

## 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)：8.69元

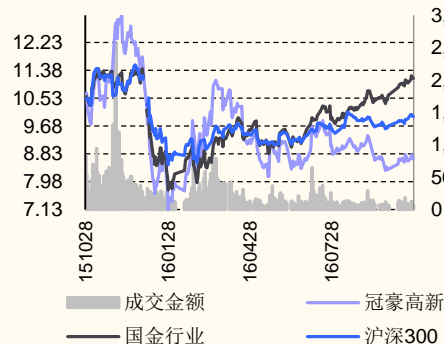
## “营改增”已全面推开，受益国改可以期待

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)	11,047.73
年内股价最高最低(元)	13.06/7.13
沪深300指数	3345.70
上证指数	3112.35

人民币(元) 成交金额(百万元)



## 相关报告

1. 《冠豪高新 2016 年半年报点评-“营改增”全面推开，新产能渐次...》，2016.8.31
2. 《冠豪高新 2015 年年报点评-营改增及央企改革落地，公司向上拐...》，2016.3.15
3. 《冠豪高新点评报告-“营改增”全面推开提速，多重催化且待落地》，2016.3.7
4. 《“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
5. 《“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

## 揭力

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

## 邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.11	0.03	0.07	0.41	0.48
每股净资产(元)	1.47	1.91	1.96	2.18	2.50
每股经营性现金流(元)	0.11	0.15	-0.11	-0.89	0.41
市盈率(倍)	112	396	131	21	18
行业优化市盈率(倍)	54	71	58	58	58
净利润增长率(%)	-18.13%	-70.81%	129.59%	525.07%	15.75%
净资产收益率(%)	7.19%	1.51%	3.39%	19.07%	19.23%
总股本(百万股)	1,190.28	1,271.32	1,271.32	1,271.32	1,271.32

来源：Wind、国金证券研究所

## 业绩简评

2016 年前三季度，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 12.74 亿元、6,294.27 万元和 6,126.78 万元，同比分别增长 48.12%、172.69%和 95.18%。实现全面摊薄 EPS0.05 元/股，低于预期。经营活动净现金流为 8,271.12 万元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 54.22%/79.55%/20.98%，归母净利润同比增速分别为 3.84%/922.16%/11.79%。

## 经营分析

- **全面收益营改增，营收与业绩均实现高速增长。**前三季度，公司收入继续保持高速增长(+48.12%)，毛利率小幅降至 19.53%(-0.75pct.)。期间费用率下降 3.31pct.。其中，销售费用率与管理费用率均有所下降(-1.56pct./-2.26pct.)，而财务费用率增加 0.49pct.，主要系项目转固后贷款利息全部费用化所致。此外，上半年公司归母净利润率为 4.81%(+1.16pct.)，公司盈利能力持续提升。
- **不干胶产线搬迁东海岛新厂区，平湖项目产前准备积极投产在即。**9月，根据目前东海岛项目建设情况，公司原所在地的不干胶涂布生产线已正式停产开始搬迁工作，并计划于今年 11 月恢复不干胶正常生产。由于公司前期已有一定的产品备货储存，我们预计东海厂区搬迁不会对不干胶业务造成太大影响。另外，公司平湖不干胶材料生产基地项目目前也正在设备调试和生产前准备工作，预计年底或明年初将正式投产。平湖项目产品可与现有不干胶产品形成互补，在完善产品体系的同时，快速、高效覆盖长三角及环渤海市场，有助于公司完善战略布局及控制采购成本。
- **公司或将受益中国诚通国企结构调整基金资本运作。**9月 26 日，由公司实际控制人诚通集团作为主发起人，目前国内规模最大的私募股权投资基金—中国国有企业结构调整基金成立。基金总规模为 3,500 亿元，首期募集资金 1,310 亿元，其中 80%资金将用于国企结构调整。未来基金将协助国有企业实现结构调整和转型升级，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整及国际并购等项目，提升产业集中度及资本配置效率。此次国企结构调整基金的设立将进一步丰富中国诚通资本运作经验，助力国有企业发展，优化国有资本布局结构，实现国有资本保值增值。公司作为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，在中国诚通管理运营国有结构调整基

金中或有望间接受益。

### 风险因素

- 环保政策变化风险；原材料价格波动风险；诚通中彩牌照获取进程不达预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测与投资建议

- “营改增”已于5月1日全面推开，公司今明两年业绩高成长将是大概率事件。同时，彩票无纸化和“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。我们预测公司2016-2018年EPS为0.07/0.41/0.48元/股（三年CAGR155.2%），对应PE分为131/21/18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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>946</b>	<b>963</b>	<b>1,295</b>	<b>1,817</b>	<b>5,522</b>	<b>6,337</b>	货币资金	350	211	324	401	976	896
增长率		1.8%	34.6%	40.3%	203.9%	14.8%	应收款项	434	489	648	730	2,219	2,546
<b>主营业务成本</b>	<b>-708</b>	<b>-722</b>	<b>-1,044</b>	<b>-1,430</b>	<b>-4,126</b>	<b>-4,709</b>	存货	237	295	347	517	1,491	1,701
%销售收入	74.9%	75.0%	80.6%	78.7%	74.7%	74.3%	其他流动资产	97	19	42	145	414	473
<b>毛利</b>	<b>238</b>	<b>241</b>	<b>252</b>	<b>387</b>	<b>1,396</b>	<b>1,629</b>	流动资产	1,117	1,015	1,360	1,793	5,100	5,616
%销售收入	25.1%	25.0%	19.4%	21.3%	25.3%	25.7%	%总资产	37.5%	28.8%	34.1%	39.7%	63.5%	64.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>	<b>-23</b>	<b>-26</b>	长期投资	48	53	56	57	56	56
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	固定资产	1,534	2,082	2,202	2,391	2,593	2,794
<b>营业费用</b>	<b>-65</b>	<b>-74</b>	<b>-78</b>	<b>-113</b>	<b>-320</b>	<b>-358</b>	%总资产	51.5%	59.1%	55.1%	53.0%	32.3%	31.9%
%销售收入	6.8%	7.6%	6.0%	6.2%	5.8%	5.7%	无形资产	248	270	264	269	275	281
<b>管理费用</b>	<b>-60</b>	<b>-66</b>	<b>-96</b>	<b>-140</b>	<b>-348</b>	<b>-391</b>	非流动资产	1,862	2,509	2,632	2,718	2,926	3,133
%销售收入	6.3%	6.9%	7.4%	7.7%	6.3%	6.2%	%总资产	62.5%	71.2%	65.9%	60.3%	36.5%	35.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>110</b>	<b>98</b>	<b>75</b>	<b>126</b>	<b>705</b>	<b>854</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,993</b>	<b>4,511</b>	<b>8,026</b>	<b>8,749</b>
%销售收入	11.6%	10.2%	5.8%	6.9%	12.8%	13.5%	短期借款	610	866	534	1,037	3,306	3,409
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-67</b>	<b>-131</b>	<b>-187</b>	应付款项	162	333	466	419	1,209	1,379
%销售收入	2.5%	2.3%	3.3%	3.7%	2.4%	2.9%	其他流动负债	22	22	30	41	214	247
<b>资产减值损失</b>	<b>-18</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	795	1,221	1,030	1,497	4,729	5,036
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	500	500	500	500	500	501
<b>投资收益</b>	<b>99</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	其他长期负债	10	29	11	0	0	0
%税前利润	55.1%	4.3%	10.9%	9.5%	1.6%	1.4%	<b>负债</b>	<b>1,305</b>	<b>1,751</b>	<b>1,540</b>	<b>1,997</b>	<b>5,229</b>	<b>5,537</b>
<b>营业利润</b>	<b>167</b>	<b>71</b>	<b>18</b>	<b>69</b>	<b>583</b>	<b>677</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,674</b>	<b>1,753</b>	<b>2,434</b>	<b>2,491</b>	<b>2,767</b>	<b>3,176</b>
营业利润率	17.6%	7.4%	1.4%	3.8%	10.6%	10.7%	少数股东权益	0	20	18	24	30	36
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>84</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,993</b>	<b>4,511</b>	<b>8,026</b>	<b>8,749</b>
<b>税前利润</b>	<b>179</b>	<b>155</b>	<b>43</b>	<b>106</b>	<b>621</b>	<b>716</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	19.0%	16.1%	3.3%	5.8%	11.3%	11.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-25</b>	<b>-23</b>	<b>-8</b>	<b>-15</b>	<b>-88</b>	<b>-99</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.2%	14.9%	18.3%	14.4%	14.1%	13.8%	每股收益	0.13	0.11	0.03	0.07	0.41	0.48
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>132</b>	<b>35</b>	<b>90</b>	<b>534</b>	<b>617</b>	每股净资产	1.41	1.47	1.91	1.96	2.18	2.50
少数股东损益	0	6	-2	6	6	6	每股经营现金净流	0.08	0.11	0.15	-0.11	-0.89	0.41
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>154</b>	<b>126</b>	<b>37</b>	<b>84</b>	<b>528</b>	<b>611</b>	每股股利	0.12	0.04	0.03	0.02	0.14	0.16
净利率	16.3%	13.1%	2.8%	4.6%	9.6%	9.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.19%	7.19%	1.51%	3.39%	19.07%	19.23%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.16%	3.57%	0.92%	1.87%	6.57%	6.98%
							投入资本收益率	3.38%	2.65%	1.76%	2.66%	9.17%	10.33%
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>132</b>	<b>35</b>	<b>90</b>	<b>534</b>	<b>617</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	1.56%	1.79%	34.55%	40.29%	203.90%	14.76%
<b>非现金支出</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>95</b>	<b>130</b>	<b>148</b>	<b>167</b>	EBIT 增长率	24.60%	-10.67%	-23.46%	67.92%	460.16%	21.16%
非经营收益	-72	26	28	55	98	157	净利润增长率	-23.92%	-18.13%	-70.81%	129.59%	525.07%	15.75%
<b>营运资金变动</b>	<b>-37</b>	<b>-75</b>	<b>33</b>	<b>-417</b>	<b>-1,916</b>	<b>-420</b>	总资产增长率	34.86%	18.27%	13.31%	12.99%	77.90%	9.01%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>191</b>	<b>-143</b>	<b>-1,137</b>	<b>521</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-660</b>	<b>-348</b>	<b>-348</b>	<b>-206</b>	<b>-318</b>	<b>-335</b>	应收账款周转天数	61	73	74	69	69	69
投资	70	0	0	-1	0	0	存货周转天数	129	134	112	132	132	132
其他	0	6	3	10	10	10	应付账款周转天数	55	95	103	76	76	76
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-590</b>	<b>-343</b>	<b>-346</b>	<b>-197</b>	<b>-308</b>	<b>-325</b>	固定资产周转天数	157	349	569	441	157	146
股权募资	0	0	386	0	-77	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	670	177	-32	492	2,269	104	净负债/股东权益	45.38%	65.15%	28.96%	45.14%	101.16%	93.83%
其他	-90	-114	-96	-75	-173	-380	EBIT 利息保障倍数	4.6	4.4	1.8	1.9	5.4	4.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>580</b>	<b>63</b>	<b>257</b>	<b>417</b>	<b>2,019</b>	<b>-276</b>	资产负债率	43.80%	49.69%	38.58%	44.26%	65.15%	63.28%
<b>现金净流量</b>	<b>82</b>	<b>-145</b>	<b>103</b>	<b>78</b>	<b>575</b>	<b>-80</b>							

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
2	2015-12-08	买入	13.06	N/A
3	2016-01-26	买入	8.78	N/A
4	2016-03-07	买入	8.68	N/A
5	2016-03-15	买入	9.95	N/A
6	2016-08-31	买入	9.15	N/A

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 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
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%以上。

**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