

-- IPO 发行控量缓和和市场情绪

2014 年 5 月 26 日

投资要点

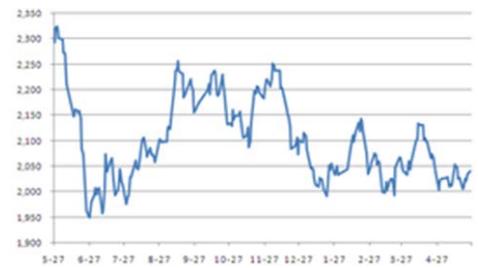
● 上周市场在创阶段性新低之后反弹，特别是创业板反弹幅度较大。上证综指微涨 0.4%，中小板反弹 1.89%，而创业板五连阳反弹 5.7%。上周陆续公布一些政策和改革进展，市场情绪有所恢复。大盘股呈现企稳趋势，中小市值股票交易活跃。政府采购限制 WIN8 的使用，引发市场对信息安全等题材的关注，再加上证监会宣布下半年 IPO 家数大致范围，中小市值股票受到明显的支持。从行业和主题来看，受上述行业事件因素影响，软件和网络安全板块表现最好；地方松绑地产的预期利好房地产板块表现；京津冀概念同样受到政策推进效应表现不错；交运和金融等行业相对疲弱。

● 政策基调已经开始转变。国务院对于“稳增长”的态度更加明确。李总理：“经济下行压力仍然较大，不能掉以轻心。各级党委政府要始终牢记发展是第一要务”；但是市场对政策目前的有效性存疑。从经济逻辑看，房价依然高企和表外业务的控制使得情绪难以改善，直观表现为 A 股市场成交量很低。房地产的机会仍需等待：（1）本次地产不在于政策刺激与否，原因在于房地产价格高企、人口流向以及监管抑制需求，按照一季报看地产产能开始释放，恶化仍在进行时，时点仍需等待。（2）从资金看，一方传统地产卖股权，另一方保险等举牌地产。从产业角度看，房地产负债高，股本并不大，对于购买方来说资金并不大；其二利润率仍较高，对于保险的低成本资金来说，相对稳定的高回报和低估仍具有吸引力，尤其是买股权比买土地更为合算，也能方便其在养老地产等保险允许投资方向进行布局。

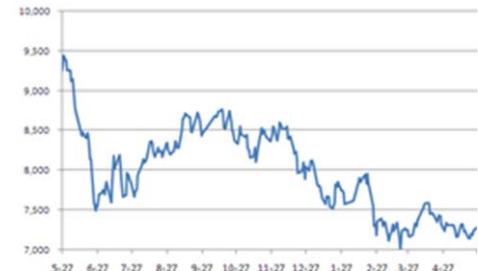
● 政策“托底”思维仍在。5 月 22 日李克强在赤峰主持召开部分企业与金融机构负责人座谈会，提出“合理适当运用政策工具，适时适度预调微调”。面对经济增长回落的压力，自 4 月 2 日国务院常务会议后“微刺激”政策不断。财政部 21 日发布《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》，上海等 10 省市试点地方债自发自还，海关总署 23 日发布《关于支持外贸稳定增长的若干措施》。

● IPO 对创业板的压制基本利空出尽，证监会上周发布，“从 6 月到年底计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市”，远好于市场预期，下跌逻辑削弱，我们看好中小市值成长股的反弹行情。

上证指数走势图



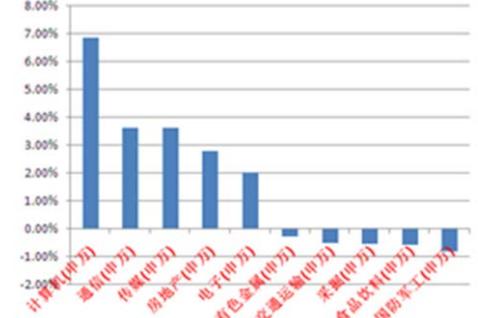
深圳成指走势图



创业板指数走势图



板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	沪深 300	IF1405
涨跌幅	0.40%	-0.02%	1.89%	5.67%	0.11%	0.60%

上证综指报 2034.57 点，上周涨 0.40%，连续两周收阳；深证成指报 7240.92 点，上周跌 0.02%。中小板指上周涨 1.89%；创业板指上周涨 5.67%，结束四周连跌。

一周走势回顾：周一：证监会确定 IPO 申报回复，两市双双低开，快速走低，经过早盘的盘整，午后沪指杀跌击穿 2000 点，随后成交量放大，沪指触底回升窄幅震荡。周二：两市跳空高开，创业板打响反弹之战，一度涨近 3%，随着资源股的回落，两市回落，盘中信息安全概念股短暂拉升，沪指全天在 2000 点上方维持震荡走势。周三：两市跳空低开快速走低，沪指跌破 2000 点创 2 个月新低，随后金融股展开反击，带领大盘快速拉升，午后权重板块纷纷反弹，沪指全天走出触底反弹的走势。周四：两市小幅下探后强劲拉升，沪指一度站上 2040 点，个股活跃但力度有限，午后随着煤炭有色板块的回落，两市震荡回落，以阴线收盘。周五：两市早盘小幅冲高后再次回落调整，天然气板块回调影响了市场人气，午后云计算概念股崛起，两市也随之拉升，两市均以红盘报收，创业板大涨。

上周申万一级板块涨跌幅靠前的是计算机、通信和传媒。计算机：计算机板块上周涨幅排名第一，在经济增速放缓的背景下，以计算机为达标的新兴产业符合调结构、促转型的发展方向，在弱市中容易受到追捧。通信：近期我国深化改革浪潮有转向通信领域的迹象，中国电信传出混合所有制的消息，号百控股等个股异动，随着改革的推动，通信行业的格局可能会发生变化。传媒：上周华智控股公布重大重组预案，杭报集团拟控股借壳，受此消息刺激股价连续 5 日涨停，A 股报业传媒上市公司扩展至 7 家，传媒板块也因此受到提振。

表现较差的板块是国防军工、食品饮料和采掘。军工：军工板块前一周涨幅过大，上周陷入调整，军品交付进度、产业推进力度等行业风险让投资者回归谨慎。食品饮料：白酒行业处于淡季挖坑的走势之中，前期五粮液大幅降价三成，让市场对五粮液的品牌形象产生担忧，并进而担心高档白酒品牌出现降价潮。采掘：煤炭价格前期小幅反弹后上周重回弱势，动力煤价下探，内蒙古煤价跌幅明显，山西、内蒙等地的政策虽然能减轻煤企负担，但难以逆转煤市下行的格局。

二、市场分析

上周市场先扬后抑，微涨收盘。上证综指微涨 0.76%，中小板微涨 0.07%，而创业板跌幅较大下跌-2.55%。周一煤炭等原材料板块带动大盘强劲反弹，但随后受新股重启预期和强周期板块回调影响震荡回落。受新股重启预期及打击内幕交易等方面的影响，创业板继续下跌。行业和主题方面，通信、交运和油气受益于国企改革等相关消息上周表现较好；国防军工在周边事件影响下也有所表现；强周期的煤炭有色先升后降；电子、传媒等行业表现不佳。

近期国务院出台 16 条意见稳外贸增长，部署加快发展生产性服务业，其目的是继续推进经济“调结构”。年初以来至今外贸表现不如人意，促进出口的增长能够缓解经济下行的压力；同时部署发展生产性服务业，减少对产能过剩和污染行业的依赖，培育新的经济增长点。央行敦促银行优先满足首套房贷需求，是基于今年以来商业银行房地产按揭贷款出现“惜贷”或“停贷”的背景。成交量的萎缩，导致 1-4 月房地产行业投资增速持续下滑（16.4%），央行的督促，尽管有商业银行处于政治因素主动表态，但是也无法改变“银行因融资成本提高而将有限资金配置在高利差的其他风险资产”上的市场行为，房贷紧张的局面难以缓解。

“127 号文”利好债券，对股市影响偏负面。“九号文”规范同业，强化非标转标，意味着投融资市场信用扩张能力的收缩，社融仍然有继续下行的压力，资金面呈现实体偏紧与金融市场适度宽松的格局，信用风险可能攀升；至今无论是实体或者金融市场，其风险偏好都已经在下降，资产质量而非收益更加受到关注，127 号文可能继续强化风险偏好的下行。

创业板 IPO 条件放宽和再融资的放开，长期来看有助于创业板公司的成长，但是阶段性而言，IPO 常态化、叠加再融资需求，供求失衡的压力仍然存在。2014 年一季报显示 A 股上市公司业绩增长乏力，创业板也已经出现增速放缓的迹象。2014 年 Q1 归属母公司股东净利润同比增长 17.69%，较 2013 年 Q4 同比增长 25.58%明显下滑。行业增速决定板块估值中枢，对于成长行业来说尤其如此。

总体而言，目前市场仍在熬底阶段，上证综指在各种政策的托底措施低位震荡，1950-2000 之间有较强的支撑。而创业板仍在消化过高的估值，成长股的风化依然在延续，若新股 IPO 挂牌之后，成长股可能会出现博弈性超跌反弹。

三、宏观政策跟踪

1、汇丰 PMI 反弹，显示经济企稳现象

5 月汇丰 PMI 由上月 48.1 反弹至本月 49.7，达到五个月来最高水平，显示制造业景气回升。

分项来看：1) 需求大幅好转：新订单从上月 47.4 升至 50.2，反季节回升。新出口订单由上月 48.9 大幅反弹至 52.7，显示外需状况明显好转。2) 生产略有上升。生产指数由上月 47.9 升至 50.4。这与中旬发电增速略有反弹相一致。3) 产出价格指数从上月 46.5 大幅反弹至 50.4，购进价格由上月 46.4 大幅升至 49.2。但商务部生产资料价格指数 5 月以来持续下行。4) 原材料库存大幅反弹至荣枯平衡线之上，而产成品库存下行，显示库存状况有所好转，因为在企业面临需求改善时，先回补原材料库存。近期的库存状况变化仍需更多数据进行验证。

前四个月经济持续下行，随后稳增长政策密集出台，包括加快棚户区改造、中西部铁路建设和定向降准等，企业信心有所恢复，PMI 也随之回升。在政策托底的背景下，经济出现企稳格局。但地产景气下滑仍是拖累经济的最大风险，难见经济快速回升。

2、中国释放政策预调微调信号

日前李克强总理在内蒙考察调研时强调，我国经济下行压力较大，要合理运用政策工具，适时适度进行预调微调。

我们认为，虽然一些指标显示经济回暖现象，但房地产等还没有出现见底的情况下，地产产业链对经济拖累日益明显。总理的这番表态，反映了政策重心逐渐转向“稳增长”。自 3 月 21 日国务院常务会议首次提及“抓紧出台已确定的扩内需、稳增长”措施以来，两个月时间内多次国务院常务会议推出多项稳增长措施。比如加快长江经济带的交通体系建设、三次调高铁路投资、启动 80 个重大领域引入民间资本、地方债自行试点、定向降准、扩大就业等。政策拐点将以工作报告确定的重点工作任务为抓手，稳增长措施在《政府工作报告》框定的重点任务中加以明确和落实。但是，“底线思维”意味着政策将以托底为主，防止经济失速失控下滑，而非拉高，强刺激推升经济。因此我们认为，未来两三个季度经济增长在底部徘徊。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行周二（5月20日）进行了350亿元28天期正回购操作。周四（5月22日）央行进行300亿元28天正回购操作。上周央行公开市场有1,850亿元正回购到期，无逆回购及央票到期。央行公开市场上周净投放1,200亿元。下周（5月24日-5月30日），央行公开市场仅有500亿元正回购到期，无逆回购及央票到期。

上周资金面宽松。整体收益较前周上行。Shibor隔夜在2.40%-2.53%，shibor1w在3.10%-3.42%；R001在2.42%-2.55%，R007在3.09%-3.41%；GC001在1.47%-3.75%，GC007在3.33%-4.26%。

图 1：Shibor 一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2014/5/19	2.40	3.10	3.13	3.74	3	-3	0	5
2014/5/20	2.43	3.36	3.58	4.10	3	26	45	36
2014/5/21	2.53	3.35	3.93	4.20	10	-1	35	11
2014/5/22	2.51	3.42	3.92	4.20	-2	7	-1	0
2014/5/23	2.53	3.41	3.91	4.07	2	-1	-1	-13

图 2：银行间质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2014/5/19	2.42	3.09	3.17	3.74	6	-1	8	0
2014/5/20	2.46	3.37	3.61	4.24	4	28	44	51
2014/5/21	2.55	3.39	3.96	4.23	9	2	35	-2
2014/5/22	2.52	3.41	3.94	4.24	-3	3	-2	1
2014/5/23	2.53	3.38	3.89	4.13	1	-3	-5	-11

图 3：交易所质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2014/5/19	3.50	3.43	3.84	3.80	8	28	40	-2
2014/5/20	3.71	3.99	4.06	4.03	21	56	21	23
2014/5/21	3.36	3.81	4.03	4.00	-35	-17	-3	-3
2014/5/22	1.47	3.33	3.64	3.49	-190	-49	-39	-52
2014/5/23	3.75	4.26	3.99	3.81	228	93	34	32

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行115支债券，计划发行总规模为2459.30亿元。

利率债方面，上周共发行14只利率债，实际发行总额990亿元。

信用债方面，上周共发行50只短融，从主体评级看，有20只AAA级、10只AA+级、10只AA级、9只AA-级和1只A+级。本期发行24只中票，从主体评级看，有5只AAA级、7只AA+级、11只AA级和1只BB级。共发行19只企业债，计划发行总额225亿元，从主体评级看，有2只AAA级、1只AA+级、13只AA级和3只AA-级。共发行1只公司债，计划发行总额3亿元，从主体评级看，为AA-级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 8,265.30 亿元；回购总金额约 40,537.21 亿元。其中银行间市场国债成交约 869.16 亿元；地方政府债基本无成交；央票基本无成交；金融债成交约 3,629.75 亿元；企业债成交约 1,038.56 亿元；中票成交约 1,297.40 亿元；短融成交约 1,407.27 亿元；政府支持机构债成交约 23.17 亿元。

上周银行间各期限品种利率债、企业债收益率整体小幅上涨为主。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr
GDP	同比%	7.8			7.7			7.4	
PMI	指数	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4
工业增加值	同比%	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7
社会消费品零售	同比%	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9
固定资产投资	累计同比%	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3
出口	同比%	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9
进口	同比%	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8
贸易盈余	亿美元	152	311	338	256	319	-230	77	185
CPI	同比%	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8
PPI	同比%	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0
M2	同比%	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2
M1	同比%	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5
新增贷款	亿元	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500	7747
社会融资总量	亿元	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709	15538
外汇占款变动	亿元	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	1892	1169
财政收入	同比%	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2
财政支出	同比%	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9
财政收支差额	亿元	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 证监会：新国九条 30 项工作已明确分工确定进度表。
2. 上海自贸区取得四大进展 新负面清单将缩短 1/3。
3. 中俄将建全面能源合作伙伴关系 尽快启动对华供气。
4. 汇丰 5 月中国制造业 PMI 初值为 49.7 创五个月新高。

利空：

1. 专家称钢企负债超 3 万亿，遭银行抽贷 1400 亿。
2. 基金业劲刮稽查风 现场检查突临宝盈。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。