

2015 年 7 月 17 日

## 宏觀經濟

### 近憂尚可對沖，遠慮或難化解——股災對經濟影響的量化分析

我們認為本次股災將從以下三個方面對經濟形成負向衝擊：一是令交易金額大幅萎縮，直接導致金融業增速回落；二是令居民財富蒸發，導致消費增速回落；三是使得融資大規模縮水，導致投資增速回落。

我們估算股災將拖累 15 年 3 季度 GDP 增速 0.55 個百分點，拖累 4 季度 GDP 增速 0.4 個百分點，拖累 16 年上半年 GDP 增速 0.47 個百分點。地方債務路換令下半年積極財政仍有空間，有望對沖股災對經濟的拖累。但寬財政寅吃卯糧，或無力抵消股災對明年上半年經濟增速的拖累，屆時寬貨幣或再加碼。

股災加劇通縮風險，但央行救市提升通脹預期。中國物價增速持續放緩，目前工業品價格仍在走低，食品價格低位，整體通縮壓力仍在，而股災導致資產價格波動，對經濟的負面衝擊或將加大工業品通縮壓力。但央行在危機時直接為股市背書，其對證金公司的再貸款或提升通脹預期。

### 市場波動加大 A 份額交易價值抬升

從 6 月下旬市場進入非常態走勢後，波動率就一直居高不下，波動率高表明市場脆弱的同時也表明分歧始終存在。從目前分級基金整體折溢價情況來看，情緒比較悲觀，目前整體折價超過 3% 的品種比比皆是，部分品種盤中整體折價超過 6%，建議投資者可以通過套利增強整體收益。大幅折價在吸引套利投資者套利交易的同時，也帶給了 A 份額良好的交易型機會。

由於套利交易需要同時買入 A 份額和 B 份額，因而短期 A 份額表現搶眼。目前對於分級基金整體折價較高、即期收益率較高的 A 份額短期仍存在良好的交易機會。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

### 建築工程：行業整合快速推進，體制優勢日益重要

設計諮詢處於工程建設前段，與固定資產投資高度相關。狹義的設計諮詢僅包括工程設計，廣義的設計諮詢不僅包括工程設計，還涵蓋工程前期可行性研究、勘察和監理等。工程諮詢行業成長性高，工程設計一般占固定資產投資 2% 左右，近年來這一比例呈現逐步上升的趨勢；

行業空間廣闊，看好未來行業發展前景。工程勘察設計行業與固定資產投資高度正相關，根據我們測算，2013 年我國工程勘察設計收入規模約為 1.96 萬億元，14 年以來全國固定資產投資增速下滑明顯，但我們仍然看好未來行業發展前景：

1) 為對沖國內經濟下滑，海外基建投資有望大幅增長；2) 相較於國外，我國工程諮詢費用率依然較低，提升空間較大；3) 龍頭企業市場佔有率比較低，通過市場份額的提升，龍頭企業也能保持較好的增長；民營設計院機制靈活，國企設計院專業技術強。行業主要競爭壁壘主要是行業資質和技術實力。目前行業內主要有三類：國資背景設計院、民營設計院和外資設計院。

民營設計院機制比較靈活，具有一定的專業技術實力，一般都是所在區域的龍頭企業，資質上也比較健全，目前該類企業積極謀求“走出去”，外部通過並購支撐區域擴張，內部加大研發支出提高技術實力；國資背景設計院大項目經驗豐富，專業技術較強，客戶資源儲備多，明顯擴張動力不足，未來有望受益國企改革浪潮；外資企業綜合實力最強，但在中國發展受到制約比較多，尤其是資質管理；

輕資產、高 ROIC，現金流也好於傳統建築公司。設計諮詢屬於專業技術服務行業，人力成本是行業的主要成本，毛利率和淨利潤率高於房建、基建和專業工程等行業，“重設計，輕資產”的工程諮詢行業 ROE 表現好於行業平均水準，剔除財務杠杆的影響，工程諮詢公司 ROIC 遠高於其他建築工程子板塊，並且不同於工程施工，工程諮詢行業墊資現象較少，收現比和淨經營現金流遠好於傳統建築公司。設計諮詢行業管理費用率普遍較高，未來有望通過精細化管理、員工屬地化等有效降低管理費用，提升盈利水準；

借鑒海外行業發展經驗：內生外延+橫向擴張。資質是影響工程諮詢公司專案承接能力的主要因素，內生+外延是獲取新的資質主要途徑。可以預計未來隨著工程諮詢企業陸續上市，資金實力和品牌優勢得到加強，外延式並購將是公司做強做大的重要途徑，國內事業單位改制、國企改革以及海外設計公司遭遇發展瓶頸給行業帶來並購契機。設計諮詢企業現金流情況較好，有實力墊付工程施工資金，依託設計業務介入 PPP 專案，能夠迅速做大做強。此外，從海外可比公司估值來看，成長期 25 倍估值相對安全。

投資建議。行業基本面整體較好，整合快速推進，體制優勢日益突顯。首推蘇交科（300284）：優質 GARP 個股，PPP 模式+外延並購+環保及智慧交通等新領域擴張；建議關注設計股份（603018）、園區設計（603017）；

風險提示：核心人才流失風險，回款風險，並購整合失敗風險。

### 洛陽鉬業（603993）：泛亞模式遭質疑，誰會成為風暴下的受益者

最大小金屬交易所面臨資金斷裂風險，如果最終結果負面，大批庫存將成供給端的施壓因數，最重要的鎢銻鈷價承壓。對於鎢而言，泛亞的 APT 庫存近 3 萬噸，折算鎢精礦大約在 4 萬噸的水準，佔據全國 30% 年產量的庫存量一旦形成拋盤，金屬價格將明顯承壓。

從百川報價看，本周鎢精礦價格跌破 6 萬元/噸（一周跌幅超過 20%），當前價格已經逼近行業開採成本，也處在接近底部的左側。

洛陽鉬業此前公告 30 億鎢收儲基金，唯一“買方”在現金為王的風暴下佔據靈活的制高點，長期投資價值明顯。買入評級。

不確定性分析：大盤系統性風險。

### 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。