



小品种维生素涨价持续

——兄弟科技（002562）三季度财报点评

2017 年 10 月 25 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 3 季报：前 3 季度实现营业收入 10.79 亿元，YoY+46%，归母净利润 2.51 亿元，YoY+158%，EPS 0.46 元，经营活动现金流 0.35 亿元。其中，第 3 季度单季实现营业收入 4.25 亿元，YoY+85%，QoQ+16%，归母净利润 0.96 亿元，YoY+222%，QoQ+8%，EPS 0.18 元。

公司预计 2017 年全年净利润区间 4.44~4.95 亿元，YoY+165~195%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	265.59	242.66	229.96	325.19	285.86	367.81	425.27
增长率（%）	44.20%	6.41%	3.37%	20.18%	7.63%	51.57%	84.94%
毛利率（%）	29.64%	32.56%	32.44%	53.09%	46.86%	49.53%	44.82%
期间费用率（%）	11.29%	14.12%	16.57%	23.63%	19.46%	19.13%	16.28%
营业利润率（%）	19.61%	21.07%	18.57%	28.33%	27.22%	29.67%	27.46%
净利润（百万元）	33.28	34.05	29.90	70.44	65.54	88.93	96.29
增长率（%）	155.73%	85.78%	81.25%	104.73%	96.92%	161.20%	222.05%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.06	0.06	0.13	0.12	0.16	0.18
资产负债率（%）	17.69%	25.36%	23.65%	25.94%	23.39%	22.10%	22.89%
净资产收益率（%）	1.95%	2.08%	1.79%	3.99%	3.58%	4.76%	4.90%
总资产收益率（%）	1.56%	1.55%	1.36%	2.96%	2.74%	3.71%	3.78%

观点：

小品种维生素产品持续涨价，预期将增厚 4 季度业绩。因环保趋严，公司主要维生素产品及其原料供应紧张，3 季度至今产品大幅涨价。其中，VB1 价格由 6 月初上涨 61%至现价 610 元/千克，VB3 价格上涨 17%至 78 元/千克，VK3 价格上涨 19%至 155 元/千克。由于部分长单影响，预计公司产品涨价带来的业绩增量将从 4 季度起开始体现。

VB5 新产能投放在即。VB5 全球供需格局较为稳定，全球产能约 2.5 万吨，需求约 2 万吨，预计每年以 2~3% 的速度增长。因 3 季度山东地区环保核查影响，山东新发、华辰的 VB5 产能受限，行业供应紧缺，VB5 价格 3 季度以来跳涨 214%至 675 元/千克。公司江西基地的 5000 吨 VB5 新产能目前处于试生产阶段尾声，预期产能释放在即。

江西基地建设稳步推进。①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预计投产在即。②江西基地二期 3 个项目按计划推进。公司拟公开发行可转债募集资金 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%。目前可转债发行申请已获证监会核准批复。此外，年产 1000 吨碘造影剂及其中间体建设项目也在推进。

结论：

我们预计公司2017~2019年净利润分别为4.62亿元、7.64亿元、9.73亿元，EPS分别为0.85元、1.41元、1.80元。目前股价对应P/E分别为21倍、13倍、10倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

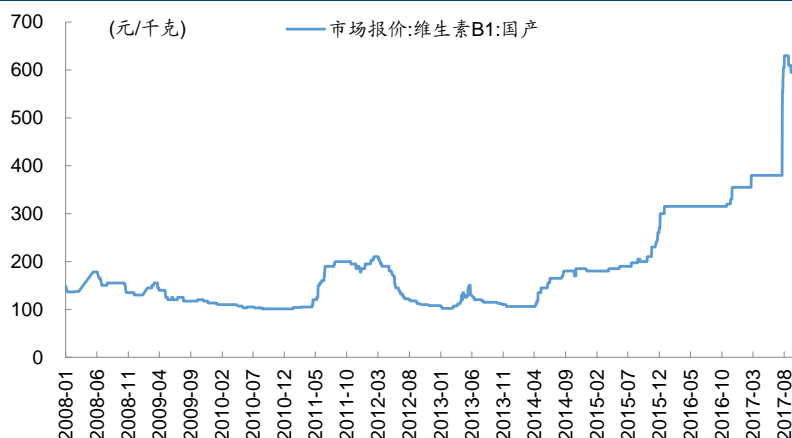
产品价格下滑；项目建设进度不及预期；新业务市场推广不及预期。

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）
维生素	维生素 B1	2000	2000
	维生素 B3	5000	13000
	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

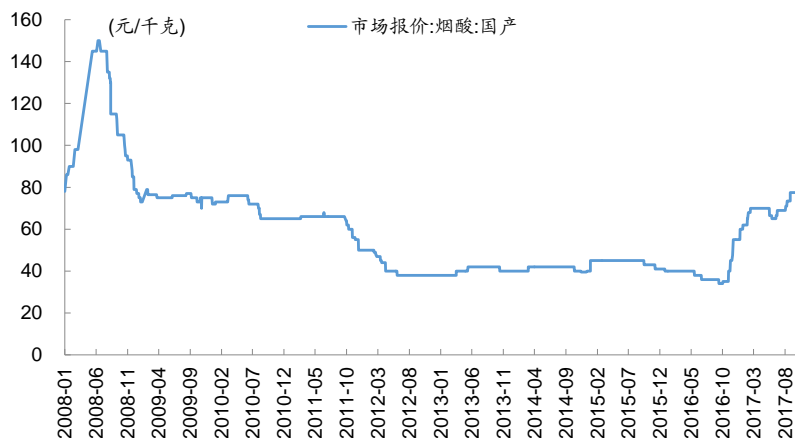
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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



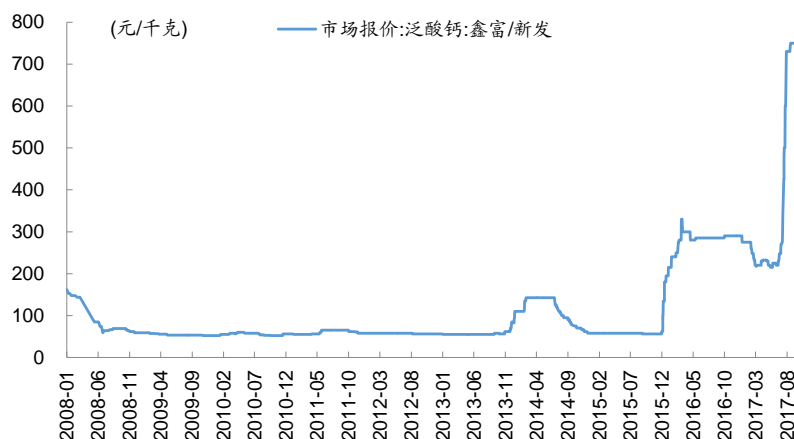
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 3：维生素 K3 产品价格



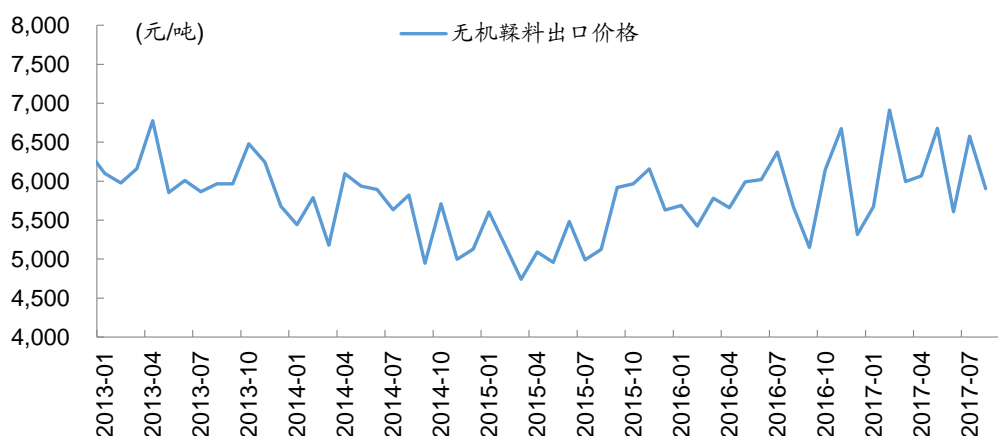
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 4：维生素 B5 产品价格



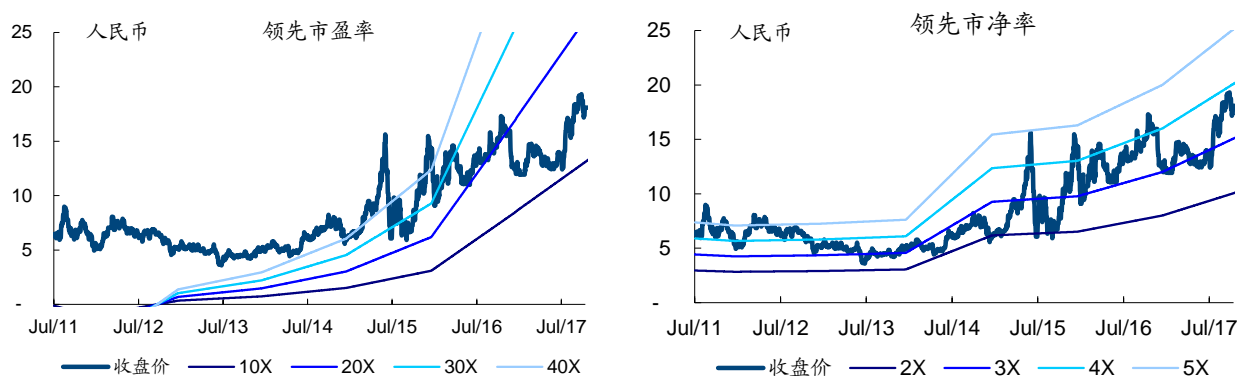
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 5：无机鞣料出口价格



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

图 6：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	1654	2730	3815	营业收入	905	1063	1675	2729	3397
货币资金	777	218	578	1336	2219	营业成本	677	669	889	1391	1712
应收账款	155	155	244	398	495	营业税金及附加	4	11	17	28	35
其他应收款	47	0	14	22	27	营业费用	38	53	67	136	170
预付款项	3	11	1	1	1	管理费用	74	134	151	273	340
存货	144	130	172	268	330	财务费用	-4	-8	-2	-4	-8
其他流动资产	227	610	645	705	742	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	570	932	1183
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	2954	4038	5121	利润总额	114	230	556	918	1169
流动负债合计	301	567	731	1143	1406	所得税	11	39	93	154	196
短期借款	3	2	2	2	2	净利润	102	191	462	764	973
应付账款	123	271	359	561	690	少数股东损益	-20	-23	0	0	0
预收款项	12	11	17	28	35	归属母公司净利润	82	168	462	764	973
一年内到期的非流	12	16	0	0	0	EBITDA	90	198	554	914	1161
非流动负债合计	53	51	51	51	51	BPS (元)	0.15	0.31	0.85	1.41	1.80
长期借款	0	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	354	618	782	1194	1457	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%	57.49%	62.92%	24.49%
实收资本(或股本)	270	541	541	541	541	营业利润增长	150.50	116.47	139.30	63.66%	26.92%
资本公积	1193	842	842	842	842	归属于母公司净利润	105.44	103.87	175.71	65.28%	27.34%
未分配利润	208	381	789	1461	2281	获利能力					
归属母公司股东权	1672	1764	2172	2844	3664	毛利率(%)	25.17%	37.07%	46.91%	49.01%	49.60%
负债和所有者权	2059	2382	2954	4038	5121	净利率(%)	11.30%	17.97%	27.60%	28.00%	28.64%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	3.99%	7.04%	15.65%	18.92%	19.00%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.12%	10.83%	21.28%	26.87%	26.55%
经营活动现金流	227	119	549	946	1128	偿债能力					
净利润	82	168	462	764	973	资产负债率(%)	17%	26%	26%	30%	28%
折旧摊销	59	60	77	92	102	流动比率	4.49	1.98	2.26	2.39	2.71
财务费用	-4	-8	-2	-4	-8	速动比率	4.01	1.76	2.03	2.15	2.48
应收账款减少	-36	-12	169	318	202	营运能力					
预收帐款增加	124	262	181	412	263	总资产周转率	1.47	1.08	1.31	2.09	2.60
投资活动现金流	-326	-494	-120	-100	-100	应收账款周转率	6.43	6.85	8.39	8.50	7.61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.59	3.38	3.64	4.36	9.85
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	0.85	1.41	1.80
筹资活动现金流	584	-154	-69	-88	-145	每股净现金流(最新)	0.91	-0.97	0.66	1.40	1.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.09	3.26	4.01	5.25	6.77
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	119.03	58.38	21.18	12.81	10.06
资本公积增加	768	-351	0	0	0	P/B	5.86	5.55	4.51	3.44	2.67
现金净增加额	490	-528	360	758	883	EV/EBITDA	27.69	37.19	14.60	8.40	5.99

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、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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法律责任。

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。