

兄弟科技（002562）

合理估值 18-22

小维生素与皮革化学品的龙头

市场数据

报告日期	2011-3-5
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	80
拟发行股本(百万股)	26.7
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	261.75
总资产(百万元)	594.34
每股净资产	2.45

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	597	647	693	783
同比增长(%)	12.5%	8.4%	7.0%	13.0%
净利润(百万元)	50	73	96	118
同比增长(%)	22.0%	45.3%	31.1%	22.9%
毛利率(%)	20.2%	21.7%	23.7%	25.0%
净利率(%)	8.5%	11.3%	13.9%	15.1%
净资产收益率(%)	19.3%	8.4%	10.0%	10.9%
每股收益(元)	0.47	0.69	0.90	1.11
每股经营现金流(元)	0.47	0.36	0.91	1.23

相关报告

投资要点

- 兄弟科技主要从事维生素和皮革化学品的研发、生产和销售。主导产品为维生素 K3、维生素 B1 系列、铬鞣剂等皮革化学品。2010 年，公司产品维生素 K3 以 37.9% 的全球市场占有率名列榜首。2009 年皮革化学品铬鞣剂的全球市场占有率超过 9%，国内第一，全球第三。
- 兄弟科技的竞争优势为领先的联动工艺以及得天独厚的区域优势。公司采用国际先进的联产工艺，将维生素 K3 生产过程中产生的含铬废液综合利用，用于生产鞣剂，从而变废为宝，提高了资源的利用率，降低了环境污染，使产品更具有价格优势。公司所在地“中国皮革第一镇”——海宁市周王庙拥有完善的皮革产业链，公司“近水楼台先得月”，能有效获取市场信息，融入到当地的产业链之中。
- 公司募集资金拟投向维生素 K3 和皮革助剂扩建，以增加产能；以及技术中心建设项目和全球营销网络建设。我们认为，募投项目将进一步提高公司维生素 K3 和皮革助剂的生产能力，扩大市场份额。募投项目一旦正式投产，公司有望获得快速增长。
- 盈利预测。假设公司产品价格在目前水平小幅波动，我们预测 2011-2013 的 EPS 为 0.69/0.90 和 1.10 元。目前 21 元的发行价已经合理。公司市值在维生素类企业中最小，在二级市场存在一定机会。
- 风险因素。维生素和化工助剂的价格波动较大，公司未来业绩弹性大。

分析师 王晔
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、行业分析	- 5 -
2.1 刚性需求驱动的维生素行业	- 5 -
2.2 维生素 K3 稳定增长	- 5 -
2.3 皮革化学品行业前景广阔	- 6 -
3、公司分析	- 6 -
3.1 公司业务相对稳定	- 6 -
3.2 皮革化学品是利润的主要来源	- 7 -
3.3 产业联动有优势	- 7 -
3.4 区域优势，产业集群	- 8 -
4、募投项目分析	- 8 -
5、盈利预测与估值	- 9 -
 图 1、公司发行后股权结构	- 4 -
图 2、维生素主要用途比例图	- 5 -
图 3、维生素 K3 市场容量预测（单位：万吨）	- 5 -
图 4、2004-2008 年全球四大皮革化学品企业总体分析（单位：百万欧元） ...	- 6 -
图 5、报告期内公司收入、利润一览表（单位：万元）	- 6 -
图 6、2010 年公司销售收入比例图	- 7 -
图 7、2010 年公司产品毛利率图	- 7 -
 表 1、兄弟科技主要产品情况	- 4 -
表 2、募投项目资金运用	- 8 -
表 3、公司盈利预测假设	- 9 -
表 4、公司盈利预测结果	- 9 -
表 5、同类公司估值比较	- 9 -
附表	- 11 -

投资概要

兄弟科技主要从事维生素和皮革化学品的研发、生产与销售等业务。公司为全球最大的维生素 K3 供应商，2010 年公司维生素 K3 的全球市场份额为 37.92%；公司为中国最大的皮革化工企业，铬鞣剂的全球市场份额超过 9%，位居全球第三、国内第一。

1、估值及投资建议

我们预测 2011-2013EPS 为 0.69/0.90 和 1.10 元。由于维生素和化工助剂的价格波动较大，未来业绩有很高的弹性。若以 2011 年业绩给予 20-25 倍 PE，公司合理估值在 18-22.5 元，我们认为 21 元的发行价已经合理。

2、关键假设

见正文盈利预测假设。

3、股价表现催化剂

- 维生素价格上涨

4、风险提示

- 维生素和其他化工助剂产品都存在明显的周期性，有产品价格波动风险。

1、公司基本情况

兄弟科技主要从事维生素和皮革化学品的研发、生产与销售等业务。公司为全球最大的维生素 K3 供应商, 2010 年公司维生素 K3 的全球市场份额达到 37.92%; 公司为中国最大的皮革化工企业, 铬鞣剂的全球市场份额超过 9%, 位居全球第三、国内第一。

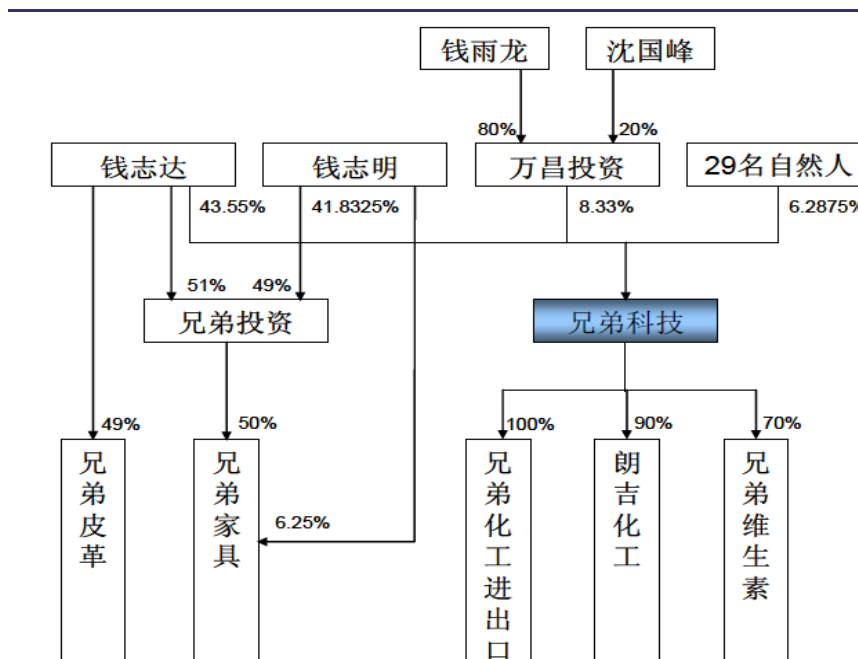
表 1、兄弟科技主要产品情况

公司产品	销量（吨）	全球容量（吨）	市场份额	市场排名
维生素 K3（折纯）	2,108.34	5,559.93	37.92%	全球第一
饲料级维生素 B1	696.47	4,077.47	17.08%	全球前四位
皮革化学品	47,624.29	2,012,000	2.37%	国内第一
其中：铬鞣剂	41,304.38	443,000	9.32%	全球第三，国内第一

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

钱志达、钱志明兄弟二人分别直接持有兄弟科技发行后 32.65%、31.36%的股份，合计控制 64.01%的股权，是发行人的控股股东与实际控制人。公司前十名自然人股东均在公司担任高管，管理层持股有利于激发管理层的经营动力。

图 1、公司发行后股权结构



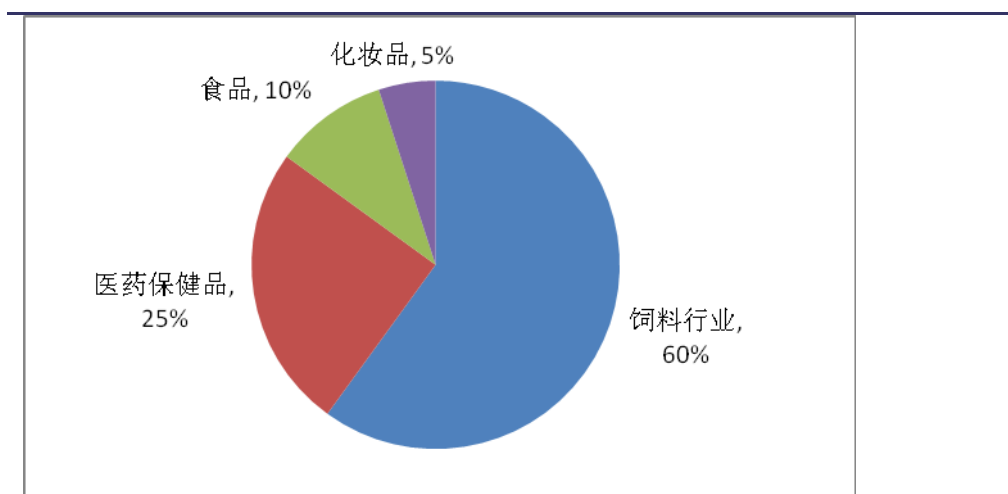
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2、行业分析

2.1 刚性需求驱动的维生素行业

维生素也称作维他命（Vitamin），其主要功能是与酶类一起参与肌体的新陈代谢，使肌体机能得到有效调节，是人和动物体内不可缺少的营养素。2009 年全球维生素市场规模约 60 万吨，涉及金额 50 亿美元。维生素下游需求较为广泛，主要集中在饲料、医药、食品等领域，其中饲料添加剂占 60%，因此维生素行业受到下游饲料业和畜牧业的影响最大。

图 2、维生素主要用途比例图

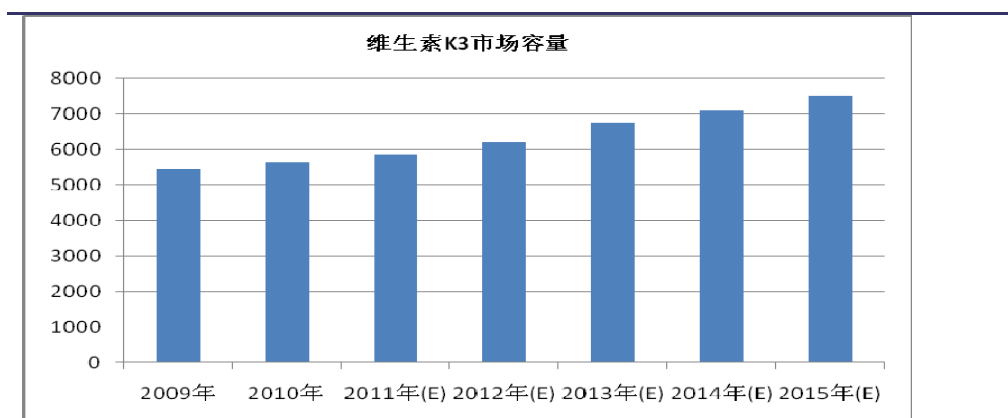


数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2.2 维生素 K3 稳定增长

根据中国维生素饲料添加剂权威研究机构博亚和讯估算，2009 年饲料级维生素 K3 的全球需求量为 5,500 吨左右，预计未来 5 年全球用于动物饲料的维生素每年将以 3%~4% 的速度增长。其中小品种维生素饲料添加剂的需求量将以每年 4~6% 的速度增长。根据保守测算，2009 年维生素 K3 饲料添加剂的全球需求量约为 5,338 吨，预计到 2015 年，维生素 K3 饲料添加剂的全球需求量将达到 7,500 吨左右。

图 3、维生素 K3 市场容量预测（单位：万吨）



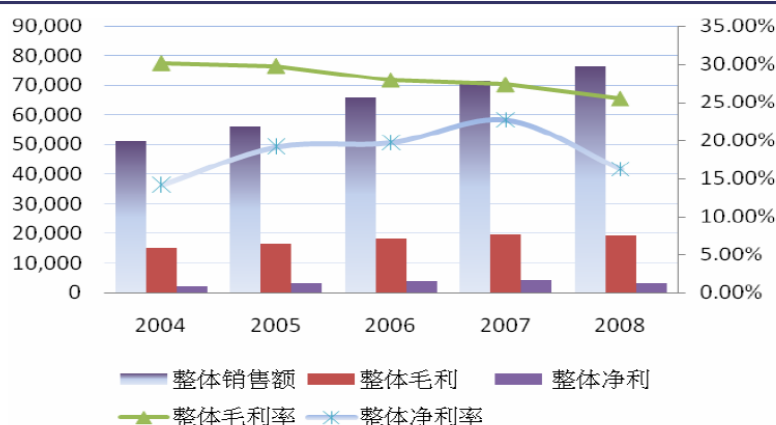
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2.3 皮革化学品行业前景广阔

皮革化学品行业与皮革工业的发展密不可分，随着经济发展和人们不断追求更高的生活品质，各类皮革、毛皮制品的市场需求不断扩大。皮质的服装鞋帽、箱包、配饰、家具、汽车座垫和内饰等产品的销量保持持续稳定增长，品质不断提高，有力地促进了制革、毛皮加工及皮革化学品行业的发展。

预计到 2015 年，全球皮革化学品的市场容量可达 207.1 万吨，其中全球皮革助剂的市场容量为 161.5 万吨；中国皮革化学品市场容量可达 79.3 万吨，其中皮革助剂的市场容量为 64.6 万吨。未来全球及我国的皮革化学品市场需求巨大。

图 4、2004-2008 年全球四大皮革化学品企业总体分析（单位：百万欧元）



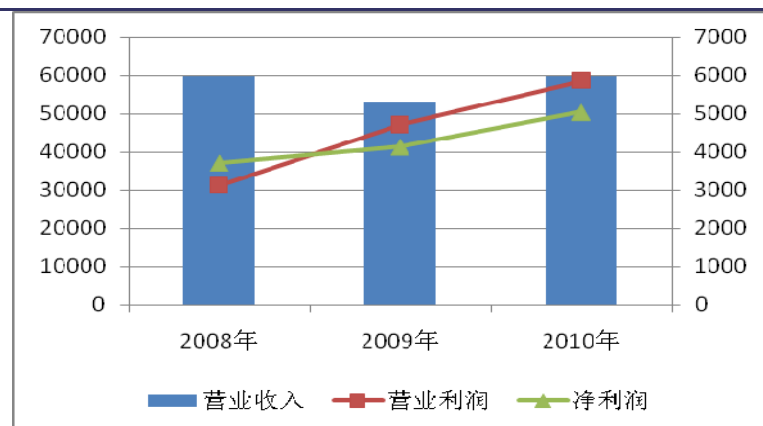
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

3、公司分析

3.1 公司业务相对稳定

2008 - 2010 年，公司营业收入分别为 59,681.14 万元、53,039.92 万元和 59,694.00 万元。2009 年度营业收入较 2008 年度有所下降，主要原因是 2009 年度公司产品销售价格出现不同幅度的下降，其中维生素 K3、维生素 B1 的销售价格下降幅度较大。公司作为大宗原料药的生产企业，存在一定周期性的风险。

图 5、报告期内公司收入、利润一览表（单位：万元）

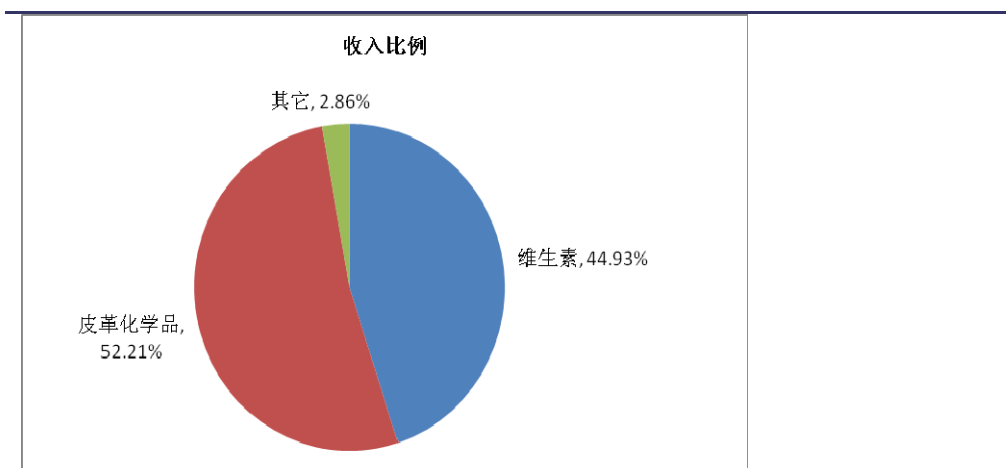


数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

3.2 皮革化学品是利润的主要来源

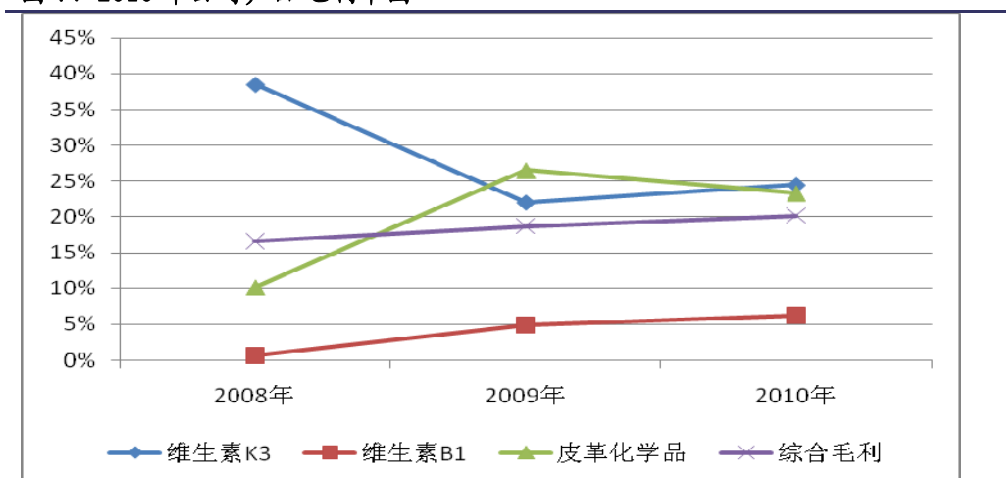
公司主营业务分别为维生素和皮革化学品，然而后者是收入和利润的主要来源。2010 年，皮革化学品收入占销售收入的 52.21%，利润占比为 60.3%。主要原因是新项目维生素 B1 毛利率较低，仅为 6.22%，低于皮革化学品 23.32% 的毛利水平。

图 6、2010 年公司销售收入比例图



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 7、2010 年公司产品毛利率图



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

3.3 产业联动有优势

兄弟科技大力发展循环经济提高资源综合利用，并取得了良好的经济效益和社会效益。通过引进、吸收和自主创新，公司在维生素 K3 和铬鞣剂生产中采用联产工艺，即将维生素 K3 生产过程中产生的含铬废液综合利用，用于铬鞣剂生产。该联产工艺一方面使红矾钠得到充分利用，降低了污染排放，提高了资源综合利用率，另一方面使公司生产的维生素 K3 和铬鞣剂具有一定的成本优势和环保优势。

3.4 区域优势，产业集群

皮革工业是浙江省海宁市的支柱产业，经过近 20 多年的发展已形成颇具特色的产业集群，并在全国享有较高的知名度。公司所处的海宁市周王庙镇曾被原国家轻工业局认定为“中国皮革第一镇”，公司可以依托得天独厚的区位优势和产业集群优势，以较快的速度、较低的成本获取市场需求信息，多渠道拓宽市场，进一步提高对外知名度，加快实现公司从区域品牌企业向世界知名品牌企业升级；根据及时掌握的市场需求变化趋势，推进公司新产品研发和产业化速度，提升技术创新能力；同时，由于产业集聚效应带来了技术、人才、信息、物流和原辅料供应等不断集中，为公司成为具备持续竞争优势的企业提供了有力保障。

4、募投项目分析

公司本次 IPO 发行 2670 万股，拟募集资金近 3 个亿，主要用于维生素 K3 和皮革助剂的产能扩建，技术中心建设以及全球营销网络的建设。然而，公司皮革助剂虽然目前存在一定的产能瓶颈，但新的项目将产能扩大了近 2 倍，如果营销不畅，将可能导致产能过剩的风险。

表 2、募投项目资金运用

序号	项目名称	投资额(万元)	建设周期	目前产能(吨)	新增产能
1	年产 3,000 吨维生素 K3 饲料添加剂技改项目	17,651	18	1,700	1,300
2	年产 20,000 吨皮革助剂扩建项目	4,956	18	7,000	13,000
3	技术中心建设项目	3,000	18	-	-
4	全球营销网络建设项目	3,000	36	-	-

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

维生素 K3 突破产能限制：公司继续占领市场，巩固行业优势地位的最佳时期。通过本次募集资金投资项目的实施，公司将进一步提高产品竞争力，在巩固市场优势地位的同时，积极开拓新市场，分享行业稳定发展的收益。

皮革助剂升级，进口替代：根据市场需求状况，扩大公司皮革助剂现有生产能力，并提升皮革助剂产品的质量水平和绿色化水平，实现进口替代，并满足未来需求增长的需要。

技术中心建设项目提升研发能力：公司除引进更先进的研发设备和优秀研发人才壮大公司的技术研发力量以外，还将通过本项目的实施进一步完善从市场需求出发的产品研发体系。

全球营销网络建设项目产能扩建的保障：体系建成后将保障“年产 3,000 吨维生素 K3 饲料添加剂技改项目”和“年产 20,000 吨皮革助剂扩建项目”新增产能的市场消化，确保公司进一步巩固和扩大全球市场份额，同时进一步提高公司的应用技术服务水平，提升公司品牌影响力。

5、盈利预测与估值

维生素 K3 目前价格在 61000 元/吨，近期价格反弹，我们预计今年均价在 62000 元/吨，未来 2 年受产能扩大，价格略降。

维生素 B1 目前价格在 105000 元/吨，预计今年均价在 105000 元/吨，未来 2 年价格略降；

预计铬鞣剂今年均价在 6200 元/吨，皮革助剂为 8500 元/吨。

表 3、公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
维生素 K3	营业收入（百万元）	128.74	142.60	170.80	213.50
	同比增长率 %	20.07%	10.77%	19.78%	25.00%
	毛利率 %	24.45%	26.00%	25.00%	24.00%
维生素 B1	营业收入（百万元）	136.55	168.00	170.00	180.00
	同比增长率 %	-18.32%	23.03%	1.19%	5.88%
	毛利率 %	6.22%	12.00%	11.00%	11.00%
铬鞣剂	营业收入（百万元）	255.20	260.40	268.75	283.50
	同比增长率 %	21.45%	2.04%	3.21%	5.49%
	毛利率 %	21.07%	22.00%	22.00%	23.00%
皮革助剂	营业收入（百万元）	53.04	57.80	63.75	86.50
	同比增长率 %	26.44%	8.97%	10.29%	35.69%
	毛利率 %	34.14%	35.00%	35.00%	36.00%
营业费用 /主营业务收入 %		2.19%	2.20%	2.20%	2.00%
管理费用 /主营业务收入 %		5.03%	5.10%	5.05%	5.00%
财务费用 /主营业务收入 %		2.53%	0.72%	-0.26%	-0.19%
实际税率 %		15.33%	15.40%	15.40%	15.40%

数据来源：兴业证券研究所整理

根据以上假设，得出盈利预测结果，如下。

表 4、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	597	647	693	783
增长率 %	12.5%	8.4%	7.0%	13.0%
营业利润（百万元）	59	86	113	139
增长率 %	24.4%	46.0%	31.5%	23.2%
净利润（百万元）	50	73	96	118
增长率 %	22.0%	45.3%	31.1%	22.9%
最新摊薄每股收益（元）	0.47	0.69	0.90	1.11
每股净资产（元）	2.45	8.13	9.03	10.14
动态市盈率（倍）	44.40	30.56	23.30	18.95
市净率（倍）	8.56	2.58	2.32	2.07

数据来源：兴业证券研发中心整理

我们预测 2011-2013EPS 为 0.69/0.90 和 1.11 元。由于维生素和化工产品价格波动较大，未来公司业绩存在很大弹性。与已经上市的以维生素为主业的企业比较，公司估值高于浙江医药和新和成，低于鑫富药业和广济药业。我们认为目前 21 元的发行价较为合理，但公司市值不大，存在一定机会。

表 5、同类公司估值比较

证券简称	2010EPS(元)	2011EPS(元)	2010PE	2011PE	总市值(亿元)
------	------------	------------	--------	--------	---------

新股定价报告

浙江医药	2.54	3.39	13.05	9.76	149
新合成	1.65	1.95	15.93	13.48	188
广济药业	0.06	0.20	194.67	58.4	30
鑫富药业	-0.85	0.30	-	51.93	34
兄弟科技	0.47	0.69	44.40	30.56	22

资料来源: wind, 兴业证券研究所,截至 3 月 4 日, 上市公司业绩为公布数据或兴业证券预估

由于维生素和化工助剂都属于价格波动较大的品种, 因此公司未来业绩弹性很大。由此也存在一定的投资风险。

附表
资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	263	355	313	370
货币资金	39	117	62	89
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	67	73	78	88
其他应收款	3	3	3	4
存货	100	105	110	122
非流动资产	331	578	691	757
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	294	499	604	658
在建工程	4	27	38	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	33	33	33	33
资产总计	594	933	1004	1127
流动负债	294	46	20	25
短期借款	214	0	0	0
应付票据	4	0	0	0
应付账款	57	0	0	0
其他	19	46	20	25
非流动负债	19	0	0	0
长期借款	19	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	313	46	20	25
股本	80	107	107	107
资本公积	37	543	543	543
未分配利润	129	194	280	386
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	282	888	984	1102
负债及权益合计	594	933	1004	1127

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	50	73	96	118
折旧和摊销	0	22	33	40
资产减值准备	0	1	0	1
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	5	-2	-2
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	30	48	40	26
经营活动产生现金流量	36	39	98	131
投资活动产生现金流量	-22	-255	-155	-105
融资活动产生现金流量	-11	295	2	2
现金净变动	3	78	-56	27
现金的期初余额	36	39	117	62
现金的期末余额	39	117	62	89

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	597	647	693	783
营业成本	476	507	528	587
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	13	14	15	16
管理费用	30	33	35	39
财务费用	15	5	-2	-2
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	59	86	113	139
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	60	87	114	140
所得税	9	13	18	22
净利润	51	73	96	118
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	50	73	96	118
EPS (元)	0.47	0.69	0.90	1.11

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.5%	8.4%	7.0%	13.0%
营业利润增长率	24.4%	46.0%	31.5%	23.2%
净利润增长率	22.0%	45.3%	31.1%	22.9%
盈利能力(%)				
毛利率	20.2%	21.7%	23.7%	25.0%
净利率	8.5%	11.3%	13.9%	15.1%
ROE	19.3%	8.4%	10.0%	10.9%

偿债能力(%)

资产负债率	52.6%	4.9%	2.0%	2.2%
流动比率	0.90	7.77	15.77	14.71
速动比率	0.56	5.44	10.18	9.81

营运能力(次)

资产周转率	1.06	0.85	0.72	0.73
应收帐款周转率	8.57	8.63	8.62	8.84

每股资料(元)

每股收益	0.47	0.69	0.90	1.11
每股经营现金	0.47	0.36	0.91	1.23
每股净资产	2.45	8.13	9.03	10.14

估值比率(倍)

PE	44.40	30.56	23.30	18.95
PB	8.56	2.58	2.32	2.07

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。