

## 冠豪高新 (600433.SH) 造纸行业

评级: 买入 维持评级

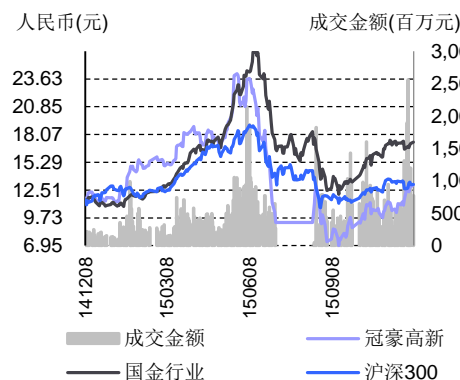
公司点评

市场价格(人民币): 13.06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)	16,603.38
年内股价最高最低(元)	24.18/6.95
沪深300指数	3687.61
上证指数	3536.93



## 相关报告

1. 《“营改增”奠定业绩厚基，彩票、国改打开市值空间》，2015.11.30

揭力

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

## 《“营改增”奠定业绩厚基，彩票、国改打开市值空间》电话交流会纪要

## 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

## 事项

- 12月7日,我们邀请公司副总经理兼董事会秘书陈华春先生,就国金轻工组上周发布的公司深度研究报告《“营改增”奠定业绩厚基,彩票、国改打开市值空间》召开电话交流会。

## 重申投资要点

- **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

- 我们维持对公司2015-2017年完全摊薄后EPS为0.03/0.13/0.45元(2014年为0.11元)的预测。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，维持“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。

### 交流会问答环节纪要

- 问：“营改增”的最新进展？之前规划是“十二五”期间要完成，现在如果说要推迟到明年一季度，是指剩余行业一次性全部完成，还是几个行业会陆续推进？
- 答：目前有两种方案，一种方案是全部剩余行业一起推，另外一种方案是分行业推进。根据我们了解的情况，还没有最终确定会采用哪个方案。
- 问：请问公司实际控制人中国诚通对公司的定位？未来国企改革后续规划如何？
- 答：集团在“十二五”规划中对公司的定位是特种纸平台，目前还没有新的调整。“十三五”规划对这个定位是否有调整，目前还没有可以披露的信息。
- 问：公司新近成立了“诚通中彩”，公司对它的业务发展有什么规划？
- 答：互联网彩票目前还处于全行业整顿的状态。“诚通中彩”短期的目标是响应国税总局“互联网+税务”行动计划有关“发票服务”的几项发展方向，争取尽快在“营改增”落实的进程中开发好这个平台。同时，做好互联网彩票的相关准备工作，在条件成熟的情况下积极介入。
- 问：公司怎么看待电子发票的发展？最近出台了不少有关电子发票的政策。电子发展的未来一两年会不会对我们公司的业绩产生不利影响？
- 答：发票电子化的确是一个大的趋势。第一，建议大家就可以就电子发票的发展做一个详细的调研，弄明白哪些行业正在试点，进展如何？第二，我们可以比照一下其他国家和地区推进电子发票的进程。一个例子是台湾地区，在推行了十多年后，目前电子发票的渗透率不到 50%，欧洲的渗透率也不超过 15%。第三，目前增值税“金税工程”经过了十多年才达到目前的比较完善状态，我们认为电子发票的发展也将会是一个相当长的时期。从这个角度，我们预计电子发票的发展，至少在未来五年之内还不会对传统纸质发票造成明显的冲击。
- 问：研报盈利预测的主要假设是什么？
- 答：最关键的假设是“营改增”全面落实方案明年一季度能够通过，经过大约 3 个月过渡期，明年（16 年）下半年纸质发票开始放量，后年（17 年）能够全部转换完毕。在这个假设的基础上，16 年我们测算大概能够转换现有营业税发票用纸约 1/3 的量。
- 问：请问公司前期终止对环保资产的并购，原因是什么？未来会不会再考虑其他外延式的并购，如果有，会是传统产业还是其他方向？
- 答：最主要的原因是在尽调的时候发现，环保项目通常由政府支付，收款周期相对较长，因此虽然毛利较高，但是考虑到收款期因素，经济效益并不高，所以我们最终终止了这个并购项目。未来，我们不排除寻找其他外延式发展的机会。目前来看，我们还是想围绕税总“互联网+税务”行动计划做一些布局，其他的方向暂时不会考虑。

**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	<b>资产总计</b>	<b>2,209</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,828</b>	<b>5,403</b>	<b>8,479</b>
%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%	<b>负债</b>	<b>617</b>	<b>1,305</b>	<b>1,751</b>	<b>2,021</b>	<b>3,481</b>	<b>6,166</b>
营业利润	213	167	71	24	162	637	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,592</b>	<b>1,674</b>	<b>1,753</b>	<b>1,781</b>	<b>1,890</b>	<b>2,275</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,209</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,828</b>	<b>5,403</b>	<b>8,479</b>
税前利润	240	179	155	56	195	671	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.70%	9.19%	7.19%	2.37%	8.61%	25.26%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	9.15%	5.16%	3.57%	1.10%	3.01%	6.78%
净利润	202	154	132	48	169	581	投入资本收益率	3.66%	3.38%	2.65%	2.36%	4.91%	10.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	35	48	52	69	77	85	主营业务收入增长率	-0.29%	1.56%	1.79%	16.60%	126.21%	129.84%
非经营收益	-124	-72	26	69	83	157	EBIT增长率	-0.13%	24.60%	-10.67%	-0.48%	178.36%	200.38%
营运资金变动	-35	-37	-75	-110	-697	-1,604	净利润增长率	137.14%	-23.92%	-18.13%	-66.45%	284.89%	253.30%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>76</b>	<b>-368</b>	<b>-781</b>	总资产增长率	3.03%	34.86%	18.27%	8.63%	41.16%	56.94%
资本开支	-459	-660	-348	-302	-391	-412	<b>资产管理能力</b>						
投资	38	70	0	-1	0	0	应收账款周转天数	64	61	73	69	69	69
其他	0	0	6	10	10	10	存货周转天数	139	129	134	134	134	134
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-421</b>	<b>-590</b>	<b>-343</b>	<b>-293</b>	<b>-381</b>	<b>-402</b>	应付账款周转天数	61	55	95	60	60	60
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	164	157	349	314	145	65
债权募资	-62	670	177	356	1,101	1,835	<b>偿债能力</b>						
其他	-51	-90	-114	-88	-140	-255	净负债/股东权益	10.20%	45.38%	65.15%	82.05%	123.40%	164.69%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-114</b>	<b>580</b>	<b>63</b>	<b>268</b>	<b>961</b>	<b>1,581</b>	EBIT利息保障倍数	3.4	4.6	4.4	1.2	2.3	4.3
<b>现金净流量</b>	<b>-456</b>	<b>82</b>	<b>-145</b>	<b>51</b>	<b>212</b>	<b>398</b>	资产负债率	27.94%	43.80%	49.69%	52.79%	64.43%	72.72%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-01	买入	12.76	18.10~18.10

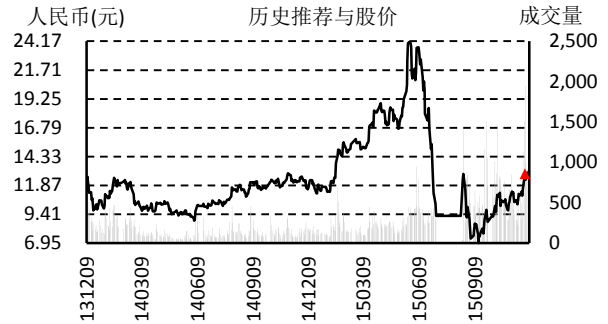
来源：国金证券研究所

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