

## 行業主題

### 傳媒：職教兩巨頭聚首資本市場，探尋中公華圖成長性

中公教育及華圖教育2015-2017年營收CAGR分別達39%，30%，歸母淨利CAGR分別為81%，33%，我們測得中公教育未來三年承諾業績增速分別達77%、40%、27%，複合增速約33%。我們判斷未來中公及華圖未來仍有望實現較高的業績增速：

人才招錄培訓行業仍保持較高行業增速，龍頭享行業紅利：我們測算得出公務員招錄培訓、事業單位招錄培訓及教師招錄考試培訓三類培訓2020年合計預計達到515億收入，收入複合增速約為26%。線上教育及雙師模式有望提升企業毛利率：中公教育及華圖教育2015-2017年線上業務收入CAGR分別為120%及40%。考慮到線上教育邊際成本較低，我們預計線上培訓業務的成本增速有望低於收入增速，預計隨著線上培訓人次增加，線上培訓業務毛利率有望逐步提升。此外，我們認為，隨著雙師模式的開展，毛利率有望進一步提升。

中公及華圖已逐步構建標準化培訓體系，並已初步實現從公務員培訓向會計等職教品類拓展，管理經驗得以成功複製。目前職業教育市場集中度仍較分散，華圖及中公未來對接資本市場，資本推動有望助力企業加速產品迭代，隨著市場集中度提升，龍頭企業有望憑藉規模、資金、技術等優勢，不斷擴大市場份額。

風險提示：市場競爭風險、業務擴展風險、人力資源短缺及流失的風險、匯率波動風險、《民辦教育促進法》具體地方政策落地時間不及預期風險。

### 銀行：存款偏離度的前世今生——監管政策解讀系列之三

指標由來：貸存比監管引發存款競爭。由於貸存比實質是由貨幣創造方式決定的：如果央行以再貸款投放基礎貨幣，則居民/企業部門的存款都是由貸款創造而來；如果央行投放基礎貨幣主要靠外匯占款，則是先有存款後有貸款。面對指標壓力，銀行季末拉存款大戰愈演愈烈，而行業貸存比指標也不會有所改善。監管為緩解銀行“拉存款”競爭，在存貸比2015年降為監測指標前於2014年銀監會發佈了《關於加強商業銀行存款偏離度管理有關事項的通知》，要求存款偏離度不得超過3%。本次調整：改善存款偏離度帶來的新問題。與此前發佈的銀監辦發〔2014〕236號相比，本次發佈的文件的變化主要在於：1、存款偏離度從3%提升至4%，簡化季末存款偏離度的計算；2、取消“禁止高息攬存”表述；3、進一步完善監管檢查措施。

原因一：實際操作中3%的存款偏離度紅線對銀行挑戰較大。近年來隨著利率市場化的推進、貨幣基金等資管產品的發展、銀行負債工具的多元化、資金跨行轉帳交易的便捷性提升，使得銀行存款的

可測性下降。如果萬一遇到月末、季末市場變化，銀行臨時調整存款偏離度的壓力較大。因而，本次監管政策調整將存款偏離度指標要求從3%放寬到了4%。

原因二：原有季末存款偏離度限制存款正常增長。原有的季末存款偏離度算法實質是要求季末月份的存款增長越來越慢——這在當時季末月份存款非正常增長的時候確有必要。在2011-2014年，銀行季末月存款環比增速平均值為2.30%，比平均月增速快1.33個百分點。但在目前季末月份存款增速已正常化的背景下，原有的季末存款偏離度算法制約了銀行存款的合理增長。所以本次發文中，將季末月份算法調整到與其他月份一致。

我們認為文件發佈之後，銀行負債管理的難度將有所下降，有利於銀行負債端成本的穩定。預計未來隨著利率市場化進一步推進，存款偏離度指標的監管會進一步淡化，這將使得銀行存款時點控制壓力下降，有利於負債成本的穩定。當前銀行板塊2018Q1的PB估值為0.90倍，價值相對低估，給予行業“增持”評級。公司推薦光大銀行（股份制銀行中撥備前利率增速最高、PB估值偏低），建議關注建設銀行（大行中資產質量最優、淨利息收入增速最高）。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

## 石油天然氣：聚酯：供需改善，盈利提升

我國是全球最大的聚酯生產國，下游需求穩定增長。根據卓創數據統計，2017年我國聚酯產品總產能5537萬噸/年（占全球總產能約50%），同比增長229萬噸/年（+4.31%）；開工率75.1%，同比提高3.5個百分點。2010-2017我國聚酯表觀消費量年均複合增速6.4%，貢獻全球50%以上需求增量。聚酯產品中非纖聚酯占比提升。根據卓創數據統計，2017年，我國聚酯產量中，民用滌綸長絲、短纖各占比62.5%、12.0%，較2010年分別下降3.2和2.2個百分點；非纖聚酯（PET瓶級、BOPET）占比提升4.7個百分點至21.9%，但與歐美日等發達地區65%左右的非纖產品占比仍有一定差距。

民用長絲：新增產能增速放緩，下游需求回暖。根據卓創數據，2017年民用絲國內產能3487萬噸/年，產能增速放緩，前六大龍頭產能占比近40%；下游紡織服裝需求回暖，供需改善，2017年價格上漲20%，價差擴大27%。2018-2019年計劃新增產能約540萬噸/年，以龍頭擴產為主，行業集中度有望進一步提升，龍頭議價能力增強。

滌綸短纖：景氣回升推動新一輪投產。根據卓創數據，2017年短纖國內總產能676萬噸/年，產能維持穩定，前四大龍頭產能占比40%；下游紡織服裝需求回暖，行業供需改善，2017年價格上漲20%，價差擴大30%。景氣上行推動行業新一輪擴產來臨，2018-2019年計劃新增產能126萬噸/年，以龍頭擴產為主。

滌綸工業絲：行業集中度高，高盈利引投資關注。全球60%以上工業絲產能集中在中國。根據卓創數據，2017年國內總產能229萬噸，維持穩定，前四大龍頭產能占50%以上。2017年滌綸工業絲景氣明顯回升，價格上漲35%，價差擴大82%。高景氣引來投資關注，根據卓創數據，預計2018年新增產能23萬噸/年。

聚酯瓶片：下游需求維持較快增長。根據卓創數據，2017年國內聚酯瓶片產能837萬噸/年，同比增長10.6%，前六大龍頭產能占比81%。下游軟飲料、片材需求維持快速增長，2010-2017年表觀消費量複合增長率8.3%。2017年瓶片價格上漲19%，價差擴大9%。2018年龍頭計劃新增產能170萬噸/年，產能集中度進一步提高。

BOPET：光學、電子領域需求快速增長。作為聚酯偏高端型產品，BOPET近年來產銷量快速增長。根據卓創數據，2017年產能308萬噸/年，前六大龍頭產能占比37%；光伏、光學領域需求快速增長，2017年價格上漲18%，價差擴大14%。未來受益智能電子設備的快速擴張，BOPET具有較強成長性。

聚酯行業產業結構調整，鼓勵發展差別化、功能性和新型聚酯產品。我國鼓勵聚酯行業進行產業結構調整，重點引導東部地區企業強化對現有產能的升級改造和兼併重組，提高技術水平、質量和效益。我國聚酯纖維差別化率在過去幾年快速提升，由2005年35%提高至2015年68.9%。

風險提示。油價大幅波動；產品價格大幅波動；產品新增產能增速高於預期；下游需求不及預期；大煉化項目進展不及預期。

## 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。