

**兄弟科技(002562)/化工**
**Q3 业绩环比回落，募投项目打开成长空间**
**评级：买入(维持)**

市场价格：6.21

分析师：谢楠

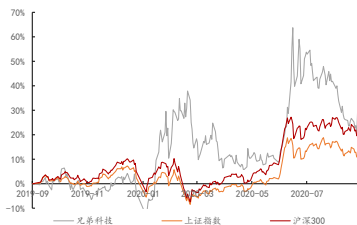
执业证书编号：S0740519110001

电话：

Email: xienan@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	9.02
流通股本(亿股)	5.39
市价(元)	6.21
市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	33

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 兄弟科技 2020Q1 点评：业绩符合预期，定增计划加码未来
- 2 兄弟科技年报点评：年报业绩符合预期，定增计划加码未来

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,415	1,258	2,029	2,545	3,085
营业收入增速	-9.56%	-11.12%	61.32%	25.44%	21.22%
归属于母公司的净利润	22	44	126	202	298
净利润增长率	-94.59%	100.88%	187.73%	60.00%	47.83%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.05	0.14	0.22	0.33
每股现金流量(元)	0.32	-0.10	0.59	0.45	0.92
净资产收益率	0.97%	1.89%	5.40%	8.05%	10.80%
市盈率(倍)	256.75	127.82	44.42	27.76	18.78
市净率	2.48	2.42	2.40	2.23	2.03

备注：股价选自 2020 年 09 月 27 日

**投资要点**

- **事件：**公司发布 2020Q3 业绩预告，预计 2020 年前三季度实现归母净利润 900 万元-11700 万元，同比增长 368.17%-508.62%，其中第三季度实现净利润 1842.70 万元-4542.70 万元，同比增长-7.19%-128.79%。
- **点评：**
- **产品价格回落，Q3 单季度盈利环比下滑。**2020 年三季度，公司维生素产品价格环比出现回落。根据 Wind 资讯，截至目前，VB1/VK3/VB5 三季度均价分别为 159 元/KG、85.5 元/KG 和 83.3 元/KG，环比下跌 10.17%、26.70%和 74.25%，因产品价格下滑，公司三季度实现净利润 1842.70 万元-4542.70 万元，环比下滑 12.2%-64.4%。
- **收购朗盛南非，促进公司业务协同发展。**朗盛南非是全球唯一一家靠近铬盐核心原料“铬矿”最丰富的南非矿区附近的铬盐生产企业，主要产品包括重铬酸钠、铬酸、铬鞣剂等，2018 年营业收入及净利润分别为 5.3 亿元和 4867.9 万元。目前交割已完成，交割日期为 2020 年 1 月 10 日。子公司业绩并表，增厚公司 EPS。
- **苯二酚及衍生物、碘造影剂等项目有望步入收获期。**公司于江西彭泽矾山工业园投资建设苯二酚及衍生物、碘造影剂两个项目。其中年产 2 万吨苯二酚、3.11 万吨苯二酚衍生物项目总投资额 12.6 亿元，公司预计达产后实现年销售收入 16.30 亿元，净利润 1.91 亿元。根据中报披露，项目一期工程累计投入金额 6.45 亿元，进度 93.85%，产品线处于带料试产过程中，其中对苯二酚、邻苯二酚工序已达到预定可使用状态，其他工序预计在 2020 年 9 月达到预定可使用状态。1000 吨碘造影剂及中间体项目投资 3.2 亿元，公司预计达产后实现年销售收入 9.7 亿元，净利润 1.29 亿元，也已经处于试生产阶段。随着江西项目在 2020 年逐渐投产，公司业绩有望步入成长期。
- **募投项目打开公司成长空间。**公司拟发行不超过 2.71 亿股新股用于年产 3 万吨天然香料项目建设、兄弟科技研究院建设及补充流动资金。年产 3 万吨天然香料项目致力于打造完整的松节油产业链，产品结构完善，具有较强的综合竞争力，项目总投资 8.89 亿元，建设期为 3 年，公司预计全部达产后第一年实现年销售收入 15.31 亿元，净利润 2.06 亿元，总投资收益率(税后) 23.20%，投资回收期(不含建设期) 5.4 年。项目分两期建设，一期项目新建 6,000 吨二氢月桂烯醇、500 吨 α-松油醇及 5300 吨松油、2000 吨月桂烯，合计 16,800 吨，二期新建 1,000 吨月桂烯、1,000 吨乙酸异龙脑酯、3,000 吨龙涎酮、8,000 吨合成樟脑及 200 吨檀香醚，二期项目产品总和 13,200 吨。公司非公开发行业募投已于 2020 年 8 月 25 日获核准，新项目建设有望打开公司成长空间。
- **盈利预测及评级：**因公司维生素产品景气回落，下修公司归母净利润下修为 1.26/2.02/2.98 亿元(调整前预测值分别为 2.57/4.46/5.04 亿元)，对应 PE 分别为 44.4/27.8/18.8 倍，因公司江西新项目有望进入收获期，募投项目打开成长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**维生素产品价格下滑；江西二期项目建设投产及销售不及预期；募投项目推进不及预期的风险。

## 盈利预测及估值

假设:

(1) 因子公司江苏兄弟于 2020 年 3 月复产, 同时公司江西工厂新项目稳定推进, 公司中报预计苯二酚及衍生物、碘造影剂项目将于 2020 年逐步释放, 假设食品医药 2020~2022 年增速分别为 56.17%、25.44%、21.22%。

(2) 因并表朗盛南非, 假设特种化学品业务 2020 年增长 121.15%, 2021、2022 年保持 10% 增速。

图表 1: 业务拆分及盈利预测 (百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
食品医药	营业收入	9.2	14.34	17.99	21.80
	YOY	-13.65%	56.17%	25.44%	21.22%
	营业成本	5.73	8.47	11.59	14.83
特种化学 品	营业收入	3.01	6.65	7.32	8.05
	YOY	0.91%	121.15%	10.00%	10.00%
	营业成本	2.83	5.48	6.00	6.60
其他	营业收入	0.39	0.46	0.46	0.43
	YOY	-27.61%	17.44%	0.93%	-5.52%
	营业成本	0.32	0.40	0.40	0.37

来源: 公司公告、中泰证券研究所

因公司维生素产品景气回落, 下修公司归母净利润下修为 1.26/2.02/2.98 亿元 (调整前预测值分别为 2.57/4.46/5.04 亿元), 对应 PE 分别为 44.4/27.8/18.8 倍。

我们选取三家精细化工品添加剂公司和造影剂企业司太立进行估值对比, 2021 年平均估值 PE 为 31.7 倍 (对应 2020 年 9 月 27 日股价), 公司 2021 年 PE 为 27.8 倍。因公司江西新项目有望进入收获期, 募投项目打开成长空间, 维持“买入”评级。

图表 2: 可比公司估值

股票代码	简称	市值 (亿元)	总股份 (亿股)	股价					EPS				PE			
				2020/9/27	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E				
600299.SH	安迪苏	346	26.82	12.91	0.37	0.57	0.65	0.76	34.89	22.70	19.85	17.07				
300856.SZ	科思股份	97	1.13	85.69	1.82	1.66	2.03	2.50	47.20	51.56	42.21	34.31				
002597.SZ	金禾实业	177	5.59	31.65	1.45	1.48	1.89	2.28	21.83	21.37	16.72	13.91				
603520.SH	司太立	195	2.44	79.70	1.01	1.05	1.67	2.41	78.91	75.60	47.86	33.00				
					1.21	1.24	1.52	1.84	45.71	42.81	31.66	24.57				
002562.SZ	兄弟科技	56	9.02	6.21	0.05	0.14	0.22	0.33	127.82	44.42	27.76	18.78				

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 附录：兄弟科技财务模型预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>1,415</b>	<b>1,258</b>	<b>2,029</b>	<b>2,545</b>	<b>3,085</b>
增长率	-9.6%	-11.1%	61.3%	25.4%	21.2%
营业成本	-1,086	-889	-1,434	-1,799	-2,180
% 销售收入	76.8%	70.7%	70.7%	70.7%	70.7%
毛利	329	369	595	746	905
% 销售收入	23.2%	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%
营业税金及附加	-16	-12	-12	-13	-15
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-53	-52	-71	-97	-118
% 销售收入	3.8%	4.1%	3.5%	3.8%	3.8%
管理费用	-124	-188	-335	-356	-370
% 销售收入	8.8%	15.0%	16.5%	14.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	136	116	177	281	401
% 销售收入	9.6%	9.3%	8.7%	11.0%	13.0%
财务费用	-22	-27	-21	-33	-38
% 销售收入	1.6%	2.1%	1.0%	1.3%	1.2%
资产减值损失	3	-8	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	29	16	29	29	29
% 税前利润	45.0%	34.1%	19.5%	12.2%	8.3%
营业利润	70	50	148	237	350
营业利润率	5.0%	4.0%	7.3%	9.3%	11.4%
营业外收支	-5	-2	0	1	1
税前利润	65	47	148	237	351
利润率	4.6%	3.8%	7.3%	9.3%	11.4%
所得税	-43	-4	-22	-36	-53
所得税率	66.5%	7.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	22	44	126	202	298
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	22	44	126	202	298
净利率	1.5%	3.5%	6.2%	7.9%	9.7%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	22	44	126	202	298
加: 折旧和摊销	146	165	186	290	292
资产减值准备	3	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	24	29	21	33	38
投资收益	-29	-16	-29	-29	-29
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	624	-177	224	-89	230
<b>经营活动现金净流</b>	<b>293</b>	<b>-94</b>	<b>529</b>	<b>407</b>	<b>829</b>
固定资本投资	-604	-540	-430	-430	-430
<b>投资活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>-290</b>	<b>-397</b>	<b>-397</b>	<b>-397</b>
股利分配	-90	-90	-19	-30	-45
其他	-54	720	-563	124	29
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>630</b>	<b>-582</b>	<b>93</b>	<b>-16</b>
<b>现金净流量</b>	<b>258</b>	<b>246</b>	<b>-449</b>	<b>103</b>	<b>417</b>

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	855	406	509	926
应收款项	211	558	407	763
存货	367	687	635	967
其他流动资产	197	198	211	214
流动资产	1,630	1,849	1,762	2,869
% 总资产	37.8%	38.8%	36.6%	47.4%
长期投资	7	7	6	6
固定资产	1,689	1,907	2,913	2,657
% 总资产	39.2%	40.0%	60.5%	43.9%
无形资产	113	104	94	84
非流动资产	2,680	2,919	3,055	3,189
% 总资产	62.2%	61.2%	63.4%	52.6%
<b>资产总计</b>	<b>4,310</b>	<b>4,768</b>	<b>4,817</b>	<b>6,058</b>
短期借款	350	660	780	862
应付款项	758	1,651	1,371	2,292
其他流动负债	81	81	81	81
流动负债	1,190	2,392	2,232	3,236
长期贷款	341	0	37	22
其他长期负债	461	40	40	40
<b>负债</b>	<b>1,993</b>	<b>2,432</b>	<b>2,310</b>	<b>3,297</b>
普通股股东权益	2,317	2,336	2,507	2,761
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,310</b>	<b>4,768</b>	<b>4,817</b>	<b>6,058</b>

## 比率分析

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.05	0.14	0.22	0.33
每股净资产 (元)	2.57	2.59	2.78	3.06
每股经营现金净流 (元)	-0.10	0.59	0.45	0.92
每股股利 (元)	0.10	0.02	0.03	0.05
<b>回报率</b>				
净资产收益率	1.89%	5.40%	8.05%	10.80%
总资产收益率	1.02%	2.64%	4.19%	4.92%
投入资本收益率	3.29%	5.60%	8.89%	11.75%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	-11.12%	61.32%	25.44%	21.22%
EBIT 增长率	-13.29%	43.60%	51.35%	39.52%
净利润增长率	100.88%	187.73%	60.00%	47.83%
总资产增长率	20.32%	10.63%	1.03%	25.76%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	59.9	59.9	59.9	59.9
存货周转天数	93.5	93.5	93.5	93.5
应付账款周转天数	146.7	146.7	146.7	146.7
固定资产周转天数	455.5	319.0	340.9	325.0
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	32.25%	8.17%	-2.74%	-7.22%
EBIT 利息保障倍数	5.2	9.5	9.2	11.3
资产负债率	46.24%	51.01%	47.95%	54.43%

资料来源: WIND、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。