

2015 年 12 月 02 日

宏觀經濟

A 股市場特徵研究（五）——市值異象的歲末效應

市值異象在 A 股市場長期存在。2005 年 1 月 4 日至 2015 年 10 月 30 日，若按月末總市值對 A 股市場股票進行分組，在剔除停牌股、漲停股以及上市不足 3 個月的新股之後，買入市值最小的 10% 股票並持有一個自然月，投資者能夠獲得接近 50% 的年化絕對收益。而同期，市值最大的 10% 股票年化收益僅為 15%。

市值異象存在歲末季節效應。1-11 月份，小市值組合以 65% 的勝率戰勝大市值組合，月均超額收益為 4.7%；而在 12 月，小市值組合的日勝率下降至 46%，對應月均超額收益率為 -5.8%。回歸分析顯示，上述現象在統計上高度顯著。而在剔除異常值干擾後，市值異象的歲末季節效應仍然存在。

歲末小市值因數選股失效，大市值組合表現異常。將大小市值溢價分解為小市值組合相對於市場組合，市場組合相對於大市值組合兩部分。分析發現，小市值因數在 12 月份的選股能力喪失，而大市值組合在 12 月顯著異於市場平均水準。歲末大小市值溢價的 70% 由大市值股票引起。

歲末流動性需求上升，利好大市值股票。臨近年底，市場資金成本高企，投資者對流動性資產的需求提升。與 1-11 月相反，高流動性股票在 12 月份的收益顯著高於低流動性股票。股票流動性與市值息息相關，大市值股票具有更好的流動性。

因此，流動性配額需求利好大市值股票。研究發現，在資金成本高企的月份，高流動性的大市值股票表現顯著優於低流動性的大市值股票。這也從側面印證了，流動性需求上升是市值異象在歲末逆轉的潛在原因之一。

大市導航

航空航太與國防：需求提振和進口替代驅動，航空製造空間廣闊

軍機存在質與量雙提升需求，拉動航空裝備製造業增長。我國國防支出占 GDP 比例偏低，伴隨國際地位不斷提升，軍事實力增強是必然趨勢。近年來我國軍機數量雖不斷提升，但與軍事強國美國對比差距猶存。14 年我國擁有 2860 架，位列第三，排名第一的美國現役飛機總數為 13902 架。同

時，我國軍機裝備先進程度與美國仍有差距，我國四代機預計 17 年服役而美國四代機已經位於服役列表中，三代機占比我國也較低。質與量雙提升需求驅動軍機製造發展，航空裝備製造業整體受益。

商航剛需不減，通航潛力巨大，多因素共同催化，航空裝備製造業受益明顯。商航快速高效特點和服務群體差異化使其競爭優勢明顯，剛需不減。通航處於起步階段，預計年增長速度達 19%，是未來藍海。同時，“一帶一路”推進催生長途飛行需求，政府投資推動民航發展，民航飛機製造有望複製高鐵模式，實現業績騰飛。同時，國際民用飛機製造商逐漸將零部件生產向中國轉移，國產大飛機有望實現進口替代，撬動航空裝備製造業市場。

航空裝備製造業壁壘高。航空裝備製造業兼具技術精密性高和保密性高雙重屬性，形成技術、人才、管理、政策和客戶粘性五大壁壘，新進入者衝擊小。

部分航空零部件可由國內企業承擔，向高附加值的系統、發動機製造等發展是未來方向。國內企業現可承擔機身、內飾、機翼和部分機加工零部件，C919 整機中份額占比 40%的機體主要由國內廠商供應。但是，系統和發動機等重要環節國外企業依然扮演重要角色。未來高鐵模式有望複製，飛機製造更多環節進口替代並彎道超車可期。

重點關注公司。建議關注三類公司：（1）飛機製造前景向好，關注中航飛機，中直股份。（2）受整機需求和進口替代動機驅動，飛機系統，發動機等飛機製造環節收益，關注中航機電、中航電子、中航動力、中航動控和成發科技。（3）作為飛機製造基礎，原材料需求成長空間打開，關注撫順特鋼和鋼研高納。

風險提示。軍品訂單大幅波動。改革的不確定性。低空放開不及預期。

房地產：藍籌啟動，萬科創 09 年以來新高

我們在周日每週觀點中提示“年底藍籌估值切換漸行漸近”，市場如期反應。

如何看待藍籌行情？上月以來我們強調藍籌復蘇三大條件：1）政策力度持續超出預期；2）外部因素帶來藍籌輪動（如投資恢復帶來經濟觸底，人民幣加入 SDR 等）；3）銷售增速持續超出預期。目前看以上因素仍具備。

銷售和政策面：投資下行背景下，行業銷售好則板塊估值切換能力強，安全邊際高。銷售無起色則政策預期高，彈性係數強。

市場風格面：年初至今板塊全市場漲幅中下，板塊內漲幅後 50 位，大多為 200 億以上藍籌企業。考慮藍籌基本面並不差，業績增長穩定，當前估值水準與基本面倒掛明顯。非銀、有色輪動後，地產屬最優選擇。

買什麼？大藍籌組合-保利地產、萬科 A、華夏幸福、世聯行、首開股份；定增組合：榮盛發展、福星股份、華髮股份；成長組合：濱江集團、萊茵體育。

風險提示：行業面臨加息和政策調控兩大風險。

建築材料：地產股大漲，關注水泥潛在板塊輪動機會

水泥四季度旺季量價表現低於預期，展望 2016 年供給過剩格局難以改善，產能去化任重道遠。但年初以來板塊漲幅墊底，機構持倉亦處於低位，地產大漲後或存在板塊輪動機會，建議關注金隅股份，寧夏建材，亞泰集團，天山股份，祁連山，冀東水泥等。

風險提示：水泥價格持續低迷，供給過剩格局難以改善。

機械工業：炭纖維產業鏈跟蹤彙報（上）

（1）炭纖維是應用相對成熟的新興材料。炭纖維是一種由聚丙烯腈經過預氧化、碳化等一些列化學反應形成的含碳元素的新材料。上世紀 50 年代發明於美國的空軍基地，此後被應用於體育器材等領域。目前，炭纖維在海外也開始在工業領域批量應用，成熟的案例如波音 787 機身，寶馬 i 系列汽車。

（2）國內炭纖維產品出現價格倒掛。在產業鏈上游，由於製造設備及核心工藝都來自海外，且有技術封鎖，目前國內的炭纖維生產企業生產成本高於進口價格，並且無法生產出高性能炭纖維，相應技術環節有待突破；

（3）下游應用工藝是關鍵。根據海外成熟經驗，炭纖維部件的應用一定要結合客戶的需求。例如日本東麗深度參與波音 787 的機型設計，德國 sgl 深度參與寶馬 i 系列汽車車型設計。

（4）國內上市標的較少，炭纖維的應用需要市場認可，汽車輕量化、軍工部件突破或成新風口。

風險提示：系統系風險。

鋼鐵：Mysteel 鋼鐵 PMI 連續 19 個月低於榮枯線，預示四季度巨虧繼續

鋼企倒閉漸成氣候。

Mysteel 鋼鐵 PMI 連續 19 個月低於榮枯線，預示四季度巨虧繼續。11 月鋼鐵 PMI 指數只有 37，為 2008 年以來的最低值。

同時 11 月份下旬的預估產量一年半來首次跌日均 200 萬噸，顯示在出口下滑內需不振的情況下，資源無處投放的困境。

鋼鐵行業盈利失去了過往的波動性。2014 年四季度因 APEC 會議旺季限產與出口暴增導致四季度盈利波動性上行，此後便一路下行，至今一年沒有一次像樣的反彈，主因是國內需求下降 5%產量下降 2.2%，使得整個行業疲於保份額報生存的掙扎。

企業破產將接踵而至。三季度 101 家重點鋼鐵（占全部材鋼產量 75%）虧損 280 億元，我們預期 2016 年更差，保守估計 2016 年重點鋼企虧損額約 800 億元左右，我們認為將有一定數量的鋼企熬不過 2016 年。有些鋼企可能如負債率 163%年產 500 萬噸的松汀鋼鐵一樣，因為還不起供電局的那點電費而戲劇性倒掉。

風險提示：行業可能連續虧損很多年，鋼價進一步下跌。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。