

--保持一份清醒

2013年9月23日

投资要点

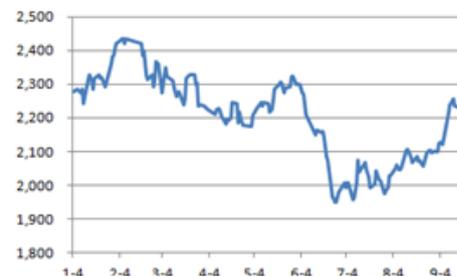
从上周各行业的表现来看，具有两个显著的特征：一是低（合理）估值、稳定增长型的行业如商业零售、酒店旅游等，在‘触网’等概念的推动下，出现了行业整体估值的大幅度上升，龙头股如苏宁云高等单周上涨幅度接近20%；二是自贸区概念退潮，转为结构性行情，受自贸区刺激带动的民航业、房地产等相关板块出现调整，当然，地王频现导致市场对于未来地产政策转严的预期也是地产板块调整的重要因素。

经济增长、流动性和政策的变化决定了市场的投资策略。在8月中旬之前，经济回升明确，淡季不淡，流动性边际改善，在此背景下周期品蕴藏回升动力，高弹性品种表现较好；而8月份下旬之后经济增长的增速开始有所放缓，此时货币政策层面仍旧维持偏宽松，决定了市场将以主题性机会、估值提升为主线，前期已经出现的主题例如优先股、自贸区、二胎、土地流转等之外，近期逐渐兴起的主题包括养老服务、社保卡、三网融合等。

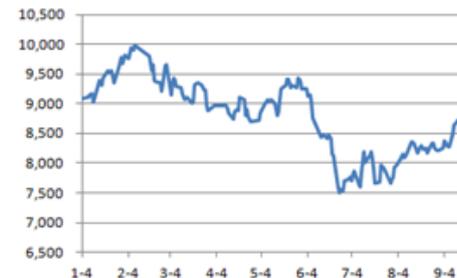
但值得注意的是，需提防亢奋之后的调整风险。投资者在借助改革的名义炒股，轮流炒作基金配置较低的传统低估值板块，跟风者甚众。但是，在题材股疯狂的氛围下，需要多一份清醒：首先，资金环境和年初不可比，存量资金博弈下，热点切换速度较快，持续性不强；其次，9月底之后面临3季报的‘大考’，由于3季报披露的同时会给出对于全年业绩水平的指引或预测，部分缺乏实际业绩支撑的个股在年末估值切换行情中将现出原形。

对于未来经济的判断依然是“淡季不淡、旺季不旺”，从微观数据来看，8月份工业增加值的反弹来自传统行业，特别是其中黑色金属冶炼、电力生产行业的反弹，但近期无论是从螺纹钢的价格，还是社会库存水平，都仍然在向下过程，这反映了生产端的乐观情绪高于贸易商和下游需求；其次，8月份社会融资总量大幅反弹且扩张来源是非标融资，而此前三个月未贴现承兑汇票都是负增长。7月中央提经济“保底线”之后，监管政策可能略放松，银行重新追逐高收益资产，后续可能有监管加码的风险；从前期地产价格回升，地王频现等情况来看，未来政府可能会阶段性加大对于地产的紧缩政策，也为未来经济的持续好转蒙上不确定性。

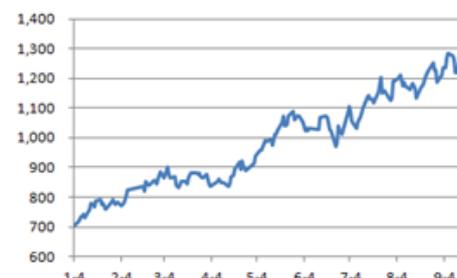
上证指数走势图



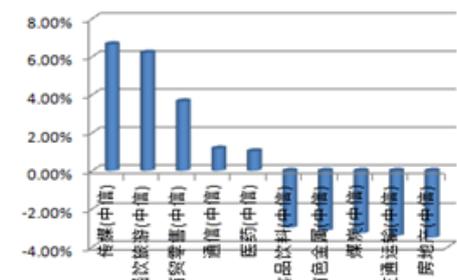
深圳成指走势图



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	IF1309
涨跌幅	-1.98%	-2.38%	0.39%	2.89%	-2.27%	-2.60%

上周只有三个交易日，上证指数下跌1.98%，其中沪深300指数下跌2.27%。创业板扩容标的融资受捧融券遇冷，上周一扩容后两天内无融券卖出交易。光线传媒和中青宝扩容首日分别迎来1.20亿元和1.15亿元的融资买入，市场对新兴产业仍然看好。

行情回顾总结：周一两市受益证监会关于优先股和并购的表态高开，随后受金融股拖累下行，午后在题材股和创业板的活跃带动下翻红走高，临近尾盘再度回落，创业板大涨3.5%创历史新高。周二虽然早盘创业板一度翻红，但自贸区概念股出现大幅调整拖累了主板，概念股均大幅回落，市场三连跌。周三是长假前最后一个交易日沪指成交量明显缩水，资金态度谨慎，早盘两市在昨日下跌后惯性下探，随后在自贸区、创业板的活跃带动下企稳回升。

上周涨幅靠前的是传媒、餐饮旅游和商贸零售。创业板扩容引爆文化传媒板块的融资买入热情，扩容当日光线传媒和中青宝等新增标的都迎来过亿元的融资买入，而市值最大的华谊兄弟当日融资买入额达到3.83亿元。中秋小长假和“十一”黄金周即将来临，餐饮旅游行业启动，西安综合保税区迎来10部委组成的国务院联合验收组的正式验收，国家领导人近期两度提及“建设丝绸之路经济带”，或接力上海自贸区成为新热点，曲江文旅、西安旅游、西安饮食等西安本地股上周暴涨。商贸板块，中国与韩国在9月初已经完成了中韩自贸区模式阶段谈判，山东辽宁多家以对韩贸易为主营业务的上市公司关税大幅下降迎来实质利好。

跌幅靠前的是房地产、交通运输和煤炭。地产跌幅最大，“亚洲首富”李嘉诚近一个月来相继抛售了百佳超市和位于上海和广州的商业地产，被市场解读为中国楼市的一个预警信号，李嘉诚曾在08年金融危机前大量抛售上海写字楼。交运行业，上周二自由贸易区概念股出现大幅调整，上港集团跌停，上海机场跌7%，拖累交通运输板块下挫。煤炭行业价格颓势延续，上周公布的环渤海动力煤均价环比继续下滑，同比去年则下滑了16%。煤炭上市企业的中报净利润同比下滑了近40%。

二、市场分析

经济增长、流动性和政策的变化决定了市场的投资策略。在8月中旬之前，经济回升明确，淡季不淡，流动性边际改善，在此背景下周期品蕴藏回升动力，高弹性品种表现较好；而8月份下旬之后经济增长的增速开始有所放缓，此时货币政策层面仍旧维持偏宽松，决定了市场将以主题性机会、估值提升为主线，前期已经出现的主题例如优先股、自贸区、二胎、土地流转等之外，近期逐渐兴起的主题包括养老服务、社保卡、三网融合等。

但值得注意的是，需提防亢奋之后的调整风险。投资者在借助改革的名义炒股，轮流炒作基金配置较低的传统低估值板块，跟风者甚众。但是，在题材股疯狂的氛围下，需要多一份清醒：首先，资金环境和年初不可比，存量资金博弈下，热点切换速度较快，持续性不强；其次，9月底之后面临3季报的‘大考’，由于3季报披露的同时会给出对于全年业绩水平的指引或预测，部分缺乏实际业绩支撑的个股在年末估值切换行情中将现出原形。

对于未来经济的判断依然是“淡季不淡、旺季不旺”，从微观数据来看，8月份工业增加值的反弹来自传统行业，特别是其中黑色金属冶炼、电力生产行业的反弹，但近期无论是从螺纹钢的价格，还是社会库存水平，都仍然在向下过程，这反映了生产端的乐观情绪高于贸易商和下游需求；其次，8月份社会融资总量大幅反弹且扩张来源是非标融资，而此前三个月未贴现承兑汇票都是负增长。7月中央提经济“保底线”之后，监管政策可能略放松，银行重新追逐高收益资产，后续可能有监管加码的风险；从前期地产价格回升，地王频现等情况来看，未来政府可能会阶段性加大对地产的紧缩政策，也为未来经济的持续好转蒙上不确定性。

三、宏观政策跟踪

1、QE盛宴推迟散场

上周美联储召开9月议息会议，宣布维持850亿美元资产购买规模不变，并下调了经济和通胀预测，释放出鸽派信号。QE退出的节奏慢于市场之前的预期。

年内联储尚有两次议息会议，为10月底和12月中旬，预计QE退出有望到年底开始实施。首先，美国短期通胀压力不大；其次，联储需要一段时间观察就业改善的持续性；再次，预计9月ISM-PMI改善相对温和，而地产市场复苏仍显波折；同时考虑到10月份叠加了叙利亚问题、债务上限谈判和提名联储主席等事件性影响，因此联储从12月份开始收缩QE的可能性更高。

经济数据方面，美国8月工业产出低于预期，汽车行业对制造业形成支撑；纽约联储制造业分项数据好坏参半，预计9月ISM-PMI将温和改善；美国8月新屋开工和营建许可数据低于预期，按揭贷款利率上升抑制地产复苏动能；展望未来，尽管美国房价难以再次触及2006年的“天花板”，但是短期回升的趋势较为明确，预计美国房地产数据仍有上行空间，支撑整体经济的缓慢复苏。

2、汇丰PMI超预期

9月汇丰中国制造业PMI初值51.2，预期50.9，前值50.1。

从主要分项指标看，产出和新订单指数均延续扩张格局，并比上月有所提升。而新出口订单指数、采购库存以及成品库存指数均从上月的萎缩转向为扩张，显示外需在好转，以及企业呈现补库存格局。新订单减库存衡量的增长动力指标创下六个月高点2.1(8月1.8)，归因于新订单增长快于产成品库存。供应商供货时间也有所拉长，显示产能利用率有所上升。

汇丰PMI有点超出市场预期。9月上旬的数据较弱，电网口径下发电量从八月高位大幅回落，引发市场对经济再度下滑的担心。但中旬的发电量同比大增12.2%，环比增长2%，显著高于历史均值的环比回落水平。整体来看，汇丰PMI的数据反映了工业生产仍然在扩张中，显示经济回暖持续。但我们对需求的持续性保持谨慎。领先指标房地产销售增速的回落，可能会影响到四季度房地产投资，最近报道广州和北京部分银行的房贷额度用完，首套房贷款利率打折已经逐渐取消，预计这对房地产销售都会有影响。预计四季度GDP在7.5%左右。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于上周二开展80亿元7天逆回购，利率分别为3.9%。上周净回笼资金80亿元。资金利率以略微上行为主，7天和跨节资金需求旺盛。

图1：一周SHIBOR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
2013/9/16	3.01	3.47	3.59	5.67	3	-10	-26	19
2013/9/17	3.49	3.58	3.64	5.84	49	11	5	17
2013/9/18	3.56	3.75	3.93	5.91	6	17	29	8
2013/9/22	3.57	3.99	4.01	5.95	2	24	7	4

图2：一周银行间质押式回购利率走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2013-09-16	3.02	3.50	3.63	5.93	4	-9	-26	13
2013-09-17	3.51	3.66	3.73	5.94	49	16	10	1
2013-09-18	3.58	3.83	3.96	5.99	7	17	23	5
2013-09-22	3.59	4.01	4.23	5.99	1	18	27	1

2、债券一级市场

上周新发行债券的总计划发行规模为1,105亿元。其中发行地方政府债121亿元；政策性金融债340亿元；短融中票550亿元；企业债89亿元

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量2,195亿元；回购总金额23,537亿元。其中国债成交316亿元；金融债成交818亿元；企业债成交348亿元；中票成交420亿元。

上周，国债收益率在周日出现下行。关键期限企业债（AA+无担保）1年期品种收益率较前一周上行约9bp，而5年期收益率与前一周相差不大，7年期品种收益率较前一周下行约7bp。

五、行业信息跟踪

1、国务院发文指导加强城市基础设施建设

发文的主要内容包括：一是坚持先地下，后地上。优先加强市政地下管网建设改造，完善城镇供水、燃气设施，提升城市防涝能力，力争到2015年实现全国城市公共供水普及率95%。二是要加强污水和垃圾处理设施建设。到2015年，城市污水和污泥无害化处理率分别达到85%和70%左右，建设完成污水管网7.3万公里。

近期关于城市基础设施建设的政策持续加强并细化，政府对城市地下管网建设的关注力度明显提升。继7月31日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，强调加强市政地下管网建设和改造后，本月16日《意见》的发布，再度表明政府对城市地下排水管网建设的重视力度。其中相关规划的细化政策出台，具体到时间表、规划数值等：到2015年实现全国城镇燃气8万公里、城市公共供水普及率95%、重要防洪城市达到国家规定的防洪标准、城市污水处理率达到85%，建设完成污水管网7.3万公里等。尽管市场担心地方政府受债务压力影响，投资不到位会影响管网投资具体落实，但此次政府以国务院名义在官网正式发文表明，政府对城市基础设施建设的重视态度，未来推动加大投资力度是大概率事件。同时《意见》中也再次强调向社会购买公共服务，加大金融机构支持力度。

2、新能源汽车将受到国家政策鼓励与扶持

政策主要包含城市重点推进指标和补贴措施等两个方面的具体细则。政策明确了依托城市来推广应用新能源汽车，具体目标为：1) 2013-

2015年，特大型城市或重点区域新能源汽车累计推广量不低于10000辆，其他城市推广量不低于5000辆；2) 推广应用的车辆中外地品牌数量不得低于30%；3) 政府机关、公共机构等领域新增或更新的公交、公务、物流、环卫车辆中新能源汽车比例不低于30%；4) 地方政府对新能源汽车购置、公交车运营、配套等方面出台具体措施。从补助措施上来看，补助范围为纯电动汽车、插电式混合动力汽车和燃料电池汽车；补贴对象：向企业支付；补助标准：呈现逐年递减的趋势，其中2014年和2015年，纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车补助标准在2013年标准基础上分别下降10%和20%；纯电动公交车、插电式混合动力（含增程式）公交车标准维持不变。

本次试点政策具有以下特点：

1) 对试点城市要求进行具体细化，试点范围有望扩大。2009年、2010年推出部分城市试点，但没有具体要求。本次通知，对试点城市提出具体要求，要求透明化有望促进试点范围扩大。

2) 补贴发放方式变化：从向消费者补贴转向向企业补贴，有助于打破地区垄断与保护。

3) 鼓励纯电动路线，混合动力区分对待，其补贴额度有所下降，混合动力乘用车、公交车均不再补贴。在此之前出台的政策对混合动力乘用车、混合动力公交车均进行补贴：混合动力乘用车（包含插电混）补贴从0.4-5万元不等，十米以上混合动力公交车（包含插电混）补贴额从5-42万元不等。而本次通知中，补贴仅限于纯电动、插电混和燃料电池车，新政策还增加了10米以下纯电动客车的补贴标准，表明政府更加鼓励纯电动路线。

3、国务院发布加快发展养老服务的若干意见

意见的主要内容包括：

A) 鼓励提高养老设施供给：到2020年全国社会养老床位数达到每千名老年人35-40张，目前约是21张。相关鼓励措施包括：1) 土地：要求将养老服务设施建设用地纳入城镇土地利用总体规划和年度用地计划，可将闲置的公益性用地调整为养老服务用地。2) 税收：对养老机构提供的养护服务免征营业税，对非营利性养老机构自用房产、土地免征房产税、城镇土地使用税，对符合条件的非营利性养老机构按规定免征企业所得税。3) 手续：支持社会力量举办养老机构，在资本金、场地、人员等方面，进一步降低门槛，简化手续、规范程序、公开信息。4) 鼓励民

营、境外资本投资养老服务业。

B) 开展老年人住房反向抵押养老保险试点。

C) 选择有特点和代表性的区域进行养老服务业综合改革试点。

D) 鼓励老年人投保健康保险、长期护理保险、意外伤害保险等人身保险产品，鼓励和引导商业保险公司开展相关业务。

意见的出台，说明目前国内养老问题已经到了必须重视的时刻：1) 人口拐点来临：维持现有生育政策的前提下，预计中国劳动年龄人口增速将在2014年达到峰值；总抚养比将从2014年之后开始趋势性上升。2012年底我国60周岁以上老年人口已达1.94亿，2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。2) 养老金账户严重收不抵支：相关数据显示，2011年城镇职工养老金收不抵支省份达14个，收支缺口达767亿元。2011年底养老金个人账户空账额达2.2万亿，继2007年突破万亿大关后，又快速突破2万亿大关。

提高养老设施供给，核心是发展养老地产。国内近几年养老地产发展本身已经很快，保险、地产、其他民营企业都意识到了老龄化的大潮，在加速进入这个市场。若《意见》中关于土地、税收、审批的相关措施落实到位，必将更快促进养老地产的发展。

4、广东省下发关于医疗机构药品交易相关办法的通知

1) 与5月征求意见稿相比，实际改动并不大，基本延续了之前的主体思想和核心内容；2) 广东药品招标交易所新模式正式进入实施阶段，预计11月左右基药招标首先实施，明年启动非基药招标。3) 此次没有明确基药在二三级医院使用比例，需要进一步跟踪配套政策出台；

4) 外资和国内药企独家品种、独家剂型和独家规格明显受益，OTC、中药饮片、血制品、疫苗、器械、出口产品都不在影响之列。

与之前送审稿相比的主要改动包括：1) 首次入市价取全国最低5个省中标价（定价品种取价格最低的三省）的平均值与广东现行采购价中的较低者，规定略为严厉；2) 取消交易限价规定；3) 基药与非基药中“低价药品及临床必须且采购困难品种”通过交易平台议价确定，而非“不议价，不竞价”，对低价药品保护力度有所减弱。

总体来看，与最初征求意见稿相比，最终方案有所改进：1) 剂型分组采取通常做法而非剂型合并，对独家剂型品种构成实质利好；2) 取消两票制；3) 部分量大且报名企业数量多的品种允许分区域分别中标：比如大输液分六个区域中标，竞价压力减弱。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Jan	13-Feb	13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug
GDP	同比%			7.7			7.5		
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3	51
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7	10.4
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2	13.4
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1	20.3
出口	同比%	25	21.8	10	14.7	1	-3.1	5.1	7.2
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9	7.0
贸易盈余	亿美元	288	152	-9	182	204	271	178	285
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.5	14.7
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7	9.9
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	6999	7113
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	8088	15,700
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	-245	273
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0	9.2
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	-1.8	6.5
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494	-1,019

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 酝酿已久的并购重组分道审核制将在10月8日起正式实施。
2. 两部委对跨境电商出口退免税问题密集调研，相关政策近期推出。
3. 中秋小长假和“十一”黄金周即将来临，相关消费概念股开始逐步活跃。
4. 创业板扩容标的融资受捧融券遇冷，扩容两日无融券卖出交易。
5. 西安综合保税区迎来10部委组成的国务院联合验收组的正式验收。
6. 中国与韩国在9月初已经完成了中韩自贸区模式阶段谈判。

利空：

1. 上周解禁市值377亿元 环比增逾八成。
2. 自贸概念股遭集体减持四公司股东套现超3亿。
3. 李嘉诚抛410亿港元物业或暗示国内楼市见顶。
4. IPO发行征求意见稿估计在十一前后公布。

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。