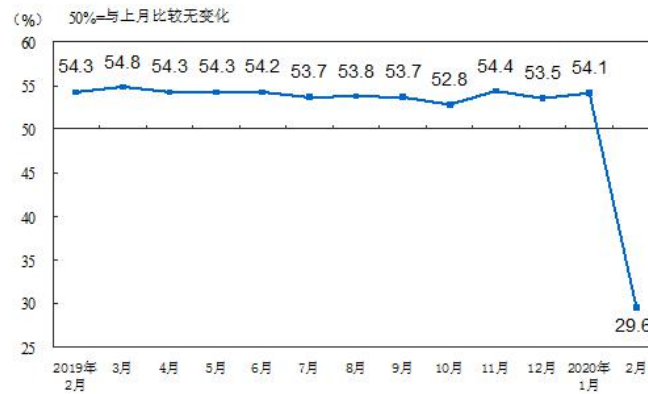
但同时，投资者也可以看到，国内疫情已经得到有效的控制、国内财政政策有望更加积极，货币政策有望更加灵活适度、企业在加快复工等多个因素是积极正面的。虽然受疫情冲击二月采购经理指数明显回落，但当前企业复工率回升较快，将推动 3 月份采购经理指数上升。

图 3：制造业 PMI 指数



(资料来源：国家统计局)

图 4：非制造业商务活动指数



(资料来源：国家统计局)

另外，从研究机构给出的数据来看，当前沪深 300 股权超额风险回报率提升至 2016 年以来的 86.38% 的分位水平，已接近节后首个交易日时 87.32% 分位水平，主要是国债收益率进一步降低使股票资产的相对吸引力增加。

因此，在未来调控政策持续发力支撑经济回暖的预期下，外部风险对于 A 股的影响将逐渐趋缓。科技股将由此前的流动性驱动逐渐转入与业绩校准，随着复工复产进度加快，国内经济进入快速恢复期，前期受疫情影响较重的消费行业将迎来拐点，上市公司业绩与宏观经济数据将成为市场主要风向标。

风险提示：复工恢复进度慢于预期、海外市场黑天鹅、上市公司业绩不及预期；

科技巨头产业链下的 A 股

自 2019 年以来，科技股贯穿整个 A 股行情。全球半导体周期向上、我国 5G 建设进入高峰

等都是核心驱动要素，并带动消费电子、数据中心等领域产业链紧密结合，盈利也迎来同步向上周期。

国泰君安研究指出，**A股科技股盈利与全球半导体销量增速高度相关**。2006年以来，A股科技股的ROE与全球半导体销售额增长率具有较强的相关性，表明A股科技股盈利端对全球市场的依赖。

图 5：A 股科技股 ROE 与全球半导体销售额增速相关性



(资料来源：国泰君安)

复盘过去，最为典型的的就是苹果与中国供应商带动关系。2013年至2018年，苹果股价的走势与其核心产品 iPhone 的销量密切相关。在此期间，中国地区电子零部件供应商具备反应迅速、低成本、交付能力出色等优点不断获得苹果青睐，切入苹果产业链的公司实现高速增长。随后，在手机出货量下滑、竞争加剧等行业背景下苹果股价回落。2019年，以 Air Pods 为代表的智能硬件快速颠覆创新，受其带动苹果股价再回增长，A股消费电子股也随之走强，产业景气度持续上行。

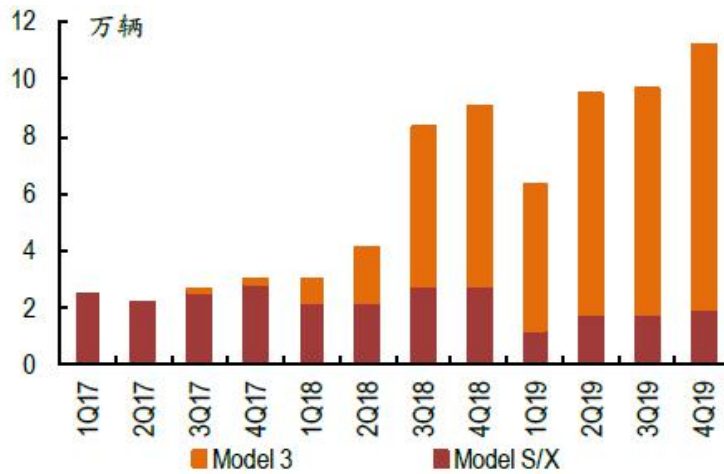
图 6：苹果股价叠加国内苹果三星产业链走势



(资料来源: 大智慧)

进入 2020 年, 造车新势力特斯拉, 在欧洲新能源补贴、Model 3 产销两旺、国产化进度屡超预期、业绩超预期等一系列因素下, 公司股价从 2019 年 10 月的 250 美元附近, 一路飙升至最高接近 1000 美元。在现有供应商享受特斯拉成长红利的同时也带动 A 股特斯拉产业链公司在此期间同步上涨, 联动增强趋势显著。未来, 随着国产特斯拉放量在即, 为其做配套的本土汽配零部件公司将大有可为。

图 7: 特斯拉单季度各车型交付量



(资料来源: 财通证券)

图 8: 特斯拉股价叠加国内特斯拉产业链及新能源车产业链走势

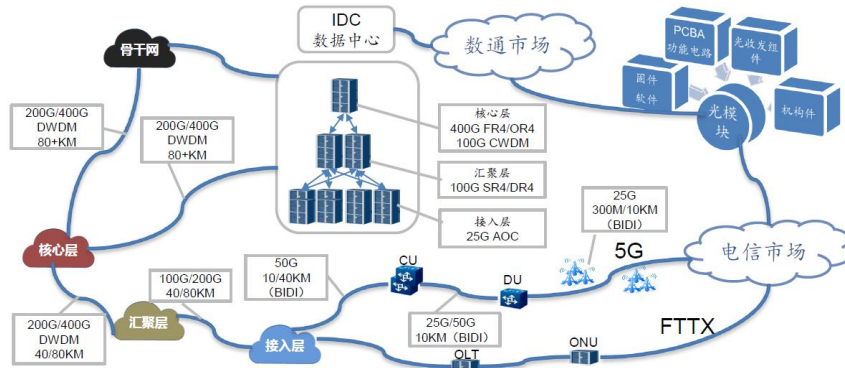


(资料来源: 大智慧)

除上述之外, 也有研究机构指出, A 股光通信产业链走势与北美云计算巨头谷歌、微软、亚马逊、脸书的资本支出同比增长率有一定相关性。

现代信息网络主要以光纤作为传输介质，但计算、分析还必须基于电信号，光模块是实现光电转换的核心器件，光模块的传输速率直接影响了网络传输的带宽及速度。

图 9：光模块产业全景图



(资料来源：东吴研究)

光模块的需求主要来自流量，提升最快的有两个方面，分别是：1、云计算和大数据等技术的应用驱动全球超大规模数据中心的加速建设；2、5G 网络建设蓄势待发，承载超大带宽的技术升级及电信运营商降本增效的需求。

据东吴证券的研究统计，光模块营业收入增速及光模块收盘价走向基本一致。自 2019 年开始，随着运营商招标以及 5G 建设的进度不断推进，光模块行业业绩迎来拐点，业绩确定性跟随主要厂商的出货量逐步显现。

图 10：我国光通信及光模块市值增速及市值占比



(资料来源：东吴研究)

图 11：全球光通信及光模块市场空间增速



(资料来源: 东吴研究)

光模块的主要结构为 TOSA (transmitter optical sub-assembly, 光发射次模块) + ROSA (receiver optical sub-assembly, 光接收次模块)。根据思科预测, 2021 年全球云数据中心的流量将达 19.5ZB。未来 Leaf Spine 架构在超大规模数据中心使用比例的提升将拉动光模块市场结构向更高速率产品倾斜。

5G 建设的加速将衍生出包括高清视频、直播会议、VR/AR 等多元化高宽带应用服务, 云成为趋势愈来愈明显, 背后是流量的爆发, 提升数据中心需求, 谷歌、微软、亚马逊等已陆续开启 400G 升级进程。

400G 光模块有望快速放量, 拉动数据中心光模块市场持续增长。400G 光模块于 2019 年底开始起量, 2020 - 2021 年是关键市场时间点, 2021 年全球光模块市场规模将达到 75 亿美元。2019 - 2021 年复合增速达 14%。其中, 我国市场 2021 年有望达 27 亿美元, 增速略高于全球。

流量的爆发将成为驱动 400G 光通信产业发展升级的重要力量。根据光通信市场调研机构 LightCounting 的分析, 200G 和 400G 光模块的出货量正在逐步提升, 其中增加更为明显的是 400G 光模块。在上市公司层面, 400G 光模块已经从单纯新品发布比拼逐步步入量产比赛阶段。

新易盛: 公司专注于光模块的研发、制造和销售, 是国内少数批量交付 100G 光模块、掌握高速率光器件芯片封装和光器件封装的企业, 成功出样业界最低功耗的 400G 系列光模块产品助力超大数据中心和云网络升级;

天孚通信: 公司定位光通信领域先进光电子制造服务(OMS-Optical Manufacturing Service)。主要业务包括高端无源器件整体解决方案和高速光器件封装 OEM 解决方案。在 5G 网络中,

为前传、中传和回传用光模块提供各类无源器件和高速光器件产品和解决方案配套。

太辰光：公司的主营业务为各种光通信器件及其集成功能模块（以下简称“光器件”）的研发、制造和销售。公司光器件产品广泛应用于光通信网络及数据中心的建设与维护，包括有源光器件和无源光器件；

兴森科技：公司主营业务围绕 PCB 业务、半导体业务主线开展。光模块为公司主力产品方向，已实现 400G 产品样品和小批量生产，客户中包含行业龙头企业，公司已持续稳定为客户供货；

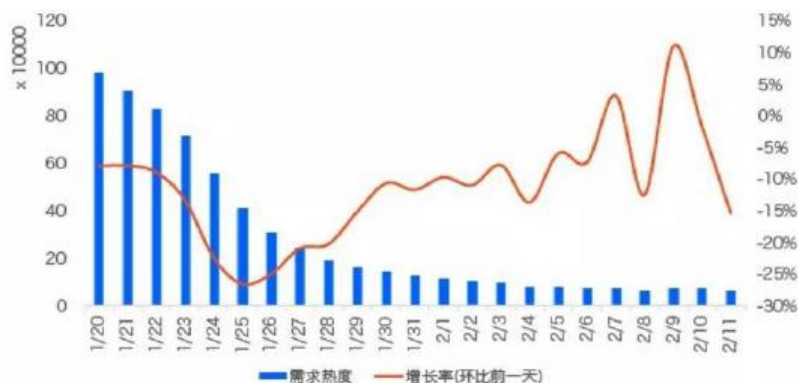
风险提示：光模块需求不及预期、流量需求不及预期；

复工情绪带动板块估值修复

二月，疫情引爆了线上经济，典型的如办公、教育等行业公司均已表现。鉴于股价拐点与疫情拐点基本吻合，前期受疫情影响较大的板块有望在三月迎来反弹。其中，**复苏较快的行业包括：餐饮、交运、旅游酒店等。**

住宿餐饮是大行业，2019 年住宿餐饮业营业收入超过 5 万亿元，吸纳就业人员超过 2600 万人，是稳增长、促就业、惠民生的重要领域。其中，酒店作为资本密集型+劳动密集型企业，需求主要来自于商旅，受疫情影响较为明显。交运旅游方面，春节期间多个景区关闭，人群聚集性活动大幅减少。数据显示，1.25-2.14 期间全国共发送旅客 2.83 亿人次，日均 1348 万人次，同比下降 82.3%。

图 12：1. 20-2. 10 全国酒店市场需求热度变化趋势



（资料来源：券商研究）

随着疫情防控效果显现，各地景区、部分餐饮正有序有控恢复开业，以及各行业陆续复工，企业出差需求的恢复有望推动酒店订单回暖。

酒店方面，短期黑天鹅冲击或加速单体酒店向连锁酒店集中。单体酒店暴露出的现金流压力、租金谈判议价能力、卫生消毒宣传、品牌声誉等，将使得待疫情逐步结束后，大型连锁酒店的入住率有望以更快速度恢复正常，加盟扩张是长期核心逻辑不变。

锦江酒店：连锁有限服务酒店运营商，包括锦江系、铂涛系、维也纳系等多品牌，经营模式上主要分为“直营经营”和“加盟特许经营”两种。其控股股东锦江酒店还包括高端酒店管理及部分自有物业酒店；

首旅酒店：公司酒店业务包括酒店运营和酒店管理两种模式。旗下酒店品牌包括：如家、和颐、如家精选、如家商旅等多品牌，直营+加盟，加盟为主，同时还包括首旅建国等定位中高端的酒店管理公司及部分北京自有物业酒店；

广州酒家：公司坚持“餐饮立品牌，食品创规模”发展战略，形成了独特的“食品+餐饮”双主业经营模式。餐饮业务板块主要为自营粤式中餐“广州酒家”、“天极品”，另培育发展有“西西地”、“好有形”、“星樾城”等多个特色餐；

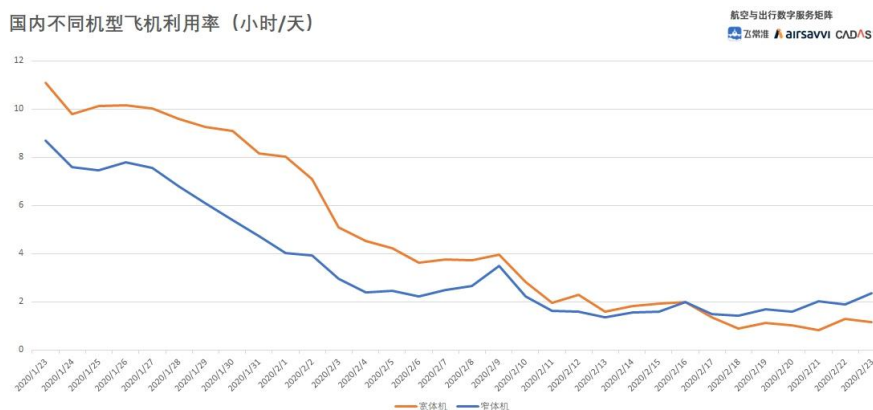
另外，在复工等消费需求回补下，飞机日利用率、客座率出现回升。2月21日，飞常准统计的国内航班客座率回升至55%，飞机利用率回升至1.87小时/天。23日飞机利用率为2.22小时/天，增长18.72%。截止2月29日，国内航班客座率回升至60.3%；飞机利用率回升至2.7小时/天。

图 13：截至 2 月 23 日国内飞机利用率



(资料来源：民航资源网)

图 14：截至 2 月 23 日国内不同机型飞机利用率



(资料来源：民航资源网)

不过，受日韩等国家疫情影响，国际航班的恢复或更为审慎，可能影响到航班次数与旅客数量，对航空业的业绩影响有待进一步观察。

政策面上，在2月12日举行的民航局新闻发布会上，民航局新闻发言人、航空安全办公室主任熊杰回应记者提问时表示，坚决贯彻落实党中央、国务院的决策部署，将已出台的免征航空公司应缴纳的民航发展基金政策落实到位。同时，继续向国家有关部门积极争取对民航企业疫情防控的财政补贴政策。出台进一步降低民航企业成本负担措施，对于执行疫情防控任务飞行的民航企业免收起降费等机场航空性业务收费以及免收航路费 etc 空管收费。

因此，虽然航空业在春运期间受疫情影响导致客运量大幅下滑，但正月十五后的数据已经反映出开始修复。公司方面，南方航空（国内线占比高）、东方航空（上海、北京等区位优势）、中国国航（公务出行回升）。

风险提示： 市场恢复进展低于预期；

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。

本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对投资标的涨跌或市场走势的确定性判断。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。

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。

投资者在使用研究报告时，应注意甄别、慎重、正确使用研究报告，独立进行投资决策，防止被误导。