

--连续预披露触动市场脆弱的神经

2014 年 4 月 28 日

投资要点

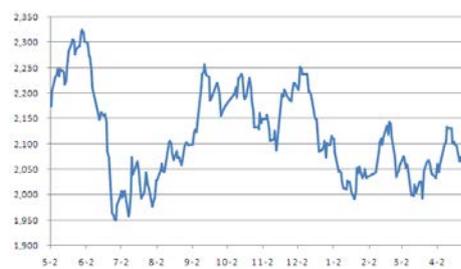
● 上周市场大幅下跌，上证综指上周下跌 2.92%，中小板下跌 -4.97%，创业板指数最为惨烈大幅下挫 -6.21%。造成市场的恐慌最大原因在于担忧 IPO 的重启。自 4 月 18 日至 25 日，短短 8 天里 IPO 预披露家数已达到 122 家。这数字已经远远超出了今年 1 月集中发行的新股家数。尽管预披露仅仅是所有程序当中的第一步，只是让信息更加透明化，但是这种“轰炸式”的 IPO 公司预披露，不仅是对市场的恐吓，让市场感觉到巨大的 IPO 压力。而上周末关于“四家公司首发上会”的消息，意味着暂停 18 个月的 IPO 发审会的重启，将会给上周市场带来巨大的心理压力。

● 全国企业盈利统计数据显示一季度企业盈利趋弱。中国企业的一季度盈利状况再次下滑。企业所得税 14Q1 增长 9%，是历史上只短暂存在过的低增速区域；国有企业 13Q4、14Q1 收入增长 5.7%、6.8%，明显低于 2010 年以来的最低增速 8.5%（09Q3）。上市公司一季度收入和净利润增速下降，创业板亦不例外。目前已有 50% 的主板公司和 95% 的创业板公司公布了一季报。从已公布数据的公司来看，一季度，主板非金融公司收入增长 2%，净利润增长 3%，增速很低；创业板收入增长 24%，增速比 13Q4 下降 8 个百分点，净利润增长 18%，但由于创业板公司 14Q1 有大量非经常性损益，剔除后 14Q1 创业板的净利润增速只有 8%。

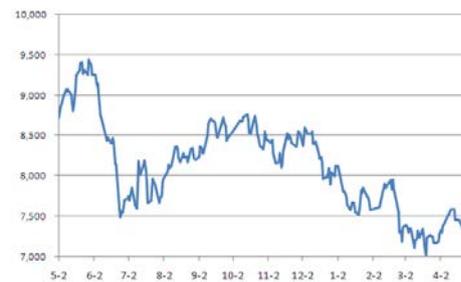
● 经济最差的阶段可能已经过去，托底而并非刺激，真正有意义的在于放开非公经济。汇丰公布中国 4 月制造业 PMI 初值 48.3，扭转此前连续五个月下跌的势头，前值 48.0，预期 48.3，年初经济最差阶段可能已经过去。国务院决定，基建鼓励社会资本参与，涉及铁路、港口等交通基础设施，新一代信息基础设施，重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程，油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等。我们认为主要以托底为主，并非刺激，只是对前期的项目打包亮相加快推进，并没有新增其他项目。转型期间难见大规模刺激，对市场影响整体中性，真正有意义的是放开非公经济，但改革元年经济难以立竿见影。

● 市场“谈 IPO 色变”，目前下跌趋势尚未改变。需要指出的是，IPO 的正式发行的必要条件之一是新股发行相关配套细则发布，预计最快在 5 月初出台，且网下投资者备案工作也需要一定时间，照此推算，5 月底才可能会有新股上市。在如此悲观的市场预期下，且市场已经经历大幅的调整，如果新股发行的细则或者节奏比预期的好，那么创业板将会在重启公布时间公布之时迎来修复性反弹的机会。

上证指数走势图



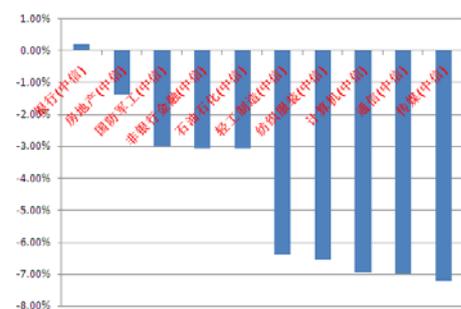
深圳成指走势图



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	IF1404
涨跌幅	-2.92%	-1.77%	-4.97%	-6.21%	-2.55%	-2.40%

当周 IPO 重启消息不断，市场扩容压力打击投资者信心，截止周三 IPO 预披露公司达 65 家，已经超出了今年 1 月集中发行的新股家数。同时证监会公示新发审委候选人名单，发审会最快下周重启。上周上证下跌 2.9%，创业板大跌 5%。

一周走势回顾：周一：受 IPO 重启影响，两市双双低开，随后权重股拉升助沪指短暂收复 2100 点，随后两市出现上涨动力不足迹象，午后股指出现快速下挫行情，板块个股纷纷跳水，双双收中阴线。周二：沪指早盘窄幅震荡，题材股及创业板表现较弱，午后两市一路下挫，创业板跳水，沪指跌破 2050 点，但是随着银行保险等权重板块拉升护盘，沪指最终红盘报收。周三：两市双双低开，随后金融股拉升，带领大盘快速冲高翻红，随着金融股回落，权重板块纷纷走低，创业板大幅跳水，午后军工板块崛起，沪指维持低位震荡。周四：早盘两市呈探底回升走势，但临近午盘再度跳水，创业板延续昨日颓势继续探底，跌幅近 1%，午后创业板有所反弹，但两市仍以下跌收盘。周五：A 股震荡走低，上证综指盘中冲高至 30 日均线后掉头向下，小幅收跌。创业板指五连阴，失守 1300 点。盘面上，题材股全线杀跌，仅银行股逆势飘红，苦撑大盘。

上周中信一级板块大多数下跌，涨跌幅靠前的是银行、房地产和国防军工板块。银行：银行板块表现抗跌，银行股的走强也使得沪指的表现明显优于中小板和创业板。市场分析人士表示，在广汇能源披露了 A 股首份非公开发行优先股预案之后，部分银行股可能紧接着推出发行预案。地产：两家财大气粗的保险公司的金地集团股权争夺战愈演愈烈，继生命人寿第四次对金地集团举牌，并表示将收购目标上调为 30% 后，安邦保险上周也第三次对金地举牌，受此影响，金地集团周四涨停。军工：上周美国总统奥巴马访日期间首次公开宣布钓鱼岛适用美日安保条约，虽然他同时强调，在钓鱼岛的所有权问题上，美国没有立场，但是他的发言有可能导致东亚局势紧张。

表现较差的板块是传媒、通信和计算机。传媒、计算机：证监会上周连续披露 IPO 重启进展，近期预披露 65 家，已经超出了今年 1 月集中发行的新股家数。市场预计本次重启首批融资近 200 亿，给市场带来较大压力。创业板破位下跌，传媒、计算机跌幅居前。通信：通信板块前期涨幅较大，上周随着 IPO 重启信号的增加，通信板块跟随创业板出现较大回调。

二、市场分析

上周市场大幅下跌，上证综指上周下跌 2.92%，中小板下跌-4.97%，创业板指数最为惨烈大幅下挫-6.21%。造成市场的恐慌最大原因在于担忧 IPO 的重启。自 4 月 18 日至 25 日，短短 8 天里 IPO 预披露家数已达到 122 家。这数字已经远远超出了今年 1 月集中发行的新股家数。尽管预披露仅仅是所有程序当中的第一步，只是让信息更加透明化，但是这种“轰炸式”的 IPO 公司预披露，不仅是对市场的恐吓，让市场感觉到巨大的 IPO 压力。而上周周末关于“四家公司首发上会”的消息，意味着暂停 18 个月的 IPO 发审会的重启，将会给上周市场带来巨大的心理压力。

全国企业盈利统计数据显示一季度企业盈利趋弱。中国企业的一季度盈利状况再次下滑。企业所得税 14Q1 增长 9%，是历史上只短暂存在过的低增速区域；国有企业 13Q4、14Q1 收入增长 5.7%、6.8%，明显低于 2010 年以来的最低增速 8.5%（09Q3）。**上市公司一季度收入和净利润增速下降，创业板亦不例外。**目前已有 50% 的主板公司和 95% 的创业板公司公布了一季报。从已公布数据的公司来看，一季度，主板非金融公司收入增长 2%，净利润增长 3%，增速很低；创业板收入增长 24%，增速比 13Q4 下降 8 个百分点，净利润增长 18%，但由于创业板公司 14Q1 有大量非经常性损益，剔除后 14Q1 创业板的净利润增速只有 8%。

经济最差的阶段可能已经过去，托底而并非刺激，真正有意义的在于放开非公经济。汇丰公布中国 4 月制造业 PMI 初值 48.3，扭转此前连续五个月下跌的势头，前值 48.0，预期 48.3，年初经济最差阶段可能已经过去。国务院决定，基建鼓励社会资本参与，涉及铁路、港口等交通基础设施，新一代信息基础设施，重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程，油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等。我们认为主要以托底为主，并非刺激，市场已有部分反映，而且只是对前期的项目打包亮相加快推进，并没有新增其他项目。转型期间难见大规模刺激，对市场影响整体中性，真正有意义的是放开非公经济，但改革元年经济难以立竿见影。

市场“谈 IPO 色变”，目前下跌趋势尚未改变。需要指出的是，IPO 的正式发行的必要条件之一是新股发行相关配套细则发布，预计最快在 5 月初出台，且网下投资者备案工作也需要一定时间，照此推算，5 月底才可能会有新股上市。在如此悲观的市场预期下，且市场已经经历大幅的调整，如果新股发行的细则或者节奏比预期的好，那么创业板将会在重启公布时间公布之时迎来修复性反弹的机会。

三、宏观政策跟踪

1、央行定向降准，对市场提振作用有限

央行宣布从 2014 年 4 月 25 日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

实际降准投放的资金规模不会太大。此次降准主要覆盖县域的农商行和农合行，但不包括县域的农联社。预计一季度末所有农商行存款余额约 7.3 万亿，所有农合行存款余额约 1.1 万亿。但本次降准主要覆盖县域的机构，实际降准规模明显小于上述两个口径，预计释放资金规模 600 亿-1000 亿之间。

我们认为定向降准主要是为了对冲银监会 11 号文对农村金融机构的影响。银监会 11 号文限制了农村金融机构投资非标，另外未来也会限制农村金融机构投资高收益债。如果贷款规模不明显放松，则农村金融机构资产扩张仍受到制约，即狭义流动性宽松和广义流动性偏紧的局面不会得到很大的缓解。目前农商行和农合行在货币市场上都是资金净融入机构，约净融入 3000 亿资金。本次降准后，可以适度缓解其对资金需求，降低其资金融入规模。

虽然本次降准幅度超过预期，但实际释放的资金规模不是很大，对市场继续的提振作用有限。

2、汇丰 PMI 微幅反弹

4 月汇丰 PMI 初值为 48.3%，较上个月上升 0.3 个百分点，扭转 5 个月跌势。

分项来看：新订单有所回升，从上个月的 46.5 回升到 47.7，但新出口订单从 51.3 回落到 49.3，显示内需订单有所增强，体现了稳增长政策的效果。生产指标从 47.2 回升到 48，工业生产有所企稳。采购库存和产成品库存都有所回落，其中采购库存回落幅度更大，反映企业对未来需求回升预期偏弱。两项价格指数大幅回升但仍低于荣枯线，预计 4 月 PPI 同比改善。动能指标从 3 月份的-4.5 回升到-2.6，显示经济动能下跌幅度逐步放缓，但尚未有明显回升。

虽然汇丰 PMI 企稳回升，但两个领先 PMI 动能的指标—社会融资总量趋势项环比和发电量趋势项环比目前仍处于下行状态，这预示二季度 PMI 动能的回升力度仍偏弱。

政府的微刺激政策虽然无法对经济形成较大的向上拉动作用，但有逐步防止进一步失速下滑，但未来房地产市场走势仍对经济构成不确定性。预计放松政策仍是且行且观察的节奏，近期定向降准并不意味着货币政策整体将转向宽松，政策仍以微调定向发力为主。

3、一季度政治局会议召开，强调“稳增长”

一季度政治局会议召开。与去年一季度政治局会议中“经济增长动力仍需增强”的提法不同，今年一季度的会议强调“经济增长下行压力依然存在，一些困难不容低估，潜在风险需要高度关注”，表明稳增长的紧迫性有所上升。

基本思路仍然延续去年政治局会议上提出的“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”，但同时指出“根据形势变化适时调整其内涵，努力实现全年经济社会发展各项预期目标”。

财政政策和货币政策在保持现有政策基调的同时，注重预期引导，要“创造良好发展预期和透明宏观政策环境”。目前来看，预调微调的思路逐步显现。财政方面，3 月份以来中央转移支付资金下达拨付明显加快。货币政策已对“三农”定向降准，下一步将围绕如何降低社会融资成本、重点支持小微企业和社会事业等领域展开。

当前总的定调是要加大对实体经济的支持力度，二季度稳增长政策将小步快跑。政策的着力点仍然来自于兼具增长效应的各项改革、结构调整及民生工程，包括：加快简政放权、推进区域规划和建设、以及推进环保、铁路、棚户区、新能源等重点工程，后续预计将进一步出台促进信息、旅游、健康养老等行业的相关政策。

结合住建部公布的住房保障时间表，棚户区改造是今年保障房的重头戏，投资总量预计将超万亿。今年全国保障房计划新开工 700 万套以上，其中棚户区改造 470 万套以上，占比近 70%，较往

年有大幅度提升。2013 年保障房计划开工 630 万套（实际 666 万套），其中棚户区改造计划 304 万套（实际 323 万套）。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周公开市场上周二有 930 亿元正回购到期，周四有 900 亿元正回购到期，共计 1830 亿元到期资金，由于到期资金规模较大，央行继续开展正回购操作予以对冲。上周二央行在公开市场上开展了 1000 亿元正回购操作，周四开展了 850 亿元正回购操作，上周公开市场回笼的规模较小，为 20 亿元，与上周的 410 亿元相比，回笼力度明显缩小。

上周市场流动性总体保持平稳态势，在央行温和的公开市场操作调控下，资金面波动较小，虽然上周由于缴税因素令资金面小幅趋紧，但资金利率仍然处在正常区间。

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
2014/4/21	1.98	2.71	2.99	3.77	-2	-5	21	-16
2014/4/22	1.93	3.03	3.31	3.81	-5	32	32	4
2014/4/23	1.96	3.08	3.72	3.95	4	5	40	14
2014/4/24	2.30	3.52	4.15	4.32	34	44	43	37
2014/4/25	2.31	3.50	4.33	4.29	1	-2	18	-3

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
2014/4/21	1.98	2.70	3.00	3.70	-1	-11	27	-15
2014/4/22	1.95	3.07	3.34	3.89	-3	36	35	19
2014/4/23	1.99	3.11	3.81	4.00	3	4	47	11
2014/4/24	2.33	3.53	4.24	4.27	34	42	43	26
2014/4/25	2.33	3.51	4.42	4.23	1	-2	18	-4

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
2014/4/21	3.39	3.57	3.78	4.04	-91	12	-16	-1
2014/4/22	3.47	3.76	3.89	3.99	8	19	11	-4
2014/4/23	3.51	5.08	4.11	4.02	4	132	22	3
2014/4/24	1.57	6.36	4.12	3.59	-194	128	1	-43
2014/4/25	4.97	5.96	4.30	4.05	340	-40	18	46

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 177 支债券，发行规模为 2964 亿元。

利率债方面，上周共发行 12 支利率债，共计 1130 亿元。

信用债方面，上周共发行 157 支信用债（含定向工具），共计 1834 亿元。其中，发行 56 支企业债，从主体评级看，有 4 支 AAA 级、6 支 AA+级、38 支 AA 级、7 支 AA-级。发行 3 支公司债，从主体评级看，有 1 支 AA+级、1 支 AA 级和 1 支 AA-级。发行 58 支短融，从主体评级看，有 28 支 AAA 级、9 支 AA+级、16 支 AA 级、4 支 AA-级和 1 支 A+级。发行 23 支中票，从主体评级看，有 5 支 AAA 级、8 支 AA+级、8 支 AA 级和 2 支 AA-级。发行 18 支定向工具，计划发行总额 149 亿元，从主体评

级看，有 1 支 AAA 级、7 支 AA+级、6 支 AA 级和 4 支 AA-级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 8,347 亿元；回购总金额约 43,168 亿元。其中银行间市场国债成交约 1,548 亿元；地方政府债成交约 1.21 亿元；央票成交约 12.54 亿元；金融债成交约 3,790 亿元；企业债成交约 768.57 亿元；中票成交约 1,179 亿元；短融成交约 1,026 亿元；政府支持机构债成交约 21.61 亿元。

利率债方面，本期银行间国债收益率整体小幅上升。其中，1 年期品种上升 10bp，10 年期品种上升 3bp。本期各政策性金融债收益率总体上升，其中，1 年期品种上涨 11bp，10 年期品种上涨 2bp。

信用债方面，本期各级别企业债收益率涨跌不一。1 年期 AA-企业债上升 10bp，7 年期 AA-企业债上升 5bp。1 年期 AA+企业债上升 2bp，7 年期 AA+企业债下行 2bp。

五、行业信息跟踪

1、上海出台盘活存量工业用地的文件

上海日前出台《关于本市盘活存量工业用地的实施办法(试行)》文件，上海将对存量工业用地主要采取区域整体转型、土地收储后出让和有条件零星开发。工业用地价格长期低估。目前，由于工业用地粗放式经营，加之地方政府为了吸引企业入驻，往往以较低的工业用地地价吸引客户，这使得多年来全国工业用地地价长期低于商住用地。截至 2013 年底，全国商业用地、住宅用地和工业用地的地价分别为 6306 元/平、5033 元/平、700 元/平。前两者分别是工业用地价格的 9 倍和 7 倍。存量工业用地的开发将使上海园区地产公司直接受益。

2、苹果一季报超预期

苹果一季度财报 iPhone 销量超预期，iPad 销售下滑较快：苹果公司一季度营收为 456.46 亿美元，毛利率为 39.3%，同比提升 1.8 个百分点，这个数据要高于北美分析师的一致预测。一季度 iPhone 销量为 4371.9 万支，同比增加 17%，环比减少 14%；iPhone 销售额为 260.64 亿美元，同比增加 14%，环比减少 20%。一季度 iPad 销量为 1635 万台，同比减少 16%，环比减少 37%；销售额为 76.1 亿美元，同比减少 13%，环比减少 34%。Mac 电脑销售量为 413.6 万台，同比增加 5%，环比减少 14%；销售额为 55.19 亿美元，同比增加 1%，环比减少 14%。整体来看，iPhone 的销量超预期，而 iPad 的销售量则下滑较快，其同比下降幅度为历史新高，在其财报公布后，苹果股价大涨 7.71%。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar
GDP	同比%		7.8			7.7			7.4
PMI	指数	51	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3
工业增加值	同比%	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8
社会消费品零售	同比%	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2
固定资产投资	累计同比%	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6
出口	同比%	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6
进口	同比%	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3
贸易盈余	亿美元	285	152	311	338	256	319	-230	77
CPI	同比%	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4
PPI	同比%	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3
M2	同比%	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1
M1	同比%	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4
新增贷款	亿元	7113	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500
社会融资总量	亿元	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709
外汇占款变动	亿元	273	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	
财政收入	同比%	9.2	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2
财政支出	同比%	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3
财政收支差额	亿元	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 李克强：东部沿海适时建新核电项目。
2. 权威人士称上海市级国企改革最终方案 5 月底敲定。
3. 上周末，银监会和证监会发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》。
4. 上海自贸区推进试行土地流转 工业用地迎价值重估机遇。

利空：

1. 国土部：2016 年全面实施不动产统一登记制度。
2. IPO 开闸再有新进展，证监会今晚再增 IPO 预披露。
3. 美国总统奥巴马明确表示钓鱼岛是由日本管理。
4. IPO 预披露 65 家，超出了今年 1 月集中发行的新股家数。

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。