

--中报业绩证伪，继续严控风险

2014 年 7 月 15 日

投资要点

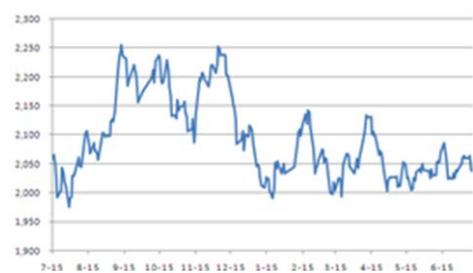
● 上周市场跌幅较深，上证综指下跌 0.6%，中小板下跌 2.75%，创业板涨幅最大为 3.7%。市场的下跌源于中报临近业绩可能不达预期以及上周四新股发行的再次冻结资金所带来流动性的干扰。上周三午后创业板大幅跳水，周四继续下挫，计算机、传媒、通信等行业跌幅领跌，相关公司的业绩增速与前期大幅上涨的股价不匹配。

● 市场进入严控风险时期。根据已经披露的中报预告，创业板业绩下滑明显。截至 7 月 13 日，主板、中小板、创业板中报披露率分别为 22%、100%、55%，考虑到监管要求 15 号前创业板业绩预告披露完毕，未来几天将进入密集披露期。从已披露预告看，中小板中报净利润同比均值 12.4%（大部分预告值在一季报公告时披露），较 Q1 的-0.24%有所抬升，但和一致预期 35.2%的差距处于历史上的中等偏高水平。已公布的创业板、创业板指、权重股预告 1H 归母净利润同比分别为 26.4%、21.4%、36.5%（均是最近公布的值），较 Q1 的 36.8%、35.3%、69.8%明显下滑；创业板指、权重股 14 年一致预期净利同比 55.5%、57.2%，预期差为 34.1、20.7 个百分点，均处于历史区间 15-45、5-25 个百分点的偏高水平。

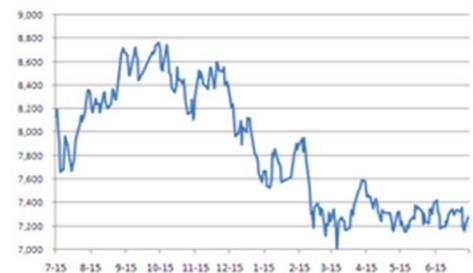
● 地产产业链的中期担忧仍存，新产业的培育加速推进。从国内情况来看，对经济预期的纠偏（经济回暖）已经逐步反映在近月的反弹中，获利筹码正在兑现。近期房地产销售量价、汽车家电销量、钢铁煤炭价格等等再度转向疲弱，经济回暖的预期再度出现摇摆。尽管近期陆续见到铁路投资上调、各地楼市放松等稳增长加码迹象，但我们坚持认为，此轮房地产调整“今时不同往日”，对经济造成的下行压力是小型稳增长政策无法抵消的。此外，虽然流动性宽松的局势正在向实体经济传导，但是越来越多的违约事件爆发令借款者风险偏好回落，实体经济的资金成本难以得到有效和显著的下降，制造业难以实现自我出清。因此，针对非地产产业链的改革正在加速推进，包括扶持新能源汽车的一系列政策的公布，如购置税的减免、公车采购中强制采购新能源汽车。

● 在上周周报中，我们提出“警惕中报风险控制仓位”，及时将获利收入囊中；经历上周的调整后，我们认为，小盘市场仍存在惯性下跌的风险，主板市场继续难有起色。配置上，面临中报验证期，建议抛弃高估值无业绩的概念股，选择公用事业、医药股、新能源汽车等进行防御。

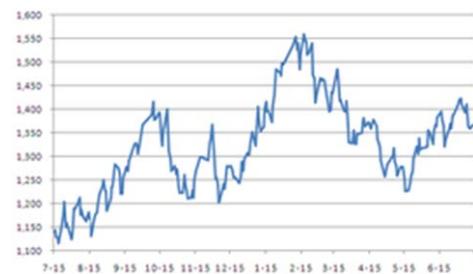
上证指数走势图



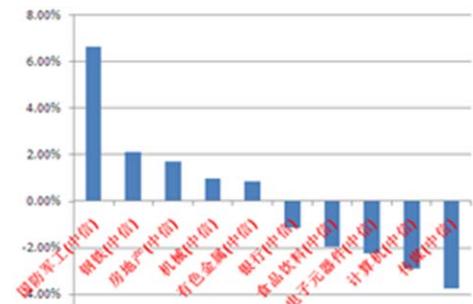
深圳成指走势图



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	IF. CFE
涨跌幅	-0.60%	-1.73%	-2.75%	-3.70%	-1.41%	-1.32%

一周走势回顾：周一：两市低开，随后在地产、军工板块的带动下快速走高，然而上冲乏力，随着前期强势股的回调，沪指小幅跳水，创业板盘中大幅下挫一度跌 2%。周二：两市小幅低开后维持小幅波动态势，随着金融等权重股走低，沪指小幅跳水，随后前期强势股反弹，沪指午后反弹翻红，创业板演绎 V 型反转，午后翻红涨逾 1%。周三：两市开盘后低开低走，沪指跌破 5 日均线，午后随着题材股的全面回调，空头出现发力砸盘迹象，创业板高台跳水快速杀跌，深成指跌超 2%。周四：两市低开低走，震荡调整，在新能源汽车、充电桩等概念股带动下，大盘走高，但午后受权重股回调的拖累，沪指下挫翻绿，创业板大幅回调 1.5%。周五：两市低开，后在 3D 打印等概念股的带动下上涨翻红，午后两市稍有回落，沪指围绕 2050 点窄幅波动，市场热点重现个股活跃。

上周中信一级板块涨幅靠前的是国防军工、钢铁和房地产板块。军工：近期以成飞集成为代表的一系列重组事件表明，军工集团资产注入正呈现全面铺开的态势，中国几大军工集团目前正处在重组整合、市场化进程的初期，军工行业仍有巨大的发展空间。钢铁：随着日前华东、华南地区雨水天气的减少，钢铁的建筑业需求呈现企稳恢复的迹象，钢厂的开工率亦有所回升，同时由于焦煤维持跌势，成本端压力减轻。房地产：上周四，据悉济南市商品房限购政策全面放开，居民购买商品房、二手房不需再开具限购证明。业内人士预计 30 多个城市的限购政策将可能在年内取消。

跌幅靠前的板块是传媒、计算机和电子元器件板块。传媒：近期广电总局对互联网电视监管动作频繁，继不再发布互联网电视牌照后，近期据悉总局禁止部分互联网控制品台的节目时移和回看功能，受此影响龙头股乐视网放量下挫。计算机、电子元器件：上周随着新股依顿电子、雪浪环境、今世缘等接连打开涨停板，新股炒作的风险开始显现，市场对创业板的炒作热情也在消退，出于对短期内估值压力的担忧，计算机、电子元器件等板块大幅回调。

二、市场分析

上周市场跌幅较深，上证综指下跌 0.6%，中小板下跌 2.75%，创业板涨幅最大为 3.7%。市场的下跌源于中报临近业绩可能不达预期以及上周四新股发行的再次冻结资金所带来流动性的干扰。上周三午后创业板大幅跳水，周四继续下挫，计算机、传媒、通信等行业跌幅领跌，相关公司的业绩增速与前期大幅上涨的股价不匹配。

市场进入严控风险时期。根据已经披露的中报预告，创业板业绩下滑明显。截至 7 月 13 日，主板、中小板、创业板中报披露率分别为 22%、100%、55%，考虑到监管要求 15 号前创业板业绩预告披露完毕，未来几天将进入密集披露期。从已披露预告看，中小板中报净利润同比均值 12.4%（大部分预告值在一季报公告时披露），较 Q1 的 -0.24% 有所抬升，但和一致预期 35.2% 的差距处于历史上的中等偏高水平。已公布的创业板、创业板指、权重股预告 1H 归母净利润同比分别为 26.4%、21.4%、36.5%（均是最近公布的值），较 Q1 的 36.8%、35.3%、69.8% 明显下滑；创业板指、权重股 14 年一致预期净利同比 55.5%、57.2%，预期差为 34.1、20.7 个百分点，均处于历史区间 15-45、5-25 个百分点的偏高水平。

地产产业链的中期担忧仍存，新产业的培育加速推进。从国内情况来看，对经济预期的纠偏（经济回暖）已经逐步反映在近月的反弹中，获利筹码正在兑现。近期房地产销售量价、汽车家电销量、钢铁煤炭价格等等再度转向疲弱，经济回暖的预期再度出现摇摆。尽管近期陆续见到铁路投资上调、各地楼市放松等稳增长加码迹象，但我们坚持认为，此轮房地产调整“今时不同往日”，对经济造成的下行压力是小型稳增长政策无法抵消的。此外，虽然流动性宽松的局势正在向实体经济传导，但是越来越多的违约事件爆发令借款者风险偏好回落，实体经济的资金成本难以得到有效和显著的下降，制造业难以实现自我出清。因此，针对非地产产业链的改革正在加速推进，包括扶持新能源汽车的一系列政策的公布，如购置税的减免、公车采购中强制采购新能源汽车。

在上周周报中，我们提出“警惕中报风险控制仓位”，及时将获利收入囊中；经历上周的调整后，我们认为，小盘市场仍存在惯性下跌的风险，主板市场继续难有起色。配置上，面临中报验证期，建议抛弃高估值无业绩的概念股，选择公用事业、医药股、新能源汽车等进行防御。

三、宏观政策跟踪

1、通胀低于预期，印证经济疲软

6月CPI同比上涨2.3%，低于预期的2.4%，比上个月回落0.2个百分点；PPI同比下降1.1%，低于预期-1.0%，比上个月回升0.3个百分点。整体看，食品价格季节性下跌，猪价上涨对CPI的短期拉动告一段落，经济及房价下跌抑制了非食品价格，通胀维持低位，预期下半年通胀依然波澜不惊维持温和趋势。

食品及居住价格拉低通胀。6月食品价格保持季节性回落，环比下降0.4%。其中猪肉价格上涨2.4%，主要集中在上半月，而下半月的猪肉价格已经出现较快回落；鲜菜、鲜果价格分别下降4.5%、2.2%，降幅均低于近十年同期平均水平。非食品方面，随着房地产市场的降温，居住尤其是租房价格涨幅明显低于历史同期，进一步抑制了CPI上升。

PPI环比将逐步收窄。6月PPI降幅较大的依然是采掘工业，环比下降1.0%；购进价格中降幅较大的是黑色金属材料类和建材非金属类，价格环比下降1.0%和0.3%。PPI虽然环比为负，我们预期政策还将进一步陆续推出确保经济走稳，未来PPI环比将逐步收窄。

下半年通胀料将保持温和。从年初开始，由于整体气候条件维持较好，一季度的食品价格的季节性上涨明显低于历史同期，虽然二季度猪价有所反弹，但由于存栏量较高，也没有形成持续性上涨。非食品方面，相对低迷的经济以及房地产市场的降温明显抑制了相应价格。我们预期下半年通胀都将维持温和趋势。预期7月的食品价格继续回落，非食品类相对稳定，预期7月CPI同比在2.2%左右；PPI同比在-0.8%左右。

2、外贸继续回暖

6月出口增速由7%升至7.2%，低于市场预期的10.6%；进口增速由-1.6%回升至5.5%，高于市场预期的5.2%；顺差315.6亿美元。在基数下行、外需上行、政策托底的合力作用下，2季度出口增速由-3.4%回升至5%；而进口增速为1.5%，与1季度的1.6%大致持平；季度顺差由169亿美元扩大至859.6亿美元，为2009年以来次高点。

分国家看，对欧美出口平稳增长，新兴经济体出口支撑力度减弱。对美欧日出口分别为7.5%、12.6%和-0.6%，未来欧美需求回暖将有望带动中国出口增速进一步回升。对东盟出口由9.1%升至9.7%，对金砖出口由0.5%回落至-2.2%。向前看，新兴经济体对中国总体出口的支撑力度仍将维持弱势。

进口低速增长，上半年累计同比1.5%，低于2013年全年的7.2%，原因有三。（1）中国内需偏弱；（2）铁矿石、煤、铜、大豆等中国主要进口的资源品价格同比显著下跌，上半年中国进口价格累计下降2.4%，拖累了进口金额增长；（3）人民币汇率单边升值预期被打破，汇率调整挤出了以“大宗商品进口”方式流入的热钱。

三季度外贸增速料将继续回升。出口方面，6月海关公布的出口先导指标为42.2，为近两年来的次高点；6月官方PMI新出口订单指数反弹至50%以上（50.3%），预示出口将延续改善趋势。进口方面，首先，中国经济已经显现回稳迹象，进口需求将随之驱稳；其次，近期大宗商品价格出现回升，且中国内需企稳亦有助于大宗商品价格的稳定；最后，进口项下虚假贸易水分被挤出后，该因素对进口增速的拖累不再加码，未来进口增速有望略有回升。预计3季度出口增速由5%回升至12.7%，进口增速由1.5%回升至4.2%，贸易顺差在千亿美元左右。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行周二、周四分别开展 200 亿元、100 亿元的 28 天正回购操作，中标利率均在 4.00%。上周二、周四分别有 28 天正回购到期 400 亿元。总的来看，上周公开市场操作共净投放资金 500 亿元。

上周资金市场持续短紧长松，总体波动较上周有所缓和，交易所回购波动仍相对较大。各期限利率涨跌互现，各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.95%-3.35%，shibor1w 在 3.42%-3.74%；R001 在 2.98%-3.38%，R007 在 3.56%-3.78%；GC001 在 3.01%-4.49%，GC007 在 3.69%-4.80%。

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
2014-07-07	2.95	3.42	3.45	4.05	1	0	-5	-2
2014-07-08	3.25	3.52	3.78	4.05	30	10	34	-0
2014-07-09	3.35	3.74	4.02	4.10	10	22	24	5
2014-07-10	3.30	3.71	4.07	4.15	-5	-3	5	5
2014-07-11	3.29	3.72	4.15	4.16	-1	1	8	1

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
2014-07-07	2.98	3.47	3.46	4.07	4	5	-4	3
2014-07-08	3.28	3.56	3.81	4.05	30	9	34	-2
2014-07-09	3.38	3.77	4.05	4.18	10	21	25	12
2014-07-10	3.33	3.78	4.18	4.23	-5	1	12	5
2014-07-11	3.32	3.77	4.26	4.13	-0	-1	8	-9

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
2014-07-07	3.14	3.69	3.70	3.99	-1.97	9.31	-2.85	-5.08
2014-07-08	3.01	3.70	3.80	3.98	-13.02	1.16	10.51	-1.02
2014-07-09	4.29	4.38	4.26	4.25	128.39	68.44	45.81	27.07
2014-07-10	3.07	4.80	4.51	4.43	-121.87	42.02	25.20	18.59
2014-07-11	4.49	4.04	4.06	4.26	141.96	-76.68	-44.87	-17.29

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 106 支债券，计划发行总规模为 3397 亿元，较上周增加了约 2000 亿元。

利率债方面，上周共发行 22 只利率债，计划发行总额 1975 亿元，较上周增加了约 1100 亿元。

信用债方面，发行 36 只短融，计划发行总额 569 亿元，较上周增加了约 330 亿元，从主体评级看，有 13 只 AAA 级、9 只 AA+级、6 只 AA 级、5 只 AA-级和 1 只 A+；发行 12 只中票，计划发行总额 202 亿元，较上周增加了约 130 亿元，从主体评级看，有 5 只 AAA 级、2 只 AA+级、4 只 AA 级和 1 只 AA-级；发行 3 只公司债，计划发行总额 28 亿元，较上周减少约 100 亿元，从主体评级看，有 1 只 AAA 级和 2 只 AA 级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 7399.60 亿元，较上周有约 1100 亿元减少；回购总金额 48782.38 亿元，较上周减少约 700 亿元。其中，银行间市场国债成交 806.81，较上周减少约 35 亿元；地方政府债成交 9.39 亿元，减少约 130 亿元；央票 8.13 亿元，增加约 7 亿元；金融债成交 3493.93 亿元，减少约 350 亿元；企业债成交 1083.89 亿元，减少约 60 亿元；中票成交约 905.73 亿元，减少约 180 亿元；短融成交 1027.89 亿元，减少约 350 亿元；政府支持机构债成交 22.37 亿元，减少约 60 亿元。

上周利率债、信用债收益率微幅震荡，较上周变化不大。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun
GDP	同比%		7.7			7.4			
PMI	指数	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0
工业增加值	同比%	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7	8.8	
社会消费品零售	同比%	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9	12.5	
固定资产投资	累计同比%	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3	17.2	
出口	同比%	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2
进口	同比%	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5
贸易盈余	亿美元	338	256	319	-230	77	185	359	
CPI	同比%	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3
PPI	同比%	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1
M2	同比%	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7
M1	同比%	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9
新增贷款	亿元	6246	4825	13200	6445	10500	7747	8708	10800
社会融资总量	亿元	12300	12322	25800	9387	20709	15538	14045	
外汇占款变动	亿元	3980	2729	4374	1282	1892	1169	386	
财政收入	同比%	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8
财政支出	同比%	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1
财政收支差额	亿元	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071	880	

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。