

审慎推荐-A (首次)

兄弟科技 002562.SZ

当前股价: 13.23 元

2017年05月02日

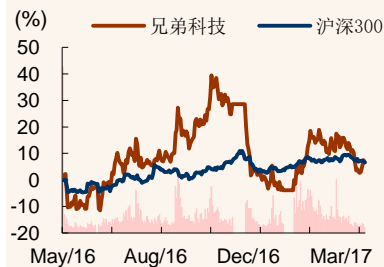
维生素价格持续上涨, 看好公司业绩高弹性

基础数据

上证综指	3144
总股本(万股)	54144
已上市流通股(万股)	32360
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	10.9
资产负债率	23.4%
主要股东	钱志达
主要股东持股比例	29.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-23	7
相对表现	-8	-26	-2



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司是全球维生素 K3 龙头以及全球前四的维生素 B3 巨头, 基于原材料价格上涨, 环保安全约束及良好供需格局, 我们持续看好 VK3 和 VB3 价格走强。公司有望充分享受产品价格上涨带动毛利率提升及业绩高弹性, 首次覆盖给予“审慎推荐”投资评级。

- 基于原材料价格上涨, 环保安全约束及供需格局, 继续看好 VK3 和 VB3 价格走强。受原材料红矾钠以及 3 甲基吡啶价格上涨带动, VK3 及 VB3 价格持续上涨, 考虑到供给侧不断加强的环保安全约束以及良好的行业供需格局, 我们看好 VK3 和 VB3 价格持续走强带来公司业绩高弹性。
- 公司新建 B3 和 B5 装置进入调试阶段。公司新建 13000 吨 VB3 项目和 5000 吨 VB5 项目目前已进入调试阶段, 市场担心新产能投放会影响价格体系, 我们认为一方面受工艺复杂性影响调试时间存在不确定性, 另外考虑到市场环境公司拟分期投放, 预计一期装置投产不会对市场环境造成太大冲击。
- 公司大宗采购原材料锁定成本, 毛利率稳步提升。考虑到原材料价格波动对生产经营的影响, 公司近年通过大宗采购锁定原材料成本, 有效减弱原材料价格波动影响, 产品价差稳步扩大。
- 首次覆盖给予“审慎推荐”评级。公司是全球维生素 K3 最大供应商, 全球前四的维生素 B3 供应商, 考虑到目前行业良好的供需格局以及原材料价格的支撑, 我们看好后续产品价格持续上涨带来公司业绩高弹性, 预计公司未来三年 eps0.69/0.99/1.27, 首次覆盖给予审慎推荐评级。
- 风险提示: 环保约束不达预期、下游需求疲软、原材料价格波动等。

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	860	1063	2041	2891	3759
同比增长	38%	24%	92%	42%	30%
营业利润(百万元)	6	238	516	735	941
同比增长	-113%	4128%	117%	42%	28%
净利润(百万元)	13	168	374	534	685
同比增长	-152%	1162%	123%	43%	28%
每股收益(元)	0.07	0.31	0.69	0.99	1.27
PE	182.3	42.7	19.2	13.4	10.5
PB	2.0	4.1	3.4	2.8	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	4
1、公司是国内外领先的维生素、铬鞣剂和皮革助剂供应商	4
2、维生素产品价格上涨带动业绩同比增长	4
二、看好维生素价格持续上涨带来公司业绩高弹性	5
1、原料价格上涨，助力维生素产品价格持续高位	5
2、环保约束持续趋紧，地方督查压力增大	7
3、维生素供需格局良好，行业集中度高	7
4、首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级	9

图表目录

图 1: 公司主营业务概览	4
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 公司营业收入与净利润 (万元)	5
图 4: 公司营业收入结构 (万元)	5
图 5: 公司毛利结构 (万元)	5
图 6: 公司毛利率与净利率 (%)	5
图 7: 维生素 B1 价格走势 (元/千克)	6
图 8: 维生素 B3 价格走势 (元/千克)	6
图 9: 维生素 B5 价格走势 (元/千克)	6
图 10: 维生素 K3 价格走势 (元/千克)	6
图 11: 维生素 K3 上游原料红矾钠价格走势 (元/吨)	7
图 12: 维生素 B3 上游原料 3-甲基吡啶价格走势 (元/吨)	7
图 13: 全国饲料产量及变化 (万吨)	8
图 14: 维生素 B1 出口量 (吨)	8
图 15: 维生素 B1 产能分布	8
图 16: 维生素 B3 产能分布	8
图 17: 维生素 K3 产能分布	8
图 18: 维生素产品下游分布图	8
图 19: 历史 PE Band	10
图 20: 历史 PB Band	10

表 1: 公司主要维生素产品产能.....	4
表 2: 近年颁布的相关环保政策及法律.....	7
表 3、销售收入结构预测.....	9
表 4: 盈利预测简表.....	10
附: 财务预测表	11

一、公司概况

1、公司是国内外领先的维生素、铬鞣剂和皮革助剂供应商

兄弟科技股份有限公司成立于 1991 年，于 2011 年上市，公司所处行业为精细化工行业，主要从事维生素和皮革化学品等新型精细化工产品的研发、生产与销售。

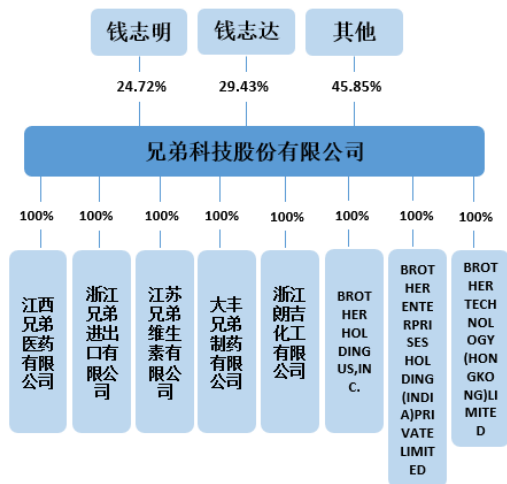
公司实际控制人是钱志达和钱志明兄弟，各持股 29.43%和 24.72%，占总股本比例 54.15%。公司目前拥有 8 家全资子公司，业务涉及食品级、饲料级及医药维生素的产销和贸易。公司主要从事维生素和皮革化学品的研发、生产与销售等业务。公司的主要产品为维生素 K3、维生素 B3、维生素 B1、铬鞣剂和皮革助剂。现已成为全球最大的维生素 K3 供应商，全球前三的维生素 B1 供应商，全球前四的维生素 B3 供应商，以及全球前三、中国最大的铬鞣剂供应商和国内著名的皮革化工企业，在行业内具有较高的市场地位。

图 1：公司主营业务概览



资料来源：公司网站、招商证券

图 2：公司股权结构



资料来源：wind、招商证券

表 1：公司主要维生素产品产能

产品	产能 (吨)	全球规模(吨)	产能全球占比 (%)
维生素 B1	3200	13000	25
维生素 B3	5000 (13000 在建)	100000	5
维生素 B5	5000 (在建)	25000	20
维生素 K3	3000	10000	30

资料来源：公司公告、博亚和讯、招商证券

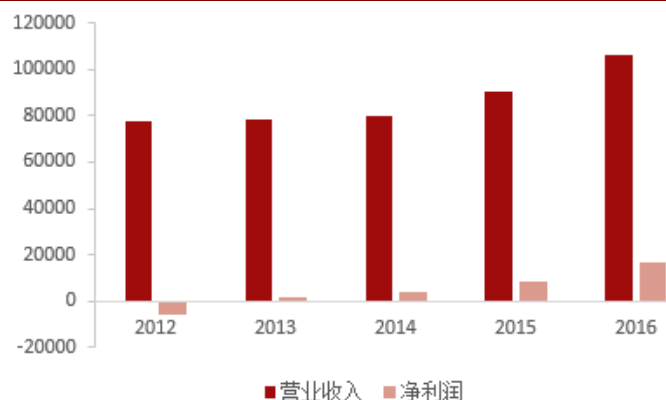
2、维生素产品价格上涨带动业绩同比增长

2012 年至 2014 年受全球经济持续低迷，行业产能过剩等一系列因素影响，公司几大

主导产品价格出现不同程度下滑。但是自去年开始，由于供需格局持续改善，且叠加产品原材料价格上涨推动以及环保约束共同影响，维生素系列产品价格尤其是在四季度开始攀升，报告期内 VK3 价格自年初的 54 元/公斤涨至年末的 112 元/公斤，VB3 从 41 元/公斤上涨至 55 元/公斤。此外公司异地扩张，先后建设年产 13,000 吨维生素 B3（烟酰胺、烟酸）；年产 5,000 吨维生素 B5 等项目，目前相关装置已处于调试阶段。2016 年公司实现营业收入 10.63 亿元，同比增长 17.46%；净利润 1.67 亿元，同比增长 103.87%。

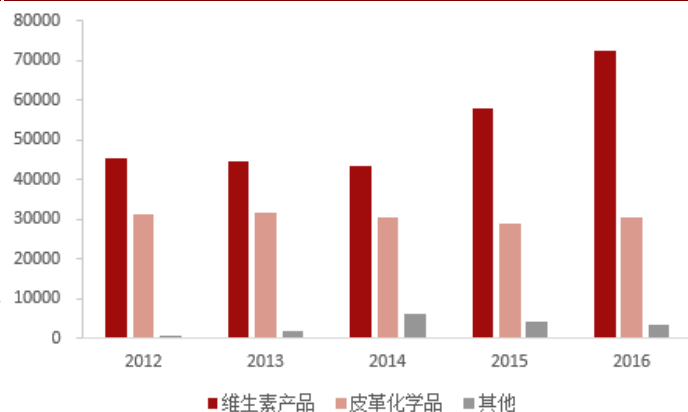
收入结构方面，维生素一直是公司收入主要来源，2016 年公司维生素产品实现收入 7.23 亿元，营收占比提升至 68%；实现毛利 3.38 亿元，占总毛利的 84.38%。

图 3: 公司营业收入与净利润 (万元)



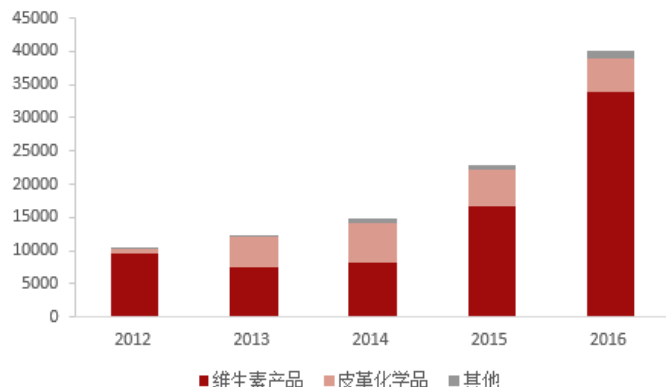
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司营业收入结构 (万元)



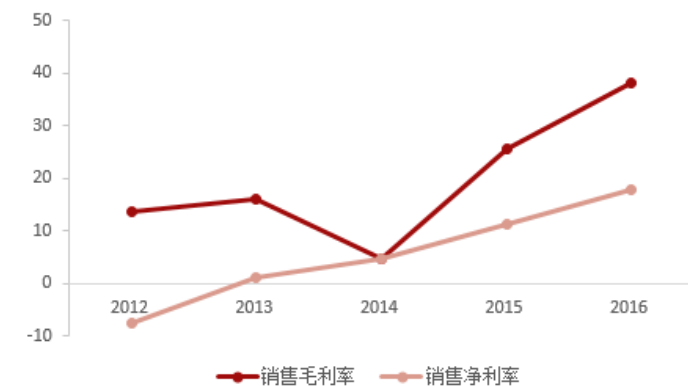
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司毛利结构 (万元)



资料来源: wind、招商证券

图 6: 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: wind、招商证券

二、看好维生素价格持续上涨带来公司业绩高弹性

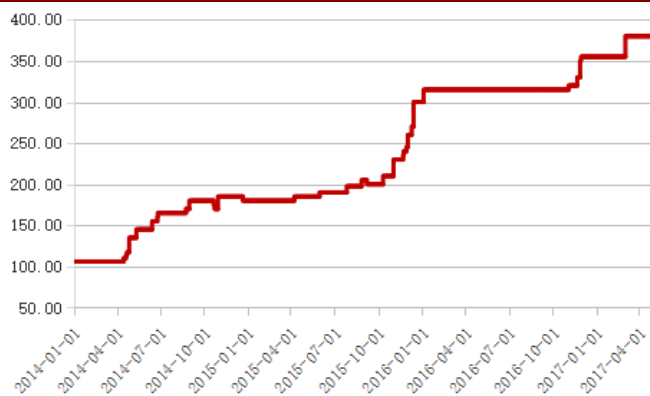
1、原料价格上涨，助力维生素产品价格持续高位

原料 3-甲基吡啶供应趋紧，维生素 B3 价格持续上行。受去年下半年百草枯水剂禁用影响，吡啶供应紧张，导致 3-甲基吡啶、三氟吡啶等原料供应趋紧价格持续高位，部分厂家已经停报停签，受此影响维生素 B3 价格自去年底开始持续攀升，目前报价在 75 元/

公斤附近。由于公司有稳定 3 甲基吡啶供货渠道，维生素 B3 与原料价差也逐渐扩大，毛利率稳步提升。

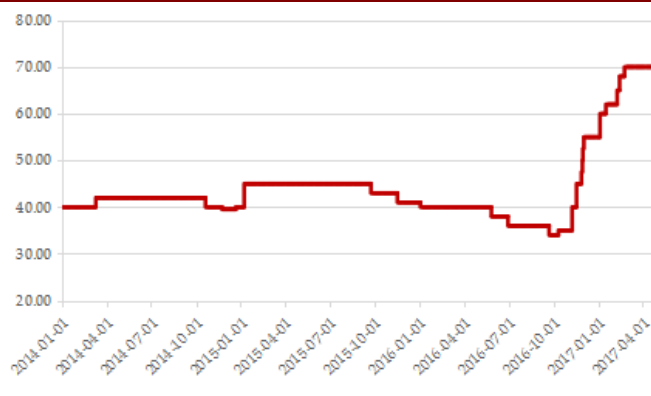
原料红矾钠价格跳涨，推动维生素 K3 价格上涨。VK3 主要原料为红矾钠，2016 年因环保等原因红矾钠上游铬矿市场供不应求，价格大幅增长，导致红矾钠去年末价格出现跳涨；且又因烟酰胺和甲基萘等原料价格上涨，带动维生素 K3 价格大幅攀升，当前维生素 K3 最新报价已达到 130-140 元/公斤附近。公司作为全球维生素 K3 龙头，定价能力强，且通过原料大宗采购有效锁定成本，价差持续扩大，毛利率同样稳步提升。

图 7：维生素 B1 价格走势（元/千克）



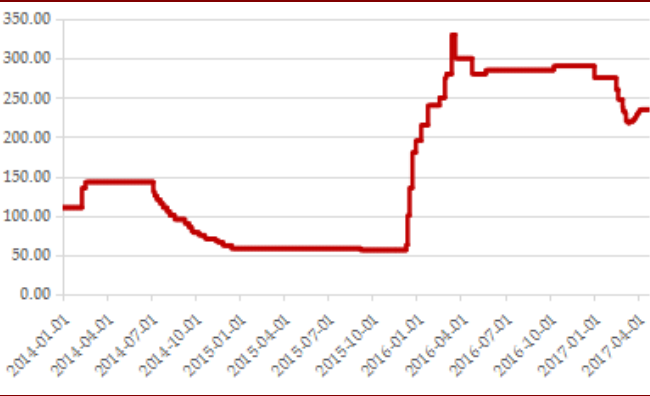
资料来源：wind、招商证券

图 8：维生素 B3 价格走势（元/千克）



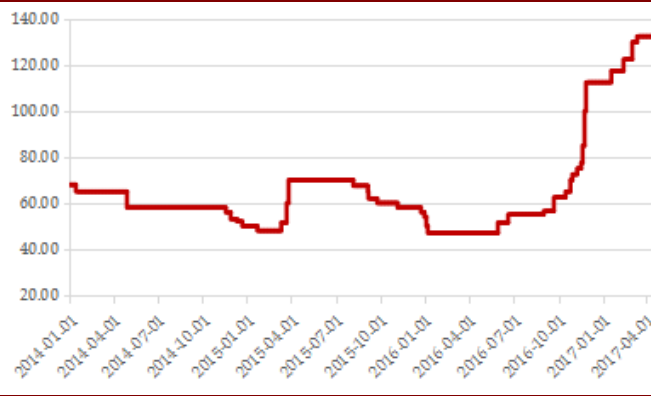
资料来源：wind、招商证券

图 9：维生素 B5 价格走势（元/千克）



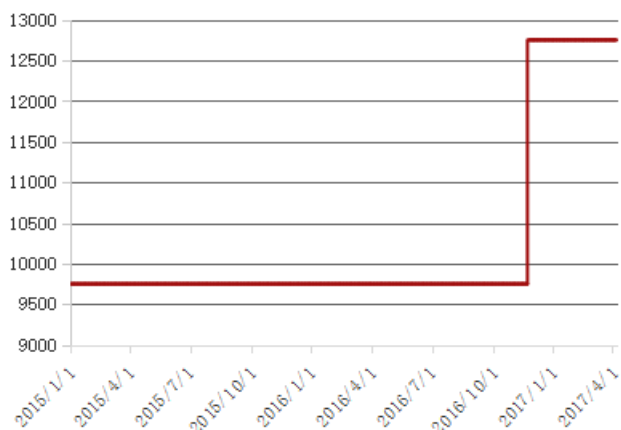
资料来源：wind、招商证券

图 10：维生素 K3 价格走势（元/千克）



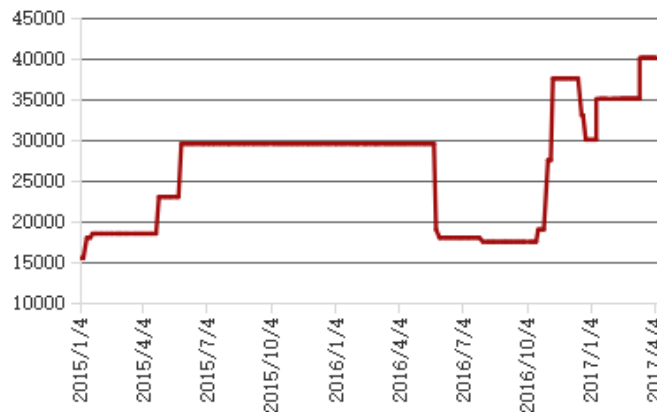
资料来源：wind、招商证券

图 11: 维生素 K3 上游原料红矾钠价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国铁合金在线、招商证券

图 12: 维生素 B3 上游原料 3-甲基吡啶价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、招商证券

2、环保约束持续趋紧，地方督查压力增大

环保治理力度全开，生产企业压力增大。近年来，我国显著加大了对包括维生素行业在内的环保治理力度。如维生素 B1 生产持续受到环保约束限制，VB1 产品价格也持续涨价至今；2015 年发布的《水污染防治行动计划》明确提出要对制药（抗生素、维生素）行业实施绿色酶法生产技术改造；去年底京津冀空气重污染期间，河北石家庄全市所有制药企业停产；环保部部长陈吉宁在今年两会期间明确表示，环保部今年计划再开展 1-2 次区域的专项督查，包括 4 月起对浙江等维生素生产大省进行的环境督察。持续环保高压下，国内维生素生产企业无疑面临进一步洗牌。

表 2: 近年颁布的相关环保政策及法律

时间	名称	内容概要
2014 年 4 月 24 日	新《环保法》	首次将生态保护红线写入法律，增加了对重大投资进行环境风险调查，包括重污染企业必须全面实施环境风险评估和环境污染责任保险等内容
2015 年 4 月 16 日	水污染防治行动计划	明确提出要对制药（抗生素、维生素）行业实施绿色酶法生产技术改造

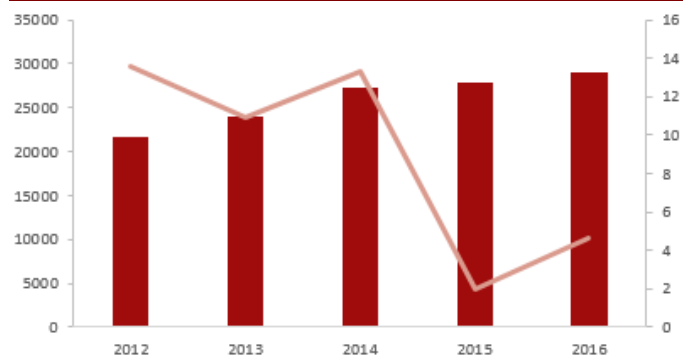
资料来源: 政府网站、招商证券

3、维生素供需格局良好，行业集中度高

维生素下游需求稳定。维生素主要应用领域是饲料、医药、化妆品、食品饮料，其中饲料添加剂是维生素下游第一大需求，占维生素需求量 50% 左右。2016 年全球饲料产量首破 10 亿，2016 年国内饲料产量为 2.9 亿吨，同比增长 4.6%。2016 年我国维生素 B1 出口略增，同比增加 2.56%。

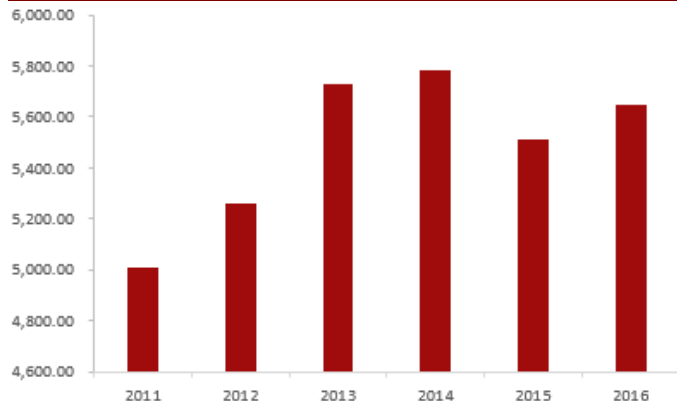
维生素供给集中度高,议价能力较强。相较于下游需求的分散,行业供给侧集中度较高,经过多年洗牌,目前维生素行业已经逐步呈现寡头格局,如兄弟科技 VK3 产能已超过全球 30%,全球龙头地位稳固,议价能力得到显著提升。

图 13: 全国饲料产量及变化 (万吨)



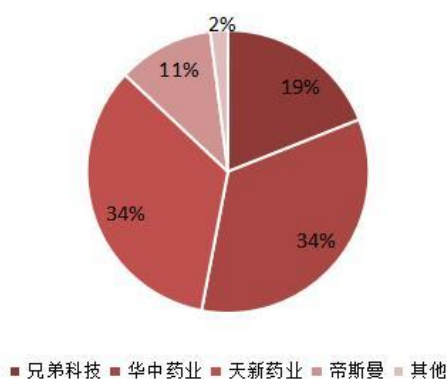
资料来源: wind、招商证券

图 14: 维生素 B1 出口量 (吨)



资料来源: wind、招商证券

图 15: 维生素 B1 产能分布



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

图 16: 维生素 B3 产能分布



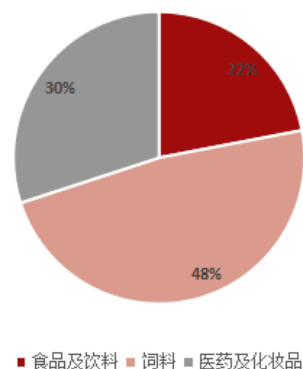
资料来源: 中国产业信息网、招商证券

图 17: 维生素 K3 产能分布



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

图 18: 维生素产品下游分布图



资料来源: 中国产业信息网、招商证券

4、首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级

基于原材料价格上涨，环保安全约束及供需格局，继续看好 VK3 和 VB3 价格走强。受原材料红矾钠以及 3 甲基吡啶价格上涨带动，VK3 及 VB3 价格持续上涨，考虑到供给侧不断加强的环保安全约束以及良好的行业供需格局，我们看好 VK3 和 VB3 价格持续走强带来公司业绩高弹性。

公司新建 B3 和 B5 装置进入调试阶段。公司新建 13000 吨 VB3 项目和 5000 吨 VB5 项目目前已进入调试阶段，市场担心新产能投放会影响价格体系，我们认为一方面受工艺复杂性影响调试时间存在不确定性，另外考虑到市场环境公司拟分期投放，预计一期装置投产不会对市场环境造成太大冲击。

公司大宗采购原材料锁定成本，毛利率稳步提升。考虑到原材料价格波动对生产经营的影响，公司近年通过大宗采购锁定原材料成本，有效减弱原材料价格波动影响，产品价差稳步扩大。

首次覆盖给予“审慎推荐”评级。公司是全球维生素 K3 最大供应商，全球前四的维生素 B3 供应商，考虑到目前行业良好的供需格局以及原材料价格的支撑，我们看好后续产品价格持续上涨带来公司业绩高弹性，预计公司未来三年 eps0.69/0.99/1.27，首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

表 3、销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	905	1063	2041	2891	3759
维生素产品	577	723	1641	2405	3063
皮革化学品	288	305	320	336	346
其他	40	35	80	150	350
收入增长率	13%	18%	92%	42%	30.06%
维生素产品	33%	25%	127%	47%	27.4%
皮革化学品	-5%	6%	5%	5%	3%
其他	-38%	-13%	129%	88%	133%
毛利率	26%	38%	44%	45%	44%
维生素产品	29%	47%	49%	49%	47%
皮革化学品	17%	19%	17%	17%	17%
其他	18%	36%	45%	45%	45%

资料来源：公司数据、招商证券

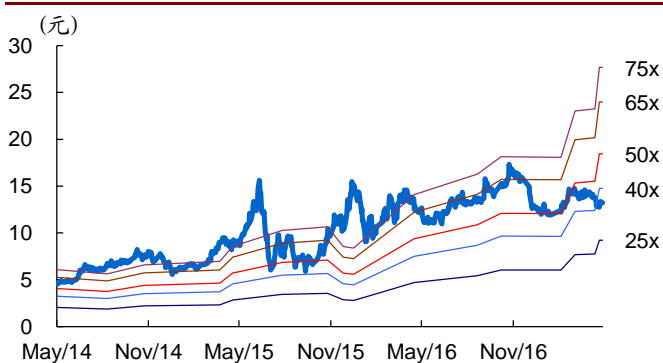
表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860	1063	2041	2891	3759
营业成本	789	658	1147	1588	2067
营业税金及附加	1	11	21	29	38
营业费用	15	53	102	145	188
管理费用	62	134	257	365	474
财务费用	(2)	(8)	19	50	71
资产减值损失	4	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	21	21	21	21
营业利润	6	238	516	735	941
营业外收入	9	6	7	8	10
营业外支出	0	14	14	14	14
利润总额	14	230	509	729	936
所得税	1	39	83	120	156
净利润	13	191	426	608	781
少数股东损益	0	23	52	74	96
归属于母公司净利润	13	168	374	534	685
EPS (元)	0.07	0.31	0.69	0.99	1.27

资料来源: 公司数据、招商证券

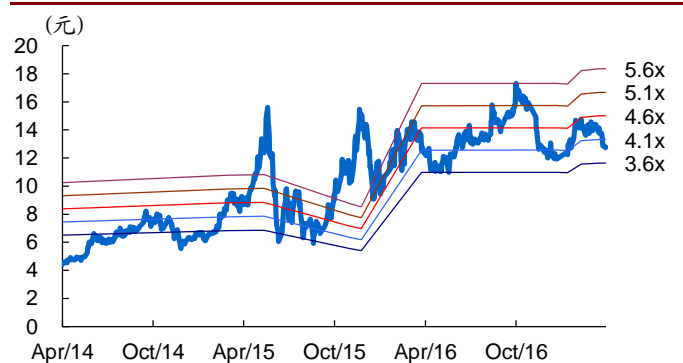
4、PE-PB Band

图 19: 历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 20: 历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	915	1124	2165	3059	4025
现金	206	218	129	181	284
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	151	60	115	164	213
应收款项	322	155	633	897	1166
其它应收款	3	0	1	1	2
存货	203	130	212	294	383
其他	30	561	1074	1521	1978
非流动资产	826	1258	1620	1945	2236
长期股权投资	38	0	0	0	0
固定资产	313	714	1086	1418	1716
无形资产	25	87	78	70	63
其他	449	457	457	457	457
资产总计	1741	2382	3785	5004	6260
流动负债	451	567	1544	2266	2902
短期借款	67	2	654	1067	1368
应付账款	214	271	471	653	850
预收账款	10	11	19	26	34
其他	159	283	399	520	650
长期负债	49	51	51	51	51
长期借款	0	1	1	1	1
其他	49	50	50	50	50
负债合计	499	618	1596	2318	2954
股本	183	541	541	541	541
资本公积金	977	807	807	807	807
留存收益	81	416	789	1211	1736
少数股东权益	0	0	52	127	222
归属于母公司所有者权益	1242	1764	2138	2560	3085
负债及权益合计	1741	2382	3785	5004	6260

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	119	(271)	238	469
净利润	13	168	374	534	685
折旧摊销	35	60	85	124	159
财务费用	1	(7)	19	50	71
投资收益	(16)	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(22)	(99)	(855)	(571)	(568)
其它	(2)	17	127	121	143
投资活动现金流	(31)	(494)	(457)	(457)	(457)
资本支出	(37)	(299)	(457)	(457)	(457)
其他投资	7	(196)	0	0	0
筹资活动现金流	138	(154)	638	271	90
借款变动	(319)	(374)	636	413	301
普通股增加	23	358	0	0	0
资本公积增加	388	(170)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(112)	(160)
其他	46	32	2	(30)	(51)
现金净增加额	118	(529)	(89)	53	102

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860	1063	2041	2891	3759
营业成本	789	658	1147	1588	2067
营业税金及附加	1	11	21	29	38
营业费用	15	53	102	145	188
管理费用	62	134	257	365	474
财务费用	(2)	(8)	19	50	71
资产减值损失	4	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	21	21	21	21
营业利润	6	238	516	735	941
营业外收入	9	6	7	8	10
营业外支出	0	14	14	14	14
利润总额	14	230	509	729	936
所得税	1	39	83	120	156
净利润	13	191	426	608	781
少数股东损益	0	23	52	74	96
归属于母公司净利润	13	168	374	534	685
EPS (元)	0.07	0.31	0.69	0.99	1.27

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	38%	24%	92%	42%	30%
营业利润	-113%	4128%	117%	42%	28%
净利润	-152%	1162%	123%	43%	28%
获利能力					
毛利率	8.3%	38.1%	43.8%	45.1%	45.0%
净利率	1.5%	15.8%	18.3%	18.5%	18.2%
ROE	1.1%	9.5%	17.5%	20.9%	22.2%
ROIC	0.5%	10.5%	15.6%	17.4%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	25.9%	42.2%	46.3%	47.2%
净负债比率	3.8%	0.8%	17.3%	21.3%	21.9%
流动比率	2.0	2.0	1.4	1.3	1.4
速动比率	1.6	1.8	1.3	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	4.5	4.0	6.7	6.3	6.1
应收帐款周转率	3.2	4.5	5.2	3.8	3.6
应付帐款周转率	4.6	2.7	3.1	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.07	0.31	0.69	0.99	1.27
每股经营现金	0.06	0.22	-0.50	0.44	0.87
每股净资产	6.78	3.26	3.95	4.73	5.70
每股股利	0.00	0.00	0.21	0.30	0.38
估值比率					
PE	182.3	42.7	19.2	13.4	10.5
PB	2.0	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	-85.4	-11.2	-5.1	-3.5	-2.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券，8 年化工行业研究经验。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券，8 年化工及环保行业研究经验。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金，4 年化工研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。