

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要

## 宏观策略

**策略周评：中观数据周报：中国海运指数持续上行**

上游：原油期货价上行

中游：钢铁产能利用率延续上行

下游：禽链价格延续上涨

交运：中国海运指数持续上行

风险提示：中美贸易摩擦超预期；通胀上行超预期。

2018年09月20日

晨会编辑 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

## 固收金工

**固收深度报告：城投非标知多少？——华东篇（上）**

华东偏北的各省中，山东非标与融租占比均最高，以融租为主。山东省两类融资在长期债务中的占比在鲁苏皖三省中最高，其非标占比与其余两省差异不大，均在12%左右，但融租占比大幅高于其余两省，接近10%，其余两省约为2%；江苏省和安徽省两类融资占比较为接近，且均以非标为主；上海市样本较少，且当地城投企业非标及融租的占比均低。

## 行业

**轻工制造跟踪周报：软体家居持续进化，由制造向零售升级**

软体家居：从品牌制造到品牌零售。消费者品牌辨识度提升叠加软体龙头持续推动自主品牌建设，软体家具龙头持续由制造向零售升级。重点推荐顾家家居、敏华控股，建议关注喜临门、梦百合。

造纸利润向上游转移，龙头成本优势对抗周期。龙头纸企综合优势明显，长期建议战略配置。随着煤改气计划持续推进，我们认为值得注意的是：一方面由于天然气供给有限，煤改气的推进目前局限在少数城市；一方面供给侧改革大势不改，龙头纸企的表现将持续好于平均。

纸价高位催化包装行业整合，关注纸包龙头平台模式创新。

## 推荐个股及其他点评

**新高教集团（02001）：增资广西新校股权至51%，外延再下一城**

盈利预测与投资评级：不考虑四所学校并表影响，假设东北学校及华中学校利润仍以服务费形式计入公司其他收入及收益，预计公司2018-2020FY 营业总收入为4.9、5.8、6.8亿元，同比增长19.1%、17.8%、17.5%；归母净利润为2.9、3.6、4.3亿元，同比增长25.9%、21.3%、20.0%，当前市值对应PE 21X、17X、14X，处于可比公司中游水平，考虑到公司并购项目持续落地贡献业绩，当前时点维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，并购整合进度低于预期的风险，港股波动性较大

## 宏观策略

### 策略周评：中观数据周报：中国海运指数持续上行

上游：原油期货价上行

中游：钢铁产能利用率延续上行

下游：禽链价格延续上涨

交运：中国海运指数持续上行

风险提示：中美贸易摩擦超预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：王杨）

## 固收金工

### 固收深度报告：城投非标知多少？——华东篇（上）

华东地区偏北的鲁苏皖三省城投平台非标与融资租赁的特点。整体上，鲁苏皖三省城投企业对非标及融资租赁的依赖程度较低，其中山东两类融资渠道的使用相对较多。两类融资占比较高的为中小型、较低层级的城投企业，主营包括城镇基础设施建设、土地开发、房地产、旅游等。

华东偏北的各省中，山东非标与融租占比均最高，以融租为主。山东省两类融资在长期债务中的占比在鲁苏皖三省中最高，其非标占比与其余两省差异不大，均在 12% 左右，但融租占比大幅高于其余两省，接近 10%，其余两省约为 2%；江苏省和安徽省两类融资占比较为接近，且均以非标为主；上海市样本较少，且当地城投企业非标及融租的占比均低；

行政层级较低的平台更依赖非标及融租。与已梳理的西南、华南地区类似，鲁苏皖三地行政层级较低的地、县级市平台对非标融资的依赖性较大，而省及省会级平台对这两类融资的使用则较少；

较依赖非标或融租的城投企业，多为中小型规模。鲁苏皖地区较多使用非标融资的主体，基本为中小规模的城投企业，主营业务以城镇基建、土地开发、金融业为主；较多依赖融租的主体，则多从事基建、土地开发整理等业务，使用的租赁物各地差异不大，主要有路网、管网资产及配套设施等公益性资产。

非标融资占比较高的主体资质分析：我们梳理了鲁苏皖三省非标占比较高的主体，其非标融资占长期债务的比重达到 40% 以上，其中，东方国资、临沂未来科技城建、文登区城市资产经营、建投公司、清浦城投、郎溪国投等该比例达到了 70% 以上。这些企业规模基本属于中等偏小型，可能存在银信合作偏弱势、再融资渠道较窄的问题。相关主体中，东方国资、临沂未来科技城建等最近一年收入出现较大幅度的下滑，且这两家企业非标融资排名靠前；清浦城投、金坛国发、江北新城、红日交投、新泰发展、瀛洲集团、海瀛实业 EBITDA 利息覆盖倍数低于 1，东方国资、临沂未来科技城建、潍坊投资、宿迁经开、海瀛实业、建湖城投货币比率低于 0.5；清浦城投、金坛国发、红日交投、海州发展、滁州同创等企

业盈利空间窄，对政府补贴或存在较大依赖。

风险提示：1) 城投公司转型风险：在当前政策背景下，城投公司或将加速向产业转型，在此过程中可能存在转型失败而外部支持减弱的风险；2) 再融资风险：金融去杠杆趋势不变，部分主体可能存在再融资接续困难的风险。

（证券分析师：周岳 研究助理：谈圣婴）

## 行业

### 轻工制造跟踪周报：软体家居持续进化，由制造向零售升级

#### 投资要点

软体家居：从品牌制造到品牌零售。受地产后周期拖累，二季度软体行业的整体收入增速略有放缓。其中，上市公司的床垫品类仍维持较快增长。3月以来TDI/MDI价格趋势向下，预计将为下半年软体板块的利润释放带来弹性。当前，软体龙头的在建工程建设处于高速扩张期。未来随着生产规模的持续扩张，盈利弹性将持续释放。软体龙头率先进行海外布局，以降低贸易战对公司产生的潜在不利影响。受资金等多重条件限制，中小床垫出口企业无法有效规避贸易战影响。实质上，贸易战有利于行业加速整合并提升市场集中度。消费者品牌辨识度提升叠加软体龙头持续推动自主品牌建设，软体家具龙头持续由制造向零售升级。重点推荐顾家家居、敏华控股，建议关注喜临门、梦百合。

造纸利润向上游转移，龙头成本优势对抗周期。受到环保政策和供给侧改革影响，造纸原料价格持续上涨，推升纸价上行。行业并未对上涨的成本进行有效传导，产业链利润向上游转移。龙头纸企通过原料布局有效平抑周期波动的不利影响。短期来看，废纸系龙头受益于外废配额，单吨利润大幅提升。长期来看，龙头纸企依赖于新产能投放，有望持续获得稳定的原料来源。龙头纸企综合优势明显，长期建议战略配置。随着煤改气计划持续推进，我们认为值得注意的是：一方面由于天然气供给有限，煤改气的推进目前局限在少数城市；一方面供给侧改革大势不改，龙头纸企的表现将持续好于平均。

纸价高位催化包装行业整合，关注纸包龙头平台模式创新。我国纸包装行业市场空间广阔但集中度分散。受纸价高位、社零数据下滑压制消费需求所制约，包装小企业因资金及成本压力被迫出清，市场份额向龙头加速集中。基于行业上下游均有承压，我国纸包龙头纷纷探索整体解决方案赋能行业发展，同时探索解决行业痛点的供应链平台进行轻资产扩张。目前来看创新分为两种类型：一类是通过智能化包装产品达到物流回溯和可跟踪，提升产品附加值；一类是建立云平台整合上游包材及第三方供应商，从而为客户提供性价比较高的集成服务。

风险提示：纸价涨幅低于预期，地产调控超预期，环保不及预期。

（证券分析师：史凡可 证券分析师：马莉）

## 推荐个股及其他点评

**新高教集团 (02001): 增资广西新校股权至 51%, 外延再下一城****投资要点**

事件: 公司日前发布公告, 已订立股权转让及增资协议, 将北京大爱咨询持有的嵩明新巨股权由 45% 增至 51%, 其中嵩明新巨持有目标广西学校举办者 100% 权益。18 年 6 月, 北京大爱咨询 (公司综合联属实体) 以代价 1.17 亿元认购嵩明新巨 45% 股权, 于 18 年 9 月同意向嵩明新巨提供 0.30 亿贷款 (将于 19 年 1 月 1 日或更早时间转换为股本), 交易完成后公司将合计持股嵩明新巨 51% 股权。目标学校将与公司订立结构性合约, 预计今年完成全部交易事项后实现并表。

目标学校地处高等教育资源稀缺的广西地区, 未来增长潜力较大: 目标学校包括广西英华国际职业学院 (大专)、广西钦州英华国际职业学校 (中职)、广西英华国际职业学校附属中学 (高中) 3 所学校, 其中大专学校升本计划已纳入广西壮族自治区 “十三五” 高校设置规划并经教育部备案, 计划未来获得本科学历教育办学许可。17/18 学年目标学校学生人数 8,434 人 (yoy+5.14%), 17FY 实现税后溢利净额 18.36 百万元 (yoy+110%)。

1) 广西地区高等教育资源稀缺, 毛入学率低于全国水平。广西地区高校数量较少, 16 年广西共 74 所普通高校, 对应每百万人高校数 1.53 所, 位列全国 31 个省份中第 27 位, 属于高等教育资源较为稀缺的省份。从毛入学率来看, 广西 2017 年毛入学率 35.0%, 远低于 17 年全国整体毛入学率 45.7% 水平, 该省份 “十三五” 规划计划至 2020 年将毛入学率提升至 40%, 毛入学率刚性提升将带来较大需求潜力。

2) 目标学校所处经济区位优势明显。目标学校所在的北部湾经济开发区为广西壮族自治区 “一带一路” 重点发展区域, 也是广西经济发展最快的区域。该校凭借面向中国-东盟自贸区以及毗邻珠三角经济圈的区位优势, 已与国内外 500 家名企合作打造人才培养计划, 17 年实现总体就业率 95.94%。

3) 借力集团强大的集团化管理能力, 并购整合后运营能力提升可期。我们认为广西学校被并购后, 可充分借助新高教集团强大的集团化管理能力以及并购整合能力, 其品牌美誉度、招生成本控制、教师队伍建设等方面均有提升空间, 运营能力进一步提升可期。

我们如何看公司未来的成长性? 除本次收购的广西学校外, 新高教集团自 15 年起陆续收购 (投资) 5 所学校, 均未实现并表, 我们预计除兰州理工大学甘肃学院外的 4 所投资学校于 18 年并表, 从成长性来看, 华中学校 (5709 人)、新疆学校 (3746 人) 目前仅两届在校生, 未来人数增长为主要驱动力; 东北学校 (9355 人) 增长主要由生均个位数提费驱动, 河南学校 (18243 人) 未来计划降低中专生比例, 学生结构优化提升人均学费。

盈利预测与投资评级: 不考虑四所学校并表影响, 假设东北学校及华中学校利润仍以服务费形式计入公司其他收入及收益, 预计公司 2018-2020FY 营业总收入为 4.9、5.8、6.8 亿元, 同比增长 19.1%、17.8%、17.5%; 归母净利润为 2.9、3.6、4.3 亿元, 同比增长 25.9%、21.3%、20.0%, 当前市值对应 PE 21X、17X、14X。考虑四所学校并购影响, 并假设 1) 四所学校均于 18 年 9 月并表; 2) 18 年东北学校及华中学校未并表部分利润仍以服务费形式计入其他收益及增益; 3) 备考利润不考虑资金成本, 预计公司 2018-2020FY 备考利润为 3.1、4.2、5.1 亿元, 同比增长 32.6%、

43.1%、42.7%，当前市值对应 PE 20X、15X、12X，处于可比公司中游水平，考虑到公司并购项目持续落地贡献业绩，当前时点维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，并购整合进度低于预期的风险，港股波动性较大

（证券分析师：马莉 证券分析师：林骥川 证券分析师：汤军 证券  
分析师：张良卫）



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>