

策略研究/动态点评

2020年05月17日

张馨元 执业证书编号: S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

钱海 执业证书编号: S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

相关研究

- 1《策略: 海外复工与外需追踪 (2020.5.13)》
2020.05
- 2《策略: 社融超预期下的 A 股研判》2020.05
- 3《策略: 海外复工与外需追踪 (2020.5.5)》
2020.05

科技板块结构分化后的市场取向

信号与噪声系列之一百六十九期

核心观点: 科技板块结构分化后可关注政策驱动国产化替代方向

4 月经济数据预示当前国内经济运行已逐步进入正常轨道, 但市场最大的压制力仍在于外部冲击。电子、通信、计算机盈利驱动逻辑有所不同, 分别在于外需、内需、政策, 未来重点关注方向或在于国产化替代的中高端半导体和信创产业链 (计算机)。美国对华为制裁升级短期或将增加 A 股配置科技的筹码, 借鉴去年同期美国制裁加速了半导体国产化替代经验, 今年软件国产化替代或同样在曲折中前行。行业配置方面建议继续关注结构性机会: 加配三个“电” (电子/电源设备/家电), 右侧“云” (云基础设施服务), 左侧“汽零”及电动车产业链。

经济数据: 国内经济已逐步恢复, 货币政策力度边际减弱

在持续的逆周期调节政策发力下, 4 月份主要经济数据 (投资、工业、消费、出口), 环比 3 月继续全面回暖, 同时工业增加值同比转正, 反映经济运行已经逐步进入正常轨道, 但我们在《社融超预期下的 A 股研判》的报告中指出, 当前影响 A 股市场的压制力主要来自外部, 内需能否有效对冲外部冲击仍有待进一步观察。随着经济逐步恢复, 4 月底以来, 货币政策进入静默期, 宽松力度边际减弱, 国债利率在此期间上行, A 股市场驱动逻辑从流动性转向企业盈利, 但我们认为在外部不确定性仍然较大情况下, 市场总体流动性宽松的基调并未改变。

市场结构: 3.24 以来科技板块内部的结构分化的逻辑本质

全球市场反弹以来, 电子/计算机/通信涨幅分别为 15.77%/8.21%/0.81%, 以消费电子为主的电子、以 5G 基建为核心的通信、toG/toB 占比较高的计算机, 盈利的核心驱动力分别在于外需、内需、政策, 而电子和通信的分化印证 3.24 以来市场主逻辑从内需转向外需。当前电子中部分半导体和消费电子龙头股价修复已接近 2 月高点 (外需担忧发生前), 需紧密跟踪海外复工情况 (详见华泰策略《海外复工与外需追踪》系列); 通信行业自运营商今年 3 月基站招标后盈利空间已基本确定, 我们认为未来科技重要关注方向在于政策驱动的国产化替代, 包括中高端半导体、信创产业链等。

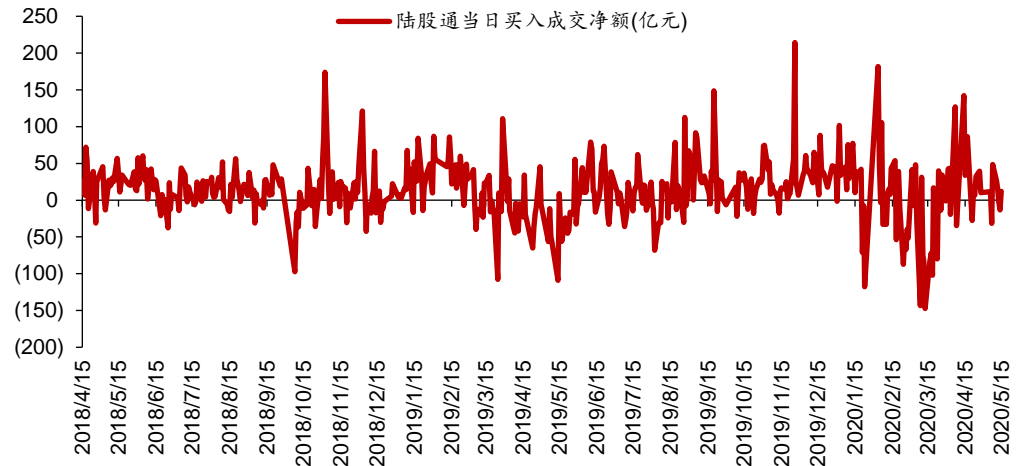
中美关系: 美国制裁升级短期或增加 A 股配置科技的筹码

5 月 16 日, 美国商务部工业与安全局 (BIS) 官方宣布, 将严格限制华为使用美国的技术、软件设计和制造半导体芯片。去年同期, 美国首次将华为列入实体清单, 此后加速了以半导体为代表的硬件国产化替代, 据日本经济中文网报道, 受制裁后华为发布的 Mate30 5G 版中国产零部件的使用率按金额计算已从 25% 大幅上升到约 42%, 同时美国产零部件则从 11% 降到了约 1%。当前美国制裁再次升级, 虽然短期可能对华为业务产生一定冲击, 但我们认为也将增加配置 A 股科技的筹码, 今年 3 月华为发的 P40 系列已搭载自家的 HMS 服务, 软件国产化替代或同样在曲折中前行。

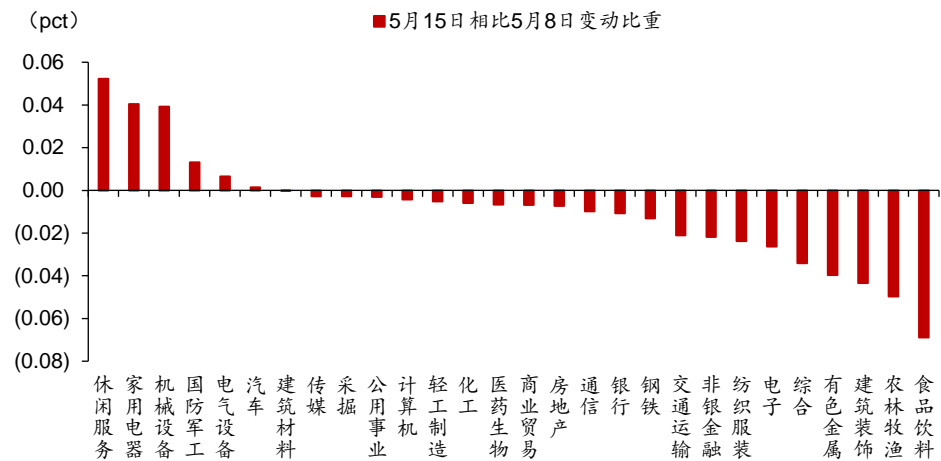
配置建议: 加配三个“电”, 右侧握稳“云”, 左侧关注“汽零”

4 月经济数据预示当前国内经济运行已逐步进入正常轨道, 但最大的压制力仍在于外部。3.24 以来 A 股科技板块内部结构分化, 其本质还是在于盈利驱动力不同, 电子、通信、计算机驱动逻辑分别在于外需、内需、政策。美国近期对华为制裁升级短期或将增加 A 股配置科技的筹码。5 月配置关注内、外逻辑兼具, 既受益于外需环比改善或外部焦点转移、又受益于内需政策支持或现有景气优势的三条主线: 建议加配三个“电”: 电子 (半导体、组件、PCB)、电源设备 (光伏、风电)、家电 (白电、厨电), 右侧继续握稳“云”: 云基础设施服务, 左侧关注汽车零部件及电动车产业链。

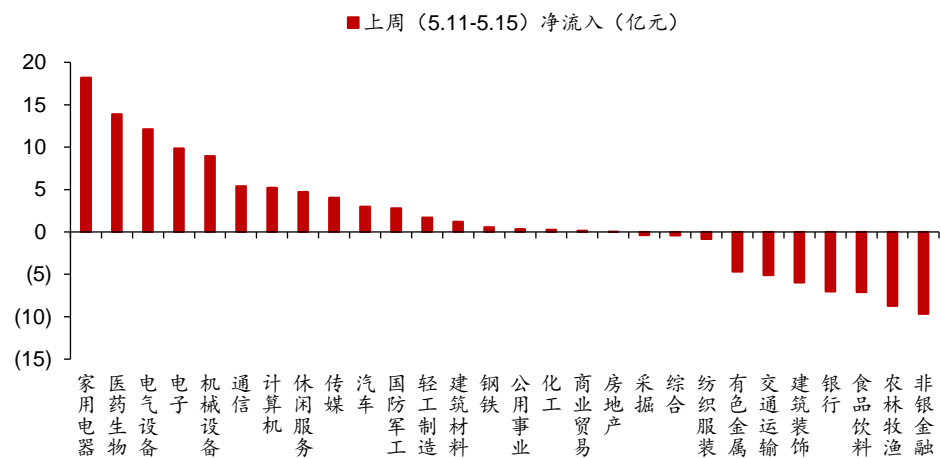
风险提示: 逆全球化趋势加剧导致的中美贸易与科技摩擦升级; 新兴市场的疫情超预期; 欧美国家的疫情平台期较长, 经济重启延后, 外需恢复慢于、弱于预期。

图表1： 上周陆股通累计净流入 40.62 亿元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

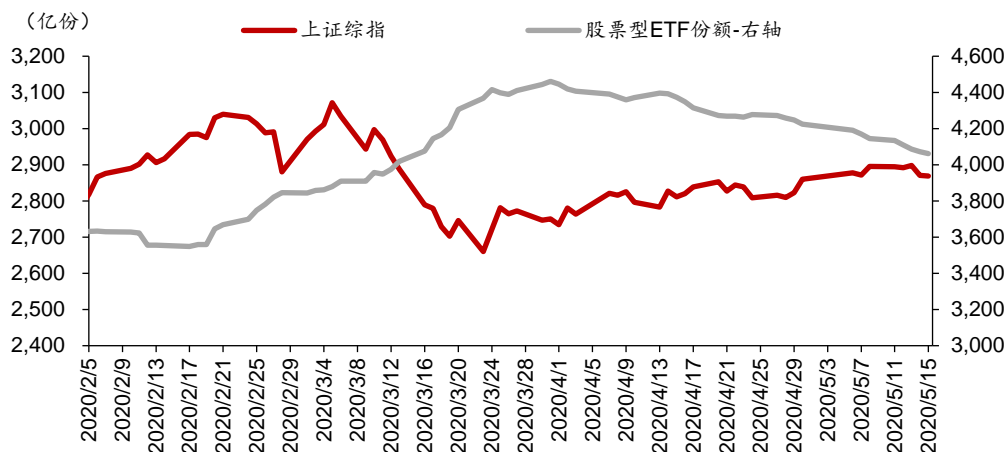
图表2： 相比 5 月 8 日，5 月 15 日陆股通持有休闲服务、家用电器等数量占对应板块流通 A 股比重提升居前

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 2020.5.11-2020.5.15 家用电器板块北向资金净流入最高，为 18.2 亿元

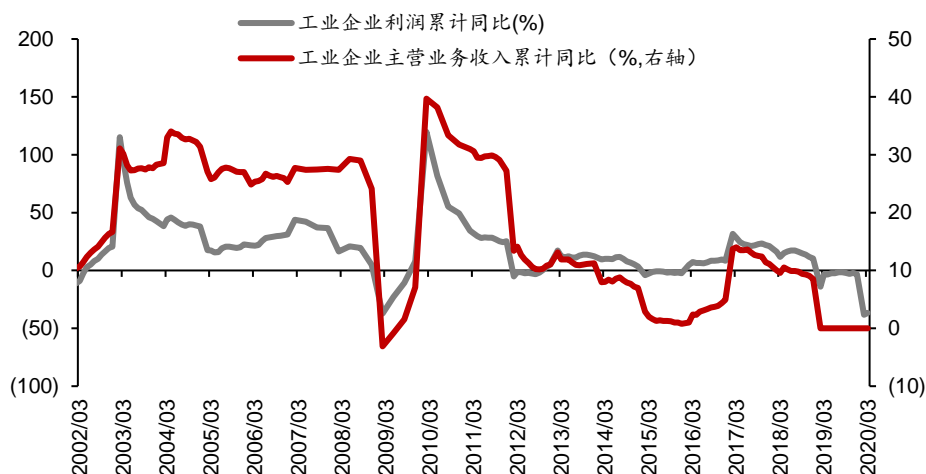
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：截至5月15日，上周股票型ETF份额减少83.04亿份



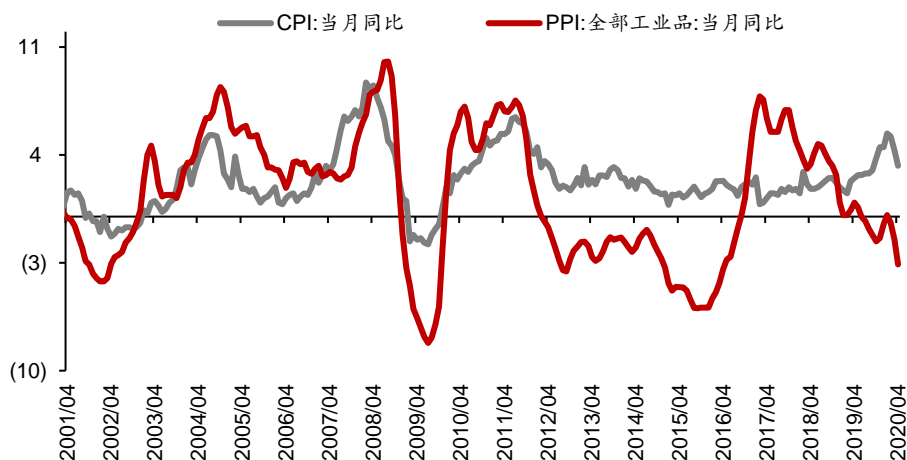
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2020年3月工业企业利润累计同比大幅下滑



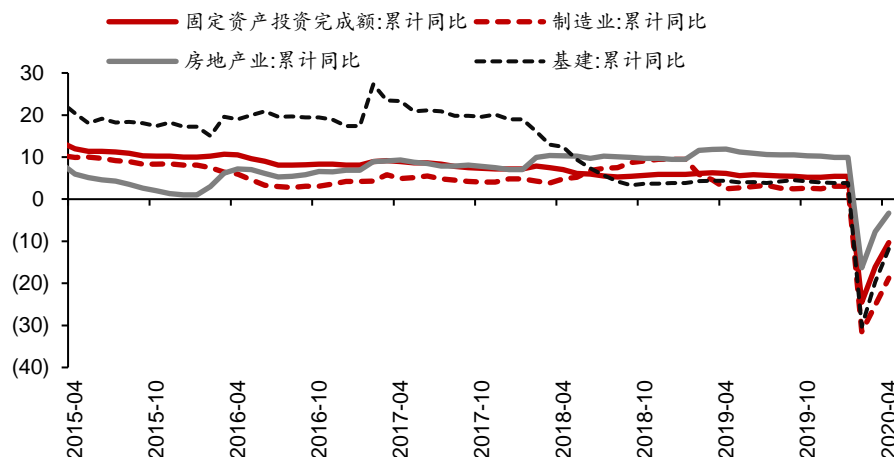
资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至3月

图表6：4月CPI较3月下降，4月PPI较3月下降（单位：%）



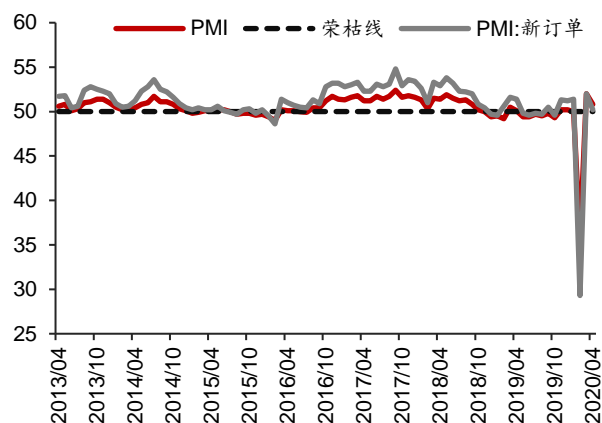
资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至4月

图表7： 2020 年 4 月固定资产投资完成额累计同比跌幅较 3 月缩小（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所，数据公布截至 4 月

图表8： 2020 年 4 月 PMI 较 2020 年 3 月小幅回落（单位：%）



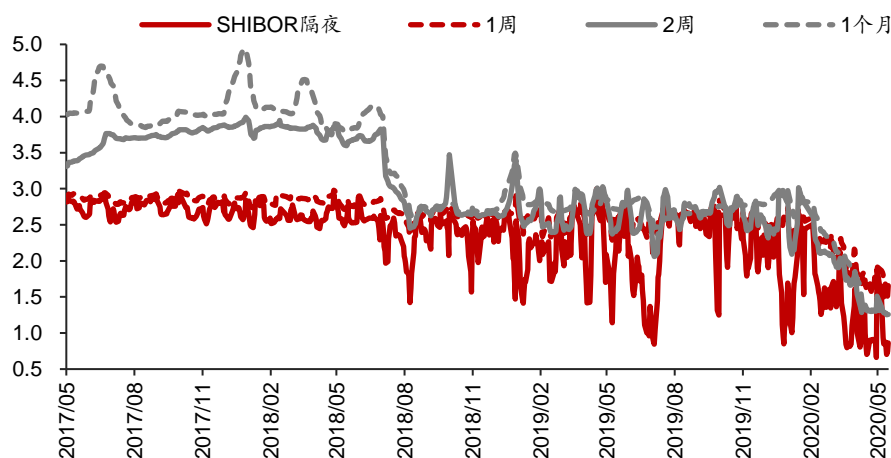
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： CRB 现货指数小幅回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所；时间：5 月 11 日至 5 月 15 日

图表10： SHIBOR 隔夜利率小幅下降（单位：%）



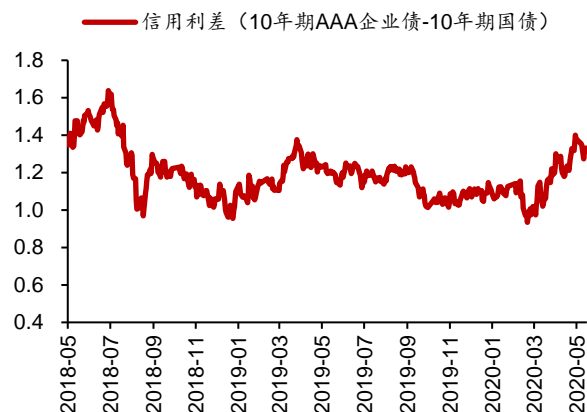
资料来源：Wind，华泰证券研究所；时间：5 月 11 日至 5 月 15 日

图表11: 期限利差 (10年期国债-1年期国债) 维持高位 (单位: %)



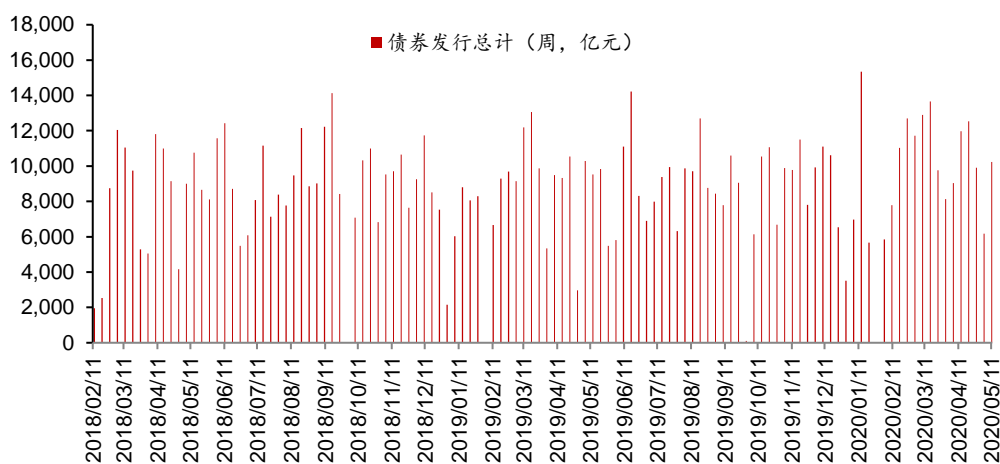
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 时间: 5月11日至5月15日

图表12: 信用利差小幅下降 (单位: %)



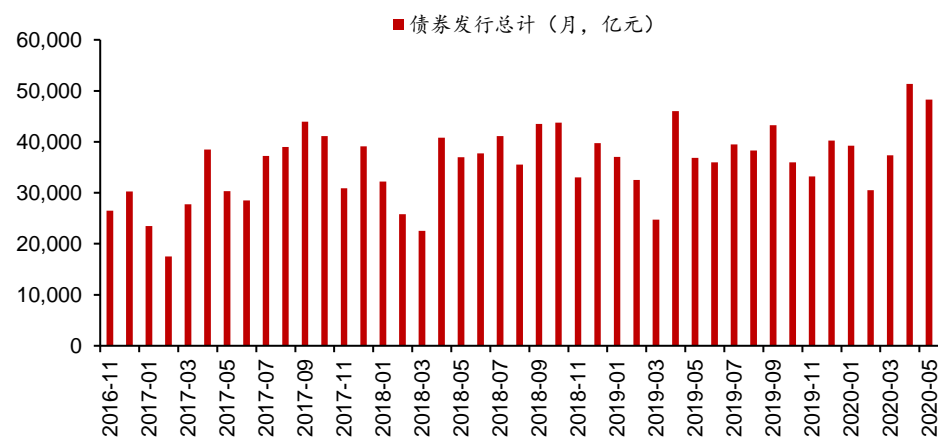
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 时间: 5月11日至5月15日

图表13: 债券融资 (周, 截至5月16日)



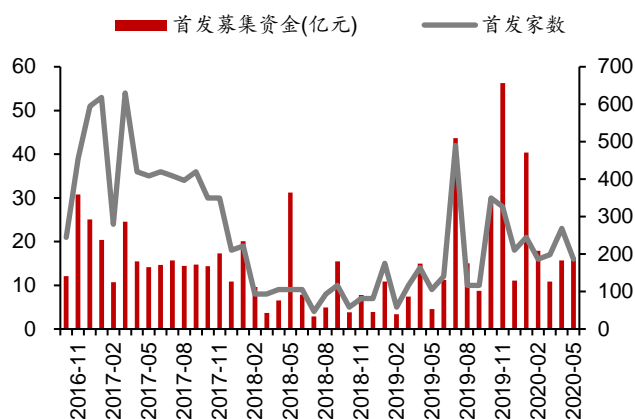
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表14: 债券融资 (月, 截至5月16日)



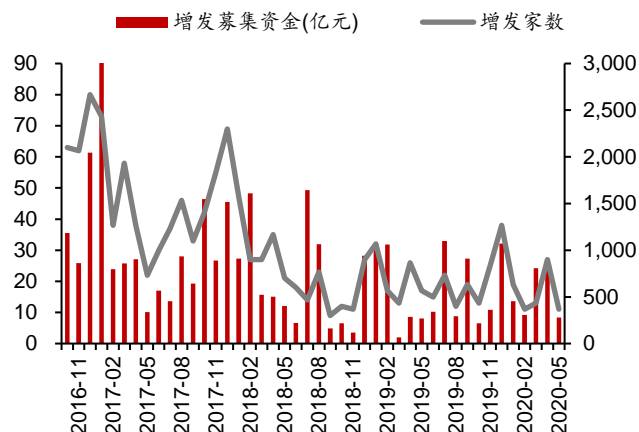
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表15: IPO 家数、募集资金(月, 截至 5 月 16 日)



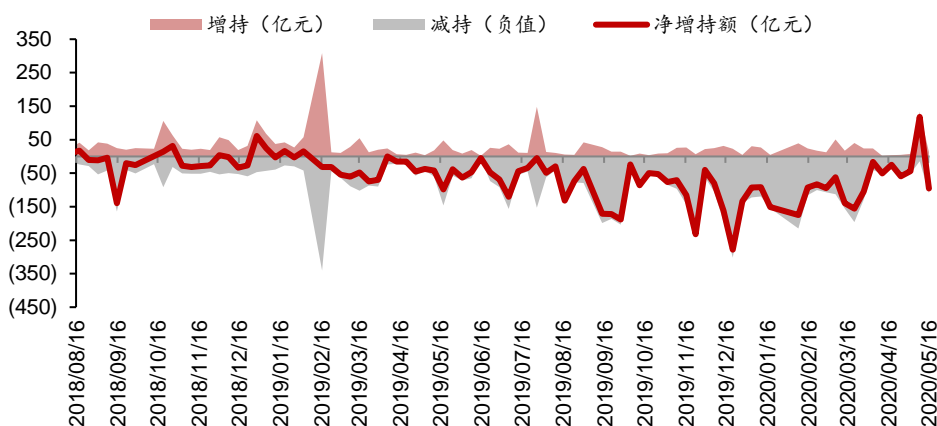
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表16: 增发家数及募集资金(月, 截至 5 月 16 日)



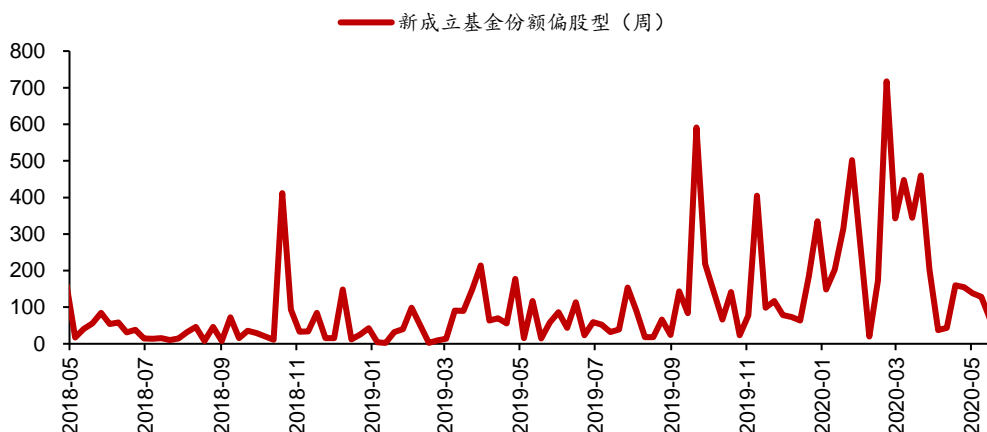
资料来源: Choice, 华泰证券研究所

图表17: 2020.5.9-2020.5.16 期间, 产业资本净减持 95.78 亿元



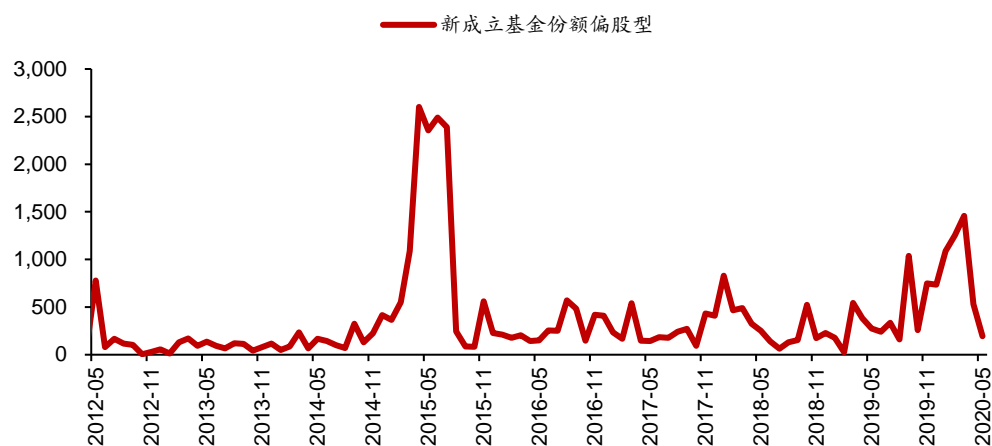
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 新成立基金份额(周, 截至 5 月 16 日, 单位: 万份)



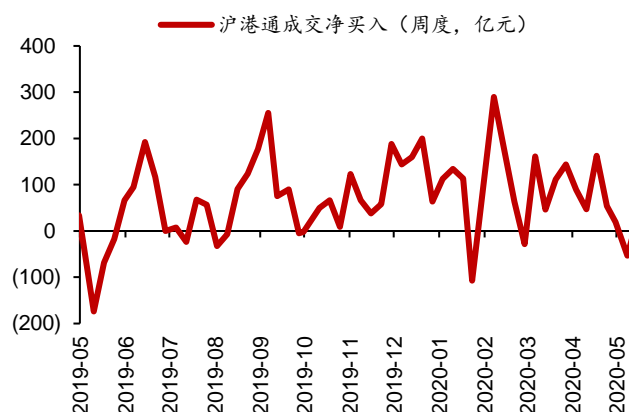
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 新成立基金份额(月,截至5月16日,单位:万份)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2020.5.11-2020.5.15 沪港通净流入 29.02 亿元



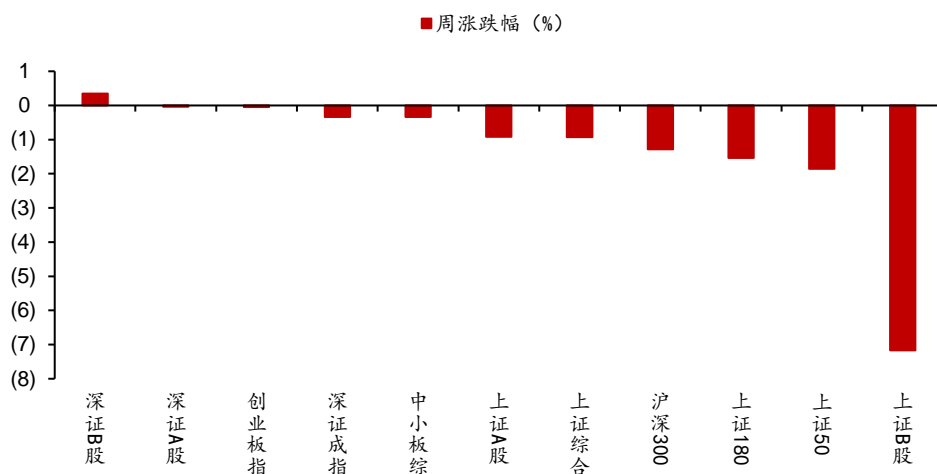
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 2020.5.11-2020.5.15 深港通净流入 100.9 亿元



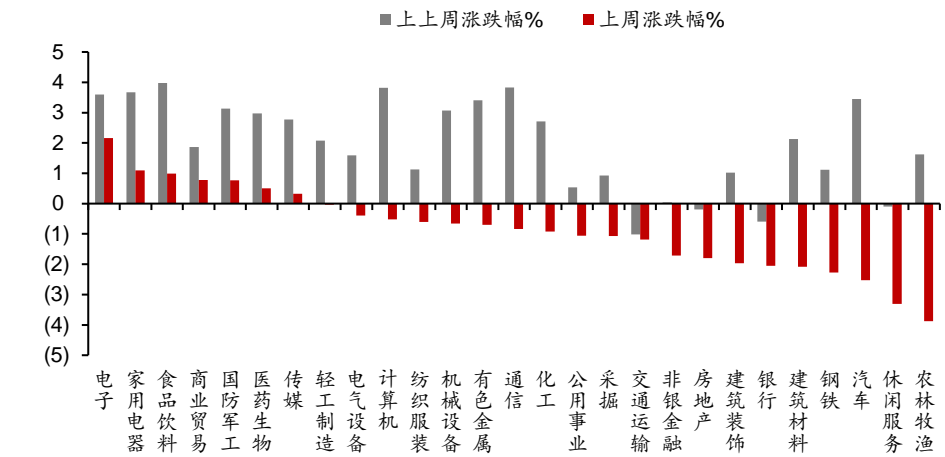
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2020.5.10-2020.5.16 深证B股涨幅最大, 为0.34%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23： 2020.5.10-2020.5.16 电子涨幅最大，为 2.17%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

逆全球化趋势加剧导致的中美贸易与科技摩擦升级；新兴市场国家的疫情超预期；欧美国家的疫情平台期较长，经济重启延后，外需恢复慢于、弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、钱海，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元、钱海本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司