

轻工/造纸

冠豪高新(600433.SH)

首次评级

报告原因：业绩点评

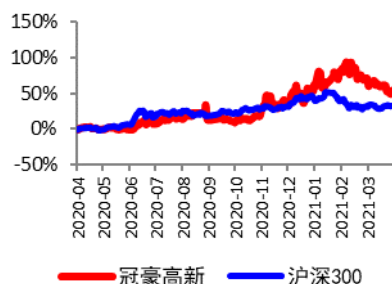
Q1 营收增速超 37%，吸收合并粤华包未来成长可期

增持

2021 年 4 月 28 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 27 日

收盘价(元):	3.42
年内最高/最低(元):	6.33/2.98
流通 A 股/总股本(亿):	8.36/12.71
流通 A 股市值(亿):	60
总市值(亿):	60

基础数据：2021 年 3 月 31 日

基本每股收益	0.02
摊薄每股收益:	0.02
每股净资产(元):	2.23
净资产收益率:	0.99%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司发布 2021 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 6.41 亿元，同比增长 37.71%；归属于上市公司股东的净利润 2792.02 万元，同比增长 18.28%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2719.06 万元，同比增长 26.13%。

事件点评

➢ 公司降本增效齐发力，推动期间费用率下降。2021Q1，公司毛利率、净利率有所下降，主要原因系疫情影响下各类产品平均价格较往年有所下降，其中毛利率为 19.15% (-2.60pct)，净利率为 4.23% (-0.79pct)。费用端看，2021Q1，公司期间费用率同比下降 1.74pcpt 至 13.28%，其中，销售费用率 5.57% (-0.12pct)；管理费用率（含研发费用）6.58% (-0.85pct)；财务费用率 1.12% (-0.78pct)。

➢ 公司是国内以纸、膜为基材的涂布新材料行业的领军企业，专业生产热敏材料、不干胶标签材料、热升华转印纸以及无碳纸等产品，以技术研发为抓手，积极拓展环保新材料、精密涂布材料等新材料领域。根据 2020 年报，公司主营业务无碳热敏、不干胶、成品纸分别实现营业收入 14.74、8.17、1.00 亿元，占比分别为 60.42%、33.48%、4.11%。公司分别在广东湛江、珠海以及浙江平湖建立 3 个生产基地，拥有 2 条原纸生产线和 12 条涂布生产线，原纸产能 18.5 万吨，涂布产能 25 万吨。热敏材料主要应用于票据、标签、传真、收银以及 ATM 用纸等领域。其中，公司自主研发的三防特种热敏纸在中国体育彩票、中国福利彩票、民航登机牌等高端领域市场份额较大，新推出的膜基热敏材料在医疗行业应用广受好评。不干胶标签材料主要应用于物流、医药、日化、食品以及酒类等行业的可变信息标签、防伪标签以及基础标签等。热升华转印纸主要应用于纺织品、瓷器、建材等领域。目前，公司热升华转印纸在数码印花领域取得重大突破，以优异的品质连续 3 年占据国内市场行业前列。无碳纸主要应用于税务、邮政、银行以及商业等行业领域。自 1996 年至今，公司被国家税务总局、中国印钞造币总公司选定为增值税专用发票无碳纸主要供应商。

➢ 换股吸收合并佛山华新包装并募集配套资金事项已获得证监会核准，公司与本次换股方案被吸并方粤华包 B 均为中国诚通集团旗下上市公司，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

是集团纸业板块的运营平台。双方在技术、原材料、生产、运输等方面能够发挥出很好的协同效应，并且将显著提升规模优势。其中，冠豪高新主要产品为热敏纸、热升华转印纸、不干胶、无碳复写纸等高端特种纸，是以“涂布”技术为核心的行业领军企业；粤华包主要生产高档涂布白卡纸，“红塔”牌涂布白卡纸在国内外白卡纸行业中具有品质领先地位，代表着中国涂布白卡纸技术及产品的最高水平，两家上市公司核心技术协同效应显著，且二者位处广东，地理位置较近，生产原料重叠，通过本次合并有利于双方在采购、研发、生产及物流渠道等方面最大化发挥规模效应和协同效应。同时，也有利于对诚通集团内部造纸板块进行重组整合，优化中国纸业广东省内造纸产业布局，有效提升公司核心竞争力，最终实现国有资产的保值增值。根据方案公开信息和两家公司 2020 年上半年财务数据测算，本次交易完成后，预计冠豪高新每股收益增厚在 20%以上，较大幅度地提升冠豪高新现有股东的持股收益水平。

投资建议

➢ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 2.15、2.90、3.36 亿元，同比增长 20.42%、34.79%、15.96%，对应 EPS 为 0.17/0.23/0.26 元，PE 为 28.66、21.27、18.34 倍。公司主营的特种纸产品与人民生活密切相关，在日化、食品、饮料、医药、物流和商超等众多领域均有较大需求。随着疫情得到有效管控，食品、饮料、日化类全面复苏，产品需求将呈现增长趋势，盈利能力有望回归正常水平。同时，此次合并完成后，冠豪高新的资源整合优势和规模效应有望进一步增强，首次覆盖给予“增持”评级。

存在风险

➢ 宏观经济增长不及预期；市场推广不达预期；原材料价格波动风险。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2022E
营业收入（百万元）	2,594.77	2,439.75	2,805.71	3,142.39	3,425.21
同比增长	1.75%	-5.97%	15.00%	12.00%	9.00%
归母净利润（百万元）	170.33	178.55	215.01	289.81	336.07
同比增长	55.95%	4.83%	20.42%	34.79%	15.96%
每股收益（元）	0.13	0.14	0.17	0.23	0.26
PE	36.13	34.46	28.66	21.27	18.34
PB	2.31	2.19	1.96	1.80	1.66

数据来源：wind、山西证券研究所

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,594.8	2,439.7	2,805.7	3,142.4	3,425.2	成长性					
减:营业成本	1,934.9	1,866.1	2,191.3	2,441.6	2,651.1	营业收入增长率	1.7%	-6.0%	15.0%	12.0%	9.0%
营业税费	22.2	23.6	27.2	30.2	32.1	营业利润增长率	62.3%	5.6%	25.7%	32.9%	16.3%
销售费用	119.5	120.4	151.5	155.5	164.4	净利润增长率	51.9%	-19.6%	-3.4%	18.9%	24.9%
管理费用	91.5	105.5	126.3	135.1	140.4	EBITDA增长率	73.8%	-25.0%	-5.2%	26.3%	13.8%
财务费用	54.3	25.2	50.4	46.4	44.1	EBIT增长率	38.3%	-7.5%	33.8%	26.5%	13.7%
资产减值损失	-16.7	-8.3	-3.0	-20.0	-12.0	NOPLAT增长率	56.0%	4.8%	20.4%	34.8%	16.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.0%	-2.2%	11.7%	15.3%	8.7%
投资和汇兑收益	-4.1	-2.9	-	-5.3	-	净资产增长率	1.3%	5.1%	11.8%	9.2%	8.5%
营业利润	197.3	208.4	262.1	348.2	405.1	利润率					
加:营业外净收支	4.8	6.3	-0.5	3.9	3.6	毛利率	25.4%	23.5%	21.9%	22.3%	22.6%
利润总额	202.1	214.7	261.6	352.1	408.7	营业利润率	7.6%	8.5%	9.3%	11.1%	11.8%
减:所得税	35.3	38.2	46.6	62.3	72.6	净利润率	6.6%	7.3%	7.7%	9.2%	9.8%
净利润	170.3	178.5	215.0	289.8	336.1	EBITDA/营业收入	21.5%	18.4%	15.5%	16.4%	18.8%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	16.9%	13.5%	11.1%	12.6%	13.1%
货币资金	309.9	222.8	335.1	106.6	25.8	投资回报率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.4%	6.4%	6.9%	8.5%	9.0%
应收帐款	331.2	410.2	453.9	508.4	554.2	ROA	4.2%	4.6%	4.9%	6.1%	6.6%
应收票据	341.1	25.8	-	-	-	ROIC	6.7%	6.2%	8.4%	9.6%	9.4%
预付帐款	43.5	25.5	47.1	52.5	57.0	费用率					
存货	406.2	325.5	300.2	334.5	363.2	销售费用率	4.6%	4.9%	5.4%	5.0%	4.8%
其他流动资产	31.9	435.6	448.7	462.2	476.0	管理费用率	3.5%	4.3%	4.5%	4.3%	4.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	2.1%	1.0%	1.8%	1.5%	1.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.2%	10.3%	11.7%	10.7%	10.2%
长期股权投资	16.7	13.8	13.8	13.8	13.8	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	306	313	289	300	311
固定资产	2,162.1	2,075.4	2,434.0	2,800.6	3,118.7	流动资产周转天数	197	215	194	175	155
在建工程	11.3	25.8	106.9	230.2	228.1	应收帐款周转天数	51	55	53	53	53
无形资产	256.0	246.9	235.5	224.1	212.7	存货周转天数	79	71	51	47	56
其他非流动资产	30.0	17.3	17.8	18.4	18.9	总资产周转天数	549	573	528	524	516
资产总额	3,941.0	3,830.3	4,398.1	4,755.5	5,071.3	偿债能力					
短期借款	786.8	335.2	620.6	620.6	590.8	资产负债率	32.4%	26.8%	28.7%	28.0%	26.7%
应付票据	79.0	103.0	118.5	132.7	144.6	负债权益比	47.8%	36.6%	40.3%	38.9%	36.5%
应付账款	300.9	312.9	378.9	422.2	458.4	流动比率	1.15	1.64	1.26	1.10	1.09
其他流动负债	3.9	3.4	3.6	3.8	4.0	速动比率	0.83	1.27	1.02	0.85	0.82
长期借款	-	145.0	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	3.9	3.4	3.6	3.8	4.0	业绩和估值指标					
负债总额	1,275.2	1,027.3	1,263.2	1,330.8	1,355.8	EPS(元)	0.13	0.14	0.17	0.23	0.26
股本	1,271.3	1,271.3	1,273.4	1,273.4	1,273.4	BVPS(元)	2.10	2.21	2.46	2.69	2.92
资本公积与留存收益	797.2	941.0	1,156.0	1,445.8	1,748.3	PE(X)	36.1	34.5	28.7	21.3	18.3
少数股东权益	-0.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
股东权益	2,665.8	2,803.0	3,134.9	3,424.7	3,715.6	P/FCF	28.3	-112.6	-1,269.0	-26.9	-171.6
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	2.4	2.5	2.2	2.0	1.8
净利润	166.8	176.5	215.0	289.8	336.1	EV/EBITDA	8.3	13.6	14.8	12.9	10.4
加:折旧和摊销	35.2	8.3	-	-	-	CAGR(%)	20.2%	23.9%	26.2%	20.2%	23.9%
资产减值准备	120.1	120.4	121.9	121.9	195.9	PEG	178.7%	143.9%	109.4%	105.2%	76.6%
公允价值变动损失	-	-	-	-	-						
财务费用	48.7	24.4	50.4	46.4	44.1						
投资收益	4.1	2.9	-	5.3	-						
少数股东损益	-3.5	-2.1	-	-	-						
营运资金的变动	-178.2	-377.1	73.7	-39.7	-37.8						
经营活动产生现金流量	221.2	323.8	460.9	423.6	538.3						
投资活动产生现金流量	-12.1	-24.5	-550.5	-605.8	-500.0						
融资活动产生现金流量	-146.8	-337.6	-83.5	-46.4	-89.3						

数据来源: wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

