

维生素涨价潮持续

——兄弟科技（002562）财报点评

2017年07月31日

强烈推荐/维持

兄弟科技

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030

事件:

兄弟科技发布 2017 年中报: 实现营业收入 6.54 亿元, YoY+29%, 归母净利润 1.54 亿元, YoY+129%, EPS 0.29 元, 符合业绩预告指引。其中, 第 2 季度单季实现营业收入 3.68 亿元, YoY+52%, QoQ+29%, 归母净利润 0.89 亿元, YoY+161%, QoQ+36%。

公司预计 2017 年前 3 季度归母净利润区间为 2.43~2.72 亿元, YoY+150%~180%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	270.58	265.59	242.66	229.96	325.19	285.86	367.81
增长率(%)	27.71%	44.20%	6.41%	3.37%	20.18%	7.63%	51.57%
毛利率(%)	33.58%	29.64%	32.56%	32.44%	53.09%	46.86%	49.53%
期间费用率(%)	10.44%	11.29%	14.12%	16.57%	23.63%	19.46%	19.13%
营业利润率(%)	20.52%	19.61%	21.07%	18.57%	28.33%	27.22%	29.67%
净利润(百万元)	34.41	33.28	34.05	29.90	70.44	65.54	88.93
增长率(%)	160.26%	155.73%	85.78%	81.25%	104.73%	96.92%	161.20%
每股盈利(季度, 元)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.13	0.12	0.16
资产负债率(%)	17.19%	17.69%	25.36%	23.65%	25.94%	23.39%	22.10%
净资产收益率(%)	2.06%	1.95%	2.08%	1.79%	3.99%	3.58%	4.76%
总资产收益率(%)	1.67%	1.56%	1.55%	1.36%	2.96%	2.74%	3.71%

观点:

维生素产品仍具涨价空间。2017 年上半年公司维生素业务实现营业收入 4.94 亿元, YoY+37%, 毛利率提升 24ppt 至 58%。

- **VB1 寡头垄断+新增产能有限, 价格持续上行。** 1H2017 均价上涨 18%至 372 元/公斤; 2017 年年初至今累计上涨 7%至 380 元/公斤。国内 VB1 产品供应寡头垄断, 江西天新、华中药业、兄弟科技三家公司市场份额合计约 85%。国内 VB1 行业新增产能有限, 寡头之间具有涨价默契, 下游需求稳定, 我们预期 VB1 产品价格有望持续上涨。

- **VB3 价格底部回升, 受益原料供应缩减。** 1H2017 均价上涨 70%至 67 元/公斤; 2017 年年初至今累计上涨 25%至 69 元/公斤。国内百草枯水剂自 2016 年 7 月 1 日起正式禁用, 导致原料吡啶需求量下降, 与其联产的 3 甲基吡啶及副产物 3 氰基吡啶供应量随之下滑。3 氰基吡啶是 VB3 的主要原材料, 3 甲基吡啶和 3 氰基吡啶的供不应求支撑 VB3 价格底部回升。公司新建的 1.3 万吨 VB3 产能有望于 2017 年 2 季度释放, 并自供原料 3 氰基吡啶, 盈利能力将显著提升。
- **VK3 受益原料铬矿和红矾钠涨价。** 1H2017 均价上涨 165%至 128 元/公斤; 2017 年年初至今累计上涨 24%至 140 元/公斤。主要原材料铬矿、红矾钠在此期间价格持续上行, 推动 VK3 价格攀升。

江西基地建设稳步推进, 年内一期项目有望正式投产, 产能逐步释放。

- 江西基地一期项目年产 1.3 万吨 VB3 和 5000 吨 VB5 及各自配套原料项目处于调试阶段, 预计今年下半年正式投产。受环保严查影响, 近期 VB5 价格暴涨, 年初至今累计上涨 72%至 500 元/公斤, 公司 VB5 具备技术、环保及原料优势, 预计投产后有望显著贡献业绩增量。
- 江西基地二期 3 个项目按计划推进。公司拟公开发行人可转债募集资金 7 亿元用于建设年产 1 万吨苯二酚及 1.5 万吨苯二酚衍生物项目, 建设期 1.5 年, 预计项目达产后可实现年均营收 7.14 亿元、净利润 0.91 亿元, 投资回报率 16.9%。此外, 年产 1000 吨碘造影剂及其中间体建设项目也在推荐

皮革化学品保持稳定。 2017 年上半年公司皮革化学品业务实现营业收入 1.30 亿元, YoY+0.2%, 毛利率下滑 6ppt 至 13%。预计该业务未来将保持平稳发展态势。

结论:

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 3.91 亿元、5.60 亿元、7.01 亿元, EPS 分别为 0.72 元、1.03 元、1.29 元。目前股价对应 P/E 分别为 21 倍、15 倍、12 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

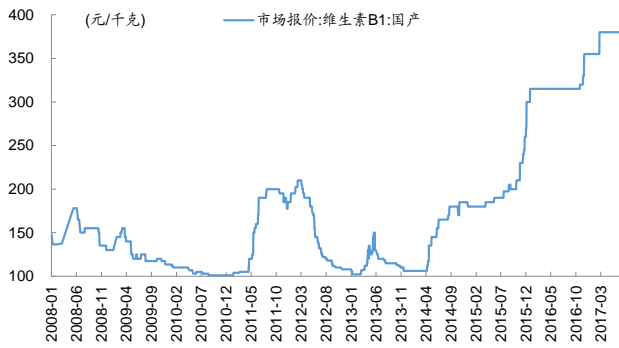
产品价格下滑; 项目建设进度不及预期; 新业务市场推广不及预期。

表 1: 公司产品产能结构

产品	现有产能 (吨)	在建产能 (吨)	合计产能 (吨)	预计投产时间
维生素	维生素 B1	2000	2000	
	维生素 B3	5000	13000	2H2017
	维生素 K3	3000	3000	
	维生素 B5		5000	5000
皮革化学品	铬鞣剂	45000	45000	
	皮革助剂	20000	20000	

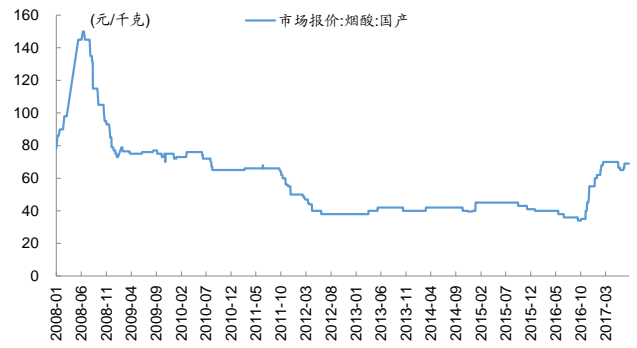
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 1: 维生素 B1 产品价格



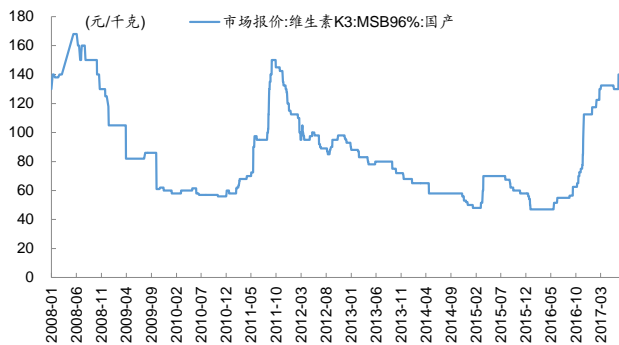
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 2: 维生素 B3 产品价格



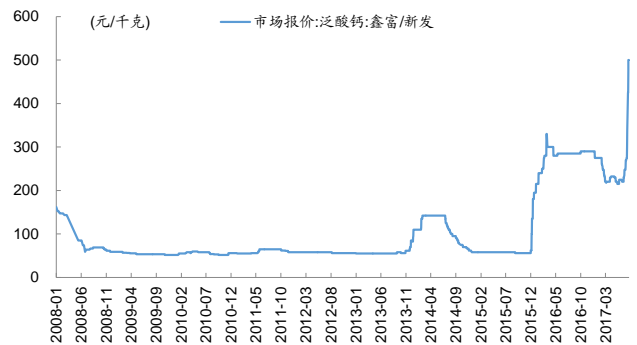
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 3: 维生素 K3 产品价格



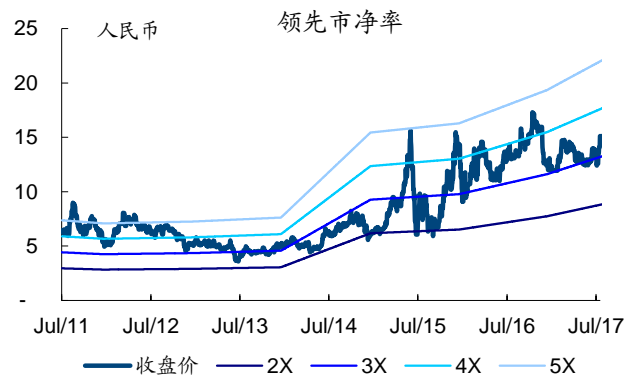
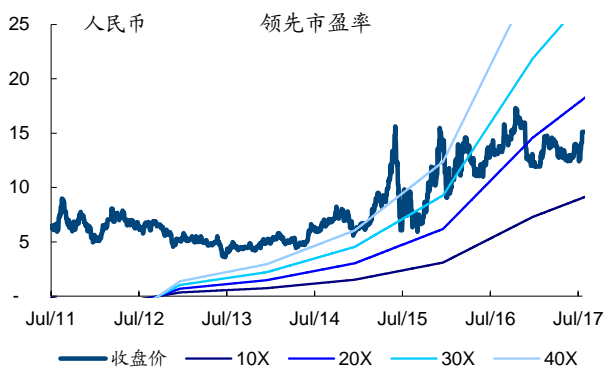
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 4: 维生素 B5 产品价格



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 5: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1352	1124	1658	2509	3369	营业收入	905	1063	1683	2499	3082
货币资金	777	218	561	1150	1824	营业成本	677	669	981	1441	1770
应收账款	155	155	245	364	449	营业税金及附加	4	11	17	25	31
其他应收款	47	0	15	23	28	营业费用	38	53	67	125	154
预付款项	3	11	1	1	1	管理费用	74	134	151	250	308
存货	144	130	190	279	342	财务费用	-4	-8	-2	-4	-7
其他流动资产	227	610	645	692	725	资产减值损失	12	-2	0	0	0
非流动资产合计	707	1258	1301	1308	1306	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2	21	0	0	0
固定资产	473	714	938	1031	1064	营业利润	110	238	484	687	856
无形资产	85	87	83	79	75	营业外收入	5	6	0	0	0
其他非流动资产	150	457	280	198	167	营业外支出	1	14	14	14	14
资产总计	2059	2382	2959	3817	4675	利润总额	114	230	470	672	842
流动负债合计	301	567	806	1183	1452	所得税	11	39	79	113	141
短期借款	3	2	2	2	2	净利润	102	191	391	560	701
应付账款	123	271	396	582	715	少数股东损益	-20	-23	0	0	0
预收款项	12	11	17	26	32	归属母公司净利润	82	168	391	560	701
一年内到期的非流	12	16	0	0	0	EBITDA	90	198	468	669	836
非流动负债合计	53	51	51	51	51	BPS (元)	0.15	0.31	0.72	1.03	1.29
长期借款	0	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	354	618	857	1234	1503	成长能力					
少数股东权益	34	0	0	0	0	营业收入增长	13.03%	17.46%	58.23%	48.50%	23.33%
实收资本(或股本)	270	541	541	541	541	营业利润增长	150.50	116.47	103.41	41.78%	24.74%
资本公积	1193	842	842	842	842	归属于母公司净利润	105.44	103.87	133.31	43.04%	25.26%
未分配利润	208	381	718	1199	1788	获利能力					
归属母公司股东权	1672	1764	2101	2583	3171	毛利率(%)	25.17%	37.07%	41.68%	42.32%	42.57%
负债和所有者权	2059	2382	2959	3817	4675	净利率(%)	11.30%	17.97%	23.25%	22.39%	22.74%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	3.99%	7.04%	13.22%	14.66%	14.99%	
经营活动现金流	227	119	532	763	879	偿债能力					
净利润	82	168	391	560	701	资产负债率(%)	17%	26%	29%	32%	32%
折旧摊销	59	60	77	92	102	流动比率	4.49	1.98	2.06	2.12	2.32
财务费用	-4	-8	-2	-4	-7	速动比率	4.01	1.76	1.82	1.88	2.08
应收账款减少	-36	-12	191	262	187	营运能力					
预收帐款增加	124	262	256	377	269	总资产周转率	1.47	1.08	1.32	1.92	2.36
投资活动现金流	-326	-494	-120	-100	-100	应收账款周转率	6.43	6.85	8.40	8.20	7.57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.59	3.19	3.44	3.85	8.62
长期股权投资减少	-223	-299	-120	-100	-100	每股指标(元)					
投资收益	2	21	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.31	0.72	1.03	1.29
筹资活动现金流	584	-154	-69	-74	-105	每股净现金流(最新)	0.91	-0.97	0.63	1.09	1.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.09	3.26	3.88	4.77	5.86
长期借款增加	-202	4	-16	0	0	估值比率					
普通股增加	824	9	0	0	0	P/E	99.47	48.79	20.91	14.62	11.67
资本公积增加	768	-351	0	0	0	P/B	4.89	4.64	3.89	3.17	2.58
现金净增加额	490	-528	343	589	674	EV/EBITDA	22.30	30.96	13.97	9.24	6.78

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。