

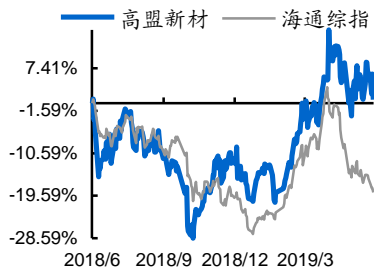
投资评级 优于大市 **首次覆盖**

聚氨酯胶粘剂行业龙头，收购武汉华森实现协同发展

股票数据

06月06日收盘价(元)	8.70
52周股价波动(元)	6.01-10.98
总股本/流通A股(百万股)	267/203
总市值/流通市值(百万元)	2320/1768

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	-4.6	3.5
相对涨幅(%)	4.0	7.7	10.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

联系人:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

投资要点:

- 聚氨酯胶粘剂行业龙头，业绩稳步增长。** 公司是国内高性能复合聚氨酯胶粘剂行业龙头企业，主要从事反应型复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售，产品种类包括塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂、油墨连结料、高铁用聚氨酯胶粘剂、反光材料复合聚氨酯胶粘剂等。2018年公司实现营业总收入10.16亿元，同比增长19.06%，实现归属母公司净利润8368.12万元，同比增长93.15%，华森塑胶良好的盈利能力对公司净利润提升起到了带动作用。
- 下游应用领域广阔，行业集中度趋于提升。** 复合聚氨酯胶粘剂作为高端胶粘剂，除了在传统包装领域获得广泛应用外，在家用电器、建筑材料、交通运输、新能源、安全防护等领域也有了广泛应用，下游应用领域需求扩张将有力带动复合聚氨酯胶粘剂的市场需求。随着中小产能退出，行业整体呈现规模化、集约发展趋势，行业集中度有望不断提高。
- 主营业务收入稳定增长，新业务盈利能力高。** 2018年，公司实现营收10.16亿元，同比增长19.06%，其中聚氨酯胶粘剂类产品实现营收6.2亿元，占总体营收的60.98%，为主要收入来源。塑胶减震缓冲材、塑胶密封件、背板材料营收占比分别为22.66%、9.68%、2.52%，较2017年分别同比增加133.61%、35.33%、-53.73%。公司聚氨酯胶粘剂类产品毛利率23.18%，而塑胶减震缓冲材和塑胶密封件毛利率高达50.33%、48.78%。
- 武汉华森专注汽车零部件领域，业务有望协同发展。** 2017年公司斥资9.1亿元收购华森塑胶公司，华森塑胶主要从事汽车用塑料、橡胶制品研究、开发和销售，主要产品分为塑胶密封件、塑胶减震缓冲材、其他汽车用相关产品三大类。通过多年与整车厂的合作，良好的供货、质量、成本等市场反馈，华森已在行业内形成了良好的口碑，客户粘度较高。我们认为，此次收购能为公司带来新的业务增长和客户资源，从而更好地拓展销售渠道，对现有业务形成协同发展。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.63亿元、1.92亿元和2.19亿元，对应的EPS为0.61元、0.72元和0.82元，给予公司2019年18-22倍PE，对应合理价值区间为10.98元-13.42元，首次覆盖给予优于大市评级。
- 风险提示:** 原材料价格剧烈波动；收购业务盈利下滑。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	854	1016	1178	1316	1478
(+/-)YoY(%)	61.8%	19.1%	15.9%	11.7%	12.3%
净利润(百万元)	43	84	163	192	219
(+/-)YoY(%)	-23.8%	93.2%	95.3%	17.3%	14.4%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.31	0.61	0.72	0.82
毛利率(%)	26.0%	31.5%	37.0%	37.4%	37.8%
净资产收益率(%)	3.0%	5.5%	10.1%	10.9%	11.5%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 高盟新材：聚氨酯胶粘剂行业龙头.....	5
2. 下游应用领域广泛，行业集中度趋于提升.....	6
2.1 复合聚氨酯胶粘剂是高性能胶粘剂.....	6
2.2 下游应用领域广阔，包装、交通运输领域需求扩张.....	7
2.3 小产能退出，市场集中度有待提升.....	9
3. 主营业务营收稳定增长，新业务毛利率高.....	10
4. 武汉华森专注汽车零配件领域，业务有望协同发展.....	13
5. 盈利预测与投资评级.....	14
6. 风险提示.....	15
财务报表分析和预测.....	16

图目录

图 1	公司核心业务及主要产品.....	5
图 2	公司股权结构图(截至 2019 年 4 月 27 日).....	5
图 3	2014-2019 年(一季度)年收入和归母净利润变化.....	6
图 4	2014-2019 年(一季度)毛利率、净利率.....	6
图 5	复合聚氨酯胶粘剂功能示意图.....	6
图 6	基本工艺流程及产品关系.....	7
图 7	2015 年我国胶粘剂消费结构.....	7
图 8	2010-2015 年中国塑料软包装行业总产值.....	8
图 9	2010-2015 年国内塑料软包装行业规模以上企业数量.....	8
图 10	2013-2017 年中国建筑及装潢材料成交额.....	8
图 11	2013-2017 年中国家用电器零售商品销售额.....	8
图 12	聚氨酯胶粘剂在高铁及轨道交通上的应用.....	9
图 13	2013-2017 年高铁营业里程及占铁路总里程比.....	9
图 14	2013-2017 年城市轨道交通运营总长度及增速.....	9
图 15	复合聚氨酯胶粘剂行业竞争格局金字塔示意图.....	10
图 16	2014-2018 年公司营收构成(万元).....	11
图 17	2018 年公司毛利构成.....	11
图 18	2014-2018 年公司复合聚氨酯胶粘剂业务毛利及毛利率.....	12
图 19	2017-2018 年公司汽车零配件业务毛利及毛利率.....	12
图 20	2009-2019 年己二酸价格(元).....	12
图 21	2014-2018 年公司研发费用及占比.....	13
图 22	车门塑胶密封件.....	13
图 23	塑胶减震缓冲材.....	13
图 24	2013-2018 年我国民用汽车保有量和私人汽车拥有量.....	14

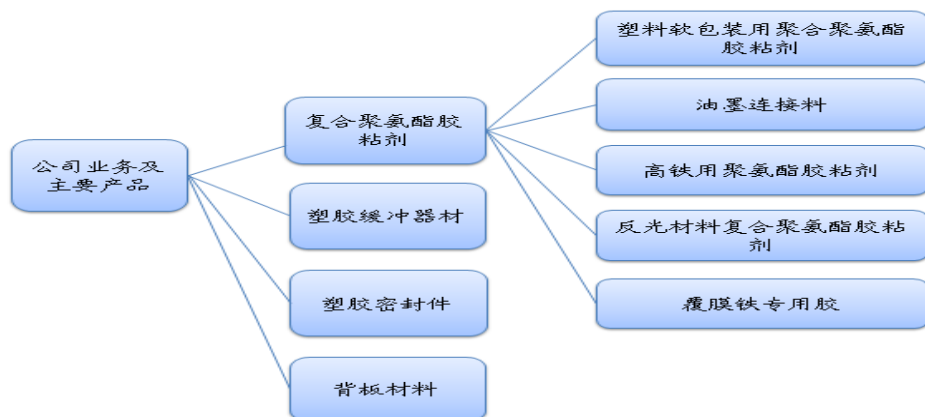
表目录

表 1	我国主要胶粘剂生产企业及主要产品.....	10
表 2	限制性股票的解除限售期及考核目标.....	14
表 3	公司主要产品盈利预测（万元）.....	15
表 4	可比公司估值表.....	15

1. 高盟新材：聚氨酯胶粘剂行业龙头

高盟新材是国内高性能复合聚氨酯胶粘剂龙头企业，是软包装复合聚氨酯胶粘剂领域品种最多、规模最大的生产厂家。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，产品种类包括塑料软包装用胶粘剂、油墨连接料、高铁用胶粘剂、反光材料复合聚氨酯胶粘剂等，广泛应用于包装、印刷、交通运输、建筑材料等行业或领域。2017年，公司斥资9.1亿元收购武汉华森塑胶100%股权，积极拓展车用塑胶零配件业务，其主要产品包括塑胶密封件、塑胶减震缓冲材等。收购完成后，公司逐步整合武汉华森的产品、技术、渠道、客户等资源，拓宽产品结构，推动公司在交通运输领域业务的加速发展。

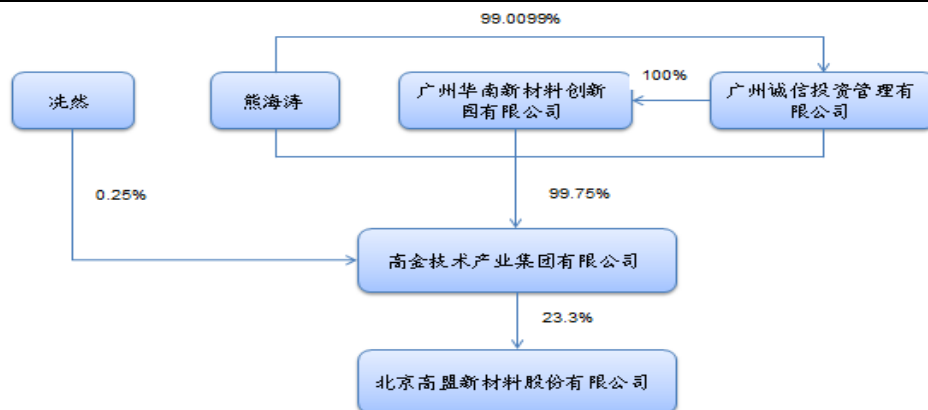
图1 公司核心业务及主要产品



资料来源：公司招股书，2018年年报，海通证券研究所

公司控股股东为高金技术产业集团有限公司，实际控制人为熊海涛女士。根据公司2018年年报及2019年一季报，熊海涛女士通过直接持股和通过广州诚信投资管理有限公司等间接持股的形式共持有高金集团99.75%股权，高金技术产业集团有限公司持有公司23.3%股份，熊海涛女士实际持有公司23.24%股权。

图2 公司股权结构图（截至2019年4月27日）

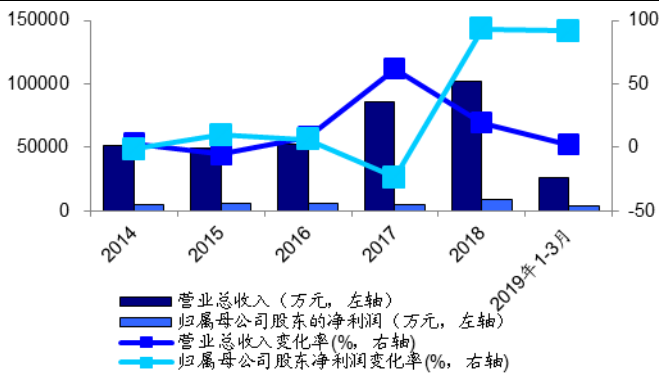


资料来源：2018年年报，2019年一季报，海通证券研究所

根据公司2018年年度报告，2018年公司实现营业总收入10.16亿元，同比增长19.06%，实现归母净利润8368.12万元，同比增长93.15%，华森塑胶良好的盈利能力对公司净利润提升起到了带动作用。2017年，公司收购武汉华森塑胶布局汽车应用领域，并于5月实现并表，使得公司营业总收入较上年大幅增长。但受化工原材料价格上涨影响，2017年公司产品毛利率出现下滑，原有胶粘剂业务毛利下降。2014-2018年，公司销售毛利率分别为28.30%、33.49%、32.69%、25.97%、31.52%，

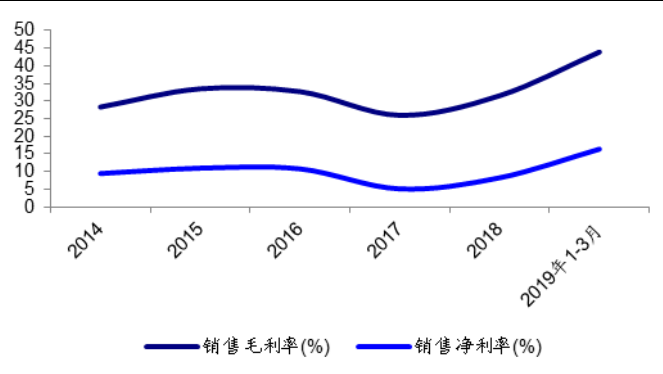
2018 年以来盈利能力大幅改善。

图3 2014-2019 年（一季度）年收入和归母净利润变化



资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 2014-2019 年（一季度）毛利率、净利率



资料来源: wind, 海通证券研究所

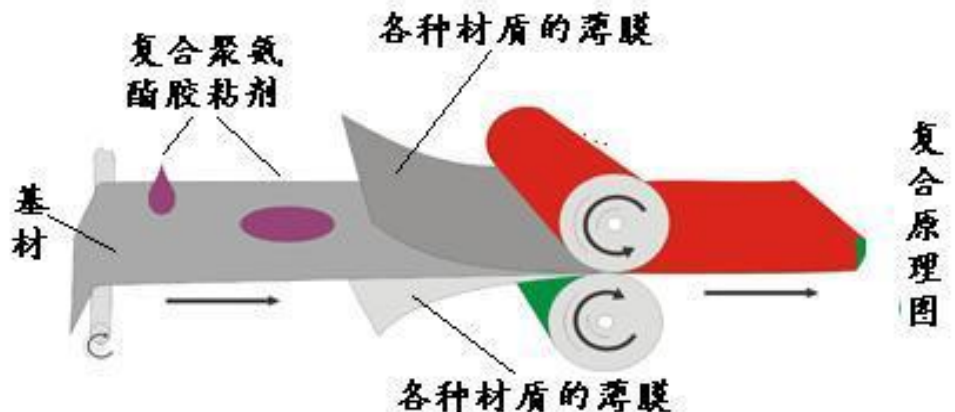
2. 下游应用领域广泛，行业集中度趋于提升

胶粘剂是指通过粘合作用，能使被粘合物结合在一起的物质，种类繁多，复合聚氨酯胶粘剂是六大类胶粘剂中的一类。复合聚氨酯胶粘剂行业作为胶粘剂行业的高端产品，由于起步晚、技术水平低、投入少等原因，国内企业难以同国际企业抗衡，但受益于国内经济的快速发展以及新材料应用领域的不断拓展，国内聚氨酯胶粘剂行业依然保持了强劲的发展势头。

2.1 复合聚氨酯胶粘剂是高性能胶粘剂

复合聚氨酯胶粘剂专指分子中含有氨基酯基 (-NHCOO-) 或异氰酸酯基 (-NCO) 类的胶粘剂，主要用于将两种或两种以上不同或相同性质的膜状、片状材料相粘接，形成复合新材料的胶粘剂。由于其良好的化学特性，复合聚氨酯胶粘剂为许多粘接难题提供了解决办法。作为高端胶粘接的聚氨酯胶粘剂，其应用领域十分广泛，除了应用于包装、皮革纺织、制鞋等传统领域外，还应用于建筑材料、家庭电器、交通运输、新能源、安全防护等新兴领域。

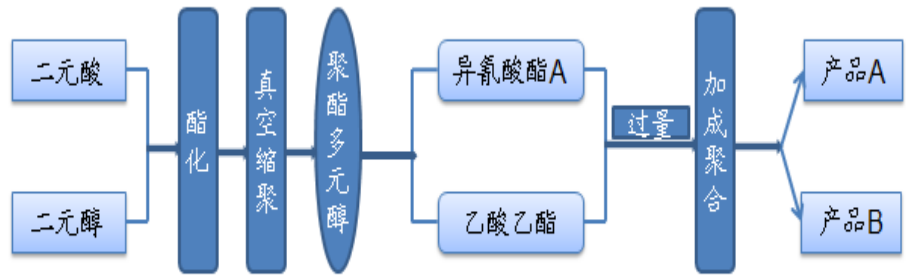
图5 复合聚氨酯胶粘剂功能示意图



资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

根据公司招股说明书披露，复合聚氨酯胶粘剂生产工艺包括酯化、真空缩减、加成聚合等核心反应步骤，涉及聚氨酯多元醇、异氰酸酯 A、乙酸乙酯等三种中间体，产出适用不同领域的复合聚氨酯胶粘剂。公司产品主要原料包括乙二醇、己二酸、间苯二甲酸等。

图6 基本工艺流程及产品关系

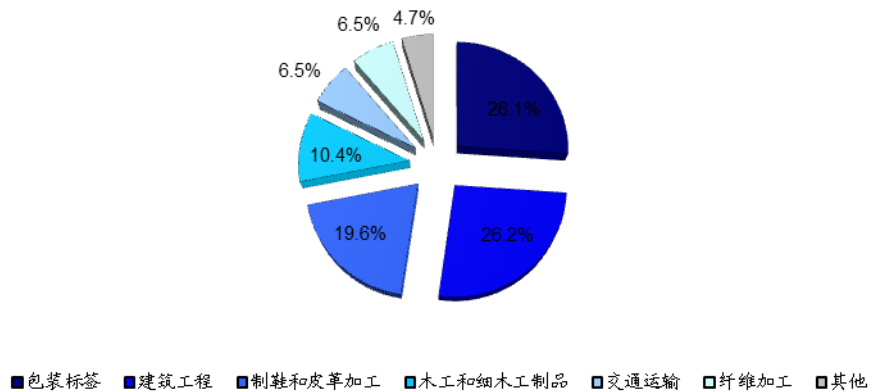


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2.2 下游应用领域广阔，包装、交通运输领域需求扩张

我国复合聚氨酯胶粘剂应用领域广阔。2015年发布的《我国聚氨酯胶粘剂发展概况与市场展望》数据显示，在复合聚氨酯胶粘剂的应用领域中，建筑和包装标签领域的消费占比超过一半以上，其中，建筑领域的消费占比为26.2%，包装与标签的消费占比为26.1%。另外，制鞋和皮革加工消费占比为19.6%，木工和细木工制品消费占比为10.4%，交通运输业消费占比为6.5%，纤维加工消费占比为6.5%，其他消费占比为4.7%。

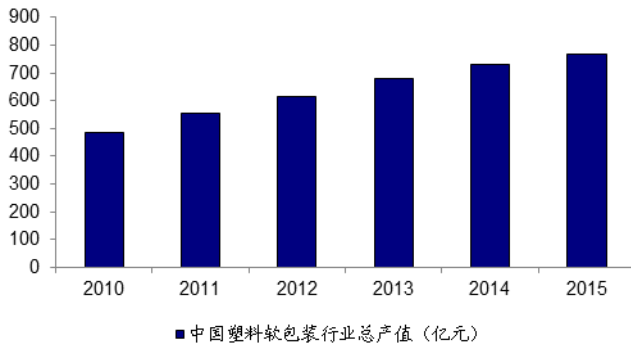
图7 2015年我国胶粘剂消费结构



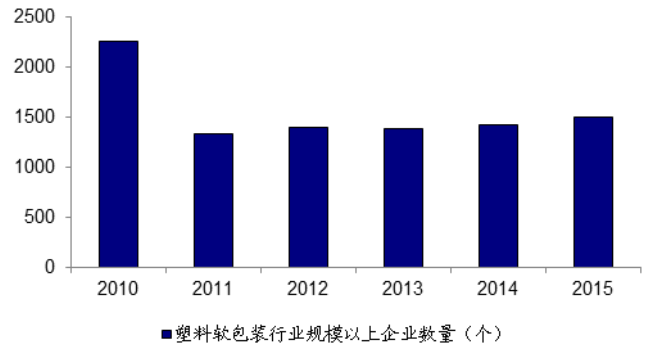
资料来源：《我国聚氨酯胶粘剂发展概况与市场展望》，海通证券研究所

(1) 塑料软包装用聚氨酯胶粘剂

塑料软包装领域是聚氨酯胶粘剂最主要的应用领域之一。近年来，随着市场经济发展的需要，我国的塑料软包装行业得到了迅速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，这些反过来又刺激了塑料软包装的市场需求。根据快资讯网援引立信信息咨询发布的《中国塑料软包装市场调研与投资前景报告(2019版)》显示，2017年，我国塑料软包装产业市场规模达到572.73亿元，较2016年的526.51亿元增长8.78%。

图8 2010-2015年中国塑料软包装行业总产值


资料来源: 博思网, 海通证券研究所

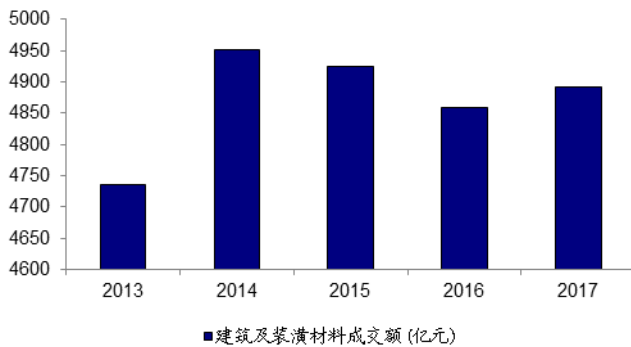
图9 2010-2015年国内塑料软包装行业规模以上企业数量


资料来源: 博思网, 海通证券研究所

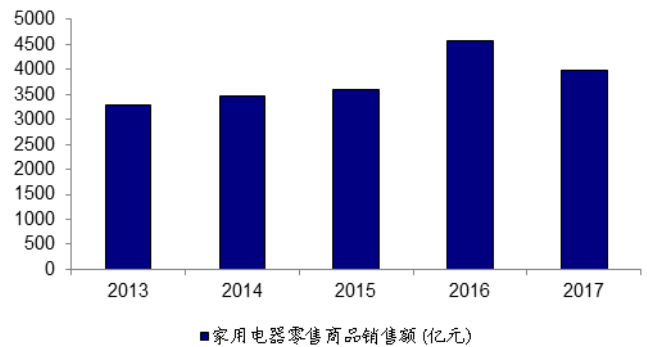
(2) 覆膜铁用复合聚氨酯胶粘剂

国内家电建材市场需求趋于稳定, 覆膜铁用复合聚氨酯胶粘剂增长放缓。复膜铁及其后续加工研制开发的产品已经广泛应用于家用电器和建筑材料领域, 如冰箱个性化彩板、洗衣机、空调、热水器等家用电器以及吊顶用金属扣板等建筑材料。国家统计局数据显示, 2017年我国建筑及装潢材料成交额4891.12亿元, 同比增长0.65%, 家用电器零售总额3991.02亿元, 同比下降12.87%。

公司应用在该领域的产品包括家电覆膜铁胶粘剂和金属扣板。2013年以来, 国家逐步取消了“家电下乡”的政策补贴, 在经历了市场需求的迅猛扩张之后, 家电市场基本趋于饱和, 覆膜铁胶粘剂市场需求增长放缓; 同时, 随着房地产市场逐渐降温, 建筑和装潢材料市场需求逐渐趋于稳定, 金属扣板的市场需求也趋于稳定。

图10 2013-2017年中国建筑及装潢材料成交额


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

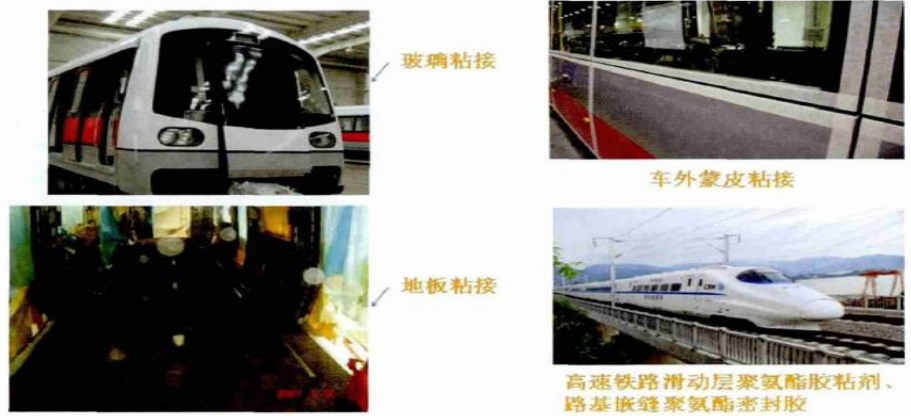
图11 2013-2017年中国家用电器零售商品销售额


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

(3) 高铁及轨道交通通用复合聚氨酯胶粘剂

高铁及城市轨道交通建设拉动聚氨酯胶粘剂市场需求。高铁及轨道交通用胶粘剂主要有两块, 一是轨道施工用的密封、减震胶、地下隧道的防水密封等; 二是列车车厢组装和内装饰用的胶粘剂。根据报告《我国聚氨酯胶粘剂发展概况与市场展望》, 高铁列车会用到10多种胶, 其中聚氨酯胶粘剂的应用量是最大的。

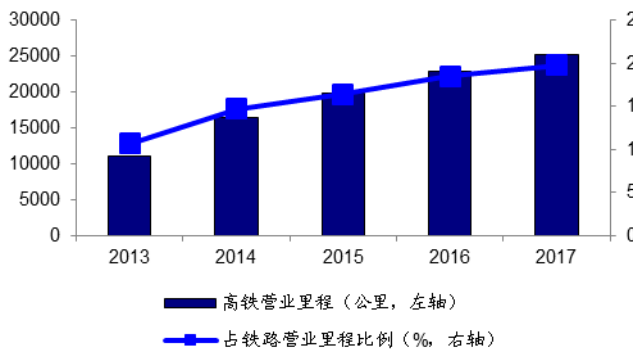
图12 聚氨酯胶粘剂在高铁及轨道交通上的应用



资料来源:《我国聚氨酯胶粘剂发展概况与市场展望》,海通证券研究所

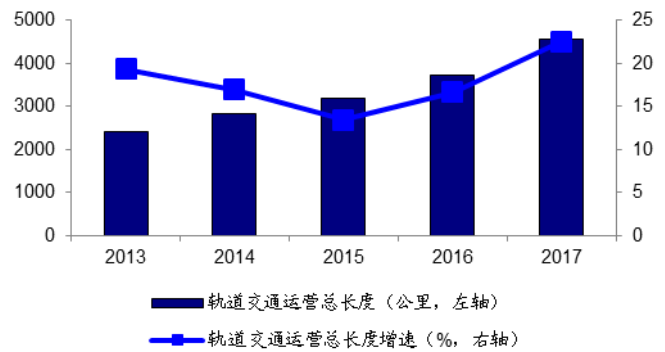
国家《中长期铁路网规划》指出:到 2020 年,我国将建设“四纵横”客运专线,铺设无砟轨道的高速铁路,将成为全球高铁运营里程最长的国家。根据交通运输部的统计,2018 年末,全国铁路营业里程达到 13.1 万公里,比上年增长 3.1%,其中高铁营业里程 2.9 万公里以上。从 2011 年开始,我国城轨进入了大规模建设,城市轨道交通运营里程也迅速增加。国家统计局数据显示,2017 年末,全国城市轨道交通运营总里程达到 4570 公里,同比增长 22.58%。我们认为,复合聚氨酯胶粘剂是高铁和轨道交通建设不可或缺的应用材料,将随着高铁和城市轨道交通建设的进一步发展而发展。

图13 2013-2017 年高铁营业里程及占铁路总里程比



资料来源:国家统计局,海通证券研究所

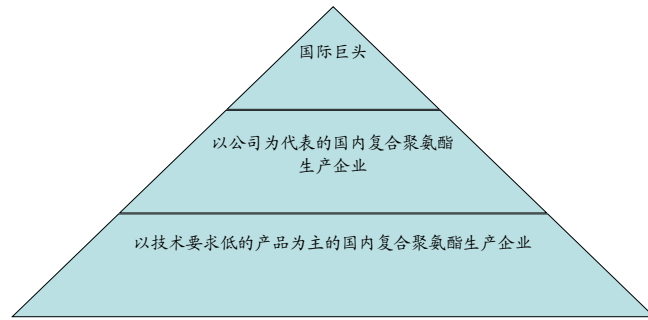
图14 2013-2017 年城市轨道交通运营总长度及增速



资料来源:国家统计局,海通证券研究所

2.3 小产能退出, 市场集中度有待提升

复合聚氨酯胶粘剂行业竞争呈现出金字塔型格局。改革开放以来,我国复合聚氨酯胶粘剂行业取得了持续、快速、稳定发展,形成了一定的生产规模。但从行业内部来看,中小企业数量多、分散广,且这些企业以技术水平较低的产品生产为主业,利润率较低,因此处在行业金字塔底部;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国内企业,生产技术含量和利润率较高的产品,处在行业金字塔中上部;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,处在金字塔的顶端。

图15 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，海通证券研究所

根据公司招股说明书，我国复合聚氨酯胶粘剂生产企业多达数百家，大多数仍为中小型企业，分散在全国 28 个省市自治区，年销售收入达 5000 万元以上的且以自主技术为主的企业不足 10 家；并且多数小型企业生产技术和管理水平低、产量小、产品档次低，难以应对现代化生产和市场竞争的挑战。

规模化、集中化发展是行业发展主要趋势。近年来，用户对复合聚氨酯胶粘剂产品质量、性能和环保要求日益提高，市场竞争日趋激烈，一些技术水平落后、缺乏自主创新能力小型生产企业相继被淘汰。以公司为代表的大型专业复合聚氨酯胶粘剂国内生产企业注重技术研发、质量监控，不断推出新产品，提升核心竞争力，提升品牌知名度。行业整体呈现规模化、集约发展趋势，行业集中度不断提高。

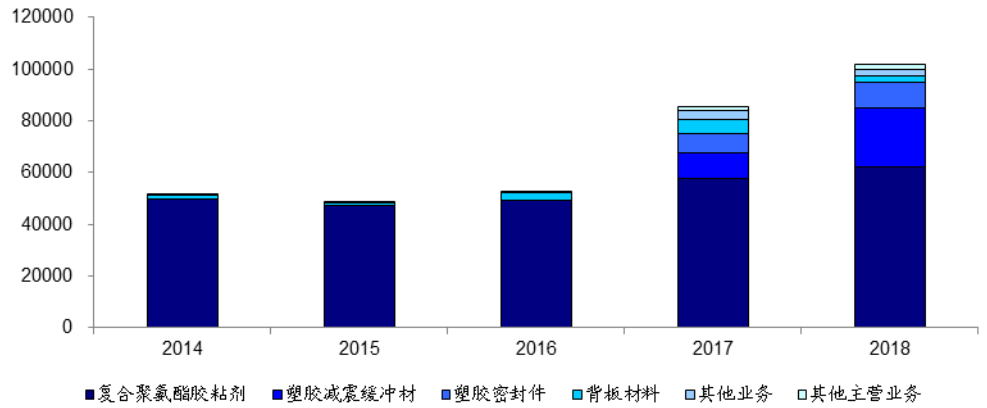
表 1 我国主要胶粘剂生产企业及主要产品

生产厂家	主要产品
高盟新材	层压材料胶、汽车用聚氨酯 (PU) 胶
回天新材	PU 胶、氰基丙烯酸酯胶、厌氧胶和环氧树脂 (PO) 胶
康达新材	改性丙烯酸酯胶、有机硅胶、EP 胶、PU 胶、PUR(聚氨酯热熔胶和 SBS(苯乙烯-丁二烯-苯乙烯)胶
上海新光	PU 胶、酚醛类胶、厌氧胶、丙烯酸酯胶、氯丁橡胶类胶和聚氯乙烯类胶
成都硅宝	硅酮结构密封胶、硅酮胶和硅胶
天山新材	EP 胶、有机硅密封胶、PU 胶、改性硅烷胶、厌氧胶、瞬干胶、丙烯酸酯结构胶和氯丁胶
上海天洋	热熔胶粉、热熔胶颗粒、热熔胶膜
金枪新材	溶剂胶、水性胶、PU 胶、EP 胶、丙烯酸胶和热熔压敏胶

资料来源：李清《全球胶粘剂行业发展现状及研究进展》，海通证券研究所

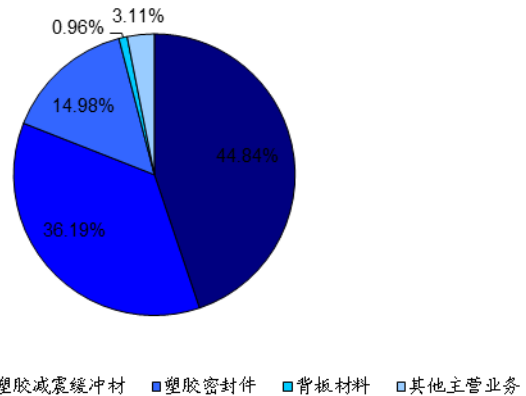
3. 主营业务营收稳定增长，新业务毛利率高

聚氨酯胶粘剂类产品是公司主要收入来源。目前，塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂仍是公司的主导产品，公司在国内塑料软包装用复合聚氨酯胶粘剂市场占有率排名第一，其他各类产品在各自细分领域中的市场占有率名列前茅。根据 2018 年年报，公司当年实现营收 10.16 亿元，同比增长 19.06%，其中聚氨酯胶粘剂类产品实现营收 6.2 亿元，同比增加 7.06%，占总体营收的 60.98%，为主要收入来源；塑胶减震缓冲材、塑胶密封件、背板材料营收占比分别为 22.66%、9.68%、2.52%，较 2017 年分别同比增加 133.61%、35.33%、-53.73%。

图16 2014-2018 年公司营收构成 (万元)


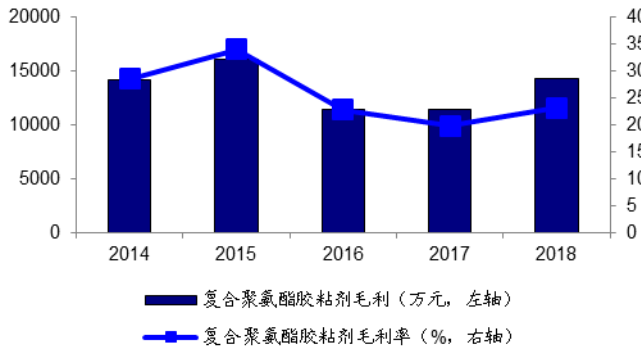
资料来源: wind, 2018 年年报, 海通证券研究所

新业务盈利能力良好, 收入及利润占比不断提升。根据历年年报数据, 2017 年以前, 公司主要经营胶粘剂业务, 胶粘剂业务营业收入占到公司营业收入的 90% 以上, 毛利占比在 95% 以上。2017 年, 公司收购武汉华森塑胶公司, 拓展车用零配件业务, 主要产品包括塑胶减震缓冲材和塑胶密封件。收购完成后, 这两种产品的营业收入和毛利占比不断提高, 两种产品合计营业收入占比由 2017 年的 20.07% 提高到 2018 年的 32.34%, 毛利占比由 2017 年的 38.53% 提高到 2018 年的 51.17%。

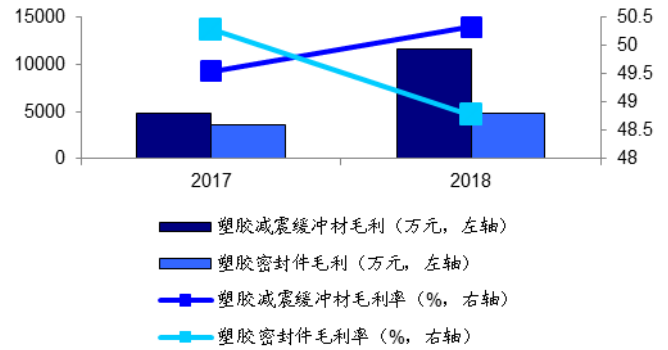
图17 2018 年公司毛利构成


资料来源: wind, 2018 年年报, 海通证券研究所

塑胶减震缓冲材、塑胶密封件盈利能力较高。2014-2018 年公司销售毛利率分别为 28.30%、33.49%、32.69%、25.97%、31.52%, 除 2017 年受上游原材料价格上涨影响, 公司毛利率出现下滑外, 公司盈利能力总体稳定。2017 年公司收购华森塑胶, 加强对交通运输领域的布局。根据公司 2018 年年报, 公司当年实现营收 10.16 亿元, 同比增长 19.06%, 归属母公司净利润 8368.12 万元, 同比增长 93.15%, 其中华森塑胶子公司营收 3.52 亿元, 同比增长 88.42%, 占公司总营收 34.67%, 净利润 1.16 亿元, 同比增长 108.2%, 占公司净利润 138.51%, 公司主要盈利增长来自华森塑胶子公司。

图18 2014-2018 年公司复合聚氨酯胶粘剂业务毛利及毛利率


资料来源: wind, 海通证券研究所

图19 2017-2018 年公司汽车零部件业务毛利及毛利率


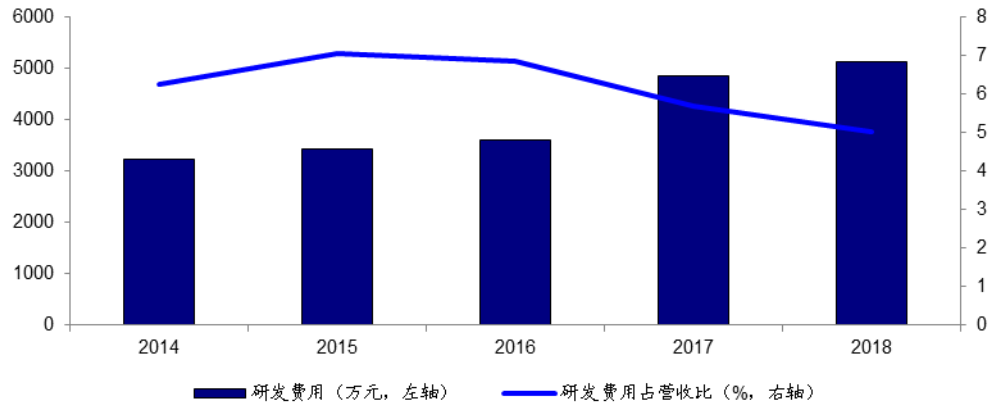
资料来源: wind, 海通证券研究所

原材料价格回落，主营业务盈利转好。己二酸是复合聚氨酯胶粘剂生产的主要原材料之一，该原材料已经基本实现了国产化。2017年，己二酸、MDI等化工原材料价格大涨，复合聚氨酯胶粘剂业务毛利率出现下滑，导致公司净利润出现下降，2018年以来，己二酸等原材料价格大幅回落，公司盈利逐步改善。

图20 2009-2019 年己二酸价格 (元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司目前有两大生产基地：南通生产基地和北京生产基地。南通生产基地位于江苏省，专业从事胶粘剂、涂料、太阳能电池背板等产品的研发、生产和销售，是公司目前最大的生产基地，目前胶粘剂年生产能力达到 2.2 万吨。为公司在华东周边地区的发展提供了可靠的产品保障。北京生产基地于 2016 年初完成技术改造，实现了设备更新及工艺水平提升，目前年产能达到 2 万吨，为华北地区产品供应提供了保障。同时公司设有北京市企业技术中心，为公司核心技术研发基地。

图21 2014-2018 年公司研发费用及占比


资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 武汉华森专注汽车零配件领域，业务有望协同发展

2017 年，公司通过发行股份及支付现金的方式收购武汉华森塑胶 100% 股权。华森塑胶主要从事汽车用塑料、橡胶制品研究、开发、生产和销售，公司主要产品分为塑胶密封件、塑胶减震缓冲材、其他汽车用相关产品三大类。华森目前已有超过 20 年的发展史，掌握了塑胶密封件、塑胶减震缓冲材等产品生产、开发核心技术；具备与客户同步、快速设计开发能力。

经过多年的发展，华森塑胶与 19 家整车厂客户合作，为多家整车厂的一级供应商，与各大整车厂建立了长期、稳定的合作关系，尤以在东风本田、广汽本田、广汽丰田的供货金额较大。公司凭借良好的供货、质量、成本等市场反馈，已在行业内形成了良好的口碑，客户粘度较高。

图22 车门塑胶密封件


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图23 塑胶减震缓冲材

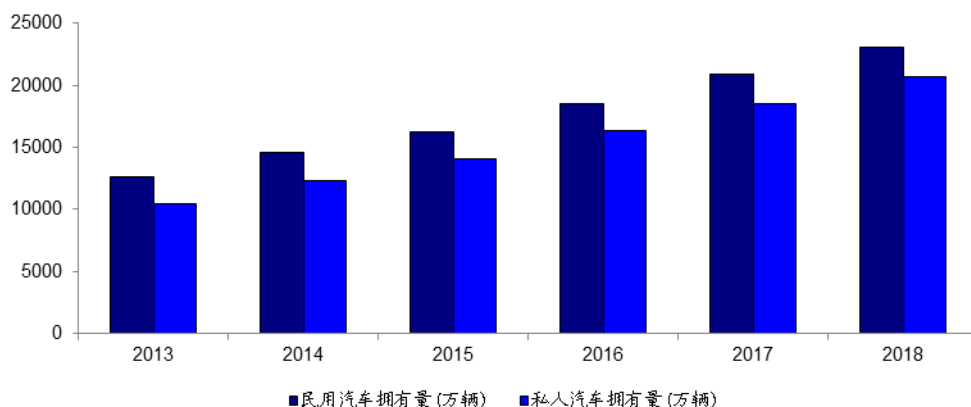

资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

华森塑胶业绩承诺状况完成良好。根据双方签订的《盈利减值补偿协议》，华森塑胶股东承诺华森塑胶 2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年度经审计的税后净利润分别不低于 8000 万元、9000 万元、10000 万元和 11110 万元，子公司近三年实际完成税后净利润为 8535.62 万元、11423.83 万元、12441.82 万元，均高于业绩承诺。

汽车工业迅速发展带动汽车零配件产品需求增加。随着我国国民经济的迅速发展以及人民生活水平和消费水平的快速提高，我国汽车工业迅速发展，民用汽车保有量和私人汽车拥有量快速增长。国家统计局数据显示，2018 年底，我国民用汽车保有量超过 2.31 亿辆，同比增长 11%，私人汽车拥有量超过 2.07 亿辆，同比增长 11.96%。我们认为，汽车工业的迅速发展将会带动塑胶密封件、塑胶减震缓冲材等

相关汽车零配件产品的需求增加。

图24 2013-2018年我国民用汽车保有量和私人汽车拥有量



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

交通运输领域协同效应明显。公司聚氨酯胶粘剂产品在交通运输领域有着广泛的应用空间，包括高铁滑动层用胶粘剂、弹性垫板、嵌缝胶、密封胶等，公司的无溶剂型密封胶也可在汽车主机厂、高铁动车制造厂及配套企业批量应用。而华森塑胶拥有汽车整车厂商优质客户资源，有利于为公司带来更多客户资源和市场份额。此外，通过华森塑胶多年积累的市场经验，公司可以更全面和快速地了解并掌握汽车领域下游客户的需求，针对性地研发新品和改进技术，实现快速反应，更好地满足市场和客户的需求。

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，公司于2018年11月通过了限制性股票激励计划，授予对象为公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员（不包括独立董事、监事）共86人，授予的限制性A股普通股股票数量共600万股，占激励计划公告时公司股本总额26065.12万股的2.30%，其中向核心管理人员和核心技术（业务）人员共80人分配的比例占此次股权激励计划的60.83%。激励计划授予日期为2018年12月14日，授予价格为3.59元/股。

表2 限制性股票的解除限售期及考核目标

解除限售安排	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	以2017年净利润为基数，2018年净利润增长率不低于100%	40%
第二个解除限售期	以2017年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于130%	30%
第三个解除限售期	以2017年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于150%	30%

资料来源：高盟新材《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，海通证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.63亿元、1.92亿元和2.19亿元，对应的EPS为0.61元、0.72元和0.82元，给予公司2019年18-22倍PE，对应合理价值区间为10.98元-13.42元，首次覆盖给予优于大市评级。

盈利假设：

(1) 公司传统聚氨酯胶粘剂业务需求稳定增长，预计未来销量将保持10%左右的增速。同时随着上游原材料价格的回落，我们判断复合聚氨酯胶粘剂产品的毛利率也将有所提升，进一步回到2015年左右的水平。

(2) 公司收购华森塑胶以后，塑胶减震缓冲材和塑胶密封件销量增长迅速，预

计未来随着华森市场份额的提升, 销量分别将保持 20%和 10%以上的增长, 毛利率仍维持在较高水平。

表 3 公司主要产品盈利预测 (万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
聚氨酯胶粘剂					
收入	57887.91	61971.97	69981.94	76980.13	84678.15
成本	46420.54	47606.94	48287.54	53116.29	58427.92
毛利率 (%)	19.8	23.18	31.00	31.00	31.00
塑胶减震缓冲材					
收入	9858.89	23030.93	29479.00	35374.80	42449.76
成本	4974.02	11438.44	14739.50	17687.40	21224.88
毛利率 (%)	49.55	50.33	50.00	50.00	50.00
塑胶密封件					
收入	7269.45	9837.56	11655.67	12632.88	13999.76
成本	3613.35	5038.53	5944.39	6442.77	7139.88
毛利率 (%)	50.29	48.78	49.00	49.00	49.00
背板材料					
收入	5532.14	2559.62	2047.70	1638.16	1310.53
成本	4141.93	2251.82	1801.97	1441.58	1153.26
毛利率 (%)	25.13	12.03	12.00	12.00	12.00
其他业务					
收入	3359.50	2338.59	2455.52	2578.30	2707.21
成本	3301.80	2364.44	2413.28	2533.95	2660.65
毛利率 (%)	1.72	0	1.72	1.72	1.72
其他主营业务					
收入	1452.94	1896.11	2180.53	2398.58	2638.44
成本	743.13	899.70	1075.00	1160.31	1288.55
毛利率 (%)	48.85	52.55	50.70	51.63	51.16
合计					
收入	85360.84	101634.77	117800.35	131602.84	147783.84
成本	63194.77	69599.87	74261.69	82382.30	91895.14
毛利率 (%)	25.97	31.52	36.96	37.40	37.82

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002669	康达新材	11.39	0.33	0.54	0.72	30.39	21.22	15.89
300041	回天新材	8.78	0.28	0.38	0.50	23.91	23.36	17.47
均值							22.29	16.68

注: 收盘价为 2019 年 6 月 6 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: WIND, 海通证券研究所

6. 风险提示

原材料价格剧烈波动; 收购业务盈利下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1016	1178	1316	1478
每股收益	0.31	0.61	0.72	0.82	营业成本	696	743	824	919
每股净资产	5.69	6.08	6.57	7.17	毛利率%	31.5%	37.0%	37.4%	37.8%
每股经营现金流	0.86	0.30	0.65	0.70	营业税金及附加	11	12	14	16
每股股利	0.21	0.23	0.23	0.23	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	64	74	83	93
P/E	22.46	14.96	12.75	11.15	营业费用率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
P/B	1.24	1.51	1.40	1.28	管理费用	61	68	77	86
P/S	2.41	2.08	1.86	1.65	管理费用率%	6.0%	5.8%	5.8%	5.8%
EV/EBITDA	10.08	9.74	8.09	6.59	EBIT	134	221	252	290
股息率%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	财务费用	-2	-1	-1	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%
毛利率	31.5%	37.0%	37.4%	37.8%	资产减值损失	36	17	12	12
净利润率	8.2%	13.9%	14.6%	14.8%	投资收益	5	4	4	4
净资产收益率	5.5%	10.1%	10.9%	11.5%	营业利润	108	209	246	281
资产回报率	4.7%	8.6%	9.3%	9.8%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	8.3%	13.0%	14.6%	16.4%	利润总额	107	209	246	281
盈利增长 (%)					EBITDA	160	221	252	290
营业收入增长率	19.1%	15.9%	11.7%	12.3%	所得税	24	46	54	62
EBIT 增长率	98.2%	65.7%	13.9%	14.9%	有效所得税率%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	93.2%	95.3%	17.3%	14.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	84	163	192	219
资产负债率	14.2%	14.5%	14.7%	15.0%					
流动比率	3.3	3.5	3.7	3.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	3.0	3.1	3.3	3.5	货币资金	264	287	404	535
现金比率	1.1	1.1	1.4	1.6	应收账款及应收票据	259	323	357	403
经营效率指标					存货	78	103	113	127
应收账款周转天数	96.9	100.2	99.1	99.5	其它流动资产	202	215	214	217
存货周转天数	49.2	50.7	50.2	50.4	流动资产合计	803	929	1089	1282
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.9	5.0	5.5	6.2	固定资产	238	238	238	238
					在建工程	1	1	1	1
					无形资产	31	31	31	31
					非流动资产合计	965	965	966	966
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1768	1894	2054	2248
净利润	84	163	192	219	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	77	85	94	105
非现金支出	63	17	12	12	预收账款	5	5	6	6
非经营收益	-6	-4	-4	-4	其它流动负债	161	176	194	217
营运资金变动	89	-97	-26	-41	流动负债合计	242	265	293	328
经营活动现金流	229	80	173	187	长期借款	0	0	0	0
资产	-14	0	0	0	其它长期负债	9	9	9	9
投资	-47	0	0	0	非流动负债合计	9	9	9	9
其他	10	4	4	4	负债总计	251	274	302	337
投资活动现金流	-51	4	4	4	实收资本	267	267	267	267
债权募资	-30	0	0	0	普通股股东权益	1517	1620	1752	1911
股权募资	21	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-53	-60	-60	-60	负债和所有者权益合计	1768	1894	2054	2248
融资活动现金流	-61	-60	-60	-60					
现金净流量	117	24	117	131					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 06 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,茶花股份,利安隆,梅花生物,强力新材,皇马科技,双一科技,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,拉芳家化,百傲化学,浙江龙盛,诚志股份,坤彩科技,鲁西化工,光华科技,万润股份,国光股份,利民股份,黑猫股份,国立科技,华峰氨纶,圣达生物,海利尔,先达股份,永利股份,安道麦 A,飞凯材料

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wj11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com