

维生素涨价，公司受益显著

——兄弟科技（002562）事件点评

2018年11月23日

强烈推荐/维持

兄弟科技 事件点评

事件：

近期，维生素价格底部回暖。兄弟科技作为多种维生素生产的龙头企业，受益显著。

主要观点：

1. 维生素底部回暖态势显著

2017年-2018年，维生素价格经历了一轮过山车行情。在2017年由于环保强化、园区集中整治等因素导致维生素生产集中度进一步提升，且生产成本显著提高，并带来了维生素供需格局出现阶段性失衡，导致大部分维生素价格大幅上涨。但进入2018年由于新增供给密集达产的预期，维生素价格先于供给大幅实际增长就已经快速下跌了。目前维生素价格已经逼近到大部分厂家的成本线，底部回暖态势明显。

2. 新增产能进一步打开增长空间

公司在江西计划建设1500亩的新园区，将主要围绕苯二酚（主要是对苯二酚和邻苯二酚）打造香料和原料药的生产基地，并且计划设计建设柔性产能，可以根据市场情况灵活调整各个产品的生产比例，从而减少产品价格剧烈波动对于公司业绩的影响。

结论：

我们看好维生素底部回暖以及公司在苯二酚等领域的扩展。预计公司2018~2020年净利润分别为1.13亿元、0.93亿元、1.17亿元，EPS分别为0.13元、0.11元、0.13元。目前股价对应P/E分别为39倍、47倍、37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。

分析师

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆仑

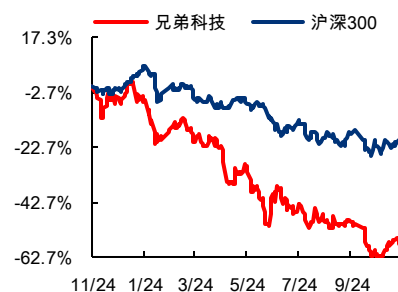
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	5.06-18.03
总市值（亿元）	43.82
流通市值（亿元）	25.19
总股本/流通A股（万股）	86609/49790
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.38

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

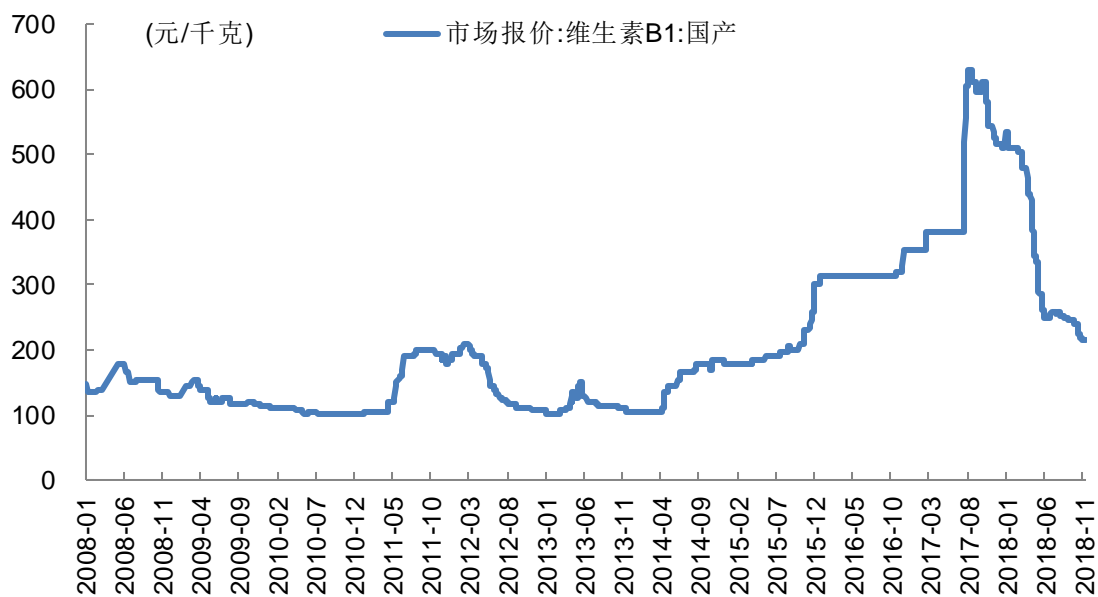
- 1、《兄弟科技（002562）3季报点评：小品种维生素涨价持续》2017-10-25
- 2、《兄弟科技（002562）中报点评：维生素涨价潮持续》2017-08-01
- 3、《兄弟科技（002562）年报点评：业绩超预期，维生素涨价潮有望持续》2017-03-08

表 1：公司产品产能结构

产品		产能（吨）
维生素	维生素 B1	3200
	维生素 B3	13000
	维生素 K3	3000
	维生素 B5	5000
皮革化学品	铬鞣剂	45000
	皮革助剂	20000

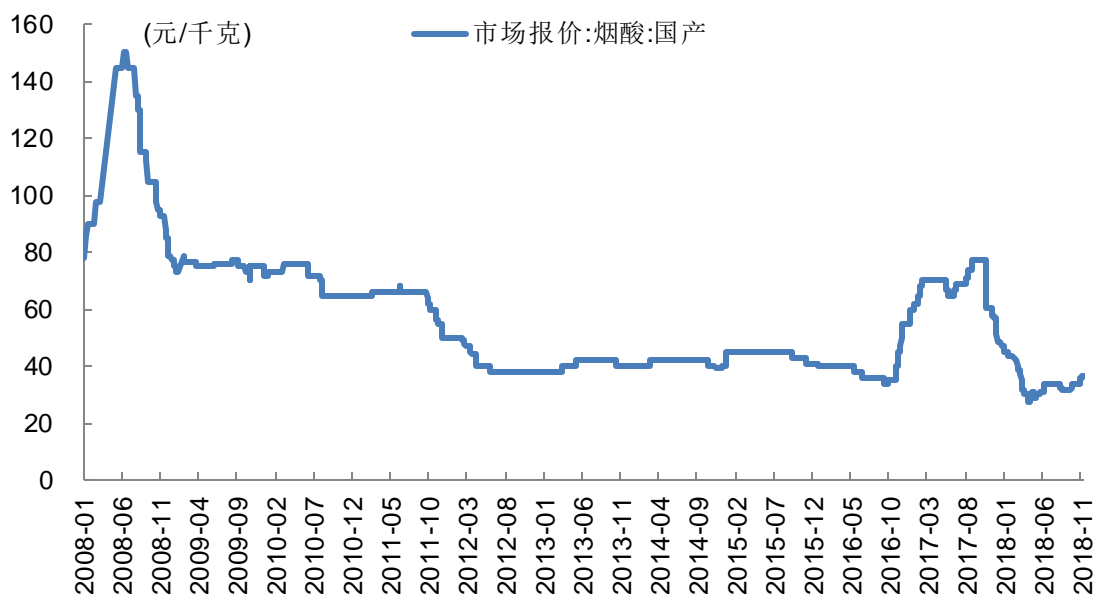
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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（烟酸）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



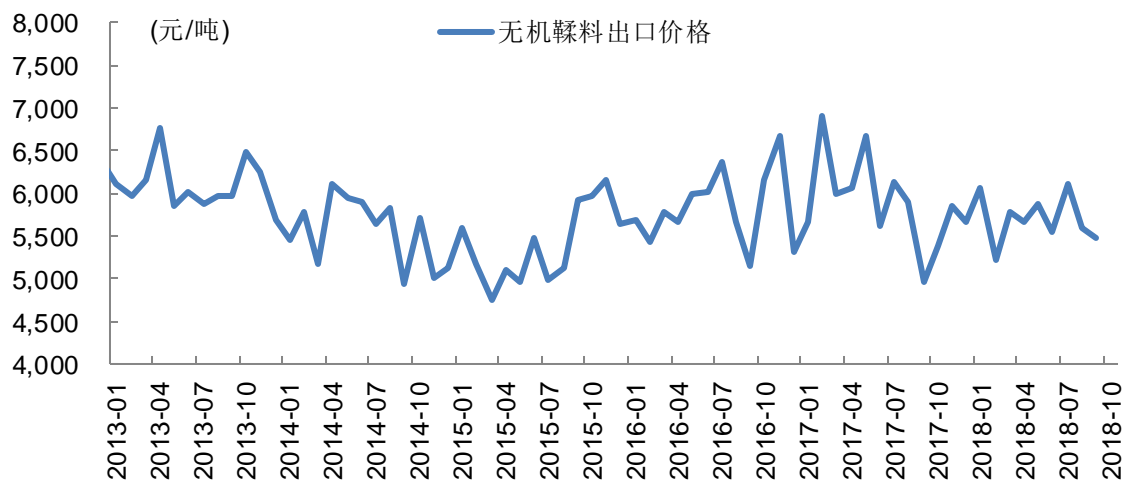
资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

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

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	1124	1929	2165	2459	2836	营业收入	1063	1565	1585	1884	2287
货币资金	218	310	405	522	683	营业成本	669	835	1182	1460	1774
应收账款	155	290	294	350	424	营业税金及附加	11	19	19	23	28
其他应收款	0	2	20	25	30	营业费用	53	41	42	49	60
预付款项	11	14	2	2	3	管理费用	134	201	204	242	294
存货	130	307	437	540	656	财务费用	-8	15	16	15	13
其他流动资产	610	1006	1007	1020	1038	资产减值损失	-2	8	0	0	0
非流动资产合计	1258	1536	1509	1469	1399	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	21	10	0	0	0
固定资产	714	1254	1316	1275	1221	营业利润	238	474	142	118	147
无形资产	87	123	117	111	105	营业外收入	6	0	0	0	0
其他非流动资产	457	160	76	83	73	营业外支出	14	10	10	10	10
资产总计	2382	3465	3674	3927	4235	利润总额	230	472	133	109	137
流动负债合计	567	610	814	1005	1221	所得税	39	69	19	16	20
短期借款	2	2	2	2	2	净利润	191	403	113	93	117
应付账款	271	256	365	451	548	少数股东损益	-23	0	0	0	0
预收款项	11	8	8	10	12	归属母公司净利润	168	403	113	93	117
一年内到期的非	16	36	0	0	0	EBITDA	198	487	149	123	150
非流动负债合计	51	570	570	570	570	EPS (元)	0.19	0.47	0.13	0.11	0.13
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	0	527	527	527	527		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	618	1179	1384	1575	1791	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.46%	47.13%	1.34%	18.85%	21.39%
实收资本 (或股	541	541	866	866	866	营业利润增长	116.47%	99.05%	-70.00%	-16.77%	23.89%
资本公积	842	851	851	851	851	归属于母公司净利	103.87%	140.38%	-71.93%	-17.97%	25.99%
未分配利润	381	893	573	635	727	获利能力					
归属母公司股东	1764	2286	2290	2353	2445	毛利率 (%)	37.07%	46.66%	25.47%	22.54%	22.46%
负债和所有者权	2382	3465	3674	3927	4235	净利率 (%)	17.97%	25.76%	7.13%	4.92%	5.11%
现金流量表						总资产净利润 (%)	7.04%	11.63%	3.08%	2.36%	2.76%
单位: 百万元						ROE (%)	10.83%	17.63%	4.94%	3.94%	4.78%
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		偿债能力					
经营活动现金流	119	123	375	281	300	资产负债率 (%)	26%	34%	38%	40%	42%
净利润	168	403	113	93	117	流动比率	1.98	3.16	2.66	2.45	2.32
折旧摊销	60	113	147	160	169	速动比率	1.76	2.66	2.12	1.91	1.79
财务费用	-8	15	16	15	13	营运能力					
应收账款减少	-12	328	141	177	215	总资产周转率	1.08	1.12	1.04	1.27	1.60
预收帐款增加	262	24	240	191	216	应收账款周转率	6.85	7.03	5.43	5.85	5.91
投资活动现金流	-494	-654	-120	-120	-100	应付账款周转率	4.04	5.04	3.88	3.77	8.34
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	-299	-338	-120	-120	-100	每股收益 (最新摊	0.19	0.47	0.13	0.11	0.13
投资收益	21	10	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.97	0.17	0.18	0.22	0.30
筹资活动现金流	-154	633	-160	-45	-38	每股净资产 (最新摊	3.26	4.22	2.64	2.72	2.82
应付债券增加	0	687	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	4	-141	-36	0	0	P/E	26.14	10.87	38.74	47.23	37.49
普通股增加	9	0	0	0	0	P/B	1.55	1.20	1.91	1.86	1.79
资本公积增加	-351	9	0	0	0	EV/EBITDA	9.85	4.98	15.23	15.48	13.24
现金净增加额	-528	94	95	116	162						

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。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事化工行业研究工作，2017 年 6 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 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。