

日期: 2011 年 3 月 21 日

行业: 精细化工



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB15.54-18.64 元
上市合理估值 RMB17.27-20.72 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 26.80
发行后总股本 (百万股) 106.80
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 海通证券

主要股东 (IPO 前)

高金集团 50.10%
高盟投资 21.28%
广州诚信 16.68%

收入结构 (Y10)

塑料软包装用复合聚氨酯胶粘 86.27%
油墨粘料 3.89%
反光材料复合用胶粘剂 1.44%
高铁用聚氨酯胶粘剂 7.01%

报告编号: JLJ11-NSP08

首次报告时间: 2011 年 3 月 21 日

复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业

■ 投资要点:

复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业

公司主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售,在向客户提供胶粘剂产品的同时也努力为其提供个性化、系统性的粘接解决方案。公司是目前国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业,是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大、市场占有率最高的专业生产厂商。

募投项目提高公司竞争能力

公司本次募集资金投资项目“年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目”和“企业技术中心建设项目”是公司坚持发展战略、提升企业市场竞争力的具体实施,这将进一步提高公司在塑料软包装、交通运输、油墨印刷、安全防护等领域产品的市场占有率以及研发水平,巩固公司在国内复合聚氨酯胶粘剂行业的龙头地位。

业绩增长可持续

预计募投项目将在 2012 年投产,我们测算 2011-2013 年归属于母公司所有者的净利润将实现年递增 33.14%、16.58%和 59.88%,相应的稀释后每股收益为 0.49 元、0.58 元和 0.92 元。

定价结论

我们认为,给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 17.27-20.72 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 10%的折让,建议询价区间为 15.54-18.64 元,对应的 2010 年市盈率区间为 41.94-50.32 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	220.70	338.19	405.05	488.50	776.36
年增长率	7.95%	53.23%	19.77%	20.60%	58.93%
归属于母公司的净利润	29.67	39.57	52.68	61.42	98.20
年增长率	39.64%	33.37%	33.14%	16.58%	59.88%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.278	0.371	0.493	0.575	0.919

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司所处行业为精细化工行业中的胶粘剂子行业，主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售，在向客户提供胶粘剂产品的同时也努力为其提供个性化、系统性的粘接解决方案。公司产品种类分为塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、反光材料复合用胶粘剂及高铁用聚氨酯胶粘剂等，产品主要供给包装印刷企业、高速铁路建设及配套企业等。

公司 2010 年复合聚氨酯胶粘剂产量超过 1.8 万吨，位居行业第一，是目前国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大、市场占有率最高的专业生产厂商。公司主营复合聚氨酯胶粘剂，最近三年占其营业收入的平均比例达到 98% 以上，是目前国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大、市场占有率最高的专业厂家。

表1 主要产品及用途

主要产品		主要用途及应用领域
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	水煮和耐巴氏杀菌复合系列	主要用在榨菜、果冻等包装上，应用在包装领域中的功能用途塑料软包装
	耐135℃高温蒸煮复合系列	主要用在熟食品等包装上，应用在包装领域中的功能用途塑料软包装
	高阻隔复合系列	主要用在奶粉、药品、化妆品、武器弹药等包装上，应用在包装领域中的功能用途塑料软包装
	抗介质复合系列	主要用在农药、调味料、番茄汁饮料等包装上，应用在包装领域中的功能用途塑料软包装
	抗爽滑剂复合系列	主要用在洗衣粉等包装上，具有粘接强度高、抗爽滑剂强等性能
	硬质包装复合聚氨酯胶粘剂	主要用在易拉罐等包装上，应用在包装领域中的硬质包装
	油墨粘结料	主要用在食品、药品等包装印刷上，应用在油墨印刷领域
	高铁用聚氨酯胶粘剂	主要用在高速铁路无砟铁路铺设，应用在交通运输领域
	反光材料复合用胶粘剂	主要用在反光衣服等反光布上，应用在安全防护领域
	复膜铁专用胶	主要用彩电、冰箱、空调面板的金属和塑料的复合上，应用在家用电器、建筑材料领域

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司前身系北京高盟化工有限公司，2010 年北京高盟化工有限公司由有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为北京高盟新材料股份有限公司。

公司控股股东广州高金技术产业集团有限公司，持有公司 4,008 万股股份，占本次发行前公司总股本的 50.10%；该公司主要从事实业投资、资产管理等业务。公司的实际控制人为冼燃、戴耀花、凤翔、李学银 4 位自然人，上述 4 位自然人合计持有公司控股股东高金集团 100%的股权。

表 2 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	高金集团	4,008.00	50.10%	4,008.00	37.53%
2	高盟投资	1,702.60	21.28%	1,702.60	15.94%
3	广州诚信	1,334.22	16.68%	1,334.22	12.49%
4	王子平等 8 名自然人	955.18	11.94%	955.18	8.94%
	本次发行	-	-	2680.00	25.09%
	合计		8,000.00	100.00%	10,680.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

自改革开放以来，我国复合聚氨酯胶粘剂行业得到了持续、快速、稳定的发展，并已形成了一定的生产规模。复合聚氨酯胶粘剂作为胶粘剂行业的高端产品，受益于国内新材料应用领域的不断拓展和国内经济 10 年来的高速发展，依然保持了强劲的发展势头，近 10 年来产量和销售额高速增长，平均增长率达到 20%。

根据中国胶粘剂工业协会预测：在未来几年内，我国各类胶粘剂的需求量预计每年将以高于 7% 的速度增长。受益于胶粘剂行业快速、稳定的发展，复合聚氨酯胶粘剂近十年来得到迅速地发展，平均年销售额增长率高达 20%，是增长速度最快的胶粘剂产品之一。

其中，塑料软包装是复合聚氨酯胶粘剂主要应用领域，该领域用复合聚氨酯胶粘剂占复合聚氨酯胶粘剂总产销量的比例达到 50% 以上。2009 年我国塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂的产量约为 21.5 万吨，销售额为 43.5 亿元，分别比 2008 增长了 26.47%、21.85%。根据中国胶粘剂工业协会的预测：2010 到 2012 年三年内塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂市场需求的年增加率将超过 20%，2012 年塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂产量将超过 34 万吨。

复合聚氨酯胶粘剂作为高端胶粘剂，除了在食品、药品、日化、精密仪器、仪表和电子电器等传统包装领域获得广泛应用外，在油墨

印刷、家用电器、建筑材料、交通运输、新能源、安全防护等领域也开始有广泛的运用，未来市场容量扩容速度将会加快，预计未来几年增长将超过 20%。

表3 2009-2012 复合聚氨酯胶粘剂若干新兴领域的国内市场容量预测 单位：吨

类别	分类产品	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
复合聚氨酯胶粘剂	油墨粘结料	900	4,300	8,400	13,500
	反光材料复合用胶粘剂	500	800	1,200	1,800
	高铁用聚氨酯胶粘剂	4,000	9,000	11,000	12,000

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 行业竞争结构及公司的地位

我国复合聚氨酯胶粘剂行业中的中小型企业数量多、分散广，这些企业以技术水平要求较低的产品为主业，产品利润率较低，因此处在行业金字塔的底部；以公司为代表的少数掌握高端复合聚氨酯胶粘剂自主知识产权的国内企业主要生产技术含量和利润率较高的产品，处在行业金字塔的中上部；而国际巨头凭借其强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地降低生产成本，在最高端产品的市场占有率上实现垄断、技术研发上占有明显的竞争优势，处在金字塔的顶部。

图1 复合聚氨酯胶粘剂行业竞争情况



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

复合聚氨酯胶粘剂作为胶粘剂行业中高端产品，由于对企业研发能力、产品技术水平、销售渠道等要求都很高，曾长期被德国汉高公司（Henkel）、美国道康宁公司（Dow Corning）、美国 3M 公司（3M）、美国富乐公司（H.B.Fuller）、美国罗门哈斯公司（Rohm and Hass）、德国巴斯夫公司（BASF）等国际巨头所垄断，国内众多行业所需复合聚氨酯胶粘剂均依赖进口或合资产品。自上世纪 90 年代起，国内企业、科研所等企事业单位逐渐开始进入该领域产品的自主研究和开发，经过多年的技术积累，逐步在复合聚氨酯胶粘剂产品上取得了自

主知识产权，以替代进口为目标。

目前整个国内复合聚氨酯胶粘剂行业中有自主研发能力和一定生产规模，拥有自主品牌和技术的企业不足 10 家。以公司为代表的复合聚氨酯胶粘剂内资企业经过多年的技术积累，已掌握部分细分领域内国际、国内先进技术，其绝大部分产品和技术指标上达到了国际竞争对手水平、在各自产品的细分市场取得了较高的市场份额，逐步能够替代部分进口产品。

公司始终致力于各应用领域高端产品的研究和开发，从 2009 年至今，在多个新兴领域，已经推出了新产品，并达到了一定的生产规模，在各自细分市场中享有较强的产品竞争力和较高的占有率。

表4 公司最近一年主要产品市场份额情况

产品	销售数量（吨）	市场占有率
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	16,718.67	6.48%
无苯无酮油墨粘结料	699.15	16.26%
反光材料用高端复合胶粘剂	223.28	27.91%
高铁用聚氨酯胶粘剂	1,166.40	12.96%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司的优势体现在：

1. 自主创新与核心技术竞争优势。公司是国内软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大、市场占有率最高的专业企业，拥有国内领先的复合聚氨酯胶粘剂行业技术创新开发基地，科研创新能力强，是国家高新技术企业。

2. 服务导向型营销模式优势。公司在市场调研、售前售后服务、技术创新和驻场指导等方面投入大量人、财、物力，在向客户提供胶粘剂产品的同时也努力为其提供个性化、系统性的粘接解决方案。

3. 下游行业需求稳定且增长迅速的优势。复合聚氨酯胶粘剂平均年销售额增长率高达 20%，是增长速度最快的胶粘剂产品之一下游行业的迅速增长为公司近年来的高速成长提供了强有力的支持，预计行业可以保持 20% 以上的年增长速度，将为公司进一步发展提供了广阔的市场空间。

■ 募 资 项 目

公司本次募集资金投资项目“年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目”和“企业技术中心建设项目”是公司坚持发展战略、提升企业市场竞争力的具体实施，这将进一步提高公司在塑料软包装、交通

运输、油墨印刷、安全防护等领域产品的市场占有率以及研发水平，巩固公司在国内复合聚氨酯胶粘剂行业的龙头地位。

表5 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	建设期
1	年产2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目	22,200	22个月。截至2010 年12 月31 日，已投入93.96 万元，预计2012年9月完工。
2	企业技术中心建设项目	2,800	24个月。截至2010 年12 月31 日，已投入1,307.63 万元，预计2011年底完成。
3	其他与主营业务相关的营运资金	--	
	合计	25,000	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目：建成并达产后，公司复合聚氨酯胶粘剂的产能将增加 2.2 万吨，预计 2012 年 9 月方可建设完成并逐步投产，2014 年 1 月可完全达产。项目完全达产后，未来将新增年销售收入 40,700 万元，年净利润总额 5,178.72 万元，税后财务内部收益率为 29.54%，含建设期的投资回收期为 5.32 年。

表6 募投项目销售计划和目标市场占有率测算

产品目标市场	2009年实现销量(吨)	2010年实现销量(吨)	2014年达产后总销量(吨)	2014年目标市场需求量*(吨)	目标市场占有率
传统包装领域	12,157	16,719	23,000	410,000	5.61%
交通运输领域	--	1,166	5,000	22,000	22.73%
油墨粘结料领域	128	699	4,000	28,000	14.29%
其他	98	223	2,000	--	--

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

采购模式，根据当月销售订单和次月生产计划向国内外供应商统一采购，并制定了完善的采购制度、供应商管理和质量保证体系，与各大供应商保持着长期、良好、稳定的合作关系。

销售模式，公司采用直销模式。

报告期内公司的营业收入几乎全部来源于主营业务收入。同时，受下游需求持续旺盛的影响，公司近年来销售收入呈现出稳步增长的

态势,2008 年至 2010 年主营业务收入复合增长率达到 28.71%,2009 年和 2010 年分别较上一年度增长 7.84%和 53.61%。

公司产品主要以塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂为主,报告期内平均占主营业务收入比例在 90%左右。由于油墨粘结料、反光材料复合用胶粘剂和高铁用聚氨酯胶粘剂在报告期内早期销量较低,逐步形成规模生产和销售,故其毛利率存在一定的波动。

表7 公司主营业务收入构成情况 单位: 万元、%

业务种类	2010 年		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	33,347.92	98.61%	21,709.60	98.37%	20,130.66	98.47%
其中: 塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	29,174.51	86.27%	21,189.43	96.01%	19,824.77	96.97%
油墨粘结料	1,315.14	3.89%	272.62	1.24%	25.26	0.12%
反光材料复合用胶粘剂	486.4	1.44%	247.55	1.12%	280.63	1.37%
高铁用聚氨酯胶粘剂	2,371.87	7.01%	--	--	--	--
其他业务收入	470.85	1.39%	360.56	1.63%	313.27	1.53%
合计	33,818.77	100%	22,070.16	100.00%	20,443.93	100.00%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表8 2009 年公司产能及产能利用率情况

产品	2010年	2009年	2008年
产能(吨)	16,000	12,000	11,000
产量(吨)	18,858	13,026	10,605
复合聚氨酯胶粘剂 销量(吨)	18,807	12,403	10,145
产能利用率	117.86%	108.55%	96.41%
产销率	99.73%	95.22%	95.66%
单价(万元/吨)	1.77	1.75	1.98

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

表9 公司毛利率情况

产品或业务种类	2010 年	2009 年度	2008 年度
主营业务	24.65%	29.55%	23.13%
其中: 塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	23.79%	29.40%	23.06%
油墨粘结料	22.04%	35.85%	33.25%
反光材料复合用胶粘剂	28.01%	35.00%	26.85%
高铁用聚氨酯胶粘剂	36.03%	-	-
其他业务	15.29%	5.55%	17.66%
综合毛利率	24.52%	29.16%	23.05%

资料来源: 公司招股意向书等; 上海证券研究所整理

表10 公司主营业务收入分地区构成情况 单位：万元、%

业务种类	2010 年		2009 年度		2008 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	15,404.68	46.19	9811.97	45.20	7,478.82	37.15
华北	6,908.41	20.72	3832.79	17.65	3,794.83	18.85
华南	3,994.14	11.98	2796.46	12.88	2,794.10	13.88
西南	2,524.88	7.57	1901.54	8.76	2,293.80	11.40
东北	1,916.19	5.75	1893.38	8.72	1,874.69	9.31
华中	1,049.53	3.15	257.24	1.19	952.10	4.73
海外	1,550.09	4.65	1,216.22	5.60	942.32	4.68
合计	33,347.92	100.00	21,709.60	100.00	20,130.66	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为 7.96%和 53.23%，净利润同比增长 39.64%和 32.58%。2009 年主营业务收入增长率略低主要是由于产品销售价格有所下降；而 2010 年净利润增幅低于收入增幅主要是由于毛利率下降。

2008-2010 年，公司的综合毛利率分别为 23.05%、29.16%、24.52%，毛利率水平与行业平均相符。公司作为石油化工行业下游企业，主要原材料价格受石油价格影响，报告期内价格波动幅度较大；且公司产品价格调整与原材料价格波动相比具有一定的滞后性。

表11 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项 目	2010年		2009年		2008年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	33818.78	53.23	22070.17	7.96	20443.93
营业利润	4351.48	34.13	3244.21	47.79	2195.29
利润总额	4604.41	32.45	3476.47	37.52	2528.02
净利润	3933.57	32.58	2966.97	39.64	2124.76

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2008-2010 年，公司应收帐款周转率分别为 4.16 次、4.01 次和 5.65 次，存货周转率分别为 5.84 次、4.99 次和 7.31 次。

报告期内，公司应收账款周转率较为稳定。随着销售的增长和回款管理的加强，应收账款周转率已进一步提高，2010 年的财务指标即呈现出这一趋势。

存货周转率在业务增长的同时也保持相对稳定。报告期内，由于 2009 年末公司存货余额相对较高，因此 2009 年存货周转率略低。

表 12 同类公司盈利能力比较

证券代码	简称	毛利率			净利率		
		07Y	08Y	09Y	07Y	08Y	09Y
002319.SZ	乐通股份	24.06	24.13	28.58	12.93	10.30	12.28
002450.SZ	康得新	21.73	23.23	24.69	10.44	11.13	12.70
300063.SZ	天龙集团	29.00	32.74	36.37	12.66	14.21	15.54
	平均	24.93	26.70	29.88	12.01	11.88	13.51
300020.SZ	高盟股份	0.00	23.05	29.16	0.00	10.39	13.44

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表13 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收帐款周转率			存货周转率		
	07Y	08Y	09Y	07Y	08Y	09Y
乐通股份	4.83	4.53	3.70	6.19	6.24	4.51
康得新	7.55	11.99	13.17	6.55	8.48	8.68
天龙集团	2.32	2.81	3.12	4.10	4.18	3.69
平均	4.90	6.44	6.66	5.62	6.30	5.63
高盟股份	4.14	4.16	4.01	6.49	5.84	4.99

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

业绩预测

预计募投项目将在 2012 年投产，我们测算 2011-2013 年归属于母公司所有者的净利润将实现年递增 33.14%、16.58%和 59.88%，相应的稀释后每股收益为 0.49 元、0.58 元和 0.92 元。

表 14 公司未来三年收入、利润结构预测 单位：万元

指 标	2011E	2012E	2013E
现有业务			
销售量（吨）			
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	19,226.47	20,187.79	21,197.18
油墨粘结料	804.02	844.22	869.55
反光材料复合用胶粘剂	245.61	257.89	265.63
高铁用聚氨酯胶粘剂	1,283.04	1,411.34	1,552.48
平均价格（万元/吨）			
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	1.80	1.80	1.80
油墨粘结料	2.00	2.00	2.00
反光材料复合用胶粘剂	2.20	2.20	2.20
高铁用聚氨酯胶粘剂	2.50	2.50	2.50
主营业务	39,963.63	42,122.19	44,359.60

其中：塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	34,607.65	36,338.03	38,154.93
油墨粘料	1,608.05	1,688.45	1,739.10
反光材料复合用胶粘剂	540.34	567.35	584.38
高铁用聚氨酯胶粘剂	3,207.60	3,528.36	3,881.20
其他业务	541.48	622.70	716.10
收入合计	40,505	42,745	45,076
主营业务	26.20%	26.26%	26.31%
其中：塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	25.00%	25.00%	25.00%
油墨粘料	25.00%	25.00%	25.00%
反光材料复合用胶粘剂	25.00%	25.00%	25.00%
高铁用聚氨酯胶粘剂	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	26.12%	26.17%	26.21%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 15 募集资金项目盈利预测

单位：万元	2011	2012	2013	2014	2015
一、营业总收入	0	6,105	32,560	40,700	40,700
二、营业总成本	0	5,069	27,036	33,795	33,795
营业成本	0	4,373	23,323	29,153	29,153
营业税金及附加	0	24	130	163	163
销售费用	0	336	1,791	2,239	2,239
管理费用	0	305	1,628	2,035	2,035
财务费用	0	31	163	204	204
五、利润总额	0	1,036	5,524	6,905	6,905
减：所得税	0	259	1,381	1,726	1,726
六、净利润	0	777	4,143	5,179	5,179

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 16 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	220.70	338.19	405.05	488.50	776.36
营业总成本	188.26	294.44	343.42	415.02	654.34
营业成本	156.35	255.26	299.25	359.34	565.83
营业税金及附加	0.90	1.50	1.62	1.95	3.11
销售费用	15.23	18.41	22.28	26.87	42.70
管理费用	13.15	16.47	20.25	24.42	38.82
财务费用	0.95	2.81	0.03	2.44	3.88
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

营业利润	32.44	43.75	61.63	73.47	122.02
加：营业外收入	2.38	2.55	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.06	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.76	46.28	61.63	73.47	122.02
减：所得税	5.10	6.71	8.94	12.06	23.82
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	29.67	39.57	52.68	61.42	98.20
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	29.67	39.57	52.68	61.42	98.20
摊薄 EPS（元）	0.278	0.371	0.493	0.575	0.919

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

应收账款占营业收入比重较大导致可能发生坏账的风险

公司 2008-2010 年年底应收账款净额占当期营业收入的比例分别 24.04%、27.64%、17.38%。公司的主要大客户均为上市公司和行业龙头，财务和经营状况良好且商业信用度高，支付能力强。尽管如此，随着公司对下游客户的不断拓展，若新老客户的财务状况恶化、出现经营危机或者信用条件发生重大变化，公司资金周转速度与运营效率可能会降低，存在流动性风险或坏账风险。

原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料主要为己二酸、乙二醇、多异氰酸酯，该三种原材料的采购成本占总生产成本的比例近三年平均约为 40%。公司原材料价格的变动和国际市场原油价格的变动呈现一定的正相关性，但也存在时间滞后的情况。如果上述原材料价格若出现持续大幅波动，且产品销售价格调整滞后，则不利于公司的生产预算及成本控制，对公司经营将产生不利影响。

采购集中的风险

由于公司主要原材料存在一定的技术壁垒，行业内能提供高品质原料的厂家较为集中。公司 2008-2010 年公司向前五大供应商采购的金额占原材料采购金额的比例分别为 56.6%、58.5%、52.3%，采购集中度较高。较高的采购集中度可能会使公司原材料的采购价格受到供应商超越市场价格变动的提价行为的影响，也可能引发采购集中带来的质量问题风险，从而影响公司的生产经营。

产能迅速扩张导致的市场风险

虽然公司复合聚氨酯胶粘剂产品的应用领域较多、市场容量较

大，特别是新兴领域发展迅速，公司行业地位突出、竞争优势明显、现有客户稳定，且项目投产后仍主要生产现有产品，公司还将根据细分市场情况制定并执行有针对性的营销策略，但是募集资金投资项目建成并达产后，公司将新增产能 2.2 万吨，相对现有生产规模而言产能扩张较大，如果公司不能有效维护现有客户、产品推广跟不上下游各个产业的发展、或不能及时针对下游新兴应用领域做好市场开拓，公司将面临产能扩张带来的市场风险。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 56.90 倍、62.45 倍和 41.59 倍。最近上市的创业板股票中，2009-2011 年平均动态市盈率分别为 84.52 倍、60.55 倍和 27.94 倍。

表 17 同类公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
002319.SZ	乐通股份	19.20	0.51	0.33	0.50	0.68	37.65	57.83	38.63	28.36
002450.SZ	康得新	39.41	0.40	0.50	0.74	1.11	98.95	78.82	53.62	35.37
300063.SZ	天龙集团	24.89	0.73	0.49	0.77	1.27	34.10	50.69	32.51	19.64
平均值							56.90	62.45	41.59	27.79

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (3 月 18 日收盘价)

表 18 最近上市 (创业板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300182.SZ	捷成股份	71.19	0.74	1.18	1.80	2.74	95.61	60.22	39.53	25.97
300183.SZ	东软载波	43.00	0.70	0.98	1.46	1.97	61.32	43.88	29.55	21.84
300184.SZ	力源信息	26.66	0.29	0.43	0.66	0.95	90.65	61.32	40.41	28.09
300185.SZ	通裕重工	24.15	0.47	0.55	0.82	1.06	51.55	43.91	29.56	22.74
300186.SZ	大华农	21.88	0.44	0.53	0.65	0.84	50.29	41.28	33.77	26.13
300187.SZ	永清环保	54.41	0.53	0.64	1.24	1.93	102.82	85.30	43.78	28.16
300188.SZ	美亚柏科	50.01	0.54	0.77	1.13	1.61	93.39	65.25	44.38	31.04
300189.SZ	神农大丰	25.38	0.28	0.38	0.56	0.77	91.69	66.56	45.48	33.14
300190.SZ	维尔利	69.28	0.50	0.85	1.53	2.17	138.59	81.33	45.33	31.93
300191.SZ	潜能恒信	42.57	0.61	0.75	1.02	1.40	69.28	56.41	41.78	30.35
平均值							84.52	60.55	39.36	27.94

数据来源: Wind 资讯,上海证券研究所整理 (3 月 18 日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为，给予公司 2011 年 35-42 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 17.27-20.72 元。

从 2010 年至今的上市创业板股票来看，截至 3 月 18 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 12.76%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 10% 的折让，建议询价区间为 15.54-18.64 元，对应的 2010 年市盈率区间为 41.94-50.32 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。