

2016年01月04日

宏觀經濟

A股的“小”神話：市值越小越妖

市值是選股的重要標準嗎？是！（1）不同階段，大小風格有明顯差異。回顧中國證券市場歷史，93-01年小市值公司相對占優，02-07年大市值公司相對占優，08年以來小市值公司再次占優。07年後每年年初買入當時市值最小區間的公司，每年換手一次，組合至今漲幅高達27倍，而相反如果每次買入市值最大區間的公司，組合至今漲幅僅僅2.2倍，同期上證綜指僅漲36%。（2）拋開風格變化，一直持有小市值公司勝率最大。從大小風格來看，A股歷史上經歷了兩次大切換，但長期持有小市值公司勝算最大，而且市值越小效率越高，每年初買入當時市值最小的5%公司，該組合累積漲幅高達833.6倍，市值最小25%公司組合收益率為318.4倍，而市值最大的25%公司組合收益率僅僅7.9倍，同期上證綜指漲幅12倍。

為何越小越美麗？制度紅利！（1）嚴進嚴出制度下，小市值公司殼價值和並購重組優勢更明顯。無論審批制還是核准制，掛牌上市本身就蘊含著價值，而且退市制度不完善，上市公司往往“停而不退”，導致所有上市公司都具備殼價值和並購

重組的優勢，而小市值公司動力和彈性更大。正是因為鮮有股票退市，中國第一批股票“老八股”至今仍然存在，多個經歷重組借殼後，上市至今漲幅最高的達629倍，最少的10倍，平均181倍，平均年化收益率高達23%，已經超過巴菲特。

（2）大小盤風格的變化，恰恰源於不同經濟環境下制度紅利的升降。仔細觀察風格變化的宏觀背景可見，小市值公司更優時經濟增速下行，大市值公司更優時經濟增速上行。更本質的因素是，經濟增速上行時，公司內生增長很快，對並購重組等外延擴張的需求不強烈，而經濟增速下行時，恰恰相反。2009年以來上市公司並購重組的公司數量占比顯示，經濟增速回落後，該資料明顯上升，而且小市值公司發生的比例遠高於市場平均水準。

註冊制完全實施前，掘金殼價值。（1）註冊制前並購有望爆發，殼公司迎來最後的瘋狂。未來註冊制完全實施後，寬進寬出，殼價值必將逐漸消失。但是短期來看，目前的註冊制很可能是有保留、有管控的註冊制。尤其是，目前證監會已受理首發企業高達750家，還需要一個漸進的過程。註冊制真正全面實施前，並購重組將繼續火爆，小市值公司的殼價值仍然存在。（2）尋找潛在殼價值，組合投資。殼公司在重組後往往能獲得巨大的收益，統計近幾年資料，公告重組公司複牌後股價漲幅很明顯，13年來複牌後一個月平均漲幅均在30%以上，15年超60%。潛在殼價值的公司構建組

合，是一個不錯的策略，我們從市值小、負債少、股權分散和保持微利或者虧損狀態篩選公司，作為潛在殼資源的備選標的。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

全面建成小康社會，靠改革不靠放水

1. 全面建成小康社會。2016 年是十三五的開局之年，習主席新年伊始在求是雜誌發文，指出未來五年要全面建成小康社會，但絕不是新一輪大幹快上，靠刺激走粗放式發展老路，而是要堅持創新、協調、綠色、開放、共用五大理念。
2. 最大的潛力在改革。財政部部長在同期求是雜誌發文，指出我國在三期疊加階段，遭遇了勞動力成本不斷上升、資本邊際效率下降、杠桿率較高等結構性問題，說明依靠要素投入數量推動經濟增長總會遭遇瓶頸。未來要以提高全要素生產率重構經濟增長新動力，而這背後的關鍵是大力推進結構性改革，尤其是去產能、去庫存、去杠桿、降成本、補短板等五大供給側改革。
3. 貨幣寬鬆再度延後。12 月最後一周，降准再度落空，事實上自 11 月以來寬鬆貨幣政策已經連續兩月缺席，而且央行公開市場貨幣投放量也明顯萎縮，反映寬鬆預期明顯延後。由於貨幣寬鬆屬於典型的刺激需求側的政策，而非目前政府大力提倡的供給側改革，因而寬鬆貨幣政策的一再缺席預示著我們或需降低對未來貨幣大幅放水的期望。
4. 大宗衝擊相繼顯現：上週二，穆迪將亞洲最大大宗商品貿易商——來寶集團評級降為垃圾級，其違約風險高達 70%。在一些小公司出現違約後，大宗商品價格的暴跌對來寶、嘉能可、英美資源等大宗商品貿易巨頭和巴西這類大宗商品出口國的衝擊已經相繼浮出水面。在年末預算支出激增的預期下，受原油價格下滑影響，俄羅斯匯率上周跌至歷史新低。造成盧布走低的因素不僅包括疲軟的油價，還包括西方各國就烏克蘭問題對俄羅斯實施的經濟制裁。俄羅斯央行認為，2016 年油價可能會在 35 美元/桶徘徊，預計俄羅斯 GDP 收縮 5%或以上，通脹率可能會觸及 7%-9%。

16 年 A 股五大關鍵字

1. 資產荒還會繼續嗎？回顧美國 1900 年以來的十年期國債收益率，利率走完一輪上升或下降趨勢平均達 25 年。中國的利率下行之路可能還很長。大類資產輪動週期往往五年以上乃至十年，長期看股權投融資時代可能才開始。最近保險公司頻繁舉牌上市公司說明資產配路向股權資產轉移的潮流。我們測算，16 年資金淨流入預計約為 3.3 萬億，其中資金流入 5.5 萬億，資金流出 2.2 萬億。詳見報告《展望 2016：有多少錢可以進來-20151204》。

2. 註冊制會改變 A 股生態環境嗎？A 股歷史一直上演“小”神話，小市值公司整體表現更優，這源于制度紅利。發行審核制和退市制度不完善的背景下，小市值公司殼價值和並購重組優勢更明顯。未來在註冊制完全實施後，寬進寬出，殼價值必將逐漸消失。但是短期來看，目前的註冊制很可能是有保留、有管控的註冊制。尤其是，目前證監會已受理首發企業高達 750 家，還需要一個漸進的過程。註冊制真正全面實施前，並購重組將繼續火爆，小市值公司的殼價值仍然存在。詳見報告《A 股的“小”神話：市值越小越妖》。
3. 美聯儲會大幅加息嗎？國內投資者對於 16 年美國加息次數預期均值為 2.3 次。如果 3 月美聯儲加息，對 A 股市場投資者而言是超預期事件。而如果 2016 年美聯儲加息 4 次，即每個季度末都加息，則新興市場的匯率風險將會更加劇烈。在未來很長一段時間內，部分新興經濟體仍然存在風險。
4. 去杠杆、去產能衝擊有多大？各類政府工作會議多次強調將推進供給側改革，相關政策措施如落地，很可能在 3 月份兩會之後。如去產能、去杠杆推進力度大，必將出現多起企業的關停並轉，壞賬和信用風險暴露。中期而言，這是好事，但短期不僅影響短經濟增長，更會影響市場情緒。2014 年 2 月底-5 月底，即信用風險暴露及匯率貶值曾引發了一輪市場調整。
5. A 股納入 MSCI 會帶來什麼新變化？回顧歷史，風格切換呈現出兩大特徵：一是大象起舞需刮大風，二是風格切換來也匆匆去也匆匆。回到當下，大風還未看到，風格切換時機尚不成熟。16 年 6 月 A 股納入 MSCI 迎來再評估，有可能再次成為風格切換的催化劑。
6. 應對策略：擁抱春季行情，持有成長。年初流動性寬鬆、“十三五”政策亮點增多將再次提升市場風險偏好，春季行情不會缺席。展望 2016，資產荒背景下大類資產配路向權益市場的趨勢不變，年初仍是做多的良好窗口期，下一步值得警惕的時間窗口期是 3-4 月，美聯儲加息、去產能去杠杆、註冊制等各類不利影響集中出現。風格方面，當下沒有大風，成長性的中小創繼續占優，關注 16 年年中 A 股納入 MSCI 可能引發的階段性切換。建議繼續持有成長，關注農業現代化、以及軍工等。主題掘金小市值殼價值公司。

風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

傳媒：新消費崛起，一個嶄新的時代

新消費崛起，一個嶄新的時代。近年來，隨著我國人均可支配收入的增加以及生活水準的不斷提高，以“衣食住”為代表的傳統消費需求開始走弱，而以交通通信、文娛服務、醫療保健為代表的現代消費則強勢崛起。

內容板塊——需求端旺盛，重點供給端工業化進程加快。文娛產業工業化時代降臨。文化消費意識的強化和網路環境的優化，促進文娛板塊，尤其是互聯網文化消費規模不斷擴大；優質內容的持續供給，也逐步提升用戶付費意願。我們認為，2016年內容板塊工業化時代將臨，同時，板塊高資產證券化率也使得行業內公司橫向整合成為預期。建議關注優質IP運營公司和院線公司：內容標的（新文化、禾欣股份、光線傳媒、華策影視）和院線標的（萬達院線、*ST松遼）。

體育板塊——大賽年疊加資本化提速，這邊風光獨好。“三駕馬車”推動體育產業騰飛。“馬車 I”——政府鼓勵。“馬車 II”——資本投入。“馬車 III”——需求拉動。2016年展望：（1）大賽年孕育大市場；（2）體育產業資本化提速，加快供給端改革，期待“更好的聯賽和更好的俱樂部”；（3）核心產業仍是重頭戲，體育IP、體育行銷、體育媒體機會最大。關注道博股份（雙刃劍）、奧拓電子（體育產業鏈全拓展）、華錄百納（深入佈局體育IP、體育傳媒）。

動漫遊戲——重點關注VR對遊戲產業的進一步推動。供需交匯推動二次元消費爆發。未來重點關注動漫衍生品市場的發展，建議關注全產業鏈佈局、擁有原創IP並引入VR技術的奧飛動漫。供給創造需求，VR必將成為繼手遊之後推動遊戲產業迎來新一輪增長的重要推動力。類比Wii在主機市場普及的速度並考慮市場推廣主體和受眾人群將更為廣泛，VR設

備在整個遊戲市場的佔有率有望在3年內達到30%以上。建議關注順網科技（線下體驗店模式）、以及生態佈局完整的樂視網、暴風科技。

教育板塊——經濟新常態，教育新紀元。近20年來，我國教育市場持續高速發展。具體來看，教育經費增速始終保持在15%以上，且國家財政性教育經費占GDP的比重也穩步提高。建議關注估值較低的公司：拓維資訊、新南洋。

廣告、行銷、媒體——戰略轉型正當時。傳統媒體正在逐步走入寒冬，雖然行業試圖通過並購和多元化經營，來尋求業務轉型，但從目前看來，傳統媒體的經營現狀依舊堪憂。在各種轉型道路上，經營遊戲業務最為常見，除此之外，許多傳統媒體也試圖通過佈局影視、音樂等業務來實現多元化生態。和轉型同步的是傳統媒體大資料業務的開展，相信在不遠的將來“大資料”業務可以推動其傳統媒體各項業務的融合與創新，幫助企業實現新的增長。關注：思美傳媒、省廣傳媒。

風險提示。產業扶植政策不及預期。宏觀經濟持續下行。

銀行：消費金融潛力與方向

一、國內的消費金融市場高位回穩

1、過去10年國內消費金融保持高速增長。

90 年代以來，國內居民消費占比 GDP 持續偏離海外主要國家水準，近 10 年國內消費信貸高速發展，特別短期消費信貸持續保持超過 20% 高速增長，截止 2014 年消費貸款約 15 萬億，其中非住房消費貸款約 5 萬億。

2、近年來消費金融高位回穩，保持中高速增長。

近幾年，近年來國內消費金融滲透率不斷提升，2014 年達到 20%，低於美國、韓國，高於日本。隨著滲透率提升，消費

金融增速逐步回穩保持中高速增長。

3、未來市場空間。

考慮到目前消費升級、國內政策鼓勵和利率持續下行，我們假定未來 5 年國內消費增速保持 10%，隨著消費升級，滲透率每年小幅提升 1%，消費提升仍能帶來消費信貸超過 15% 的年增速，那麼到 2019 年還有五萬億市場，如果不考慮滲透

率提升，年增幅 10%，那麼到 2019 年增量市場三萬億。

二、傳統業務回歸平穩，細分市場仍有爆發潛力

1、傳統信用卡和車貸仍是消費金融主體，銀行仍是消費金融主要提供者。我們簡單測算 2014 年非住房類消費貸款結構，絕大部分為信用卡貸款，車貸占 9%，其他占比 37%。國內消費信貸主體仍是銀行，其他市場參與者包括：消費金融公司、汽車金融公司、小貸公司、互聯網金融企業等。除了主要參與方，衍生的需求如：征信、資料提供、資產證券化等。非銀行類盈利模式主要負債方模式主要自有資金、銀行貸款和發債等，資產證券化或者 P2P 對接。

2、傳統的信用卡和車貸業務高位回歸平穩。

3、消費金融公司和互聯網消費金融高速增長。

三、消費金融核心競爭力

我們認為消費金融企業的成功要素主要包括：選取高成長的細分市場、長期有效的客戶積累、有效的風險定價技術。從而銀行系消費金融公司、高頻電商、其他細分市場機構可能是未來最有優勢的競爭者。銀行及銀行系消費金融公司：擁有最全面的客戶金融資料和風控經驗，存量市場優勢顯著，能否抓住細分市場是關鍵。高頻交易的電商平臺如螞蟻花唄，其擁有最全面的客戶消費和交易資料，依託電商，風控能力需要時間驗證。定位明確的專注細分市場的其他機構如：分期樂是最明確的細分市場劃分，定位學生，通過線上線下擴張逐步積累客戶，逐步培育風控能力。

2016 年銀行策略：等待信號，堅定加倉

銀行投資時鐘重溯：經濟和流動性對銀行投資的主導邏輯未變，經濟方面驅動因素更長期。

供給端改革推進成效是銀行的核心邏輯。

流動性政策寬鬆，利率下行仍有空間。

盈利增速底點漸現，預期充分。

投資建議：等待信號，堅定加倉。經濟層面，供給端改革的效用和力度是銀行股後續趨勢的核心，穩增長階段性回暖，利率水準下行帶來行業直接動力，金改、混業和行業創新可能成為催化。

個股推薦。選股線索，股權分散仍有產業資本介入可能性，低估值品種，業務結構符合經濟結構調整方向，基本面平穩優於行業。

推薦：北京銀行為首的城商行，關注平安銀行、興業銀行。

風險提示：宏觀經濟、資產品質。

有色金屬：16 年能否成涅槃王？

PMI 環比微反彈顯示製造業萎縮趨勢得緩解，底部區域應多關注向上亮點：一季度美加息預期減弱美元壓力緩解，供給端改革預期不斷增強。板塊廢棄多年，屢破新低致心動，預計金屬價格反彈持續，當前至少標配！

推薦雲鋁股份、中金嶺南、天齊鋰業、太原剛玉、金一文化和楚江新材。

風險提示：大盤不確定性因素。

傳媒：關注動漫版塊和滯漲股

短期關注 1、動漫板塊；2、前期滯漲或小市值公司，如省廣股份、雙象股份等，中長期而言新興消費是未來經濟增長的主要方向之一，仍看好泛娛樂（體育、教育、影視、遊戲等板塊）。重倉股新文化因停牌所以不列入組合。

教育板塊。上周教育板塊走勢較弱，僅有威創股份取得上漲，漲幅為 0.57%。重點關注 2016 年“全面二孩”政策正式放開，一波生育潮將有效推動幼教需求，關注幼教龍頭威創股份。目前教育板塊整體估值較高，建議關注估值較低的公司：拓維資訊、新南洋。

廣告行銷板塊。上周廣告行銷板塊微調，申萬行銷服務指數下跌 2.57%。其中藍色游標、聯絡互動分別上漲 2.79%、1.96%。短期建議繼續積極關注估值較低，業績增速較快的公司。

內容板塊。上周內容板塊申萬影視動漫指數下跌 2.19%，僅有當代東方錄得上漲 0.72%。2015 年國產影片總票房 271.36 億元，占總票房 61.58%，國產影票以較大優勢佔據中國電影市場主導地位。我們認為 2016 中國文娛內容包括電影在內產出將進一步推進工業化發展。優質 IP 公司的選股邏輯：1) 優質團隊+資本支援，靈活多樣經營；2) 打造工業化流程，內容產品“質+量”齊升；3) IP 資源豐富且運營能力突出。建議關注：華策影視（《不可思議》）、華誼兄弟（《壞蛋必須死》、《尋龍訣》、《奔愛》）、新文化（《絕地逃亡》、《最美的時候遇見你》、《美人魚》）、光線傳媒（《怦然星動》、《杜拉拉追婚記》、《惡棍天使》、《奔愛》、《美人魚》）、奧飛動漫。

遊戲和動漫板塊。看好動漫、遊戲台塊：（1）供需交匯推動二次元消費爆發。未來重點關注動漫衍生品市場的發展。建議關注：奧飛動漫、長城動漫。（2）CES 展即將開始，重點關注 VR 概念股：順網科技、奧飛動漫。

體育板塊。中長期堅定看好體育產業，政府鼓勵、資本投入、需求拉動三因素助力體育市場飛速發展。推薦雙象股份（設立體育基金，外延發展預期強）、道博股份（雙刃劍），關注奧拓電子（體育產業鏈全拓展）、華錄百納（深入佈局體育 IP、體育傳媒）。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

航空航太與國防：軍改落地，航母開建，大風起兮“軍”飛揚

軍隊改革方案正式推出及國防部證實自主建造第二艘航母有望成為板塊催化劑。元旦期間，中央軍委印發《關於深化國防和軍隊改革的意見》，軍隊改革實質落地，二炮更名火箭軍由兵種上升至軍種，陸軍設立陸軍司令部變革數十年大陸軍思路，設立戰略支援部隊提升天、網、電重要性。新軍兵種架構將為軍隊新發展提升建立更合理框架。國防部證實自主建造第二艘航母，亦展示我國加強海軍決心。兩大催化劑疊加有望點燃軍工板塊行情。

國企改革、事業單位改制逐步兌現，2016 年資產注入有望密集落地。我國十大軍工集團資產證券化率僅 30%，相比國外 70-80% 水準繼續提升空間巨大。除中航工業集團證券化率較高約 60% 外，證券化率較低的兵器工業集團（北方創業）、航太科技集團（航太電子）、電子科技集團（四創電子、傑賽科技）等均有有望啟動重大的核心軍品資產注入。我們預計 2016 年國企改革和事業單位改制的持續推進和深化，各板塊重組將有望密集落地。重點關注上市公司體量小、背後集團/研究所規模大的相關公司。

軍工行業基本面維持高景氣，軍隊改革將推動海空資訊化需求更快增長。全行業看，以十大軍工集團為代表的軍工行業主要參與者過去 5 年收入、淨利潤複合增速均在 15% 以上。軍工行業需求端受

益軍費持續兩位數增長及軍隊改革對軍兵種結構的優化，海、空、資訊化裝備需求將繼續快速增長；供給端，軍工企業經歷多年研發積累，新武器型號陸續湧現，且國家投入持續加碼，仍是 2016 年投資的優選行業。

軍工板塊前期調整較充分且 2015 全年漲幅靠後，具備上漲基礎。軍工板塊自 11 月底至今經歷約 15% 的較大幅度調整後，當前板塊 2015 年動態估值整體處於歷史中位水準，相對合理。且從 2015 全年至今漲幅來看，軍工板塊整體上漲約 40%，位於 29 個行業漲幅第 19 位，漲幅相對落後，具備上漲基礎。

大風起兮“軍”飛揚，春季行情建議超配軍工。近期軍工行業催化劑可預期的催化劑包括國企改革、事業單位改制逐步落地、國家發動機公司的正式成立、軍隊改革的持續推進等。綜合考慮市場整體情況與行業基本面情況，建議關注軍工的春季行情。

投資建議。推薦中航飛機、達剛路機、衛士通、成發科技、航太晨光、中直股份、中航動力、中航電子、德奧通航，關注航太動力、航太長峰。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

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。