

冠豪高新 (600433.SH) 造纸行业

评级：买入 首次评级

公司研究

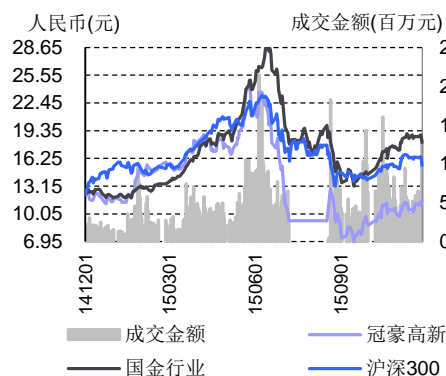
市场价格 (人民币): 11.60 元

目标价格 (人民币): 18.10 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,190.28
总市值(百万元)	14,747.26
年内股价最高最低(元)	24.18/6.95
沪深 300 指数	3556.99
上证指数	3436.30



“营改增”奠定业绩厚基，彩票、国改打开市值空间

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.13	0.11	0.03	0.13	0.45
每股净资产(元)	1.41	1.47	1.50	1.59	1.91
每股经营性现金流(元)	0.08	0.11	0.06	-0.31	-0.66
市盈率(倍)	82	112	349	91	26
行业优化市盈率(倍)	42	54	70	70	70
净利润增长率(%)	-23.92%	-18.13%	-66.45%	284.89%	253.30%
净资产收益率(%)	9.19%	7.19%	2.37%	8.61%	25.26%
总股本(百万股)	1,190.28	1,190.28	1,271.32	1,271.32	1,271.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **增值税发票用纸独家供应商，独享“营改增”厚礼：**公司从 1996 年起被指定为增值税专票防伪无碳纸独家供应商；2013 年，公司亦独家中标增值税普票防伪无碳纸采购项目。“营改增”是税制改革的必然趋势，原计划在“十二五”规划期间全面完成。现仍有建筑业、房地产业、金融业和生活服务业仍未纳入“营改增”范畴，预计相关方案有望在 2016 年一季度发布，三季度生效，带来增值税发票约 320 亿份增量，推动公司业绩爆发式增长。
- **开拓互联网彩票及“互联网+税务”发票服务：**过去一年，彩票无纸化经历了从“风生水起”到“史上最严厉的整顿”，引发彩票总体销量显著下滑。2016 年是体育赛事大年，我们预计彩票无纸化将以此为契机实现由“乱”而“治”。公司新近成立互联网合资公司。央企背景和规模实力，将有助公司争取相关业务许可。此外，国税总局日前推出“互联网+税务”行动计划，我们预计公司基于增值税发票业务上与国税总局的长期、深度合作，或将会以适当身份参与该行动计划中与公司发票主业相关的“发票服务”。
- **或将受益于中国诚通的央企改革：**实际控制人中国诚通 2005 年被确定为国有资产经营公司试点企业，先后托管、接收多家央企以及参与多家央企和大型金融企业改制上市，在新一轮央企改革中有望获得发展新机遇。而中国诚通旗下上市公司均已披露力度颇大的国企改革方案，仅公司尚未有任何相关动作，未来或有望间接受益于中国诚通的央企改革。

估值和投资建议

- 我们预计公司 2015-2017 年完全摊薄后 EPS 为 0.03/0.13/0.45 元 (2014 年为 0.11 元)。考虑到公司主营的增值税发票用纸业务壁垒相对较高，2016 年开始放量，2018 年以后才进入稳定增长状态，并且计划中的彩票无纸化业务以及预期中的“互联网+税务”发票服务业务和国企改革等都能够一定程度上提升公司估值，我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 18.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- “营改增”全面落实进程低于预期；主要业务毛利率下滑；诚通中彩长期未获得相关业务许可；中国诚通的央企改革方案不达预期。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级	4
公司概况：中国中高端特种纸龙头企业	4
特种纸行业：品种多、增长快	8
中国无碳复写纸行业	9
中国热敏纸行业	9
中国不干胶标签材料行业	10
“营改增”临近攻坚收官，推动公司增值税发票用纸需求爆发式增长	11
增值税专用发票与普通发票概况	11
国家对增值税专用发票实行严格管理	12
冠豪高新同时是增值税专用发票和普通发票用纸的独家供应商	12
“营改增”是税制改革的必然趋势，现已临近攻坚收官阶段	12
在“营改增”即将全面落实的大背景下，公司将迎来跨越式发展机会	14
成立互联网合资公司，开拓互联网彩票及“互联网+税务”发票服务	15
备战彩票无纸化大市场	15
税总“互联网+税务”行动计划蕴含商机，关注公司参与的可能性	17
公司或将受益于中国诚通的央企改革	18
中国诚通有望在央企改革和整合中进一步发展壮大	18
公司或将受益于中国诚通未来的央企改革	18
风险因素	19
“营改增”全面落实进程低于预期	19
主要业务毛利率下滑	19
诚通中彩长期未获得相关业务许可	19
中国诚通的央企改革方案不达预期	19
盈利预测	19
关键假设	19
盈利预测	20

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	4
图表 2：冠豪高新 2014 年主营收入分解	5
图表 3：冠豪高新历史营运表现	5
图表 4：冠豪高新 2014 年营业利润分解	5
图表 5：冠豪高新近年盈利表现	5
图表 6：冠豪高新近年经营效率	5
图表 7：冠豪高新近年现金流和盈利能力	5
图表 8：冠豪高新股权结构	6
图表 9：冠豪高新主要产品	7

图表 10: 无碳复写纸产品	7
图表 11: 热敏纸产品	7
图表 12: 不干胶标签材料产品	7
图表 13: 无碳复写纸产品产销量 Ytd	8
图表 14: 热敏纸产品产销量 Ytd	8
图表 15: 不干胶产品产销量 Ytd	8
图表 16: 中国特种纸产量保持较快增长	8
图表 17: 中国特种纸消费量保持较快增长	8
图表 18: 中国无碳纸市场空间巨大	9
图表 19: 中国无碳纸行业竞争格局	9
图表 20: 中国热敏纸行业发展迅猛	10
图表 21: 中国热敏纸行业竞争格局	10
图表 22: 中国不干胶行业高速发展	10
图表 23: 中国不干胶行业竞争格局	10
图表 24: 增值税专用发票票样	12
图表 25: 增值税普通发票票样	12
图表 26: “营改增”试点进程	13
图表 27: 国家推进“营改增”的重要文件	14
图表 28: 无纸化售彩增速远超传统渠道 (2008-2014)	16
图表 29: 彩票无纸化停售, 彩票行业高速发展戛然而止 (2011-2015.9)	16
图表 30: 中国诚通股权结构简图	18
图表 31: 中国诚通旗下上市公司国企改革力度大	18
图表 32: 冠豪高新盈利预测	20

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司的核心业务是无碳纸、不干胶和热敏纸。我们认为其估值应该参考 A 股中从事造纸业务的公司。我们选取了晨鸣纸业、景兴纸业、太阳纸业、安妮股份、中顺洁柔、齐峰新材、民丰特纸、恒丰纸业和岳阳林纸等上市公司作为估值参考。可比公司 2015-2017 年预测 PE 均值分别为 242/65/64 倍。我们预计公司 2014-2017 年完全摊薄后 EPS 为 0.03/0.13/0.45 元（2014 年为 0.11 元）。考虑到公司主营的增值税发票用纸业务壁垒相对较高，2016 年开始放量，2018 年以后才进入稳定增长状态，并且计划中的彩票无纸化业务以及预期中的“互联网+税务”发票服务业务和国企改革等都能够一定程度上提升公司估值，我们给予公司 2017 年 PE 为 40 倍，对应目标价 18.1 元，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E			
000488	晨鸣纸业	8.69	130.90	0.26	0.45	0.68	0.91	33	19	13	10	1.2	51.8	0.6
002067	景兴纸业	10.29	112.57	0.01	0.01	0.05	0.09	1029	1240	210	114	3.9	108.3	9.5
002078	太阳纸业	5.49	139.26	0.20	0.26	0.34	0.34	27	21	16	16	2.3	19.3	1.4
002235	安妮股份	29.10	56.75	(0.47)	0.20	0.26	0.34	(62)	144	110	87	14.8	(189.2)	0.3
002511	中顺洁柔	10.07	49.01	0.17	0.19	0.30	0.43	59	54	33	23	2.1	36.5	1.6
002521	齐峰新材	11.14	55.11	0.65	0.55	0.70	0.93	17	20	16	12	1.8	12.7	1.3
600235	民丰特纸	11.00	38.64	0.01	0.04	0.13	0.05	1100	249	85	242	2.8	65.7	16.7
600356	恒丰纸业	10.77	32.17	0.32	0.31	0.33	0.36	34	34	32	30	1.9	4.5	7.5
600963	岳阳林纸	7.79	81.26	0.01	0.02	0.11	0.17	779	397	69	45	1.6	158.0	4.9
平均								385	242	65	64	3.6	29.7	4.9
600433	冠豪高新	11.60	147.47	0.11	0.03	0.13	0.45	110	345	90	26	7.8	62.4	1.8

来源：Wind，国金证券研究所 注：计算平均值时已剔除负值

公司概况：中国中高端特种纸龙头企业

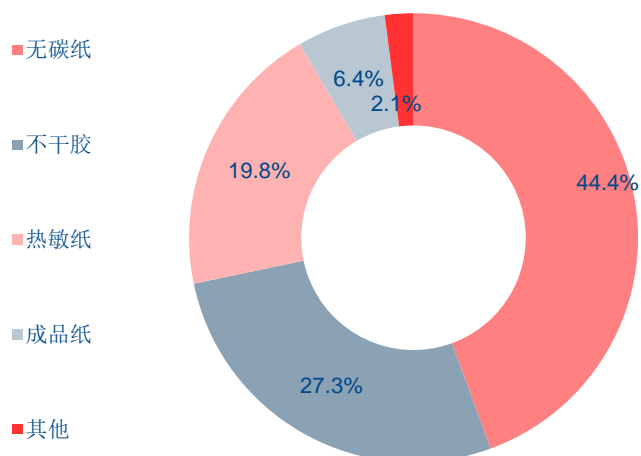
公司沿革：冠豪高新创立于 1993 年，总部位于广东湛江，2009 年成为央企控股孙公司。公司是中国造纸协会无碳纸热敏纸分会理事长单位，是国内首家大规模生产热敏纸的专业公司，也是国内生产设备及工艺最先进的大型无碳复写纸和不干胶标签材料生产基地。

管理层简介：公司董事长童来明先生于 2011 年上任，从 2005 年起出任中国纸业总经理及法定代表人。副董事长兼总经理黄阳旭先生为公司创始人。

股权结构：公司控股股东为中国纸业（持股 29.1%），实际控制人为央企中国诚通控股集团。创始人黄阳旭先生等通过湛江新亚实业持股 1.46%。

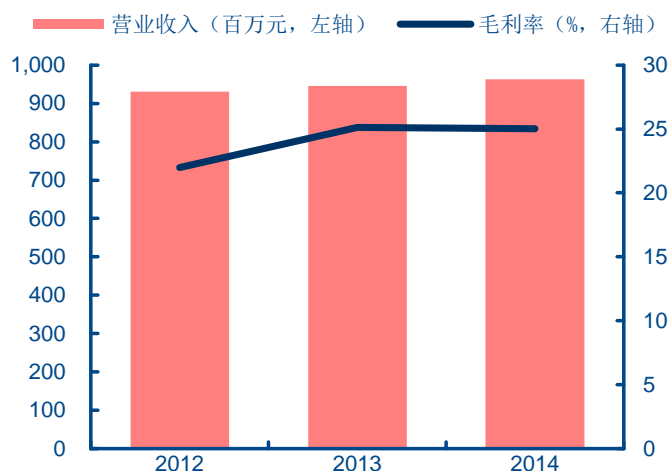
融资历史与大小非情况：2015 年 3 月，公司定向增发 8,104 万股，募资金额 7.01 亿元，其中中国纸业认购 3 亿元，锁定期 3 年。

图表 2: 冠豪高新 2014 年主营收入分解



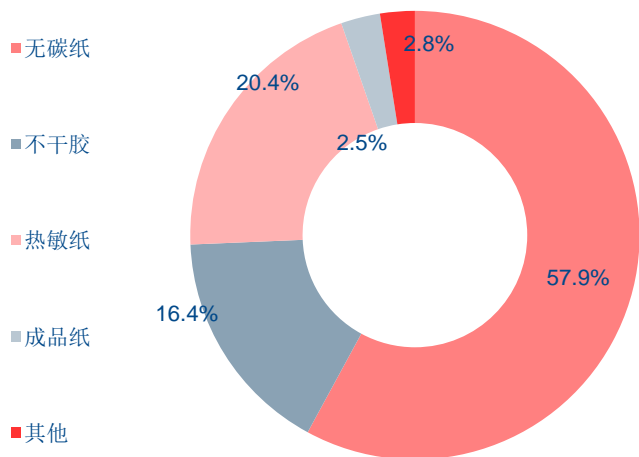
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 冠豪高新历史营运表现



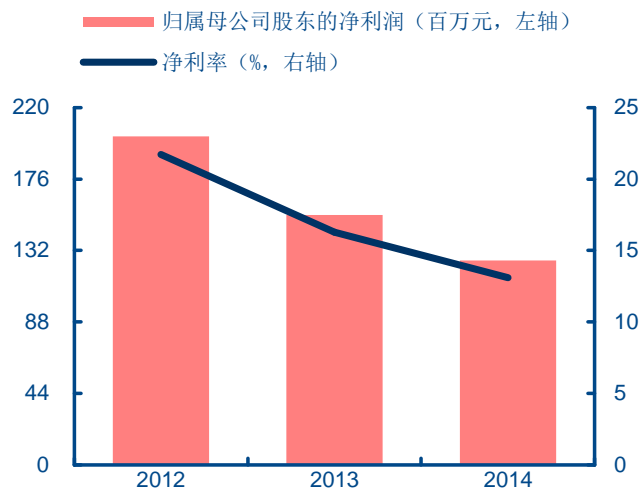
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 冠豪高新 2014 年营业利润分解



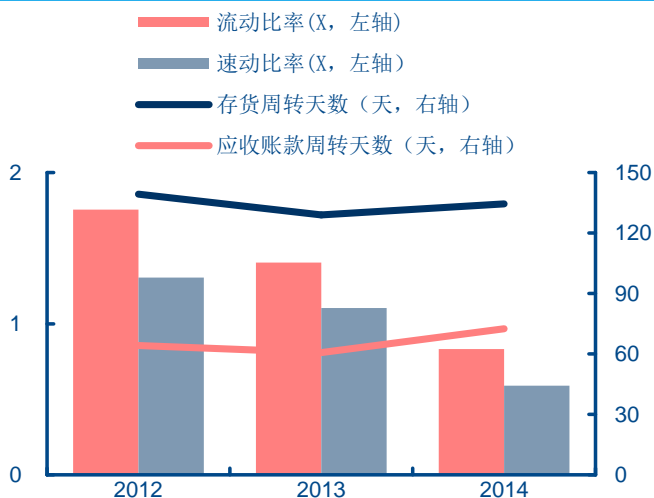
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 冠豪高新近年盈利表现



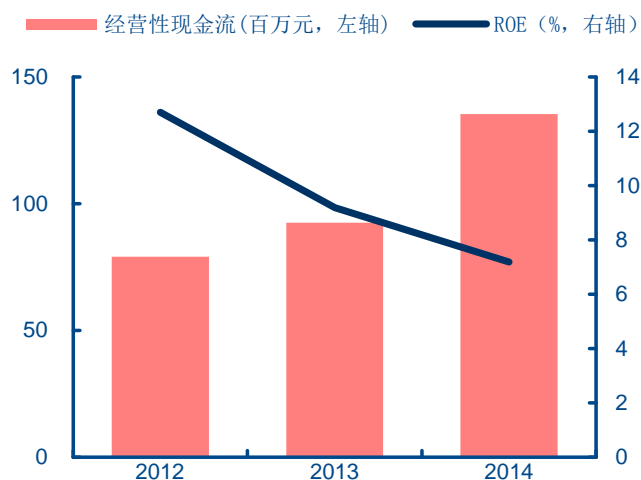
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 冠豪高新近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

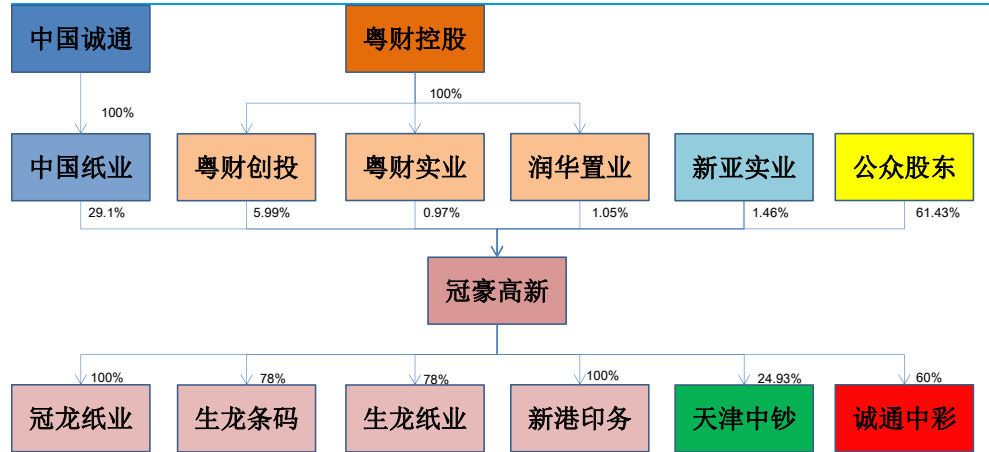
图表 7: 冠豪高新近年现金流和盈利能力



来源: Wind, 国金证券研究所

- **央企发展历程独特，管理层及业务骨干股权激励充分。**公司由副董事长兼总经理黄阳旭先生于 1993 年创立。1998 年，为推动上市而引入粤财控股（时为粤财信托）旗下三家公司入股（占股 51%），公司由民营企业转变为广东省属国资控股公司。公司于 1999 年完成股份制改造并于 2003 年 6 月上市，实际控制人粤财信托控股 31.88%。2009 年 12 月，中国纸业（时为中国物资投资总公司）以 2.76 亿元现金认购公司非公开发行股票 6,000 万股，成为公司控股股东，公司由此成为央企中国诚通集团旗下上市公司。目前，公司总股本 12.71 亿股，流通股占比 93.6%。其中，中国纸业持股 29.1%，粤财控股持股 8.01%，公司创始人黄阳旭先生等通过新亚实业持股 1.46%。此外，2013 年 1 月，公司高管团队十人共同通过黄阳旭先生个人账户在二级市场增持 332.5 万股（承诺锁定 1 年，占现总股本 0.26%）；2015 年 3 月，公司部分高级管理人员及核心员工在公司非公开发行中通过有限合伙企业湛江广旭源投资中心持有 502.3 万股（占现总股本 0.395%）。2015 年 8 月，公司推出员工持股计划（公司及下属子公司员工不超过 180 人参与；自筹 2,000 万元，1 倍杠杆设立专项资管计划，份额上线不低于 4,000 万份；黄阳旭先生为资管计划优先级份额的权益实现提供担保。该员工持股计划尚未实施）

图表 8：冠豪高新股权结构



来源：国金证券研究所整理

- **产能瓶颈已经突破。**过去五年，公司产能严重受限，营收几无增长，而盈利水平在产品结构高端化影响下有所提高。从 2011 年起，公司在“营改增”即将带来增值税发票用纸爆发式增长的大背景下开始规划湛江东海岛特种纸产业基地项目并启动非公开发行融资。该项目于 2014 年 4 月试生产后，公司已将原湛江老厂区的造纸和涂布生产线分批搬迁至新基地。新基地满产后，公司造纸和涂布能力将分别从原有的 6 万吨/年和 6.5 万吨/年提高至 18.5 万吨/年和 17.46 万吨/年。2014 年，受生产线搬迁的影响，公司无碳纸和热敏纸全年分切产量为 54,388 吨，较上年同期减少 9,907 吨（-18.2%），销售无碳纸和热敏纸 56,152.65 吨，较上年同期减少 8,142.29 吨（-14.5%），实现销售收入 61,855.70 万元，较上年同期减少 8,234.55 万元（-13.3%）；公司于 2008 年开始生产不干胶产品，于 2012 年成立不干胶事业部。2014 年，公司通过非公开发行融资启动浙江平湖不干胶材料生产基地，计划于 2016 年一季度试生产。届时，公司的不干胶产能将由 6.9 万吨/年提高至 18.15 万吨/年。2014 年，公司不干胶产品市场开拓效果明显，进一步释放了不干胶生产线的产能。2014 年全年生产不干胶产品为 23,288 吨，销售不干胶 21,370 吨，较上年同期增加 8,184 吨（+38.3%），实现销售收入 26,274 万元，较上年同期增加 8,369 万元（+31.9%）。2015 年前三季，由于东海岛新基地启用，在建工程转固带来折旧费用大幅增加以及原资本化利息计入财务费等因素而出现业绩下滑。

图表 9：冠豪高新主要产品

种类	特点	主要应用	公司产品简介
无碳复写纸	<p>1) 复写时免垫涂了油墨的复写层，直接复写显色；没有采用复写的碳料（油墨）成分，故名“无碳“纸</p> <p>2) 原理：无碳复写纸包括含显色剂和含发色剂的两种涂层；纸张受力时，发色剂微胶囊中的力敏色素和油溶液溢出，与显色剂接触后发生显色反应，起到复写作用。</p>	<p>主要用于税务、财政、邮政和银行等行业的商业表格（如发票、单据等）和压感型电脑打印纸</p>	<p>1) 普通无碳复写纸，包括“冠豪”、“豪正“和”豪印“牌高、中和低档三档品牌</p> <p>2) 特殊无碳复写纸。包括双色防伪、防伪纤维、热变防伪、防伪颗粒、多彩显色、正反双显和水印防伪无碳复写纸等种类，具备多重防伪功能</p>
热敏纸	<p>热敏纸是在基纸的表面涂布一层热敏涂料（变色层），受热后涂料熔融混合发生化学反应显色。可以在表面涂布保护层，防水、油、化学药品等对记录层的影响</p>	<p>可用在热敏传真机上作为传真纸；用在热敏打印机上作为打印纸，如心电图纸、银行排队条、彩票、收银和ATM 用纸等等</p>	<p>1) 传真型热敏纸、收银型热敏纸、印刷型热敏纸、耐久型热敏纸、特种热敏纸等系列产品</p> <p>2) 其中公司自主研发的拥有自主知识产权的三防热敏纸，耐久性热敏纸防，属热敏纸产品系列的高端产品</p>
不干胶标签材料	<p>也叫自粘标签材料，是以纸张、薄膜或其它特种材料为面料，背面涂有胶粘剂，以涂硅保护纸为底纸的一种复合材料</p>	<p>广泛应用于个人护理产品标签、食品标签、医药标签、服装吊牌标签、物流领域条码标签等</p>	<p>1) 铜版纸类不干胶、热敏纸类不干胶、膜类不干胶及其它类（格拉辛离型纸、透明PET 离型底材及其它离型底材）等系列产品</p> <p>2) 热敏纸类不干胶均采用公司自主开发生产的热敏纸作面材</p>

来源：国金证券研究所整理

图表 10：无碳复写纸产品



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 11：热敏纸产品



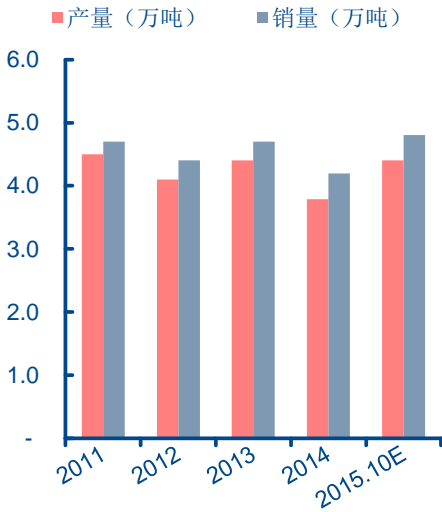
来源：公司网站，国金证券研究所

图表 12：不干胶标签材料产品



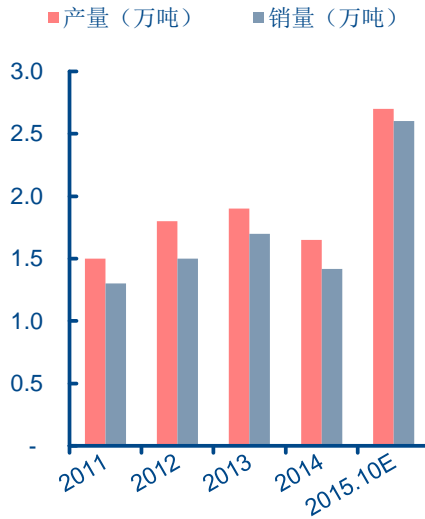
来源：公司网站，国金证券研究所

图表 13: 无碳复写纸产品产销量 Ytd



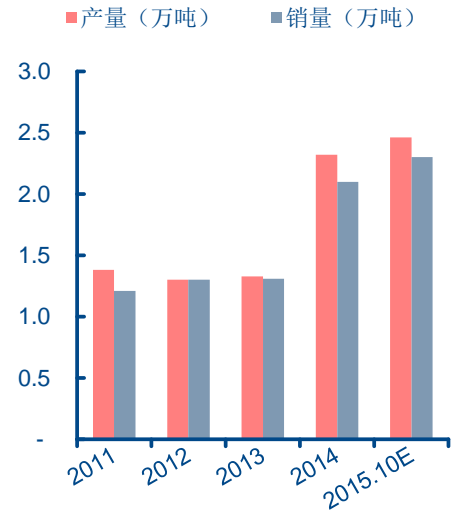
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 热敏纸产品产销量 Ytd



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 不干胶产品产销量 Ytd

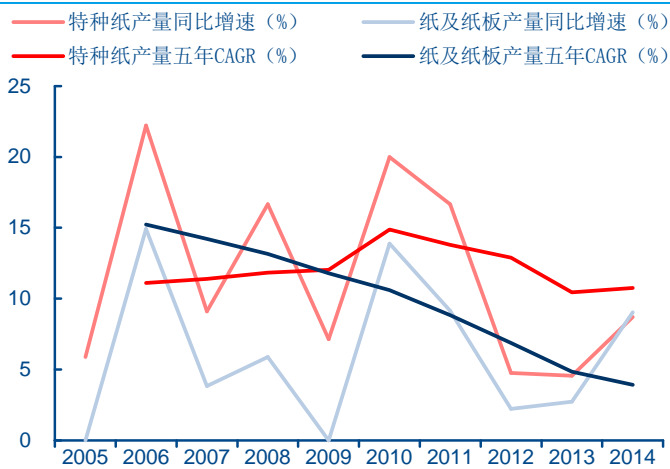


来源: 公司公告, 国金证券研究所

特种纸行业: 品种多、增长快

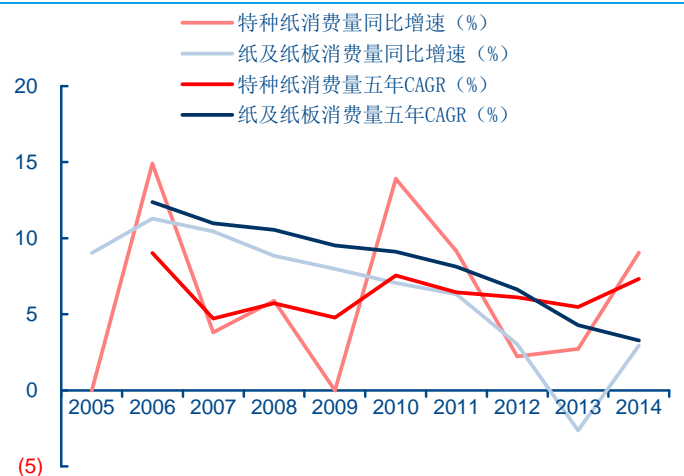
- **特种纸问世晚, 发展快。**特种纸是各种产量较小的特殊用途纸或艺术纸的统称, 最早起源于美国国立现金出纳机公司于 1954 年研制成功的无碳复写纸。20 世纪 60 年代以后, 无碳纸开始逐步推广使用, 其它品类的特种纸不断地推出, 至今共有约 3,000 种特种纸面世。
- **中国特种纸行业持续保持快速发展。**近十年, 中国的特种纸的生产量和消费量基本都保持高于造纸行业整体的同比增速。2014 年, 中国特种纸生产量为 250 万吨, 五年 CAGR10.76% (同期全部纸及纸板 CAGR3.92%), 消费量为 205 万吨, 五年 CAGR9.04% (同期全部用纸 CAGR2.95%)。特种纸的消费量占全部用纸量的比例已经提升到 2.04%。与我国普通纸及纸板出口量大于进口量的情况相比, 国内特种纸仍然处于进口与出口基本持平状态, 特别是部分高端产品还基本上全部依赖进口。在国内特种纸整体需求旺盛的情况下, 国内特种纸企业的供应能力尚有不足。

图表 16: 中国特种纸产量保持较快增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 中国特种纸消费量保持较快增长

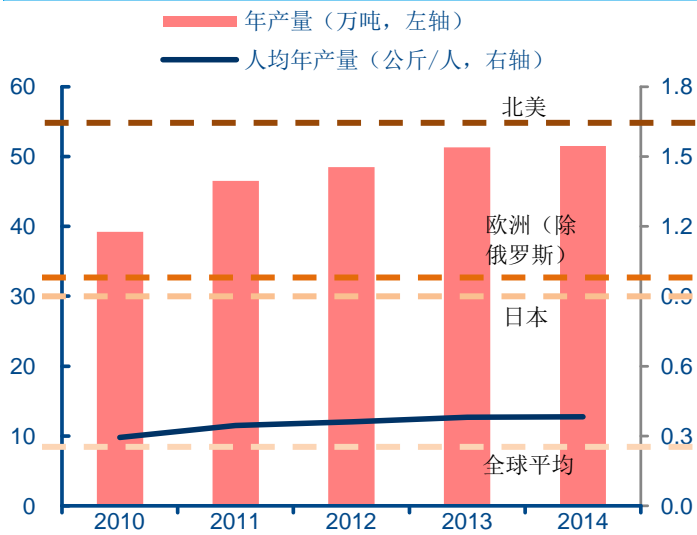


来源: Wind, 国金证券研究所

中国无碳复写纸行业

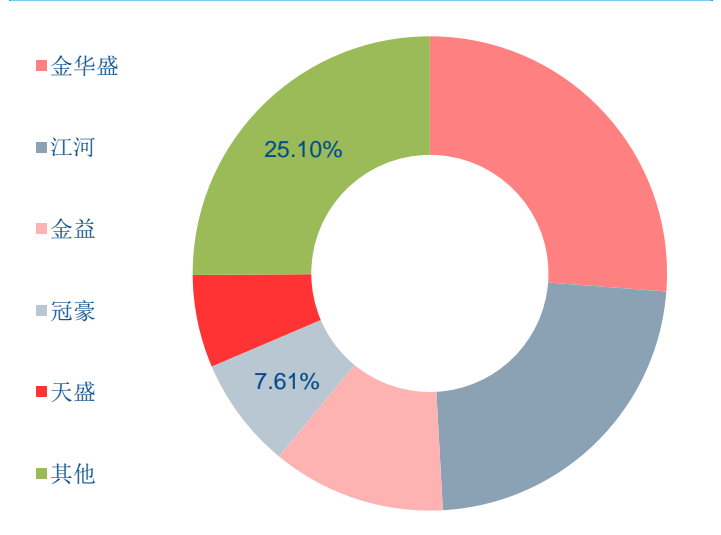
- 无碳复写纸是一种新型复写纸，由上纸、中纸和下纸三种纸页组成，具有自主发色复写的功能，较原有通过有色复写纸进行多页复写的方式更清洁、方便、字迹清晰、复写份数多，特别适用于电脑打印，因此被广泛应用于制作税务、邮政、银行、海关、商检、港口、铁路、保险和证券等单据和票证，市场需求量大，是国内近年消费增长最快的纸张品种之一。
- 中国的无碳复写纸行业起步较晚，1986年才在上海从南斯拉夫引进无碳纸生产线，建立国内第一家无碳纸厂。此后，广东、山东和江苏等多地都引进了先进无碳纸生产线。2010年，中国无碳纸人均产量为0.29公斤/人，仅略高于2006年全球平均水平的0.28公斤/人，而远远低于发达经济体水平（北美1.64公斤/人、欧洲（不含俄罗斯）0.95公斤/人、日本0.90公斤/人）。若以无碳纸消费量占各类纸张消费量2%的全球平均水平测算，2014年中国纸及纸板消费量为10,071万吨，则无碳纸市场的潜在需求超过200万吨，而同期总生产量仅为51.5万吨，中国的无碳纸市场还有广阔的成长空间。经过多年的市场竞争，目前中国无碳纸市场份额已经高度集中。2014年，国内无碳复写纸行业产能前五强依次为：金华盛、江河、金益、冠豪高新和天盛，CR5接近75%。

图表 18：中国无碳纸市场空间巨大



来源：中国造纸协会，国金证券研究所

图表 19：中国无碳纸行业竞争格局

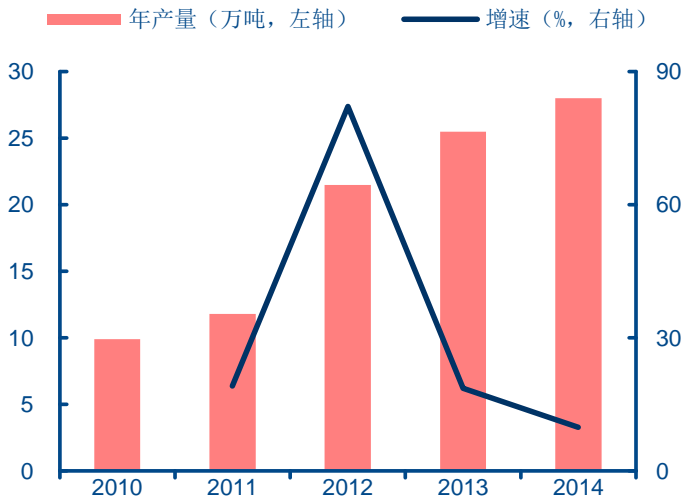


来源：中国造纸协会，国金证券研究所

中国热敏纸行业

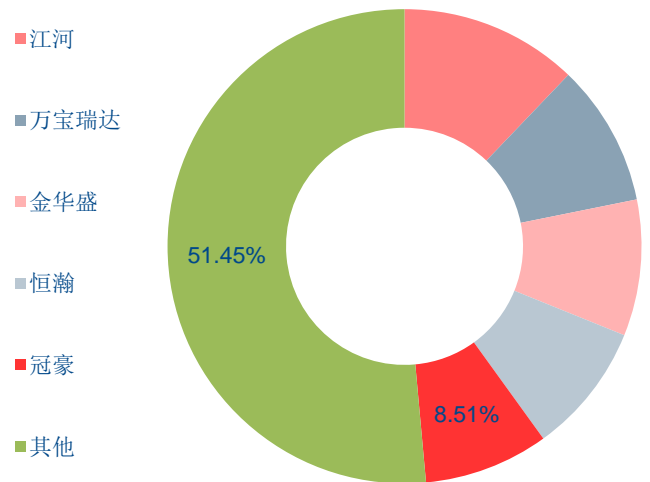
- 热敏纸是一种涂布含有成色材料的特种纸，经热信号激励而自身显色，用于各种信息记录，最早问世于二十世纪60年代初。随着技术的改进、创新和推广，热敏纸逐步在传真、收银、标签、票券以及仪器记录、计算机输出记录等广泛应用。
- 中国自上世纪90年代开始大规模生产热敏纸。二十多年来，中国企业除了依靠成本优势抢占部分中低端市场热敏纸市场以外，也正在彩票用纸等高端市场逐步实现进口替代。受技术和价格因素影响，热敏纸的消费结构呈现出金字塔形特征，即以防水、防油、防酒精等特性为表征的三防热敏纸、耐高温热敏纸和长效热敏纸占比较小，而中低端热敏纸市场份额较大。高端热敏纸目前主要应用于交通运输领域，以登机牌为例，其市场销量约占2%，但销售金额占比接近4%。中端热敏纸则以食品标签的应用为代表。目前，热敏纸中低端市场已接近成熟，竞争激烈，而高端热敏纸市场仍处于起步阶段，竞争尚不充分，国外品牌份额占比仍较高，国内厂商正在加大投入提升市场份额。2003年，中国热敏纸年产量首次突破1万吨，到2014年已经达到28万吨，CAGR35.4%。目前，国内热敏纸行业规模以上企业有20多家，产能前五强依次为：江河、万宝瑞达、金华盛、恒翰和冠豪，CR5接近50%。

图表 20: 中国热敏纸行业发展迅猛



来源: 中国造纸协会, 国金证券研究所

图表 21: 中国热敏纸行业竞争格局

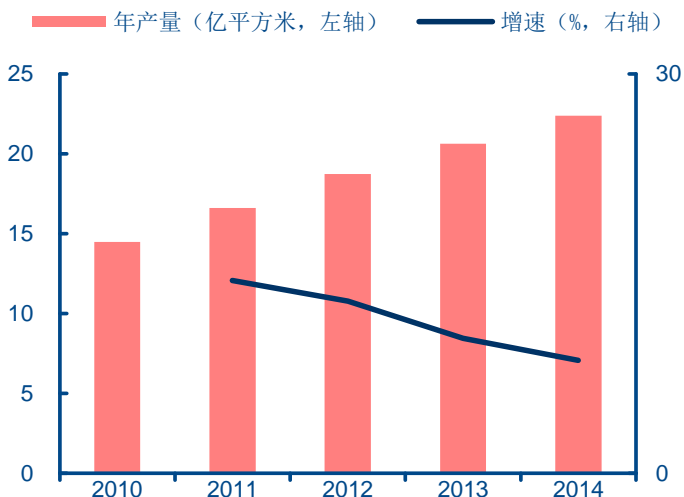


来源: 中国造纸协会, 国金证券研究所

中国不干胶标签材料行业

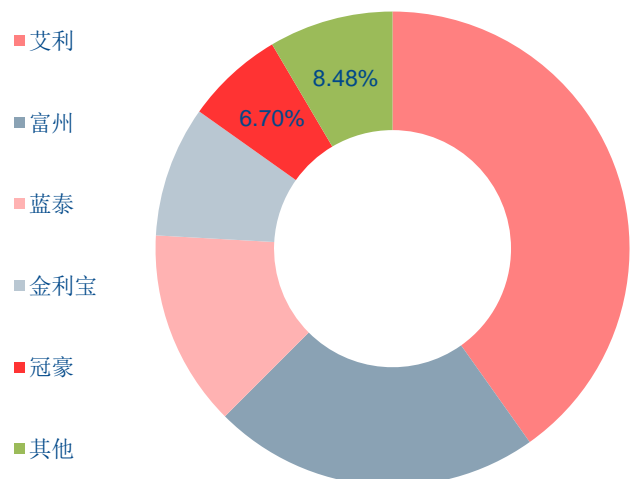
- 不干胶标签材料又称自粘标签材料, 是以纸张、薄膜或特种材料为面料, 背面涂有胶粘剂, 以涂硅保护纸为底纸的一种复合材料, 广泛应用于物流、医药、日化、食品、酒类等行业的可变信息标签、防伪标签及基础标签。
- 中国不干胶标签材料市场近 10 年来一直处于高速发展状态, 市场容量不断扩大, 年增速超过 20%。目前, 中国人均不干胶消费为 1.1-1.3 平方米/年, 与欧美地区 15-18 平方米/年的水平相比, 还有相当大的发展空间。国内不干胶材料生产企业较多, 但是仍以生产低端产品的中小企业为主, 中高端产品市场主要由外资企业垄断。2014 年, 中国市场不干胶产能前五强依次为: 艾利、富州、蓝泰、金利宝和冠豪, 其中富州和冠豪为内资企业, CR5 接近 92%, 市场高度集中。

图表 22: 中国不干胶行业高速发展



来源: 中国印刷协会, 国金证券研究所

图表 23: 中国不干胶行业竞争格局



来源: 中国印刷协会, 国金证券研究所

“营改增”临近攻坚收官，推动公司增值税发票用纸需求爆发式增长

增值税专用发票与普通发票概况

- 发票，是指在购销商品，提供或者接受服务以及从事其他经营活动中，开具、收取的收付款项凭证。现行税制下，发票分为普通发票、增值税专用发票和专业发票三大类。其中，普通发票包括增值税普通发票和营业税发票。增值税专用发票是由国家税务总局监制设计印制的，只限于增值税一般纳税人领购使用的，既作为纳税人反映经济活动中的重要会计凭证又是兼记销货方纳税义务和购货方进项税额的合法证明；是增值税计算和管理中重要的决定性的合法的专用发票。
- 增值税专用发票是为了推行增值税制度而使用的发票，与日常经营过程中所使用的普通发票相比，有如下区别：
 - 1、 印制要求不同：增值税专用发票由国务院税务主管部门指定的企业印制；其他发票，按照国务院主管部门的规定，分别由省、自治区、直辖市国家税务局、地方税务局指定企业印制。未经前款规定的税务机关指定，不得印制发票。
 - 2、 使用主体不同：增值税专用发票一般只能由增值税一般纳税人领购使用，小规模纳税人需要使用的，只能经税务机关批准后由当地的税务机关代开；普通发票则可以由从事经营活动并办理了税务登记的各种纳税人领购使用，未办理税务登记的纳税人也可以向税务机关申请领购使用普通发票。
 - 3、 内容不同：增值税专用发票除了具备购买单位、销售单位、商品或者服务的名称、商品或者劳务的数量和计量单位、单价和价款、开票单位、收款人、开票日期等普通发票所具备的内容外，还包括纳税人税务登记号、不含增值税金额、适用税率、应纳增值税额等内容。
 - 4、 联次不同：增值税专用发票分为三联次和六联次两种。第一联为发票联（用于购买方记账），第二联为抵扣联（用作购买方扣税凭证），第三联为记账联（用于销售方记账），六联次的其他三联为备用联，分别作为企业出门证、检查和仓库留存用；增值税普通发票的格式、字体、栏次、内容与增值税专用发票完全一致，按发票联次分为两联票和五联票两种。基本联次为两联，第一联为记账联，销货方用作记账凭证；第二联为发票联，购货方用作记账凭证。此外为满足部分纳税人的需要，在基本联次后添加了三联的附加联次，即五联票，供企业选择使用。
 - 5、 作用不同：增值税专用发票不仅是购销双方收付款的凭证，而且可以用作购买方扣除增值税的凭证；而普通发票除运费、收购农副产品、废旧物资的按法定税率作抵扣外，其他的一律不予作抵扣用。
- 为加强对增值税一般纳税人开具普通发票的管理，全面监控一般纳税人销售额，从 2005 年 8 月份起，一般纳税人（不含商业零售）开具的普通发票纳入增值税防伪税控系统开具和管理，亦即一般纳税人可以使用同套增值税防伪税控系统同时开具增值税专用发票、增值税普通发票和废旧物资发票等（简称“一机多票”）。“一机多票”系统使用的普通发票统称为“增值税普通发票”。

图表 24：增值税专用发票票样



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 25：增值税普通发票票样



来源：百度图片，国金证券研究所

国家对增值税专用发票实行严格管理

- **增值税专票的管理等同甚至超过钞票。**中国自 1979 年开始试行增值税，于 1984 年、1993 年和 2012 年进行了三次重要改革。现行的增值税制度是以 1993 年 12 月 13 日国务院颁布的国务院令第 134 号《中华人民共和国增值税暂行条例》为基础的。当时主管经济工作的朱镕基副总理在税制改革的准备阶段就指出：“要像对待钞票一样管好专用发票”，他对发票，特别是增值税专用发票的高度重视和具体指导包括发票的设计、印制、保管、监督和打击涉票犯罪、新闻媒介宣传以及提高科技手段等诸多方面。由于专用发票的报销和抵扣税款的双重功能，社会上一度出现造假专用发票的现象，他又指出：“伪造假增值税专用发票危害极大，（比伪造假钞票危害要大得多）”。从而使得增值税专用发票的管理严格程度处于与钞票同等甚至超过的位置。
- **国税总局指定定点纸厂供应专票防伪专用纸。**在增值税制度施行初期，增值税发票的生产印制分散于各省、自治区、直辖市税务局以及各计划单列市，有些地区仍采用普通发票用纸。1994 年 1 月 4 日，国家税务总局发布《关于印制增值税专用发票必须使用统一规定的防伪专用纸的紧急通知》，要求全部采用总局定点纸厂生产的统一专用发票防伪专用纸，原发票用纸印制的增值税专用发票和半成品，一律封存保管，不得继续使用和对外发放。

冠豪高新同时是增值税专用发票和普通发票用纸的独家供应商

- **公司是增值税专票用纸的指定独家供应商。**从 1996 年起，国税总局指定公司独家生产增值税专用发票专用无碳复写纸，由中国印钞造币总公司独家印制。两家单位在增值税专票的造纸和印制环节分别或联合研发了多项防伪技术。按照相关规定，增值税专票每 5 年改版一次，最近一次改版在 2014 年进行。严格的管理、与中钞联合制定的标准保证了专票的指定生产印制合作关系能够保持长期稳定。
- **公司亦是目前增值税普票用纸的独家供应商。**增值税普票由于不具备抵扣税款的功能，因此其生产和印制通过社会化方式进行。最近一次招标在 2012 年进行，国税总局于 2013 年 1 月 25 日在中国税务政府采购网发布了《国家税务总局增值税普通发票专用防伪无碳复写纸采购项目中标公告》，公司独家中标。

“营改增”是税制改革的必然趋势，现已临近攻坚收官阶段

- **增值税取代营业税是国际发展趋势。**营业税的征收目标主要是提供应税劳务、转让无形资产或销售不动产的单位和个人，一般以营业收入全额为计税依据，实行比例税率；增值税是以商品（含应税劳务）在流转过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种流转税。从计税原理上说，增值税是对商品生产、流通、劳务服务中多个环节的新增价值或商品的附加价值征收的一种流转税。增值税实行价外税，也就是由消费者负担，有增值才

征税没增值不征税。由此可见，营业税容易重复征收，造成税负的不合理、不公平和不正义。目前，全球共有 170 多个国家征收增值税，而仅有少数国家征收营业税。在经济发展以及整体环境的国际化的新形势下，将增值税征税范围扩大至全部的商品和服务，以增值税取代营业税，逐步实现对于货物和劳务征收统一的间接税，使增值税覆盖绝大多数货物和劳务，符合国际惯例。

- **多个行业已经纳入“营改增”试点。**我国的“营改增”历程开始于 2010 年 10 月召开的十七届五中全会，会议提出了加快财税体制改革的要求，由此开启了营改增的序幕。“营改增”进程基本可以分为三个阶段：第一阶段，在个别行业、个别地区进行试点，以 2012 年 1 月 1 日上海市试点交通运输业和部分现代服务业试点“营改增”为标志；第二阶段，选择部分行业在全国范围内进行试点，以 2014 年 1 月 1 日铁路运输业和邮政业开启全国试点为起点；目前正处于第三阶段，即在全国范围内在所有剩余行业都落实“营改增”，主要包括建筑业、房地产业、金融业和生活服务业。

图表 26：“营改增”试点进程



来源：国金证券研究所整理

- **已试点行业总体减税红利明显。**“营改增”能够避免重复征税，完全实施后形成增值税下进销抵扣的闭环衔接，体现量能赋税和税收中性的原则，整体上能够体现减税效果，从长远看能够鼓励企业自主创新和推动产业结构升级，促进服务业发展，有利于社会分工体系的完善和中小企业发展。根据财政部税改司在《2014 年营改增工作进展情况》的统计，“营改增”试点户数明显增加，产业链减税效果持续体现。截至 2014 年底，全国营改增试点纳税人共计 410 万户，比 2013 年底的 270 万户增长 52%。2014 年全年超过 95% 的试点纳税人因税制转换带来税负不同程度下降，减税 898 亿元；原增值税纳税人因进项税额抵扣增加，减税 1,020 亿元，合计减税 1,918 亿元。
- **“十二五”期间全面推广“营改增”是既定计划。**“营改增”是党的十七届五中全会（2010 年 10 月）作出的重要部署，是“十二五”时期我国财税体制改革的一项重要任务（2011 年 3 月）。十八届三中全会决定（2013 年 11 月）和《深化财税体制改革总体方案》（2014 年 6 月）都对这项改革提出了明确要求。2014 年 7 月，在中共中央政治局会议审议通过了《深化财税体制改革总体方案》后，财政部部长楼继伟在接受新华社记者专访时，对该《方案》进行了详细解读，其中对“营改增”的论述为：增值税改革目标是按照税收中性原则，建立规范的消费型增值税制度。下一步营改增范围将逐步扩大到生活服务业、建筑业、房地产业、金融业等各个领域，“十二五”全面完成营改增改革目标，相应废止营业税制度，适时完成增值税立法。

图表 27：国家推进“营改增”的重要文件

时间	文件	涉及“营改增”内容
2010 年 10 月	十七届五中全会公报	加快财税体制改革
2011 年 3 月	十二五规划纲要	加快财税体制改革。积极构建有利于转变经济发展方式的财税体制。改革和完善税收制度。扩大增值税征收范围，相应调减营业税等税收，合理调整消费税范围和税率结构，完善有利于产业结构升级和服务业发展的税收政策
2013 年 11 月	中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定	深化税收制度改革，完善地方税体系，逐步提高直接税比重。推进增值税改革，适当简化税率 深化财税体制改革的目标是建立统一完整、法治规范、公开透明、运行高效，有利于优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的可持续的现代财政制度。重点推进 3 个方面的改革：改进预算管理制度，强化预算约束、规范政府行为、实现有效监督，加快建立全面规范、公开透明的现代预算制度；深化税收制度改革，优化税制结构、完善税收功能、稳定宏观税负、推进依法治税，建立有利于科学发展、社会公平、市场统一的税收制度体系，充分发挥税收筹集财政收入、调节分配、促进结构优化的职能作用；调整中央和地方政府间财政关系，在保持中央和地方收入格局大体稳定的前提下，进一步理顺中央和地方收入划分，合理划分政府间事权和支出责任，促进权力和责任、办事和花钱相统一，建立事权和支出责任相适应的制度。新一轮财税体制改革 2016 年基本完成重点工作和任务，2020 年基本建立现代财政制度
2014 年 6 月	深化财税体制改革总体方案	

来源：国金证券研究所整理

- **剩余四大行业“营改增”难度较大，或有望于 2016 年一季度纳入。**财政部税改司在《2014 年营改增工作进展情况》（2015 年 2 月）中披露，尚未改革的行业包括建筑业、房地产业、金融业和生活服务业，涉及 800 余万户企业，年营业税税额约 1.6 万亿元。这些行业户数众多、业务形态丰富、利益调整复杂，特别是其中房地产业、金融业的增值税制度设计更是国际难题，税率、计税方法、抵扣方式、纳税地点等税制要素的科学设计以及过渡政策的合理安排，事关营改增试点的平稳推进。因此，改革方案设计需十分慎重，既要统筹好增值税的中性原则与税收对经济的调节作用，又要兼顾到税制的统一性与各行业的特殊性，还要处理好营改增的减税与财政的可持续发展，凝聚各界对营改增的改革共识。财政部正在会同相关部门抓紧研究和论证试点方案，按程序报经国务院批准后适时付诸实施，力争“十二五”期间全面完成营改增的改革目标。2015 年 11 月 18 日，“2015 年汤森路透中国税务与贸易主题峰会”有关“营改增”大环境下企业面临的机遇与挑战的论坛预计，四大行业“营改增”方案有望在 2016 年一季度发布，三季度生效。

在“营改增”即将全面落实的大背景下，公司将迎来跨越式发展机会

- **独家供应商地位保证公司独享增值税发票用纸的爆发式增长。**营业税是地方税种，营业税发票的纸张生产和印制是由各省级财税部门安排进行，分散于全国众多纸厂和印刷厂。“营改增”全面落实以后，相关工作将全部收归国税总局负责管理。其中，专票指定由公司生产专用防伪无碳复写纸后交由中国印钞造币总公司印制，普票则由招标投标程序确定纸张供应商和印刷商，最近一次（2013 年）由公司独家中标普票专用防伪无碳复写纸的供应。目前，增值税纳税人包括制造业以及已试点的交通运输业、部分现代服务业、铁路运输业、邮政服务业和电信业。与剩余行业，尤其是生活服务业相比，前者使用增值税发票的特点在于用量相对较少、使用频度低而单份发票所含税额相对较大。因此，可以预见，剩余四大行业的“营改增”将带来增值税发票用纸的爆发式增长。2014 年，已纳入“营改增”的行业

只占营业税收入的 1/3 左右，增值税专票和普票的用量分别为 15 亿份和 12 亿份，而营业税发票的用量估计超过 320 亿份，这也意味着“营改增”全面落实后将带来增值税专票和普票用纸共约 320 亿份的增量。根据过往试点行业约 3 个月左右的过渡期测算，若剩余四大行业的“营改增”方案在 2016 年 1 季度顺利推出，则增值税发票用纸将在 3 季度开始放量增长，2017 年能够实现全部转换。

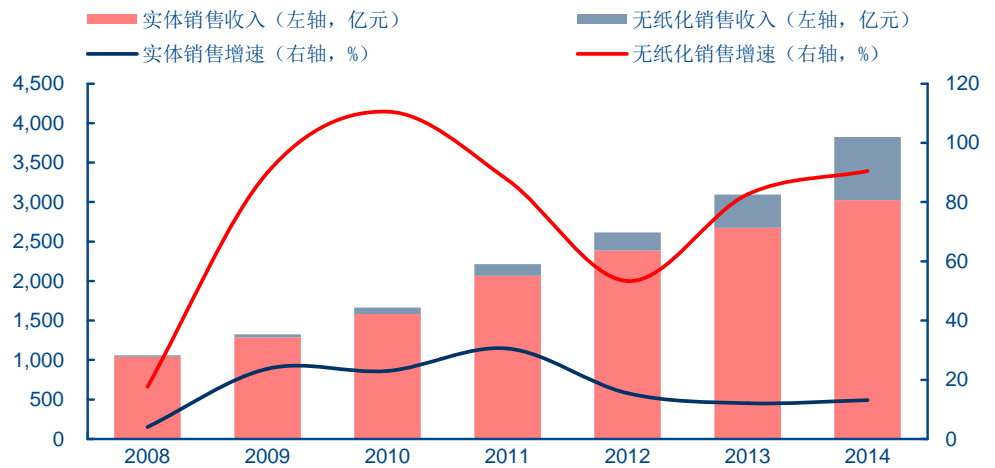
成立互联网合资公司，开拓互联网彩票及“互联网+税务”发票服务

- **成立互联网合资公司，并冠名“诚通”。**2015 年 6 月，公司将全资子公司北京冠豪科技注册资本增资至 5,000 万元，计划“以北京冠豪为平台开拓新业务，尤其是拓展处于行业领先地位或国内市场空白状态的产业，首次开拓目标拟定为互联网彩票业务”；8 月，北京冠豪与珠海民生中彩合资成立北京诚通中彩科技发展有限公司（注册资本 1 亿元，北京冠豪占股 60%），营业范围为“彩票销售收据系统研发与管理，互联网信息服务业务，彩票产品研发，彩票销售网点建设与管理，彩票营销技术推广与培训，呼叫中心业务”。该合资公司与公司实际控制人中国诚通的关系为“孙公司之孙公司”，但是却冠名为“诚通中彩”，显然意在未来开拓互联网相关业务时，能够最大限度地发挥背靠央企的优势。

备战彩票无纸化大市场

- **彩票无纸化，从“风生水起”到“史上最严厉的整顿”。**彩票无纸化，指的是通过互联网和电话（主要是移动终端）等渠道销售彩票，涉及的彩票游戏此前与线下投注站一致，未来将主要是专为这些无纸化渠道开发的彩票游戏。彩票无纸化在中国的发展经历了曲折的历程。2001 年前后，中国出现第一批专门进行网上投注的网站，其后随着门户网站的加入以及群体联合投注方式的普及，互联网售彩开始形成一定的规模。由于互联网本身的安全性问题、彩票的跨区域销售问题以及部分网上投注网站恶意截流彩票销售款等问题，财政部于 2002 年 3 月发布《彩票发行与销售管理暂行规定》，规定跨省级行政区域发行和销售彩票须由彩票发行机构报财政部批准，并禁止利用因特网发行销售彩票。其后财政部、公安部、民政部、信息产业部和国家体育总局于 2007 年 11 月 6 日发布了《2007 年第 36 号公告》，停止非彩票机构主办网站彩票销售业务，整顿彩票机构利用互联网销售彩票业务，规范互联网销售彩票。12 月 24 日，财政部、民政部和体育总局发布《2007 年第 84 号公告》，决定从当天起彩票机构及其网站一律停止利用互联网销售彩票。一直到 2010 年 9 月 26 日，财政部分别公布《互联网销售彩票管理暂行办法》和《电话销售彩票管理暂行办法》，无纸化售彩才第一次在中国获得了合法的身份。不过，两个《办法》都规定了对互联网售彩和电话售彩实行严格的审批管理，最终审批权在财政部。2012 年 9 月 29 日，财政部在《关于开展互联网销售体育彩票试点相关工作的通知》中批准深圳市易迅天空网络技术有限公司（500 彩票网）和中体彩彩票运营有限公司（中国竞彩网）开展互联网销售体育彩票试点。近十多年来，符合互联网新经济发展方向的彩票无纸化一直是在“无证经营”的状态下野蛮生长，到 2014 年，彩票无纸化销售额已经达到 800 亿元/年，占当年彩票总销售额的比重超过 20%，且增速大幅超过传统渠道（2014 年同比增速：90.48%vs.13.11%；5 年 CAGR：83.93%vs.18.63%）。直至 2014 年底，彩票无纸化迎来史上最严厉的整顿：2014 年 11 月，国家审计署开始彩票资金审计工作；2015 年 1 月，财政部、民政部和体育总局联合下发《关于开展擅自利用互联网销售彩票行为自查自纠工作有关问题的通知》；2015 年 2 月 28 日，主要的彩票网站（包括已经获试点许可的 500 彩票网在内）全部停售；其后，服务专业彩民的 O2O 销售模式也被陆续叫停。

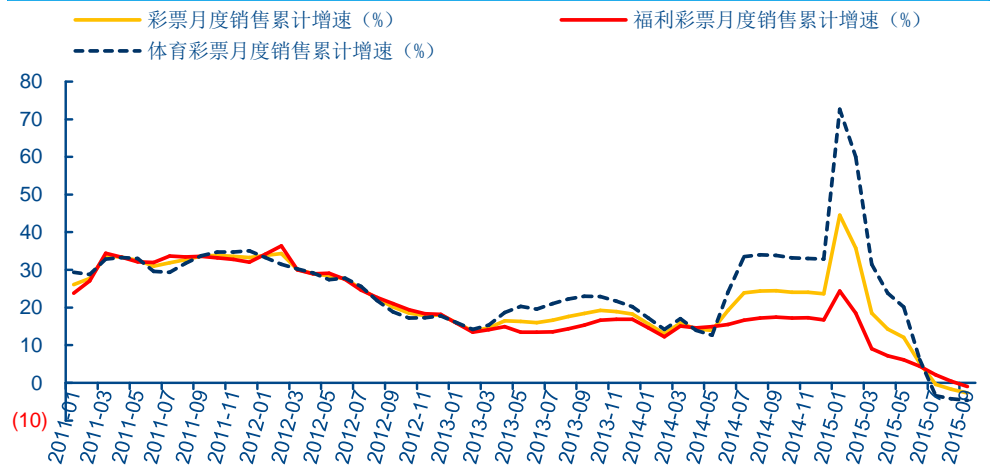
图表 28：无纸化售彩增速远超传统渠道（2008-2014）



来源：Wind，国金证券研究所

- 彩票无纸化停售引发总体销量显著下滑。中国的彩票发展指数（LDI，彩票销售额/GDP）在 2011 年达到 0.46%，首次进入代表成熟发达经济体的 G7 国家 LDI 均值区间（0.46%~0.56%），这也标志着原本在彩票销售额低基数之上的高速发展已经告一段落。在此后两年多时间内，彩票销售额增速始终维持在低于 20% 的中等水平，直至 2014 年 6 月起，由于世界杯期间体彩竞猜型游戏在无纸化渠道（尤其移动终端）上的热卖，培育了一大批彩票无纸化的忠实用户，彩票总体销售在竞猜型游戏无纸化销售带动下重回高速发展的跑道，并在 2015 年 2 月创下了有统计数据以来的月度累计增速记录（接近 40%，其中体彩超过 60%）。此后，在行业“史上最严厉的整顿”影响下，彩票销售高速增长的态势迅速掉头向下，到 2015 年 7 月，体彩和彩票总体的月度累计增速已经为负，到了 9 月，福彩销售也出现负增长。

图表 29：彩票无纸化停售，彩票行业高速发展戛然而止（2011-2015.9）



来源：Wind，国金证券研究所 注：已对各年份 1、2 月数据做平滑处理

- 行业由“乱”而“治”，央企背景有助公司争取相关业务许可。彩票是政府的一个“另类”筹资渠道，政府从彩票业中筹措的资金包括：1) 公益金。视彩种的不同在 20%至 35%，2014 年达到 1,051.6 亿元；2) 对彩票销售征税。包括：对各级福彩发行收入，包括返还奖金、发行经费和公益金暂免征企业所得税和营业税，对体彩发行收入免征增值税、营业税；对手续费收入等征税。各级福彩和体彩机构以外的代销单位销售彩票取得的手续费收入征营业税，对体育彩票发行收入征收企业所得税，这个环节征税约占彩票销售收入的 5%，2014 年达到 191.2 亿元；3) 对彩票兑奖环节所征收的个人所得税，目前是对万元以上的大奖征收 20%偶然所得税。返奖

征税亦约占彩票销售收入的 5%。2014 年，彩票综合收益（公益金+综合税收收入）已经分别占到中央和地方两级财政收入的 0.99%和 1.05%。从这个角度看，保持彩票行业稳健成长的重要性不言而喻。2015 年 7 月，《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》发布以后，各行业、各地区都在制订相应的“互联网+”行动计划。彩票无纸化无疑是彩票行业符合“互联网+”战略的发展方向。不仅如此，2016 年将是一个体育赛事大年，将举办 6 月 10 日至 7 月 10 日的法国欧洲杯（参赛队伍由 16 支扩充至 24 支，赛程由传统的三周增加到四周，比赛场次由 31 场增加到 51 场）和 8 月 5 日至 8 月 21 日的里约热内卢奥运会。我们预计，已经延续一年的行业整顿即将以此为契机取得阶段性进展。我们相信，浴火重生的彩票无纸化行业将不会再现百多个网站和 APP“无证经营”的乱象，而将是实行严格、有序的牌照管理。在这个过程中，央企背景和规模实力，都将有助于公司在争取相关业务许可中占得先机。

税总“互联网+税务”行动计划蕴含商机，关注公司参与的可能性

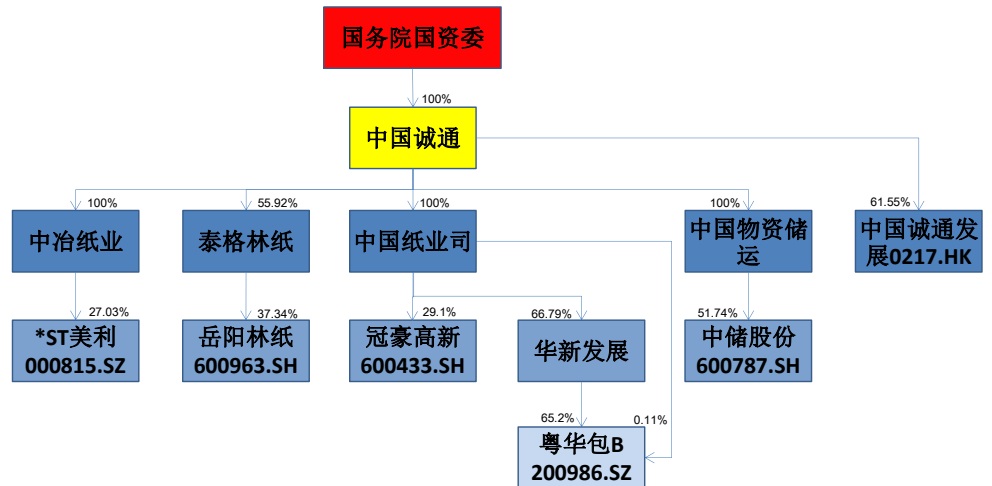
- **税总推行“互联网+税务”行动计划，实现税务现代化。**2015 年 9 月 28 日，国税总局印发《“互联网+税务”行动计划》，目标是把互联网的创新成果与税收工作深度融合，拓展信息化应用领域，推动效率提升和管理变革，实现税收现代化。该计划提出如下行动目标：
 - 1) 至 2017 年，开展互联网税务应用创新试点，优选一批应用示范单位，形成电子税务局相关标准规范，推出功能完备、渠道多样的电子税务局以及可复制推广的“互联网+税务”系列产品，在税务系统广泛应用。
 - 2) 至 2020 年，“互联网+税务”应用全面深化，各类创新有序发展，管理体制基本完备，分析决策数据丰富，治税能力不断提升，智慧税务初步形成，基本支撑税收现代化。
- **公司或有望参与“互联网+税务”行动计划。**鉴于公司在增值税发票业务上与国税总局的长期、深度合作，且公司已经拥有互联网专业合资公司，我们预计公司未来或将会以适当的身份参与该行动计划。《行动计划》中与公司发票主业相关的“发票服务”内容包括：
 - 1) 互联网+移动开票：利用移动互联网高效便捷优势，推进随时随地开具发票。以增值税发票系统升级版为基础，深化数字证书与移动技术的融合，实现纳税人利用手机等掌上设备开具增值税发票，开创移动互联网开票新时代，服务大众创新、万众创业。
 - 2) 互联网+电子发票：适应现代信息社会和税收现代化建设需要，以增值税发票系统升级版为基础，利用数字证书、二维码等技术，制定统一的电子发票数据文件规范，保障电子发票的安全性。吸收社会力量提供电子发票打印、查询等服务，推动电子发票在电子商务及各领域的广泛使用，提高社会信息化应用水平。探索推进发票无纸化试点，降低发票使用和管理成本，逐步实现纸质发票到电子发票的变革。
 - 3) 互联网+发票查验：建立全国统一的发票查验云平台，全面实现全国发票一站式云查验服务。提供网页、移动应用、微信、短信等多渠道查验服务，让社会公众和广大纳税人随时、随地、随需查验发票，提升社会公众对发票的认知度和信任度，遏制虚假发票，维护正常的税收秩序和社会经济运行秩序。
 - 4) 互联网+发票摇奖：重构有奖发票，将有奖发票“搬”上互联网，让信息多跑路、群众少跑腿，与社会力量合作，支持传统金融账户和微信钱包、支付宝钱包等新兴互联网金融账户，改变有奖发票手工操作的不便。通过移动终端“扫一扫”等方式，提供发票即时摇奖，即时兑奖，奖金即时转入金融账户的新模式，提升用户的抽奖体验和参与感，调动消费者索要发票的积极性，促进税法遵从。

公司或将受益于中国诚通的央企改革

中国诚通有望在央企改革和整合中进一步发展壮大

- 中国诚通是国有资产经营公司试点企业。中国诚通是 1992 年由原物资部直属物资流通企业合并组建的。1998 年，中国诚通与成员企业建立了以产权为纽带的母子公司体制。1999 年进行了整改、重组，2000 年上划中央企业工委管理。2006 年，实施全方位公司制改造，更名为“中国诚通控股集团有限公司”。2005 年 6 月，中国诚通被国资委确定为国有资产经营公司试点企业，先后托管、接收了普天集团部分企业、寰岛集团、中唱公司、中企国际、中包公司、中商集团、华诚公司和 中冶纸业等中央企业，参与国药集团和北车集团等中央企业以及农业银行和光大银行等大型金融企业改制上市。目前，中国诚通的主营业务为资产经营管理，综合物流服务，生产资料贸易，林浆纸生产、开发及利用；此外，还兼营现货批发市场、旅游、文化、包装及农产品流通产业，旗下拥有 5 家 A 股上市公司（冠豪高新、*ST 美利、岳阳林纸和粤华包 B）和 1 家港股上市公司中国诚通发展集团。

图表 30：中国诚通股权结构简图



来源：国金证券研究所整理

- 中国诚通有望在新一轮央企改革中发展壮大。2015 年 8 月 25 日发布的《关于深化国有企业改革的指导意见》是未来央企改革的纲领性文件。《意见》指出，要“以管资本为主改革国有资本授权经营体制”，“中国要改组组建国有资本投资、运营公司。国有资产监管机构授权国有资本投资、运营公司对授权范围内的国有资本履行出资人职责”，将在中央管理的 110 多家企业中推进包括直接授权试点在内的国有资本投资、运营公司试点。中国诚通从 2005 年起就被国资委确定为国有资产经营公司试点企业，我们预计其或有望在新一轮央企改革中获得发展新机遇。

公司或将受益于中国诚通未来的央企改革

- 中国诚通旗下上市公司国企改革力度大，仅冠豪高新未有动作。中国诚通旗下 5 家 A 股上市公司中，除公司以外的其他 4 家都已经公告了力度较大的国企改革方案，包括 *St 美利通过非公开发行引入大股东、形成双主业；岳阳林纸通过非公开发行形成双主业、改善资产负债结构，此外，还与控股股东泰格林纸签订了资产置换协议，剥离长期亏损的制浆业务；粤华包 B 因“筹划重大事项”，从 6 月 22 日起停牌至今；中储股份在非公开发行中引入外资战略投资者而完成混改。作为中国诚通旗下迄今唯一一家尚未有任何国企改革相关举措的上市公司，未来或有望在中国诚通的央企改革中间接受益。

图表 31：中国诚通旗下上市公司国企改革力度大

上市	方案披露	类型	简要内容	最新进展
----	------	----	------	------

公司	日期			
*ST 美利	2014年9月16日	非公开发行	引入大股东、形成双主业，中国诚通3年内仍保留控制权：1) 发行3.78亿股，赛伯乐集团及其一致行动人现金认购12亿元，占发行后总股本的33.59%。北京兴诚旺（实际控制人亦为中国诚通）债权认购69,390万元，现金认购5,140万元，占发行后总股本的20.86%。连同中冶纸业持股12.32%，中国诚通共间接持股33.18%，低于赛伯乐集团及其一致行动人。不过，后者已承诺三年内不主动寻求对美利纸业的控制权，继续保持中国诚通的实际控制，并且不主动寻求对美利纸业日常经营的控制权；2) 对云创公司增资12亿元并建设数据中心（IDC）项目，形成纸业和互联网数据业务的双主业业务结构	2015年11月11日获证监会发审委审核通过
岳阳 林纸	2015年6月17日	非公开发行	形成双主业、改善资产负债结构：1) 向中国纸业、7家投资机构、1名自然人以及岳阳林纸员工持股计划1期资管计划发行5.5亿股，拟筹资35.53亿元，其中不超过10.12亿元用于收购凯胜园林100%股权、其余用于补充流动资金及偿还银行贷款；2) 实际控制人仍为中国诚通，公司将形成纸业和园林业的双主业业务结构	公布预案
	2015年10月13日	与控股股东资产置换	剥离亏损业务：将持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司（近3年连续亏损）100%股权与控股股东泰格林纸持有的岳阳安泰实业有限公司及湖南泰格林纸集团恒泰房地产开发有限责任公司100%股权、持有的岳阳经济技术开发区宏泰建筑安装工程有限公司79.6%股权以及部分土地、固定资产、相关债权等进行资产置换	董事会通过
粤华 包B	2015年6月23日	筹划重大事项停牌	未披露	继续停牌
中储 股份	2014年8月5日	非公开发行	混合所有制改革：向CLH 12 (HK) Limited（国际物流设施提供商“普洛斯”下属企业）发行338,241,039股（已调整），筹资19.9亿元，除5.39亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款以外，其余资金投入中储辽宁物流产业园项目（二期二阶段）等5个项目	2015年10月17日获证监会核准

来源：公司公告，国金证券研究所

风险因素

“营改增”全面落实进程低于预期

- 公司按照“营改增”于十二五期间全面落实的进度规划产能，于2014年建成东海岛新基地，老厂区设备的搬迁也正在进行中。从2015年起，新基地的厂房和设备等已经开始陆续计提折旧，若剩余四大行业“营改增”落实进度低于预期，则将对公司未来几年盈利能力造成严重不利影响。

主要业务毛利率下滑

- 公司原材料主要是从巴西等国家进口的浆板。国际市场浆板价格的上涨，以及人民币贬值，都将抬高公司产品原材料成本。
- “营改增”全面落实以后，增值税发票用纸将出现爆发式增长，或有可能推动相关产品交货价格的下降。

诚通中彩长期未获得相关业务许可

- “诚通中彩”已经明确的互联网彩票业务，以及我们推测其或有可能涉足的“互联网+税务”发票服务业务，都将分别依赖财政部或税务总局颁发的相关业务许可，存在较大不确定性。

中国诚通的央企改革方案不达预期

- 《关于深化国有企业改革的指导意见》是未来国企改革的纲领性文件，具体实施内容尚未公布。因此，中国诚通在下一轮央企改革中的定位及具体方案，以及公司在中国诚通央企改革方案中是否能够受益及受益程度，都存在较大的不确定性。

盈利预测

关键假设

- “营改增”全面落实方案在2016年一季度公布、三季度推广，2017年完成。
- 营业税发票现有存量按照1:1的比率转化为增值税发票。

- 公司继续保持增值税发票专票和普票的独家供应商地位。
- 公司各产品毛利率维持基本稳定，逐年略有下降。
- 互联网合资公司“诚通中彩”在彩票无纸化及“互联网+税务”发票服务中的具体业务及潜在收入未纳入假设。
- 未假设中国诚通未来央企改革的具体方案及对公司的具体影响。

盈利预测

图表 32：冠豪高新盈利预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	90,276.3	93,388.4	93,119.4	94,573.4	96,263.2	112,246.2	253,916.0	583,598.1
无碳纸	46,194.0	50,425.0	45,903.0	47,894.0	42,765.0	46,613.9	156,648.2	469,944.6
不干胶	16,637.0	18,130.0	19,071.0	17,904.0	26,274.0	35,469.9	63,845.8	76,615.0
热敏纸	19,794.0	17,062.0	19,214.0	22,296.0	19,090.0	20,808.1	22,671.5	24,691.5
成品纸	6,511.0	6,534.0	6,540.0	5,087.0	6,158.0	7,081.7	8,138.6	9,347.3
其他	1,140.3	1,237.4	2,391.4	1,392.4	1,976.2	2,272.7	2,611.9	2,999.7
营业成本 (万元)	72,079.4	73,633.7	72,640.1	70,809.9	72,167.7	87,565.2	194,305.4	432,952.8
无碳纸	34,186.0	35,947.0	30,985.0	32,853.0	28,809.0	34,028.1	113,569.9	338,360.1
不干胶	16,758.0	17,509.0	18,684.0	15,586.0	22,319.0	30,149.4	54,316.8	65,237.4
热敏纸	15,034.0	13,581.0	15,112.0	16,731.0	14,186.0	15,814.2	17,257.5	18,824.7
成品纸	5,292.0	5,933.0	6,114.0	4,635.0	5,478.0	6,373.5	7,328.8	8,421.9
其他	809.4	663.7	1,745.1	1,004.9	1,375.7	1,200.0	1,832.2	2,108.8
业务利润 (万元)	18,196.9	19,754.7	20,479.3	23,763.5	24,095.5	24,681.0	59,610.6	150,645.3
无碳纸	12,008.0	14,478.0	14,918.0	15,041.0	13,956.0	12,585.7	43,078.3	131,584.5
不干胶	-121.0	621.0	387.0	2,318.0	3,955.0	5,320.5	9,529.0	11,377.6
热敏纸	4,760.0	3,481.0	4,102.0	5,565.0	4,904.0	4,993.9	5,413.9	5,866.9
成品纸	1,219.0	601.0	426.0	452.0	680.0	708.2	809.8	925.4
其他	330.9	573.7	646.3	387.5	600.5	1,072.7	779.6	890.9
毛利率 (%)	20.2	21.2	22.0	25.1	25.0	22.0	23.5	25.8
无碳纸	26.0	28.7	32.5	31.4	32.6	27.0	27.5	28.0
不干胶	-0.7	3.4	2.0	12.9	15.1	15.0	14.9	14.9
热敏纸	24.0	20.4	21.3	25.0	25.7	24.0	23.9	23.8
成品纸	18.7	9.2	6.5	8.9	11.0	10.0	10.0	9.9
其他	29.0	46.4	27.0	27.8	30.4	47.2	29.9	29.7
增速 (%)	-	3.4	-0.3	1.6	1.8	16.6	126.2	129.8
无碳纸	-	9.2	-9.0	4.3	-10.7	9.0	236.1	200.0
不干胶	-	9.0	5.2	-6.1	46.7	35.0	80.0	20.0
热敏纸	-	-13.8	12.6	16.0	-14.4	9.0	9.0	8.9
成品纸	-	0.4	0.1	-22.2	21.1	15.0	14.9	14.9
其他	-	8.5	93.3	-41.8	41.9	15.0	14.9	14.9

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2015-2017 年净利润分别为 0.43、1.64 和 5.76 亿元，CAGR 为 65.9%，摊薄后每股收益为 0.03、0.13 和 0.45 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	931	946	963	1,122	2,539	5,836	货币资金	268	350	211	262	474	872
增长率		1.6%	1.8%	16.6%	126.2%	129.8%	应收款项	339	434	489	399	903	2,076
主营业务成本	-726	-708	-722	-876	-1,943	-4,330	存货	264	237	295	321	712	1,587
%销售收入	78.0%	74.9%	75.0%	78.0%	76.5%	74.2%	其他流动资产	177	97	19	101	222	493
毛利	205	238	241	247	596	1,506	流动资产	1,047	1,117	1,015	1,084	2,312	5,027
%销售收入	22.0%	25.1%	25.0%	22.0%	23.5%	25.8%	%总资产	47.4%	37.5%	28.8%	28.3%	42.8%	59.3%
营业税金及附加	-4	-4	-3	-3	-8	-16	长期投资	90	48	53	54	53	53
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	785	1,534	2,082	2,412	2,755	3,111
营业费用	-59	-65	-74	-56	-152	-326	%总资产	35.5%	51.5%	59.1%	63.0%	51.0%	36.7%
%销售收入	6.3%	6.8%	7.6%	5.0%	6.0%	5.6%	无形资产	254	248	270	276	281	287
管理费用	-54	-60	-66	-90	-165	-350	非流动资产	1,162	1,862	2,509	2,744	3,091	3,452
%销售收入	5.8%	6.3%	6.9%	8.0%	6.5%	6.0%	%总资产	52.6%	62.5%	71.2%	71.7%	57.2%	40.7%
息税前利润 (EBIT)	88	110	98	97	271	814	资产总计	2,209	2,979	3,524	3,828	5,403	8,479
%销售收入	9.4%	11.6%	10.2%	8.7%	10.7%	14.0%	短期借款	430	610	866	1,245	2,346	4,180
财务费用	-26	-24	-22	-84	-119	-187	应付款项	158	162	333	254	564	1,256
%销售收入	2.8%	2.5%	2.3%	7.5%	4.7%	3.2%	其他流动负债	8	22	22	22	71	229
资产减值损失	-2	-18	-11	0	0	0	流动负债	597	795	1,221	1,521	2,981	5,665
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	500	500	500	500	501
投资收益	153	99	7	10	10	10	其他长期负债	20	10	29	0	0	0
%税前利润	63.5%	55.1%	4.3%	17.8%	5.1%	1.5%	负债	617	1,305	1,751	2,021	3,481	6,166
营业利润	213	167	71	24	162	637	普通股股东权益	1,592	1,674	1,753	1,781	1,890	2,275
营业利润率	22.8%	17.6%	7.4%	2.1%	6.4%	10.9%	少数股东权益	0	0	20	26	32	38
营业外收支	27	12	84	32	33	34	负债股东权益合计	2,209	2,979	3,524	3,828	5,403	8,479
税前利润	240	179	155	56	195	671	比率分析						
利润率	25.8%	19.0%	16.1%	5.0%	7.7%	11.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-38	-25	-23	-8	-27	-90	每股指标						
所得税率	15.8%	14.2%	14.9%	14.0%	13.7%	13.4%	每股收益	0.34	0.13	0.11	0.03	0.13	0.45
净利润	202	154	132	48	169	581	每股净资产	2.68	1.41	1.47	1.50	1.59	1.91
少数股东损益	0	0	6	6	6	6	每股经营现金净流	0.13	0.08	0.11	0.06	-0.31	-0.66
归属于母公司的净利润	202	154	126	42	163	575	每股股利	0.12	0.04	0.03	0.01	0.05	0.16
净利率	21.7%	16.3%	13.1%	3.8%	6.4%	9.8%	回报率						
							净资产收益率	12.70%	9.19%	7.19%	2.37%	8.61%	25.26%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.15%	5.16%	3.57%	1.10%	3.01%	6.78%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	3.66%	3.38%	2.65%	2.36%	4.91%	10.08%
净利润	202	154	132	48	169	581	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.29%	1.56%	1.79%	16.60%	126.21%	129.84%
非现金支出	35	48	52	69	77	85	EBIT增长率	-0.13%	24.60%	-10.67%	-0.48%	178.36%	200.38%
非经营收益	-124	-72	26	69	83	157	净利润增长率	137.14%	-23.92%	-18.13%	-66.45%	284.89%	253.30%
营运资金变动	-35	-37	-75	-110	-697	-1,604	总资产增长率	3.03%	34.86%	18.27%	8.63%	41.16%	56.94%
经营活动现金净流	79	93	135	76	-368	-781	资产管理能力						
资本开支	-459	-660	-348	-302	-391	-412	应收账款周转天数	64	61	73	69	69	69
投资	38	70	0	-1	0	0	存货周转天数	139	129	134	134	134	134
其他	0	0	6	10	10	10	应付账款周转天数	61	55	95	60	60	60
投资活动现金净流	-421	-590	-343	-293	-381	-402	固定资产周转天数	164	157	349	314	145	65
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-62	670	177	356	1,101	1,835	净负债/股东权益	10.20%	45.38%	65.15%	82.05%	123.40%	164.69%
其他	-51	-90	-114	-88	-140	-255	EBIT利息保障倍数	3.4	4.6	4.4	1.2	2.3	4.3
筹资活动现金净流	-114	580	63	268	961	1,581	资产负债率	27.94%	43.80%	49.69%	52.79%	64.43%	72.72%
现金净流量	-456	82	-145	51	212	398							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD