

建材行业

报告原因:新股跟踪

2015年3月10日

分析师: 赵红

执业证书编号: S0760511010022

电话: 010-82190392

邮箱: zhaohong@sxzq.com

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

恒通科技 (300374)

木塑集成房屋领先者

新股研究

公司概况:

- 公司主营业务以木塑复合墙板作为墙体材料、以轻型钢结构等建筑结构材料作为结构体系，并配套室内外装饰材料等建筑功能材料，为客户提供木塑集成房屋部品部件产品，同时提供组装及配套建造服务。公司收入来源于木塑复合墙板集成房屋和部品部件，收入占比 74%、26%，业务主要集中在北京地区和新疆地区。
- 业绩表现: 2011-2014 年营业收入 3.02、2.99、3.56、4.15 亿，同比增长-0.82%、18.76%、16.8%，归属于母公司股东净利润 0.51、0.6、0.61、0.62 亿，同比增长 18.54%、1.71%、1.57%，毛利率 37.1%、40.89%、34.74%、34.9%，净利率 17.24%、20.24%、17.37%、14.9%，ROE18.93%、18.36%、15.8%、13.61%。

发行情况及募投项目

- 公司此次发行不超过 2,434 万股，老股东不进行公开发售老股，预计募集资金 2.73 亿，其中，投资 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目 1.71 亿，另补充流动资金和偿还银行贷款 1.018 亿。
- 控股股东及实际控制人孙志强先生在本次发行前持有公司 52.80% 的股份，发行后直接持有公司 40% 股份。
- 考虑到本次发行费用合计 4805.37 万，预计发行价格 13.18 元。

行业情况

- 目前上市公司中没有跟公司相同、类似业务的公司。无机集料阻燃木塑复合墙板是一种新型节能环保的墙体材料，主要应用于建筑物的内隔墙及低层建筑的外围护墙。该墙板具有自重轻、强度高、防火、防水、耐腐蚀等性能优点，满足了建筑领域的应用需求。该墙板规格经过模数化设计，安装简便，能够减少现场工耗和物耗，降低施工和材料成本。
- 近几年我国木塑行业刚兴起，恒通赛木便是目前国内木塑复合材料研发生产的主要厂家。木塑复合材料作为新型建筑材料，属于国家鼓励和扶持行业，随着产品认知度提升，看好未来木塑复合材料在国内发展空间。

估值区间

- 公司募投项目集中在主营业务，近几年新疆市场拓展顺利，募投项目投产后，公司未来在新疆以外的内蒙古及中亚地区延伸，可复制性很强，预计 2015-2017 年营业收入 4.77、5.72、7.16 亿，归属于母公司股东净利润 0.89、1.03、1.24 亿，按照预计发行新股后股本计算，每股收益 0.91、1.06、1.27 元，我们按照 2015 年可比公司市净率、市销率、市盈率分别估算，预计公司合理估值 14-20.25 元。

风险提示

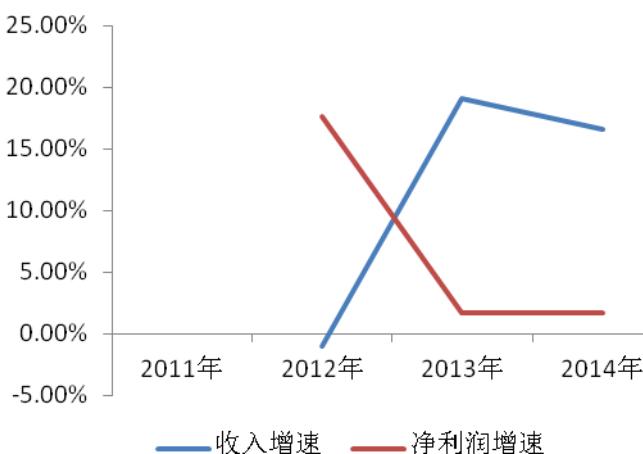
- 市场开拓慢于预期。

公司主要业务：木塑复合墙板房屋和部品部件

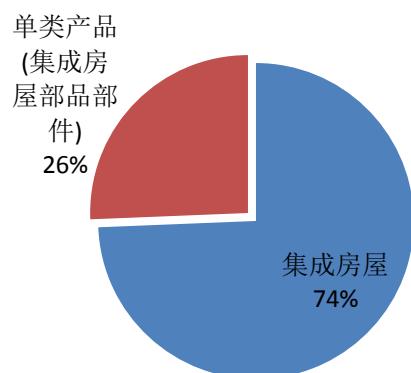
公司总部位于北京市房山区，主营业务以木塑复合墙板作为墙体材料、以轻型钢结构等建筑结构材料作为结构体系，并配套室内外装饰材料等建筑功能材料，为客户提供木塑集成房屋部品部件产品，同时提供组装及配套建造服务。公司收入来源于木塑复合墙板集成房屋和部品部件，收入占比 74%、26%，2011-2014 年营业收入 3.02、2.99、3.56、4.15 亿，同比增长-0.82%、18.76%、16.8%，归属于母公司股东净利润 0.51、0.6、0.61、0.62 亿，同比增长 18.54%、1.71%、1.57%，毛利率 37.1%、40.89%、34.74%、34.9%，净利率 17.24%、20.24%、17.37%、14.9%，ROE 18.93%、18.36%、15.8%、13.61%。

公司业务主要集中在北京地区和新疆地区，在收入及利润贡献方面，2011 年-2013 年及 2014 年 1-9 月，公司来自于北京地区的主营业务收入占比分别为 53.89%、60.55%、62.29% 和 80.69%，毛利金额占比分别为 59.36%、61.35%、79.17% 和 85.29%。

图：公司收入、净利润增速



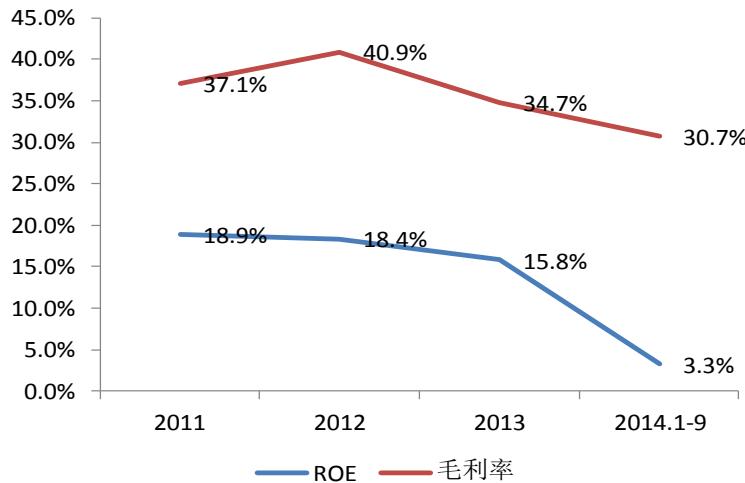
图：公司收入结构



资料来源：招股说明书，山西证券

资料来源：招股说明书，山西证券

图：公司毛利率和 ROE 变化



资料来源：招股说明书，山西证券

发行情况及募投项目

公司此次发行不超过 2,434 万股，老股东不进行公开发售老股，预计募集资金 2.73 亿，其中，投资 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目 1.71 亿，另补充流动资金和偿还银行贷款 1.018 亿。控股股东及实际控制人孙志强先生在本次发行前持有公司 52.80% 的股份，发行后直接持有公司 40% 股份。考虑到本次发行费用合计 4805.37 万，预计发行价格 13.18 元。

表：募投项目一览表（单位：万元）

序号	项目名称	建设期	投资总额	拟用募集资金投资额
1	30万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目	18个月	17,199.81	17,162.16
2	补充流动资金和偿还银行贷款	-	10,188.07	10,188.07
合计			27,387.88	27,350.23

资料来源：招股说明书，山西证券

表：发行后公司股东情况

序号	股东名称	持股数量	占总股本比例(%)
1	孙志强	3854.4	40%
2	北京晨光景泰投资管理有限公司	1541.76	16%
3	北京市中科房山创业投资基金有限责任公司	1027.84	11%
4	金石投资有限公司	365	4%

5	张劲松	292	3%
6	江靖	219	2%
发行股份		2434	25%
合计		9734	100%

资料来源：招股说明书，山西证券

行业情况：新型建筑材料+节能环保+国内起步晚

目前上市公司中没有跟公司相同、类似业务的公司。无机集料阻燃木塑复合墙板是一种新型节能环保的墙体材料，主要应用于建筑物的内隔墙及低层建筑的外围护墙。该墙板具有自重轻、强度高、防火、防水、耐腐蚀等性能优点，满足了建筑领域的应用需求。该墙板规格经过模数化设计，安装简便，能够减少现场工耗和物耗，降低施工和材料成本。此外，该墙板还可循环再利用，相比传统的建筑材料，具有降低生产能耗、减少资源消耗、减少建筑垃圾等节能环保优点。

木塑复合材料属于热塑性复合材料，也被称为塑木、生态木、环保木、科技木、再生木、合成木或保利木，其英文名称为：Wood & Biofiber Plastic Composites，业内通称为 WPC。该材料是以木制品废弃物和合成树脂（也可使用废弃塑料或其他固体废弃物）为主要原料，利用高分子界面原理，经特殊工艺处理后加工成型的一种多用途新型材料。

不含任何有毒有害物质，环境友好，在房屋达到使用寿命后，还可以回收所有材料，进行再次利用，能够节约木材，减少森林砍伐。

木塑复合材料也可以叫做木塑材料，在北美地区首先投入使用，国外的先进的技术和水平也让木塑复合材料在几十年前都已经开始研发使用。近几年我国木塑行业刚兴起，恒通赛木便是目前国内木塑复合材料研发生产的主要厂家。木塑复合材料作为新型建筑材料，属于国家鼓励和扶持行业，随着产品认知度提升，看好未来木塑复合材料在国内发展空间。

图：木塑复合墙板



图：木塑复合墙板应用于房屋



资料来源：招股说明书，山西证券

资料来源：招股说明书，山西证券

图：北京大兴区绿海奥肯尼克农场接待用房



资料来源：招股说明书，山西证券

图：新疆乌苏巴音沟牧场牧民定居房



资料来源：招股说明书，山西证券

图：北京房山区长阳镇周转房东区二期



资料来源：招股说明书，山西证券

图：北京市房山区长阳中学



资料来源：招股说明书，山西证券

公司竞争优势：木塑复合材料先行者

先发优势

公司是木塑复合墙体材料和木塑集成房屋应用标准的主要制定者之一。公司与中国建筑标准设计研究院合作，共同编制了《建筑用无机集料阻燃木塑复合墙板应用技术规程（CECS 286: 2011）》和《无机集料阻燃木塑复合条板建筑构造国家建筑标准设计参考图集（11CJ28）》，确立了公司在木塑复合墙体材料和木塑集成化成套建筑领域的行业引领地位和先发优势地位。公司开发的木塑集成房屋技术成功应用于目前国内最大的木塑集成房屋住宅区建设项目，在

2010年住房和城乡建设部、科技部联合开展的“村镇宜居型住宅技术和既有建筑节能改造技术评审”活动中，被列入《村镇宜居型住宅技术推广目录》；2012年，该技术被列入《北京市绿色建筑适用技术推广目录（2012）》。

木塑复合材料作为新型建筑材料，属于国家鼓励和扶持行业，随着产品被更多消费者接受，先发优势地位将为公司带来更大订单规模和更多市场销售份额。公司于2010年下半年开始进入新疆市场，由于木塑集成房屋成套部件具备绿色环保、节能舒适、安装便捷、性价比高等特点，且符合新疆地区居民的建筑和居住习惯，公司迅速打开了新疆建筑建材市场，2013年，公司新疆地区收入达7,214.78万元，占主营业务收入的比例已经提高至20.30%。公司未来在西部地区以新疆为支点，向内蒙古及中亚等海外地区扩张，区域相似可复制性强，市场开拓空间非常大。

技术优势

公司经过多年研发和生产实践，已经拥有该领域的专有技术，研发出了一套木塑复合墙板的生产和应用技术体系，其中包括配方技术、改性技术、工艺流程技术、模具设计技术、应用技术等，公司目前是国内无机集料阻燃木塑复合墙板的主要生产商。公司拥有自主研发的材料配方，材料配方满足了高性能低成本的市场要求，使公司产品具备了与传统材料竞争的能力。公司在应用技术领域取得了一系列成果，并获得了58项外观专利。公司的技术优势赋予更好的创新能力，拉大与竞争对手之间差距。

盈利预测

公司募投项目集中在主营业务，近几年新疆市场拓展顺利，募投项目投产后，公司未来在新疆以外的内蒙古及中亚地区延伸，可复制性很强，预计2015-2017年营业收入4.77、5.72、7.16亿，归属于母公司股东净利润0.89、1.03、1.24亿，按照预计发行新股后股本计算，每股收益0.91、1.06、1.27元，我们按照2015年可比公司市净率、市销率、市盈率分别估算，预计公司合理估值14-20.25元。

表：可比公司估值指标

证券代码	证券简称	收盘价	市盈率(TTM)	市净率	市销率(TTM)
300344.SZ	太空板业	8.27	-118.91	2.87	13.65
300117.SZ	嘉寓股份	7.38	53.70	1.87	1.46
002271.SZ	东方雨虹	38.41	28.31	4.70	3.49
000786.SZ	北新建材	24.38	17.36	2.68	2.22
中位数		16.33	22.84	2.77	2.86

资料来源：招股说明书，山西证券

代码	名称	上市日期	上市天数 (交易日)	发行价 格	涨跌幅				
					上市板	上市首 日	上市后5日	上市后10日	上市后20日

300364.SZ	中文在线	2015-1-21	25	6.81	创业板	44.05	132.16	273.72	628.49
300392.SZ	腾信股份	2014-9-10	117	26.10	创业板	43.98	131.88	273.45	351.80
300393.SZ	中来股份	2014-9-12	115	16.42	创业板	43.97	131.85	133.43	162.36
300395.SZ	菲利华	2014-9-10	117	19.13	创业板	44.01	131.94	155.10	177.21
300396.SZ	迪瑞医疗	2014-9-10	117	29.54	创业板	44.01	131.92	173.97	196.89
300397.SZ	天和防务	2014-9-10	117	24.05	创业板	43.99	131.89	273.51	326.82
300398.SZ	飞凯材料	2014-10-9	101	18.15	创业板	44.02	131.96	166.94	220.00
300399.SZ	京天利	2014-10-9	101	11.19	创业板	43.97	131.81	273.28	395.62
300400.SZ	劲拓股份	2014-10-10	100	7.60	创业板	43.95	131.71	273.16	422.37
300401.SZ	花园生物	2014-10-9	101	7.01	创业板	43.94	131.81	273.47	627.53
300402.SZ	宝色股份	2014-10-10	100	4.47	创业板	44.07	131.99	273.83	457.27
300403.SZ	地尔汉宇	2014-10-30	86	19.30	创业板	43.99	131.92	273.52	202.85
300405.SZ	科隆精化	2014-10-30	86	16.45	创业板	44.01	131.98	273.68	260.79
300406.SZ	九强生物	2014-10-30	86	14.32	创业板	43.99	131.98	273.53	608.17
300407.SZ	凯发电气	2014-12-3	62	22.34	创业板	44.00	131.92	184.15	173.77
300408.SZ	三环集团	2014-12-3	62	29.39	创业板	43.99	120.76	84.79	62.98
300409.SZ	道氏技术	2014-12-3	62	17.30	创业板	43.99	131.91	225.84	175.66
300410.SZ	正业科技	2014-12-31	42	10.79	创业板	44.02	131.97	217.61	196.39
300411.SZ	金盾股份	2014-12-31	42	12.80	创业板	43.98	131.88	134.22	156.09
300412.SZ	迦南科技	2014-12-31	42	13.60	创业板	43.97	131.91	211.32	199.19
300413.SZ	快乐购	2015-1-21	29	9.06	创业板	44.04	132.12	273.73	270.53
300415.SZ	伊之密	2015-1-23	27	13.32	创业板	43.99	131.91	153.53	128.75
300416.SZ	苏试试验	2015-1-22	28	11.48	创业板	43.99	131.88	273.43	254.36
300417.SZ	南华仪器	2015-1-23	27	16.08	创业板	44.03	131.97	205.78	202.30
300418.SZ	昆仑万维	2015-1-21	29	20.30	创业板	43.99	131.92	273.55	214.68
300419.SZ	浩丰科技	2015-1-22	28	28.81	创业板	44.01	131.90	273.45	288.06
平均涨幅					44.00	131.49	226.00	283.11	

资料来源：wind，山西证券

表：利润预测表（单位：万元）

	2014年	2015年	2016年	2017年
营业总收入	4.15	4.773	5.727	7.159
营业总成本	3.41	3.61	4.37	5.53
营业成本	2.70	3.10	3.72	4.65
营业税金及附加		0.10	0.11	0.14
销售费用		0.04	0.06	0.07
管理费用		0.36	0.42	0.52
财务费用		0.014	0.057	0.143
资产减值损失				
其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益				

营业利润	0.74	1.165	1.357	1.632
加: 营业外收入		0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出		0.00	0.00	0.00
其中: 非流动资产处置净损失				
利润总额	0.81	1.165	1.357	1.632
减: 所得税		0.28	0.33	0.39
净利润	0.62	0.89	1.03	1.24
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	0.62	0.89	1.03	1.24
增速	1.6%	42.8%	16.5%	20.3%
股本(万股)	9,734.00	9,734.00	9,734.00	9,734.00
EPS	0.64	0.91	1.06	1.27

资料来源: 招股说明书, 山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。