

2017年07月31日

兄弟科技 (002562.SZ)

## 行业景气较高，新产能投放有望继续释放业绩

■事件：2017年上半年公司实现营收6.54亿元，同比+28.6%，归母净利润1.54亿元，同比+129.4%，同时，公司预计2017年1~9月业绩区间为2.4~2.7亿元，变动幅度为150%~180%。

■维生素价格上涨，带动公司盈利上升：上半年维生素行业景气度较高，多种维生素品种价格快速上涨。公司三大产品中VB1于7月报价380元/kg，比1月初上涨7%；VK3于7月报价140元/kg，比1月初上涨25%；VB3亦进入上升周期。受维生素市场价格上涨推动，公司2017年维生素产品实现营业收入4.94亿元，同比+37.1%；维生素产品毛利率达到58.0%，同比+23.9%，带动公司盈利能力增强。

■VB3、VB5新产能进入调试，进一步提升两品种市场地位：公司现已成为全球最大的VK3供应商，全球前三的VB1供应商，全球前四的VB3供应商。同时，公司新建年产13000吨VB3、年产5000吨VB5项目、2万吨3-氰基吡啶项目已进入调试阶段，项目投产后，公司VB3、VB5产能全球占比将进一步上升。

■募投进入协同产品，进一步拓展主营范围：公司2月发布定增预案，计划投资于年产2万吨苯二酚、3.11万吨苯二酚衍生物建设项目、年产1,000吨碘造影剂及其中间体建设项目。苯二酚产品与公司的主导产品VK3、VB1和VB3均具有相同的应用领域和客户群；通过本次定增，公司将在现有的单一维生素原料药基础上，进一步增加碘造影剂等，实现从精细化工、医药中间体、原料药生产垂直一体化的战略。

■投资建议：预计公司2017-2019年EPS分别为0.52、0.67、0.81元，首次覆盖，给予增持-A的投资评级，6个月目标价18元。

■投资风险：维生素价格上涨不及预期、新建项目投产进度不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	905.3	1,063.4	1,398.4	1,801.1	2,252.3
净利润	82.2	167.7	278.9	361.3	441.0
每股收益(元)	0.15	0.31	0.52	0.67	0.81
每股净资产(元)	3.09	3.26	3.69	4.22	4.82

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	92.9	45.6	27.4	21.1	17.3
市净率(倍)	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9
净利润率	9.1%	15.8%	19.9%	20.1%	19.6%
净资产收益率	4.9%	9.5%	14.0%	15.8%	16.9%
股息收益率	0.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.6%
ROIC	12.7%	20.4%	20.4%	20.8%	41.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **增持-A**

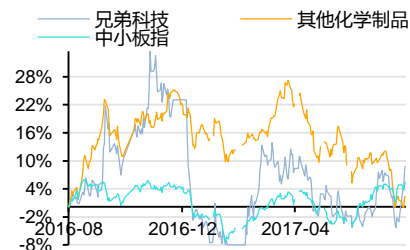
首次评级

6个月目标价：**18元**  
股价(2017-07-28) **14.11元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,639.13
流通市值(百万元)	4,326.94
总股本(百万股)	541.40
流通股本(百万股)	306.66
12个月价格区间	12.01/17.43元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.17	0.42	-4.27
绝对收益	3.98	5.77	-0.42

**袁善宸**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004  
yuansc1@essence.com.cn  
021-35082778

**张汪强**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003  
zhangwq1@essence.com.cn  
010-83321072

**邓健全**

报告联系人

dengjq@essence.com.cn

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	905.3	1,063.4	1,398.4	1,801.1	2,252.3	成长性					
减:营业成本	673.8	658.4	832.0	1,041.0	1,310.8	营业收入增长率	13.0%	17.5%	31.5%	28.8%	25.1%
营业税费	3.6	10.8	8.6	12.2	17.3	营业利润增长率	150.5%	116.5%	51.4%	35.3%	21.4%
销售费用	38.1	53.2	61.5	81.7	104.6	净利润增长率	105.4%	103.9%	66.4%	29.5%	22.0%
管理费用	73.8	134.1	132.9	181.7	241.7	EBITDA 增长率	70.4%	75.3%	42.5%	30.2%	18.2%
财务费用	-3.7	-8.0	4.1	1.9	-4.2	EBIT 增长率	149.5%	116.4%	58.5%	34.2%	20.0%
资产减值损失	12.0	-2.4	6.5	5.3	3.1	NOPLAT 增长率	165.6%	100.1%	63.6%	35.0%	18.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.3%	63.3%	32.8%	-41.1%	71.4%
投资和汇兑收益	2.3	20.6	7.7	10.2	12.8	净资产增长率	103.3%	3.5%	14.9%	16.9%	16.0%
营业利润	110.0	238.0	360.4	487.5	591.6	利润率					
加:营业外净收支	3.8	-8.4	-0.8	-1.8	-3.7	毛利率	25.6%	38.1%	40.5%	42.2%	41.8%
利润总额	113.7	229.6	359.6	485.6	587.9	营业利润率	12.1%	22.4%	25.8%	27.1%	26.3%
减:所得税	11.4	38.5	50.7	66.2	87.2	净利润率	9.1%	15.8%	19.9%	20.1%	19.6%
净利润	82.2	167.7	278.9	361.3	441.0	EBITDA/营业收入	18.3%	27.2%	29.5%	29.9%	28.2%
						EBIT/营业收入	11.7%	21.6%	26.1%	27.2%	26.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	185	201	178	129	96
货币资金	776.9	218.3	111.9	1,162.0	682.4	流动营业资本周转天数	106	110	161	101	91
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	407	419	297	323	340
应收账款	202.0	155.5	515.8	245.1	684.9	应收帐款周转天数	81	61	86	76	74
应收票据	18.8	60.2	80.7	71.4	123.4	存货周转天数	56	46	45	43	44
预付帐款	2.7	10.6	5.7	13.5	11.9	总资产周转天数	652	752	613	557	521
存货	144.2	129.6	218.1	215.8	330.6	投资资本周转天数	337	418	459	323	260
其他流动资产	207.8	550.2	253.1	337.0	380.1	投资回报率					
可供出售金融资产	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7	ROE	4.9%	9.5%	14.0%	15.8%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	8.0%	13.0%	13.1%	15.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.7%	20.4%	20.4%	20.8%	41.8%
投资性房地产	-	7.4	7.4	7.4	7.4	费用率					
固定资产	472.5	714.2	670.0	625.7	581.5	销售费用率	4.2%	5.0%	4.4%	4.5%	4.6%
在建工程	143.7	399.5	399.5	399.5	399.5	管理费用率	8.2%	12.6%	9.5%	10.1%	10.7%
无形资产	84.7	87.0	82.8	78.6	74.4	财务费用率	-0.4%	-0.8%	0.3%	0.1%	-0.2%
其他非流动资产	5.1	48.8	37.6	38.0	41.5	三费/营业收入	12.0%	16.9%	14.2%	14.7%	15.2%
资产总额	2,059.1	2,382.0	2,383.1	3,194.7	3,318.3	偿债能力					
短期债务	3.0	2.0	95.3	-	-	资产负债率	17.2%	25.9%	15.0%	25.8%	17.2%
应付帐款	140.6	292.1	109.7	422.5	299.0	负债权益比	20.8%	35.0%	17.6%	34.8%	20.7%
应付票据	111.4	179.3	6.8	283.5	129.0	流动比率	4.49	1.98	4.16	2.63	4.21
其他流动负债	46.1	93.2	73.3	73.0	98.2	速动比率	4.01	1.76	3.39	2.35	3.58
长期借款	-	1.0	36.5	-	-	利息保障倍数	-28.96	-28.61	88.16	258.44	-140.95
其他非流动负债	52.9	50.3	35.1	46.1	43.9	分红指标					
负债总额	354.0	617.9	356.8	825.1	570.1	DPS(元)	-	0.10	0.15	0.14	0.22
少数股东权益	33.5	-	28.5	83.7	140.4	分红比率	0.0%	32.3%	28.5%	20.3%	27.0%
股本	270.3	541.4	541.4	541.4	541.4	股息收益率	0.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.6%
留存收益	1,440.8	1,257.3	1,456.3	1,744.6	2,066.3						
股东权益	1,705.0	1,764.1	2,026.2	2,369.7	2,748.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.15	0.31	0.52	0.67	0.81
净利润	102.3	191.1	278.9	361.3	441.0	BVPS(元)	3.09	3.26	3.69	4.22	4.82
加:折旧和摊销	59.3	60.0	48.4	48.4	48.4	PE(X)	92.9	45.6	27.4	21.1	17.3
资产减值准备	12.0	-2.4	-	-	-	PB(X)	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-25.2	-18.1	-75.6	7.1	-18.5
财务费用	-3.5	-6.9	4.1	1.9	-4.2	P/S	8.4	7.2	5.5	4.2	3.4
投资损失	-2.3	-20.6	-7.7	-10.2	-12.8	EV/EBITDA	42.7	21.8	18.6	12.2	11.1
少数股东损益	20.1	23.4	30.0	58.1	59.7	CAGR(%)	60.0%	37.9%	99.4%	60.0%	37.9%
营运资金的变动	-86.1	-443.6	-539.2	787.2	-906.7	PEG	1.5	1.2	0.3	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	227.4	118.6	-185.4	1,246.7	-374.6	ROIC/WACC	1.2	2.0	2.0	2.0	4.0
投资活动产生现金流量	-325.7	-494.3	8.0	10.0	12.9	REP	6.2	2.1	1.9	2.7	0.9
融资活动产生现金流量	584.2	-153.6	71.1	-206.6	-117.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034