

宏觀經濟

Sell in May 效應——以海內外歷史為鑒

海外市場的"Sell in May"效應。"Sell in May and go away"這句股市諺語來源已久，最早的書面記載見於1964年的《英國金融時報》，所表達的是每年5月先後往往是市場走熊的開始，而諺語的後一句則是"but remember to come back in September"。根據這一諺語，5-9月間的股票收益率會低於一年中其他時間。2002年 Bouman 和 Jacobsen 在《美國經濟評論》(The American Economic Review)發表文章，對37個成熟與新興市場1970-1998年的MSCI再投資指數進行研究，發現其中36個市場存在"Sell in May"效應。

A股有沒有"Sell in May"效應?——有。由於1997年之前我國股票市場尚未設限漲跌停板，我們將1997年以來上證綜指按牛熊期間劃分為97-02年、03-08年、09-13年和14年至今，觀察每階段指數月度平均收益率，發現每年5-9月上證綜指收益率表現普遍弱於年內其餘時間，另外觀察1997年至今四段震盪市區間(97-98年、02-03年、10年、12-13年)

上證綜指月度平均收益率，發現震盪市中"Sell in May"效應同樣存在。

哪些行業"Sell in May"效應更為明顯?——製造業。我們觀察05年至今中信一級行業指數月度平均收益率，發現鋼鐵、建築、交運、建材等週期行業5-9月份市場表現普遍較差，"Sell in May"效應更為顯著，而消費類行業"Sell in May"表現最弱。

這一結果與 Ben Jacobsen (2009) 對美國股市的研究相符，週期行業季節性特徵更為明顯，而這一季節性特徵在股價上也有所體現。

為何會有"Sell in May"效應。從DDM模型出發，認為可能存在以下原因。從盈利看，5-9月處於基本面驗證期，市場考驗變大。每年年初，政策亮點多、資金整體充裕、經濟資料空窗，易出現春季躁動行情。而隨著4、5月份宏觀經濟資料明朗、年報和一季報公佈，市場進入驗證期，因之前市場已躁動，只有資料持續改善且好於預期，市場才有繼續上漲動力。

從風險偏好看，5-9月整體是政策淡季，對市場情緒的刺激不如其他月份。每年1-2月地方召開“兩會”、部委召開年度工作會議，3月召開全國“兩會”，10-11月召開中共*屆*中全會、12月召開中央經濟工作會議。相比而言，5-9月份是政策淡季，主要是政策執行落實期，這是影響風險偏好的因素之一。

風險提示。"Sell in May"效應是歷史統計結果，不代表其未來表現。

大市導航

有色金屬：近期稀土的漲跌幅，存在滯漲品種

自 3 月稀土行情啟動以來，稀土企業平均上漲約 49%，磁材企業平均上漲 43%。漲幅由小到大依次為，稀土：*ST 五稀 (-6%)、北方稀土 (23%)、廣晟有色 (74%)、盛和資源 (104%)。磁材：北礦磁材 (19%)、寧波韻升 (34%)、中科三環 (42%)、正海磁材 (43%)、銀河磁體 (66%)、江粉磁材 (76%)。

其中*ST 五稀同期下跌 6%，北礦磁材上漲 20%以內，這兩個是板塊內屬於滯後品種。

風險提示。全球經濟復蘇不達預期，下游需求減弱。

資訊服務：從網宿科技股價近創新高，看今年電腦板塊投資思路的變化

近期電腦板塊整體疲軟的趨勢下，網宿科技股價卻近創新高，這與其較佳的基本面息息相關。自從我們 3 月 7 日第 9 期週報建立類比組合，將網宿科技放入後，目前其累計漲幅 33.4%，走出一波獨立行情，也給了我們堅持扎實基本面選股的動力。

扎實的基本面選股可貢獻真正受益

我們週報類比組合 5 檔股票：長高集團、華宇軟體、東方網力、綠盟科技、網宿科技。這些個股的特點就是基本面扎實，符合產業大方向，如網路安全、人工智慧、企業級 SaaS 等。股票給市場的第一印象是相對比較“面”，但就是這 5 只比較“面”的個股，目前取得了 11.4%的收益率（同期滬深 300 指數下跌 1.0%）。

今年投資策略重點在於把握產業趨勢大方向和業績確定性

如果說去年電腦板塊的投資思路是敏銳捕捉風口，積極右側交易。那麼今年，不追風，扎實的個股基本面研究可貢獻真正收益！本質即為投資確定性。選股思路：1、符合 IT 產業發展大趨勢，即大方向不能錯。2、業績的確定性。3、與業績和產業趨勢相匹配的估值水準。

對 IT 安全，人工智慧應用、企業級 SaaS 等方向看好

IT 安全方面，推薦中科曙光和綠盟科技。

關注人工智慧方面，（人工智慧+智慧駕駛：東軟集團、四維圖新、千方科技；人工智慧+教育：長高集團；人工智慧+銀行：佳都科技；人工智慧+安防：東方網力；人工智慧+醫療：思創醫惠）。

企業級 SaaS 方面，推薦：北信源、華宇軟體。

風險提示：系統性風險；經濟下行趨勢下部分領域資訊化投資降低。

廣東明珠（600382）：定增順利獲批，加速一級開發

公司控股股東是張偉標先生。從股權結構看，公司的第一大股東是張偉標先生，其通過金信安投資有限公司持有公司 20% 的股份。除張偉標先生外，其餘股東持股比例均相對較小，屬於股權相對分散的公司；公司的主營業務經過多次轉型。公司是一家在 2001 年實現了上市的公司，在上市之初公司的主營業務為閥門及其驅動裝路、陰極銅等的生產和銷售。其後公司逐步轉型發電設備製造、建築安裝以及製藥，釀酒等多項業務。在 2014 年，公司通過參與地方政府的一級土地開發專案，開始實現朝房地產一級開發業務的轉型，主業開始逐步穩定；

公司與廣東省興寧市政府合作土地一級開發業務。2014 年 11 月 20 日，公司、興寧市人民政府、興寧市土地儲備和征地服務中心、恩平二建簽訂《興寧市南部新城首期土地一級開發及部分公共設施建設合作協定》，共同進行興寧市南部新城首期土地一級開發及部分公共設施建設，該專案以設立專案公司的方式運營。經詳細測算和可行性研究，專案計畫總投資為 75.4 億元，以一級開發完成的土地出讓金和公共設施運營收入為主要收入來源；定增通過進一步助力業務發展。2016 年 5 月 15 日，公司公告證監會核准其非公開發行方案，按照之前公佈的方案，深圳金信安、興甯金順安和興寧眾益福擬以現金分別認購公司股份，其中興甯金順安和興寧眾益福是深圳金信安的一致行動人。

本次發行完成後，深圳金信安持有上市公司的股權比例將由目前的 19.91% 上升為 24.77%，仍為上市公司的控股股東。同時募集資金將投入公司在興寧市的土地一級開發業務中，進一步助力業務發展；此次一級開發涉及到土地出讓金額達 110 億元。公司一級開發專案總用地面積為 13481 畝，可出讓面積約為 19 個地塊，出讓畝數為 6390.67 畝，合計 426.04 萬平方米，其中可出讓的商住、商業用地合計 375.35 萬平方米，可建築面積為 138.03 萬平方米。從興寧市土地成交的情況來看，其土地出讓的樓面地價約為 800 元/平左右，結合其總的商住以及商業用地的建築面積為 1380 萬平，可知此次一級開發總的土地出讓金額大約在 110 億元左右；投資建議。預計 2016、2017 年公司每股收益分別是 1.32 和 1.68 元，截至 5 月 18 日，公司收盤於 12.21 元，對應 2016 年 PE 為 9.25 倍，2017 年 PE 為 7.26 倍，考慮到公司轉型土地一級開發之後業績提升潛力較大，給予公司 2016 年 15 倍 PE，對應目標價為 19.8 元，給予“買入”評級。

風險提示。行業基本面復蘇不達預期

中炬高新（600872）：調味品主業穩健增長，期待定增落地

調味品主業穩健增長，發展勢頭良好。2015 年公司實現主營業務收入 27.6 億元/+4.4%；歸母淨利潤 2.5 億元/-13.8%，EPS 為 0.31 元。分產品看，15 年調味品保持穩健增長，實現營業收入 26.1 億元/+12.4%；房地產業務受岐江新城規劃調整影響，實現收入 4380 萬元/-17.6%；皮帶輪及汽車、摩托車配件實現收入 6027 萬元/-15.4%。1Q16 公司實現營業收入 7.4 億元/+13.4%；歸母淨利潤 0.66 億元/+24%；EPS 為 0.08 元，1Q16 淨利潤的快速增長主要歸因於公司費用率的下降。

根據 2016 年經營計畫，公司目標實現營業收入 31.6 億元/+14.6%；歸母淨利潤 2.9 億元/+17.2%。

毛利率穩中有升，費用率有較大增長。公司 2015 年綜合毛利率為 35.07%/+0.59pct，其中調味品主業的毛利率為 35.59%/+0.81pct，主要是由於產品結構升級以及陽西生產基地生產效率的提高。2015 年期間費用率為 24.03%/+3.12pct，其中銷售費用率 9.8%/+1.06pct，主要是由於行銷投入力度加大，以及隨銷售收入的增長，相應工資福利費、運費增長；管理費用率 12.01%/+1.1pct，主要由於美味鮮公司研發費用、人工成本以及折舊費用增加；財務費用率 2.22%/+0.96pct，主要原因是發行公司債利息增加。

產能擴建配合品牌與管道建設，未來市占率有望提高。根據公司定增預案，募集資金中有 20 億元用於調味品及食用油的擴產升級，我們認為這不僅能夠有效保障公司產品供給和收入的快速增長，還能夠通過更加先進的機械化設備提高勞動生產率，進而提升公司的盈利能力。此外，募投專案除了新增醬油產能（18.37 萬噸），還將新增食用油、罐頭、蠔油、醋汁以及調味醬產能，進一步豐富公司產品品類，有助於公司打造大品牌效應，形成多利潤增長點。配合產能釋放，公司還投入超 16 億元用於管道和品牌以及電商平臺建設，這將有助於公司實現全國化、全管道銷售，保障後續新增產能的順利消化。我們認為隨著管道和品牌建設效果的逐步顯現，公司市占率有望穩步提高。

體制變革有望提升經營效率，股權激勵可期。公司原來是國企背景，前海人壽 15 年 9 月起通過二級市場增持成為公司第一大股東，加上非公開發行對象與前海人壽為一致行動人，若增發成功前海及其關聯方的持股比例將達到 42.01%。據公司公告，目前已有一名董事和一名高管來自於寶能系，待定增落地後，我們認為在民營體制下，公司經營風格有望更加積極主動。此外，公司管理層目前僅有薪酬激勵，尚未擁有股權，未來我們期待通過股權激勵等方式，進一步完善公司治理結構，促進經營效率的進一步提升，縮小公司與龍頭之間的盈利能力差距。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 16-18 年 EPS 分別為 0.38/0.46/0.57 元，參考可比公司估值，並考慮到民營體制下公司經營有望更加積極，給予公司 2016 年 37xPE，對應目標價 14 元，“增持”評級。

風險提示。非公開發行進程不達預期，行業競爭加劇。

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。過去的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。