太阳纸业（002078.SZ）

股权激励彰显公司信心，看好行业龙头盈利提升空间

公司评级	买入
当前价格	9.67 元
前次评级	买入
报告日期	2017-09-11

相对市场表现

分析师：赵中平，S0260516070005
0755-23953620
zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

太阳纸业（002078.SZ）：H1业绩大幅提升，新增产能奠定成长基础 2017-08-30

太阳纸业（002078.SZ）：与众鸣世纪强强联合，开拓母婴用品市场 2017-07-20

太阳纸业（002078.SZ）：非公开发行终止，可转债提升融资速度 2017-05-23

联系人：汪达 010-59136610
wangda@gf.com.cn

核心观点：

- **公司发布限制性股票激励计划草案，调动员工积极性和创造性**

公司发布 2017-2019 年限制性股票激励计划草案，拟授予的限制性股票数量总计不超过 5677 万股，占公司股本总额的 2.24%，授予价格为每股 4.65 元，激励对象为董事、高级管理人员及核心业务（技术）人员共计 674 人。解除限售的考核年度为 2017-2019 年，业绩考核目标为，以 2016 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 10.45 亿元为基数，2017-2019 年净利润增长分别不低于 60%、80%、100%。

- **着眼结构调整，“四三三”战略目标稳步推进**

围绕“四三三”战略目标，公司有序推进 20 万吨高档特种纸项目、老挝 30 万吨化学浆项目、80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目和美国阿肯色州 70 万吨生物精炼项目，新增产能预计于 2018 年起陆续释放产能，增量产能有望加速公司业绩增长。公司与众鸣世纪签订战略合作协议，借力其旗下母婴互联网平台宝宝树共同开发符合市场需求的食品级母婴系列高档生活用纸，与众鸣世纪强强联手将加速公司快速消费品板块战略落地，推动“四三三”战略目标实现。

- **盈利能力持续提升，各项业务超预期亮点多，业绩有望踏上新台阶**

近期主要纸种受供需格局及成本推动持续涨价，龙头纸企成本转嫁能力强，吨纸盈利扩大，下半年溶解浆需求旺季到来，最新价格 7600 元/吨，调升盈利预测。基于公司半年报披露的产能投产计划，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 184.7、217.2、253.4 亿元，归母净利润分别为 17.5、21.4、26.1 亿元，当前股价对应 2017 年 14.00xPE，维持公司买入评级。

- **风险提示**

主要纸种价格大幅回落，溶解浆涨幅低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10,825.12	14,455.49	18,473.29	21,715.79	25,343.29
增长率(%)	3.51%	33.54%	27.79%	17.55%	16.70%
EBITDA(百万元)	2,367.58	2,941.05	4,031.07	4,692.09	5,265.82
净利润(百万元)	666.66	1,056.76	1,751.99	2,138.77	2,613.19
增长率(%)	42.20%	58.52%	65.79%	22.08%	22.18%
EPS（元/股）	0.263	0.417	0.691	0.843	1.030
市盈率（P/E）	21.42	16.03	14.00	11.47	9.38
市净率（P/B）	2.04	2.13	2.52	2.07	1.69
EV/EBITDA	9.05	8.14	7.70	6.31	5.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

限制性股票激励计划推出彰显公司发展信心

公司发布2017-2019年限制性股票激励计划草案，拟授予的限制性股票数量总计不超过5677万股，占公司股本总额的2.24%，授予价格为每股4.65元，激励对象为董事、高级管理人员及核心业务（技术）人员共计674人，其中董事、高级管理人员等7人获授的限制性股票数量共800万股，占授予限制性股票总数的比例的14.09%。本次限制性股权激励解除限售的考核年度为2017-2019年，业绩考核目标为，以2016年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润10.45亿元为基数，2017-2019年净利润增长分别不低于60%、80%、100%。

表 1: 限制性股票解除限售各期业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 60%
第二个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 80%
第三个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 100%

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

本次限制性股权激励对象规模远大于2014年限制性股票激励计划，2014年限制性股票激励计划业绩考核目标已顺利完成三期解锁，激励对象范围由此前179人扩大到674人，三期解锁比例分别为40%、40%、20%。由于本次限制性股权激励规模较大，预测算本次限制性股权激励产生的需摊销的总费用约为15,472.44万元，根据企业会计准则要求，对2017-2020年各期会计成本的影响分别为2,833.22、9,363.63、2,762.86、512.74万元，股权激励产生的成本将在经常性损益中列支。

表 2: 限制性股票解除限售时间及各期解除限售比例

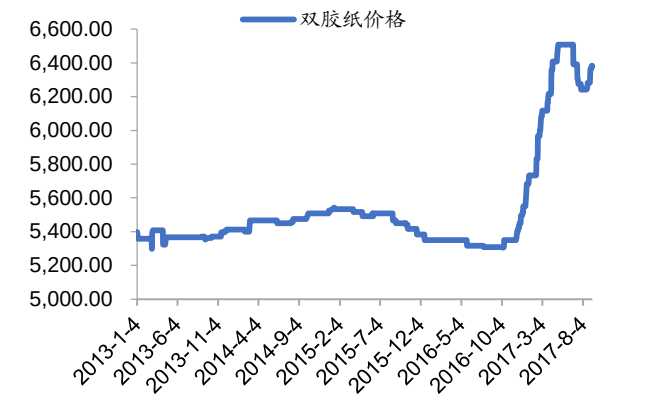
解除限售期	解除限售时间	解除限售比例
第一个解除限售期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第三个解除限售期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	20%

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

纸品旺季来临，量价提升增厚公司业绩

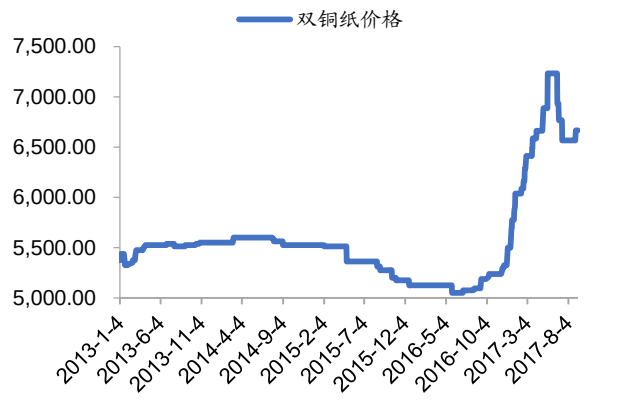
受益于2016年新增产能项目正常运行，下半年纸品需求旺季来临有望进一步增厚公司业绩。根据公司半年报披露数据，公司产品效益提升，部分产品提价推动公司业绩增长，上半年整体毛利率水平同比上升5.16pct至24.97%。从分产品收入和毛利率数据来看，非涂布文化用纸毛利率同比上升6.16pct至27.03%，铜版纸毛利率同比上升8.56pct至27.59%。因原材料动力煤及蒸汽价格上涨挤压产品盈利空间，电及蒸汽营业成本同比上升73.82%，上半年电及蒸汽业务毛利率同比下滑22.82pct至22.16%，但营业收入占比仅为4.12%，对公司整体业绩影响有限。

图1：双胶纸价格企稳回升（元/吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图2：双铜纸价格企稳回升（元/吨）

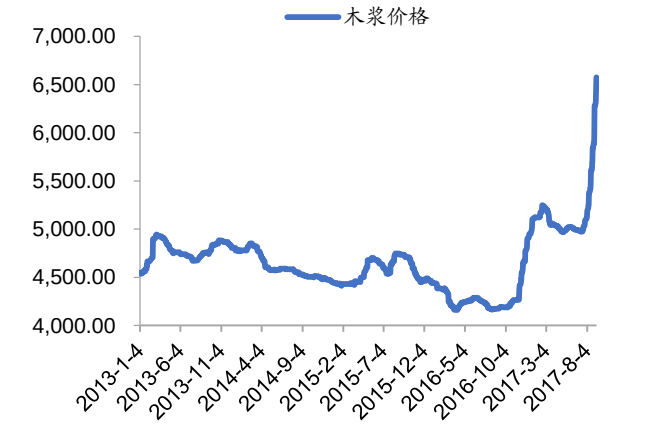


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

原材料价格上涨及环保因素推高纸品价格，公司产品提价转嫁成本因素影响。国内环保监察力度偏大，国产浆、纸企业持续受到影响，北方地区新一轮环保督查开启。京津冀及周边地区大气污染治理的新一轮强化督查9月1日启动，已明确把工业企业达标、错峰生产列为督查方向。环保部3日通报，9月1日起，京津冀及周边地区大气污染治理的第11轮次强化督查正式启动，强化督查将共安排15个轮次210天，分为两阶段进行。环保因素叠加下半年需求旺季来临，产品提价带来业绩弹性。

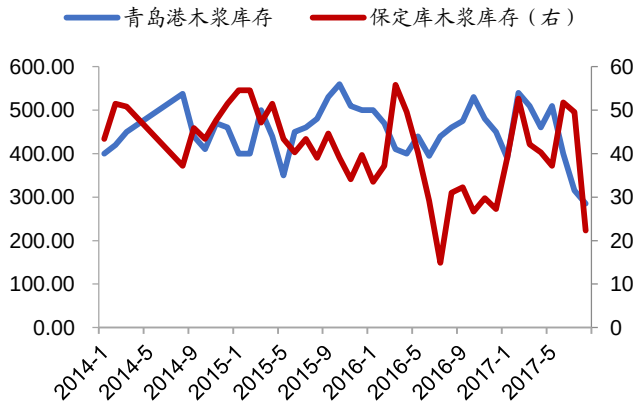
木浆受采购旺季来临、环保限产等因素影响近期价格快速上涨。卓创资讯数据显示，河北地区或有新阔叶浆在9月中下旬到货，木浆价格上涨带来的纸企成本压力有望得到缓解。

图3：木浆价格大幅上涨（元/吨）



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图4：木浆库存震荡回落（万吨）



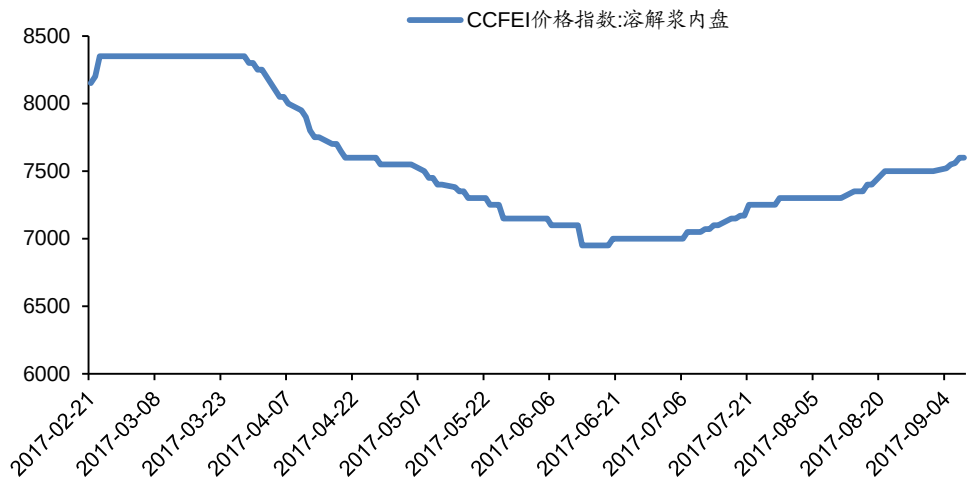
数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

包装纸业务持续贡献增量收入。2016年7月公司顺利投产的50万吨低克重牛皮箱板纸项目增强公司盈利能力，受益于包装纸行业集中度较低，小产能限产淘汰比例大，行业供需处于紧平衡状态，原材料废纸价格上涨可快速转嫁下游，上半年包装纸毛利率较2016年提升3.36pct至25.09%，下半年为包装纸行业旺季，公司低克重牛皮箱板纸产品盈利能力有望进一步提升。

溶解浆价格运行中枢回升，年内价格已见底回升，下半年旺季价格上涨有望提升产品盈利能力。上半年受二季度溶解浆价格走低，且主要原材料木片价格并未出现松动等因素影响，溶解浆营收占比由去年同期17.18%减少至15.67%，但成本控制得

当，溶解浆毛利率同比上升8.64pct至22.70%，为应对产品市场价格波动，公司积极调解产品生产结构，伴随下半年溶解浆需求旺季来临，产品盈利能力有望回升。

图5：溶解浆价格中枢回升（元/吨）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

着眼结构调整，“四三三”战略目标稳步推进

围绕“四三三”战略目标，公司有序推进20万吨高档特种纸项目、老挝30万吨化学浆项目、80万吨高档板纸改建及其配套工程项目和美国阿肯色州70万吨生物精炼项目，预计于2018年陆续释放产能，有望加速业绩增长。公司与众鸣世纪签订战略合作协议，借力其旗下母婴互联网平台宝宝树共同开发符合市场需求的食品级母婴系列高档生活用纸，与众鸣世纪强强联手将加速公司快速消费品板块战略落地。

盈利预测与估值

公司浆及纸制品业务盈利能力显著提升，未来产能逐步释放，业绩有望踏上新台阶。基于溶解浆旺季价格中枢上行，老挝项目建成投产、包装纸产能未来三年逐步放量，文化纸维持2016年盈利水平假设，公司净利润有望保持高速增长。文化纸价格受市场供需格局及成本推动持续加成涨价，吨纸盈利有望扩大。预计2017-2019年公司营业收入分别为184.7、217.2、253.4亿元，归母净利润分别为17.5、21.4、26.1亿元，当前股价对应2017年14.00xPE，维持公司买入评级

风险提示

主要纸种价格大幅回落，溶解浆涨幅低于预期。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7027	7331	9474	11367	13165
货币资金	1528	1043	1847	2172	2534
应收及预付	3678	4670	5282	6704	7648
存货	1400	1139	2005	2151	2642
其他流动资产	422	480	340	340	340
非流动资产	12691	12863	13403	13600	13146
长期股权投资	101	130	130	130	130
固定资产	8625	11285	11251	10940	10273
在建工程	2735	302	1302	1802	2002
无形资产	544	564	584	596	609
其他长期资产	686	581	136	132	132
资产总计	19718	20194	22877	24967	26311
流动负债	9140	8512	9529	9224	7653
短期借款	5254	4168	5465	4334	1985
应付及预收	2621	3324	4063	4890	5668
其他流动负债	1265	1020	0	0	0
非流动负债	3185	3342	3027	3027	3027
长期借款	1720	1423	1423	1423	1423
应付债券	497	1494	1494	1494	1494
其他非流动负债	967	425	110	110	110
负债合计	12324	11854	12555	12251	10680
股本	2537	2536	2536	2536	2536
资本公积	1203	1208	1208	1208	1208
留存收益	3245	4175	5927	8065	10679
归属母公司股东权	6986	7963	9715	11854	14467
少数股东权益	408	377	606	862	1164
负债和股东权益	19718	20194	22877	24967	26311

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10825	14455	18473	21716	25343
营业成本	8293	11287	13987	16373	19231
营业税金及附加	40	101	109	136	156
销售费用	423	572	686	838	974
管理费用	449	449	709	802	898
财务费用	590	550	424	427	324
资产减值损失	10	64	16	22	30
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资净收益	-136	21	10	10	20
营业利润	886	1453	2553	3127	3750
营业外收入	156	23	23	23	23
营业外支出	2	8	8	8	8
利润总额	1040	1468	2568	3142	3765
所得税	285	310	586	748	850
净利润	755	1158	1982	2395	2915
少数股东损益	88	101	230	256	301
归属母公司净利润	667	1057	1752	2139	2613
EBITDA	2368	2941	4031	4692	5266
EPS（元）	0.26	0.42	0.69	0.84	1.03

现金流量表 单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	685	2816	2953	3177	3718
净利润	755	1158	1982	2395	2915
折旧摊销	747	895	1048	1126	1182
营运资金变动	-1444	228	-684	-753	-679
其它	627	534	607	410	300
投资活动现金流	-2199	-1552	-1669	-1313	-700
资本支出	-2611	-1668	-1679	-1323	-720
投资变动	447	62	10	10	20
其他	-36	54	0	0	0
筹资活动现金流	2061	-1708	-479	-1540	-2655
银行借款	10298	6969	1297	-1131	-2350
股权融资	1005	0	0	0	0
其他	-7969	-7677	-1776	-409	-305
现金净增加额	547	-444	804	324	363
期初现金余额	1430	1528	1043	1847	2172
期末现金余额	1977	1083	1847	2172	2534

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.5	33.5	27.8	17.6	16.7
营业利润增长	32.8	63.9	75.7	22.5	19.9
归属母公司净利润增长	42.2	58.5	65.8	22.1	22.2
获利能力（%）					
毛利率	23.4	21.9	24.3	24.6	24.1
净利率	7.0	8.0	10.7	11.0	11.5
ROE	9.5	13.3	18.0	18.0	18.1
ROIC	8.2	10.7	13.8	15.4	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	62.5	58.7	54.9	49.1	40.6
净负债比率	1.0	0.8	0.6	0.4	0.2
流动比率	0.77	0.86	0.99	1.23	1.72
速动比率	0.59	0.67	0.73	0.93	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.72	0.86	0.91	0.99
应收账款周转率	12.14	11.99	12.17	12.17	12.17
存货周转率	5.98	8.37	6.98	7.61	7.28
每股指标（元）					
每股收益	0.26	0.42	0.69	0.84	1.03
每股经营现金流	0.27	1.11	1.16	1.25	1.47
每股净资产	2.75	3.14	3.83	4.67	5.71
估值比率					
P/E	21.4	16.0	14.0	11.5	9.4
P/B	2.0	2.1	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.0	8.1	7.7	6.3	5.1

广发造纸轻工行业研究小组

赵中平：　分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
申　烨：　分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
汪　达：　研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。