

2014年04月02日

太阳纸业 (002078.SZ)

## 股票激励计划彰显业绩增长信心

■ **推出股票激励计划:** 公司发布限制性股票激励计划 (2014-2016) (草案), 拟向激励对象授予 1,646 万股限制性股票, 约占公司目前总股本的 1.43%, 限制性股票来源为公司从二级市场回购相应股份。激励对象包括公司董事、高级管理人员 (不包含独立董事、监事)、公司核心技术人员、以及董事会认定的中层管理人员, 共计 184 人。授予价格为公司从二级市场回购股票的平均价格, 激励对象的认购价格为授予价格的 70%, 即个人出资比例为 70%, 公司出资比例为 30%。

■ **彰显业绩增长信心:** 本此激励计划提出了较高的业绩考核目标, 2014、2015、2016 年净利润相比 2013 年增长分别不低于 60%、130%、240%, 三年复合增速约为 50%, 彰显了公司的业绩增长信心。股权激励的推出有助于使激励对象的利益与公司的战略目标保持一致, 建立长期激励机制, 完善薪酬结构体系, 为公司的业绩持续增长奠定人力资源的竞争优势, 确保公司战略发展目标的实现, 促进股东价值的最大化。

■ **盈利预测和投资建议:** 公司正在实施战略调整与转型, 打造“四三三”利润构成, 即现有纸产品 40%、新材料 (溶解浆和木糖等) 30%、生活用纸 30%, 迈入新的发展阶段。预计公司 2014-2016 年收入增长 5.7%、12.5% 和 17.3%; 净利润增长 78.5%、44.5% 和 44.1%; 每股收益为 0.44 元、0.64 元和 0.92 元; 维持“买入-A”评级和目标价 9.6 元, 对应 2015 年 15 倍估值。

■ **风险提示:** 行业整体复苏缓慢, 公司新业务转型的不确定性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,408.6	10,895.1	11,511.0	12,954.3	15,196.0
净利润	176.3	284.6	508.2	734.2	1,057.9
每股收益(元)	0.15	0.25	0.44	0.64	0.92
每股净资产(元)	3.43	4.43	4.72	5.11	5.66
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	48.3	29.9	16.8	11.6	8.1
市净率(倍)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.3
净利润率	1.7%	2.6%	4.4%	5.7%	7.0%
净资产收益率	4.9%	5.8%	9.9%	13.2%	16.6%
股息收益率	1.2%	1.3%	2.4%	3.4%	5.0%
ROIC	8.3%	7.8%	9.1%	11.6%	15.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

9.60 元

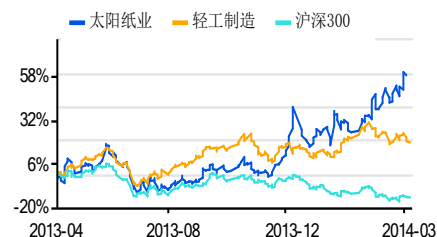
股价 (2014-04-01)

7.41 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	8,521.50
流通市值 (百万元)	7,445.61
总股本 (百万股)	1,150.00
流通股本 (百万股)	1,004.81
12 个月价格区间	4.35/7.75 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.33	28.24	56.84
绝对收益	10.60	21.08	43.60

张妮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090002

zhangni@essence.com.cn

010-66581574

### 相关报告

盈利显著改善, 转型值得期待 2014-02-28

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月02日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>10,408.6</b>	<b>10,895.1</b>	<b>11,511.0</b>	<b>12,954.3</b>	<b>15,196.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,998.8	9,049.6	9,456.9	10,473.9	12,161.8	营业收入增长率	18.8%	4.7%	5.7%	12.5%	17.3%
营业税费	25.2	22.5	23.0	25.9	30.4	营业利润增长率	-67.6%	319.6%	57.6%	47.7%	42.5%
销售费用	324.2	462.9	402.9	414.5	455.9	净利润增长率	-64.7%	61.4%	78.5%	44.5%	44.1%
管理费用	281.5	324.9	287.8	323.9	379.9	EBITDA 增长率	-2.8%	15.0%	6.4%	20.7%	21.7%
财务费用	698.2	526.2	571.5	596.5	609.4	EBIT 增长率	-14.8%	23.8%	32.0%	29.1%	28.4%
资产减值损失	22.3	35.1	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	-21.1%	-8.0%	20.6%	28.4%	27.9%
加:公允价值变动收益	0.3	-	2.0	2.0	2.0	投资资本增长率	-2.3%	2.9%	0.7%	-4.4%	-3.5%
投资和汇兑收益	55.6	5.8	15.0	25.0	60.0	净资产增长率	-1.6%	23.9%	7.7%	9.5%	12.2%
<b>营业利润</b>	<b>114.3</b>	<b>479.7</b>	<b>755.9</b>	<b>1,116.6</b>	<b>1,590.6</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	127.3	-22.7	30.0	30.0	30.0	毛利率	13.5%	16.9%	17.8%	19.1%	20.0%
<b>利润总额</b>	<b>241.7</b>	<b>457.0</b>	<b>785.9</b>	<b>1,146.6</b>	<b>1,620.6</b>	营业利润率	1.1%	4.4%	6.6%	8.6%	10.5%
减:所得税	22.4	139.1	196.5	286.6	405.2	净利率	1.7%	2.6%	4.4%	5.7%	7.0%
<b>净利润</b>	<b>176.3</b>	<b>284.6</b>	<b>508.2</b>	<b>734.2</b>	<b>1,057.9</b>	EBITDA/营业收入	14.5%	16.0%	16.1%	17.2%	17.9%
						EBIT/营业收入	7.8%	9.2%	11.5%	13.2%	14.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	278	257	237	197	156
货币资金	865.0	1,691.4	2,629.0	3,626.8	4,833.6	流动营业资本周转天数	53	59	70	73	64
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	174	168	191	201	201
应收账款	520.2	760.6	765.8	804.5	1,005.2	应收账款周转天数	20	19	22	20	20
应收票据	1,501.9	1,233.5	1,518.2	1,681.5	1,899.1	存货周转天数	45	44	44	43	41
预付账款	272.4	350.2	322.1	96.8	32.4	总资产周转天数	525	513	509	473	425
存货	1,285.9	1,342.3	1,457.8	1,555.2	1,828.6	投资资本周转天数	380	364	351	306	250
其他流动资产	262.9	105.1	67.8	-40.6	-384.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	5.8%	9.9%	13.2%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	2.0%	3.5%	5.0%	6.6%
长期股权投资	799.5	791.6	796.8	795.9	794.8	ROIC	8.3%	7.8%	9.1%	11.6%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	7,720.0	7,807.3	7,320.3	6,824.1	6,327.8	销售费用率	3.1%	4.2%	3.5%	3.2%	3.0%
在建工程	821.8	630.5	630.5	630.5	630.5	管理费用率	2.7%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
无形资产	400.9	421.1	393.0	366.8	342.3	财务费用率	6.7%	4.8%	5.0%	4.6%	4.0%
其他非流动资产	722.3	756.0	772.7	1,005.2	1,186.8	三费/营业收入	12.5%	12.1%	11.0%	10.3%	9.5%
<b>资产总额</b>	<b>15,172.7</b>	<b>15,889.6</b>	<b>16,673.8</b>	<b>17,346.7</b>	<b>18,496.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	5,012.4	4,507.9	4,501.5	4,491.8	4,478.4	资产负债率	70.6%	65.2%	64.3%	62.5%	60.5%
应付账款	1,125.8	1,317.7	1,330.6	1,436.4	1,716.6	负债权益比	240.5%	187.7%	180.4%	166.4%	153.2%
应付票据	686.0	200.0	830.3	649.8	697.0	流动比率	0.58	0.74	0.88	0.99	1.12
其他流动负债	296.9	296.5	143.7	248.6	229.8	速动比率	0.42	0.56	0.68	0.79	0.90
长期借款	1,446.6	1,643.9	1,643.9	1,643.9	1,643.9	利息保障倍数	1.16	1.91	2.32	2.87	3.61
其他非流动负债	1,195.8	1,362.9	1,369.6	1,377.7	1,333.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>10,716.7</b>	<b>10,367.5</b>	<b>10,728.3</b>	<b>10,835.0</b>	<b>11,192.5</b>	DPS(元)	0.09	0.10	0.18	0.26	0.37
<b>少数股东权益</b>	<b>508.6</b>	<b>430.7</b>	<b>512.0</b>	<b>637.7</b>	<b>795.2</b>	分红比率	57.0%	40.4%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	1,004.8	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	股息收益率	1.2%	1.3%	2.4%	3.4%	5.0%
留存收益	2,963.6	3,978.7	4,283.6	4,724.1	5,358.9						
<b>股东权益</b>	<b>4,456.0</b>	<b>5,522.1</b>	<b>5,945.5</b>	<b>6,511.8</b>	<b>7,304.1</b>						

## 现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	219.3	318.0	508.2	734.2	1,057.9	EPS(元)	0.15	0.25	0.44	0.64	0.92
加:折旧和摊销	701.5	735.8	523.3	521.4	519.7	BVPS(元)	3.43	4.43	4.72	5.11	5.66
资产减值准备	22.3	35.1	30.0	30.0	30.0	PE(X)	48.3	29.9	16.8	11.6	8.1
公允价值变动损失	-0.3	-	2.0	2.0	2.0	PB(X)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.3
财务费用	561.2	425.0	571.5	596.5	609.4	P/FCF	22.0	261.8	50.8	6.7	5.8
投资损失	-55.6	-5.8	-15.0	-25.0	-60.0	P/S	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
少数股东损益	43.0	33.3	81.2	125.7	157.5	EV/EBITDA	8.0	7.4	7.7	6.0	4.6
营运资金的变动	-806.2	-81.3	233.1	-119.8	-147.1	CAGR(%)	57.7%	56.4%	31.8%	25.3%	11.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,387.4</b>	<b>1,436.0</b>	<b>1,934.3</b>	<b>1,865.1</b>	<b>2,169.4</b>	PEG	0.8	0.5	0.5	0.5	0.7
投资活动产生现金流量	-1,087.1	-886.5	9.8	25.9	61.2	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.3	1.6	2.2
融资活动产生现金流量	-563.1	-42.8	-1,039.4	-849.4	-993.7	REP	1.0	1.1	1.0	0.8	0.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	test		

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

