

日期：2015年3月12日  
行业：非金属矿物制品业



朱立民  
021-53519888-1907  
zhulimin@shzq.com  
执业证书编号：S0870510120002

IPO 发行价 RMB 13.21 元  
上市合理定价 RMB 25.60~30.72 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量 (万股)	2434
发行后总股本 (万股)	9734
发行数量占发行后总股本	25.01%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	中信证券

#### 主要股东 (IPO 前)

孙志强	52.80%
晨光景泰	21.12%
中科投资	14.08%

#### 收入结构 (2014 年 1~9 月)

集成房屋	89.77%
单类产品 (集成房屋部品部件)	10.23%
建筑功能材料	5.82%

报告编号：ZLM15-NSP05

首次报告日期：2015年3月12日

## 木塑复合墙板及集成房屋成套供应商

### ■ 投资要点：

公司所处行业属于合成材料行业与建筑材料行业交叉领域发展所产生的新兴行业

公司主要从事以无机集料阻燃木塑复合墙板为核心产品的、可循环再利用新型建筑材料的研发、生产、销售及组装。

### 募投项目为 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目

新疆 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目的资金由公司通过本次募集资金解决，该项目的实施主体为公司的子公司恒通赛木（新疆）（公司持股 83.33%）。

目前进展情况：该项目已完成了项目前期的工程地勘工作。截至 2014 年 9 月 30 日，公司已投入 336.60 万元，预计项目建设期 18 个月。

### 盈利预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归于母公司的净利润将实现变化 22% 和 10%，相应的稀释后每股收益为 0.78 元和 0.86 元。

### 定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予恒通科技合理的定价为 25.60 元-30.72 元，对应 2014 年每股收益的 40~48 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	29,939	35,556	41,529	47,022	54,076
年增长率 (%)	-1%	19%	17%	13%	15%
归属于母公司的净利润	6,033	6,136	6,232	7,610	8,340
年增长率 (%)	0%	2%	2%	22%	10%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.62	0.63	0.64	0.78	0.86

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及简况

公司主要从事以无机集料阻燃木塑复合墙板为核心产品的、可循环再利用新型建筑材料的研发、生产、销售及组装。

公司所处行业属于合成材料行业与建筑材料行业交叉领域发展所产生的新兴行业，其产品本身属于合成材料制造业中的高分子复合材料制造子行业，其应用领域则属于建筑材料制造业中的新型建筑材料制造子行业。根据《国民经济行业分类和代码表》(GB/T4754—2002)，公司归属于“265 合成材料制造”及“3139 其他建筑材料制造”，证监会“非金属矿物制品业”。

### ● 行业前景

2012 年，国务院发布《“十二五”节能环保产业发展规划》，其中新型节能建材领域将重点发展适用于不同气候条件的新型高效节能墙体材料以及保温隔热防火材料。

2013 年，住房和城乡建设部、工业和信息化部发布《关于开展绿色农房建设的通知》，提出各地要结合当地绿色农房建设实际需要，引导当地有序发展绿色建材，加快调整区域建材产业结构，为绿色农房建设提供有力支撑，结合绿色农房建设带动绿色建材深入乡村，引导农村建材市场向绿色消费升级。

2013 年，国家发展和改革委员会发布《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》，将新型墙体和屋面材料、绝热隔音材料、建筑防水和密封等材料的开发与生产，以及应急安置房屋开发与生产列为当前国家鼓励发展的行业类别。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

公司核心产品木塑复合墙板属于新型墙体材料，主要应用于房屋建造领域，且公司可为购买木塑复合墙板等集成房屋成套部品部件的客户提供组装及配套服务。因此，公司竞争对手主要是生产新型墙体材料并能提供集成房屋产品组装和配套服务的企业。

公司主要竞争对手有：北新集团建材股份有限公司、北京华丽联合高科技有限公司、北京太空板业股份有限公司、安徽森泰塑木新材料有限公司、安徽国风木塑科技有限公司等。

公司研发创新主要是材料配方和产品应用创新，其中：1) 材料配方创新主要是对配方进行不断改进，以达到提升产品性能，降低生产成本的目的，材料配方涉及商业机密，因而公司未申请专利；2) 产品应用创新主要涉及两个方面，一个方面是产品的规格设计，主要创新点在于使产品规格符合实际应用需求并且能够与其他部品部件配套，由于规格设计属于外形

创新，竞争者易于模仿，为了保护研发成果，公司申请了相关的外观专利，并已获得 58 项外观专利权；另一方面是产品的具体生产流程，除材料配方外还涉及机器设备和模具改进等重要技术，均属于非专利技术。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身恒通发展成立于 2006 年 8 月 31 日。2010 年 9 月 29 日，恒通发展整体变更为股份有限公司。

公司控股股东及实际控制人为孙志强先生。截至招股意向书签署日，孙志强持有公司本次发行前 52.80% 的公司股份（3,854.40 万股）

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	孙志强	3854.4	52.80%	3854.4	39.60%
2	晨光景泰	1541.8	21.12%	1541.8	15.84%
3	中科投资	1027.8	14.08%	1027.8	10.56%
4	金石投资	365.0	5.00%	365.0	3.75%
5	张劲松	292.0	4.00%	292.0	3.00%
6	江靖	219.0	3.00%	219.0	2.25%
7	社会公众股	-	-	2434.0	25.01%
合计		7300.0	100.00%	9734.0	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014 年 1~9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
单类产品(集成房屋部品部件)	2,098	10.23%	2,937	8.26%	10,292	34.42%	4,047	13.42%
建筑结构材料	178	0.87%	695	1.96%	1,215	4.06%	166	0.55%
建筑功能材料	1,192	5.82%	722	2.03%	2,388	7.99%	704	2.33%
建筑施工材料	-	-	63	0.18%	32	0.11%	811	2.69%
集成房屋	18,403	89.77%	32,604	91.74%	19,608	65.58%	26,108	86.58%
合计	20,501	100.00%	35,541	100.00%	29,900	100.00%	30,155	100.00%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

2015 年 3 月 12 日

项目	2014		2013 年		2012 年		2011 年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	41,529	16.8%	35,556	18.8%	29,939	-0.8%	30,185
营业利润	7,387	-1.9%	7,531	9.0%	6,906	2.5%	6,735
利润总额	8,113	-0.6%	8,163	8.4%	7,527	11.5%	6,750
归属于母公司股东的净利润	6,232	1.6%	6,136	1.7%	6,033	18.5%	5,090

资料来源：公司招股意向书等；

**表 4：公司主要产品的产量、销量及产销率**

年份	项目	墙体材料	建筑结构材料	建筑功能材料	建筑施工材料
2014 年 1-9 月	产量	7,568.71	3,016.14	1,628.32	-
	销量	6,349.70	1,805.76	1,847.28	9.91
	半年实际产能	10,562.40	4,107.60	1,429.65	615.6
	产销率	83.89%	59.87%	113.45%	-
	产能利用率	71.66%	73.43%	113.90%	-
2013 年	产量	7,643.18	2,886.69	1,281.19	639.72
	销量	6,207.56	2,596.34	1,287.94	142.11
	全年实际产能	16,470.00	6,496.00	2,263.50	957.6
	产销率	81.22%	89.94%	100.53%	22.21%
	产能利用率	46.41%	44.44%	56.60%	66.80%
2012 年	产量	12,678.43	5,942.32	1,128.94	240.77
	销量	13,868.33	5,619.36	1,002.97	204.01
	全年实际产能	16,470.00	6,496.00	2,263.50	957.6
	产销率	109.39%	94.57%	88.84%	84.73%
	产能利用率	76.98%	91.48%	49.88%	25.14%
2011 年	产量	13,305.81	3,552.11	2,529.28	1,147.38
	销量	11,575.93	3,176.84	2,338.40	2,122.24
	全年实际产能	16,974.00	6,860.00	3,407.76	3,088.80
	产销率	87.00%	89.44%	92.45%	184.96%
	产能利用率	78.39%	51.78%	74.22%	37.15%

资料来源：公司招股意向书等；

**表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）**

设备	2014 年	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入（万元）				
单类产品（集成房屋部品部件）	2,098	2,937	10,292	4,047
建筑结构材料	178	695	1,215	166
建筑功能材料	1,192	722	2,388	704
建筑施工材料	-	63	32	811
集成房屋	18,403	32,604	19,608	26,108
合计	20,501	35,541	29,900	30,155
营业成本				

单类产品（集成房屋部品部件）	1,842	2,038	5,818	2,802
建筑结构材料	160	486	931	138
建筑功能材料	1,080	652	2,038	602
建筑施工材料	-	34	25	662
集成房屋	12,357	21,152	11,845	16,155
合计	14,198	23,190	17,663	18,957
毛利				
单类产品（集成房屋部品部件）	256	899	4474	1245
建筑结构材料	18	209	285	28
建筑功能材料	112	70	349	102
建筑施工材料	-	29	6	148
集成房屋销售	6046	11452	7763	9953
合计	6302	12350	12237	11198
毛利率(%)				
单类产品（集成房屋部品部件）	12.20%	30.60%	43.47%	30.77%
建筑结构材料	10.27%	30.13%	23.42%	17.04%
建筑功能材料	9.42%	9.68%	14.63%	14.48%
建筑施工材料	-	46.67%	20.12%	18.31%
集成房屋销售	32.86%	35.12%	39.59%	38.12%
综合毛利率	30.73%	34.75%	40.93%	37.14%

资料来源：公司招股意向书等；

## ● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

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	17,200	17,162
2	补充流动资金和偿还银行贷款	-	10,188	10,188
	合计		27,388	27,350

资料来源：公司招股意向书

### 1) 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目

新疆 30 万平方米赛木集成房屋部品部件生产线建设项目的资金由公司通过本次募集资金解决，该项目的实施主体为公司的子公司恒通赛木（新疆）（公司持股 83.33%）。

目前进展情况：该项目已完成了项目前期的工程地勘工作。截至 2014 年 9 月 30 日，公司已投入 336.60 万元，预计项目建设期 18 个月。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

公司估计 2015 年-2016 年营业收入复合增长率约为 15% 左右，2016 年公司营业收入将达到 54075.64 万元。

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归于母公司的净利润将实现变化 22% 和 10%，相应的稀释后每股收益为 0.78 元和 0.86 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	29,939	35,556	41,529	47,022	54,076
营业总成本	23,065	28,025	34,142	37,493	43,307
营业成本	17,696	23,203	26,989	30,564	35,149
营业税金及附加	505	757	897	1,016	1,168
销售费用	341	190	656	743	854
管理费用	2,749	2,512	3,904	3,420	4,083
财务费用	899	1,144	1,192	1,350	1,552
资产减值损失	874	218	505	400	500
其他经营收益	32				
投资净收益	32				
营业利润	6,906	7,531	7,387	9,530	10,769
加：营业外收入	682	743	926	750	800
减：营业外支出	61	111	200	200	200
利润总额	7,527	8,163	8,113	10,080	11,369
减：所得税	1,467	1,988	1,893	2,419	2,729
净利润	6,061	6,175	6,220	7,660	8,640
减：少数股东损益	28	39	-13	50	300
归属于母公司所有者的净利润	6,033	6,136	6,232	7,610	8,340
发行后总股本（万股）	9,734	9,734	9,734	9,734	9,734
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.62</b>	<b>0.63</b>	<b>0.64</b>	<b>0.78</b>	<b>0.86</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 主要原材料价格变动的风险

公司核心产品墙体材料的主要原材料为 PVC、功能助剂、粉煤灰和木粉等，其中 PVC 属于石化产品，其价格主要随国际原油价格而波动，PVC 原材料成本占墙体材料生产成本的比例较高，2011 年-2013 年和 2014 年 1-9 月，PVC 占墙体材料生产成本的比例分别为 52.34%、45.20%、53.11% 和 34.60%。公司通过将墙体材料直接销售给客户，或通过销售给组装公司进行组装，最终以集成房屋的形式实现墙体材料的对外销售，PVC 价格的波动将直接影响公司墙体材料的毛利率水平，进而影响公司的整体毛利率水平。

### 关于销售区域相对集中的特别风险提示

公司业务主要集中在北京地区和新疆地区。

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%，

2011 年-2013 年及 2014 年 1-9 月；公司来自于新疆地区的主营业务收入占比分别为 43.58%、27.38%、20.30% 和 14.00%，毛利金额占比分别为 38.37%、23.45%、16.50% 和 12.17%，

### 经营业绩波动风险

公司产品的销售区域主要集中在北京和新疆等北方地区，由于北方地区冬季气温较低，不利于施工的时间较长，因此一季度销售的木塑集成房屋和木塑集成房屋部品部件较少，在一季度或上半年可能会出现微利甚至亏损的情况。

公司目前主要通过承接木塑集成房屋项目的形式推广自行生产的木塑集成房屋部品部件，公司对木塑集成房屋项目均在房屋组装完成并经甲方验收合格后确认收入实现，可能出现房屋组装与竣工验收分属两个不同会计期间的情况，从而导致公司的经营业绩在各季度及年度之间出现较大幅度的波动，甚至出现下滑 50% 及以上的风险。

### 税收优惠政策发生变化的风险

#### 1) 所得税税收优惠风险

2012 年 7 月 9 日，北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局和北京市地方税务局认定公司为高新技术企业，有效期三年，期间为 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日，享受优惠期间所得税税率为 15%。

2011 年-2013 年，公司因取得高新技术企业资质享受的所得税减免金额分别为 130.12 万元、358.33 万元和 80.07 万元。（2014 年 1-9 月恒通赛木净利润为负，因此未考虑当期享受的高新技术企业税收优惠）

《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例和《财政部、国家税务总局、海关总署关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税【2011】58 号）第二条规定，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。2012 年、2013 年及 2014 年 1-9 月，恒通赛木（新疆）享受的所得税减免金额分别为 25.18 万元、29.29 万元和 38.21 万元。

#### 2) 增值税税收优惠风险

北京市发展和改革委员会分别于 2009 年 6 月 18 日、2011 年 6 月 16 日和 2013 年 6 月 16 日下发编号为综证书（京）第 2009-061 号、综证书（京）第 2011-169 号、综证书（京）第 2013-137 号的认定证书，认定公司主导产品 I 型木塑墙板为国家鼓励的资源综合利用产品。新疆资源综合利用认定委员会分别于 2011 年 7 月 21 日和 2013 年 6 月 28 日下发编号为新综证书第 667 号和新综证书第 667 号的认定证书，认定公司轻质建筑空心墙板 1 为国家鼓励的资源综合利用产品。

根据财税（2008）156 号文件规定，公司 I 型木塑墙板和轻质建筑空心墙板享受免征增值税政策。

2011 年-2013 年和 2014 年 1-9 月，公司因生产资源综合利用产品而享受的增值税税收优惠金额分别为 740.32 万元、1,400.38 万元、531.42 万元和 221.24 万元。如果国家改变对资源综合利用产品的增值税税收优惠政策，或者公司产品未能继续被认定为资源综合利用产品，将可能对公司未来经营产生一定的不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均动态市盈率为 **46.5** 倍，2014 年平均动态市盈率 **31.4** 倍；最近上市的创业板股票中，2013 年平均动态市盈率为 **66.9** 倍、2014 年平均动态市盈率 **48.9** 倍。

表 8：同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300344.SZ	太空板业	8.45	0.10	-0.07	0.07	82.4		113.3	2.9
000786.SZ	北新建材	25.90	1.28	1.59	1.91	20.2	16.3	13.6	2.7
300117.SZ	嘉寓股份	7.42	0.19	0.25	0.36	39.6	53.0	20.7	1.9
002271.SZ	东方雨虹	38.36	0.87	1.42	2.03	43.9	24.9	18.9	4.5
国内同行业整体平均						<b>46.5</b>	<b>31.4</b>	<b>41.6</b>	<b>3.0</b>

数据来源：Wind (3月12日最新价)

表 9：最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)				
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
300415.SZ	伊之密	29.83	0.66	0.69	0.84	1.04	45.5	43.4	35.4	28.6
300417.SZ	南华仪器	50.00	0.71	0.75	0.88	1.06	70.9	67.1	57.0	47.2
300425.SZ	环能科技	48.76	0.82	1.00	0.96	1.14	59.2	48.8	50.8	42.7
300423.SZ	鲁亿通	27.52	0.38	0.65	0.59	0.67	73.3	42.3	47.0	40.8
300427.SZ	红相电力	26.56	0.60	0.85	0.72	0.78	44.4	31.2	36.9	34.0
300426.SZ	唐德影视	81.89	0.80	1.43	1.41	1.83	102.5	57.3	58.0	44.8
300420.SZ	五洋科技	25.95	0.48	0.52	0.40	0.44	54.1	49.9	64.2	58.9
300394.SZ	天孚通信	53.98	0.78	1.19	1.35	1.55	69.3	45.4	39.9	34.7
300422.SZ	博世科	45.21	0.45	0.67	0.68	0.85	100.1	67.5	66.7	53.1
300421.SZ	力星股份	22.22	0.44	0.62	0.54	0.61	50.0	35.8	41.3	36.2
<b>平均值</b>						<b>66.9</b>	<b>48.9</b>	<b>49.8</b>	<b>42.1</b>	

资料来源：Wind；股价以 3 月 12 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予**恒通科技**合理的定价为 **25.60 元-30.72** 元，对应 2014 年每股收益的 **40~48** 倍市盈率。

## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。