

## 冠豪高新 (600433.SH) 造纸行业

评级：买入维持评级

公司点评

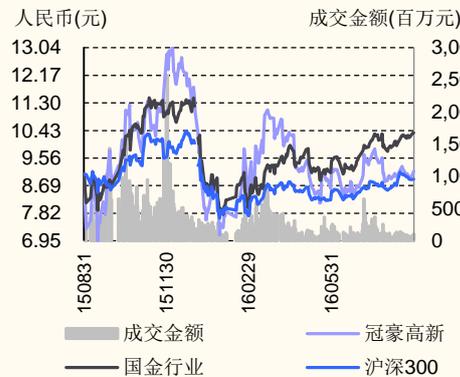
市场价格(人民币)：9.15元

## “营改增”全面推开，新产能渐次释放

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)	11,632.54
年内股价最高最低(元)	13.06/6.95
沪深300指数	3311.99
上证指数	3074.68



## 相关报告

1. 《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
2. 《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
3. 《“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
4. 《“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
5. 《“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

## 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	0.13	0.45	0.53
每股净资产(元)	1.47	1.91	2.00	2.24	2.60
每股经营性现金流(元)	0.11	0.15	-0.39	-0.68	0.44
市盈率(倍)	112	396	71	20	17
行业优化市盈率(倍)	54	71	58	58	58
净利润增长率(%)	-18.13%	-70.81%	343.79%	252.40%	18.01%
净资产收益率(%)	7.19%	1.51%	6.41%	20.16%	20.52%
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 年上半年，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 8.42 亿元、4,479.21 万元和 4,137.31 万元，同比分别增长 67.36%、1,028.19%和 204.35%。实现全面摊薄 EPS0.03 元/股，符合预期。经营活动净现金流为 3,054.64 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 54.22%/79.55%，归母净利润同比增速分别为 3.84%/922.16%。

## 经营分析

- **盈利能力大幅提升。**上半年，公司收入实现高速增长(+204.35%)，毛利率小幅降至 19.49%(-0.68pct.)。期间费用率下降 5.59pct.。其中，销售费用率与管理费用率均有所下降(-2.26pct./-3.82pct.)，而财务费用率增加 0.49pct.，主要系在建工程转固后贷款利息全部费用化。上半年，公司归母净利润率为 4.91%(+2.21pct.)，公司盈利能力大幅提升。
- **东海岛项目产能释放，平湖项目稳步推进。**无碳纸、热敏纸和不干胶标签材料是公司的三大业务。东海岛项目项目建成后，产品可覆盖无碳纸和热敏纸的高、中端市场，并且解决成本较高的问题得以解决。借着“营改增”从 5 月 1 日起全面推开的政策春风，公司上半年无碳纸营收增长 106.95%，占比提高到 45.67%(+8.74pct.)。2014 年，已纳入“营改增”的行业所用增值税专票和普票的用量合计不超过 30 亿份，而同期营业税发票的用量估计超过 320 亿份。我们预计，随着“营改增”全面推开逐步落实，公司将会进一步把产能聚焦于毛利率较高的发票用无碳纸，从而推动公司综合毛利水平稳步提高。正在建设的平湖不干胶材料项目可以补充公司产品体系，快速、高效覆盖长三角和环渤海市场，有助于公司完善战略布局及控制采购成本，目前累计投资已达 1.57 亿元，完成进度 85.12%。
- **或将受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今年年初被宣布为“国有资本运营公司试点企业”，随后其提出 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。

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，公司今明两年业绩不确定性基本消除。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。。我们维持公司2016-2018年EPS预测0.13/0.45/0.53元/股（三年CAGR164.3%），对应PE分为71/20/17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)

	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>2,679</b>	<b>5,992</b>	<b>6,878</b>
增长率		1.8%	34.6%	106.8%	123.7%	14.8%
主营业务成本	-708	-722	-1,044	-2,063	-4,465	-5,095
%销售收入	74.9%	75.0%	80.6%	77.0%	74.5%	74.1%
毛利	238	241	252	616	1,527	1,783
%销售收入	25.1%	25.0%	19.4%	23.0%	25.5%	25.9%
营业税金及附加	-4	-3	-2	-13	-25	-28
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%
营业费用	-65	-74	-78	-166	-348	-389
%销售收入	6.8%	7.6%	6.0%	6.2%	5.8%	5.7%
管理费用	-60	-66	-96	-206	-377	-425
%销售收入	6.3%	6.9%	7.4%	7.7%	6.3%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	110	98	75	230	777	942
%销售收入	11.6%	10.2%	5.8%	8.6%	13.0%	13.7%
财务费用	-24	-22	-42	-80	-148	-196
%销售收入	2.5%	2.3%	3.3%	3.0%	2.5%	2.8%
资产减值损失	-18	-11	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	99	7	5	10	10	10
%税前利润	55.1%	4.3%	10.9%	5.1%	1.5%	1.3%
营业利润	167	71	18	161	639	756
营业利润率	17.6%	7.4%	1.4%	6.0%	10.7%	11.0%
营业外收支	12	84	25	37	38	39
税前利润	179	155	43	198	676	794
利润率	19.0%	16.1%	3.3%	7.4%	11.3%	11.5%
所得税	-25	-23	-8	-28	-95	-110
所得税率	14.2%	14.9%	18.3%	14.4%	14.1%	13.8%
净利润	154	132	35	169	581	684
少数股东损益	0	6	-2	6	6	6
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>154</b>	<b>126</b>	<b>37</b>	<b>163</b>	<b>575</b>	<b>678</b>
净利率	16.3%	13.1%	2.8%	6.1%	9.6%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	154	132	35	169	581	684
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	52	95	130	148	167
非经营收益	-72	26	28	69	118	168
营运资金变动	-37	-75	33	-863	-1,712	-456
<b>经营活动现金净流</b>	<b>93</b>	<b>135</b>	<b>191</b>	<b>-495</b>	<b>-866</b>	<b>564</b>
资本开支	-660	-348	-348	-206	-318	-335
投资	70	0	0	-1	0	0
其他	0	6	3	10	10	10
<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>
股权募资	0	0	386	0	-77	0
债权募资	670	177	-32	1,049	1,937	81
其他	-90	-114	-96	-89	-219	-407
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>580</b>	<b>63</b>	<b>257</b>	<b>960</b>	<b>1,641</b>	<b>-325</b>
<b>现金净流量</b>	<b>82</b>	<b>-145</b>	<b>103</b>	<b>268</b>	<b>467</b>	<b>-87</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	350	211	324	592	1,059	972
应收款项	434	489	648	1,076	2,407	2,763
存货	237	295	347	745	1,613	1,841
其他流动资产	97	19	42	208	448	511
流动资产	1,117	1,015	1,360	2,622	5,528	6,088
%总资产	37.5%	28.8%	34.1%	49.1%	65.4%	66.0%
长期投资	48	53	56	57	56	56
固定资产	1,534	2,082	2,202	2,391	2,593	2,794
%总资产	51.5%	59.1%	55.1%	44.8%	30.7%	30.3%
无形资产	248	270	264	269	275	281
非流动资产	1,862	2,509	2,632	2,718	2,926	3,133
%总资产	62.5%	71.2%	65.9%	50.9%	34.6%	34.0%
<b>资产总计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,993</b>	<b>5,340</b>	<b>8,454</b>	<b>9,221</b>
短期借款	610	866	534	1,594	3,531	3,612
应付款项	162	333	466	605	1,308	1,493
其他流动负债	22	22	30	73	233	273
流动负债	795	1,221	1,030	2,272	5,072	5,378
长期贷款	500	500	500	500	500	501
其他长期负债	10	29	11	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,305</b>	<b>1,751</b>	<b>1,540</b>	<b>2,772</b>	<b>5,572</b>	<b>5,879</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,674</b>	<b>1,753</b>	<b>2,434</b>	<b>2,543</b>	<b>2,852</b>	<b>3,306</b>
少数股东权益	0	20	18	24	30	36
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,524</b>	<b>3,993</b>	<b>5,340</b>	<b>8,454</b>	<b>9,221</b>

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.13	0.11	0.03	0.13	0.45	0.53
每股净资产	1.41	1.47	1.91	2.00	2.24	2.60
每股经营现金净流	0.08	0.11	0.15	-0.39	-0.68	0.44
每股股利	0.12	0.04	0.03	0.04	0.15	0.18
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.19%	7.19%	1.51%	6.41%	20.16%	20.52%
总资产收益率	5.16%	3.57%	0.92%	3.06%	6.80%	7.36%
投入资本收益率	3.38%	2.65%	1.76%	4.22%	9.65%	10.89%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.56%	1.79%	34.55%	106.81%	123.70%	14.78%
EBIT 增长率	24.60%	-10.67%	-23.46%	207.08%	237.74%	21.21%
净利润增长率	-23.92%	-18.13%	-70.81%	343.79%	252.40%	18.01%
总资产增长率	34.86%	18.27%	13.31%	33.75%	58.32%	9.07%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	61	73	74	69	69	69
存货周转天数	129	134	112	132	132	132
应付账款周转天数	55	95	103	76	76	76
固定资产周转天数	157	349	569	299	144	135
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	45.38%	65.15%	28.96%	58.50%	103.13%	93.95%
EBIT 利息保障倍数	4.6	4.4	1.8	2.9	5.2	4.8
资产负债率	43.80%	49.69%	38.58%	51.92%	65.91%	63.75%

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

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