

## 维生素价格增长, 利润大增

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017年上半年实现营业收入6.54亿元, 同比增长28.61%, 归属于上市公司股东的净利润1.54亿元, 同比增长129.42%, 经营活动产生的现金流量净额1.49亿元, 同比增长170.78%, EPS 0.29元。公司预计2017年前三季度归属于上市公司股东的净利润2.43亿元-2.72亿元, 同比增长150%-180%。
- **公司是维生素龙头企业。** 公司主要从事维生素和皮革化学品等精细化工品的研发生产和销售。其中, 维生素产品包括维生素B1、B3、K3和维生素B5系列产品, 主要用作饲料添加剂、食品添加剂、医药原料等; 皮革化学品主要包括铬鞣剂和皮革助剂等系列产品, 广泛用于皮革、毛皮的鞣制和加工。公司新增苯二酚及其衍生物、造影剂及其中间体建设项目。其中, 苯二酚及其衍生物广泛应用于食品、饲料、医药、化妆品等多个应用领域; 造影剂及其中间体产品广泛应用于X射线造影检查。公司目前维生素B1、B3、K3、铬鞣剂、皮革助剂产能分别为3200吨、5000吨、3000吨、4.5万吨、2万吨, 尚有1.3万吨维生素B3、5000吨维生素B5项目在建。
- **公司业绩的主要驱动因素是部分产品价格上涨。** 公司三种维生素产品的价格今年价格同比都有一定程度的上涨, 根据我们跟踪的价格显示, 今年上半年, 烟酰胺进口价格68.86元/kg, 烟酸国产价格67.34元/kg, 分别同比增长74%、70%; 维生素K3(MSB96%)国产价格127.82元/kg, 同比增长165%; 维生素B1国产价格372.44元/kg, 同比增长18%。
- **兄弟医药项目建设进展顺利。** 为了进一步丰富公司产品结构、完善产品产业链, 公司成立了江西兄弟医药有限公司, 2015年非公开发行的募投项目正在按计划推进, 公司计划今年下半年正式投产, 受调试、试生产、市场开拓等因素影响, 产能将逐步释放。江西二期的三个项目(苯二酚项目、碘造影剂项目、研发中心项目)仍将按照原计划推进。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑可转债发行、股权激励对公司未来股本的影响, 预计2017-2019年EPS分别为0.65元、0.76元、0.79元, 参考申万化学原料药目前的估值水平(39倍动态市盈率)我们认为给予公司2017年28倍PE较为合适, 对应股价18.20元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 兄弟医药项目进展不达预期的风险, 维生素价格大幅波动的风险, 下游需求下滑的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1063.40	1485.39	1799.94	1870.19
增长率	17.46%	39.68%	21.18%	3.90%
归属母公司净利润(百万元)	167.67	354.06	410.55	426.10
增长率	103.87%	111.16%	15.96%	3.79%
每股收益EPS(元)	0.31	0.65	0.76	0.79
净资产收益率ROE	10.83%	19.36%	18.70%	16.75%
PE	49	23	20	19
PB	4.64	3.93	3.38	2.96

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

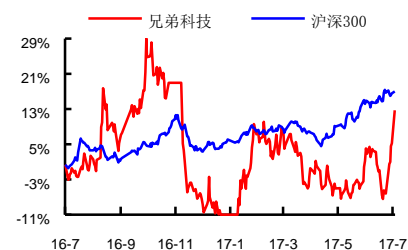
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 021-50755259  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



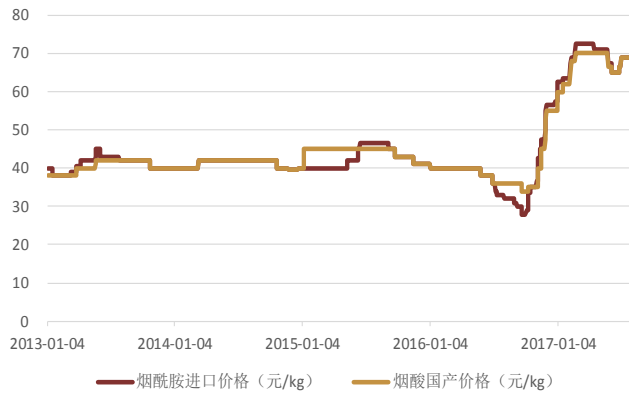
数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.41
流通A股(亿股)	3.07
52周内股价区间(元)	12.01-17.43
总市值(亿元)	81.81
总资产(亿元)	23.98
每股净资产(元)	3.45

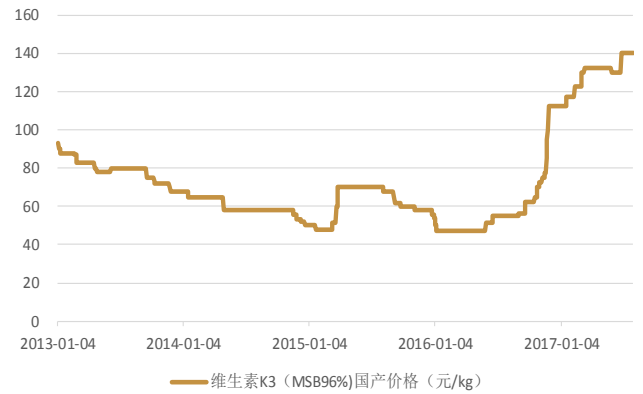
### 相关研究

图 1：烟酰胺进口价格、烟酸国产价格走势



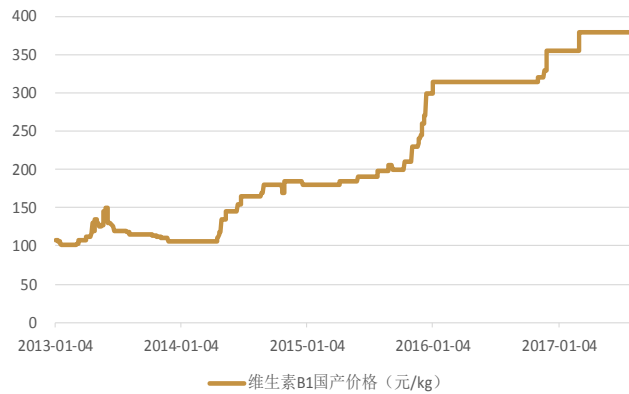
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：维生素 K3（MSB96%）国产价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：维生素 B1 国产价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

**关键假设：**

假设 1：预计未来三年维生素价格仍将维持目前高位，江西项目一期维生素 B3、B5 等产品产能 2018 年开始释放，预计 2017-2019 年精细化工品销量为 6.3 万吨、7.8 万吨、8.1 万吨，售价 2.35 万元/吨、2.3 万元/吨、2.3 万元/吨，毛利率 50%、48.5%、48.5%；

假设 2：暂不考虑江西项目二期投产对公司的影响。

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
合计	收入	1063.40	1485.39	1799.94	1870.19
	增速	17.5%	39.7%	21.2%	3.9%
	成本	658.42	740.73	924.52	960.21
	毛利率	38.1%	50.1%	48.6%	48.7%
精细化工品	收入	1059.30	1480.48	1794.04	1863.11
	增速	17.4%	39.8%	21.2%	3.9%
	成本	658.04	740.24	923.93	959.50
	毛利率	37.9%	50.0%	48.5%	48.5%
其他	收入	4.10	4.92	5.90	7.08
	增速	21.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	0.38	0.49	0.59	0.71
	毛利率	90.8%	90.0%	90.0%	90.0%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1063.40	1485.39	1799.94	1870.19	净利润	191.05	415.09	476.73	496.36
营业成本	658.42	740.73	924.52	960.21	折旧与摊销	60.03	90.39	135.08	151.84
营业税金及附加	10.82	10.49	15.52	14.66	财务费用	-8.04	-7.86	-10.45	-10.49
销售费用	53.17	70.33	86.82	89.65	资产减值损失	-2.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	134.07	185.67	224.99	233.77	经营营运资本变动	-67.08	-458.46	-94.85	-27.13
财务费用	-8.04	-7.86	-10.45	-10.49	其他	-54.89	0.76	-0.36	0.05
资产减值损失	-2.44	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>118.64</b>	<b>39.92</b>	<b>506.14</b>	<b>610.64</b>
投资收益	20.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-549.66	-700.00	-500.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	55.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-494.27</b>	<b>-700.00</b>	<b>-500.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>238.03</b>	<b>486.02</b>	<b>558.55</b>	<b>582.38</b>	短期借款	-1.00	634.53	85.67	-431.99
其他非经营损益	-8.45	-1.73	-2.25	-2.73	长期借款	1.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>229.59</b>	<b>484.29</b>	<b>556.30</b>	<b>579.65</b>	股权融资	-80.06	0.00	0.00	0.00
所得税	38.53	69.21	79.57	83.29	支付股利	0.00	-33.53	-70.81	-82.11
净利润	191.05	415.09	476.73	496.36	其他	-73.54	-10.64	10.45	10.49
少数股东损益	23.38	61.03	66.18	70.26	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-153.60</b>	<b>590.35</b>	<b>25.31</b>	<b>-503.61</b>
归属母公司股东净利润	167.67	354.06	410.55	426.10	<b>现金流量净额</b>	<b>-527.52</b>	<b>-69.73</b>	<b>31.45</b>	<b>7.03</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	218.27	148.54	179.99	187.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	226.24	363.86	417.60	432.21	销售收入增长率	17.46%	39.68%	21.18%	3.90%
存货	129.59	151.90	189.24	195.80	营业利润增长率	116.47%	104.18%	14.92%	4.27%
其他流动资产	550.18	768.51	931.25	967.59	净利润增长率	86.69%	117.26%	14.85%	4.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	75.14%	96.03%	20.16%	5.94%
投资性房地产	7.45	7.45	7.45	7.45	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1113.70	1727.26	2096.13	2048.23	毛利率	38.08%	50.13%	48.64%	48.66%
无形资产和开发支出	87.00	83.05	79.11	75.17	三费率	16.85%	16.71%	16.74%	16.73%
其他非流动资产	49.62	49.62	49.62	49.62	净利率	17.97%	27.94%	26.49%	26.54%
<b>资产总计</b>	<b>2382.05</b>	<b>3300.19</b>	<b>3950.38</b>	<b>3963.09</b>	ROE	10.83%	19.36%	18.70%	16.75%
短期借款	2.00	636.53	722.20	290.20	ROA	8.02%	12.58%	12.07%	12.52%
应付和预收款项	526.84	444.73	597.38	626.67	ROIC	14.48%	18.89%	15.82%	15.27%
长期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA/销售收入	27.27%	38.28%	37.96%	38.70%
其他负债	88.06	74.37	80.33	81.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>617.90</b>	<b>1156.63</b>	<b>1400.91</b>	<b>999.36</b>	总资产周转率	0.48	0.52	0.50	0.47
股本	541.44	541.40	541.40	541.40	固定资产周转率	1.79	1.22	0.94	0.90
资本公积	841.77	841.81	841.81	841.81	应收账款周转率	6.85	7.73	7.17	6.70
留存收益	415.50	736.02	1075.76	1419.75	存货周转率	4.74	5.19	5.35	4.94
归属母公司股东权益	1764.15	2082.53	2422.27	2766.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	61.03	127.21	197.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1764.15</b>	<b>2143.56</b>	<b>2549.48</b>	<b>2963.73</b>	资产负债率	25.94%	35.05%	35.46%	25.22%
负债和股东权益合计	2382.05	3300.19	3950.38	3963.09	带息债务/总负债	0.49%	55.12%	51.62%	29.14%
					流动比率	1.98	1.30	1.27	1.88
					速动比率	1.76	1.16	1.13	1.67
					股利支付率	0.00%	9.47%	17.25%	19.27%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	290.03	568.55	683.17	723.73	每股收益	0.31	0.65	0.76	0.79
PE	48.79	23.11	19.93	19.20	每股净资产	3.26	3.85	4.47	5.11
PB	4.64	3.93	3.38	2.96	每股经营现金	0.22	0.07	0.93	1.13
PS	7.69	5.51	4.54	4.37	每股股利	0.00	0.06	0.13	0.15
EV/EBITDA	27.27	15.12	12.66	11.35					
股息率	0.00%	0.41%	0.87%	1.00%					

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
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