

--蓝筹修复之后莫忘优质成长

2014 年 11 月 4 日

投资要点

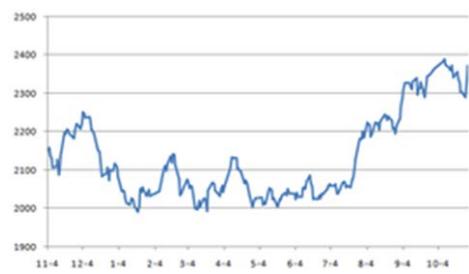
●上周市场大幅上涨，上证综指上涨 5.12%，中小板上涨 2.71%，创业板上涨 2.41%。市场出现明显的二八分化现象，以铁路基建为代表的低估值蓝筹股率先启动，之后自贸区概念股、港口、钢铁等低价股轮番炒作。而创业板、中小板等前期强势的股票出现下跌，特别是前期涨幅较大的体育板块出现获利回吐。

●**基建发力对冲地产，四季度经济将底部企稳。**随着地产、制造业投资增速已持续回落至历史低点，且在近期地产限购限贷政策松绑放宽、旨在鼓励技术升级与创业创新的资产加速折旧政策下，地产与制造业投资降幅有望逐步收窄；同时，近期密集安排多项民生基建投资，创新投融资机制、积极鼓励推广 PPP 模式的公共服务投资，基建投资的发力有望助力固定资产投资企稳，而新近部署的促进六大服务消费，有望助力消费增速保持平稳。预计四季度经济将环比回升。

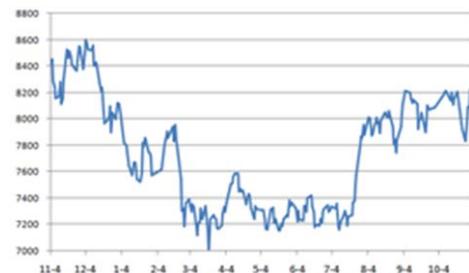
●**中国版“马歇尔计划”若推出，助推基建产业链复苏。**本届政府从国家战略上高度重视资本输出战略，鼓励中国企业“走出去”。通过实施资本输出战略推进的新版“马歇尔计划”从根本上符合国家利益。一方面，资本输出增加能够促进国内过剩产能消耗，推动经济转型；另一方面，通过资本输出的方式，能够加速推进人民币国际战略的实施。预计未来该战略有望融合在“一带一路”的发展战略中，海外需求最大的中国基建产业链有望受益最为明显，海外工程占比较大的公司具备巨大的利润弹性。

●**蓝筹修复之后莫忘优质成长。**蓝筹股的估值修复在 11 月份还将继续，四季度的行情往往是来年行情的提前演绎。我们认为 11 月应继续配置低估值、高分红的蓝筹股。然而风格的二八切换不会一边倒，以“经济改革、转型”为投资主线的小盘成长股仍然会有机会。从为明年布局的角度看，11 月份的配置应：1) 高分红的低估值的蓝筹股，特别是那些 100-500 亿左右市值、商业模式清晰、业绩增长稳健，已经度过了由小到大的阶段，正在又大到强阶段的新兴行业的优质公司将是重点考察的对象；2) 改革驱动下的新产业，如体育产业（到 2015 年 5 万亿的产值目标，后续有政策催化）、互联网信息消费、大型国企改革等，从中选择真正有大市场、大政策、优质成长的小盘股。

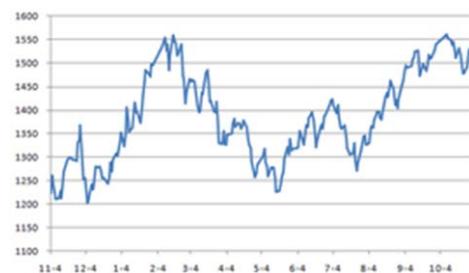
上证指数走势图



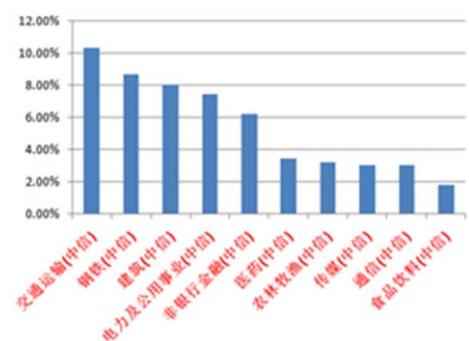
深圳成指走势图



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	5.12%	3.84%	2.71%	2.41%	4.92%	5.28%

一周走势回顾：周一：受沪港通延迟消息影响，两市双双低开跳水失守 2300 点，券商板块大幅杀跌，严重拖累股指，午后，前期调整充分的题材股表现活跃，给股指带来支撑，但两市上攻乏力，以阴线收盘。创业板逆势涨 1%。周二：梁振英称沪港通已筹备好，两市开盘大涨，地产、金融股率先反弹，自贸区、核电概念股涨幅居前，两市板块全线飘红，盘中沪指逼近 30 日均线，最终两市以长阳报收，成交量放大。周三：两市双双高开，延续反弹势头，沪指强势收复 2350 点和 20 日均线，午后自贸区板块井喷，两市涨幅扩大，沪指一度涨逾 1.8%，随后稍有回落，但两连阳后，之前五连阴的失地已悉数收复。周四：两市低开后延续强势，震荡上行，国务院力推六大领域消费，相关概念股大涨，临近午盘两市冲高后快速回落，板块分化，午后沪指企稳再度上攻，逼近 2400 点创近 20 个月新高。周五：两市高开后一度跳水回落，但金融股展开疯狂拉升，资源股紧随其后，股指随之回升，午后，煤炭、钢铁、白酒集体大涨，不断推动股指上扬，沪指最高升至 2423 点，创 20 个月新高，最终两市以长阳报收。

上周中信一级板块跌幅较小的是计算机、银行和通信板块。交通运输：国际原油价格连续下跌，国内油价“七连跌”成定局，整个交运行业的成本将显著降低，尤其是航运板块，据测算，油价下降 10%，航运业毛利率将提升 4%。钢铁：马钢股份连续涨停，周涨幅近 40%，消息面上，国际铁矿石价格今年来连续下跌，仅本月（10 月）铁矿石价格跌幅达 10%，而钢价跌幅则较小，因此钢企利润有望改善。建筑：水利工程、铁路建设频传利好，发改委加快推进水利工程建设，重点强调今明两年 172 项水利工程；高铁出口不断推进、国内城际铁路工程加快，将不断给基建板块带来动力。

跌幅较大的板块是钢铁、煤炭和轻工板块。白酒：白酒板块再次成为表现最差的板块，酒企三季报并未出现业绩止跌的信号，龙头贵州茅台净利润同比降 3.4%，洋河、五粮液、泸州老窖业绩表现更为惨淡。通信：中国电信 10 月 28 日公布三季报，三大运营商三季报齐出，三大运营商前 9 月日均净利 4.05 亿，与去年的 4.2 亿相比明显下滑，究其原因，6 月开始的营改增方案对三巨头的盈利水平带来明显的冲击。传媒：传媒板块表现不及大盘，多家板块内公司公布三季报，业绩多为增长，但没有超预期的报告，由于板块年内涨幅较大，出于对后期政策监管风险和业绩不达预期风险的担忧，市场对传媒板块态度谨慎。

二、市场分析

上周市场大幅上涨，上证综指上涨 5.12%，中小板上涨 2.71%，创业板上涨 2.41%。市场出现明显的二八分化现象，以铁路基建为代表的低估值蓝筹股率先启动，之后自贸区概念股、港口、钢铁等低价股轮番炒作。而创业板、中小板等前期强势的股票出现下跌，特别是前期涨幅较大的体育板块出现获利回吐。

基建发力对冲地产，四季度经济将底部企稳。随着地产、制造业投资增速已持续回落至历史低点，且在近期地产限购限贷政策松绑放宽、旨在鼓励技术升级与创业创新的资产加速折旧政策下，地产与制造业投资降幅有望逐步收窄；同时，近期密集安排多项民生基建投资，创新投融资机制、积极鼓励推广 PPP 模式的公共服务投资，基建投资的发力有望助力固定资产投资企稳，而新近部署的促进六大服务消费，有望助力消费增速保持平稳。预计四季度经济将环比回升。

中国版“马歇尔计划”若推出，助推基建产业链复苏。本届政府从国家战略上高度重视资本输出战略，鼓励中国企业“走出去”。通过实施资本输出战略推进的新版“马歇尔计划”从根本上符合国家利益。一方面，资本输出增加能够促进国内过剩产能消耗，推动经济转型；另一方面，通过资本输出的方式，能够加速推进人民币国际战略的实施。预计未来该战略有望融合在“一带一路”的发展战略中，海外需求最大的中国基建产业链有望受益最为明显，海外工程占比较大的公司具备巨大的利润弹性。

蓝筹修复之后莫忘优质成长。蓝筹股的估值修复在 11 月份还将继续，四季度的行情往往是来年年行情的提前演绎。我们认为 11 月应继续配置低估值、高分红的蓝筹股。然而风格的二八切换不会一边倒，以“经济改革、转型”为投资主线的小盘成长股仍然会有机会。从为明年布局的角度看，11 月份的配置应：1) 高分红的低估值的蓝筹股，特别是那些 100-500 亿左右市值、商业模式清晰、业绩增长稳健，已经度过了由小到大的阶段，正在又大到强阶段的新兴行业的优质公司将是重点考察的对象；2) 改革驱动下的新产业，如体育产业（到 2015 年 5 万亿的产值目标，后续有政策催化）、互联网信息消费、大型国企改革等，从中选择真正有大市场、大政策、优质成长的小盘股。

三、宏观政策跟踪

1、10月 PMI 略有下滑，经济短期增长稳定

10月中采PMI为50.8，较上月回落0.3个点。包括需求端和供给端在内的指标均表现弱势。整体观察，短期内增长相对稳定，但新订单增速下降，原材料购进减少而产成品库存增加，这些都体现出未来经济依然有明显的下行压力。地产下行压力下，政策前瞻性增强，在地产政策做出显著调整后，包括增加流动性、加大基建、扶持消费等诸多稳增长的政策也陆续出台，同时改革端也在加紧推进自贸区复制一类的简政放权改革。我们预期经济的下行压力下，持续的稳增长还将成为当前的政策重点。

分项来看：1) 需求方面，新订单和新出口订单分别回落0.6和0.3个点，其中新出口订单为5个月以来首进收缩区间。2) 在需求端回落的影响下，生产、采购均回落了0.5个点。生产活动预期指数亦回落1.9个点。3) 产成品库存上升0.7个点，原材料库存下降0.4个点。这意味着在上游价格趋势不明和下游需求放缓的背景下，企业有意识地进行了放缓了原材料补库存的进度；而需求疲弱导致产成品被动补库存。目前产成品库存处于一个重要的门槛，如果后续需求端能够环比回暖，则产成品可能进入主动补库存；否则可能进入新一轮主动去库存。4) 购进价格指数回落2.3个点，除了产能过剩的惯常压力之外，本月的超大幅度回落与上游大宗商品价格的波动有关。

在短期经济承压的背景下，政府在投资层面加大了支持力度，例如10月集中审批了铁路和机场项目，涉及资金1500亿，考虑到上下游产业链的拉动，我们预期这将额外拉动基建投资增速1-1.2个百分点。除此之外，消费端的政策也大规模出台，显示出政策稳增长的前瞻性和紧迫性。随着一系列政策的落实，其影响将逐步体现，总需求在四季度将略有改善，考虑到去年四季度基数较低，预计四季度GDP增长7.4%左右，全年增长7.4%左右。

2、美国QE3结束，经济复苏强劲

10月美联储议息会议宣布停止QE，并维持0-0.25%的利率区间不变。尽管此前市场对联储退出已有预期，但全球增长的放缓以及商品价格的大幅回落，使这种预期在近期有所弱化。因此，联储退出时对经济和通胀较为乐观的措辞超过了市场的预期：1) 强调了劳动力市场的效率正在提升；2) 对通胀下行的担忧并不强烈，指出尽管短期通胀受到商品价格的影响下跌，但中长期的中枢并未出现变化；3) 并未显示对近期资本市场波动和全球经济增速放缓的忧虑。

我们预计明年美国经济复苏步伐加快：1) 居民部门去杠杆已经基本结束，这意味着新一轮信贷扩张的开始，这也是支持美国经济持续复苏最重要的因素之一。2) 劳动力市场的改善已经非常明确：过去6个月月均新增非农就业人数23.3万，过去1年月均新增22万，都已经显著超过2005-2006年经济繁荣时期的水平。3) 财政政策稳定，明年财政紧缩力度较今年显著下降且为过去五年以来最小，2016年可能实现小幅财政扩张。

虽然QE3结束，但美国未来一年多仍将维持较为宽松的货币环境。利率将继续维持在目前0-0.25%的超低水平，美联储最快将在明年下半年首次加息，其后才会考虑收缩资产负债表。而目前美联储4.4万亿美元的总负债中，2.7万亿是银行超额存款准备金。这意味着即便加息，由于银行体系内有充裕的资金，并不需要向美联储借贷，加息对流动性的影响并不大。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周二、上周四央行各开展 14 天正回购 200 亿元；此外，上周二、上周四各到期 14 天正回购 200 亿元；总的来看，上周公开市场操作无资金净投放。

上周，适逢月末，银行间资金面较为紧张，shibor 隔夜、R001 均上行了 11bp；交易所资金面由于新股解冻较上周五有较大改善。

各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.49%-2.56%，shibor1w 在 3.06%-3.20%；R001 在 2.50%-2.58%，R007 在 3.09%-3.28%；GC001 在 1.13%-9.64%，GC007 在 3.18%-4.77%。

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
2014-10-28	2.49	3.06	3.73	3.90	1	1	5	7
2014-10-29	2.52	3.14	3.72	3.93	3	8	0	3
2014-10-30	2.55	3.19	3.76	3.99	4	5	4	6
2014-10-31	2.56	3.20	3.76	3.99	1	1	-1	0
2014-11-03	2.55	3.19	3.74	3.92	-1	-1	-2	-8

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
2014-10-27	2.50	3.09	3.86	4.01	2	2	10	20
2014-10-28	2.52	3.16	3.76	4.02	2	7	-10	0
2014-10-29	2.57	3.23	3.87	4.08	5	8	10	7
2014-10-30	2.57	3.28	3.86	3.98	0	5	-1	-10
2014-10-31	2.58	3.25	3.82	3.91	1	-3	-3	-7

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
2014-10-27	9.64	4.77	4.23	4.04	-225	-4	10	-10
2014-10-28	3.48	3.83	3.77	3.66	-616	-94	-46	-37
2014-10-29	2.69	3.46	3.54	3.87	-80	-37	-23	20
2014-10-30	1.13	3.21	3.45	3.66	-155	-24	-9	-21
2014-10-31	3.11	3.18	3.33	3.64	198	-3	-12	-2

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 76 支债券，计划发行总规模为 1710 亿元，环比减少约 1300 亿元。

利率债方面，上周共发行 11 支利率债，计划发行总额 950 亿元，环比减少约 350 亿元。

信用债方面，发行 28 支短融，计划发行总额 340.75 亿元，环比减少了约 360 亿元，从主体评级看，有 9 支 AAA 级、7 支 AA+级、7 支 AA 级、5 支 AA-级；发行 14 支中票，计划发行总额 159.5 亿元，环比减少约 200 亿元，从主体评级看，有 3 支 AAA 级、6 支 AA+级、5 支 AA 级；发行 2 支公司债，计划发行总额 11.5 亿元，环比减少约 10 亿元，从主体评级看，为 2 支 AA 级；发行 9 支企业债，计划发行总额 101 亿元，环比增加约 7 亿元，从主体评级看，有 1 支 AAA 级、1 支 AA+、5 支 AA

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 9205.1 亿元，环比减少约 1800 亿元；回购总金额 55947.37 亿元，环比减少约 4000 亿元。其中，银行间市场国债成交 1536.47 亿元，环比减少约 200 亿元；地方政府债无成交；央票成交 4.99 亿元，环比减少约 25 亿元；金融债成交 3706.65 亿元，环比减少约 470 亿元；企业债成交 1006.79 亿元，环比减少约 120 亿元；中票成交约 1140.80 亿元，环比减少约 130 亿元；短融成交 1606.62 亿元，环比增加约 60 亿元；政府支持机构债成交 130.17 亿元，环比减少约 100 亿元。

上周，二级市场交易量见顶回落，收益率下行收窄。利率债收益率短端继续下行约 10bp，但长端与上周几乎持平；高等级信用债短端下行约 10bp，长端下行约 5bp，但低等级信用债收益率长端下行幅度大于短端，约 20bp。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标		14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun	14-Jul	14-Aug	14-Sep
GDP	同比%		7.4			7.5			
PMI	指数	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	50.2	50.5
工业增加值	同比%	8.6	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0
社会消费品零售	同比%	11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6
固定资产投资	累计同比%	17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1
出口	同比%	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3
进口	同比%	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5	-1.6	-2.4	7.0
贸易盈余	亿美元	-230	77	185	359	316	473	498.3	309.4
CPI	同比%	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6
PPI	同比%	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8
M2	同比%	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9
M1	同比%	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9	6.7	5.7	4.8
新增贷款	亿元	6445	10500	7747	8708	10800	3852	7025	8572
社会融资总量	亿元	9387	20709	15538	14045	19700	2731	9574	10522
外汇占款变动	亿元	1282	1892	1169	386	-883	378	-311	11.4
财政收入	同比%	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8	6.9	6.1	6.3
财政支出	同比%	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1	9.6	6.2	9.1
财政收支差额	亿元	2575	-3262	3071	880	-3061	2405	-1095	-4073

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 消息称福建自贸区近期将获批复，“最快可能与天津和广东同期公布。”
2. 李克强 29 日主持召开国务院常务会议，部署推进消费扩大和升级，重点推进六大领域消费。

利空：

1. 12 省份三季度经济增速下滑、部分难完成年初目标。
2. 房企三季度业绩加速下滑、毛利率连降。
3. 前八月，全国规模以上稀土矿山、冶炼企业实现利润 25 亿元，同比下降 24.6%。
4. 央行副行长提示金融风险：地方偿债高峰期到来。

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。