

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/造纸

冠豪高新(600433.SH)

维持评级

报告原因：业绩点评

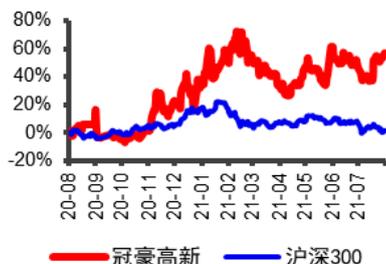
持续深耕纸基特种材料，Q2 净利率显著提升

增持

2021年8月24日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月24日

收盘价(元):	5.25
年内最高/最低(元):	6.28/4.18
流通 A 股/总股本(亿):	18.39/14.64
流通 A 股市值(亿):	77
总市值(亿):	97

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.06
摊薄每股收益:	0.06
每股净资产(元):	2.22
净资产收益率:	2.65%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

Tel: 15011180295

Email: yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】冠豪高新(600433.SH): Q1 营收增速超 37%，吸收合并粤华包未来成长可期》 2021-4-28

事件描述

➤ 公司发布 2021 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 12.48 亿元，同比增长 14.09%；归属于上市公司股东的净利润 7467 万元，同比增长 19.33%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6777 万元，同比增长 15.31%。业绩基本符合预期。

事件点评

➤ 一方面，供需格局恶化导致公司营收承压下行，另一方面，Q2 净利润同比增长 20%，显著超越疫情前水平。2021Q2，公司实现营业收入 6.06 亿元，同比下滑 3.43%，相对 2019Q2 下滑 7.76%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 19.96%，相对 2019Q2 增长 20.51%；扣非后归母净利润 0.41 亿元，同比增长 9.04%，相对 2019Q2 增长 7.89%。一季度受上游纸浆及化工料价格大幅上涨，造成企业生产成本增加，二季度原材料价格虽回调，但终端需求变淡，各企业降价抢单，造纸行业竞争加剧。报告期内，公司生产线满负荷运行，产量同比均大幅增长。

➤ 降本增效齐发力，推动期间费用率下降，Q2 净利率显著提升。报告期内，公司毛利率为 18.35% (-2.42pct)，净利率为 5.90% (+0.23pct)，其中 2021Q2 毛利率为 17.50% (-2.55pct)，净利率为 7.66% (+1.50pct)。费用端看，公司期间费用率同比下降 2.21pct 至 10.90%，其中，销售费用率 1.77% (-3.36pct)；管理费用率 8.01% (+1.65pct)；财务费用率 1.12% (-0.50pct)。公司持续践行精益管理理念，加强生产成本控制，提高设备自动化，有效降低吨纸成本、运费及人工成本等，经济效益显著。

➤ 持续深耕纸基特种材料，大力推动技术创新升级。通过预判市场走势，分品施策，公司上半年累计销售量同比增长 14%，其中热升华、防护类重点热敏产品、膜类不干胶销量同比提升明显。报告期内，公司研发费用达 5629 万元，同比增长 89.12%，公司申请专利 15 项，其中发明专利 14 项。

➤ 推进换股吸收合并粤华包项目落地，上半年获得中国证监会同意批复，以及外汇管理局关于购汇的批复，同步完成异议股东收购请求权申报及实施工作，重组实施阶段工作顺利推进。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，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



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

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

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 2.13、2.78、3.24 亿元，同比增长 19.18%、30.62%、16.64%，对应 EPS 为 0.12/0.15/0.18 元，PE 为 45.42、34.77、29.81 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，维持“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	2023E
营业收入（百万元）	2,594.77	2,439.75	2,781.31	3,087.25	3,365.11
同比增长	1.75%	-5.97%	14.00%	11.00%	9.00%
归母净利润（百万元）	170.33	178.55	212.80	277.97	324.23
同比增长	55.95%	4.83%	19.18%	30.62%	16.64%
每股收益（元）	0.13	0.14	0.12	0.15	0.18
PE	39.19	37.38	45.42	34.77	29.81
PB	2.50	2.38	2.61	2.43	2.27

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
<b>营业收入</b>	<b>2,594.8</b>	<b>2,439.7</b>	<b>2,781.3</b>	<b>3,087.3</b>	<b>3,365.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,934.9	1,866.1	2,179.2	2,401.9	2,604.6	营业收入增长率	1.7%	-6.0%	14.0%	11.0%	9.0%
营业税费	22.2	23.6	27.0	29.6	31.6	营业利润增长率	62.3%	5.6%	24.5%	28.7%	17.0%
销售费用	119.5	120.4	139.1	152.8	161.5	净利润增长率	51.9%	-19.6%	-4.0%	16.3%	25.6%
管理费用	91.5	105.5	129.3	137.4	144.7	EBITDA增长率	73.8%	-25.0%	-6.0%	22.8%	14.3%
财务费用	54.3	25.2	50.4	46.4	44.1	EBIT增长率	38.3%	-7.5%	32.6%	22.9%	14.2%
资产减值损失	-16.7	-8.3	-3.0	-20.0	-12.0	NOPLAT增长率	56.0%	4.8%	19.2%	30.6%	16.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.0%	-2.2%	11.6%	15.2%	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%	32.0%	7.5%	7.0%
<b>营业利润</b>	<b>197.3</b>	<b>208.4</b>	<b>259.4</b>	<b>333.8</b>	<b>390.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.8	6.3	-0.5	3.9	3.6	毛利率	25.4%	23.5%	21.7%	22.2%	22.6%
<b>利润总额</b>	<b>202.1</b>	<b>214.7</b>	<b>258.9</b>	<b>337.7</b>	<b>394.3</b>	营业利润率	7.6%	8.5%	9.3%	10.8%	11.6%
减:所得税	35.3	38.2	46.1	59.8	70.1	净利润率	6.6%	7.3%	7.7%	9.0%	9.6%
<b>净利润</b>	<b>170.3</b>	<b>178.5</b>	<b>212.8</b>	<b>278.0</b>	<b>324.2</b>	EBITDA/营业收入	21.5%	18.4%	15.5%	16.3%	18.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	16.9%	13.5%	11.1%	12.3%	12.9%
货币资金	309.9	222.8	903.0	665.6	574.6	<b>投资回报率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.4%	6.4%	5.7%	7.0%	7.6%
应收帐款	331.2	410.2	450.0	499.5	544.4	ROA	4.2%	4.6%	4.3%	5.2%	5.8%
应收票据	341.1	25.8	-	-	-	ROIC	6.7%	6.2%	8.4%	9.2%	9.1%
预付帐款	43.5	25.5	46.9	51.6	56.0	<b>费用率</b>					
存货	406.2	325.5	298.5	329.0	356.8	销售费用率	4.6%	4.9%	5.0%	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%	4.7%	4.5%	4.3%
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%	11.5%	10.9%	10.4%
长期股权投资	16.7	13.8	13.8	13.8	13.8	<b>运营效率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	306	313	292	305	317
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	233	242	215
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	52	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	569	598	583
<b>资产总额</b>	<b>3,941.0</b>	<b>3,830.3</b>	<b>4,960.1</b>	<b>5,299.3</b>	<b>5,603.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期借款	786.8	335.2	620.6	620.6	590.8	资产负债率	32.4%	26.8%	25.4%	24.9%	24.0%
应付票据	79.0	103.0	117.4	130.3	142.1	负债权益比	47.8%	36.6%	34.1%	33.2%	31.6%
应付账款	300.9	312.9	376.8	415.3	450.4	流动比率	1.15	1.64	1.71	1.52	1.50
其他流动负债	3.9	3.4	3.6	3.8	4.0	速动比率	0.83	1.27	1.47	1.27	1.23
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	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>1,275.2</b>	<b>1,027.3</b>	<b>1,259.9</b>	<b>1,321.2</b>	<b>1,344.7</b>	EPS(元)	0.13	0.14	0.12	0.15	0.18
股本	1,271.3	1,271.3	1,840.9	1,840.9	1,840.9	BVPS(元)	2.10	2.21	2.01	2.16	2.31
资本公积与留存收益	797.2	941.0	1,153.8	1,431.7	1,723.5	PE(X)	39.2	37.4	45.4	34.8	29.8
少数股东权益	-0.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	PB(X)	2.5	2.4	2.6	2.4	2.3
<b>股东权益</b>	<b>2,665.8</b>	<b>2,803.0</b>	<b>3,700.2</b>	<b>3,978.1</b>	<b>4,258.4</b>	P/FCF	30.7	-122.1	-2,139.9	-40.7	-204.3
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	P/S	2.6	2.7	3.5	3.1	2.9
净利润	166.8	176.5	212.8	278.0	324.2	EV/EBITDA	8.3	13.6	21.7	19.1	15.3
加:折旧和摊销	35.2	8.3	-	-	-	CAGR(%)	18.6%	22.5%	25.8%	18.6%	22.5%
资产减值准备	120.1	120.4	121.9	121.9	195.9	PEG	211.2%	166.3%	176.3%	187.4%	132.6%
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	76.2	-36.7	-37.3						
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>221.2</b>	<b>323.8</b>	<b>461.2</b>	<b>414.8</b>	<b>526.9</b>						
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-12.1</b>	<b>-24.5</b>	<b>-550.5</b>	<b>-605.8</b>	<b>-500.0</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-146.8</b>	<b>-337.6</b>	<b>484.0</b>	<b>-46.4</b>	<b>-88.1</b>						

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

