



证券研究报告·上市公司调研简评

化工新材料

从VK3执牛耳者到皮革化学品高端化先锋，超募项目显著增厚 11 年业绩

调研目的

兄弟科技维生素与皮革化学品两大业务协同的模式具较为鲜明的特色，其超募项目的运行情况也受到市场广泛关注。我们对兄弟科技进行了调研，与管理层就公司业务、行业现状和未来发展等问题进行了探讨。

调研结论

VK3:执全球牛耳，盈利稳定丰厚，美洲市场开拓在即

公司是全球维生素 K3(VK3)的执牛耳者，产品占全球近 40% 份额，且品质较竞争对手更胜一筹。随着产能向 3000 吨稳定扩增，榜首地位将进一步稳固。

本次扩产完全采用新建装置（旧装置已改造转产超募项目维生素 B3 和皮革处理剂再利用），新装置能够提高收率 12%，降低成本近 10%，盈利能力再上台阶，谨慎预计今年产量 2500 吨。

新装置另一大优势是将 VK3 保质期由 12 个月提高到 24 个月，使产品向北美洲市场大规模销售成为可能。VK3 主要作为饲料添加剂使用，美国饲料产量排名全球第一，市场容量消化扩产产能没有问题。

由于 VK3 添加量少，占饲料成本比例极低(按 10g/吨、每吨 8 万元的高比例估算，每吨成本也仅 0.8 元)，下游对价格敏感度不高。公司作为绝对龙头，为了确保行业健康发展采用以控制合理毛利率为目标的定价策略。目前，集中度较高的维生素产品如 VA、VE 等毛利率均在 35%以上，而 VK3 目前毛利率在 25% 左右，预计长期合理毛利率在 30%左右。

VB1:行业整合渐趋稳定，毛利存在爆发式增长空间

公司于 06 年进入维生素 B1(VB1)市场，现已形成 3000 吨产能。VB1 作为小产品，全球需求在 7000-8000 吨。经过 07-09 年的激烈竞争，国内企业由 7 家整合至 3-4 家，行业结构逐渐趋于稳定。公司受益于多元化经营，在整合竞争中保持了较强的生命力。预计未来 VB1 将走向进一步整合、获取合理毛利率之路。2010 年公司产品毛利率仅 6.22%，较之维生素行业 30%以上的普遍毛利率水平，盈利存在爆发式增长空间。

皮革化学品：国际+本土，走向服务与高端，或再现纺织化学品增长传奇

公司地处皮都海宁，皮革化学品业务优势得天独厚。规划产

兄弟科技 (002562)

首次评级

增持

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价：27.46 元

目标价格 6 个月：33.6 元

调研日期：2011 年 4 月 12 日

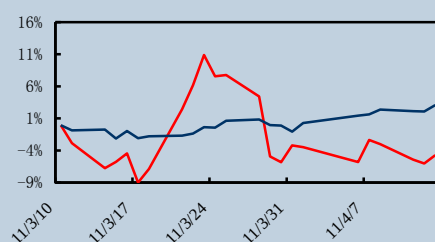
发布日期：2011 年 4 月 14 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.93/-5.90	0.00/-8.79	0.00/3.02
12 月最高/最低价 (元)		32.65/26.03
总股本 (万股)		10670.00
流通 A 股 (万股)		2140.00
总市值 (亿元)		29.30
流通市值 (亿元)		5.88
近 3 月日均成交量 (万)		516.44
主要股东		
钱志达		32.65%

股价表现



HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



能主要包括 4.5 万吨铬鞣剂和 2 万吨皮革助剂(包括非铬鞣剂、加脂剂和专用助剂等)。

铬鞣剂是公司传统业务,利用维生素 K3 生产的废铬液进行生产,有效降低原料成本,避免污染。根据产能配比,1 吨维生素 K3 废液可生产 15 吨铬鞣剂,本次募投项目投产后公司产能配比趋于合理,综合盈利能力进一步强化。

皮革化学品较之纺织化学品,其复杂程度和技术含量有过之而无不及,皮革类型、气候环境和对最终制品特性需求的差异化对皮革化学品的要求迥异,且流行趋势的不断变化要求皮化企业拥有持续快速的开发能力。目前国内皮革化学品基本都为低端产品,价格与渠道战激烈。公司引进欧洲研发团队(依据公司全球营销网络建设规划,未来公司将在欧洲设立皮化产品研发机构),深入自主研发,在皮革化学品领域已有深厚积累;另一方面,依靠对国内市场的熟悉(包括国内气候环境、皮质等方面的深刻了解),组建了十余人的应用工程师队伍,为客户提供专家式销售服务;铬鞣剂的客户资源也为公司提供了良好的市场渠道。凭借国际技术与本地化优势的结合,公司的皮革化学品业务有望再现国内纺织化学品的增长传奇。

超募项目二三季度次第投产,业绩贡献可观

公司超募资金项目包括 5000 吨维生素 B3(VB3)和制革含铬废液综合利用项目。5000 吨 VB3 生产线利用 VK3 老装置改造,建设成本低廉(投资 2000 万左右,完全新建需要 1 亿左右),今年 2 季度即可投产,保守估计年内实现产量 2000 吨。VB3 主要应用于饲料添加剂,国内需求在 6500-7000 吨,目前基本依靠进口,公司产品剑指进口替代,其价格和合理盈利能力与 VK3 类似,相当于新增 1.5 个维生素 K3 业务,今年业绩贡献预计在 0.18-0.2 元。

制革废液回收项目预计 3 季度投产,具有“一举三得”的特点:一方面,提供丰富的铬资源,我国铬资源严重匮乏,仅占全球储量的 0.01%,虽然鞣革用铬占铬需求比例很小,但仍有一定原料价格风险,废液中大量的铬离子可供回收,污泥又可作为皮革助剂的填料,成本降低可观;其二,有效降低污染,鞣革生产重金属污染严重,未来将面临日益严格的限制,综合利用项目有效避免乱排乱放,符合环保趋势,有望获得国家政策支持;其三,实现客户双赢,提高下游粘性,制革废液处理成本较高,且具有处理资质的企业较少,为下游制革企业带来较大成本压力,公司通过项目,与客户形成从鞣剂销售到废液处理的一站式服务,降低了客户成本,实现利益双赢,能够有效提高下游粘性。

增长之路:多元化,高端化与全球化

公司维生素业务在全球坐拥技术与市场领先优势,预计未来将以不断开发新产品、产业链延伸以及进军医用、食品用维生素等方式实现外生性增长;皮革助剂领域借助铬鞣剂渠道资源,结合国际领先技术与本土化优势,有望成为国内皮革化学品走向高端的先行者;公司通过布局全球化销售、研发网络,积极推进海外扩展,将不断强化细分行业全球龙头的地位。多元化、高端化与全球化将是公司未来的成长策略。

预计公司 2011 年每股 0.96 元,目标价 33.6 元,建议增持

公司两项超募项目将分别于今年 2、3 季度投产,将贡献显著业绩。我们谨慎预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.96、1.29 和 1.67 元,考虑公司在维生素行业的显著龙头地位和皮革化学品领域的高增长前景,给予公司 2011 年 35 倍市盈率,目标价格 33.6 元,建议增持。



预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	596.94	887.35	1,072.82	1,269.49
营业收入增长率	12.55%	48.65%	20.90%	18.33%
EBITDA（百万）	79.23	134.87	175.20	224.14
EBITDA 增长率	33.20%	70.21%	29.91%	27.93%
净利润（百万）	50.47	102.75	138.12	177.68
净利润增长率	21.97%	103.59%	34.42%	28.64%
ROE	19.28%	12.02%	14.51%	16.51%
EPS（元）	0.630	0.963	1.294	1.665
P/E	43.30	28.33	21.08	16.38
P/B	8.34	3.40	3.06	2.70
EV/EBITDA	29.99	20.46	15.81	12.03



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

基金研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。