

--向三中全会主题切换

2013 年 9 月 30 日

投资要点

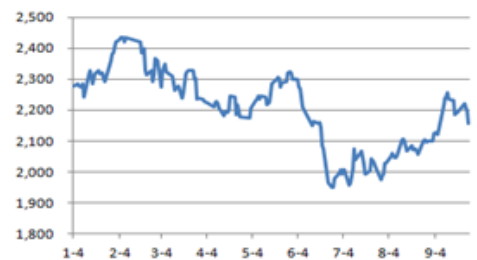
● 临近十一长假，银行间资金拆借成本在维持在 4%左右的相对高位，同时，IPO 重启预期再起，对市场信心形成一定冲击；伴随着 9 月 29 日上海自贸区挂牌（10 月 1 日正式启动），改革预期有所兑现，自贸区主题开始退烧，前期强势个股出现明显回调，市场风险偏好出现阶段性下调。从行业层面看，十一观影热潮使得传媒板块（影视）延续了强势的表现，而之前调整幅度较大的医药板块，则随着年度估值切换时间点的临近，受益于其良好的业绩增长预期，在上周出现了较为明显的反弹。与之对应的是，上海自贸区利好兑现、金改的快速推进（加剧银行体系的竞争格局）等导致航运、交通仓储、银行等板块在上周表现垫底。

● 9 月份汇丰 PMI 预览值 51.2 创六个月新高，显示市场对于 9 月份经济环比展望依然较好。但从微观层面来看，近期中游工业品价格依然较弱，钢材市场价格维持弱势，继续下跌；水泥价格旺季表现依然不够理想；煤炭市场持续低迷，动力煤价格继续下行。9 月份上中旬发电量数据也差强人意。下游需求方面，房地产等消费板块“金九银十”的传统消费旺季能否到来，仍然有待观察。因此，综合目前情况，经济旺季不旺的风险依然存在。A 股整体 3、4 季度业绩单季增速 9.5%和 4.4%（2 季度单季增速 12.3%）左右。其中，非金融企业 3、4 季度业绩单季增速逐季上行，分别为 9.0%和 9.5%（2 季度单季增速 7.8%）；中小板全部公布了 3 季报业绩预告，3 季报净利润增速的下限、均值、上限增速分别为 -6%、8.1%和 22%，其中枢 8.2%较中报 7.2%的增速有较为缓慢的提升，但与中小企业的当前估值水平相比增长的支撑力显得不足。

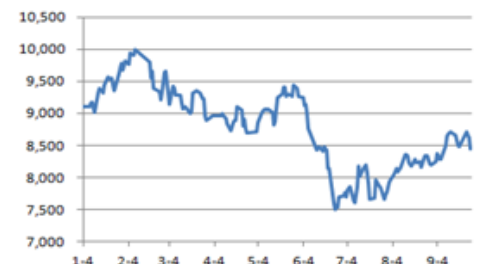
● 在经济预期方面，尽管高频的中观数据能够提供部分验证，投资者仍需要 9 月、10 月连续两个月的经济数据超预期下行才能确认复苏无望。在改革预期方面，三中全会是否有实质性改革措施出台需要到 11 月明确，在此之前，乐观的改革憧憬仍会此起彼伏，主要需要提防的风险在于 IPO 重启和三季度业绩公布对大量“伪成长”股票造成的冲击。

● 去年四季度经济一路上行，从基数角度不利于数据持续改善，进入 11 月份后，10 月份经济数据的继续下行可能会给本次经济复苏预期带来“证伪”风险；中期来看，QE 退出依然是大势所趋，今年年底之前开始削减 QE 规模可能性依然较高，而且越往后退出的概率越大，这些都将导致市场风险偏好阶段性下降。

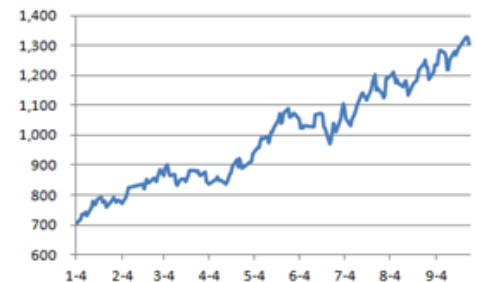
上证指数走势图



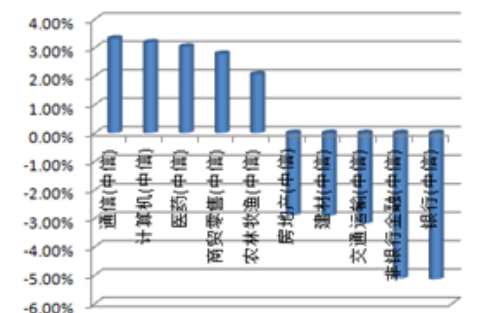
深圳成指走势图



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	IF1310
涨跌幅	-1.5%	-0.1%	2.3%	2.6%	-1.5%	-1.6%

上周上证指数下跌 1.5%，沪深 300 下跌 1.5%，中小板和创业板表现较好，分别上涨 2.3% 和 2.6%。长假前市场预计管理层释放利空的概率不大，对游资炒作概念股是一个很好的时机，因此本周投资机会都集中在中小市值概念股上。

周一在经济数据利好刺激下，两市开盘迅速拉升，收复 5 日、10 日均线，自贸区概念股卷土重来，创业板强势拉升站上 1300 创历史新高。周二银行地产早盘杀跌，沪市失守 2200，午后在上海自贸、民营银行概念大涨的带动下，沪指逐渐企稳反弹收复 2200 点，两市总成交量较上一交易日有所放大。周三两市低开，浦发拉升引领权重股跟风，股指早盘快速上行，午后外高桥涨停打开，打击了市场人气，沪指跳水瞬间翻绿，创业板再度创出历史新高。周四上海自贸区全线熄火，多股跌停，民营银行概念也在消退，权重集体回调，沪指盘中回踩年线。仅石油、页岩气等少数板块强势。

涨幅靠前的板块是通信、计算机、医药和商贸零售。通信行业，工信部部长苗圩确认 4G 牌照将于今年年底前正式发放。众多 TD-LTE 终端将会在 11 月规模上市，4G 网络覆盖工作也进展顺利，届时 4G 牌照发放将无障碍。终端和网络建设的开展也带动了计算机板块的上涨。医药行业，安信举办 2013 年医药投资年会，题为“冬天的暖流”，称 A 股四季度存下行风险，投资机会仅存在医药等少数板块。业内认为，O2O 模式，即线下商业机会与互联网结合，将结合网络的精确定位和实体店的区位、用户体验优势，刺激传统零售业回升，引发整个百货零售板块股价值重估。

跌幅靠前的是银行、非银行金融和交通运输。近期掀起的民营银行申请潮和互联网金融行业的迅速发展，对传统银行业都形成了一定的冲击，这也是导致银行近日持续杀跌的重要因素。上海自贸区首批 32 项细则将出炉，未包含备受关注的金融创新，金融板块也因此受到一定利空影响。交运行业，随着上海自贸区首批细则即将出台，以及自贸区挂牌进入倒计时，板块的炒作已经进入高风险区域，周四外高桥涨停板打开后，周五超过 10 只概念股出现跌停。

二、市场分析

9 月份汇丰 PMI 预览值 51.2 创六个月新高，显示市场对于 9 月份经济环比展望依然较好。但从微观层面来看，近期中游工业品价格依然较弱，钢材市场价格维持弱势，继续下跌；水泥价格旺季表现依然不够理想；煤炭市场持续低迷，动力煤价格继续下行。9 月份上中旬发电量数据也差强人意。下游需求方面，房地产等消费板块“金九银十”的传统消费旺季能否到来，仍然有待观察。因此，综合目前情况，经济旺季不旺的风险依然存在。

A 股整体 3、4 季度业绩单季增速 9.5%和 4.4%（2 季度单季增速 12.3%）左右。其中，非金融企业 3、4 季度业绩单季增速逐季上行，分别为 9.0%和 9.5%（2 季度单季增速 7.8%）；中小板全部公布了 3 季报业绩预告，3 季报净利润增速的下限、均值、上限增速分别为-6%、8.1%和 22%，其中枢 8.2%较中报 7.2%的增速有较为缓慢的提升，但与中小企业的当前估值水平相比增长的支撑力显得不足。

在经济预期方面，尽管高频的中观数据能够提供部分验证，投资者仍需要 9 月、10 月连续两个月的经济数据超预期下行才能确认复苏无望。在改革预期方面，三中全会是否会有实质性改革措施出台需要到 11 月明确，在此之前，乐观的改革憧憬仍会此起彼伏，主要需要提防的风险在于 IPO 重启和三季度业绩公布对大量“伪成长”股票造成的冲击。

去年四季度经济一路上行，从基数角度不利于数据持续改善，进入 11 月份后，10 月份经济数据的继续下行可能会给本次经济复苏预期带来“证伪”风险；中期来看，QE 退出依然是大势所趋，今年年底之前开始削减 QE 规模可能性依然较高，而且越往后退出的概率越大，这些都将导致市场风险偏好阶段性下降。

三、宏观政策跟踪

1、9月汇丰PMI继续保持高景气态势

9月汇丰PMI为51.2%，比上月大幅回升约1.1个百分点。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；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；同时采购库存与成品库存均有所增加，表明企业依然处于补库存阶段。

但从微观数据角度来看，9月份经济表现并没有如此强劲，发电量增速相比上月明显回落，机械等设备开工情况也处于低位，改善不明显。由于汇丰PMI更多反映了当前企业家乐观情绪的提升，但是需求好转可持续还得继续观察，尤其是外需和房地产板块对未来经济走势影响较大。

具体来看：

1) 9月汇丰PMI初值51.2%，环比上升1.1%，延续回升趋势。其中，9月新订单指数环比上升2.1%，读数为52.6%；新出口订单50.8%，环比上升4.3%，半年来该指数首次回到扩张区间。9月汇丰PMI初值显示需求明显改善，而生产指数扩张程度有限，导致积压订单增加和供应商供货时间被拖延，显示未来生产继续扩张的可能性增加。

2) 需求改善刺激制造业扩大生产的冲动，9月汇丰PMI分项指数显示，采购库存自今年2月以来，首次突破临界值，读数为51.1%，环比上升2.1%。并且，投入价格产出价格继续回升，价格指数的回升有利于企业改善盈利水平，也反映了终端需求的回暖。

3) 经济形势的回暖继续拉动就业形势的改善，9月就业指数为49.3%，环比上升0.4%。随着人口拐点的临近，我国整体就业形势的严峻程度有所缓和，但就业市场的结构性矛盾依然突出，在失业情况有所缓和的背景下，未来政策将更加侧重于推进改革的深入和经济结构的调整。

2、行政审批取消继续推进

9月25日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，修订政府核准投资项目目录，决定再取消和下放一批行政审批事项，并部署进一步加大力度推进保障性安居工程建设。

能源与公用事业再次成为简政放权的核心。在9月初的国务院常务会议中，政策指出要着力在“能源”与“公用事业”领域放开民间准入，营造良好的市场环境。此次政策取消和下放75项行政审批事项也主要是分布式燃气发电等能源相关项目。未来发改委投资项目的审批、核准领域也将逐步收窄，多数项目将以备案制的形式推进。政府职能也将从“审批型”转变为“监管型”与“服务型”。预计未来能源与公用事业领域的准入与扶持政策还将进一步细化。

保障房“硬任务”确保完成。保障房建设的两大核心问题是资金来源和分配制度。今年规划了305万套棚户区改造和其他廉租房和公租房规划，涉及投资超过5000亿元。在前8个月财政收入放缓，地方财力不足的情况下，保障房建设存在难度。此次政策中强调要一方面适当增加中央补助资金，另一方面也要运用租金杠杆，引入市场化机制，确保建设任务完成。同时也抓紧制定住房保障条例，确保保障房分配的公平公正。

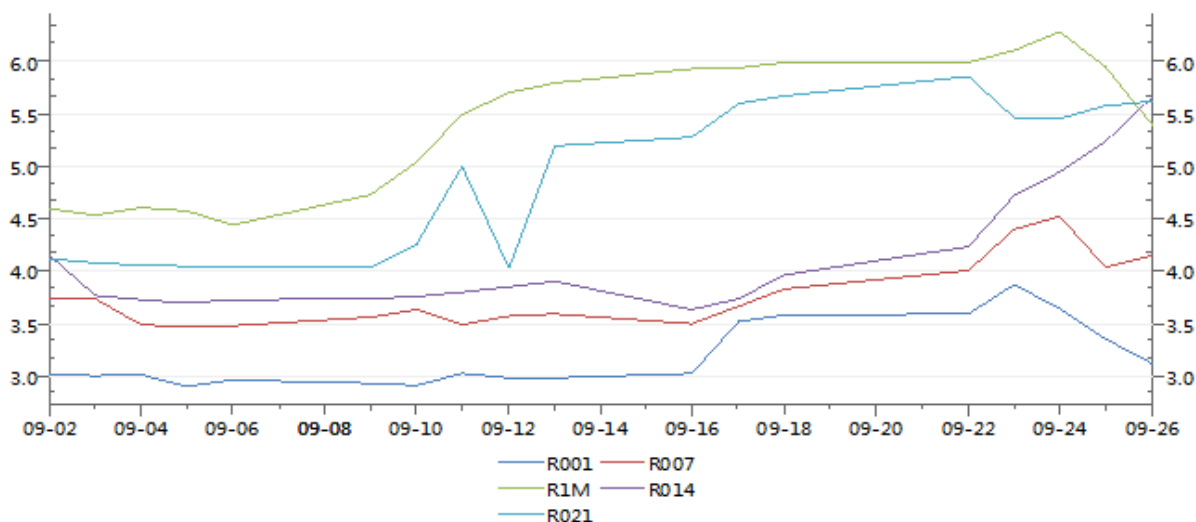
政策强调落实，2013年投资稳定在20%以上。1-8月固定资产投资增长20.3%，保持相对平稳的格局。随着政策的逐步实施，简政放权和保障房建设也将成为基建制造业和房地产投资的“稳定器”，即便是在去年四季度投资基数较高的情况下，未来四个月整体投资仍将保持稳定，预计2013年投资增长将稳定在20%以上。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：央行连续进行大量逆回购，确保资金面稳定

国庆节是传统的银行间市场资金面紧张时点。9月30日是各银行第三季度报表的决算日期，各家银行为了满足监管机构制定的各项指标，都会在这一时点留出足够的流动性资产，同时希望从外界借入一定资金，以美化指标。因此，市场出跨节资金的机构少之又少。跨节资金收益率上行明显。

图 1：一周银行间质押式回购利率走势



为了确保市场资金面稳定，央行分别于本周二、周四进行了两期逆回购操作。周二为 880 亿 6 天逆回购，周四为 800 亿 14 天逆回购。上周净投放资金 621 亿元。可以看出，在经历了 6 月末钱荒的事件后，央行对于跨季资金面的平稳极为关注，会通过公开市场操作保持资金面稳定。

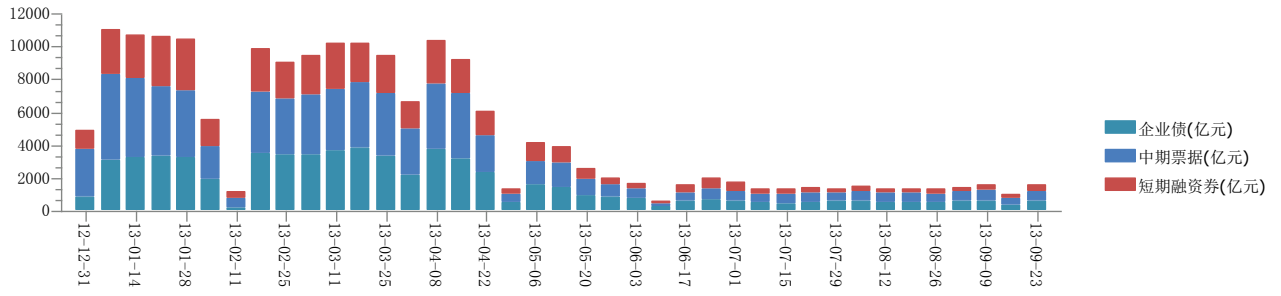
另外，美联储未如市场主流所预期的开始退出 QE，宣布维持 850 亿美元资产购买规模，这在短期内对市场情绪具有支撑作用，资本流出的压力减小。因此，市场对于后续资金面的预期已经较为乐观。

2、一周债券市场：企业债交投开始活跃，收益普遍下行

上周新发行债券的总计划发行规模为 942 亿元。其中发行政策性金融债 440 亿元；企业债 40 亿元。

企业债在经历了前期的清淡交易后，目前交投情况开始逐渐活跃。昨日，期限较短的 10 北部湾债 (2.2y aa+) 于 5.95% 位置成交多笔，后来在 5.90% 的位置有 taken 成交。而长端的 13 珠海汇华债 (7y aa+/aa-) 同样活跃，收益率从 6.95% 下行到了 6.90% 的位置。6 年以上的城投债的主要参与方为基金。7.09YAA+ 的 12 并高铁债在 6.55 处成交多笔，由基金收走，6.96YAA- 的 13 乳山国资债则在 6.89 和 6.85 的位置有基金买入；6.97YAA- 的 13 哈高新债则在 6.70 的位置分别由银行和基金收走。

图 2: 2013 年初至今信用债券成交量统计



数据来源:Wind资讯

上周关键期限国债收益率以小幅下行为主，关键期限企业债（AA+无担保）1 年期品种收益率继续上行，而 7 年期品种的收益率则略有下行。预测十一之后，受宏观经济数据及政府债务审计结果的公布，企业债收益可能会进一步下行。

五、行业信息跟踪

1、国内成品油质量升级

为贯彻落实《国务院关于印发大气污染防治行动计划的通知》要求，加快推进国内油品质量升级步伐，发改委近期出台成品油升级加价方案：汽、柴油质量升级到国四标准，每吨分别加价 290 元和 370 元；汽、柴油质量从国四标准升级到国五标准，每吨分别加价 170 元和 160 元。加价方案采取污染者付费和多用油者多承担的原则，在这个价格水平下，炼油企业承担二至三成成本，消费者则需要承担七成。

油品升级的时间表也已明确：2014 年 1 月 1 日起我国汽油将全面升级至国四标准，2015 年 1 月 1 日起我国柴油将全面升级至国四标准，2017 年起我国汽柴油将全面升级至国五标准。

2、内蒙古出台煤炭产业发展规划

近日，内蒙古自治区政府发出《关于促进全区煤炭经济持续健康发展的有关措施的通知》，出台了促进全区煤炭经济持续健康发展的近期、中期和长期措施。从具体措施上看，《通知》将在一定程度上减轻内蒙地区煤炭企业的负担。与山西煤炭 20 条相比，内蒙地区煤企短期成本降幅更大、政府支持力度更强。通知的具体内容包括：

1) 下调煤炭价格调节基金征收标准，吨煤成本平均下降 5 元左右。《通知》规定，从 2013 年 9 月 1 日起至 12 月 31 日，褐煤价格调节基金下调为 6 元/吨，其中对价格下跌幅度达到 30% 的，下调为 4 元/吨；无烟煤维持原标准，仍为 20 元/吨。其他煤种，对发热量在 4500 大卡（含 4500 大卡）以下、价格下跌幅度高于 25% 的，下调为 8 元/吨；对发热量在 4500 大卡以上、价格下跌幅度在 20% 以内的，下调为 12 元/吨。

2) 暂停收取煤炭矿产资源补偿费自治区留成部分和煤矿维简费。自 8 月 20 日起至 2013 年 12 月 31 日，全区暂停收取煤炭矿产资源补偿费自治区留成部分和煤矿维简费。矿产资源补偿费为每半年缴纳，预计此项可减少吨煤管理费用 0.8 元；煤矿维简费，内蒙地区煤矿维简费提取标准为吨煤 9.5 元，此项可减少吨煤成本 9.5 元。

3) 规范和减免铁路运杂费。自 8 月 20 日起至 2013 年 12 月 31 日，呼和浩特铁路局、沈阳铁路局、哈尔滨铁路局等铁路运输部门，减免部分铁路运杂费。

4) 保障重点煤炭生产企业煤炭铁路外运，降低物流费用，增强外销竞争力。现有的煤炭铁路外运能力要按照煤炭生产企业与电力企业签署的长期、中期、短期合同的顺序优先安排，新增煤炭外运能力全部安排给煤炭生产企业的电煤合同，并实行点对点一站式服务，降低物流费用。

其他的配套措施包括：对煤炭生产企业兼并重组、煤炭深加工等项目给予信贷支持，降低煤炭企业融资成本，增强煤炭生产企业发展能力。鼓励银行等金融机构对煤炭生产企业债务进行重组；全面清理涉煤所有收费项目，对不合理的收费要予以取缔，符合规定的要进一步规范标准；加快煤炭转化项目建设。国家已核准建设的大型煤炭转化项目要加快建设进度，尽快投产；积极争取国家尽早批准内蒙古电力外送通道、煤炭深加工规划、重大转化项目，提高煤炭就地转化比例，延长产业链，提高附加值；加快煤炭交易市场建设。推动鄂尔多斯动力煤和东部地区褐煤交易平台运营。引导企业进入平台交易，提高交易效率，尽快建立内蒙古煤炭价格机制。发挥煤炭行业协会行业自律、协同竞争作用，协调区内煤炭产量，维持煤炭价格平稳等。

煤炭行业经历了两年的持续价格下跌，政府逐渐加大对于产业的扶持力度，对于中线企业效益企稳将起到积极的作用。

3、消费金融公司设立条件进一步放宽，助力金融改革

近日，银监会在全面总结消费金融公司试点运营经验并充分征求相关部门和机构意见的基础上，对《消费金融公司试点管理办法》（银监会令 2009 年第 3 号）进行了修订。此次修订着重针对主要出资人条件、业务范围和经营规则等方面作出修改和调整，以体现和落实扩大试点的有关要求，同时解决目前试点公司业务发展和监管工作中反映出来的较为迫切的重点问题。主要内通包括：

1) 增加主要出资人类型。为鼓励更多具有消费金融优势资源的民间资本进入到消费金融领域，修改了主要出资人条款，允许具备一定实力（最近 1 年营业收入不低于 300 亿元人民币）、主营业务为提供适合消费贷款业务产品的境内各种所有制非金融企业作为主要出资人，发起设立消费金融公司。同时，为保证非金融企业作为主要出资人发起设立的消费金融公司在业务开展和风险控制方面符合审慎监管要求，要求消费金融公司引入具备一定消费金融业务管理和风险控制经验的战略投资者。

2) 降低主要出资人持股比例要求。为进一步完善公司治理，鼓励更多具有消费金融优势资源和分销渠道的出资人参与试点，促进股权多元化，将主要出资人最低持股比例由 50%降为 30%。

3) 强化风险责任意识。为进一步增强消费金融公司主要出资人的风险责任意识，促进消费金融公司持续稳健经营，更好保护利益相关方的合法权益，鼓励消费金融公司主要出资人出具书面承诺，在消费金融公司出现支付困难或剩余风险时，给予流动性支持并补足资本金，并在消费金融公司章程中载明。

4) 取消营业地域限制。改变现行消费金融公司只能在注册地所在行政区域内开展业务的规定，允许其在风险可控的基础上，通过依托零售商网点（而非设立分支机构）的方式开展异地业务，有利于试点公司尽早实现规模效应，增强行业整体实力。

5) 增加吸收股东存款业务。根据试点公司业务发展实际需要，在业务范围中增加消费金融公司‘接受股东境内子公司及境内股东的存款’业务，有利于进一步拓宽消费金融公司资金来源，更好地支持其业务发展。

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. 工信部部长苗圩确认 4G 牌照将于今年年底前正式发放。
2. 又一家民营银行“国民银行股份有限公司”名称获批。
3. 10 月传媒龙头公司将迎来复牌潮，乐视网、省广股份、奥飞动漫及掌趣科技将复牌。
4. 央行本周合计净投放 1550 亿，为 6 月初以来最大规模。
5. 中国能源国际合作研讨会在京召开，中国页岩气开发行动取得成功。

利空：

1. 传 IPO 国庆后重启 过会 80 家公司四季度将全发行。
2. 本周限售股数量共计 14 亿股解禁市值共计 176 亿元。
3. 温州房价腰斩炒房者弃房逃生上万套房或丢回银行。
4. 多个火电企业负责人收到上网电价下调短信。

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。