

公司实施股权激励，行权条件为未来三年业绩增速达 61.3%

事件

公司公布管理层股票期权激励计划草案，发行 1885 万份股票期权，占总股本 2.98%，行权价为 11.63 元，行权条件为：以 2010 年为基数，2011—13 年净利润增长率分别不低于 115%、210%和 320%。

研究结论

- **行权条件为 2011—13 年业绩复合增长率达 61.3%。**公司行权条件为以 2010 年为基数，2011—13 年净利润增长率分别不低于 115%、210%和 320%，复合增长率达 61.3%，折算成 EPS 分别是 0.31 元、0.45 元和 0.61 元，目前股价对应 2011—13 分别是 37 倍、26 倍和 19 倍。
- **股权激励范围广，激发整体团队积极性。**公司股权激励对象为 187 人，包括 2 名高管及 185 名中层管理人员、核心技术（业务）人员、有特殊贡献的其他人员。我们认为，此次普惠式股权激励，将有利于提升员工稳定性，激发广大中层管理人员、技术业务骨干的工作热情。
- **期权费用对业绩影响较弱。**此次股权激励期权成本经公司测算为 6687 万元，2011—14 年期权成本摊销分别为 975 万元、3399 万元、1644 万元、668 万元，公司 2010 年归属于母公司所有者的净利润为 9158 万元，考虑到行权条件对业绩增速的要求，我们认为期权成本对公司业绩影响较弱。
- **维持买入评级，目标价 15 元。**公司推出股权激励表彰显管理层对公司长期看好的态度，我们维持对公司 2011-13 年盈利预测为 0.34 元、0.42 元和 0.52 元，维持公司买入评级、目标价 15 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑恺

轻工造纸行业高级分析师

8621-63325888-6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

联系人

陶林杰

8621-63325888-8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 7 月 7 日）	11.63 元
目标价格	15.00 元
总股本/A 股（百万股）	633/ 633
A 股市值（亿元）	73.58
国家/地区	中国
行业	家具制造
报告发布日期	2011 年 7 月 8 日

股价表现



财务预测（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	2,415	3,134	3,846	4,497
营业利润（百万）	131	287	392	497
归属母公司净利润	92	217	264	331
EBITDA（百万）	225	225	422	645
每股收益（元）	0.18	0.34	0.42	0.52
净资产收益率	3.94%	8.81%	10.03%	11.69%
市盈率（倍）	60.3	31.7	26.0	20.7
市净率（倍）	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA（倍）	32.2	17.6	14.2	11.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,309	2,717	3,253	3,807	营业收入	2,415	3,134	3,846	4,497
现金	1,026	1,159	1,355	1,599	营业成本	1,429	1,802	2,199	2,561
应收账款	369	479	588	688	营业税金及附加	10	13	16	18
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	562	715	846	967
预付账款	114	144	176	205	管理费用	227	282	346	405
存货	765	901	1,099	1,281	财务费用	46	17	22	26
其他	34	34	34	34	资产减值损失	12	19	24	22
非流动资产	1,399	1,475	1,465	1,457	公允价值变动收益	2	0	0	0
固定资产	1,027	1,108	1,103	1,101	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	217	211	206	201	营业利润	131	287	392	497
其他	155	155	155	155	营业外收入	9	14	14	14
资产总计	3,708	4,191	4,718	5,264	营业外支出	2	0	0	0
流动负债	1,008	1,243	1,488	1,717	利润总额	139	301	407	511
短期借款	266	345	424	496	所得税	18	30	77	97
应付账款	246	310	378	440	净利润	121	271	329	414
其他	496	588	686	781	少数股东损益	29	54	66	83
非流动负债	373	486	603	713	归属于母公司净利润	92	217	264	331
长期借款	371	481	590	690	EBITDA	225	422	534	645
其他	2	5	13	23	EPS (元)	0.18	0.34	0.42	0.52
负债合计	1,381	1,729	2,091	2,430	主要财务比率				
少数股东权益	2	57	122	205	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	633	633	633	633	成长能力				
资本公积	859	859	859	859	营业收入	29.2%	29.8%	22.7%	16.9%
留存收益	833	914	1,013	1,137	营业利润	32.4%	35.1%	23.7%	17.5%
归属母公司股东权益	2,327	2,462	2,627	2,834	归属于母公司净利润	102.5%	136.8%	21.6%	25.7%
负债和股东权益	3,708	4,191	4,718	5,264	获利能力				
现金流量表					毛利率	40.8%	42.5%	42.8%	43.0%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	5.0%	8.6%	8.6%	9.2%
经营活动现金流	152	261	276	381	ROE	3.9%	8.8%	10.0%	11.7%
净利润	121	271	329	414	ROIC	3.0%	6.4%	7.7%	8.7%
折旧摊销	86	88	87	87	偿债能力				
财务费用	33	17	22	26	资产负债率	37.2%	41.3%	44.3%	46.2%
投资损失	0	0	0	0	负权益比率	59.3%	70.2%	79.6%	85.7%
营运资金变动	-101	-137	-195	-179	流动比率	2.29	2.19	2.19	2.22
其他	14	22	32	32	速动比率	1.38	1.32	1.31	1.33
投资活动现金流	-183	-182	-102	-102	营运能力				
资本支出	-159	-182	-102	-102	总资产周转率	0.77	0.79	0.86	0.90
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	6.90	7.39	7.21	7.05
其他	-24	0	0	0	应付账款周转率	5.55	4.88	4.81	4.71
筹资活动现金流	818	54	23	-35	每股指标 (元)				
借款增减	163	190	188	172	每股收益	0.18	0.34	0.42	0.52
普通股增加	122	0	0	0	每股经营现金流	0.24	0.41	0.44	0.60
资本公积增加	741	0	0	0	每股净资产	3.68	3.89	4.15	4.48
其他	-219	-136	-165	-207	估值比率				
现金增加额	787	132	197	244	P/E	59.8	31.4	25.8	20.5
					P/B	2.9	2.8	2.6	2.4
					EV/EBITDA	31.9	17.5	14.1	11.8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn