

业绩拐点显现，成长启动元年

投资要点

- **推荐逻辑：**维生素景气反转，VB1 子公司复产受益景气行情，带动公司维生素业务全面回暖，业绩迎来拐点，同时 2020 年香料、造影剂开始贡献增量，成长空间打开，预计 2019-2021 净利润分别 0.44、2.39、3.11 亿元，3 年复合增速 140%。
- **维生素景气反转，公司业绩迎拐点。**2018 年下半年供给侧改革带来的维生素景气周期结束，VB1、VB3、VK3、VB5 价格从高位大幅回落，2019 年除 VB5 外其他品种价格持续低迷，部分品种处于行业亏损状态，维生素利润贡献占公司比重 90% 以上，加上公司 VB1 子公司受响水事故影响暂时关停，拖累公司 2018、2019 年业绩。**我们认为 2020 年公司将迎来业绩拐点**，第一，公司 VK3、VB1、VB3 等品种周期底部整理相对已充分，2019 年由于价格低迷，部分企业甚至亏损，随着亏损加重迫使市场竞争趋于缓和，竞争格局逐步稳定。第二，2020 年以来疫情作为催化剂，加速了 VK3、VB1、VB3 品种景气向上，VB1、VB3、VK3 较 2019 年涨幅分别 72%、23%、10%，同时公司 VB1 子公司已通过复产审批，将受益此轮行业景气，维生素业务全面回暖，公司业绩迎来拐点。
- **新一轮收获期开启，公司重回成长通道。**2017 年启动建设的二期苯二酚及衍生物、碘造影剂项目已试生产，2020 年将开始为公司带来业绩增量。同时，随着产能释放，公司正式步入香料和医药领域，未来周期波动较大的维生素业务比重将下降。苯二酚及衍生物一期项目包括 1 万吨苯二酚、1.5 万吨苯二酚衍生物（含 3000 吨香兰素、2500 吨乙基香兰素），可根据市场调节苯二酚、香兰素产品结构，抗风险能力提高，同时香兰素作为全球大宗香料品种，市场前景好，为公司带来业绩增量。造影剂项目已试生产，规划造影剂产能 1000 吨，预计年中开始供货中间体，后期有望成为造影剂原料药供应商，打开公司新的业务领域，碘造影剂是公司正式开启医药业务的重要项目，未来公司还会在医药领域不断加码布局，成长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。**维生素景气反转，公司业绩迎来拐点，香料、造影剂投产开启新成长，预计 2019-2021 净利润分别 0.44、2.39、3.11 亿元，3 年复合增速 140%，我们给予公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价 7.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游饲料需求下滑；项目推进或不及预期；维生素价格大幅下滑。

| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1415.02 | 1243.59 | 2323.05 | 2867.75 |
| 增长率 | -9.56% | -12.11% | 86.80% | 23.45% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 21.82 | 44.36 | 239.13 | 311.82 |
| 增长率 | -94.59% | 103.35% | 439.01% | 30.40% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.02 | 0.05 | 0.27 | 0.35 |
| 净资产收益率 ROE | 0.97% | 1.92% | 9.39% | 11.09% |
| PE | 258 | 127 | 24 | 18 |
| PB | 2.49 | 2.43 | 2.21 | 2.00 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

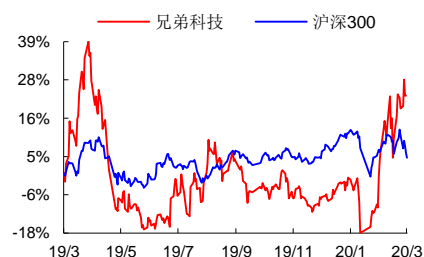
分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 电话：0755-23614278
 邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春
 执业证号：S1250519080005
 电话：021-58351839
 邮箱：zfc@swsc.com.cn

联系人：薛聪
 电话：010-58251919
 邮箱：xuec@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) | 9.02 |
| 流通 A 股(亿股) | 5.39 |
| 52 周内股价区间(元) | 4.17-7.2 |
| 总市值(亿元) | 56.20 |
| 总资产(亿元) | 37.03 |
| 每股净资产(元) | 2.41 |

相关研究

目 录

| | |
|--------------------------|----|
| 1 深耕维生素，布局大健康..... | 1 |
| 2 维生素景气，业绩拐点到来 | 3 |
| 3 步入新一轮收获期，医药业务正式起航..... | 7 |
| 4 盈利预测与投资评级 | 11 |
| 5 风险提示 | 12 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司股权结构..... | 1 |
| 图 2: 2013-2019 年公司营业收入及归母净利润(亿元) | 2 |
| 图 3: 2011-2019 年公司毛利率、净利率、费用率 | 2 |
| 图 4: 2017Q1-2019Q4 收入及归母净利润单季度表现(亿元) | 2 |
| 图 5: 公司主要维生素品种价格(元/kg) | 2 |
| 图 6: 2011-2019H1 固定资产及在建工程(亿元) | 2 |
| 图 7: 2019H1 公司在建工程名称及投入(万元) | 2 |
| 图 8: VB1 下游需求结构 | 3 |
| 图 9: VB1 主要生产企业及竞争格局 | 3 |
| 图 10: VB1 价格走势(元/kg) | 4 |
| 图 11: VB5 下游需求结构 | 4 |
| 图 12: VB5 主要生产企业及竞争格局 | 4 |
| 图 13: VB5 价格走势(元/kg) | 5 |
| 图 14: VB3 下游需求结构 | 5 |
| 图 15: VB3 主要生产企业及竞争格局 | 5 |
| 图 16: VB3 价格走势(元/kg) | 6 |
| 图 17: VK3 下游需求结构 | 6 |
| 图 18: VK3 主要生产企业及竞争格局 | 6 |
| 图 19: VK3 与铬鞣剂联产示意图 | 7 |
| 图 20: VK3 价格走势(元/kg) | 7 |
| 图 21: 全球香精香料市场规模(亿美元) | 8 |
| 图 22: 中国香精香料市场规模(亿元) | 8 |
| 图 23: 邻苯二酚、对苯二酚工艺流程图 | 9 |
| 图 24: 香兰素、乙基香兰素工艺流程 | 9 |
| 图 25: 2017 年全球造影剂市场份额 | 10 |
| 图 26: 2017 年中国造影剂市场份额 | 10 |
| 图 27: 2017 年全球造影剂品种份额 | 10 |
| 图 28: 2012 年中国造影剂品种份额 | 10 |

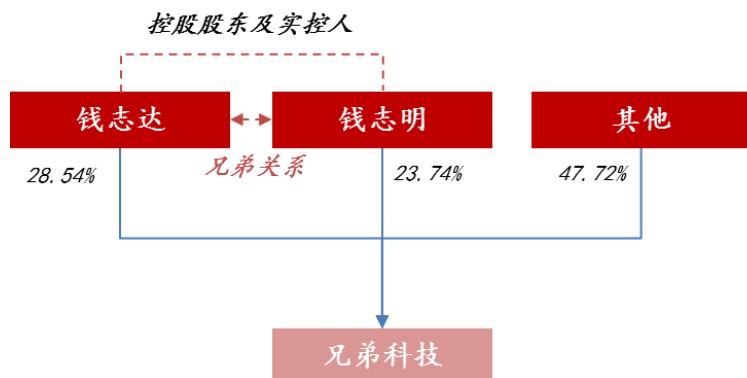
表 目 录

| | |
|---|----|
| 表 1: 公司业务产品对应产能情况 | 1 |
| 表 2: 公司主要维生素品种动态 | 3 |
| 表 3: LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 财务数据..... | 7 |
| 表 4: 江西基地规划(2014 年公告)..... | 7 |
| 表 5: 苯二酚及苯二酚衍生物项目 | 8 |
| 表 6: 香兰素主要应用领域..... | 8 |
| 表 7: 造影剂产品分类..... | 9 |
| 表 8: 公司主营业务拆分 | 11 |
| 表 9: 可比公司相对估值对比 | 12 |
| 附表: 财务预测与估值 | 13 |

1 深耕维生素，布局大健康

兄弟科技股份有限公司成立于 2001 年，前身浙江兄弟化工有限公司，2011 年深交所上市，控股股东和实际控制人为自然人股东钱志达和钱志明先生(兄弟关系)，分别持股比例 28.54% 和 23.74%。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要从事维生素和皮革化学品等产品的研发、生产与销售，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。维生素产品包括维生素 K3、维生素 B1、维生素 B3 和维生素 B5 系列产品，主要用于饲料添加、食品添加、医药原料药、化妆品等领域。

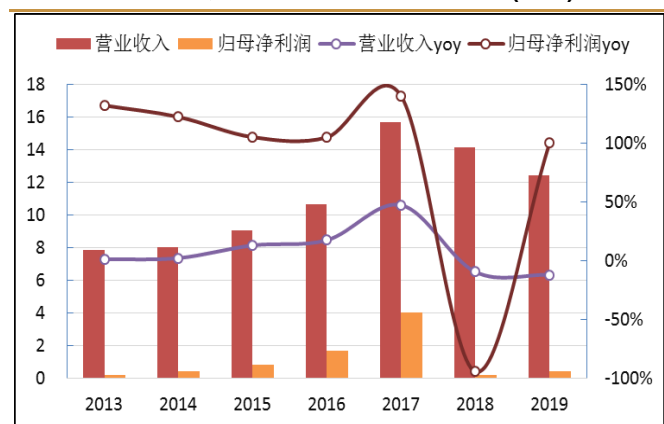
表 1：公司业务产品对应产能情况

| 业务 | 2019H1 收入/毛利比重 | 产品 | 分布 | 产能(万吨) |
|-----|----------------|------|------|--------|
| 皮革 | 21%/5% | 铬鞣剂 | 海宁本部 | 4.5 |
| | | 皮革助剂 | 海宁本部 | 2.8 |
| 维生素 | 76%/94% | VK3 | 海宁本部 | 0.3 |
| | | VB1 | 江苏基地 | 0.32 |
| | | VB3 | 江西基地 | 1.3 |
| | | VB5 | 江西基地 | 0.5 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

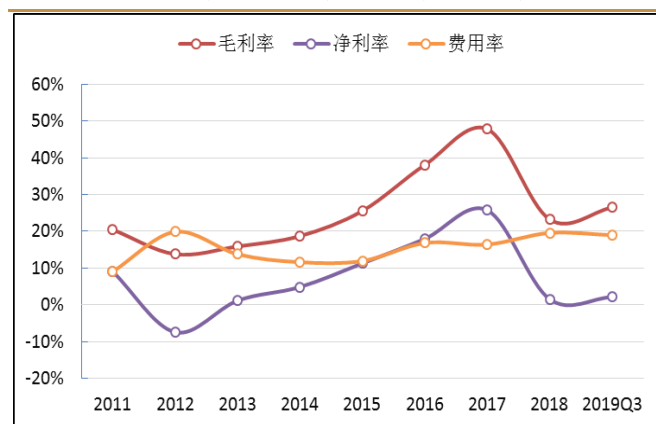
2016-2017 年在国内供给侧改革背景下，公司维生素产品价格大幅上涨，对应盈利能力明显提升。2018 年由于维生素竞争加剧，公司产品价格回落，收入、毛利率、净利率均有明显下滑。受响水爆炸事件影响，公司江苏 VB1 工厂 2019 年 4 月停工至今，导致收入进一步下滑。2019 年下半年随着部分维生素品种盈利提升，公司单季度收入、净利润环比提升，2020 年随着维生素价格全面回暖以及江苏基地恢复生产，公司将迎来业绩向上拐点。

图 2：2013-2019 年公司营业收入及归母净利润(亿元)



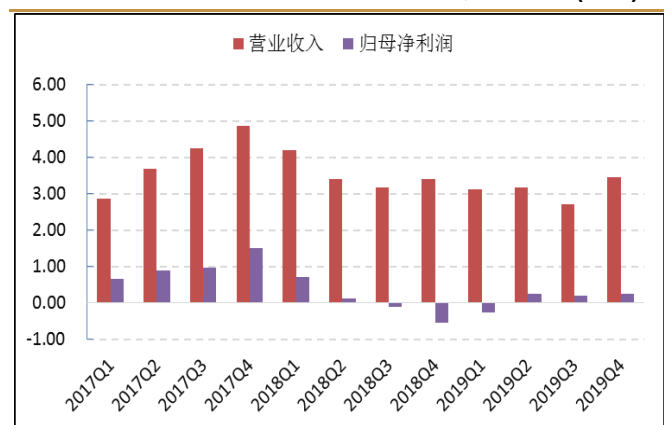
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2011-2019 年公司毛利率、净利率、费用率



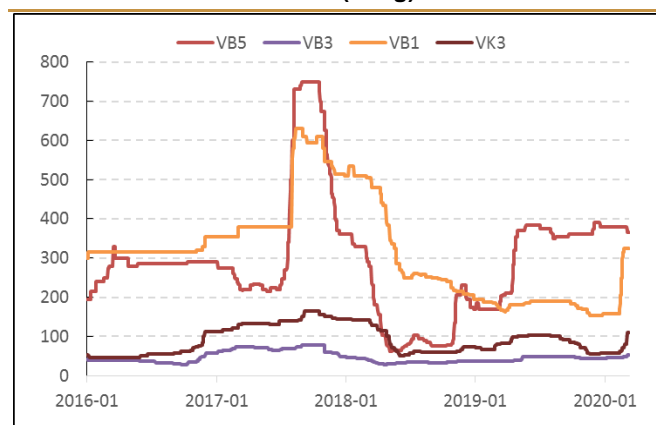
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2017Q1-2019Q4 收入及归母净利润单季度表现(亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

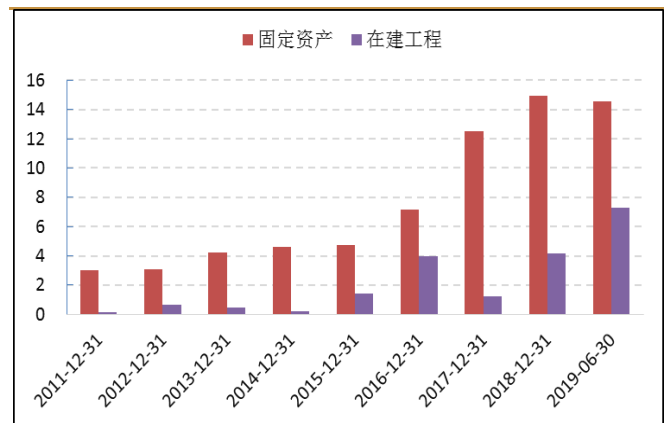
图 5：公司主要维生素品种价格(元/kg)



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加大江西兄弟医药基地投入，推进大健康战略布局。江西基地已投建 5 年，其中维生素 B3 建设项目、维生素 B5 建设项目以及热电联产项目顺利投产，苯二酚及其衍生物建设项目、碘造影剂及其中间体建设项目正在试生产，2020 年有望贡献新的增量。同时，公司近年来储备原料药、制剂项目，未来有望逐步落地。

图 6：2011-2019H1 固定资产及在建工程(亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019H1 公司在建工程名称及投入(万元)

| 项目名称 | 2019H1 增加投入 | 累计投入占预算比 |
|--|-------------|----------|
| 年产5000吨维生素B5、3000吨β-氨基丙酸、1000吨3-氨基丙醇建设项目 | 110 | 93% |
| 江西热电联产项目 | 33 | 63% |
| 苯二酚及衍生物项目 | 19127 | 57% |
| 年产2300吨催化材料、900吨医药原料药建设项目 | 3713 | |
| 1000吨碘造影剂及其中间体项目 | 7567 | |
| 智能化改造升级工程 | 1129 | |
| 再生硫酸钠焚烧系统设备 | 504 | |
| 其他工程 | 1834 | |

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 维生素景气，业绩拐点到来

公司目前业绩主要由维生素业务贡献，2018 年下半年供给侧改革带来的维生素景气周期结束，VB1、VB3、VK3、VB5 价格从高位大幅回落，2019 年除 VB5 外其他品种价格持续低迷，部分品种处于行业亏损状态，加上公司 VB1 子公司受响水事故影响暂时关停，导致公司 2018、2019 年业绩下滑明显。我们认为 2020 年公司迎来业绩拐点，维生素行业底部整理充分，加上疫情因素加速维生素景气向上，VB1、VB3、VK3 较 2019 年已有不同程度涨幅，同时公司 VB1 子公司已通过复产审批，将受益此轮行业景气，公司维生素业务全面回暖。

表 2：公司主要维生素品种动态

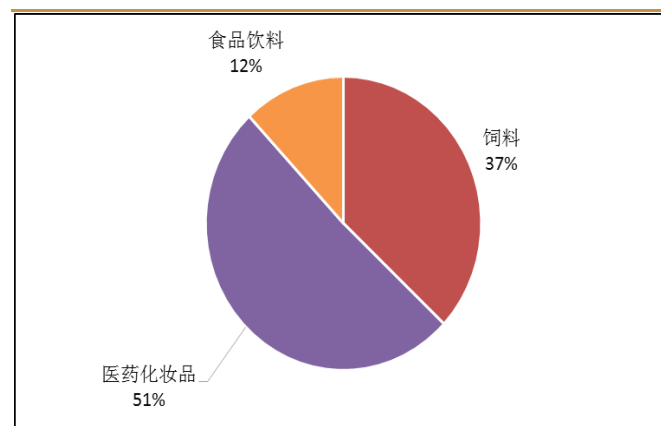
| 品种 | 价格(元/kg) | 2019 均价(元/kg) | 涨幅 | 行业动态 | 公司产能(t) | 备注 |
|-----|----------|---------------|-----|-------------|---------|--------------|
| VK3 | 92.5 | 84 | 10% | 疫情影响湖北振华供应 | 3000 | 联产铬鞣剂，具备成本优势 |
| VB1 | 310 | 180 | 72% | 疫情影响华中药业供应 | 3200 | 复产审批已通过 |
| VB3 | 53 | 43 | 23% | 原料 3-甲基吡啶紧张 | 13000 | 3-氨基吡啶自给 |
| VB5 | 370 | 313 | 18% | 寡头竞争格局 | 5000 | 产能逐步释放 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

具体分品种看：

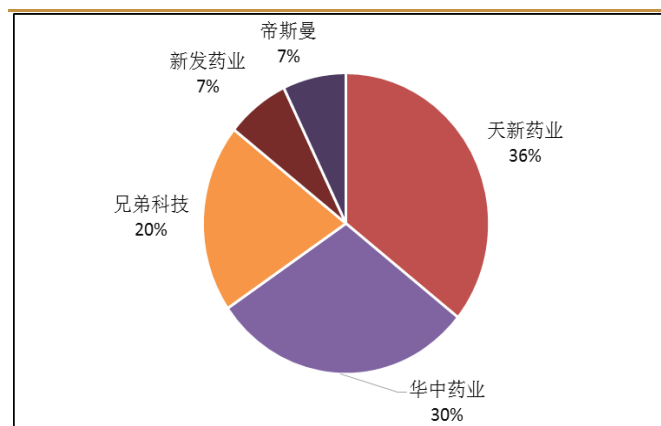
(1) VB1：维生素 B1 属于小品种，2018 年全球需求量 7000-8000 吨，全球主要生产企业有江西天新药业、湖北华中药业、兄弟科技、帝斯曼等。

图 8：VB1 下游需求结构



数据来源：博亚和讯，西南证券整理

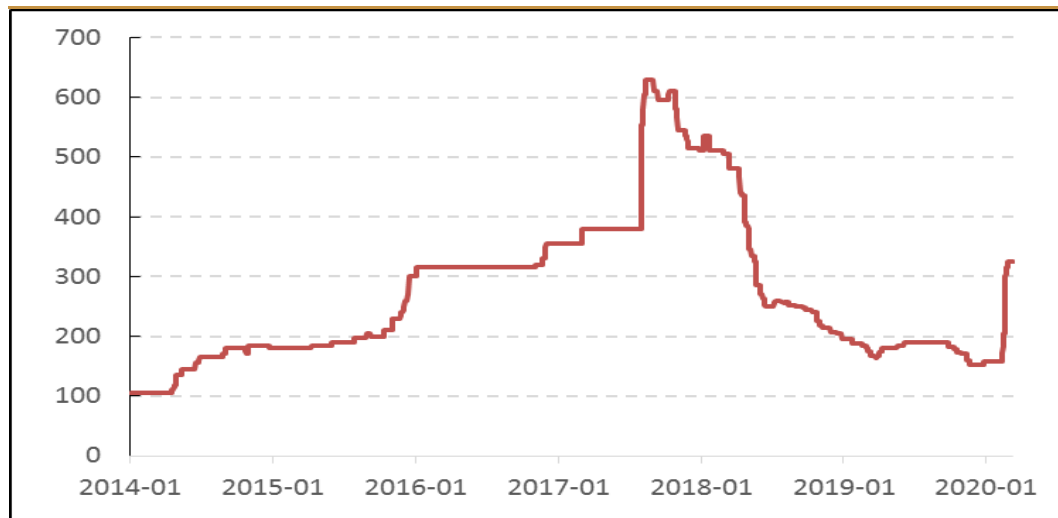
图 9：VB1 主要生产企业及竞争格局



数据来源：博亚和讯，西南证券整理

受疫情影响，湖北华中药业停产，加上物流运输等因素扰动，维生素 B1 市场供应紧张。春节以来，维生素 B1 价格上涨 106%至 325 元/kg，较 2019 年同期增长 86%。

图 10: VB1 价格走势(元/kg)

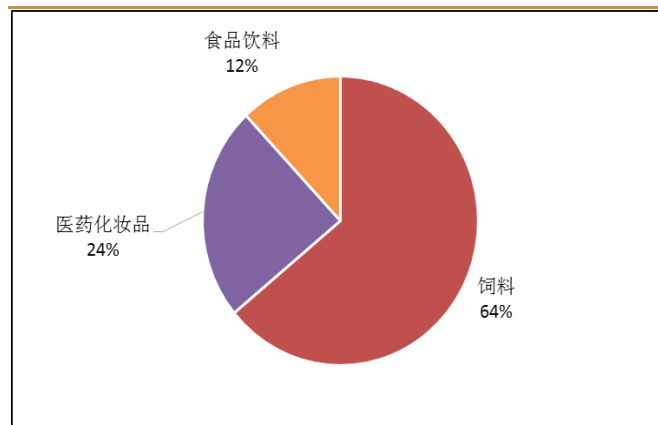


数据来源: wind, 西南证券整理

兄弟科技子公司兄弟维生素已通过复产审批。现有产能 3200 吨, 实际产量预计 1200 吨。VB1 价格上涨 50 元/kg, 公司业绩增厚 4500 万元。

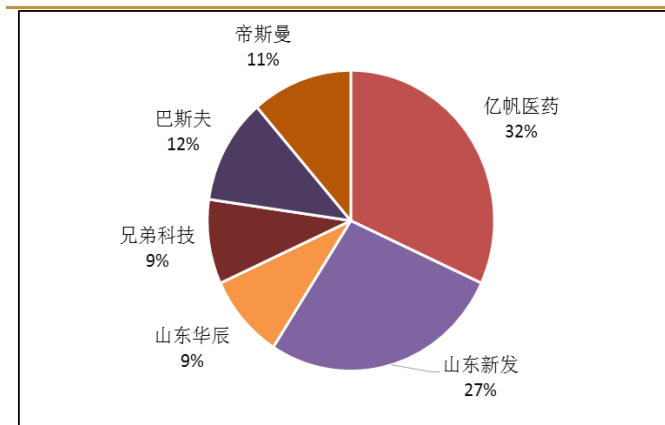
(2) VB5: 泛酸钙生产厂家主要有亿帆医药、新发药业、山东华辰、兄弟科技、帝斯曼、巴斯夫, 2018 年全球需求约 2 万吨, 亿帆医药和新发医药合计占比 75%, 掌握行业绝对话语权。

图 11: VB5 下游需求结构



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

图 12: VB5 主要生产企业及竞争格局



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

泛酸钙具有一定生产壁垒, 新进入者释放产能需要时间, 在环保督察背景下, 2017-2018 年泛酸钙价格暴涨, 导致行业新进入者增加, 但实际情况是新进入者存在原料短缺或者关键工艺未完全掌握, 市场实际释放产能有限, 加上原有寡头企业限产, 2019 年泛酸钙均价 310 元/kg, 同比增长约 100%, 受疫情影响泛酸钙供应偏紧, 目前价格 365 元/kg, 较 2019 年同期增长 92%。

图 13: VB5 价格走势(元/kg)

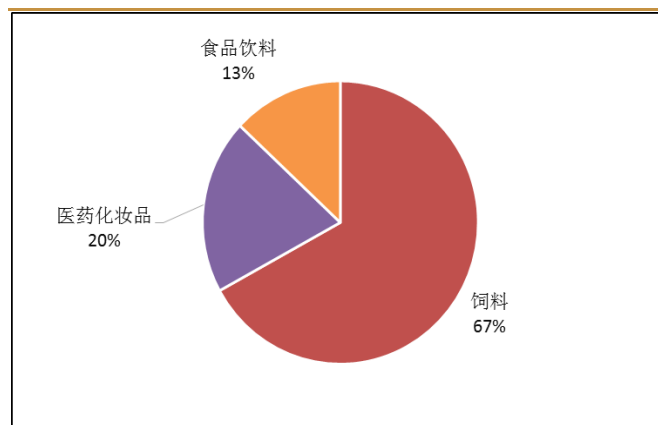


数据来源: wind, 西南证券整理

公司泛酸钙产能 5000 吨, 2017 年年底投产, 配套建设重要中间体 β -氨基丙酸。按照 1250 吨产销量测算, 泛酸钙涨价 50 元/kg, 公司业绩增厚 4700 万元。

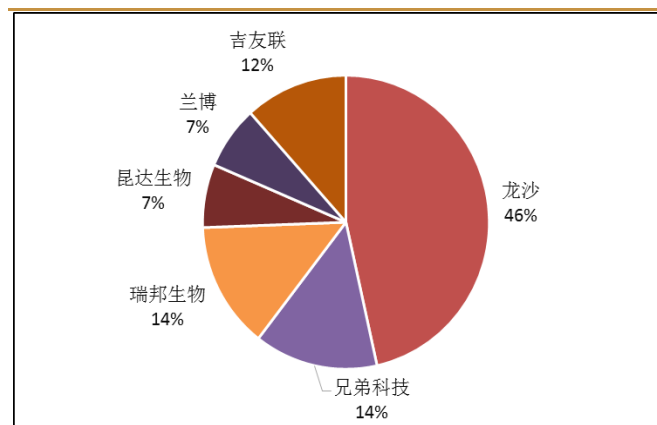
(3) VB3: 2018 年全球需求量约 6.5 万吨。目前, 维生素 B3 的主要生产企业主要有龙沙、凡特鲁斯、印度吉友联、瑞邦生物、兄弟科技、山东泓达、兰博生物、威尼达等。

图 14: VB3 下游需求结构



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

图 15: VB3 主要生产企业及竞争格局

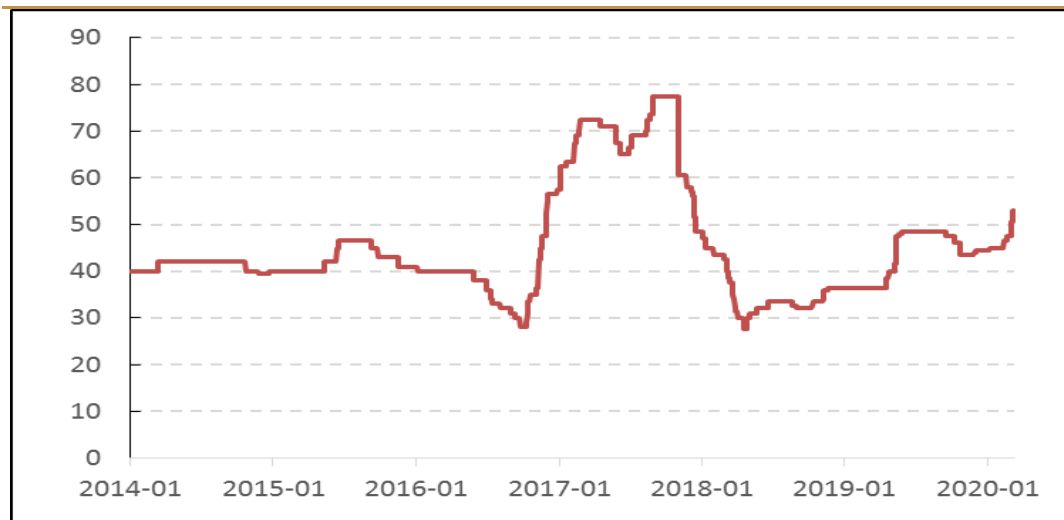


数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

过去国内烟酰胺产业受限于原料 3-甲基吡啶, 近年来国内技术攻克, 加上百草枯禁用, 部分农药吡啶企业转产烟酰胺, 例如红太阳子公司安徽瑞邦生物近年来产能迅速扩张至 1 万吨。在行业新进入者冲击下, 烟酰胺行情低迷, 2019 年均价 43 元/kg。

受疫情影响, 物流运输受阻, 加上 3-甲基吡啶供应紧张, 3 月凡特鲁斯上调 3-甲基吡啶报价, 目前烟酰胺报价上调至 53 元/kg, 年初至今涨幅 19%, 较 2019 年同期增长 45%。

图 16: VB3 价格走势(元/kg)

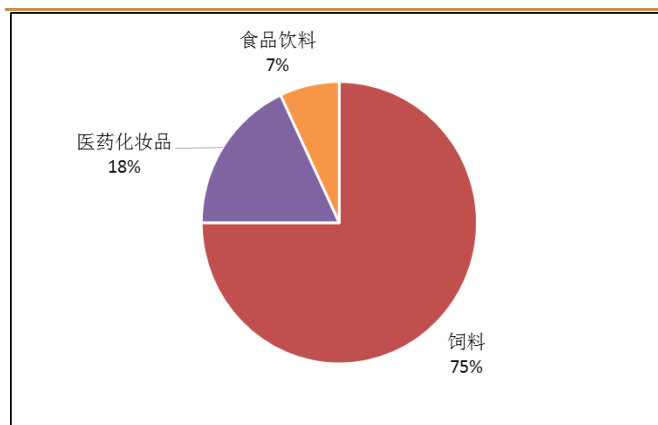


数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

兄弟科技现有烟酰胺产能 13000 吨, 3-氰基吡啶实现自给。按照 8000 吨产销量测算, 烟酰胺涨价 10 元/kg, 公司业绩增厚 6000 万元。

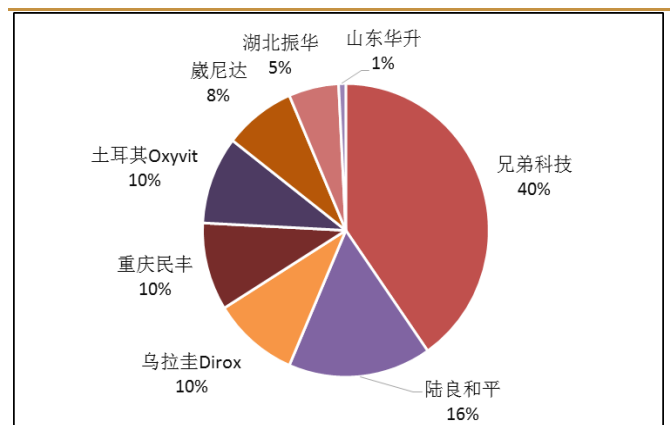
(4)VK3: 维生素 K3 属于小品种维生素, 2018 年维生素 K3 的全球需求量约 6000 吨。目前, 维生素 K3 的主要生产厂家有兄弟科技、陆良和平、重庆民丰、戴尼达、乌拉圭 Driox、土耳其 Oxyvit、振华股份、山东华升。

图 17: VK3 下游需求结构



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

图 18: VK3 主要生产企业及竞争格局

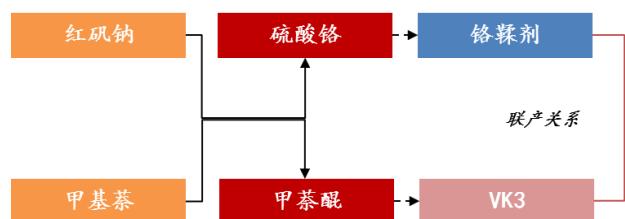


数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

VK3 以红矾钠(重铬酸钠)为原料, 与铬鞣剂联产解决含铬副产物处理问题, 可以形成成本竞争优势。铬鞣剂是最主要的鞣剂产品。用铬鞣剂鞣制成的皮革具有耐湿热稳定性强、机械强度高、耐贮存、染色性能好、手感柔软丰满等优良性能, 目前还没有找到可以完全替代它的鞣剂。

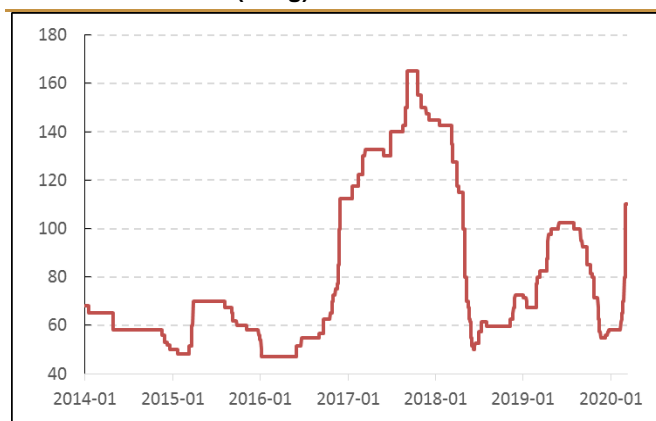
近年来铬鞣剂行业低迷, 加上国内铬化工企业为平衡铬粉成本压力, 部分企业进入 VK3, 行业竞争加剧, 2019 年 VK3 均价 84 元/kg, 行业普遍面临亏损。2020 年 VK3 价格回暖, 受疫情影响, 湖北振华 VK3 供应紧张, VK3 价格涨至 110 元/kg, 同比增长 38%, 较节前涨幅 90%。

图 19: VK3 与铬鞣剂联产示意图



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

图 20: VK3 价格走势(元/kg)



数据来源: 博亚和讯, 西南证券整理

兄弟科技现有 VK3 产能 3000 吨、铬鞣剂产能 4.5 万吨，铬鞣剂价格平稳，按照公司 VK3 产销 2800 吨测算，VK3 价格提高 10 元/kg，公司业绩增厚 2100 万元。

另外，2019 年公司 6.6 亿收购朗盛旗下位于南非的红矾钠公司，增强原料自给能力，进一步完善 VK3 产业链。

表 3: LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 财务数据

| 项目/时间 | 2018 年 | 2019 年 1-6 月 |
|-----------|--------|--------------|
| 营业收入(亿兰特) | 11.94 | 5.85 |
| 折人民币(亿元) | 5.12 | 2.51 |
| 净利润(亿兰特) | 1.10 | 0.39 |
| 折人民币(亿元) | 0.47 | 0.17 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 步入新一轮收获期，医药业务正式起航

2014 年公司与江西省彭泽县政府签订投资合同，总规划用地 3000 亩，未来 10 年内完成 50 亿总投资。一期项目已经完成 VB3、VB5、热电联以及配套公用工程建设，2017 年二期苯二酚及衍生物、碘造影剂项目启动，目前项目已进入试生产阶段，2020 年将为公司带来业绩增量，同时标志公司进入香料和医药领域，未来周期波动更大的维生素业务比重将下降。另外，碘造影剂是公司正式开启医药业务的重要项目，未来公司还会在医药领域不断加码布局，打开新的成长空间。

表 4: 江西基地规划(2014 年公告)

| 项目 | 内容 | 备注 |
|---------|---------------------------------|--------------------|
| 规划总用地 | 3000 亩 | 已使用 1500 亩 |
| 项目及业务规划 | 精细化工、生物化工、医药化工及其他产品的研发、生产与销售等业务 | 维生素、原料药、医药中间体、催化剂等 |
| 投资额 | 50 亿元 | 目前投资约 20 亿 |
| 建设周期 | 计划在 10 年内完成所有项目的投资建设 | |
| 产值预计 | 项目全部达产后，预计年产值将达百亿元 | - |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(1) 香兰素：2017 年公司启动年产 2 万吨苯二酚、3.11 万吨苯二酚衍生物建设项目，一期工程完成后将建成产能 1 万吨苯二酚生产线，总产能为 1.5 万吨苯二酚衍生物生产线及其配套设施，产品主要包括邻苯二酚、对苯二酚、香兰素、乙基香兰素、对羟基苯甲醚等系列产品。

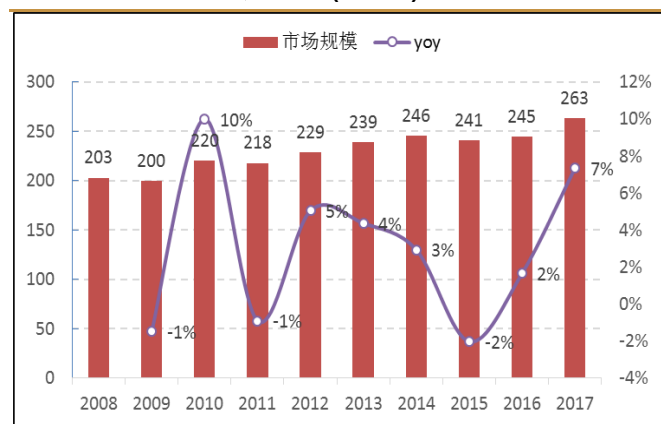
表 5：苯二酚及苯二酚衍生物项目

| 主要产品 | 一期 | 二期 | 备注 |
|--------|------|------|------|
| 对苯二酚 | 4000 | 4000 | 部分外售 |
| 邻苯二酚 | 6000 | 6000 | 自用 |
| 愈创木酚 | 3430 | 3745 | 自用 |
| 乙基愈创木酚 | 2625 | 1575 | 自用 |
| 香兰素 | 3000 | 3000 | 外售 |
| 乙基香兰素 | 2500 | 1500 | 外售 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

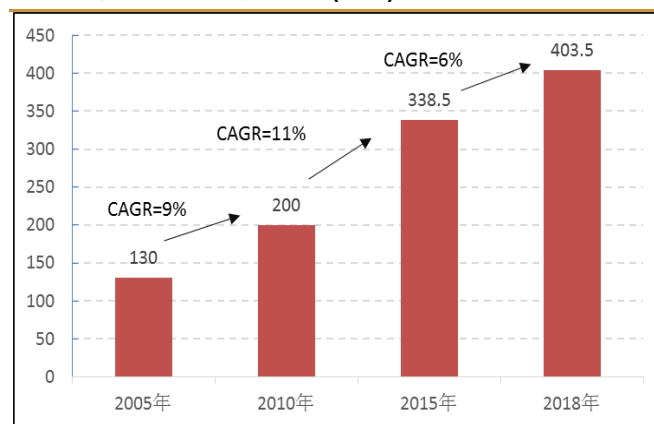
香兰素广泛应用于食品、医药、日化等多个应用领域，香兰素和乙基香兰素是香料工业中最大的品种之一。20 世纪 90 年代以来，随着世界各国尤其是发达国家经济的发展，生活水平不断提高，人们对食品、日用品的品质要求也愈来愈高，促进了香料香精行业的强劲增长。全球香料香精 1990 年的销售额为 78 亿美元，2000 年为 129 亿美元，2010 年达到 220 亿美元，2017 年则进一步增长到了 263 亿美元，年均复合增长率约 5%。

图 21：全球香精香料市场规模(亿美元)



数据来源：Leffingwell & Associates，前瞻产业，西南证券整理

图 22：中国香精香料市场规模(亿元)



数据来源：前瞻产业，西南证券整理

表 6：香兰素主要应用领域

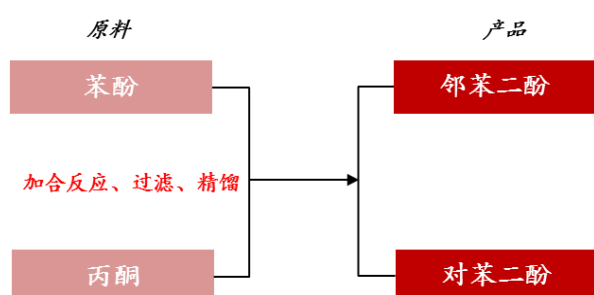
| 应用行业 | 具体介绍 |
|---------|---|
| 食品添加剂 | 广泛用在各种需要增加奶香气息的调香食品中，如蛋糕、冷饮、巧克力、糖果、饼干、方便面、面包以及烟草、调香酒类、冰淇淋、饮料等 |
| 饲料添加剂 | 在饲料中适当添加香兰素可以增进动物的食欲 |
| 烟草与日化工业 | 在烟草与日化工业中广泛添加，用来起增香和定香作用，例如牙膏、肥皂、香水、化妆品 |
| 医药行业 | 生产医药中间体，生产降压药甲基多巴、儿茶酚类药物多巴，以及白内停、敌菌净等 |
| 电镀行业 | 用于电镀增亮剂，电镀增亮剂可以提高镀层光亮度 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

目前国外公司如 Solvay(索尔维)、Camlin(凯美菱)已建立了较为完善的苯二酚产业链,具有较强的综合竞争力。我国苯二酚产业竞争力与国外先进水平仍存在较大的差距,我国每年仍需进口大量的苯二酚及其衍生物产品,以满足国内市场需要,苯二酚及其衍生物产品市场需求量大,市场前景广阔。

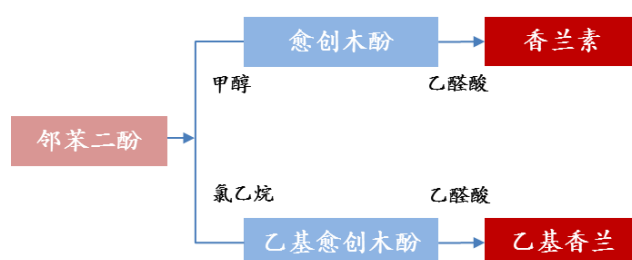
公司以苯酚、双氧水为起始原料,通过催化羟基化反应联产邻苯二酚和对苯二酚,再以项目生产的苯二酚配以甲醇、氯乙烷、乙醛酸等辅助原料,通过合成、精馏、结晶等步骤生产苯二酚衍生物,打通一体化产业链,可根据行情调节苯二酚、香兰素产品结构,抗风险能力提高。

图 23: 邻苯二酚、对苯二酚工艺流程图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 香兰素、乙基香兰素工艺流程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(1) 碘造影剂: 造影剂又称为对比剂,一般在医学成像中使用,可增加受验者影像的对比度,主要应用于肿瘤、心血管等疾病。目前造影剂主要分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂、超声造影剂等。

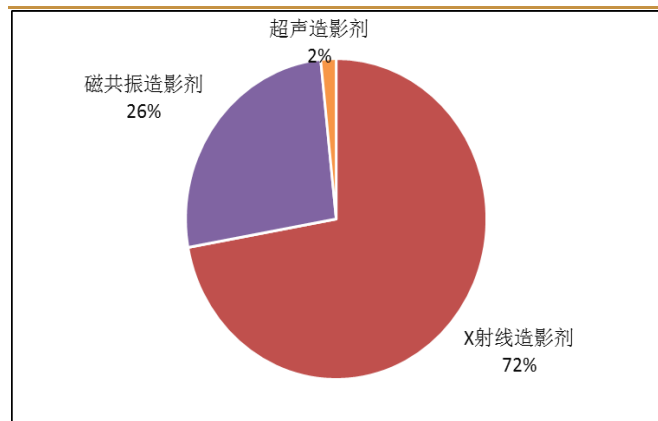
表 7: 造影剂产品分类

| 造影剂 | 应用及原理 | 产品 |
|-----------------------|--|---|
| X 射线造影剂 (CT) | X 射线造影剂主要是根据人体各组织器官对 X 射线吸收程度不同从而形成不同密度的影响,利用造影剂改变被检查组织器官与邻近组织的密度差而发挥诊断检查功效。 | 碘海醇、碘帕醇、碘佛醇、碘克沙醇、碘普罗胺、碘曲仑 |
| 磁共振造影剂 (MRI) | 磁共振造影剂则是通过改变体内局部组织中水质子的弛豫速率,提高正常与患病部位的成像对比度,从而显示人体内器官的功能状态而发挥诊断检查功效。 | 顺磁性物质、铁磁性物质、超顺磁性物质,钆贝酸等 |
| 超声造影剂 (Ultrasound) | 超声造影剂则是在超声造影时向血液中加入不同声阻抗值的介质,增强血液的散射,从而提高血管、心腔和组织的显像。 | 靶相超声造影剂、微胶囊造影剂、团注超声造影剂、微泡超声造影剂、多聚体声学造影剂、包膜超声造影剂 |

数据来源: 公司公告, CNKI, 西南证券整理

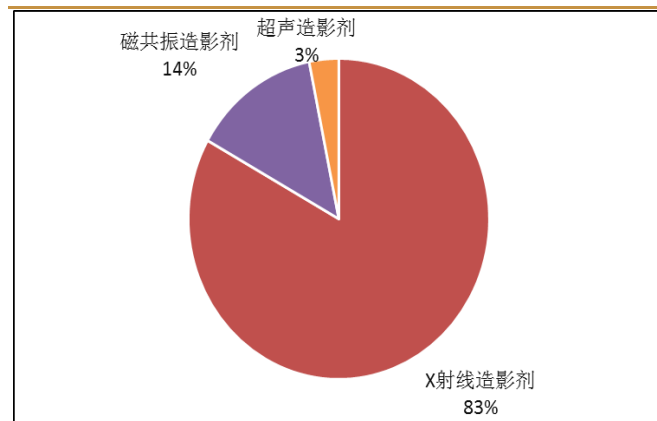
X 射线造影剂占据市场主导地位,根据 Newport Premium 统计,2017 年全球造影剂市场规模约为 44.18 亿美元,X 射线造影剂的市场规模为 31.88 亿美元,占市场总额的 72.16%。美国和欧洲是全球最大的造影剂消费市场,分别占据全球造影剂市场总值的 34.53%和 27.47%。

图 25：2017 年全球造影剂市场份额



数据来源：Newport Premium，西南证券整理

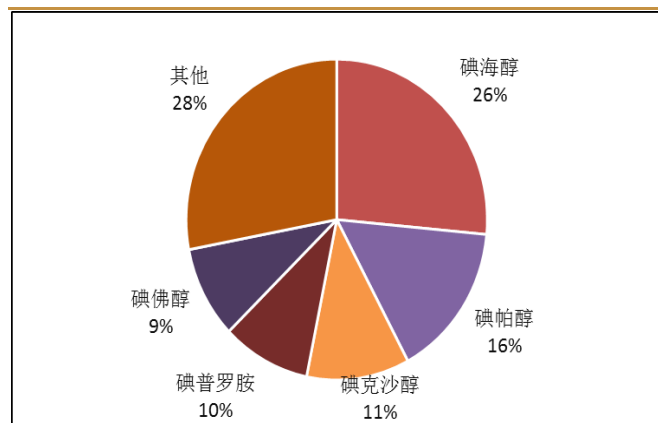
图 26：2017 年中国造影剂市场份额



数据来源：中国医药工业中心，西南证券整理

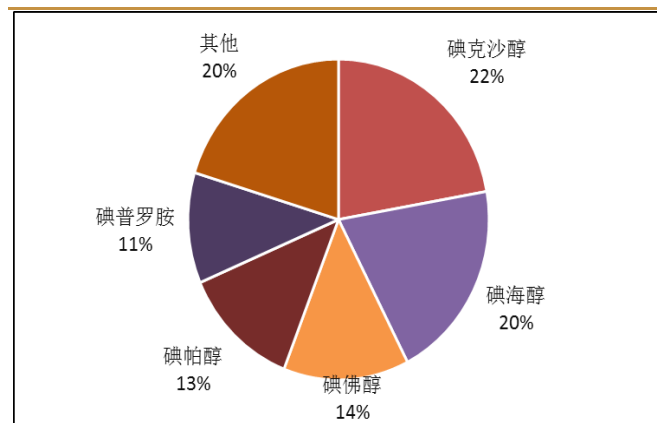
X 射线造影剂中，碘海醇、碘帕醇是全球最为畅销的造影剂，其次是碘克沙醇、碘普罗胺和碘佛醇，当中碘海醇和碘帕醇的市场规模较大。以上 5 个品种的市场份额占 X 射线造影剂全球市场总额的 90% 以上。

图 27：2017 年全球造影剂品种份额



数据来源：Newport Premium，西南证券整理

图 28：2012 年中国造影剂品种份额



数据来源：中国医药工业中心，西南证券整理

2018 年全球造影剂市场规模 48.6 亿美元，2015-2018 年复合增速为 9.17%。随着新兴市场检测需求增加，预计未来市场规模持续增长。

2017 年公司启动碘造影剂项目，计划投资额 3.2 亿，以 5-硝基间苯二甲酸为起始原料，通过系列合成及纯化工艺生产碘造影剂及其中间体产品，中间体产品主要是碘造影剂碘化物和水解物。公司造影剂产能现已试生产，预计年中开始供应中间体，打开公司新的业务领域，并将受益国内外造影剂快速成长的行业红利。

4 盈利预测与投资评级

关键假设：

(1) 2019-2021 年 VK3 价格 84、85、90 元/kg, VB5 价格 320、360、320 元/kg, VB3 价格 43、50、50 元/kg, VB1 价格 185、230、200 元/kg, 香兰素价格 90、90、90 元/kg、造影剂中间体均价 50、50、50 万元/吨。

(2) 预测 2019-2021 年 VB1 销量 600 吨, 产销量 800 吨, 产销量 1300 吨; VB5 产能持续释放, 2019-2021 年产销量 1500、1600、1700 吨; 香兰素产销量 800、2000、3000 吨; 造影剂中间体产销量 350、700、1000 吨, 2021 年开始贡献原料药; 南非公司保持平稳。

表 8：公司主营业务拆分

| 业务板块 | 项目 | 单位 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|-----|----|--------|--------|--------|--------|
| 维生素 | 收入 | 亿元 | 10.63 | 9.69 | 11.70 | 12.21 |
| | 成本 | 亿元 | 7.43 | 6.13 | 6.46 | 7.16 |
| | 毛利率 | | 30% | 37% | 45% | 41% |
| 皮革化学品 | 收入 | 亿元 | 2.98 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| | 成本 | 亿元 | 2.95 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| | 毛利率 | | 1% | 4% | 4% | 4% |
| 苯二酚及衍生物 | 收入 | 亿元 | | | 2.23 | 4.55 |
| | 成本 | 亿元 | | | 1.51 | 3.12 |
| | 毛利率 | | | | 33% | 31% |
| 碘造影剂 | 收入 | 亿元 | | | 1.55 | 4.16 |
| | 成本 | 亿元 | | | 1.16 | 2.81 |
| | 毛利率 | | | | 25% | 32% |
| 其他 | 收入 | 亿元 | 0.5 | 0.15 | 5.15 | 5.15 |
| | 成本 | 亿元 | 0.5 | 0.14 | 4.54 | 4.54 |
| | 毛利率 | | 11% | 5% | 12% | 12% |
| 合计 | 收入 | 亿元 | 14.15 | 12.44 | 23.23 | 28.68 |
| | 成本 | 亿元 | 10.86 | 8.77 | 16.16 | 20.13 |
| | 毛利率 | | 23.25% | 29.50% | 30.43% | 29.80% |

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

维生素上市公司新和成、浙江医药、圣达生物和造影剂公司司太立 19-21 年平均 PE 为 47、23、19 倍。公司迎来经营拐点，维生素业务仍有向上弹性，香料、造影剂业务即将贡献增量，维生素拐点叠加项目落地，公司重回成长通道，我们预计公司 2019-2021 净利润分别 0.44、2.39、3.11 亿元，3 年复合增速 140%，考虑到未来前景广阔的医药业务在公司中占比将提升，医药板块打开公司成长空间，我们给予公司 2020 年 28 倍 PE，对应目标价 7.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司相对估值对比

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS(元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|------------|------------|--------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E |
| 002001.sz | 新和成 | 555 | 25.83 | 1.43 | 1.19 | 1.51 | 1.78 | 18 | 22 | 17 | 15 |
| 600216.sh | 浙江医药 | 162 | 16.78 | 0.38 | 0.52 | 0.9 | 1.15 | 44 | 32 | 19 | 15 |
| 603079.sh | 圣达生物 | 56 | 45.88 | 0.40 | 0.55 | 2.27 | 2.39 | 115 | 83 | 20 | 19 |
| 603520.sh | 司太立 | 88 | 52.68 | 0.78 | 1.06 | 1.49 | 2.02 | 68 | 50 | 35 | 26 |
| 平均 | | | | | | | | 61 | 47 | 23 | 19 |
| 002562.SZ | 兄弟科技 | 56 | 6.23 | 0.02 | 0.05 | 0.27 | 0.35 | 312 | 125 | 23 | 18 |

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

5 风险提示

下游饲料需求下滑；项目推进或不及预期；维生素价格大幅下滑。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1415.02 | 1243.59 | 2323.05 | 2867.75 | 净利润 | 21.82 | 44.36 | 239.13 | 311.82 |
| 营业成本 | 1086.14 | 876.71 | 1616.22 | 2013.02 | 折旧与摊销 | 146.34 | 139.84 | 160.77 | 188.45 |
| 营业税金及附加 | 16.19 | 15.17 | 28.34 | 34.99 | 财务费用 | 22.37 | 26.57 | 46.84 | 56.54 |
| 销售费用 | 53.11 | 41.29 | 63.88 | 78.86 | 资产减值损失 | 2.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 123.95 | 261.15 | 315.94 | 347.00 | 经营营运资本变动 | 891.76 | -39.53 | -144.89 | -48.69 |
| 财务费用 | 22.37 | 26.57 | 46.84 | 56.54 | 其他 | -791.95 | -22.11 | -22.68 | -18.31 |
| 资产减值损失 | 2.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 293.09 | 149.14 | 279.18 | 489.80 |
| 投资收益 | 29.25 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 资本支出 | -574.08 | -500.00 | -306.60 | -300.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 683.00 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 9.50 | 9.50 | 9.50 | 投资活动现金流净额 | 108.92 | -480.00 | -286.60 | -280.00 |
| 营业利润 | 70.31 | 52.19 | 281.33 | 366.84 | 短期借款 | -2.00 | 0.00 | 73.06 | -50.97 |
| 其他非经营损益 | -5.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 65.06 | 52.19 | 281.33 | 366.84 | 股权融资 | 67.98 | 168.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 43.25 | 7.83 | 42.20 | 55.03 | 支付股利 | -108.19 | -4.36 | -8.87 | -47.83 |
| 净利润 | 21.82 | 44.36 | 239.13 | 311.82 | 其他 | -101.79 | -176.87 | -46.84 | -56.54 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -144.00 | -13.23 | 17.35 | -155.33 |
| 归属母公司股东净利润 | 21.82 | 44.36 | 239.13 | 311.82 | 现金流量净额 | 256.31 | -344.09 | 9.92 | 54.47 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务分析指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 566.48 | 222.38 | 232.31 | 286.78 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 273.37 | 259.23 | 482.25 | 589.86 | 销售收入增长率 | -9.56% | -12.11% | 86.80% | 23.45% |
| 存货 | 286.35 | 231.94 | 434.21 | 539.61 | 营业利润增长率 | -85.41% | -25.76% | 439.01% | 30.40% |
| 其他流动资产 | 316.71 | 278.34 | 519.95 | 641.87 | 净利润增长率 | -94.59% | 103.35% | 439.01% | 30.40% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -60.83% | -8.54% | 123.66% | 25.13% |
| 投资性房地产 | 6.96 | 6.96 | 6.96 | 6.96 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1906.40 | 2280.50 | 2433.67 | 2559.15 | 毛利率 | 23.24% | 29.50% | 30.43% | 29.80% |
| 无形资产和开发支出 | 117.11 | 103.26 | 96.02 | 82.18 | 三费率 | 14.09% | 26.46% | 18.37% | 16.82% |
| 其他非流动资产 | 108.60 | 108.51 | 108.42 | 108.33 | 净利率 | 1.54% | 3.57% | 10.29% | 10.87% |
| 资产总计 | 3581.99 | 3491.13 | 4313.78 | 4814.74 | ROE | 0.97% | 1.92% | 9.39% | 11.09% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 73.06 | 22.09 | ROA | 0.61% | 1.27% | 5.54% | 6.48% |
| 应付和预收款项 | 759.86 | 614.45 | 1122.67 | 1404.65 | ROIC | 1.29% | 2.77% | 9.93% | 11.55% |
| 长期借款 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | EBITDA/销售收入 | 16.89% | 17.58% | 21.05% | 21.33% |
| 其他负债 | 562.25 | 559.11 | 570.21 | 576.17 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1323.12 | 1174.55 | 1766.94 | 2003.91 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.35 | 0.60 | 0.63 |
| 股本 | 877.63 | 902.03 | 902.03 | 902.03 | 固定资产周转率 | 1.03 | 0.82 | 1.34 | 1.41 |
| 资本公积 | 582.92 | 726.52 | 726.52 | 726.52 | 应收账款周转率 | 5.77 | 6.29 | 8.31 | 7.12 |
| 留存收益 | 678.03 | 718.03 | 948.29 | 1212.28 | 存货周转率 | 3.60 | 3.31 | 4.80 | 4.11 |
| 归属母公司股东权益 | 2258.87 | 2316.58 | 2546.84 | 2810.83 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 87.91% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2258.87 | 2316.58 | 2546.84 | 2810.83 | 资产负债率 | 36.94% | 33.64% | 40.96% | 41.62% |
| 负债和股东权益合计 | 3581.99 | 3491.13 | 4313.78 | 4814.74 | 带息债务/总负债 | 38.14% | 42.97% | 32.70% | 26.29% |
| | | | | | 流动比率 | 1.86 | 1.58 | 1.37 | 1.41 |
| | | | | | 速动比率 | 1.49 | 1.21 | 1.01 | 1.04 |
| | | | | | 股利支付率 | 495.91% | 9.84% | 3.71% | 15.34% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.02 | 0.05 | 0.27 | 0.35 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.50 | 2.57 | 2.82 | 3.12 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.32 | 0.17 | 0.31 | 0.54 |
| | | | | | 每股股利 | 0.12 | 0.00 | 0.01 | 0.05 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | |
| EBITDA | 239.02 | 218.61 | 488.94 | 611.83 | | | | | |
| PE | 257.58 | 126.67 | 23.50 | 18.02 | | | | | |
| PB | 2.49 | 2.43 | 2.21 | 2.00 | | | | | |
| PS | 3.97 | 4.52 | 2.42 | 1.96 | | | | | |
| EV/EBITDA | 22.08 | 26.41 | 11.94 | 9.37 | | | | | |
| 股息率 | 1.93% | 0.08% | 0.16% | 0.85% | | | | | |

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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 |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王梓乔 | 销售经理 | 13488656012 | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tl@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |