

化工

2020 年 12 月 31 日

# 松井股份 (688157)

## ——推出限制性股票激励计划，建立长效激励机制，绑定核心员工

**报告原因：有信息公布需要点评**

### 买入 (维持)

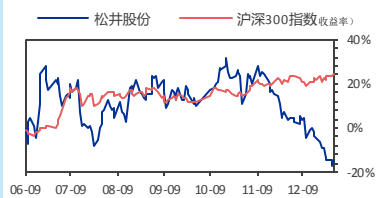
**市场数据：** 2020 年 12 月 30 日

收盘价 (元)	78.4
一年内最高/最低 (元)	123.55/75.72
市净率	5.8
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	1482
上证指数/深证成指	3414.45/14201.57

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2020 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	13.5
资产负债率%	11.07
总股本/流通 A 股 (百万)	80/19
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**

《松井股份 (688157) 深度：技术+市场双壁垒赋能，剑指新型功能涂层材料领导者》 2020/11/26

**证券分析师**

任慕华 A0230517070002  
renmh@swsresearch.com

**联系人**

周羽希  
(8621)23297818×转  
zhouyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **公司公告：**公司发布 2020 年限制性股票激励计划 (草案)，拟向合计 25 名激励对象授予限制性股票 80 万股，占总股本的 1.01%。其中：首次授予限制性股票 69.8 万股，占总股本 0.88%，预留授予限制性股票 10.2 万股，占总股本 0.13%，激励计划授予价格为 34.48 元/股，激励对象包括公司 (含子公司) 高级管理人员、核心管理骨干、核心技术骨干、核心业务骨干 (不含独立董事、监事)。
- **激励计划逐步完善，绑定核心员工。**根据公司公告，激励对象包括董事会秘书、3 名核心管理骨干、11 名核心技术骨干、10 名核心业务骨干，并且其中 2 名为外籍员工，境外公司常用股权激励方式绑定核心员工，我们认为，激励方案的推出有助于公司绑定核心人员，促进团队稳定，在公司的日常管理、技术、业务、经营等方面起不可忽视的重要作用。业绩考核目标以 2020 年净利润为基数，为 2021-2023 年，净利润增速不低于 30%，69%，119.7%，即在 2020 年基础，2021-2023 年净利润每年增速不低于 30%。
- **公司是国内 3C 涂料核心供应商，逐步开拓汽车客户。**在 3C 涂料领域，已覆盖华为、苹果、小米、惠普等知名终端品牌，近期与苹果、特斯拉等客户新项目进展顺利。①根据公司公告披露信息，独家提供苹果 AirPods Max 头戴式耳机涂料，并且独供其中部分内饰件水性涂料。2019 年，来自苹果公司收入占比约 23%，我们认为，在部分产品中独家供应涂料，有助于公司与苹果公司合作进一步加深。②其他 3C 客户领域，深化与 OPPO 品牌的战略合作，部分新项目处于研发阶段。③汽车领域，目前特斯拉项目 UV 硅手感涂料的色泽和质感已通过终端认证，根据特斯拉美国端安排，已将产品交给模厂进行整车安装评估测试。**我们认为，公司从 3C 领域切入汽车领域，车用涂料市场约为消费电子三倍，前期主要与法雷奥合作，聚焦汽车零部件领域，此次迅速取得特斯拉终端认证，彰显公司技术实力，已逐步打开车用涂料领域，前景广阔。**
- **横向纵向双向布局，募投项目赋能成长。**纵向进军汽车涂料市场，以环保+性能优势绑定高端客户法雷奥，蓄力广阔市场。横向“涂料+油墨+胶黏剂”一体化布局，打造三合一的涂层材料领导者。受益于在终端用户渗透率稳步提升、水性涂料替代性需求等。维持盈利预测，预计 2020-2022 年净利润 1.12、1.67、2.28 亿元。对应 2021 年 37X PE，维持“买入”评级。

**财务数据及盈利预测**

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	455	317	562	769	1,064
同比增长率 (%)	73.6	1.6	23.6	36.8	38.3
归母净利润 (百万元)	93	65	112	167	228
同比增长率 (%)	77.7	-0.8	21.1	48.7	36.0
每股收益 (元/股)	1.56	0.81	1.41	2.10	2.86
毛利率 (%)	54.4	52.3	55.2	55.8	56.6
ROE (%)	23.2	6.0	9.9	12.9	14.9
市盈率	67		56	37	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	262	455	562	769	1,064
其中: 营业收入	262	455	562	769	1,064
减: 营业成本	120	208	252	340	462
减: 税金及附加	4	5	7	8	15
主营业务利润	138	242	303	421	587
减: 销售费用	41	60	75	95	138
减: 管理费用	16	27	37	48	69
减: 研发费用	31	45	57	79	112
减: 财务费用	-1	0	3	1	1
经营性利润	51	110	131	198	267
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-2	1	0	0
加: 投资收益及其他	10	0	0	1	1
营业利润	56	105	132	197	268
加: 营业外净收入	2	1	0	0	0
利润总额	58	106	132	197	268
减: 所得税	6	15	20	30	40
净利润	51	91	112	167	228
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	52	93	112	167	228
全面摊薄总股本	60	60	80	80	80
每股收益 (元)	0.92	1.56	1.41	2.10	2.86

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。