

## 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): 8.68元

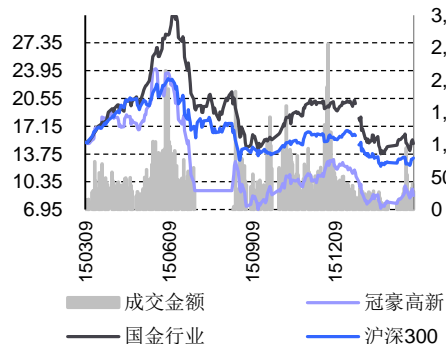
## “营改增”全面推开提速, 多重催化且待落地

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)	11,035.02
年内股价最高最低(元)	24.18/6.95
沪深300指数	3093.89
上证指数	2874.15

人民币(元) 成交金额(百万元)



## 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	1.89	1.98	2.28
每股经营性现金流(元)	0.08	0.11	0.05	-0.32	-0.64
市盈率(倍)	82	112	260	67	19
行业优化市盈率(倍)	42	54	70	70	70
净利润增长率(%)	-23.92%	-18.13%	-66.35%	285.81%	251.94%
净资产收益率(%)	9.19%	7.19%	1.76%	6.49%	19.82%
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、国金证券研究所注: 市盈率以2016年3月4日收盘价计算

## 事项

3月5日, 十二届全国人大四次会议听取和审议国务院总理李克强《2016年政府工作报告》。其中, 有关“适度扩大财政赤字, 主要用于减税降费, 进一步减轻企业负担”中将采取三项举措。第一条为“全面实施营改增, 从5月1日起, 将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业, 并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围, 确保所有行业税负只减不增。”

## 评论

## 相关报告

1. 《“营改增”确定年内落实, 业绩不确定性消除-冠豪高新点评报告》, 2016.1.26
2. 《“营改增”奠定业绩厚基, 彩票、国改打开市值空间》-电话会议..., 2015.12.8
3. 《“营改增”奠定业绩厚基, 彩票、国改打开市值空间-公司研究(冠...)》, 2015.12.1

■ **明确完成“营改增”完成时限, 一次推开超越市场预期。**“营改增”从2012年个别行业、个别地区试点开始, 到2014年开始个别行业全国推开, 目前处于第三阶段, 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。从今年以来多个层级会议传递出来的信息显示: 今年全面推开营改增大局已定。不过, 在进度上, 前期的提法是“把握节奏、稳妥推进, 采取增量式、渐进式方法推进”, “避免财力分配格局变化对经济平稳运行造成影响, 确保相关改革措施尽早见效”。因此, 四大行业的“营改增”政策在1季度宣布, 实际在下半年开始分批次在年内实施是市场的普遍预期。此次《政府工作报告》明确将所有剩余行业一次性纳入“营改增”范畴, 超越了市场普遍预期, 而从两会后营改增全面推开的政策出台, 到5月1日正式实施计算, 剩余行业的过渡期将只有2个月左右, 亦低于已试点行业至少3个月的过渡期安排, 彰显“全面推开”政策执行的紧迫性和力度。

■ **“确保所有行业税负只减不增”有助“营改增”全面推开的实现。**根据国家税务总局2015年7月公布的数据, 2015年上半年“营改增”减税1,102亿元, 累计减税逾4,848亿元。建筑业、房地产业、金融业和生活服务业等行业“营改增”涉及近1,000万户纳税人。这四个行业在“营改增”之前征收的营业税占营业税总收入总额近8成, 这意味着四个行业纳入“营改增”后, 将会使全行业的整体税负大幅降低。不仅四个行业的减税额将超过现行

## 揭力

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

试点行业的减税额，而且因为四个行业纳入增值税抵扣链条，会使其他增值税纳税行业的税负进一步降低。“确保所有行业税负只减不增”，正是“营改增”政策的初衷之一。由于行业的差异性，目前已试点行业的增值税率适用标准，已经从 17% 的标准税率和 13% 的低税率衍生出 11%（如交通运输业）和 6%（如现代服务业）两档低税率的差别税率。“确保减税效果”政策取向的重申，将有助于剩余四大行业适用税率朝向行业接受度高、推行阻力小的方向厘定，从而确保在 5 月 1 日前全面推开。

- **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。与剩余四大行业，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 2 成左右，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”方案在年内分批次推出，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。
- **或将有益于中国诚通的资产经营和资本运作。**公司实际控制人中国诚通已于近期被宣布为“国有资本运营公司试点企业”，随后提出 2020 年发展目标为：1) 建立健全国有资本运营公司的组织体系、制度体系和运营体系；2) 在国有资本布局优化和中央企业结构调整中发挥市场化运作专业平台作用，完成授权范围内的国有资本运作任务，实现保值增值；3) 建立起功能完备的多层次、多渠道投融资等资本运作平台；4) 扩大形成国际化经营板块；5) 建立起一支熟悉资本市场和资本运作的专业化职业经理人队伍，培养一批德才兼备、善长资本运营的领军人才。公司是中国诚通体系内唯一尚未宣布任何国企改革动作的上市公司，在中国诚通贯彻上述目标的资产经营和资本运作中有望间接受益。
- **建议继续关注互联网子公司的业务突破。**公司投资设立经营互联网业务的合资公司诚通中彩事项已于 2 月 1 日获得公司董事会审议通过，公司经营管理层获授权全权负责诚通中彩相关事宜。诚通中彩兼具央企背景和专业经验，或有望在“互联网+税务”发票服务以及彩票无纸化业务中占得先机。
- **风险因素：**“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具体内容不达预期。

### 盈利预测与投资建议

- “营改增”提速到 5 月 1 日全面推开，公司今明两年业绩不确定性基本消除。同时，彩票无纸化的放开和“互联网+税务”发票服务都有望成为公司业务拓展方向，中国诚通的央企改革动作亦或将使公司间接受益。我们维持

公司 2015-2017 年 EPS 预测为 0.03/0.13/0.45 元（三年 CAGR65.9%），对应 PE 分为 260/67/19 倍，维持公司“买入”评级。

**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	-886	-1,962	-4,338	存货	264	237	295	325	719	1,590
%销售收入	78.0%	74.9%	75.0%	78.9%	77.3%	74.3%	其他流动资产	177	97	19	103	225	494
毛利	205	238	241	237	577	1,498	流动资产	1,047	1,117	1,015	1,088	2,321	5,031
%销售收入	22.0%	25.1%	25.0%	21.1%	22.7%	25.7%	%总资产	47.4%	37.5%	28.8%	28.4%	42.9%	59.3%
营业税金及附加	-4	-4	-3	-5	-13	-25	长期投资	90	48	53	54	53	53
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	固定资产	785	1,534	2,082	2,412	2,755	3,111
营业费用	-59	-65	-74	-61	-157	-335	%总资产	35.5%	51.5%	59.1%	62.9%	50.9%	36.7%
%销售收入	6.3%	6.8%	7.6%	5.4%	6.2%	5.7%	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%	71.6%	57.1%	40.7%
息税前利润 (EBIT)	88	110	98	82	242	789	<b>资产总计</b>	<b>2,209</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,832</b>	<b>5,412</b>	<b>8,483</b>
%销售收入	9.4%	11.6%	10.2%	7.3%	9.5%	13.5%	短期借款	430	610	866	620	1,722	3,554
财务费用	-26	-24	-22	-68	-87	-155	应付款项	158	162	333	257	569	1,258
%销售收入	2.8%	2.5%	2.3%	6.0%	3.4%	2.7%	其他流动负债	8	22	22	22	72	230
资产减值损失	-2	-18	-11	0	0	0	流动负债	597	795	1,221	899	2,363	5,042
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>1,399</b>	<b>2,863</b>	<b>5,543</b>
营业利润	213	167	71	24	165	643	<b>普通股股东权益</b>	1,592	1,674	1,753	2,408	2,517	2,903
营业利润率	22.8%	17.6%	7.4%	2.1%	6.5%	11.0%	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>3,832</b>	<b>5,412</b>	<b>8,483</b>
税前利润	240	179	155	56	198	677	<b>比率分析</b>						
利润率	25.8%	19.0%	16.1%	5.0%	7.8%	11.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-38	-25	-23	-8	-29	-96	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.8%	14.2%	14.9%	14.0%	14.4%	14.1%	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	1.89	1.98	2.28
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	0.05	-0.32	-0.64
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	0.04	0.15
净利率	21.7%	16.3%	13.1%	3.8%	6.4%	9.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.70%	9.19%	7.19%	1.76%	6.49%	19.82%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.15%	5.16%	3.57%	1.11%	3.02%	6.78%
净利润	202	154	132	48	169	581	投入资本收益率	3.66%	3.38%	2.65%	1.98%	4.34%	9.68%
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	53	51	126	EBIT增长率	-0.13%	24.60%	-10.67%	-16.62%	196.34%	226.10%
营运资金变动	-35	-37	-75	-112	-699	-1,601	净利润增长率	137.14%	-23.92%	-18.13%	-66.35%	285.81%	251.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>59</b>	<b>-401</b>	<b>-809</b>	总资产增长率	3.03%	34.86%	18.27%	8.77%	41.22%	56.75%
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	627	0	0	固定资产周转天数	164	157	349	314	145	65
债权募资	-62	670	177	-269	1,102	1,832	<b>偿债能力</b>						
其他	-51	-90	-114	-73	-108	-223	净负债/股东权益	10.20%	45.38%	65.15%	35.25%	68.57%	108.22%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-114</b>	<b>580</b>	<b>63</b>	<b>285</b>	<b>994</b>	<b>1,609</b>	EBIT利息保障倍数	3.4	4.6	4.4	1.2	2.8	5.1
<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%	36.50%	52.90%	65.34%

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。

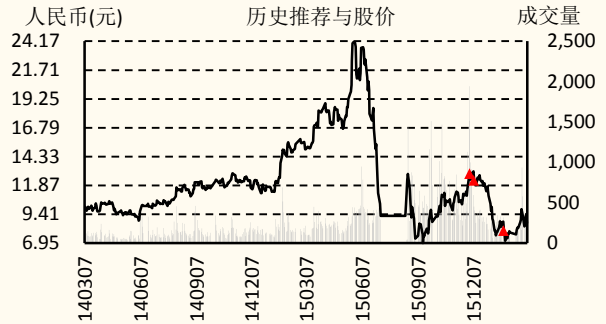
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
2	2015-12-08	买入	13.06	N/A
3	2016-01-26	买入	8.78	N/A

来源：国金证券研究所



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