

--新股密集发行资金压力大增

2014 年 1 月 13 日

投资要点

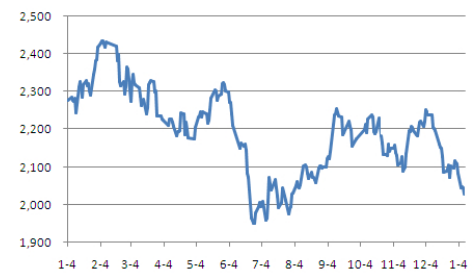
● 上周国内 A 股整体表现较为疲弱，在新股 IPO 密集出台的背景下，市场几乎表现为单边下挫的态势。其中，上半周在保监会宣布资金可直接投资创业板等利好消息的影响下，创业板出现了较为显著的涨幅，但随着资金抽离的加剧，下半周创业板也加入了大幅补跌的行列。

● 随着春节的临近，在金融去杠杆、利率市场化等因素影响下，未来一段时间的流动性和信用风险仍需重视。按照已公布存续期的信托规模统计，1 月信托到期产品共有 118 个，总规模 205 亿元，其中超过 1 亿元的信托产品共有 61 个，总规模为 177 亿元，预计 2014 年信托到期量 6900 亿元，较 2013 年增长 50%。此外，信用债、城投债逐渐步入到期高峰，尤其在 3 月规模巨大，如果 1 月出现部分的信用风险暴露，市场情绪会受到较大影响。

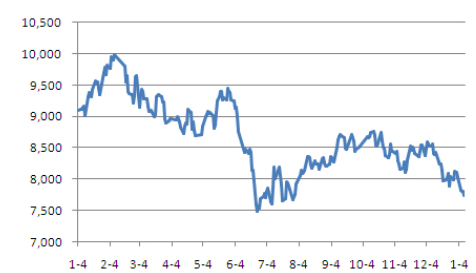
● 根据已公布发行价的 13 家公司（剔除奥赛康）的情况来看，合计募集资金 83 亿元，其中新股募集 51 亿元，老股减持资金 32 亿元，平均每只从市场抽离 6.38 亿元。以此推算，1 月 50 家新股预计融资 319 亿元，为 2011 年来最高水平：假设 2014 年发行新股 700 家，融资规模将达 4466 亿元，接近 2010 年的高峰 4883 亿，高于 2011 年的 2825 亿和 2012 年的 1034 亿。此外，从发行定价看，前 13 家平均 PE 高达 33.7 倍，高于市场之前预期的 25-30 倍，新股上市后二级市场上行空间可能小于预期，因此新股走势对老股的带动效应将明显减弱。

● 总体来看，短期市场处于业绩真空期，流动性对市场影响相对更大，IPO、春节等因素的干扰使流动性结构更为复杂，随着信托、信用债逐步步入到期高峰，能否完全实现刚性兑付需跟踪，流动性和信用风险的隐忧仍在。新股发行估值、筹资规模高于预期，对市场情绪也有负面影响。虽然放行险资投资创业板，但因险资更追求绝对收益，需要时间研究创业板、规范投资流程，短期难有大规模资金流入创业板，更可能参与打新，市场短期将维持盘整格局。

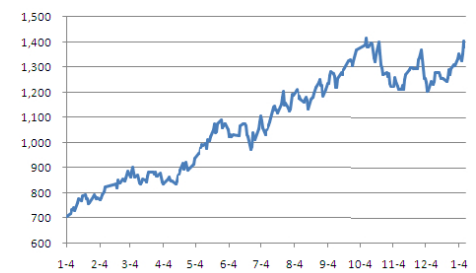
上证指数走势图



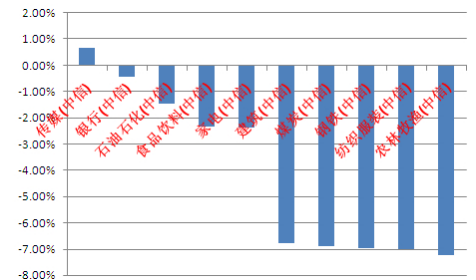
深圳成指走势图



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	IF1401
涨跌幅	-3.35%	-4.74%	-4.11%	0.03%	-3.75%	-3.67%

保监会上周三宣布解除保险公司投资创业板的禁令，创业板受此消息刺激周三大涨 3.9%。新股重启发行日均冻结资金可能超千亿，市场预计将遭遇新的钱荒。因此下半周主板和创业板纷纷跳水，沪指再创 5 个月新低，收 2013.30 点。

一周走势回顾：周一新股发行势头凶猛，两市双双低开并直线下挫，沪指最低下探至 2034 点创 5 个月新低，创业板也随之大跌，临近收盘两桶油拉升双双涨超 1%。周二两市双双低开低走，随后在上海自贸区等概念股的带动下出现全面反抽，沪指成功翻红，午后沪指回落翻绿弱势震荡，临近尾盘出现拉升收盘微涨，沪指成交量创 5 个月来新低。周三受险资获准投资创业板利好刺激，非银行金融板块早盘带领大盘快速拉升，但其他权重板块维持颓势，两市回落转跌，午后银行保险再次拉升股指，但有色地产等权重股大幅下挫拖累股指收阴十字星。创业板暴涨 3.9% 站上 1400。周四两市低开后，权重股企稳有效支撑了大盘，创业板继续高歌猛进逼近前期高点，然而午后风云突变，周期股下跌拖累主板和创业板先后翻绿跳水，沪指再创本轮调整新低。周五早盘银行煤炭层试图护盘，但是板块大都走弱，尤其是券商板块领跌，两市全天跌幅不断加深，沪指再创 5 个月新低。

上周中信一级行业唯一上涨的是传媒板块，跌幅较少的是银行和石油石化板块。传媒：国家电影电视总局近日公布了 2013 年电影市场数据，国产电影数据强劲，国产电影票房 127.7 亿，占总票房的 58.65%，同比增长 54.32%，并且出现了产量下降，单片产值上升的可喜变化。石油石化：据媒体报道汇金公司上周一耗资 20 亿大笔买入 ETF 基金，作为中证权重股的中石油中石化受此消息提振，周一均在尾盘出现强劲拉升。银行：银行股也受到了资金抄底 ETF 基金消息的提振，央行在跨年之际重提“保持适度流动性”也被解读为政策微调的信号，业内预期钱荒频现的资金紧张局面将在新的一年得到缓解。

上周跌幅靠前的是农林牧渔、纺织服装和钢铁板块。农林牧渔板块虽然受中央保障粮食安全等政策的扶持，但是由于国内前期生猪供应量的加大和国际农作物产量的普增，近期生猪、大豆玉米等农产品价格均出现连续数周的环比下滑，其中生猪价格较去年同比下跌了 12.84%。服装纺织：长绒棉价格依然维持在高位，而近月的销售数据显示服装行业的消费仍在底部徘徊，因此服装企业依赖原材料推动的涨价难以实现，利润受到压缩。钢铁：国内钢价跌势加重、价位已近一年来最低。随着产业升级和地方债受限，钢铁水泥等传统行业将持续低迷。

二、市场分析

随着春节的临近，在金融去杠杆、利率市场化等因素影响下，未来一段时间的流动性和信用风险仍需重视。按照已公布存续期的信托规模统计，1月信托到期产品共有118个，总规模205亿元，其中超过1亿元的信托产品共有61个，总规模为177亿元，预计2014年信托到期量6900亿元，较2013年增长50%。此外，信用债、城投债逐渐步入到期高峰，尤其在3月规模巨大，如果1月出现部分的信用风险暴露，市场情绪会受到较大影响。

根据已公布发行价的13家公司（剔除奥赛康）的情况来看，合计募集资金83亿元，其中新股募集51亿元，老股减持资金32亿元，平均每只从市场抽离6.38亿元。以此推算，1月50家新股预计融资319亿元，为2011年来最高水平：假设2014年发行新股700家，融资规模将达4466亿元，接近2010年的高峰4883亿，高于2011年的2825亿和2012年的1034亿。此外，从发行定价看，前13家平均PE高达33.7倍，高于市场之前预期的25-30倍，新股上市后二级市场上行空间可能小于预期，因此新股走势对老股的带动效应将明显减弱。

总体来看，短期市场处于业绩真空期，流动性对市场影响相对更大，IPO、春节等因素的干扰使流动性结构更为复杂，随着信托、信用债逐步步入到期高峰，能否完全实现刚性兑付需跟踪，流动性和信用风险的隐忧仍在。新股发行估值、筹资规模高于预期，对市场情绪也有负面影响。虽然放行险资投资创业板，但因险资更追求绝对收益，需要时间研究创业板、规范投资流程，短期难有大规模资金流入创业板，更可能参与打新，市场短期将维持盘整格局。

三、宏观政策跟踪

1、12月物价涨幅低于预期

统计局公布的数据显示:12月国内CPI同比增2.5%,其中食品同比增4.1%,非食品同比增1.7%;而PPI则同比下降1.4%。从全年的角度来看,2013年居民消费价格总水平比上年上涨2.6%,四个季度分布是2.4%、2.4%、2.8%和2.9%;2013年工业生产者出厂价格比上年下降1.9%,四个季度依次是-1.7%、-2.7%、-1.7%和-1.4%。

暖冬可能是年末CPI表现较为温和的重要原因:11月全国平均气温3.6℃,较去年同期(2.9℃)偏高0.7℃,主要的东部粮食蔬菜产区东北三省、华北华东等偏高1~4℃。12月全国大部地区气温接近去年同期或偏高,其中新疆北部、内蒙古东北部和东北西北部等地气温偏高2~4℃,局地偏高4℃以上;暖冬使部分商品价格涨幅低于历史同期,尤其体现在食品价格和衣着价格上,并且交通运输的相对通畅也降低了诸多商品的供给成本。

12月全国PPI同比下降1.4%,环比连续两个月持平,各项分类价格均波动较小。由于1月上旬国内煤钢油价出现下跌,预计2014年1月PPI可能环比小幅下降,同比下降1.7%左右,显示宏观景气仍处于较低水平。

2、FOMC会议明确QE退出进程

美联储近期公布了去年12月份的FOMC会议纪要,在一定程度上明晰了2014年美国货币政策的走势。

从QE减量的角度来看,多数委员判断资产购买的边际收益递减,而潜在成本显著。因此除非就业和通胀数据发生持续、显著的超预期变化,QE逐渐退出这一大方向不会改变;整个减量的过程可能相对温和:大多数委员判断在QE减量初期应该保持谨慎,减量过程应采取“慎重的步骤”。年内美联储资产购买将以每次会议50-100亿美元的速度递减,在年内完全结束资产购买。但到期资产再投资可能会在此后2-3个月才会完全停止。

短期内失业率指标仍然是政策利率前瞻的重要指导指标。但鉴于部分委员对通胀走低的关注,未来前瞻指导的数量指标中加入通胀下限的可能性相对更大。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：资金利率以下行为主

上周央行继续暂停公开市场逆回购操作。因周四有 500 亿元 6 个月国库定存到期，公开市场净回笼资金 500 亿元。

虽然逆回购暂停，但符合预期，资金面较为充裕。银行间资金方面，短期资金供给充裕，资金利率继续下行，而银行间一个月期限跨节资金价格攀升，R1M 上行 12.73BP 至 6.39%，其他期限银行间回购利率较再上周均以下行为主。

图 3：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
2014/1/6	2.92	4.63	5.43	6.48	-9	-8	-9	27
2014/1/7	2.88	4.26	5.07	5.93	-4	-37	-36	-55
2014/1/8	2.83	4.13	4.93	5.65	-4	-13	-15	-27
2014/1/9	2.79	4.02	4.80	6.31	-4	-11	-13	66
2014/1/10	2.77	4.04	4.75	5.68	-3	2	-5	-64

图 4：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
2014/1/6	2.88	4.60	5.42	6.52	-4	-10	-8	26
2014/1/7	2.84	4.26	5.05	6.05	-5	-33	-37	-47
2014/1/8	2.80	4.08	4.91	5.70	-4	-18	-14	-35
2014/1/9	2.77	4.02	4.79	6.39	-3	-6	-12	69
2014/1/10	2.73	4.03	4.74	6.39	-3	1	-5	0

图 5：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
2014/1/6	3.46	4.78	5.02	6.53	-47	-2	-7	-15
2014/1/7	2.99	4.53	4.91	6.27	-47	-25	-11	-26
2014/1/8	3.31	4.31	4.50	6.00	33	-22	-41	-27
2014/1/9	2.09	4.07	4.49	5.70	-122	-24	0	-29
2014/1/10	5.57	4.41	4.54	5.32	348	33	4	-38

2、一周债券市场：现券成交持续清淡，收益率企稳

上周债券计划发行的规模为 665 亿元。利率债方面，受资金面宽松的影响，财政部招标发行了 1 年固定国债，规模为 100 亿元，中标利率 4.04%，再创历史新高，但其水平仍然低于市场预期的 4.17% 的中值。上周四有三只国开债招标发行，规模总计 100 亿元，从招标情况看，3、5、7 年期国开债中标利率分别为 5.69%、5.75%、5.79%，均低于市场预测均值。

二级市场上，短期限利率债收益率下行明显，中长期利率债收益率小幅下行。而企业债上周延续小幅上行、低评级企业债上行幅度明显。

五、行业信息跟踪

1、国家发改委发布关于《加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》

从意见的内容来看，2015 年底前我国设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度。推行阶梯水价制度后，各地 80% 的居民生活用水支出不会增加，其余约 20% 的居民家庭用水基本生活需求部分价格不上涨，但超出的部分将大幅上调，涨幅为 50%—200%。

具体来说，各地在推行水价改革时，要按照不少于三级设置阶梯水量，第一级水量原则上按覆盖 80% 居民家庭用户的月均用水量确定，保障居民基本生活用水需求；第二级水量原则上按覆盖 95% 居民家庭用户的月均用水量确定，体现改善和提高居民生活质量的合理用水需求；第一、二、三级阶梯水价按不低于 1: 1.5: 3 的比例安排，缺水地区应进一步加大价差。

为确保水价改革不会增加绝大多数居民家庭基本生活需求用水成本，发改委已明确要求各地全面推行成本公开，严格进行成本监审，依法履行听证程序，主动接受社会监督；充分考虑低收入家庭经济承受能力，通过设定减免优惠水量或增加补贴等方式，确保低收入家庭生活水平不因实施阶梯水价而降低；应尽快制定具体实施方案，限期完成“一户一表”改造。

目前各地居民上缴的生活用水水费包括自来水费用、水资源费以及污水处理费等。尽管超出基本生活用水部分的水价涨幅较大，但由于每吨水单价仅几元，每月人均超出基本生活的水量数额一般只有数吨。如采用简便易行的节水措施，水价改革对家庭支出的影响有限，对 CPI 的影响也较小。

2、旺季猪价逆市下跌，未来 3-6 月低迷概率较大

近期国内旺季猪价不涨反跌，当前生猪价格为 14.7 元/公斤左右，同比下降 12%；近 1 个月下跌 1 元/公斤左右，同比增速由正转负。

造成旺季不旺的主要原因是市场上生猪供给仍然较多，旺季结束前集中出售。由于前期市场生猪供应十分充足，没有经过系统性的去库存过程，因此旺季时节养殖户压栏和抛售的行为超出预期。

目前养殖户资金压力较大，开始出现少量淘汰母猪现象。12-13 年已经经历连续两年的低迷行情，而旺季价格低于市场预期，使得养殖户资金未实质改善。养殖户对未来持观望态度，淘汰一些性能低下的母猪，而未立刻补充新的母猪。由于目前价格下农户自繁自养仍有几十元左右的头均盈利，因此大面积被迫淘汰的现象尚未发生。

预计未来 3-6 个月的猪价将持续低迷态势。由于一年猪肉消费的最旺季通常在 12 月份附近（春节腊肠等消费），而春节后一般猪价均会大跌，二季度通常是一年中淡季。后续猪价难逃季节性规律，将呈下跌趋势，也就是说未来猪价将可能出现 3-6 个月的低迷期。度过低迷期之后，2014 年出现存栏底部的可能性变大，猪价才能真正进入新一轮的复苏通道。

3、2014 年国家电网投资规划超预期，配网与特高压是其中亮点

国家电网在 2014 年工作会议上提出，2014 年电网固定资产投资 4035 亿，同比增长 19%，电网投资 3815 亿，比 2013 年规划电网投资增长 19.9%，比市场之前预期的 3300 多亿超出较大。

自 2009 年以来，除了 2011 年因为前两年连续下滑导致当年计划投资增长 29%，5 年中计划投资增速均在 5% 以内，市场也由此逐步形成电网投资小幅增长的预期，因此之前市场对于 2014 年电网投资预期普遍为 3300 多亿，此次公布为 3815 亿，大超市场预期 15%。

从结构上来看，投资增长主要来自于配网建设。配网建设是保证与电网整体规划和新型城镇化建设相协调、与分布式电源和电动汽车发展相适应的必然要求，2014 年将完成 30 个重点城市核心区配电网建设改进。2014 年配网投资计划为 1580 亿元，考虑到 2013 年因为等待配网自动化标准导致配网投资处于停工等待状态，最终完成额大致在 800-1000 亿之间，因此 2014 年配网投资如能达到计划目标，增速将达到 50% 以上。随着 2014 年 3 月份配网标准出台，5 月份国家电网启动集中招标，配网自动化建设将有望迎来发展的元年，值得期待。

特高压是解决中东部雾霾、西部新能源接入问题的重要途径，按照长期规划国家将在 2020 年建成“五纵五横”特高压交流网架和 27 回特高压直流工程。2013 年没有审批特高压直流、仅通过了

一条特高压交流浙北-福州，2014 年有望在投资加速的背景下实现较大的增长，特高压直流 2014 年新开工线路和换流容量分别为 8260 公里和 7000 万千瓦，同比分别增长 62%、46%，预计 2014 年将有宁东-浙江、酒泉-湖南、准东-华东、锡盟-泰州将先后拿到开工的大路条并开工，上半年审核批复 2 条的概率大。特高压交流方面雅安-武汉 1000KV 交流预计 2014 年上半年获批概率很大，皖电东送北段准备工作也较为充分，获批的概率较大。

4、卫计委发布关于加快社会办医的若干意见

根据此次意见要求，将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑。优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。

意见中对于社会办医的具体支持措施有：放宽举办主体要求，放宽服务领域要求，放宽大型医用设备配置，完善配套支持政策（允许非公立医疗机构纳入医保定点范围，完善财税价格政策，非公立医疗机构医疗服务价格实行市场调节价），加快办理审批手续，支持引进和培养人才，允许医师多点执业，支持提升学术地位等。

此意见稿是对去年 10 月份《关于促进健康服务业发展的若干意见》（即 40 号文）的衔接与细化，利于医疗服务行业长期发展，困扰民营医院的“税收政策、医保定点、医生多点执业、财政补助”等问题将逐步解决，将推动国内医药产业的良性竞争格局形成。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec
GDP	同比%		7.5			7.8			
PMI	指数	50.8	50.1	50.3	51	51.1	51.4	51.4	51.0
工业增加值	同比%	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	
社会消费品零售	同比%	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	
固定资产投资	累计同比%	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	
出口	同比%	1	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3
进口	同比%	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3
贸易盈余	亿美元	204	271	178	285	152	311	338	256
CPI	同比%	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5
PPI	同比%	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4
M2	同比%	15.8	14	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2	
M1	同比%	11.3	9.1	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4	
新增贷款	亿元	6674	8605	6999	7113	7870	5061	6246	
社会融资总量	亿元	11,856	10,375	8088	15,700	14,049	8564	12300	
外汇占款变动	亿元	669	-412	-245	273	1,264	4416	3980	
财政收入	同比%	6.2	12.1	11.0	9.2	13.4	16.2	15.9	
财政支出	同比%	12	3	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	
财政收支差额	亿元	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 多地发现 H7N9 禽流感病例，概念股望再迎升机。
2. 深圳前海获 9 项省级管理事项铺垫粤港澳自贸区。
3. 券商直投业务再次迎来大幅松绑，个人可参与直投资基金。
4. 万亿险资获准投资创业板，创业板迎来重大利好。

利空：

1. 周三 A 股将迎来 IPO 再度开闸，发行速度超预期。
2. 知情人士称影子银行基本法出炉，明确归口监管。
3. 银监会等八部委日前联合发布《关于清理规范非融资性担保公司的通知》。

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。