

高成长、高业绩弹性

买入首次评级

目标价格：30.00 元

投资要点：

- 受成本上涨推动，近期公司维生素产品连续提价；
- 下半年需求好转，维生素提价空间仍然较大；
- 未来几年皮革助剂产品将成为公司重要的业绩增长点。

报告摘要：

- 受成本等因素推动，维生素产品连续提价。今年一季度公司维生素 K3 价格为 5-6 万每吨，目前价格为 10 万元每吨。其涨价主要是由原材料（主要是红矾钠）提价所推动的：红矾钠价格去年底约 11000 元每吨，目前约 16000 元每吨。由于红矾钠绝大部分用于（铬酐）等行业；而今年上半年国内生产红矾钠的企业由于种种原因，商品红矾钠产量下降约 10%；同时铬铁、电镀等行业对红矾钠需求量增长较多，因此其价格出现提升。但近期一些红矾钠企业扩产，其价格有所下跌；随着原有企业的复产或扩产，预计下半年红矾钠价格会继续下跌，这有利于公司毛利率的提升。
- 未来维生素产品仍有提价空间，业绩或有大幅提升。从对应的红矾钠价格看，维生素 K3 产品价格仍处于谷底阶段；公司的维生素 K3 产品处于全球主导地位，因此在成本推动、下游需求景气不断提升的背景下，维生素 K3 产品价格仍有提升空间。公司另一主要维生素产品 VB1，全球生产企业比较集中，除兄弟科技之外，还有荷兰帝斯曼（DSM）、湖北华中药业、江西天新药业等；一季度公司维生素 B1 价格仅在 9 万元每吨，目前已经涨到 18 万-19 万元每吨；由于下游养殖业景气度逐步提升，维生素 B1 货源紧张，价格继续上涨的可能性较大。
- VB3 产品今年开始贡献业绩。公司的维生素 B3 产品预计今年可以开始贡献业绩，明年该产品量产，将成为公司新的业绩增长点。

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	530.40	596.94	954.00	1264.00	1379.00
增长率(%)	-11.13%	12.55%	59.82%	32.49%	9.10%
归属母公司股东净利润	41.38	50.47	94.36	127.51	145.70
增长率(%)	11.13%	21.97%	86.96%	35.14%	14.26%
每股收益(EPS)	0.388	0.473	0.884	1.195	1.365
市盈率(P/E)	63.82	52.32	27.99	20.71	18.13

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

康铁牛(S1180511020002)

电话：010-88085991

kangtieniu@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

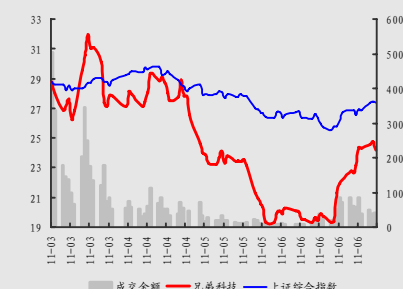
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	1599	
20110309	499	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

- **皮革助剂项目未来将贡献更多业绩。**目前公司皮革助剂在全国的市场占有率仅 1.8%。皮革助剂的市场空间巨大，细分程度很高；同时生产企业可以为自己的产品提供配套服务，因此毛利率更高。一般情况下皮革助剂新产品毛利率超过 60%，平均毛利率 30% 左右。预计今年公司皮革助剂销量可达 10000 吨，明年可达 15000 吨；助剂现在价格 10000 元每吨，铬鞣剂现价 8000 元每吨。目前公司特别注重研发，其皮革化学品的性能正在接近欧洲同类产品的性能。
- **业绩预测。**今明两年，维生素产品涨价概率、空间均较大，将给公司带来巨大的业绩弹性，同时公司皮革助剂产品逐步放量，带来业绩的持续提升。预计 2011 - 2013 年公司 EPS 分别为 0.88 元、1.20 元、1.37 元，给予“买入”评级；鉴于公司成长性高、业绩爆发性强，给公司 2012 年 25 倍 PE，相应目标价格 30 元。

表 1、公司预测利润表

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	530.40	596.94	954.00	1264.00	1379.00
减：营业成本	430.56	476.47	769.45	1014.34	1098.88
营业税金及附加	1.38	1.97	3.15	4.17	4.55
营业费用	13.26	13.06	20.87	27.66	30.17
管理费用	28.39	30.05	48.02	63.63	69.41
财务费用	8.45	15.11	4.61	7.18	7.50
资产减值损失	1.13	1.59	0.97	0.97	0.97
加：投资收益	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.18	58.69	106.92	146.05	167.51
加：其他非经营损益	0.51	1.10	4.44	4.44	4.44
利润总额	47.69	59.79	111.36	150.49	171.95
减：所得税	7.38	9.16	16.70	22.57	25.79
净利润	40.31	50.63	94.66	127.92	146.16
减：少数股东损益	-1.07	0.16	0.30	0.40	0.46
归属母公司股东净利润	41.38	50.47	94.36	127.51	145.70

资料来源：公司公告，宏源证券

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5 年农药行业工作经验, 2008 年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3 年化工行业工作经验, 4 年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。