



2017-01-19

公司深度报告

买入/维持

高盟新材(300200)

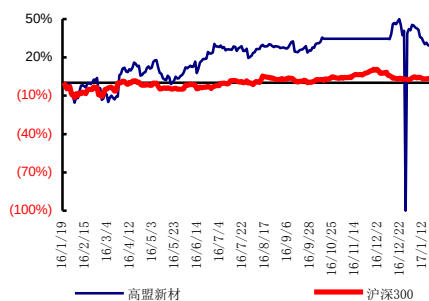
目标价: 24.00

昨收盘: 16.35

化工 化学制品

国内软包装胶黏剂领域龙头，并购华森塑胶开启外延式发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	214/203
总市值/流通(百万元)	3,492/3,324
12 个月最高/最低(元)	19.00/10.89

相关研究报告:

《并购华森塑胶完善产业布局，员工持股计划保障未来成长》
—2016/11/30

《业绩符合预期，关注外延发展》
—2016/10/29

《原材料因素致盈利水平提升，加速拓展新产品应用空间》
—2016/08/25

证券分析师: 杨林 CPA

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516100002

研究助理: 段一帆

研究助理: 陈振华

研究助理: 王亮

报告摘要

国内软包装胶黏剂行业龙头。公司目前 80%以上的业务收入为软包装胶黏剂贡献，为国内软包装复合聚氨酯胶粘剂龙头企业，同时积极向其他领域扩展，目前主要产品已经涵盖软包装、交通运输、建筑及节能、新能源等四大领域。公司通过与国际软包装巨头安姆科战略合作，继续贯彻执行大客户战略，我们看好公司继续做强自己的基石业务。

布局汽车零部件业务，开启协同效应之路。公司拟发行股票购买华森塑胶 100%股权，同时向包括员工持股计划在内的特定投资者募集配套资金。华森塑胶主要从事汽车用塑胶零部件制品研发、生产和销售，是国内汽车车门塑胶密封件、塑胶减震缓冲材的重要企业之一，已经进入了国内近 20 家汽车整车厂供应商名录。此次并购，将使得高盟新材涉足汽车零配件业务，促使向下游汽车产业客户的开拓 将有跨越性转型的发展，有效将汽车零配件业务的研发、生产、销售及售后服务业务引入到上市公司的整体业务中，整合化工新材料和汽车零配件业务两大行业的优质企业资源，实现在交通运输领域业务的跨越式发展，提升上市公司核心竞争力，促进上市公司可持续发展，实现上市公司股东利益最大化。

估值与评级。在不考虑公司并购华森塑胶的情况下，我们预计公司 2016 年和 2017 年归母净利润分别为 0.68 亿元和 0.73 亿元，EPS 分别为 0.32 元和 0.34 元，如果以华森塑胶的承诺业绩为假设，则公司 2016 年和 2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.57 元和 0.62 元，继续维持“买入”评级，6 个月目标价 24.00 元。

风险提示。公司并购华森塑胶项目不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标: (未考虑并购华森塑胶)

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	517.75	488.47	518.54	569.79
(+/-%)	3.20%	-5.65%	6.16%	9.88%
净利润(百万元)	48.90	53.53	68.53	72.86
(+/-%)	-1.70%	9.47%	28.00%	6.32%
摊薄每股收益(元)	0.229	0.251	0.321	0.341
市盈率(PE)	74.56	68.11	53.21	50.05

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司情况简介	4
(一) 公司成长史	4
(二) 股权结构及股东背景	4
(三) 经营以及财务状况分析	5
二、 国内软包装胶黏剂领域龙头企业，积极向其他领域拓展	7
(一) 工程胶黏剂广泛应用于下游新兴行业，需求呈井喷态势	7
(二) 公司以软包装领域为主，市场空间依然巨大	8
(三) 公司进军高铁交通运输领域，继续拓展胶黏剂业务	12
三、 并购华森塑胶，完善交通运输领域产业布局	14
(一) 并购的必要性	14
(二) 华森塑胶长期主营汽车零部件业务，实力雄厚	16
(三) 并购合作的相关内容	17
(四) 强强联合扩展公司业务空间，发挥协同效应	17
四、 盈利预测及估值	19
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司股权结构（截至 2016 年 2 月）	5
图表 2：近六年营业收入	5
图表 3：近六年利润总额	5
图表 4：近六年归母净利润	6
图表 5：近六年销售利润率	6
图表 6：主营业务产品收入占比（2016 年中报）	6
图表 7：复合聚氨酯胶粘剂毛利率	6
图表 8：分产品营收（百万）	6
图表 9：工程胶粘剂广泛应用于下游行业	7
图表 10：中国胶粘剂近几年产量（万吨）	8
图表 11：公司溶剂型聚氨酯粘合剂主要产品	9
图表 12：无溶剂复膜胶性能优于有溶剂复膜胶	10
图表 13：公司历年研究经费及所占营收比（万吨）	11
图表 14：全国高铁营运里程（公里）	12
图表 15：我国中长期铁路线路规划	13
图表 16：聚氨酯胶粘剂应用于无砟轨道	13
图表 17：汽车塑胶零部件在车身的应用广泛	15
图表 18：华森塑胶的主要产品	16

一、 公司情况简介

公司前身为高盟化工有限公司，由蒋勤军、王子平、傅岭三名自然人股东以货币资金出资设立，2011年4月7日在深圳证券交易所挂牌上市。自1999年成立以来，主要从事胶粘剂的研发、生产和销售。公司一直专注于高性能复合聚氨酯胶粘剂的研发和生产，目前产品种类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、复膜铁专用胶等几大类一百多种，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作为国内较早进入复合聚氨酯胶粘剂研究领域的企业之一。

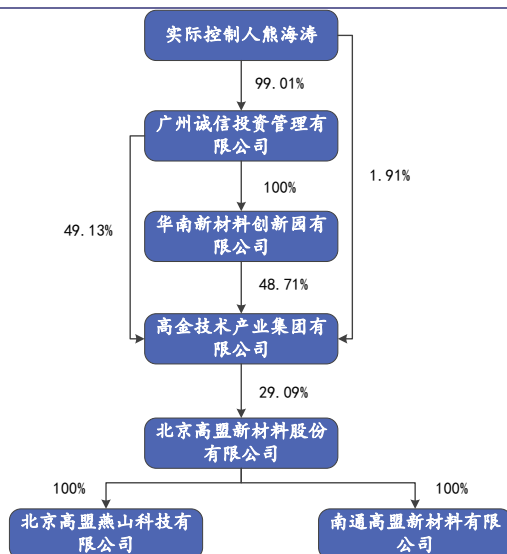
(一) 公司成长史

- 1999年7月，蒋勤军、王子平、傅岭三名自然人股东以货币资金出资设立高盟化工有限公司，注册资本人民币50万元。
- 2003年4月，广州高金技术产业集团控股公司广州毅昌制模有限公司、广州金悦塑业有限公司入股高盟化工，广州高金技术合计间接持股74.31%。
- 2006年，公司北京生产基地-北京高盟燕山科技有限公司成立。
- 2007年6月，广州高金集团收购公司股权，直接持股51.19%，通过广州金悦间接持股29.25%，高盟化工称为高金集团直接控股子公司。高金集团实际控制人为冼燃、戴耀花、凤翔和李学银。
- 2010年3月12日，北京高盟化工有限公司整体变更为高盟新材料股份有限公司。
- 2010年3月24日，公司南通生产基地-南通高盟新材料有限公司成立。
- 2011年4月7日在深圳证券交易所挂牌上市。
- 2016年2月，熊海涛向公司控股股东高金集团现金增资6,000万元，增资后熊海涛与一致行动人广州诚信投资管理有限公司合计持有高金集团50.04%的股权，至此熊海涛变更为高金集团和公司的实际控制人。

(二) 股权结构及股东背景

2011年4月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，注册资本10,680万元，公司控股股东为广州高金技术产业集团有限公司。2016年2月，熊海涛向公司控股股东高金集团增资，持有高金集团50.04%的股权，成为第一大股东，熊海涛成为高金集团和公司的实际控制人。

图表 1：公司股权结构（截至 2016 年 2 月）

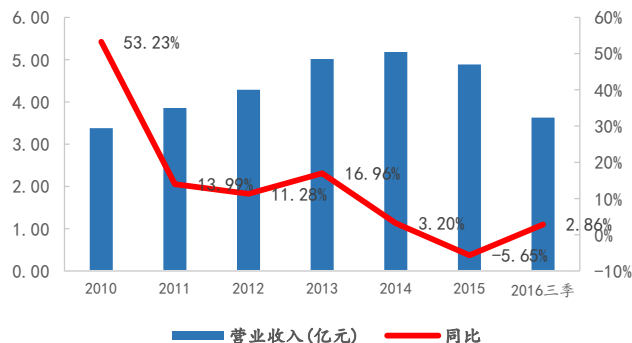


资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）经营以及财务状况分析

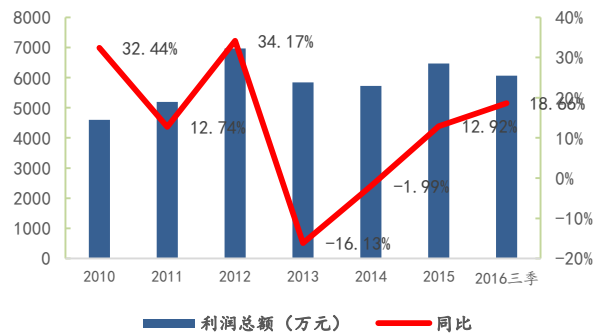
公司业绩自 2010 年以来稳步增长，2015 年受国内经济形势影响，营业收入和净利润出现负增长，2016 年前三季度，公司实现扭亏为盈，营业收入 36,266.94 万元，较上年同期增加 2.86%；实现归属上市公司股东的净利润 5,184.57 万元，较上年同期增加 22.40%。2016 年前三季度，公司销售净利率 14.30%，销售毛利率 33.48%，公司产品利润率基本稳定。

图表 2：近六年营业收入



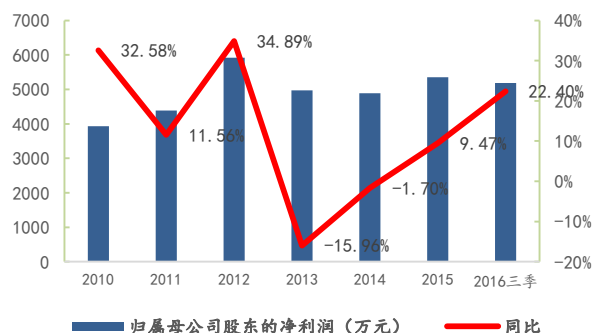
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：近六年利润总额



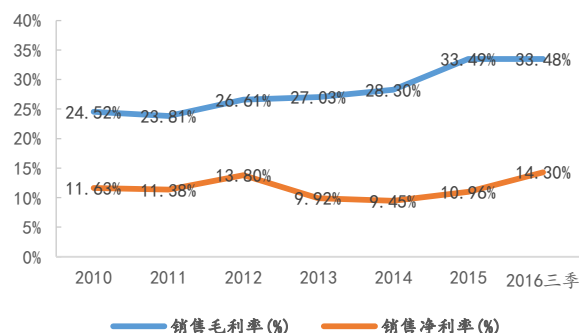
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：近六年归母净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

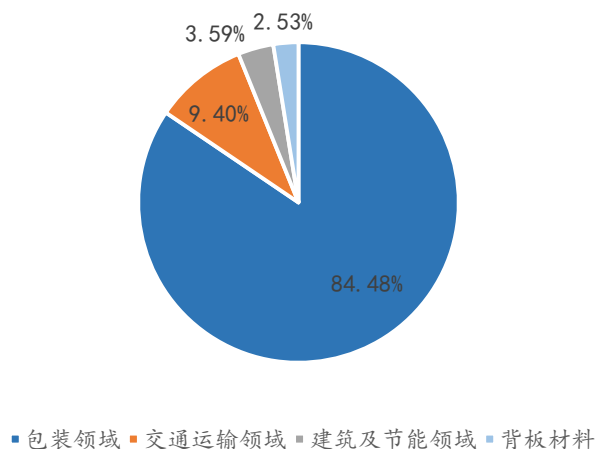
图表 5：近六年销售利润率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

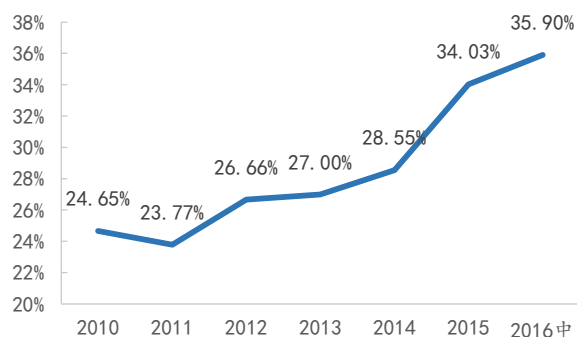
公司主要生产产品是复合聚氨酯胶粘剂，其中包装领域用复合聚氨酯胶粘剂是公司主要收入来源。2016 年中报显示，包装领域复合聚氨酯胶粘剂实现营业收入 190.48 万元，占总收入的 84.48%。

图表 6：主营业务产品收入占比（2016 年中报）



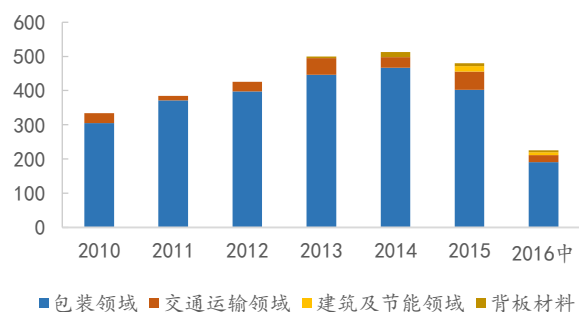
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7：复合聚氨酯胶粘剂毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：分产品营收（百万）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

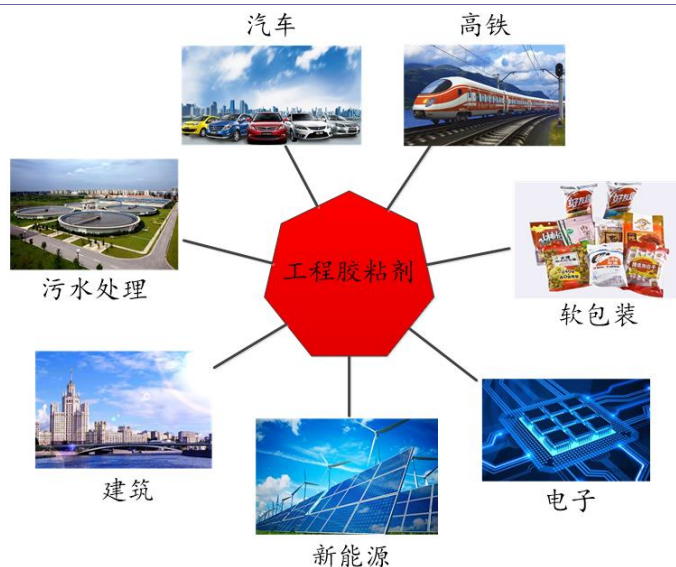
二、国内软包装胶黏剂领域龙头企业，积极向其他领域拓展

(一) 工程胶黏剂广泛应用于下游新兴行业，需求呈井喷态势

工程胶黏剂通常应用于受力结构件的粘接场合，要求能够承受较大动、静载荷，并能长期使用，有一定使用寿命，因此也通常被称为结构胶或半结构胶，其分类方法很多，按应用方法可分为热固型、热熔型、室温固化型、压敏型等；按应用对象分为结构型、非构型或特种胶；按形态可分为水溶型、水乳型、溶剂型以及各种固态型等，常用的工程胶黏剂有高性能有机硅胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、聚氨酯胶、环氧树脂胶等。

工程胶黏剂的应用范围十分广泛，被称为“工业味精”。工程胶黏剂是一种新型材料，用其对工业构件进行粘接可以替代铆接、焊接等传统的连接工艺，提升工业产品部件之间的粘合程度，提高产品的质量和密封性能，还能够改善工业产品外观。近年来，工程胶黏剂在汽车工业、工业制造、电子电器、太阳能和风能领域、建筑、高速铁路、水处理等领域都取得了快速发展。

图表 9：工程胶黏剂广泛应用于下游行业

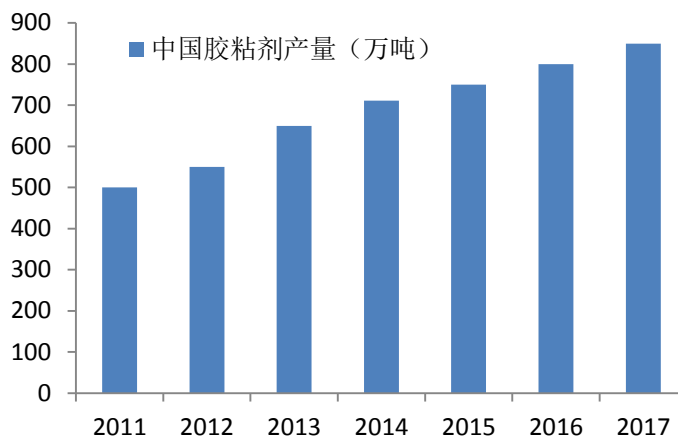


资料来源：百度图片及公司公告，太平洋证券整理

新兴产业激发巨大需求。值得一提的是，工程胶黏剂目前大部分下游行业均为新兴行业，这些行业近年来的高速增长极大地激发了对胶黏剂的需求。2014 年全球胶类产品的消费量已超过 1,900 万吨，价值约 294 亿美元。中国地区胶类产品的消费量占到了整个亚太地区的 2/3，占到了全球胶类产品消费量的 32%，居全球首位，预计未来年复合增速达 8%，是名副其实的世界级的用胶大国。国内工程胶黏剂行业近年来高速发展。2006-2014 年国产工程胶黏剂产量从 17.4 万吨增

长至 71.1 万吨，复合增长率达 19%。

图表 10：中国胶粘剂近几年产量（万吨）



资料来源：中商产业研究院，太平洋证券整理

国内胶粘剂企业数量众多，2011 年国内胶粘剂企业就达 3500 多家，目前国内工程胶粘剂企业也数以百计。其中，高盟新材专注于复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产和销售，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生产企业。公司主要产品应用领域目前集中在软包装、交通运输、建筑和节能以及新能源这四大领域中，主要产品有塑料软包装用胶粘剂、油墨粘结料、铁路用胶粘剂、反光材料用胶粘剂、汽车用无溶剂密封胶等，2015 年底募资项目建设完毕后，共有 3.8 万吨/年的复合聚氨酯胶粘剂产能。目前软包装领域占据了公司 2016 年上半年 84% 的营业收入，是公司业绩的支撑产品。近年来公司中交通运输和建筑节能领域取得长足进展，有效扩展了公司的业务范围。

（二）公司以软包装领域为主，市场空间依然巨大

随着国家对于 VOC 排放的要求，目前软包装复合粘合剂已经逐步形成溶剂型聚氨酯粘合剂、水性粘合剂、无溶剂型聚氨酯粘合剂三大体系。其中，公司溶剂型聚氨酯粘合剂主要有如下几类：

图表 11：公司溶剂型聚氨酯粘合剂主要产品

产品名称	主要应用	特性
YH3666-1/YH3666B 铝箔水煮粘合剂	抗介质、耐巴氏杀菌的食品包装材料之间的复合，具有良好的复合性能。	抗介质性能优异，复合强度高，特别适合果冻果汁包装复合。
YH7166H/YH7166B 高温蒸煮型复合粘合剂	含铝箔结构在内的各类塑/塑、塑/铝、镀铝膜及各类纸张等材质结构的复合，以及耐高温蒸煮包装等级的应用。	具有突出的柔韧性能，可满足冷冲压成型包装的使用需求；
YH3160/YH3160B 耐苛性食品添加剂专用胶	从普通包材到铝箔蒸煮，应用广泛，是铝塑复合用双组份食品包装用粘合剂	耐碱耐酸性及耐热性良好 粘度低，适于高速复合机
YH9530/YH9530B 快干型塑-塑复合粘合剂	广泛应用于从一般用途到镀铝薄膜用包装材料	极佳的初始粘接力及增加凝集速度快，熟化时间短。 固化速度快，熟化时间短。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2.1 无溶剂替代有溶剂聚氨酯胶粘剂是大势所趋

聚氨酯是一种发展迅速的高分子材料，由于原料品种的多样化以及分子结构的软硬段可调节，可以制成泡沫、粘合剂，但其在生产过程中排放的溶剂不仅会污染空气，直接危害操作工人的健康，而且最终仍会有小部分溶剂无法排除，残留在食品包装中危害消费者的健康，这比食品本身的安全隐患更可怕。

国内外对环境污染问题都很重视，复合薄膜采用无溶剂型聚氨酯胶粘剂可彻底解决溶剂引起的公害问题。无溶剂复合工艺最早是在 1974 年由德国 Herberts 公司研发成功，被广泛运用于欧洲软包装材料复合中，占据 80%左右的市场份额。

相比于有溶剂胶结剂，无溶剂型胶粘剂有如下突出特点：1、不会由于溶剂挥发而对环境造成污染，操作安全，无需防爆措施；2、胶液涂布量少，仅为溶剂型的一半；3、复合工艺简单，复合速度快，节省能源的消耗；4、由于不需要加热干燥溶剂这一工序，从而使得设备简单、紧凑、经济；5、没有溶剂残留和迁移等污染问题；6、操作温度比溶剂型低，不会造成薄膜在高温下的变形；7、黏度大，在使用时需预热，一般涂布时的黏度为 1000-3000mPa.s；8、双组分无溶剂型胶粘剂的适用期短，仅为 1h。

图表 12：无溶剂复膜胶性能优于有溶剂复膜胶

性能对比	有溶剂复膜胶	无溶剂复膜胶
安全、环保性	烘干复合过程中大量挥发溶剂散布到环境中，造成对环境的污染。残留的未挥发的有机溶剂夹留在复合膜中，降低粘结强度，也有可能污染食品	不会造成环境污染，没有刺激性气味，也没有火灾爆炸隐患
设备成本	需要庞大复杂的加热鼓风、废弃排风装置	设备简单、占地面积小、省原料，维修费用低廉，节约投资
单位面积用胶	单位面积耗胶数量较多，成本高	单位面积上胶量仅为干法复合胶涂量的 2/5，虽然价格比干法复合用胶粘剂高 70%，但是胶料耗用成本较低
产品质量	复合基材料易受溶剂和高温干燥而损坏	使复合膜结构尺寸稳定性好，具有对薄膜良好的粘结性能，耐水煮、耐酸、耐油、耐盐

资料来源：中国知网，太平洋证券整理

无溶剂型聚氨酯胶粘剂有双组分型和单组分型两种。双组分型的主剂和固化剂在室温下的黏度较高，但仍具有流动性，是半固态物质。当要进行复合时，主剂和固化剂按比例混合，放到具有加热保温功能的胶盘里，升温到 50-60℃，使黏度降低到 1Pa.s 或更低一些，然后通过具有加热保温功能的凹版辊涂到基材上去。涂胶后不必经烘道加热干燥，因为它本身没有任何溶剂，直接就可与另一基材进行复合。使用无溶剂型胶粘剂不存在废气排放问题，不需要庞大复杂的加热鼓风和废气处理装置，设备简单，原料节省，能耗减少，维护费用低廉，生产速度提高，所以效益非常显著。目前大部分普通复合薄膜包装材料都可以用无溶剂型胶粘剂进行生产，甚至耐 121℃ 高温蒸煮的高档复合薄膜包装材料也可用此法制造。随着我国对食品包装溶剂残留的严格规定和发展环保包装的大势所趋，无溶剂复合工艺以其环保、节能、高效、安全卫生等优势将得到快速发展，无溶剂复合模替代绝大多数有溶剂复合模的未来市场发展空间巨大。

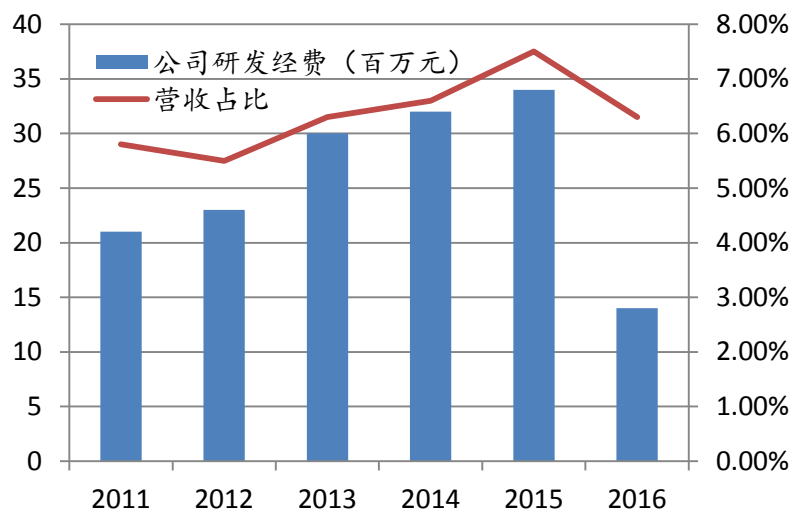
2.2 公司重点开发与研究无溶剂聚氨酯胶粘剂

随着国民对食品及药品安全的重视及更深层次的理解，已经不仅仅局限于食品、药品本身的安全，还涉及到了食品、药品包装等接触材料的安全。《GB9685-2008 食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》中明确限定了与食品类接触材料所允许使用的材料清单及其应用过程的迁移限量。《GB/T10004-2008 包装用塑料复合膜、袋干法复合、挤出复合标准》中也明确限定了包装材料总的溶剂残留及禁止类溶剂种类及限量要求，都对胶粘剂提出了新的要求并为未来发展指明了方向。

无溶剂型胶粘剂得益于在环保、安全、卫生等方面的优势，是胶粘剂行业的高端产品，目前欧美地区大部分中低档的大宗复合包装材料都用无溶剂胶粘剂，同时，还可用于软包装材料复合、汽车、纺织服装、交通运输、电子电器、家具等行业。在我国消费转型升级的背景下，食品、化妆品行业的发展推动了软包装材料产量的大幅增长，软包装行业发展是拉动我国对复膜胶的需求的重要动力，目前国内复合包装市场的胶粘剂总销售额在 60-70 亿元以上，其中无溶剂聚氨酯复合胶仅占约 10%。

在 2010 年之前，国内无溶剂聚氨酯胶粘剂主要是依靠进口，而且绝大部分是来自欧美市场，如德国汉高、美国罗门哈斯公司等。我国目前无溶剂涂布机设备还未能普及，故应用较少，随着经济的发展和设备的推广，随着对包装材料的卫生安全与对环境保护的日益重视，国内许多企业也加入到研发生产行列。目前国内有正式稳定的生产产品并在市场上进行销售及批量使用的厂家主要有高盟新材、康达新材、上海烈银、湖州欧美化学有限公司等，其他几家还处于研发阶段。

图表 13：公司历年研究经费及所占营收比（万吨）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

公司鉴于无溶剂产品的重要战略地位，投入大量研发资源进行研发，并取得突破性进展，形成从普通到蒸煮一系列性能优异的无溶剂产品。公司历年保持较高的研发费用，其营收占比常年保持在 5% 以上，2015 年度更是达到 7%。目前公司主营业务是软包装用复合聚氨酯胶粘剂，多年来一直致力于环境友好、符合各种接触类材料食品安全法律法规的胶粘剂的开发与研究。新的要求预示着新的机遇，公司将依托强劲的技术优势和规模优势，将迎来更大的市场。

公司通过多年研究积累，逐步掌握熟悉无溶剂复合工艺，进而能够完全掌握无溶剂复合要点，从而成功研制了多种无溶剂聚氨酯胶粘剂系列产品，目前已拥有多家稳定的客户。公司生产的软

包装胶粘剂得到了下游市场的认可，在 2015 年与全球包装业务巨头安姆科签订《直接材料采购主协议》约定在 2018 年 6 月 30 日前向公司采购订单达 3 亿元(不含税)，截止到 2016 年 6 月底双方已经履行合同金 1438 万元，随着双方合作程度不断深入，未来该部分的业绩有望更快得到释放。

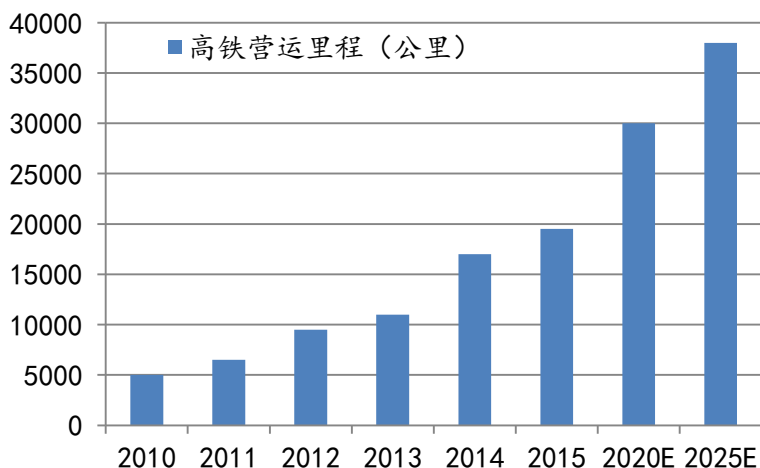
(三) 公司进军高铁交通运输领域，继续拓展胶粘剂业务

3.1 高铁建设持续发展

高铁建设在历经波折后，于 2013 年迎来了建设的恢复期，据国家铁路局资料显示，2014 年，国家铁路安排固定资产投资 6300 亿元，投资新线 6600 公里以上，相比 2013 年增加了 1014 公里，并要求确保年内开工建设 44 个新项目；按照国务院决策部署，为保障铁路建设和经济发展需要等条件，调增投资总额至 8000 亿元以上，由 44 个新项目增至 64 个。

根据 2016 年 3 月李克强总理所作的《政府工作报告》，截至 2015 年底，铁路营业里程达到 12.1 万公里，其中高速铁路超过 1.9 万公里，占世界 60%以上。2016 年重点工作中，将完成铁路投资 8000 亿元以上。根据《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间高速铁路营业里程达到 3 万公里，覆盖 80%以上的大城市。从 2013 年以来，“中国高铁”成为国家领导人出访的新外交名片，而随着国家主席习近平提出“一带一路”倡议，以及亚投行成立，基础设施的互联互通越来越受到重视。中国高铁也以前所未有的速度和广度出海，不断刷新着我们的认知。2016 年是中国高铁“走出去”的爆发元年，中国高铁出海已经渐趋成熟，中国高铁的版图已经扩展到了亚、欧、非、美等五大洲数十个国家，能够与日本等老牌铁路强国进行竞争，高铁正迎来新一轮的战略机遇期。

图表 14：全国高铁营运里程（公里）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

2016年6月29日李克强总理主持召开国务院常务会议，原则通过《中长期铁路网规划》，据此规划，我国将打造八纵八横铁路网，以发达的交通大动脉支持经济社会建设。同时，“十三五”期间全国新建铁路将不低于2.3万公里，总投资不低于2.8万亿元。

图表 15：我国中长期铁路线路规划

具体线路	
八横	北京-包头，青岛-银川，连云港-乌鲁木齐，上海-成都，上海-昆明，厦门-重庆，广州-昆明，牡丹江-齐齐哈尔
八纵	大连-广州，北京-福州，北京-九龙，北京-广州，呼和浩特-海口，包头-海口，兰州-昆明，银川-福州

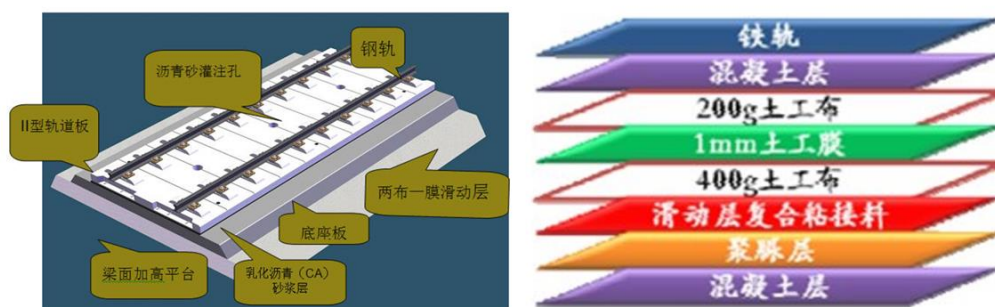
资料来源：《中长期铁路网规划》，太平洋证券整理

3.2 聚氨酯胶粘剂广泛应用于无砟轨道

无砟轨道又称作无碴轨道，是指采用混凝土、沥青混合料等整体基础取代散粒碎石道床的轨道结构统称为无砟轨道，感觉上是水泥打底。其轨枕本身是混凝土浇灌而成，而路基也不用碎石，钢轨、轨枕直接铺在混凝土路基上。无砟轨道是当今世界先进的轨道技术，可以减少维护、降低粉尘、美化环境、而且列车时速可以达到400公里以上。无砟轨道平顺性好，稳定性好，使用寿命长，耐久性好，维修工作少，避免了飞溅道砟。

中国高铁建设基本都采用无砟轨道，聚氨酯胶粘剂是专门用于铺设高速铁路无砟轨道不可或缺的核心材料，主要用于无砟道路基凸型挡台的灌封粘接、路基伸缩缝的密封、无缝路轨连接处的粘接加强。聚氨酯胶粘剂以其优良的粘接性，突出的耐油性、耐冲击性、耐磨性、耐低温等特性在高铁建设中得到了广泛的使用。

图表 16：聚氨酯胶粘剂应用于无砟轨道



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

用于高速铁路无砟轨道铺设胶粘剂，主要包括日本高铁技术的 CRTSI 型凸型台聚氨酯胶粘剂、德国高铁技术的 CRTSII 型滑动层粘接料及我国自主设计的 CRTSIII 型聚氨酯胶粘剂。我国无渣轨道铺设用胶以国产聚氨酯胶粘剂产品为主，单轨每 5 米嵌入一个凸型挡台，每个挡台两边各需灌注聚氨酯胶粘剂约 17.8kg，每公里需胶粘剂 7 吨左右。按照高速铁路年均投产新线 6000 公里计算，高铁建设领域对聚氨酯胶的年需求量达 4.2 万吨，加上维修耗用其需求量仍将扩大。目前国内授予“高铁铁路凸型台聚氨酯胶粘剂技术”的上市公司有：高盟新材、回天新材以及时代新材，在高铁建设领域市场份额差距不大，占据该领域的顶端。

公司自 2010 年进入高铁胶粘剂领域，不断进行着技术创新，并积极拓展应用领域，主要产品包括：减震吸能弹性体系列用于轨道扣件系统中的弹性垫板组合料，道床板和桥梁伸缩缝中的密封胶等。其中扣件系统垫板专用的聚氨酯组合料已改造产品生产线，并通过 2 家客户的 CRCC 认真并持续供货。此外，公司的聚氨酯胶粘剂在城市轨道交通上也大有应用空间，有望大幅增长。

三、 并购华森塑胶，完善交通运输领域产业布局

(一) 并购的必要性

1.1 并购是胶粘剂企业发展的必经之路

我们认为外延并购是胶粘剂企业做大做强的重要手段，甚至是一条必经之路。以并购为手段，完善产品线，实现在细分领域快速布局。工程胶粘剂下游分散，产品多样，厂商如对单一胶种逐一研发攻克，必然进程缓慢且耗费巨大精力。通过收购在某一细分领域掌握核心技术的企业，是快速丰富完善自身产品线的最佳方式。

汉高并购历史也深刻体现了其通过收购快速进入细分领域的战略思维。以并购为手段，掌握客户资源，快速切入下游采购体系。胶粘剂产品在客户企业的试用时间长，且标准严格，而通过并购已经进入知名下游客户采购体系的胶粘剂企业，则是快速打开销售渠道，丰富客户结构的方法。更为重要的是，收购成熟的胶粘剂品牌，还将形成良好的示范作用，提高公司整体的品牌价值。

以并购为手段，实现地域布局，加强快速响应能力。胶粘剂企业为下游客户提供粘接问题解决方案，具备快速响应至关重要，因此要尽可能在贴近下游客户的区域建立生产基地或服务机构。相比于在目标区域投资设厂，直接收购当地企业是更为快捷的实现方式。在汉高历史上的并购中，大多数的都是以区域扩张为目的。

1.2、国家政策鼓励企业兼并重组，实现产业转型升级

近年来，国家先后出台一系列政策文件和措施鼓励企业兼并重组。2010 年 8 月 28 日，国务院发布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》（国发[2010]27 号），支持企业利用资本市场开

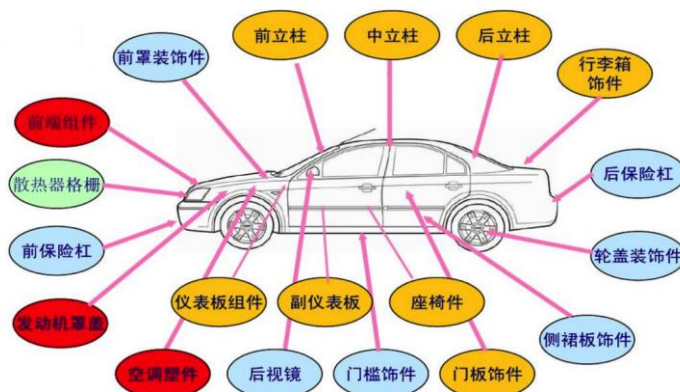
展兼并重组,促进行业整合和产业升级。2013 年 1 月 15 日,工业和信息化部、中国证监会等十二部委联合发布的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》(工信部联产业[2013]16 号)提出通过推进企业兼并重组,提高产业集中度,促进规模化、集约化经营,提高市场竞争力。2014 年 3 月,国务院发布《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14 号),鼓励企业发挥资本市场作用进行兼并重组,进一步丰富上市公司实施并购重组的方式。2014 年 5 月 8 日,国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17 号),提出鼓励市场化并购重组,充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用,强化资本市场的产权定价和交易功能,拓宽并购融资渠道,丰富并购支付方式。2015 年 8 月证监会进一步明确:鼓励各类市场主体通过设立并购基金等投资机构参与上市公司并购重组。

因此,并购重组符合上述政策的指导精神,有利于促进公司产业结构调整,优化资源,同时有利于提升公司知名度和抗风险能力,为未来可持续发展提供动力。

1.3、汽车塑胶零部件前景广阔

汽车零部件工业是汽车工业发展的基础,是汽车工业的重要组成部分,随着世界经济全球化、市场一体化的发展以及汽车产业专业化水平的提高,汽车零部件行业在汽车产业中的地位越来越重要。借着丰田、本田、通用等跨国公司生产经营由传统的纵向一体化、追求大而全的生产模式逐步转向精简机构、以开发整车项目为主的专业化生产模式,其在扩大产能规模的同时,大大降低了零部件的自制率,取而代之与外部零部件企业形成基于市场的配套供给关系。这一行业发展趋势大大推动了汽车零部件行业市场发展并创造出庞大的市场需求。

图表 17: 汽车塑胶零部件在车身的应用广泛



资料来源:公司公告,太平洋证券整理

汽车塑料使用比例日益加大,以代替各种昂贵的有色金属和合金材料,不仅可提高汽车造型的

美观与设计的灵活性，降低零部件加工、装配与维修的费用，而且还可以降低汽车的能耗。

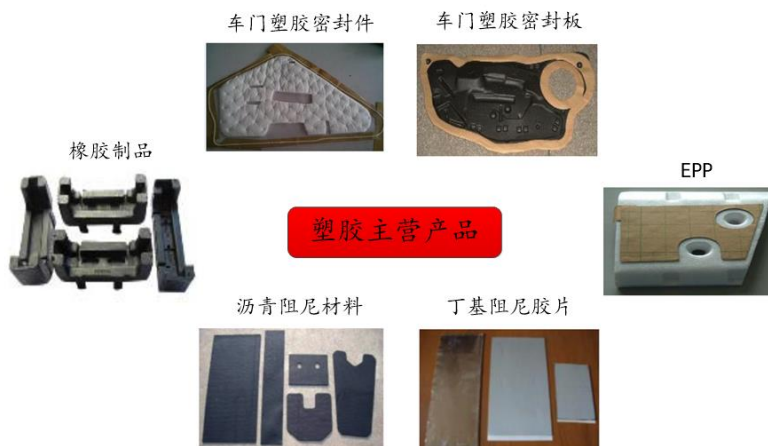
在我国，塑料在汽车制造领域的应用尚有较大发展空间。目前，塑料等非金属材料在国产车上的应用相比进口车比例较低，国内汽车塑料用量与发达国家的平均用量之间的差距为行业发展提供了广阔的发展空间。塑料生产企业可以通过对汽车内饰件、外饰件乃至功能结构件的塑料替代化研发，提高行业技术含量，拓展行业产品线范围，扩大行业市场规模。

(二) 华森塑胶长期主营汽车零配件业务，实力雄厚

华森塑胶主要从事汽车塑胶零配件的研发、生产和销售，是国内汽车车门塑胶密封件、塑胶减震缓冲材的重要企业之一。其中塑胶密封件主要产品为车门塑胶密封件和密封板，2016 年 1-9 月营收占比 40.16%，塑胶减震缓冲材料主要为 EPP(可发性聚丙烯)和橡胶产品，2016 年 1-9 月营收占比为 52.76%，其他的汽车相关产品只占据总营收的 7.07%。华森塑胶为国内 19 家整车厂商一级供应商，为多个整车厂的主力车型配套，如：东风本田 CRV、XRV 车型、广汽本田缤智、广汽丰田汉兰达、凯美瑞等。

华森塑胶从 1996 年成立来一直专注于从事汽车零配件业务，早期主要客户有东风、神龙、长风等汽车企业，2003 年开始为广汽丰田、东风本田、东风日产等客户提供阻尼材料，在汽车用塑胶塑料行业进入的较早，积累了丰富的经验，研发实力也非常雄厚，具有明显的客户优势(在国内有 19 家整车生产商成为客户)。

图表 18：华森塑胶的主要产品



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

在整车厂商配套能力上也有优势，因为汽车整车生厂商对供应商的要求非常严格，要进入名录

需要非常长的时间。每种物料只有少数的生产商能够进入名录提供零配件产品。因此成为合格供应商需要很高的门槛，形成一定的行业壁垒。从盈利能力等各项指标来看，华森塑胶是一个比较营运能力比较强的公司，毛利高，发展潜力好，是难得的优质资产。

(三) 并购合作的相关内容

本次交易由高盟新材以发行股份及支付现金的方式，购买汇森投资、唐小林、胡余友持有的华森塑胶 100% 股权。以 2016 年 9 月 30 日为评估基准日，华森塑胶 100% 股权的评估值为 91,095.90 万元，经交易各方协商，华森塑胶 100% 股权的交易价格为 91,000 万元，上市公司将以发行股份及支付现金的方式向上述交易对方支付交易对价。

本次发行股份购买资产的定价基准日为公司第三届董事会第五次会议审议通过本次交易相关决议公告日。本次发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票的交易均价的 90%，即 14.78 元/股。公司向原股东发行 2462.8 万股股票，股票部分对价为 3.64 亿元，另外支付现金 5.46 亿元。作为此次并购交易的条件之一，华森塑胶原股东向公司承诺 2016 年度至 2018 年度的归母净利润分别为 8000 万元、9000 万元、1 亿元，承诺期满时若实际完成净利润总额不足承诺净利润总额的 90%，将由现金或此次发行的股票补偿公司其余股东。公司实际控制人控制的诚信控股和公司员工持股计划分别在此次募资增发股份中认购 1420.8 万股、793.1 万股，占此次非公开发行股票募资总额的 57.7% 和 32.2%。此次交易完成后，公司实际控制人直接或间接控制公司 29.04% 股份，跟发行之前几乎没有变化，避免了在此次收购过程中股份被稀释。

高盟新材制定了《北京高盟新材料科技股份有限公司第一期员工持股计划（草案）》、《北京高盟新材料科技股份有限公司第一期员工持股计划管理办法》。本员工持股计划的参加对象包括上市公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及其他公司员工，合计 103 人。员工按照依法合规、自愿参与、风险自担的原则参加本次员工持股计划。本员工持股计划每单位份额的认购价格为人民币 1.00 元，设立时的份额合计不超过 11,722 万份，对应资金总额上限人民币 11,722 万元。公司共有 103 名员工实际控制了公司 3.02% 股份，员工持股可以建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，改善公司治理水平，提高职工的凝聚力和公司竞争力。此次非公开发行股票募集现金既表明公司实际控制人以及公司员工对收购标的公司华森塑胶的认可，也表达了对公司未来业绩取得进一步成长的信心。

(四) 强强联合扩展公司业务空间，发挥协同效应

1、完善产业布局，促进战略实现

上市公司所处行业为新材料行业中的胶粘剂子行业，主要从事复合聚氨酯胶粘剂的研发、生产

和销售，在聚氨酯胶粘剂行业积累了丰富的技术和经验。基于国家对交通运输领域政策的支持及布局，公路运输及汽车应用领域市场空间巨大，未来公司将继续布局汽车应用领域产品应用，在现有车辆用密封胶产品基础上，逐步拓展产品结构和产品配套应用范围，逐步扩大公司产品在车辆整体制造上的覆盖面，从而进一步扩大公司市场占有率，带动公司业绩的提升。

2、产品、业务、渠道、客户资源整合，形成协同效应

本次交易后，有利于公司吸收汽车零部件优秀的研发和制造技术。上市公司通过人才资源整合，加大技术研发投入，重点根据汽车整车厂的相关需求，研发、调整产品性能，拓宽公司在汽车领域研发思路及工艺设计，双方技术人员合作开发新品，从而扩展公司产品结构，丰富产品应用范围，将公司产业链更好地向汽车领域延伸。另外，通过华森塑胶多年积累的市场经验，可更全面和快速地了解 and 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。

上市公司经过多年的发展，拥有基本覆盖全国各地营销网络，建立起高效、完善的销售网络，为国内外客户提供产品服务。在分组管理模式之下公司首先按照包装、印刷、交通运输、安全防护等应用领域建立各自专门的营销团队，从地域上则分别在上海、广州、汕头、温州、大连、沈阳、成都、重庆、西安、郑州、黄山等地建立了 16 个办事处及仓储基地，具体负责国内外的营销网络管理、新老客户的开发及维护、产品的配送及技术服务支持等。完善的销售渠道和丰富的客户资源为华森塑胶在汽车以外其他领域拓展业务提供了基础，交易完成后，通过梳理标的公司现有产品及研发方向，上市公司将整合部分标的公司产品，通过上市公司渠道，实现标的公司渠道和业务的拓展。

华森塑胶所拥有的汽车整车厂商优质客户资源，是目前上市公司拓展交通运输领域业务所欠缺的，本次交易为上市公司带来更多客户资源和市场份额的同时，通过标的公司良好的市场信誉和品牌效应，将为公司现有产品在汽车领域的市场开拓起到积极作用，从而更好地拓展公司销售渠道，对于公司进一步实施大客户战略具有重要作用。

3、收购优质资产，提高上市公司经营规模和盈利能力

本次交易完成后，公司将持有标的公司 100% 股权，华森塑胶将成为公司的全资子公司。根据《盈利减值补偿协议》，华森塑胶股东承诺华森塑胶 2016 年、2017 年和 2018 年度经审计的税后净利润分别不低于 8,000.00 万元、9,000.00 万元和 10,000.00 万元。净利润以扣除非经常性损益后的归属于母公司股东净利润为准。

本次交易完成后，公司的总资产、营业收入、归属于母公司股东的权益和净利润将得到大幅提升。同时，公司的综合竞争能力、市场拓展能力、抗风险能力和持续发展能力也将进一步增强，有

利于从根本上保护公司及股东特别是中小股东利益。

四、盈利预测及估值

在不考虑公司并购华森塑胶的情况下，我们预计公司 2016 年和 2017 年归母净利润分别为 0.68 亿元和 0.73 亿元，EPS 分别为 0.32 元和 0.34 元，对应 1 月 18 日收盘价(16.35 元)PE 分别为 51X 和 48X，如果以华森塑胶的承诺业绩为假设，则公司 2016 年和 2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.57 元和 0.62 元，对应 PE 为 26X 和 24X，继续维持“买入”评级，6 个月目标价 24.00 元。

五、风险提示

原材料价格大幅上涨的风险；产品拓展不及预期的风险；公司项目华森塑胶不及预期的风险。

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	249.09	222.70	285.35	250.16	营业收入	517.75	488.47	518.54	569.79
应收和预付款项	265.48	278.70	241.99	330.41	营业成本	371.23	324.88	342.48	378.83
存货	80.87	62.51	91.11	78.82	营业税金及附加	1.67	2.15	2.28	2.51
其他流动资产	0.00	25.77	25.77	25.77	销售费用	42.02	46.27	46.67	51.28
流动资产合计	595.44	589.68	644.22	685.15	管理费用	50.05	52.10	44.08	48.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-6.86	-8.14	-5.72	-6.02
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.42	7.89	9.33	10.26
固定资产	159.88	201.31	177.55	147.01	投资收益	0.00	0.19	0.00	0.00
在建工程	33.73	5.87	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	17.09	16.88	16.42	15.96	营业利润	56.22	63.52	79.42	84.51
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	1.04	1.13	1.20	1.20
其他非流动资产	811.69	817.58	841.59	851.09	利润总额	57.25	64.65	80.62	85.71
资产总计	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	8.35	11.11	12.09	12.86
短期借款	53.79	48.86	62.15	60.24	净利润	48.90	53.53	68.53	72.86
应付和预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归母股东净利润	48.90	53.53	68.53	72.86
其他负债	53.79	48.86	62.15	60.24	预测指标				
负债合计	213.60	213.60	213.60	213.60	毛利率	28.30%	33.49%	33.95%	33.51%
股本	417.99	417.99	417.99	417.99	销售净利率	9.45%	10.96%	13.21%	12.79%
资本公积	126.31	137.13	147.86	159.27	销售收入增长率	3.20%	-5.65%	6.16%	9.88%
留存收益	757.90	768.71	779.45	790.85	EBIT 增长率	-0.34%	19.25%	25.81%	6.39%
归母公司股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-1.70%	9.47%	28.00%	6.32%
少数股东权益	757.90	768.71	779.45	790.85	ROE	6.45%	6.96%	8.79%	9.21%
股东权益合计	811.69	817.58	841.59	851.09	ROA	6.15%	7.28%	8.90%	9.36%
负债和股东权益	811.69	817.58	841.59	851.09	ROIC	9.16%	9.38%	11.37%	13.36%
现金流量表(百万)					EPS (X)	0.229	0.251	0.321	0.341
经营性现金流	71.41	74.98	113.71	19.21	PE (X)	71.41	65.24	50.96	47.93
投资性现金流	-62.13	-58.61	1.02	1.02	PB (X)	4.61	4.54	4.48	4.42
融资性现金流	-42.72	-42.72	-52.08	-55.42	PS (X)	7.04	7.46	7.03	6.40
现金增加额	-33.44	-26.35	62.65	-35.19	EV/EBITDA (X)	52.79	43.77	35.03	33.72

资料来源: WIND, 太平洋证券 (未考虑合并华森塑胶))

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。