

## 深耕新疆+全国拓展，业绩迎高增长

### 投资要点

- 事件:**公司发布半年报，实现营业收入 5.1 亿元，同比增 482%，实现归母净利润 2822 万，同比增 432%，基本 EPS 为 0.14 元/股。
- 深耕新疆，受益“一带一路”与政策利好，公司有望迎来业绩拐点。**公司深耕新疆市场 6 年，2017 上半年实现营收 1.7 亿元，同比增 706%，目前新疆地区营收占比较低，上升空间还很大；2017 年公司拟新增加新疆喀什生产基地并扩建吐鲁番生产基地，公司在新疆地区的业务有望实现全覆盖。受益于中央和地方各级政府陆续出台鼓励装配式建筑发展的相关政策，且新疆地处“一带一路”的重要节点，新疆 2017 年全社会固定资产投资的目标是 1.5 万亿元，公司装配式建筑业务的市场需求激增，该业务 2016 年实现收入 3.5 亿元，2017 上半年在淡季的情况下仍实现收入 2.4 亿元，公司全年业绩有望保持高增长。
- 新开再生资源贸易业务，显著增强把控原材料端价格波动的能力。**公司于 2016 年 9 月设立恒通远大，新开展再生资源贸易业务，2016 年实现营收 4.8 亿元，营收占比 58%；再生资源贸易业务毛利率较低，仅为 0.6%，使公司整体毛利率从 2015 年的 31% 下降至 2016 年的 13%，降幅非常明显；然而，公司开展再生资源业务可以通过再生资源深加工来控制原材料价格波动的风险，完善了公司产业布局，进一步增强了公司的盈利能力。
- 拓展江苏市场，全国布局再下一城。**恒通科技目前的市场主要集中在北京和新疆，不考虑再生资源这一新业务，北京地区营收占比约为 65%，新疆约为 24%；2016 年 8 月，公司与江苏宿迁政府就新城建设和旧城改造达成合作意向，2017 年 1 月公司以自有资金 1 亿元设立江苏赛木，2017 年 4 月公告配股预案，拟投资江苏宿迁项目 5.6 亿。江苏项目的落地，公司全国布局将再下一城，公司后续增长动力十足。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.53 元、0.95 元、1.36 元，未来三年归母净利润将保持 74% 的复合增长率，考虑公司处于快速成长期以及新疆地区的业绩释放，给予公司 2017 年 55 倍 PE，对应目标价 29.15 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:** (1) 原材料价格大幅波动的风险；(2) 应收账款不能按时收回的风险；(3) 新项目拓展不达预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@swsc.com.cn

联系人: 余尊宝  
电话: 023-63786519  
邮箱: yzba@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.95
流通 A 股(亿股)	1.17
52 周内股价区间(元)	16.94-28.99
总市值(亿元)	49.16
总资产(亿元)	16.16
每股净资产(元)	4.26

### 相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	829.68	1203.01	1706.40	2241.68
增长率	84.10%	45.00%	41.84%	31.37%
归属母公司净利润(百万元)	50.22	103.35	185.78	264.73
增长率	15.49%	105.80%	79.76%	42.50%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.53	0.95	1.36
净资产收益率 ROE	6.05%	12.23%	18.38%	21.38%
PE	98	48	26	19
PB	6.10	5.98	4.98	4.05

数据来源: Wind, 西南证券

**关键假设：**

假设 1：新疆地区产能释放，集成房屋需求保持高增长；

假设 2：单类产品订单增速稳定在 40%；

假设 3：参考大连恒通远大再生资源有限公司历史订单情况，再生资源订单增速稳定在 20%，毛利率不变；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
集成房屋	收入	243.9	487.7	829.2	1160.8
	增速	-38.6%	100.0%	70.0%	40.0%
	毛利率	34.5%	35.0%	35.0%	35.0%
单类产品	收入	82.7	115.7	162.0	226.8
	增速	142.7%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	27.7%	27.0%	27.0%	27.0%
再生资源	收入	482.0	578.4	694.1	832.9
	增速	-	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其它	收入	21.1	21.1	21.1	21.1
	增速	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	收入	829.7	1203.0	1706.4	2241.7
	增速	84.1%	45.0%	41.8%	31.4%
	毛利率	13.3%	17.1%	19.9%	21.1%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	829.68	1203.01	1706.40	2241.68	净利润	50.61	104.39	187.66	267.40
营业成本	718.97	996.95	1367.65	1768.53	折旧与摊销	20.16	24.37	24.37	24.37
营业税金及附加	4.79	13.25	15.82	22.09	财务费用	9.32	6.89	10.31	12.21
销售费用	6.12	11.94	15.49	20.98	资产减值损失	-8.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	41.72	60.50	85.81	112.73	经营营运资本变动	11.14	-201.24	-271.56	-225.73
财务费用	9.32	6.89	10.31	12.21	其他	-46.66	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-8.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	36.08	-65.58	-47.22	77.26
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-140.07	-0.10	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-138.79	-0.10	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>57.23</b>	<b>113.47</b>	<b>211.31</b>	<b>305.14</b>	短期借款	37.00	114.76	128.54	25.64
其他非经营损益	8.78	9.35	9.46	9.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>66.01</b>	<b>122.82</b>	<b>220.77</b>	<b>314.59</b>	股权融资	-2.32	-74.20	0.00	0.00
所得税	15.40	18.42	33.12	47.19	支付股利	-4.87	-10.04	-20.67	-37.16
<b>净利润</b>	<b>50.61</b>	<b>104.39</b>	<b>187.66</b>	<b>267.40</b>	其他	35.87	-9.41	-10.31	-12.21
少数股东损益	0.39	1.04	1.88	2.67	筹资活动现金流量净额	65.69	21.11	97.56	-23.73
归属母公司股东净利润	50.22	103.35	185.78	264.73	<b>现金流量净额</b>	<b>-36.89</b>	<b>-44.58</b>	<b>50.34</b>	<b>53.53</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	164.88	120.30	170.64	224.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	419.69	788.44	1098.35	1399.07	销售收入增长率	84.10%	45.00%	41.84%	31.37%
存货	123.35	171.05	232.65	302.43	营业利润增长率	20.57%	98.28%	86.23%	44.40%
其他流动资产	10.52	15.25	21.63	28.42	净利润增长率	17.33%	106.27%	79.76%	42.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.17%	66.93%	69.96%	38.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	489.27	473.95	458.63	443.31	毛利率	13.34%	17.13%	19.85%	21.11%
无形资产和开发支出	87.24	78.29	69.24	60.19	三费率	6.89%	6.59%	6.54%	6.51%
其他非流动资产	8.53	8.53	8.53	8.53	净利润率	6.10%	8.68%	11.00%	11.93%
<b>资产总计</b>	<b>1303.48</b>	<b>1655.81</b>	<b>2059.67</b>	<b>2466.12</b>	ROE	6.05%	12.23%	18.38%	21.38%
短期借款	195.00	309.76	438.30	463.94	ROA	3.88%	6.30%	9.11%	10.84%
应付和预收款项	164.94	368.91	455.96	583.50	ROIC	5.97%	9.76%	14.46%	17.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.45%	12.03%	14.42%	15.24%
其他负债	107.41	123.37	144.66	167.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>467.35</b>	<b>802.05</b>	<b>1038.92</b>	<b>1215.12</b>	总资产周转率	0.68	0.81	0.92	0.99
股本	194.68	194.68	194.68	194.68	固定资产周转率	3.01	4.52	6.80	9.52
资本公积	257.48	183.28	183.28	183.28	应收账款周转率	2.10	2.07	1.87	1.86
留存收益	351.10	444.40	609.52	837.09	存货周转率	7.21	6.77	6.74	6.57
归属母公司股东权益	805.78	822.37	987.48	1215.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.55%	—	—	—
少数股东权益	30.35	31.39	33.27	35.95	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>836.13</b>	<b>853.76</b>	<b>1020.75</b>	<b>1251.00</b>	资产负债率	35.85%	48.44%	50.44%	49.27%
负债和股东权益合计	1303.48	1655.81	2059.67	2466.12	带息债务/总负债	41.72%	38.62%	42.19%	38.18%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	1.79	1.49	1.57	1.70
EBITDA	86.70	144.73	245.99	341.72	速动比率	1.48	1.26	1.33	1.44
PE	97.89	47.56	26.46	18.57	股利支付率	9.69%	9.72%	11.13%	14.04%
PB	6.10	5.98	4.98	4.05	<b>每股指标</b>				
PS	5.92	4.09	2.88	2.19	每股收益	0.26	0.53	0.95	1.36
EV/EBITDA	56.94	35.21	21.04	15.06	每股净资产	4.14	4.22	5.07	6.24
股息率	0.10%	0.20%	0.42%	0.76%	每股经营现金	0.19	-0.34	-0.24	0.40
					每股股利	0.02	0.05	0.11	0.19

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn