

高盟新材 (300200)

复合聚氨酯胶粘剂龙头，向高附加值领域延伸


魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880511010033

本报告导读：

公司是国内聚氨酯胶粘剂行业龙头，募集资金扩充产能，未来有望伴随包装行业的发展、油墨粘结料的更新换代、高铁的大范围建设及反光材料使用增多得到快速发展。

投资要点：

- 高盟新材主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售，主要产品包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合用胶粘剂等。公司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，是目前国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，2007 年公司被评为国家火炬计划重点高新技术企业。
- 塑料软包装领域是复合聚氨酯胶粘剂最主要的应用领域之一，2010 年我国塑料薄膜产量为 799.10 万吨，用于包装工业的约为 550 万吨。随着塑料软包装的迅速发展，塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂需求快速膨胀，2007-2009 三年间塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂产量年平均增速超过 20%，未来几年仍将保持快速增长的趋势。
- 2009 年 8 月 1 日国家标准《GB/T10004 包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合》开始实施，该标准中规定了塑料包装中苯类溶剂不得检出，这意味着包装印刷行业中现在广泛使用的氯化聚丙烯油墨将逐渐被无苯无酮的复合聚氨酯油墨取代。在我国这样的油墨产销大国，国家新标准的出台将给复合聚氨酯油墨的创造巨大的市场空间。
- 随着高速铁路大范围投入运营，我国正进入高铁时代。根据铁道部的规划，2011-2015 年我国将新增运营的高铁里程 1.6 万公里，到 2005 年底我国高速铁路投入运营里程将达到 25726 公里。作为高速铁路建设不可或缺的应用材料，大范围的高速铁路建设为高铁用聚氨酯胶粘剂提供了广阔的市场。
- 我们预测公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.69、0.81 元，近期创业板上市的股票估值水平在 2011 年 30-45 倍市盈率。公司上市后给予 2011 年 35 倍 PE，合理股价为 18.9 元，建议申购价为 15-18 元。

建议询价区间

15.00-18.00

上市首日定价区间

18.00-20.00

2011.03.23

发行上市资料

总股本（万股）	8,000
发行量（万股）	2,680
发行日期	2011.03.25
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	海通证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.74
净资产收益率（%）	28.3%
资产负债率（%）	40.3%

主要股东和持股比例

高金集团	37.53%
高盟投资	15.94%
诚信创投	12.49%
王子平等 8 名自然人	8.94%
本次发行社会公众股	25.09%

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	221	338	428	517	621
(+/-)%	8%	53%	26%	21%	20%
经营利润（EBIT）	35	47	62	74	89
(+/-)%	42%	33%	32%	21%	20%
净利润	30	39	59	75	87
(+/-)%	40%	33%	50%	28%	17%
每股净收益（元）	0.27	0.36	0.54	0.69	0.81
每股股利（元）	0.20	0.20	0.15	0.15	0.15

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简况

1.1. 公司简介

高盟新材主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售，主要产品包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合用胶粘剂等几大类一百多种产品，产品广泛应用于包装、印刷、交通运输、安全防护、家用电器、建筑材料等重要行业或领域。公司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，是目前国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，2010 年公司复合聚氨酯胶粘剂产量超过 1.8 万吨，位居复合聚氨酯胶粘剂行业第一。

1.2. 公司股本结构

公司控股股东为广州高金技术产业集团有限公司 (以下简称高金集团)，持有公司股份 4008 万股，占本次发行前总股本的 50.10%，占发行后总股本的 37.53%；公司的实际控制人是洗燃、戴耀花、凤翔、李学银 4 名高金集团自然人股东，合计持有高金集团 100% 的股权。公司本次将发行 2680 万股社会公众股，发行上市后社会公众股占比 25.09%。本次募集资金将投向年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目、企业技术中心建设项目。

表 1：公司发行前后股本结构

股东名称	股数(万股)	发行前占比 (%)	发行后占比 (%)
高金集团	4,008	50.10	37.53
高盟投资	1,703	21.28	15.94
诚信创投	1,334	16.68	12.49
王子平等 8 名自然人	955	11.94	8.94
本次发行社会公众股	2,680		25.09

数据来源：招股说明书、国泰君安证券

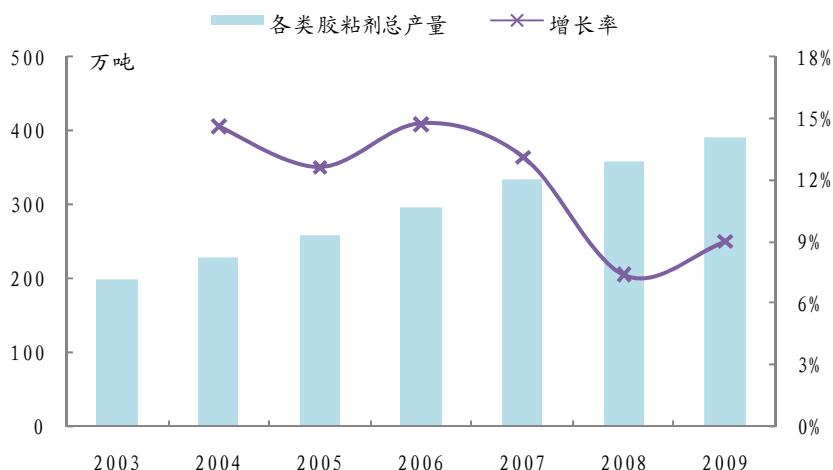
2. 公司所处行业分析

2.1. 胶粘剂——应用广泛的“工业味精”

胶粘剂是指通过粘合作用，能使被粘物结合在一起的物质，其种类繁多。胶粘剂根据其性能可以分为胶粘剂和密封胶，凡具有优良的粘合性能，应用于物体之间主要起到粘结功能的胶粘物质称为胶粘剂；主要起到密封性能的胶粘物质称为密封胶；根据化学成分及固化方式不同可以分为溶剂型胶粘剂、水基型胶粘剂、热熔型胶粘剂、反应型胶粘剂等几大类。

胶粘剂广泛应用于工业生产，如汽车制造和维修、建筑建材、可再生能源、交通工程、电子电器和工程机械等多个国民经济重要领域，作为精细化工的子行业，应用领域涵盖了所有需要粘接、密封的领域，是国家产业政策重点支持行业。从总量上看，目前我国已成为胶粘剂生产及消费大国之一，2009 年我国各类胶粘剂总产量为 389 万吨，2010 年有望超过 420 万吨。

图1: 2003-2009年我国各类胶粘剂总产量



数据来源: CNAIA、招股说明书、国泰君安证券研究

2.2. 塑料软包装用聚氨酯胶粘剂——市场成熟、需求平稳增长

塑料软包装领域是复合聚氨酯胶粘剂最主要的应用领域之一，塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂经过多年的发展，其占复合聚氨酯胶粘剂产销量的比重已经达到 50%以上，具有较成熟的市场。自 2003 年以来，除 2008 年受金融危机影响我国塑料薄膜产量有所下降外，其余年份产量增速都保持在 10%之上；2010 年我国塑料薄膜产量为 799.10 万吨，其中用于包装工业的占 2/3 左右，约为 550 万吨。随着塑料软包装的迅速发展，塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂需求快速膨胀，2009 年产量达到 21.5 万吨，2007-2009 三年间塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂产量年平均增速超过 20%，未来几年仍将保持快速增长的趋势。

图 2: 2003-2011 年 2 月我国塑料薄膜产量

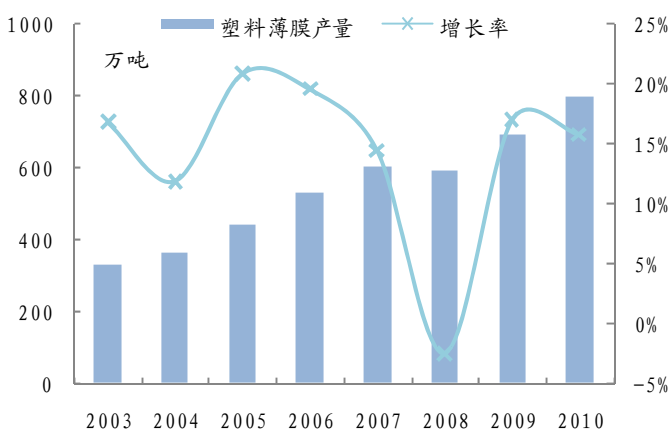
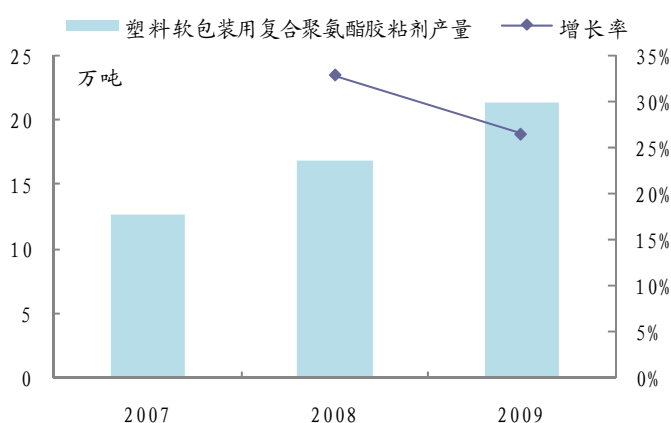


图 3: 2007-2009 年塑料软包装用聚氨酯胶粘剂产量



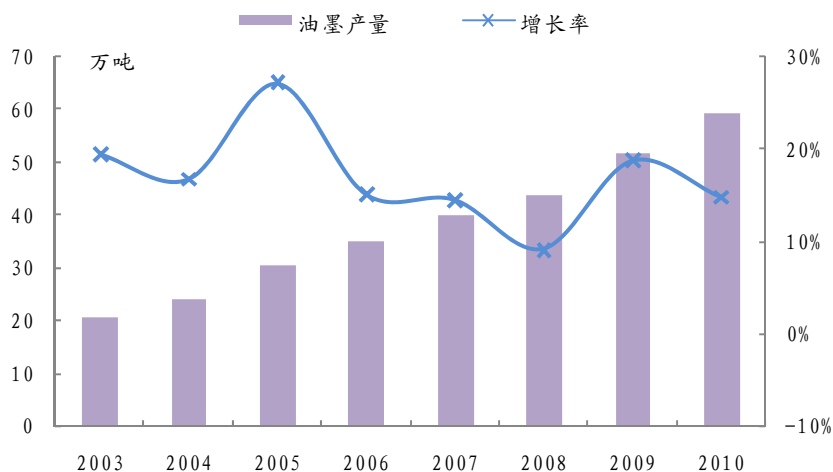
数据来源: CNAIA、国家统计局、招股说明书、国泰君安证券

2.3. 油墨粘结料——聚氨酯油墨将逐步替代氯化聚丙烯油墨

我国是全球油墨生产大国之一，印刷油墨总产量占世界印刷油墨总产量的 6% 左右，排名居美国、日本、德国之后列世界第四位。自 2003 年以来，我国油墨产量迅速增长，截止至 2010 年底我国油墨产量为 59.1 万吨，2003-2010

年期间年平均增速达到 16.5%。我国印刷油墨中复合油墨约占 2/3，而复合油墨中约 30%是氯化聚丙烯油墨。2009 年 8 月 1 日国家标准《GB/T10004 包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合》开始实施，该标准中规定了塑料包装中苯类溶剂不得检出，包装印刷行业中现在广泛使用的氯化聚丙烯油墨将被无苯无酮的复合聚氨酯油墨所取代，原有含苯、酮类溶剂的油墨粘结料将被无苯无酮的油墨粘结料所取代。此次国家标准的出台给复合聚氨酯油墨的发展带来了巨大的发展机遇。

图4：2003-2010年我国油墨产量

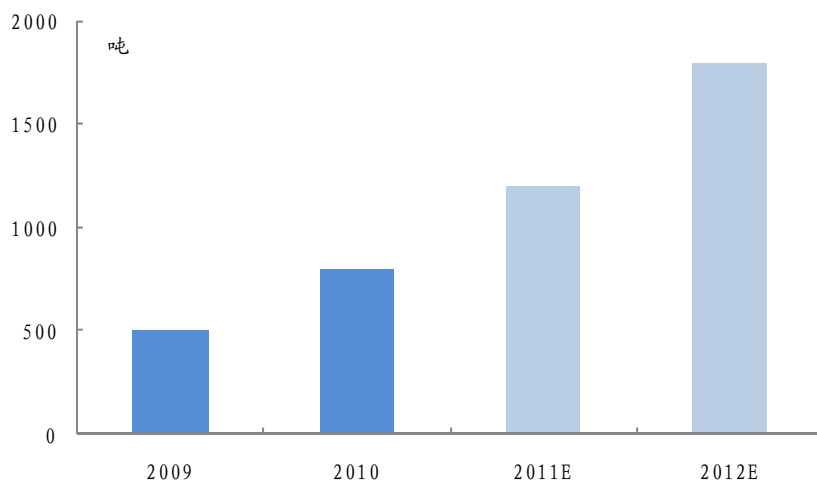


数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

2.4. 反光材料用聚氨酯胶粘剂——反光材料用胶粘剂首选

反光材料主要用于制作的各種反光标志标牌、车辆号牌、安全设施等，使用范围广泛涉及公安交通、交通监理、消防、铁路、煤矿等部门，目前为止仅美国、日本、中国等少数几个国家具备生产能力。

图5：2009-2012年我国反光材料用聚氨酯胶粘剂市场容量



数据来源：CNAIA，国泰君安证券研究

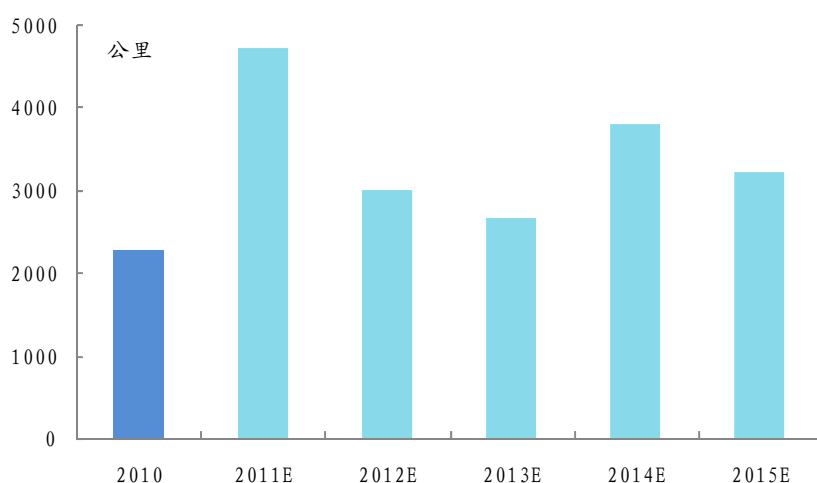
反光材料发展的关键技术之一就是采用合适的胶粘剂将反光微珠固定在合

适的基材上。胶粘剂性能所决定的反光材料的微珠附着力、与各种基材的附着力、耐干洗、耐水洗等各项性能指标决定着反光材料本身的档次差异。近年来，复合聚氨酯胶粘剂凭借其出众的粘接强度、耐高温、抗老化等性能，成为反光材料用胶粘剂的首选。据统计，2009 年使用在这些领域的高端反光布用量为 5000 万平方米，按照每平方米反光布使用复合胶粘剂 0.01 千克来计算，胶粘剂的总用量为 500 吨。随着反光布需求的不断扩大，未来反光材料复合用胶粘剂的市场也将持续增长。

2.5. 高铁用聚氨酯胶粘剂——乘“高铁建设热潮”之风

随着高速铁路大范围投入运营，我国正进入高铁时代。根据铁道部的规划，2011-2015 年我国新增运营的高铁里程分别为 4715 公里、2993 公里、2665 公里、3785 公里、3210 公里，合计 1.6 万公里，到 2005 年底我国高速铁路投入运营里程将达到 25726 公里，我国将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。作为高速铁路建设不可或缺的应用材料，大范围的高速铁路建设为高铁用聚氨酯胶粘剂提供了广阔的市场。根据有关资料显示，高速无砟轨道平均每公里需 1 吨滑动层复合粘接料和 7 吨凸型档台灌封用聚氨酯胶粘剂，未来 5 年 1.6 万公里的高速铁路建设平均每年将产生 3000 吨滑动层复合粘接料需求和 2.24 万吨凸型档台灌封用聚氨酯胶粘剂需求。

图6：2010-2015年预期新增高铁运营里程



数据来源：铁道部，国泰君安证券研究

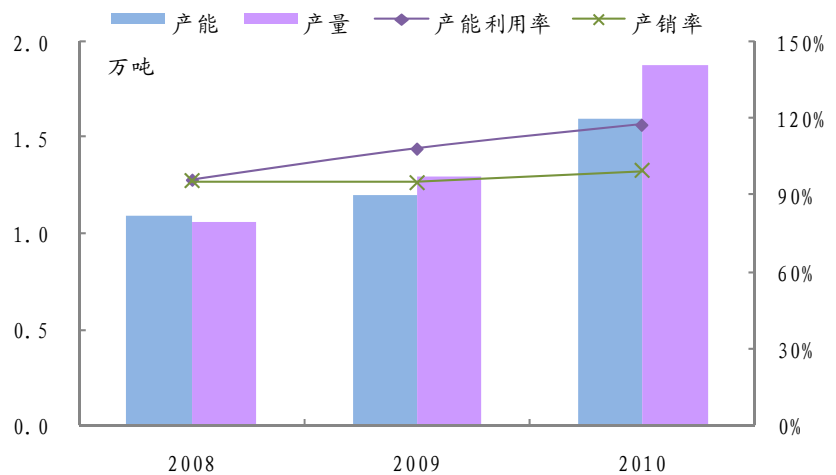
3. 公司主营业务简析

3.1. 产品需求旺盛，产能急待扩充

公司主要产品包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合用胶粘剂等。报告期内，公司每年都有新增设备扩张产能。其中，2010 年产能提高除与生产设备的增加有关外，主要是来源于加热方式与“半连续反应”的生产工艺优化节约了生产时间，提高了生产效率，同时公司还通过外购中间体的方式扩大了产能。

2008-2010 年，公司复合聚氨酯胶粘剂产能分别为 1.1 万吨、1.2 万吨、1.3 万吨，产量分别为 1.06 万吨、1.30 万吨、1.89 万吨，产能利用率逐年上升，2010 年产能利用率达到 117.86%，产能已显不足，急待扩充。

图7：2008-2010年公司产能利用情况



数据来源：Wind资讯、招股说明书、国泰君安证券研究

3.2. 塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂是主要盈利来源

公司产品包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合用胶粘剂，其中塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂是公司收入、利润的主要来源；2008-2010 年塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂收入占公司总收入的平均比重为 94.52%，毛利平均占比为 93.25。从产品种类看，油墨粘结料对公司收入的贡献呈逐年上升趋势，而 2010 年公司新增产品高铁用聚氨酯胶粘剂成为公司新的增长亮点，对公司收入的贡献较为突出，收入占比达到 7.11%，公司业务正快速向高铁用聚氨酯胶粘剂领域拓展。

图 8：2008-2010 年公司收入

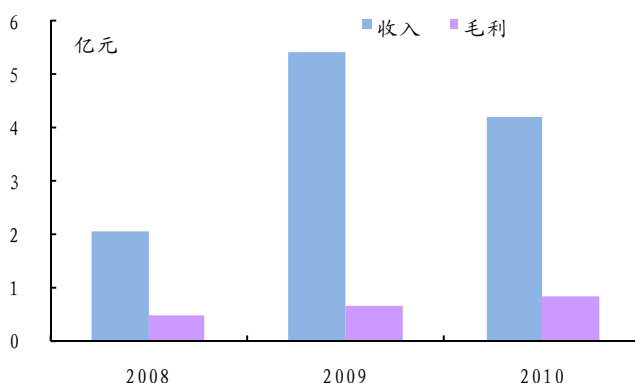
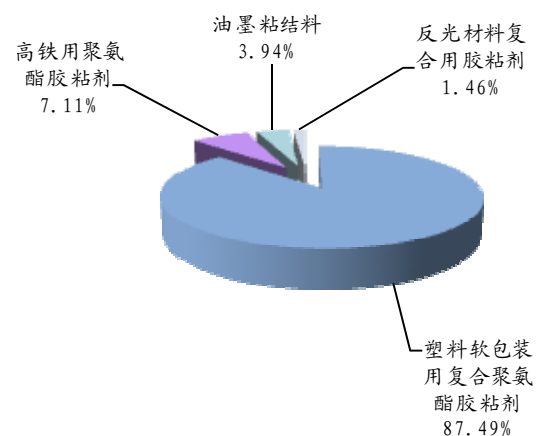


图 9：2010 年公司收入构成



数据来源：Wind 资讯、招股说明书、国泰君安证券

3.3. 原材料价格上涨导致毛利率下降

2008-2010 年，公司主营业务毛利率由 2008 年的 23.13% 上升至 2009 年的

29.55%，然后下滑至 2010 年的 24.65%。其中，公司塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂毛利率从 2008 年的 23.06% 上升至 29.04%，然后下降至 2010 年的 23.79%；油墨粘结料毛利率由 2008 年的 33.25% 上升至 35.85%，然后下降至 2010 年的 22.02%；反光材料复合用胶粘剂毛利率由 2008 年的 26.85% 上升至 35%，然后下滑至 28.01%。

公司复合聚氨酯胶粘剂产品直接材料成本占总成本比重在 90% 以上，主要原材料价格波动对产品毛利率影响较大。2009 年公司综合毛利率较 2008 年大幅上升的主要是原材料价格的下降，复合聚氨酯胶粘剂平均销售成本由 2008 年 1.5254 万元/吨下降至 1.2331 万元/吨，下降幅度为 19.16%，同期产品平均销售价格由 1.9844 万元/吨下降至 1.7503 万元/吨，下降幅度为 11.80%。因产品平均销售价格下降幅度低于平均销售成本下降幅度，导致 2009 年综合毛利率上升；2010 年公司综合毛利率下降的主要原因是原材料价格上升导致产品平均销售成本上升 8.08%，而同期产品平均售价只上升 0.11%，从而导致毛利率下滑。

图 10：2008-2010 年公司主营业务毛利率

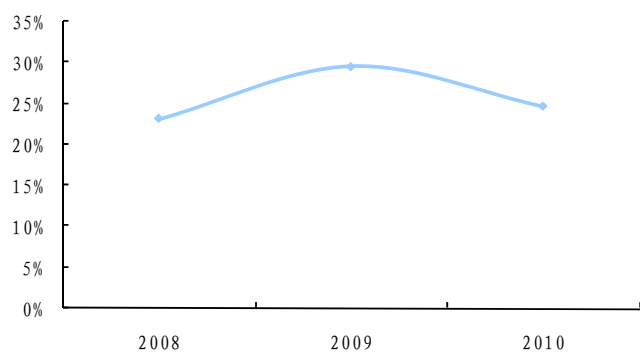
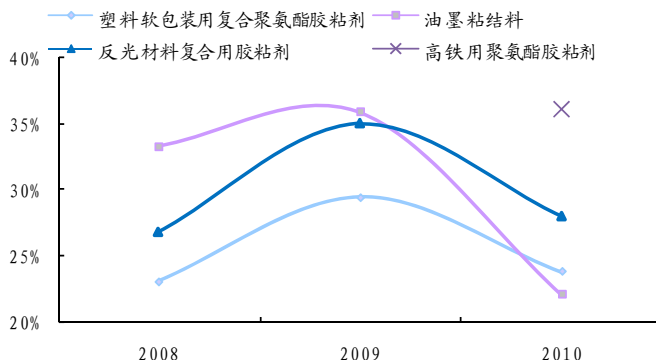


图 11：2008-2010 年主要产品毛利率



数据来源：招股说明书、国泰君安证券

4. 募集资金项目

本次公司将发行 2680 万股社会公众股，募集资金将投向年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目、企业技术中心建设项目，项目总投资合计 25000 万元，募集剩余的资金将充作其他与主营业务相关的营运资金。

表 3：募集资金项目情况

序号	项目	建设期	项目总投资/万元
1	年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶粘剂建设项目	22 个月	22200
2	企业技术中心建设项目	24 个月	2800
	合计		25000

数据来源：招股说明书、国泰君安证券

随着塑料软包装行业快速发展，对复合聚氨酯胶粘剂的需求快速增加，GB/T10004 新标准的实施导致聚氨酯油墨对氯化聚丙烯油墨产生的替代、以及高铁的大范围建设也为聚氨酯胶粘剂的发展创造了巨大的市场空间。近几年来，公司聚氨酯胶粘剂产量迅速扩展，产能日趋紧张。建设年产 2.2 万吨

复合聚氨酯胶粘剂建设项目有助于公司缓解产能瓶颈，项目前景较好。

5. 盈利预测及估值

主要假设:

- 1、2011-2013 年公司项目建设稳步推进。2011、2011、2013 年各产品销量如下表所示。
- 2、公司为高新技术企业，2010 年适用所得税率为 15%，2011、2012、2013 年暂也按 15%测算。

盈利预测假设:

		2010	2011E	2011E	2012E
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	单价 (元/吨)	17400	17500	18500	18500
	销量 (吨)	12156	16719	20062	24075
	收入 (百万元)	212	293	371	445
	毛利率 (%)	29.40%	23.79%	24.00%	24.00%
油墨粘结料	单价 (元/吨)	18800	19000	19000	19000
	销量 (吨)	699	944	1274	1720
	收入 (百万元)	13	18	24	33
	毛利率 (%)	22.02%	23.00%	23.00%	23.00%
反光材料复合用胶粘剂	单价 (元/吨)	21800	22000	22000	22000
	销量 (吨)	223	336	504	672
	收入 (百万元)	5	7	11	15
	毛利率 (%)	28.01%	28.00%	28.00%	28.00%
高铁用聚氨酯胶粘剂	单价 (元/吨)	20300	21000	21000	21000
	销量 (吨)	1166	1200	1400	1500
	收入 (百万元)	24	25	29	32
	毛利率 (%)	36.03%	36.00%	36.00%	36.00%

我们预测公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.69、0.81 元，近期创业板上市的股票估值水平在 2011 年 30-45 倍市盈率。公司上市后可给予 2011 年 35 倍 PE，合理股价为 18.9 元，建议申购价为 15-18 元。

风险提示:

公司生产所需的原材料主要为己二酸、乙二醇、多异氰酸酯，该三种原材料均为石油加工行业的下游产品，若石油价格上调带动原材料价格上涨，将对公司经营和盈利产生较大影响。

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		