

激励出，成长稳 木浆跌，弹性待

事件

12月18日晚，公司发布2018年股票期权与限制性股票激励计划。

公司此次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，拟向激励对象授予权益总计4481.6万份，约占激励计划公告时公司股本总额的3.48%。其中首次授予3881.6万份，占激励计划公告时公司股本总额的3.02%；预留600万份，占计划拟授出权益总数的13.39%，占计划公告时公司股本总额的0.47%。

我们的分析和判断

发布2018激励计划，管理层利益绑定，业绩稳定增长可期

公司此次激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分，具体来看：

股票期权激励计划：公司拟向激励对象共计授予1959.85万份股票期权，其中首次授予激励对象总人数为4101名，授予1709.85万份股票期权，约占激励计划公告时公司股本总额的1.33%；预留250万份股票期权，占股票期权激励计划拟授出权益总数的12.76%。

限制性股票激励计划：公司拟向激励对象共计授予2521.75万份限制性股票，其中首次授予激励对象总人数为671名，授予2171.75万股公司限制性股票，占激励计划公告时公司股本总额的1.69%；预留350万股限制性股票，占本限制性股票激励计划拟授出权益总数的13.88%。

价格：此次股权激励计划首次授予部分股票期权的行权价格为每份8.67元/股，此次股权激励计划首次授予部分限制性股票的授予价格为每股4.33元

考核目标：以2017年营业收入为基数，2019/2020/2021年营业收入增长率分别不低于41.60%/67.09%/94.03%。公司2017年营业收入为46.38亿元，对应考核收入目标分别不低于65.67亿/77.50亿/90.00亿，2020年及2021年对应的同比增速分别为18%和16%。

中顺洁柔 (002511)

维持
买入
花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

研究助理：王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2018年12月19日

主要数据

	1个月	3个月	12个月
	1.29/5.12	12.67/17.24	-0.78/20.38
12月最高/最低价(元)			17.45/6.72
总股本(万股)	128,669.27		
流通A股(万股)	125,748.55		
总市值(亿元)	110.78		
流通市值(亿元)	108.27		
近3月日均成交量(万)	799.63		
主要股东			
广东中顺纸业集团有限公司	29.2%		

股价表现



相关研究报告

18.10.29	中顺洁柔：Q3 稳增长进一步验证，未来浆价如下跌带来业绩弹性
18.08.07	中顺洁柔：Q2 收入加快，盈利维持高位；新品推，产能拓，真成长延续

木浆价格逐步调整，毛利率有望修复释放利润弹性

截至 2018 年 12 月 14 日，国内木浆价格约为 5380 元/吨，与年初价格 6342.5 元/吨相比大幅下降 15.18%。2018Q4 木浆均价约为 6028.74 元/吨，同比上年同期价格下跌 8.73%，环比 2018Q3 价格下跌 4.15%。

纸浆期货方面，自 11 月 27 日上市后连续下跌，自 5830 元最低下探至 4970 元，目前在 5100 元附近震荡。

当前木浆价格处于持续调整趋势，当前木浆、废纸、纸价均表现为降价趋势，下游需求基本保持稳定，全球纸浆市场新产能不断投产，我们判断纸浆价格将表现为稳中有降趋势。

产能、渠道继续拓展，长期成长可期

产能方面：2017 年公司云浮 12 万吨及唐山 2.5 万吨的高档生活用纸项目逐步投产，年底公司产能达到 65 万吨。2018 年公司湖北新增高档生活用纸项目基地正式启动建设，一期新增产能 10 万吨，满足华中市场未来销售增长的需求，增加公司的利润增长点。另外公司投资 5 亿元，四川基地扩建 5 万吨高档生活用纸项目，满足西南、西北、云贵市场未来销售增长的需求。公司未来每年新增产能 10 万吨+，将为公司长期成才提供有力支持。

渠道方面：公司经销商渠道拓网点，直销到县，分销到镇，现有经销商经营能力提升，KA 渠道、商消、电商等渠道持续布局，调结构，提单产。目前公司产品覆盖 1200 个县市区，覆盖国内 97%地级市，拥有 2100 个经销商，华南、西南、西北市占率第一。

投资建议：

公司对木浆价格判断有着扎实的经验支撑，库存周期把握较好，看好公司后期毛利率修复所带动的利润弹性。我们预计中顺洁柔 2018-2019 公司营业收入为 56.64、68.27 亿元，同比增长 22.12%、20.53%；净利润分别为 4.40 亿和 5.37 亿元，同比增长 26.07%和 22.05%，对应 PE 为 25.2x 和 20.7x，维持“买入”评级。

风险因素：

原材料价格大幅波动；行业竞争大幅加剧。

图表 1：国内木浆价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯 中信建投证券研究发展部

图表 2：股票期权激励计划授予情况

姓名	职务	获授的股票期权数量（份）	占股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
董晔	财务总监	50,000	0.26%	0.00%
中层管理人员、核心技术（业务）人员（4,100 人）		17,048,500	86.99%	1.32%
	预留	2,500,000	12.76%	0.19%
	合计	19,598,500	100.00%	1.52%

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 3：首次股票期权激励计划行权时间及安排

行权安排	行权时间	行权比例
首次授予的股票期权第一个行权期	自首次授予登记日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予登记日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予的股票期权第二个行权期	自首次授予登记日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予登记日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
首次授予的股票期权第三个行权期	自首次授予登记日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予登记日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 4：预留股票期权激励计划行权时间及安排

行权安排	行权时间	行权比例
预留的股票期权第一个行权期	自预留授予登记日起 12 个月后的首个交易日起至预留授予登记日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
预留的股票期权第二个行权期	自预留授予登记日起 24 个月后的首个交易日起至预留授予登记日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
预留的股票期权第三个行权期	自预留授予登记日起 36 个月后的首个交易日起至预留授予登记日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 5：激励计划业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
首次授予第一个行权期 / 预留部分第一个行权期	以 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 41.60%
首次授予第二个行权期/预留部分第二个行权期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 67.09%
首次授予第三个行权期/ 预留部分第三个行权期	以 2017 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 94.03%

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 6：激励计划费用（万元）

类别	股票期权数量	需摊销的总费用	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
首次授予部分	1,709.85 万股	3,468.94	1,784.77	1,082.53	601.64	-
预留部分	250 万股	507.2	-	260.95	158.28	87.97
合计	1,959.85 万股	3,976.14	1,784.77	1,343.49	759.92	87.97

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座
12 层

邮编：100010

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券
大厦北塔 22 楼 2201 室

邮编：200120

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中
心 B 座 22 层

邮编：518035

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859