

2017年08月01日

兄弟科技 (002562.SZ)

公司快报

涨价驱动业绩爆发，环保收紧利好有望持续

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 653,68 万元，同比增长 28.61%；归母净利润 15,447 万元，同比增长 129.42%。
- ◆ **维生素大幅提价促业绩高增长：**公司 2017 年上半年归母净利润大幅增长的原因主要是维生素产品提价带来的收益，而这轮提价始于环保收紧后供给端的收紧。2017 年以来，随着环保部门加大对京津冀周边地区的督查力度，多个原料药生产大省也被列为重点督查对象。不少企业因环保不达标被限产或停产，减少了维生素的供应，从而导致维生素的快速涨价。相应地，公司维生素产品的平均毛利率由 2016 年上半年的 34.13% 飙升至 58.04%。同时，由于维生素供应的减少，下游企业大量补库存，反过来又刺激了维生素销售额的增长，导致 2017 年二季度公司营业收入同比增长 51.57%，环比增长 28.67%。目前维生素的产能主要在中国，海外市场的竞争压力相对较小，毛利率也更高，因此公司近年来积极拓展国际市场，销往国外的产品比重逐年增长，2016 年开始海外的销售额超过了国内，今年上半年差距进一步拉大，这也是引起毛利率增高的一个因素。
- ◆ **皮革化学品业务影响驱小：**公司的另一个业务板块——皮革化学品 2017 年上半年的销售额同比维持稳定，但由于市场竞争加剧等原因，毛利率同比下降了 6 个百分点。皮革化学品近年来对公司利润贡献的比重越来越小，2017 年上半年仅为 5.40%，对公司的业绩影响不大，预计未来会进一步缩小。受益于本轮维生素提价，公司今年的归母净利润同比增幅预计超过 100%。
- ◆ **环保监管不断加强，维生素价格有望持续坚挺：**公司目前的维生素系列产品主要是维生素 B1、维生素 B3（烟酰胺和烟酸）、维生素 K3 和维生素 B5（泛酸钙）。根据 Wind 数据，（1）维生素 B1 的价格自 2014 年二季度开始进入增长周期，本轮价格的强势增长已维持了 3 年，超高速增长阶段已过，目前价格增速有所放缓；（2）维生素 B3 的价格此前几年间始终处于低位，2016 年四季度至 2017 年一季度末价格处于增长期，2017 年二季度开始趋于稳定。公司目前维生素 B3 的产能是 5000 吨，在建的产能有 13000 吨，即将投产。由于公司一次性向市场注入大量的维生素 B3 供应量，预计未来维生素 B3 价格将会有所回调；（3）维生素 K3 的价格自 2016 年二季度末达到历史低点后一直高速增长，目前增速有所放缓，但仍处于增长周期；（4）维生素 B5 的价格自 2016 年以来总体趋于快速增长，目前已达到 500 元/千克，是历史低点的 10 倍。公司的 5000 吨维生素 B5 生产线即将投产。目前市场上总产能在 27000 吨左右，随着公司产能的注入，预计维生素 B5 的价格会有所下降。总体来看，公司主要的几种维生素产品的价格目前均处于上行周期，虽然公司维生素 B3 和 B5 产能的释放会对市场价格带来一些负面影响，但现在正处于国家严格控制环境污染的时期，未来环保政策也将持续收紧，导致一些污水、废气等处理能力弱的小企业无法生存，因此即使未来维生素的价格出现回落，也有望保持在较高水平，对公司来说是长期利好。

基础化工 | 其他化学制品 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 18.25 元

股价(2017-07-31) 15.11 元

交易数据

总市值（百万元） 8,180.52

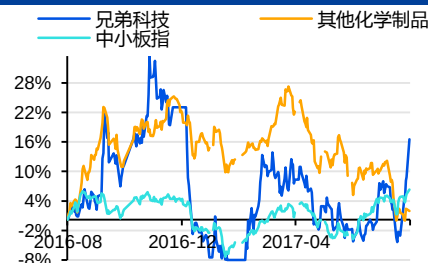
流通市值（百万元） 4,633.59

总股本（百万股） 541.40

流通股本（百万股） 306.66

12 个月价格区间 11.30/17.73 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.09	7.02	3.25
绝对收益	9.65	13.27	7.98

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20655643

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsc.cn

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20655738

相关报告

兄弟科技：三季报点评：归母净利润同比增 78.41%，全年业绩高增长几成定局
 2015-11-02

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.73、0.92 和 0.96 元。综合考虑目前投资偏好，我们维持公司买入-A 评级，6 个月目标价为 18.25 元，相当于 2017 年 25 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**环保风险，市场竞争加剧，维生素价格波动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	905.3	1,063.4	1,674.1	2,245.6	2,803.5
同比增长(%)	13.0%	17.5%	57.4%	34.1%	24.8%
营业利润(百万元)	110.0	238.0	523.2	659.5	702.0
同比增长(%)	150.5%	116.5%	119.8%	26.1%	6.4%
净利润(百万元)	82.2	167.7	393.8	498.5	521.9
同比增长(%)	105.4%	103.9%	134.9%	26.6%	4.7%
每股收益(元)	0.15	0.31	0.73	0.92	0.96
PE	99.5	48.8	20.8	16.4	15.7
PB	4.9	4.6	3.9	3.3	2.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

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	1,674.1	2,245.6	2,803.5	年增长率					
减:营业成本	673.8	658.4	864.5	1,235.1	1,682.1	营业收入增长率	13.0%	17.5%	57.4%	34.1%	24.8%
营业税费	3.6	10.8	10.3	15.2	21.6	营业利润增长率	150.5%	116.5%	119.8%	26.1%	6.4%
销售费用	38.1	53.2	44.0	67.4	81.3	净利润增长率	105.4%	103.9%	134.9%	26.6%	4.7%
管理费用	73.8	134.1	234.4	276.2	330.8	EBITDA 增长率	70.4%	75.3%	100.5%	25.2%	7.7%
财务费用	-3.7	-8.0	-1.1	-2.8	-4.6	EBIT 增长率	149.5%	116.4%	127.0%	25.8%	6.2%
资产减值损失	12.0	-2.4	6.5	5.3	3.1	NOPLAT 增长率	165.6%	100.1%	134.3%	26.4%	4.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.3%	63.3%	18.8%	-9.6%	19.2%
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%	21.0%	21.9%	17.4%
营业利润	110.0	238.0	523.2	659.5	702.0	盈利能力					
加:营业外净收支	3.8	-8.4	-0.8	-1.8	-3.7	毛利率	25.6%	38.1%	48.4%	45.0%	40.0%
利润总额	113.7	229.6	522.3	657.6	698.3	营业利润率	12.1%	22.4%	31.3%	29.4%	25.0%
减:所得税	11.4	38.5	73.6	89.7	103.6	净利润率	9.1%	15.8%	23.5%	22.2%	18.6%
净利润	82.2	167.7	393.8	498.5	521.9	EBITDA/营业收入	18.3%	27.2%	34.7%	32.4%	27.9%
						EBIT/营业收入	11.7%	21.6%	31.2%	29.2%	24.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	17.2%	25.9%	20.7%	29.5%	30.8%
货币资金	776.9	218.3	303.3	947.6	1,082.7	负债权益比	20.8%	35.0%	26.0%	41.8%	44.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.49	1.98	2.29	1.83	1.78
应收帐款	202.0	155.5	337.4	224.0	352.3	速动比率	4.01	1.76	1.84	1.56	1.46
应收票据	18.8	60.2	60.8	97.7	89.2	利息保障倍数	-28.96	-28.61	-487.92	-232.30	-152.01
预付帐款	2.7	10.6	6.3	16.4	16.1	营运能力					
存货	144.2	129.6	231.7	283.1	418.1	固定资产周转天数	185	201	158	126	109
其他流动资产	207.8	550.2	253.1	337.0	380.1	流动营业资本周转天数	106	110	79	25	-8
可供出售金融资产	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7	流动资产周转天数	407	419	249	248	273
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	81	61	53	45	37
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	56	46	39	41	45
投资性房地产	-	7.4	7.4	7.4	7.4	总资产周转天数	652	752	545	511	520
固定资产	472.5	714.2	757.4	810.8	884.2	投资资本周转天数	337	418	360	278	231
在建工程	143.7	399.5	588.4	810.8	1,016.4	费用率					
无形资产	84.7	87.0	107.0	114.8	127.4	销售费用率	4.2%	5.0%	2.6%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	5.1	48.8	37.6	38.0	41.5	管理费用率	8.2%	12.6%	14.0%	12.3%	11.8%
资产总额	2,059.1	2,382.0	2,690.8	3,688.3	4,416.1	财务费用率	-0.4%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
短期债务	3.0	2.0	-	-	-	三费/营业收入	12.0%	16.9%	16.6%	15.2%	14.5%
应付帐款	140.6	292.1	152.9	513.1	468.0	投资回报率					
应付票据	111.4	179.3	301.0	453.8	761.1	ROE	4.9%	9.5%	18.9%	20.1%	18.3%
其他流动负债	46.1	93.2	67.0	73.4	87.6	ROA	5.0%	8.0%	16.7%	15.4%	13.5%
长期借款	-	1.0	-	-	-	ROIC	12.7%	20.4%	29.3%	31.2%	36.1%
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	556.0	1,086.4	1,360.6	DPS(元)	-	0.10	0.21	0.19	0.26
少数股东权益	33.5	-	54.9	124.4	197.2	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%	1.4%	1.2%	1.7%
留存收益	1,440.8	1,257.3	1,538.4	1,936.0	2,316.8						
股东权益	1,705.0	1,764.1	2,134.8	2,601.9	3,055.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	102.3	191.1	393.8	498.5	521.9	EPS(元)	0.15	0.31	0.73	0.92	0.96
加:折旧和摊销	59.3	60.0	58.7	70.4	85.6	BVPS(元)	3.09	3.26	3.84	4.58	5.28
资产减值准备	12.0	-2.4	-	-	-	PE(X)	99.5	48.8	20.8	16.4	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.6	3.9	3.3	2.9
财务费用	-3.5	-6.9	-1.1	-2.8	-4.6	P/FCF	-27.0	-19.4	84.6	12.1	39.5
投资损失	-2.3	-20.6	-7.7	-10.2	-12.8	P/S	9.0	7.7	4.9	3.6	2.9
少数股东损益	20.1	23.4	54.9	69.5	72.8	EV/EBITDA	20.3	27.4	13.6	10.1	9.3
营运资金的变动	-86.1	-443.6	-24.0	457.8	-27.0	CAGR(%)	77.1%	46.0%	125.8%	77.1%	46.0%
经营活动产生现金流量	227.4	118.6	474.7	1,083.1	635.8	PEG	1.3	1.1	0.2	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-325.7	-494.3	-302.8	-343.9	-364.4	ROIC/WACC	1.2	1.9	2.8	3.0	3.4
融资活动产生现金流量	584.2	-153.6	-86.9	-94.9	-136.4						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn