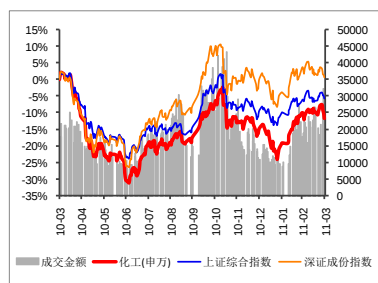


发行基本情况

所属行业	化工
发行前总股本	8,000 万股
发行数量	2,680 万股
发行后总股本	10,680 万股
实际控制人 (IPO 前后)	
洗燃等 4 人	50.1%
洗燃等 4 人	37.5%

行业走势图



合理价格区间

20.6~22.7 元

研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号：S1340210090001

联系电话：010-68858131

Email: haolifang@cnpsec.com

聚氨酯胶黏剂行业龙头 新兴领域应用提升公司价值

——高盟新材（300200）公司报告

摘要：

● **公司是国内聚氨酯胶黏剂行业龙头**：公司主营产品为复合聚氨酯胶黏剂，是胶黏剂行业中的高分子新型材料，因其优异的性能而成为增长速度最快的胶黏剂产品之一，近年来其应用领域仍在不断扩大。

● **复合聚氨酯增长率达 20%**：在未来几年，我国各类胶黏剂的需求量预计每年将以高于 7% 的速度增长，届时我国胶黏剂产量将居世界第一位，销售额居世界第二位。受益于胶黏剂行业快速、稳定的发展，复合聚氨酯胶黏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黏剂产品之一。

● **立足传统市场，进军新兴领域**：2009 年之前，公司生产的主要产品为塑料软包装用复合聚氨酯胶黏剂；2009 年至今，公司逐步进入了印刷、交通运输、安全防护、家用电器、建筑材料等新兴领域，小规模生产高铁用聚氨酯胶黏剂、油墨粘结料、反光材料复合用胶黏剂、复膜铁专用胶。

● **公司产品在新兴领域的应用**：高铁用聚氨酯胶黏剂是高速铁路建设不可或缺的应用材料，市场容量大。油墨粘结料应用在印刷领域，是复合聚氨酯油墨的生产原料。公司是国内少数拥有生产高铁系列胶黏剂产品及无苯无酮油墨粘结料的企业之一。

● **公司核心竞争优势体现在**：1、研发实力优势；2、服务导向型营销模式优势。

● **募投项目巩固公司龙头地位**：本次 IPO 所募集资金将主要用于年产 2.2 万吨复合聚氨酯胶黏剂建设项目及企业技改中心建设，IPO 项目完成将使公司产能得到大幅提升，研发能力将得到显著增强，进一步巩固发行人的行业龙头地位。

● **盈利预测及合理价值区间**：我们预计公司 2011 至 2012 年的收入分别为 5.07 亿元、7.61 亿元，净利润分别为 0.73 亿元、1.26 亿元，对应的摊薄后每股收益分别为 0.69 元、1.18 元。参考相关公司估值，我们认为公司的合理估值区间是 2011 年 30 到 33 倍 PE，对应的价格 20.6 元至 22.7 元。

风险提示：

公司原材料价格大幅上涨；

公司新兴领域市场开拓风险。

¹ 报告贡献人：郝力芳

目 录

1、国内复合聚氨酯胶黏剂龙头企业	4
1.1 公司基本情况及股权结构介绍	4
1.2 公司产品应用领域广阔	5
2、聚氨酯胶黏剂行业概况	6
3、立足传统市场 进军新兴领域	7
3.1 塑料软包装行业	7
3.2 高铁用聚氨酯胶粘剂	8
3.3 油墨粘结料	9
3.4 反光材料复合用胶粘剂	9
4、公司竞争优势	10
4.1 研发实力优势	10
4.2 服务导向型营销模式优势	10
5、公司盈利预测	11
5.1 盈利预测	11
5.2 估值	11
5.3 风险提示	12

图表目录

图表 1：公司发行前股权结构	4
图表 2：公司本次发行前后股东情况	4
图表 3：公司 10 年主要产品的市场份额情况	5
图表 4：公司产品线	6
图表 5：复合聚氨酯胶粘剂行业竞争格局金字塔示意图	7
图表 6：复合聚氨酯胶粘剂在塑料软包装方面应用	8
图表 7：复合聚氨酯胶粘剂在高铁建设中应用	8
图表 8：反光材料复合用胶粘剂	9
图表 9：公司盈利预测 单位：百万元.....	11
图表 10：主要参照公司 PE 估值	11

1、国内复合聚氨酯胶黏剂龙头企业

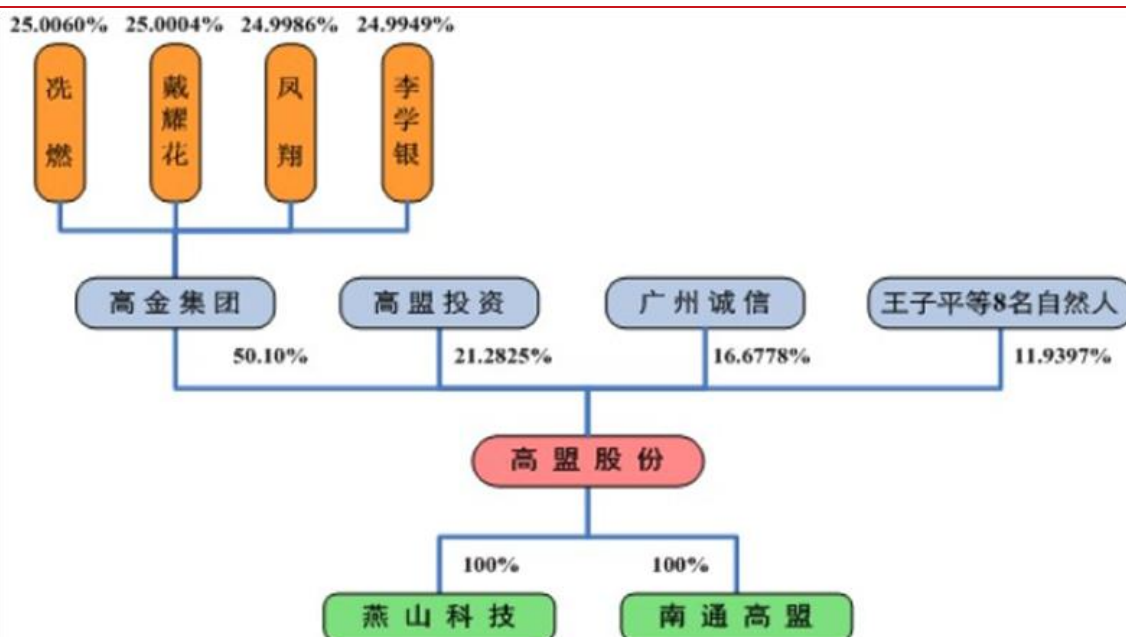
1.1 公司基本情况及股权结构介绍

公司前身为 1999 年 7 月成立的北京高盟化工有限公司，2010 年 3 月 12 日高盟化工整体变更为北京高盟新材料股份有限公司。

公司主营产品为复合聚氨酯胶黏剂，是胶粘剂行业中的高分子新型材料，因其优异的粘接性能、拉伸性能和突出的耐油性、耐磨性、耐高低温等特性近年来得到了快速的发展，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。聚氨酯胶黏剂对不同性质基材的粘接适应性均明显高于包括有机硅胶黏剂在内的其他胶粘剂产品，因此近年来其应用领域仍在不断扩大。

本次发行前公司总股本为 8,000 万股，本次发行 2,680 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25.09%。

图表 1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

图表 2：公司本次发行前后股东情况

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股	8000.00	100.00	8000.00	74.91%
高金集团	4,008.00	50.10%	4,008.00	37.53%
高盟投资	1,702.60	21.28%	1,702.60	15.94%

广州诚信	1,334.22	16.68%	1,334.22	12.49%
王子平等 8 名自然人	955.18	11.94%	955.18	8.94%
二、本次发行流通股	-	-	2680.00	25.09%
合计	8,000.00	100.00%	10,680.00	100.00%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

1.2 公司产品应用领域广阔

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。发行人最近一年主要产品市场份额情况如下表所示。

图表 3：公司 10 年主要产品的市场份额情况

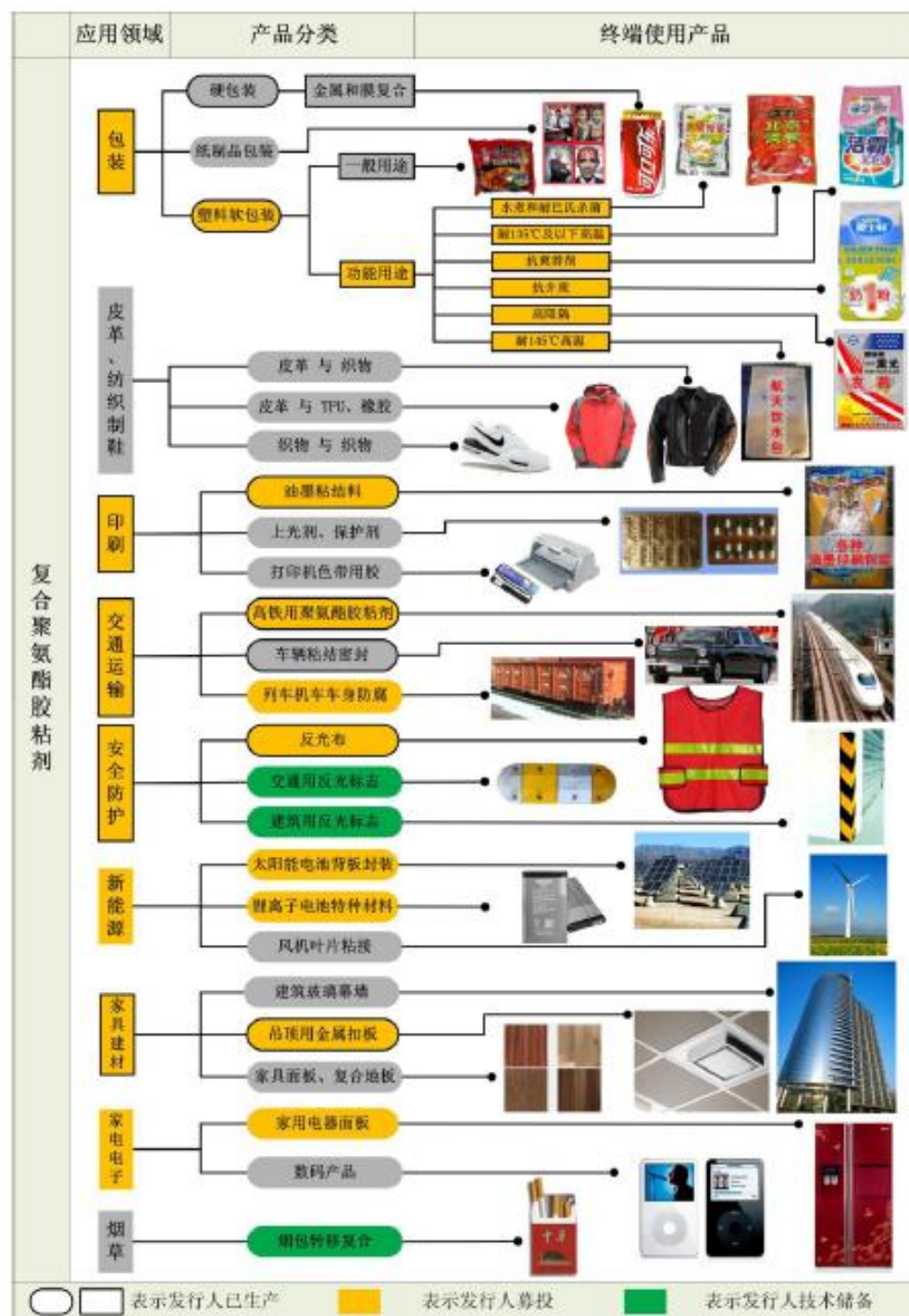
产品	销售数量（吨）	市场占有率
塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂	16,718.67	6.48%
无苯无酮油墨粘料	699.15	16.26%
反光材料用高端复合胶粘剂	223.28	27.91%
高铁用聚氨酯胶粘剂	1,166.40	12.96%

资料来源：公司公告，中邮证券研发部

公司产品广泛应用于食品、医药、日化、电子、轻纺等行业的产品包装，产品品种包括水煮和耐巴氏杀菌复合系列、耐 135℃高温蒸煮复合系列、高阻隔复合系列、抗介质复合系列、抗爽滑剂复合系列等。

公司产品在上述领域的直接客户包括永新股份(SZ002014)、紫江企业(SH600210)、申龙高科、旺旺集团等包装行业上市公司以及龙头企业，并最终广泛应用于食品、日化、医药、电子等领域的品牌产品。此外，公司产品还大量应用于交通运输、油墨印刷、安全防护等其他领域。

图表 4：公司产品线



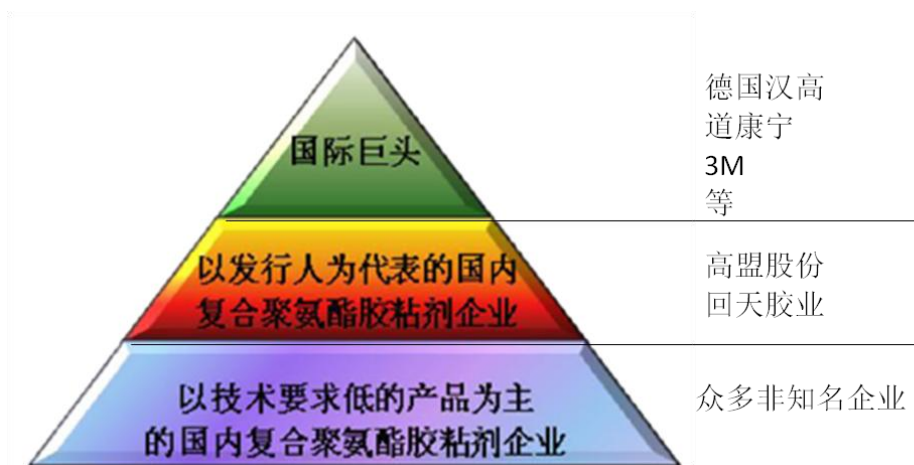
资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

2、聚氨酯胶黏剂行业概况

我国复合聚氨酯胶黏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；以发行人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。

图表 5：复合聚氨酯胶粘剂行业竞争格局金字塔示意图



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

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高于 7% 的速度增长，2012 年总产量有望达到 510 万吨，销售收入可达 804 亿元左右。届时我国胶粘剂产量将居世界第一位，销售额居世界第二位。

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。

3、立足传统市场 进军新兴领域

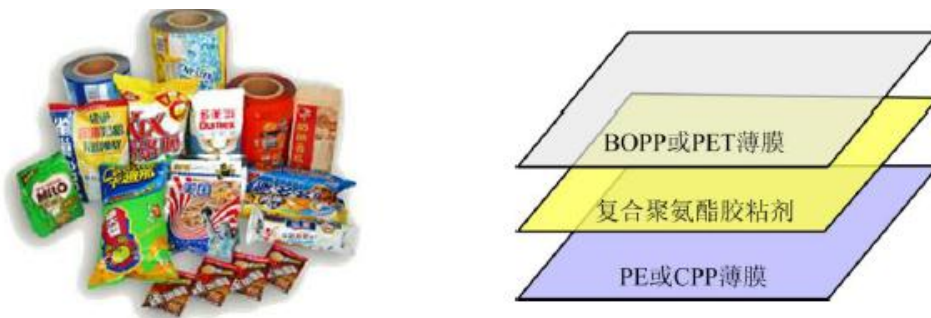
2009 年之前，公司生产的主要产品为塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂；2009 年至今，公司逐步进入了印刷、交通运输、安全防护、家用电器、建筑材料等新兴领域，小规模生产高铁用聚氨酯胶粘剂、油墨粘结料、反光材料复合用胶粘剂、复膜铁专用胶。

3.1 塑料软包装行业

近年来，我国的塑料软包装行业得到了迅速的发展，同时也强有力地推动了下游食品、日化及医药等行业的进步，这些下游行业的进步反过来又进一步刺激了塑料软包装的市场需求。国内塑料软包装的用量从 2000 年之后一直保持每年 15% 以上的增速，其中塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂更是以超过 20% 的速度增长，2012 年塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂产量预计将超过 34 万吨。在可以预见的未来，复合聚氨酯胶粘剂将随着塑料软包装行业的增长而增长，预计在相当长时间内可以保持 20% 以上的年增长速度，其中部分中高档领域的增速将更高。公司作为该领域规模最大、市场占有率排

名第一的企业，将充分享受行业增长带来的机会。

图表 6：复合聚氨酯胶粘剂在塑料软包装方面应用



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

3.2 高铁用聚氨酯胶粘剂

高铁用聚氨酯胶粘剂是高速铁路建设不可或缺的应用材料，市场容量大。公司作为国内复合聚氨酯胶粘剂行业内规模最大的企业，拥有多年的复合聚氨酯胶粘剂生产经验、成熟的质量保证体系和强大的研发实力，是国内少数拥有生产高铁系列胶粘剂产品的企业之一。

根据铁道部的规划，到 2020 年我国将建成包括客运专线和城际客运系统的高铁网路，将成为全球高铁运营里程最长的国家。国家《中长期铁路网规划》指出到 2020 年，我国将建设“四纵四横”客运专线，铺设无砟轨道的高速铁路的发展目标为：建设客运专线 1.6 万公里以上，客车速度目标值达到每小时 200 公里及以上，部分线路的设计速度为每小时 350 公里。预计 1.6 万公里的高速铁路项目中将分别采用 CRTS I、CRTS II、CRTS III 型板式无砟轨道，随着高速铁路建设的迅猛发展，高速铁路建设用聚氨酯胶粘剂的用量每年在一万吨以上，未来 10 年内该行业聚氨酯胶用量将达到约 10 万吨左右的市场容量，市场前景非常广阔。尤其在 CRTS II 型聚氨酯胶粘剂技术上，公司是行业中已掌握该技术仅有几家企业（瑞士西卡、德国巴斯夫等等）之一，市场占有率较高。

图表 7：复合聚氨酯胶粘剂在高铁建设中应用



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

3.3 油墨粘结料

公司生产的油墨粘结料应用在印刷领域，是复合聚氨酯油墨的生产原料。我国印刷油墨总产量占世界印刷油墨总产量的 6%，排名居美国、日本、德国之后列世界第四位。2009 年我国氯化聚丙烯油墨用粘结料的用量约 2.66 万吨。根据中国日用化工协会油墨分会预测，未来几年内油墨的产量将保持高于 25% 的增长速度，这意味着油墨粘结料用量也将随之高速增长。

2009 年 8 月 1 日开始实施的国家标准《GB/T10004 包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合》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必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，预计取代过程在十年内完成。2009 年 8 月至 12 月，无苯无酮油墨粘结料在油墨生产领域用量为 900 吨。公司是目前我国少数能生产无苯无酮油墨粘结料的企业之一，此次国家新标准的出台为其发展带来了巨大的市场机遇。

3.4 反光材料复合用胶粘剂

反光材料到目前为止仅有美国、日本、中国等少数几个国家具备生产能力。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。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。

反光材料主要可以应用于反光布及反光标识领域，公司目前主要生产反光布用复合聚氨酯胶粘剂。据不完全统计，2009 年使用在这些领域的高端反光布用量为 5,000 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，胶粘剂的年用量为 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。

图表 8：反光材料复合用胶粘剂



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

4、公司竞争优势

4.1 研发实力优势

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。公司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，系“国家高新技术企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“中国包装优秀企业”，设有“北京市企业技术中心”，并被认定为“北京市专利试点先进单位”。

公司核心技术水平均达到国内领先、国际先进水平。公司目前已获得 12 项国家发明专利并取得证书，另有 69 项国家发明专利申请已获受理。公司聚氨酯胶粘剂产品于 2001 年和 2002 年分别被列为北京市火炬计划项目和北京市高新技术成果转化项目；水性粘合剂产品于 2008 年和 2009 年分别被科技部和北京市科委等部门列为国家火炬计划项目和北京市自主创新产品；反光材料用粘合剂于 2008 年和 2009 年被科技部和北京市科委等部门列为国家重点新产品和北京市自主创新产品；无溶剂软包装、水性聚氨酯复合胶粘剂于 2009 年被评为北京市火炬计划项目；水性聚氨酯特种粘结材料于 2010 年被评为国家重点新产品。

4.2 服务导向型营销模式优势

由于复合聚氨酯胶粘剂粘合的基材特性多种多样，要求厂家提供个性化的粘接解决方案，公司经过多年的发展，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。

首先，公司为客户提供了更加详细更加周到的前期咨询服务，并且在客户接订单的前期就配合客户共同设计产品结构，选择更合理的结构，尤其选择合适的胶粘剂。

其次，由于复合聚氨酯胶粘剂最终的反应在客户处完成，该反应的好坏决定了胶粘剂产品的最终效果，该反应因产品的配比以及生产设备性能、生产湿度、温度等生产环境的不同而有很大的差异。公司派出客服人员现场全程跟踪客户的生产过程，现场指导客户正确使用公司产品，进一步提高了其最终复合制品的质量和规避了客户的质量风险。同时，指导客户采用更先进的制造工艺和调配比例进一步降低制造成本。经过长期积累，该个性化服务日趋成熟和完善。

服务导向型营销模式不仅为公司累积起稳定的客户资源、有效的销售渠道和良好的行业口碑，同时该模式的创新性和独特性也使公司具备了先发优势，竞争对手无法在短时间内进行模仿，更难超越。

5、公司盈利预测

5.1 盈利预测

图表 9：公司盈利预测 单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	204.44	220.70	338.19	507.28	760.92
减：营业成本	157.33	156.35	255.26	365.24	532.65
营业税金及附加	0.85	0.90	1.50	2.14	3.21
营业费用	10.28	15.23	18.41	29.38	44.06
管理费用	11.23	13.15	16.47	27.60	41.41
财务费用	3.00	0.95	2.81	-3.35	-8.94
资产减值损失	-0.20	1.68	0.23	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.95	32.44	43.51	86.26	148.54
加：其他非经营损益	3.33	2.32	2.53	0.00	0.00
利润总额	25.28	34.76	46.04	86.26	148.54
减：所得税	4.03	5.10	6.71	12.94	22.28
净利润	21.25	29.67	39.34	73.32	126.26
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	21.25	29.67	39.34	73.32	126.26
EPS(元/股)	0.199	0.278	0.368	0.687	1.182

资料来源：中邮证券研发部

5.2 估值

图表 10：主要参照公司 PE 估值

	股价	每股收益 EPS			市盈率 PE		
	3 月 30 日	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
回天胶业	53.70	0.77	1.30	1.70	70	41	32
硅宝科技	19.71	0.35	0.42	0.65	56	47	30
康得新	38.00	0.29	0.51	0.78	131	74	49
平均					85	54	37

资料来源：中邮证券研发部

我们认为,公司的业务与以上 3 公司业务较为接近,以这 3 家公司的估值水平为参考,这三家公司的市盈率均值为 37 倍,我们建议给予公司 2010 年业绩 30-33 倍的 PE 较为合理,对应的公司每股合理估值区间为 20.6-22.67 元。

5.3 风险提示

公司原材料价格大幅上涨；

公司新兴领域市场开拓风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。