

2017年08月15日

銷售部 - 投資策略

宏觀點評

工業投資下滑，地產需求降溫

8月14日，統計局公佈了7月經濟資料，到底經濟現狀怎樣，未來趨勢如何？我們的分析如下：

一、工業再度跳水，庫存週期尾聲

首先，從生產看，7月經濟明顯回落。工業增加值同比增速從7.6%大幅下滑至6.4%，季調環比更是腰斬至0.41%，這與7月全國製造業PMI走勢相一致。製造業PMI在3月、6月兩次探頂，其背後是產成品庫存和原材料庫存分項相繼創新高。而隨著庫存週期步入尾聲，工業增速也再度回落。

7月工業生產走弱，在微觀層面也得到印證。各行業工業增速普遍下滑，僅電力熱力、鋼鐵等個別行業有所回升。而主要工業品產量增速則是漲跌互現，雖然夏季異常高溫令發電量增速跳升、去年同期鋼企停產限產帶來的低基數令粗鋼產量增速跳升，但兩者均為短期現象，其與工業增速的分歧終將彌合。預測8月工業增速回落至6.2%。

二、需求全面下滑，投資年內新低

其次，從需求看，7月三駕馬車全面走弱。尤其是內需中的投資和消費：

投資年內新低。7月投資增速從6月的8.6%回落至6.8%，創今年以來新低。進一步拆分，三大類投資全線下滑。其中，製造業投資增速下滑，雖然工業經營狀況有所改善，但在產能過剩的大背景下，如果不能實質性降低企業稅負，啟動製造業投資並不容易。基建投資小幅回落，主要源於上半年財政支出進度加快，下半年收支矛盾凸顯，對基建投資形成掣肘。地產投資增速下滑，前期地產銷售對投資的帶動效應逐漸減弱，以及融資受限，令地產投資雪上加霜。我們預測8月投資增速略反彈至7.2%，地產投資增速降至1.9%。

消費普遍低迷。7月各口徑下零售增速均降至3月以來新低。而從消費結構看，必需消費普遍下滑，可選消費漲少跌多。其背後的原因：一是債務上升的約束，16年居民舉債大幅上升，擠壓消費潛力，首當其衝的是必需消費；二是提前消費的透支，17年購車優惠力度減半，可選消費中占比最高的汽車類零售增速下臺階；三是前期地產需求拉動減弱，表現為地產相關的家電、傢俱、建材消費增速普降。我們預測8月零售增速穩定在10.6%。

三、地產需求降溫，棚改力度轉弱

地產需求拐頭向下，庫存加速出清。地產銷量是經濟的領先指標，意義重大。7月地產銷售面積增速跳水至2%，而待售面積增速則再創新低，意味著本輪地產去庫存政策已經見效，下半年地產銷售較難維持上半年的高增長。地產庫存去化和基數偏低令7月土地購路面積增速反彈，但受地產銷量增速回落影響，地產新開工增速仍大跌轉負，為未來地產投資蒙上陰影。

棚改力度減弱，地產銷售承壓。我們認為，目前去庫存政策進一步推進的必要性已大幅下降：一是當前全國，尤其是三四線城市地產庫存去化週期已降至多年新低，進一步去庫存必要性已降低，而上半年 PSL 投放力度也減弱；二是房價大漲推動三四線樓市地產開工投資，三四線城市上半年的房屋新開工面積依然超過了銷售面積，如果不及時抑制將形成新一輪過剩庫存。今年以來房貸利率持續上行，我們認為下半年地產銷售將再度面臨下行壓力。

四、經濟依然承壓，出清才有未來

下半年經濟依然面臨較大下行壓力。我們預測 3 季度 GDP 增速或小幅回落至 6.6%。

【金融工程專題報告】引入風險管理後的多因數選股框架與指數增強策略

基本流程。引入風險管理後的多因數選股框架可以包含三個基本流程：收益預測、風險管理與組合優化。

收益預測。通過分析因數歷史選股能力，預測因數溢價，並得到股票的預期收益率。股票預期收益率與實際收益率的相關係數 IC 以及相關係數的資訊比率 IC-IR 是衡量收益預測模型的重要指標。

風險管理。多因數組合的構建並不是高預期收益股票的堆積，合適的風險管理措施有助於提升組合的表現。相比基於收益資訊的已實現風險指標，基於持倉資訊的結構性風險指標能夠更好地刻畫組合風險。

組合優化。在既定目標函數與約束條件下，求解最優化問題得到個股權重。本文中，我們分別以中證 500 指數增強與滬深 300 指數增強策略為例，分析了不同風險管理措施對策略的影響。

中證 500 指數增強策略。中證 500 指數行業分佈均勻，“行業中性”對策略提升有限。在較高的風險管理要求下，採用“市值中性”可以有效降低策略的主動管理風險。

滬深 300 指數增強策略。滬深 300 指數的市值、行業分佈集中，同時採用“市值中性”與“行業中性”能夠更加有效地管理控制風險，提升組合表現。

風險提示：市場系統性風險、模型失效風險。

【行業深度報告】公用事業：雲開見月，EPC 模式財報影響面面觀

EPC 合同工程具有運營效率高，業主和承包商權責明確的優點；由於採用固定總價合同的方式，對業主來說不確定性降低，合同風險主要由總承包企業承擔。

目前，EPC 專案的會計處理適用《企業會計準則第 15 號---建造合同》，在建造合同的結果能夠可靠估計的前提下，按照完工百分比法在資產負債表日確認合同收入和合同費用。建造合同的收入確認取決於建造合同的結果是否能夠可靠估計。若建造合同的結果能夠可靠估計，則根據完工百分比法在資產負債表日確認合同

收入和合同費用。若建造合同的結果不能可靠估計，合同成本能夠收回時，根據能收回的實際成本金額確認合同收入；合同成本不能收回時，不確認合同收入。

EPC 合同的財務風險在利潤表上主要表現為完工百分比法涉及的會計估計。如合同預計總成本、合同完工進度等，一方面使得建造過程的會計處理無法十分精確，收入確認在年際間波動較大；另一方面也為財務造假提供了空間，例如誇大完工百分比。激進地確認工程完工進度，濫用資本化推遲成本確認以及對合同結算情況盲目樂觀都有可能造成建造合同收入確認過程中的利潤調節。

EPC 合同的財務風險在資產負債表及現金流表上主要表現為收入確認和客戶結算不同步，造成企業墊資以及回款風險。建造企業的財報特點在於企業的利潤確認時點與客戶結算時點不一致，使得利潤表中的收入確認與資產負債表中的應收不匹配。收入確認進度與客戶結算進度之間的差異計入存貨-建造合同形成的已完工未結算資產，可以視為未來的應收賬款。同時，客戶的結算與回款往往滯後於建造過程中的各項支出，加之各項保證金對現金流的佔用，使得建造企業面臨較大的墊資壓力。

對於 EPC 公司，若存貨-已完工未結算和應收賬款佔比太大，需注意利潤確認較激進及壞賬風險；對於 BOT 及並表 PPP 公司，需注意工程建設期確認利潤過多，攤薄後續運營收入的風險。環保公司對於存貨減值準備的計提普遍較低，不超過 2%；雖然存貨-已完工未結算可以視作未來的應收賬款，但建造企業對其減值風險預計不足。對於應收賬款的減值準備計提相對更為充分，平均達到 11%。企業收入結算與客戶結算匹配度較高的公司，經營性現金流情況更樂觀，體現了企業較為審慎的收入確認態度以及營運資金管理能力。

2017 年 7 月，財政部修訂印發《企業會計準則第 14 號---收入》（下稱“新準則”），將原企業會計準則第 14 號收入及第 15 號建造合同合併，原準則不再適用。對於承擔 EPC 業務的公司，原建造合同準則不再適用。對於承擔 BOT 業務的公司，BOT 運營部分的會計處理不受影響，BOT 建造部分若為自建，則應依據新準則確認建造收入。新準則並未從根本上改變建造公司 EPC 專案的會計處理方式，建造公司根據履約進度逐步確認收入，與完工百分比法相似，但完工進度的計算方式略有改變。新準則能夠使得企業的報表得以更準確地反映業務狀況與商業實質，對於企業的資產和負債有更準確的計量與披露，企業就工程進度的利潤調節空間有所縮減。

風險提示：政策風險，法律風險；會計準則及披露不完善，以及新舊準則轉換過程中的財務資訊披露風險；應收賬款回收風險。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。