

跟踪评级公告

联合〔2020〕1559号

兄弟科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

兄弟科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

兄弟科技股份有限公司公开发行的“兄弟转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

兄弟科技股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
兄弟转债	5.05 亿元	6 年	AA	AA	2019.6.20

转股期: 自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

当前转股价格: 5.25 元/股

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 18 日

主要财务数据:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	34.65	35.82	43.10	45.57
所有者权益 (亿元)	22.86	22.59	23.17	22.29
长期债务 (亿元)	5.28	5.05	7.63	8.93
全部债务 (亿元)	7.61	8.78	15.01	17.94
营业收入 (亿元)	15.65	14.15	12.58	4.58
净利润 (亿元)	4.03	0.22	0.44	0.20
EBITDA (亿元)	5.89	2.42	2.44	--
经营性净现金流 (亿元)	1.37	2.93	-0.94	-0.69
营业利润率 (%)	46.66	22.10	28.38	31.44
净资产收益率 (%)	19.91	0.96	1.92	--
资产负债率 (%)	34.04	36.94	46.24	51.08
全部债务资本化比率 (%)	24.99	27.99	39.32	44.59
流动比率 (倍)	3.16	1.86	1.37	1.05
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.77	0.28	0.16	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	215.72	7.88	7.69	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	0.48	0.48	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 除特别说明外, 均指人民币; 3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 4. 2020 年一季度未经审计, 相关指标未年化

评级观点

跟踪期内, 兄弟科技股份有限公司 (以下简称“兄弟科技”或“公司”) 作为维生素行业和皮革化工行业内知名上市企业, 在市场地位、技术研发和下游市场潜力等方面仍具备较强的竞争优势。2019 年, 公司主营业务盈利能力提高, 债务负担仍属较轻。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到非洲猪瘟导致下游需求减少、公司产能利用率不高、“3·21”响水特大爆炸事故后安全检查导致部分产线停产、费用对利润侵蚀较多等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2020 年一季度, 公司收购南非公司 LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED (以下简称“朗盛 CISA”), 子公司江苏兄弟维生素有限公司 (以下简称“兄弟维生素”) 复工复产。未来, 随着公司在建的苯二酚及碘造影剂项目建成投产, 公司收入及盈利规模有望进一步提升。

“兄弟转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素, 公司偿债压力将进一步减轻。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“兄弟转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 主营业务盈利能力提升。2019 年, 公司维生素产品在细分领域仍保持较高的市场占有率, 铬鞣剂产品销量全国领先, 维生素和皮革化学品毛利率有所提升。

2. 在建工程投产后将提升公司经营规模。公司在建的苯二酚及碘造影剂项目有利于拓展公司业务布局, 随着项目建成投产, 公司未来收入和盈利规模有望增长。

3. 债务负担较轻。公司整体债务负担轻，债务结构较好。

关注

1. 行业波动风险。维生素行业规模较小，景气度受供给和需求端影响均较大，公司维生素产品价格波动风险较大。

2. 境外销售风险。公司境外销售比例较高，且收购南非公司后境外销售将进一步增加，高比例的境外销售使公司面临一定的汇率波动风险和贸易摩擦风险。

3. 产能利用率低。为积极响应江苏省化工行业整治提升方案及相关要求，公司部分生产线临时停产，此外公司维生素 B3、B5 仍处于市场拓展阶段，以上原因导致公司产能利用率依然处于较低水平。

4. 期间费用率高。2019 年，公司收入实现质量下降，期间费用对利润侵蚀较多，盈利指标依然较弱。

分析师

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

张文韬 登记编号（R0040219120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

宋莹莹 张云新

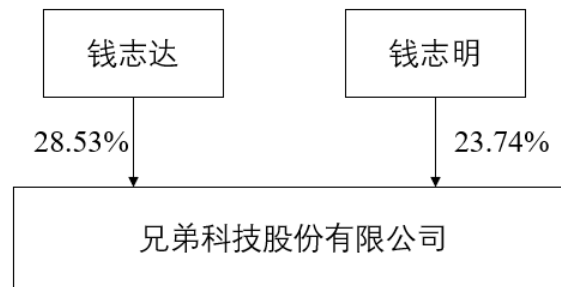
联合信用评级有限公司

一、主体概况

兄弟科技股份有限公司（以下简称“公司”或“兄弟科技”）前身为浙江兄弟化工有限公司，于2001年3月设立，初始资本4,000万元，自然人股东钱志达、钱志明和钱雨龙分别出资160万元、1,920万元和1,920万元。2006年9月，公司更名为现名。2007年9月，公司改制为股份有限公司，股份增加至8,000万股，注册资本增加为8,000万元。

2011年3月，公司在深圳交易所发行股份并上市，证券简称为“兄弟科技”，证券代码为“002562.SZ”，总股本变更为10,670.00万股。后经过多次增资扩股，截至2020年3月底，公司总股本为90,203.59万股，控股股东和实际控制人为自然人股东钱志达和钱志明（二者为兄弟关系），持股比例分别为28.53%和23.74%。其中，钱志达先生累计质押其持有的公司股份17,320.00万股，占其持有公司股份的67.29%；钱志明先生累计质押其持有的公司股份3,000.00万股，占其持有公司股份的14.01%，质押比例不高。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构未发生重大变化。截至2020年3月底，公司合并范围子公司共11家，在职员工合计2,365人。

截至2019年末，公司合并资产总额43.10亿元，负债合计19.93亿元，所有者权益23.17亿元，其中归属于母公司所有者权益23.17亿元。2019年，公司实现营业收入12.58亿元，净利润0.44亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.94亿元，现金及现金等价物净增加额2.50亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额45.57亿元，负债合计23.28亿元，所有者权益22.29亿元，其中归属于母公司所有者权益22.29亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入4.58亿元，净利润0.20亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.69亿元，现金及现金等价物净增加额-5.16亿元。

公司住所：浙江省海宁市周王庙镇联民村蔡家石桥3号；法定代表人：钱志达。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可（2017）1798号”文核准，公司于2017年11月28日发行了“2017年兄弟科技股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），债券发行规模为7亿元，于2017年12月27日在深交所挂牌交易（债券简称“兄弟转债”，债券代码“128021.SZ”）。本次债券发行期限为6年，票面利率第一年为0.3%，第二年为0.5%，第三年为1.0%，第四年为1.3%，第五

年为 1.5%，第六年为 1.8%。本次债券转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至到期日止，初始转股价格为 18.17 元/股。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2019 年 6 月 14 日，公司发布公告称，受分派 2018 年现金股利影响，将“兄弟转债”转股价由 5.35 元/股调整为 5.25 元/股，调整后的转股价格于 2019 年 6 月 21 日生效。2019 年，累计共有 130,540,400 元兄弟转债转换成公司股票 24,400,560 股。截至 2020 年 3 月底，“兄弟转债”债券余额为 5.05 亿元。

本次债券所募集的资金用于“年产 20,000 吨苯二酚、31,100 吨苯二酚衍生物建设项目一一期工程”项目，扣除发行费用后，实际募集资金金额为 6.87 亿元。截至 2019 年底，本次债券募集资金余额为 1.79 亿元（包括累计收到的银行存款利息及理财产品收益扣除银行手续费等的净额），已使用资金部分全部投入募投项目建设。

2019 年 11 月 28 日，公司已足额支付“兄弟转债”上一付息年度利息。

三、行业分析

2019 年，受下游需求不振等因素影响，维生素价格继续呈下行趋势，受行业竞争激烈、环保标准的趋严以及国际贸易摩擦等因素影响，行业内企业经营压力较大。

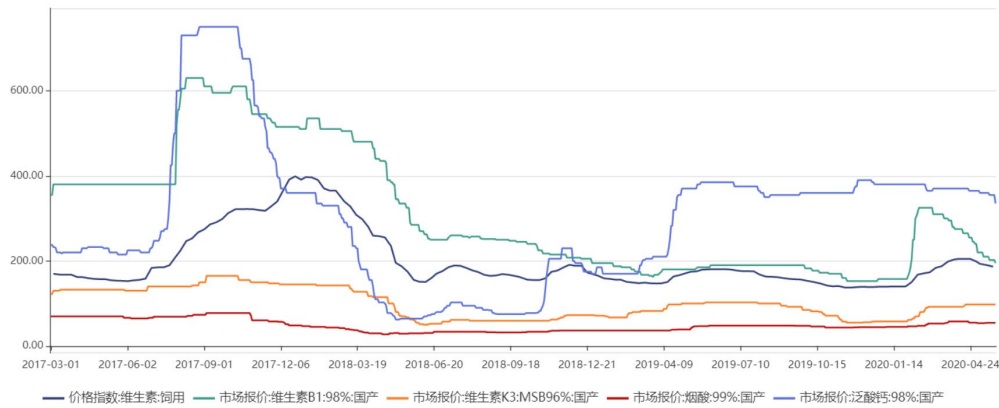
随着上世纪 90 年代的全球制造业转移，全球维生素生产逐渐集中到中国，中国维生素产量全球占比高达 70%，产品主要用于出口，比例超过 70%。2018 年以来，受行业周期性影响等因素影响，维生素价格跌幅较大，行业景气度有所下行。2019 年，因非洲猪瘟的影响，中国猪饲料消费出现一定程度地下降，导致维生素市场需求出现波动。

上游方面，维生素行业上游是石油化工行业，多数为大宗生产原料提供商，维生素工业对其议价能力弱。不同的维生素对应的主要原材料差异较大，例如维生素 B1 主要原材料为盐酸乙脒，维生素 B3 为 3-甲基吡啶，维生素 K3 为重铬酸钠，原材料对维生素产品的价格传导作用较强。2019 年，化工行业遭遇贸易摩擦、事故频发、园区关闭、停产整顿等多重事件影响，行业景气度回落。

下游方面，维生素行业下游应用主要是饲料、食品、医药和化妆品，除维生素 C 和维生素 B1 以外，大部分维生素品种 60% 以上都用于饲料添加剂。维生素市场整体规模不大，但由于产品不可替代，属于刚性需求，需求较为稳定。饲料需求方面，“十三五”期间，我国饲料消费年均增长约 400 万吨，增速约为 1.9%，消费情况较为稳定。2019 年，我国饲料产量为 2.29 亿吨，同比下降约 3.7%，降幅较大。出口方面，2019 年，根据统计的多类主要维生素上看，出口量合计 28.51 万吨，同比增长 1%，增速较上年的 2.59% 进一步下降。

价格方面，受下游饲料需求下降及出口增速下滑等因素影响，截至 2019 年底，饲用维生素价格指数为 139.70 点，较年初下跌 15.49%。从具体维生素产品价格来看，2019 年以来，维生素 K3、维生素 B1 和维生素 B3（烟酸）价格走势与饲用维生素价格指数较为一致，维生素 B5（泛酸钙）因环保整治产能释放受限，供需紧张，价格大幅上升。

图2 部分维生素产品价格变动趋势（单位：元/千克）



资料来源：Wind

行业竞争方面，维生素产品价格波动较大，每一次大幅涨跌的过程中，行业中的生产厂商也经历着更替、兼并整合、转型升级等过程。经过多年的发展和磨合，目前维生素行业总体形成了寡头垄断的特点，行业集中度较高，各个细分产品中一般都存在3—5个具有垄断性的公司占据全球超过80%的市场份额。

行业关注方面，第一，环保标准的趋严对于维生素生产企业的技术水平、资金投入都提出更高要求，若企业环保不达标则可能面临被淘汰的风险。第二，由于维生素细分产品市场规模较小，易受到供给端和原材料成本的影响，造成价格波动剧烈，对企业盈利有着重大影响。第三，由于维生素产品主要用于饲料生产，且出口比例较高，关注下游需求变化、国际贸易摩擦以及汇率波动风险。

四、公司管理

跟踪期内，公司主要管理制度和高级管理人员未发生变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司收入构成变化不大；受非洲猪瘟造成的维生素需求下降，以及兄弟维生素停产影响，公司收入有所下降；受产品价格上升以及产量提升单位成本下降影响，公司毛利率有所上升。2020年一季度，公司合并范围变化导致收入同比大幅增加。

公司营业收入主要来源于维生素产品（K3、B1、B3和B5）和皮革化学品的生产和销售。2019年，公司实现营业收入12.58亿元，较上年减少11.12%，主要系非洲猪瘟造成的维生素需求下降，以及子公司兄弟维生素停产等因素影响所致；实现净利润0.44亿元，较上年增长100.88%，主要系所得税费用较上年大幅减少所致。

表1 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
维生素产品	122,156.75	78.08	57.84	106,341.89	75.15	30.14	91,819.28	73.00	37.57
皮革化学品	29,859.49	19.09	12.17	29,803.55	21.06	0.91	30,066.60	23.91	5.81

其他	4,436.43	2.84	13.54	5,356.23	3.79	10.52	3,885.83	3.09	16.32
合计	156,452.68	100.00	47.86	141,501.67	100.00	23.24	125,771.71	100.00	29.32

资料来源：公司提供

从收入构成看，2019年，公司维生素产品和皮革化学品收入占比较上年变化不大。维生素产品收入较上年下降13.66%，主要系子公司兄弟维生素停产，维生素B1产品销量下降，以及非洲猪瘟影响导致部分维生素产品销量下降所致；皮革化学品收入较上年变化不大。公司其他收入主要为热电、蒸汽销售收入，占比较小。

从毛利率水平看，2019年，公司综合毛利率为29.32%，较上年上升6.08个百分点。分产品看，维生素产品毛利率为37.57%，较上年上升7.43个百分点，主要系部分维生素产品涨价以及产量提升单位成本下降所致；皮革化学品毛利率为5.81%，较上年上升4.90个百分点，主要系铬鞣剂产品价格略有涨价，以及皮革助剂产品结构变化所致。

2020年1-3月，公司实现营业收入4.58亿元，较上年同比增长46.97%，主要系合并南非公司LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED（以下简称“朗盛CISA”）所致；净利润由上年的-0.25亿元上升为0.20亿元，转亏为盈。

2. 原材料采购

2019年，公司维生素产品原材料采购量受子公司停产和库存较多而下降，维生素产品原材料采购价格受市场供需影响涨跌不一；维生素产品原材料供应商集中度依然处于较低水平。

公司维生素产品生产所需的主要原材料包括3-甲基吡啶、3-氰基吡啶、甲基萘、重铬酸钠、硫酸、盐酸乙脒、乙酰丁内酯、液体甲醇钠、固体甲醇钠、甲醇，辅助原材料包括硅藻土、活性炭、正丁醇、麦芽糊精、邻氯苯胺、液碱、盐酸、丙烯腈、硝酸铵等。公司铬鞣剂生产与维生素K3生产形成联产工艺，维生素K3生产过程中产生的含铬废液是铬鞣剂生产的重要原材料。

表2 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	指标	2017年	2018年	2019年
3-氰基吡啶	采购量	524.04	1,038.87	1,488.96
	采购均价	37,156.75	25,939.90	31,209.13
3-甲基吡啶	采购量	5,143.07	7,316.70	5,697.11
	采购均价	27,662.33	17,877.88	24,880.14
重铬酸钠	采购量	2,692.75	3,879.71	2,786.71
	采购均价	6,943.04	7,958.55	7,978.86
甲基萘	采购量	2,473.52	2,518.50	2,067.60
	采购均价	7,075.68	7,377.78	7,950.09
硫酸	采购量	3,474.01	3,022.81	3,570.13
	采购均价	301.87	388.85	345.40
盐酸乙脒	采购量	1,415.75	910.25	330.00
	采购均价	17,756.89	39,269.34	38,283.70
乙酰丁内酯	采购量	1,284.00	840.00	420.00
	采购均价	26,982.27	31,517.86	33,158.87
液体甲醇钠	采购量	2,650.19	1,717.40	771.52
	采购均价	4,255.37	4,722.74	4,285.10
固体甲醇钠	采购量	1,067.90	624.23	233.80
	采购均价	9,982.12	11,390.61	11,665.14

甲醇	采购量	3,774.32	1,243.66	1,100.40
	采购均价	2,461.60	2,814.29	2,188.38
异丁醛	采购量	352.24	676.96	531.06
	采购均价	5,160.78	5,998.79	5,313.92
氰化钠	采购量	837.04	1,912.36	1,244.91
	采购均价	2,823.61	3,135.91	3,095.53
丙烯腈	采购量	443.58	987.24	910.90
	采购均价	11,409.23	13,311.09	11,033.27

资料来源：公司提供

采购量方面，2019年，兄弟维生素停产，导致盐酸乙脒、乙酰丁内酯、液体甲醇钠、固体甲醇钠和甲醇采购量减少。其他原材料结合库存情况按需采购，因部分维生素产品原材料库存较多，采购量减少。

采购价格方面，公司原材料以基础化工原料为主，采购价格市场化程度相对较高，受市场供需影响，2019年，公司原材料采购价格涨跌不一，13种原材料中，采购价格上涨的有7种，采购价格下降的有6种；采购均价涨幅超过5%的有4种，降幅超过5%的有5种；其中3-氰基吡啶、3-甲基吡啶采购价格大幅上涨，主要受市场供需及下游产品价格波动影响所致；甲醇采购价格大幅下降，主要系2018年采购进口甲醇为主，2019年逐步替换为国产甲醇，国产甲醇以煤制甲醇为主，受煤炭价格波动，2019年甲醇价格下降所致；丙烯腈为石油下游产品，采购价格随石油行情和市场供需情况波动。

跟踪期内，公司采购结算方式未发生重大变化。2019年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总额的21.46%，较上年下降6.20个百分点，集中度较低。

3. 产品生产

2019年，公司维生素产能提升，皮革化学品产能无变化；维生素和铬鞣剂产量均有所提升；公司维生素产能利用率仍较低。

2019年，公司子公司江西兄弟医药有限公司（以下简称“兄弟医药”）的产能逐步释放，公司维生素产能同比增加30.65%。皮革化学品产能无变化。

表3 公司主要产品设计产能、产量情况表（单位：吨/年、吨、%）

分类	品名	2017年			2018年			2019年		
		产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
维生素产品	--	15,450	10,433	67.53	18,600	14,144	76.04	24,300	14,725	60.60
皮革化学品	铬鞣剂	45,000	40,150.00	89.22	45,000	40,352.00	89.67	45,000	43,250	96.11
	其他化学助剂	28,000	10,384.00	37.09	28,000	12,438.00	44.42	28,000	11,460	40.93

资料来源：公司提供

产量方面，2019年，兄弟医药生产的维生素B3、B5产能释放，公司维生素产品产量提升。公司皮革化学品产量有所提升，主要系上年因技术改造产线停产一个月，以及2019年铬鞣剂细分产品调整所致。受兄弟维生素停产以及兄弟医药仍处于产能爬坡阶段影响，公司维生素产能利用率仍然较低。

4. 产品销售

2019年，兄弟维生素停产以及非洲猪瘟影响下游需求导致公司维生素产品销量下降，但销售均价有所提升；皮革化学品销售价格有所提升，销量有所下降。

公司与大量核心客户保持了长期、紧密的合作伙伴关系，客户广泛分布于饲料、食品饮料、医药、化妆品、皮革制品等下游行业，遍布中国以及大量海外国家和地区。

跟踪期内，公司销售结算方式未发生重大变化。2019年，公司前五大客户销售金额合计占销售总额的19.17%，较上年有所上升，集中度仍处较低水平。2019年，公司境内销售收入占比55.00%，较上年上升5.21个百分点，主要系受兄弟维生素停产影响，外贸订单减少。

从产品销售量来看，维生素产品销量同比下降20.80%，主要系位于盐城大丰的兄弟维生素受“3·21响水特大爆炸事故”影响停产，公司维生素B1产品产量下降从而销量下降以及非洲猪瘟影响下游需求，导致部分维生素产品销量下降所致。皮革化学品销量同比变化不大。

表4 公司主要产品销售情况表（单位：元/kg、吨、%）

分类	品名	2017年			2018年			2019年		
		售价	销量	产销率	售价	销量	产销率	售价	销量	产销率
维生素产品	--	121.69	10,038.00	73.79	73.80	14,410.00	101.88	80.45	11,413.00	77.51
皮革化学品	铬鞣剂	5.06	41,171.00	102.54	4.79	43,462.00	107.71	4.89	42,192.00	97.55
	其他化学助剂	7.26	12,422.00	119.63	7.38	12,184.00	97.96	8.14	11,600.00	101.22

资料来源：公司提供

从产品售价来看，2019年维生素产品除维生素B1价格下降外，其他维生素产品售价在经历了2018年回调后，2019年逐步回升，其中维生素B3、B5同比上涨幅度较大，综合影响维生素平均售价上升。皮革化学品售价有所上涨。

5. 重大事项

兄弟维生素复产后，公司维生素板块收入将有所增长；收购朗盛CISA有利于实现公司业务链延伸，并拓展在全球的市场份额。

（1）兄弟维生素复产

2019年3月21日，江苏盐城市响水县陈家港镇江苏天嘉宜化工有限公司化学储罐发生爆炸事故。该事故发生后，为积极响应江苏省化工行业整治提升方案及相关要求，公司子公司兄弟维生素于2019年4月14日起临时停产。

2020年3月13日，公司收到盐城市人民政府办公室下发的《关于江苏兄弟维生素有限公司复产事项的批复》，原则同意兄弟维生素年产3,200吨维生素B1项目、年产1,000吨β-氨基丙酸项目及相关的配套设施恢复生产。公司收到批复后积极组织复工复产工作，截至2020年5月底，兄弟维生素产能已基本恢复至停工前水平。

（2）收购朗盛CISA

公司于2019年8月12日召开第四届董事会第二十二次会议、第四届监事会第十五次会议，2019年11月29日召开2019年第二次临时股东大会，审议通过了《关于收购LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 100%股权的议案》，同意通过境外全资孙公司兄弟工业南非（私人）有限公司（英文名称：BROTHER INDUSTRIAL SA (PTY) LTD，以下简称“兄弟南非”）受让转让方

LANXESS PROPRIETARY LIMITED（以下简称“朗盛公司”）持有的朗盛 CISA 公司 100% 股权及相关资产，收购金额为 8,305 万欧元。兄弟南非根据《股份收购协议》已于 2020 年 1 月 10 日向转让方支付了相应的股权转让价款及相关资产转让款。朗盛 CISA 主营业务为生产及销售铬化工产品，最近一年及一期的财务数据如下。

表 5 朗盛 CISA 财务指标（单位：万兰特）

指标名称	2018 年	2019 年 6 月
营业收入	119,371	58,467
净利润	10,961	3,897
总资产	113,933	115,750
总负债	72,679	21,598
所有者权益	41,254	94,152

资料来源：公司公告

全球一半以上的铬矿产量在南非，朗盛 CISA 位于南非纽卡斯尔市，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。公司是全球最大的 VK3 生产商及全球前三的铬鞣剂生产商，重铬酸钠是 VK3 和铬鞣剂的主要原材料。朗盛公司是铬鞣剂发明者，有着 100 多年的铬盐生产与运营经验，朗盛 CISA 未来的主要产品包括重铬酸钠、铬酸及铬鞣剂。

本次并购在实现公司产业链延伸的同时，将有效确保公司重点原材料重铬酸钠的持续稳定供应，对公司两大主打产品在全球范围的竞争起着至关重要的作用。公司铬鞣剂的销售和分销网络主要在中国及周边，“朗盛”铬鞣剂的销售网络覆盖全球。本次收购有助于优化公司铬鞣剂的全球市场布局。

6. 在建项目

公司在建工程尚需自有资金投入不大，投产后公司产品品类将进一步增加，收入和利润有望提升。

截至 2019 年底，公司有 3 个重大在建工程。公司在建项目尚需投资 4.54 亿元，其中 1.70 亿元来源于自有资金，支出压力不大。公司在建项目均预计于 2020 年投产，产品属于香料、原料药及添加剂等相关产品，投产后公司产品种类将进一步增加，业务布局将得以拓广，收入及利润规模有望提高。

表 6 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2019 年底已投资金额	尚需投入金额	进度	预计投产时间	资金来源
年产 2,300 吨催化材料、900 吨医药原料药建设项目	1.60	1.19	0.41	土建工程及配套工程建设已基本完成，设备陆续安装	催化剂 2020.4； 原料药 2020.9	自有资金
1,000 吨碘造影剂及其中间体项目	3.20	1.91	1.29	土建工程及配套工程建设已基本完成，设备陆续安装	2020.6	自有资金
年产 20,000 吨苯二酚、31,100 吨苯二酚衍生物建设项目一期工程	8.32	5.48	2.84	土建工程已基本完成，处于设备陆续到位、安装调试及配套工程建设中	2020.6	募股资金
合计	13.12	8.58	4.54	--	--	--

资料来源：公司提供

7. 经营效率

公司经营效率较上年有所下降，整体经营效率处于行业中下游水平。

2019年，公司应收账款周转率由上年的5.44次上升至5.82次，存货周转率由上年的3.60次下降至2.66次，总资产周转率由上年的0.40次下降至0.32次。于同行业上市公司比较来看，公司整体经营效率处于中下游水平。

表7 截至2019年底维生素行业上市公司经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
浙江医药	5.27	3.18	0.69
广济药业	6.87	3.31	0.42
金达威	7.98	3.60	0.69
兄弟科技	6.13	2.72	0.32

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

8. 经营关注

(1) 安全监管力度加强，公司部分装置阶段性停产

跟踪期内，受响水“3·21”安全事故影响，地方政府及监管部门对化工企业安全生产监督检查力度加大，公司部分生产线临时停产，对公司全年经营业绩造成不利影响。

(2) 产品周期性较强，价格波动大

跟踪期内，公司维生素产品市场周期性属性较强，细分产品价格波动剧烈，毛利率水平变化很大，未来盈利水平存在一定的不确定性。

(3) 产能利用率低

受兄弟维生素停产，以及江西兄弟医药维生素B3、B5尚处于产能爬升和市场开拓阶段综合影响，公司维生素产能利用率低。

(4) 境外销售带来汇率风险以及贸易摩擦风险

2019年，公司维生素产品境外销售占比较大，收购朗盛CISA后公司境外销售占比将进一步上升，公司销售结算存在汇率波动风险。公司目前主要产品不在美国加征关税清单目录中，但若中美贸易摩擦加剧，公司将面临一定的贸易摩擦风险。

9. 未来发展

跟踪期内，公司发展战略未发生重大调整。未来，公司依托自身优势积极拓展与延伸产品产业链，提升企业规模与综合竞争力。

公司将加快推进兄弟医药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，结合战略合作、收购兼并等方式，进一步延伸和丰富产品产业链，完成公司在饲料、食品、日化、医药等领域的战略布局。同时，以客户需求为导向，坚持技术创新和管理创新，完善全球营销网络和服务体系，提升公司的品牌价值，提高公司的综合竞争力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年审计报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留

的审计意见。公司所提供的 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照中国财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定编制。2019 年，公司新设 2 家子公司；2020 年 1—3 月，公司合并范围新增 1 家子公司，注销 1 家子公司。公司合并范围变动较小，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 43.10 亿元，负债合计 19.93 亿元，所有者权益 23.17 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.17 亿元。2019 年，公司实现营业收入 12.58 亿元，净利润 0.44 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.50 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 45.57 亿元，负债合计 23.28 亿元，所有者权益 22.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.29 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.58 亿元，净利润 0.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.16 亿元。

2. 资产质量

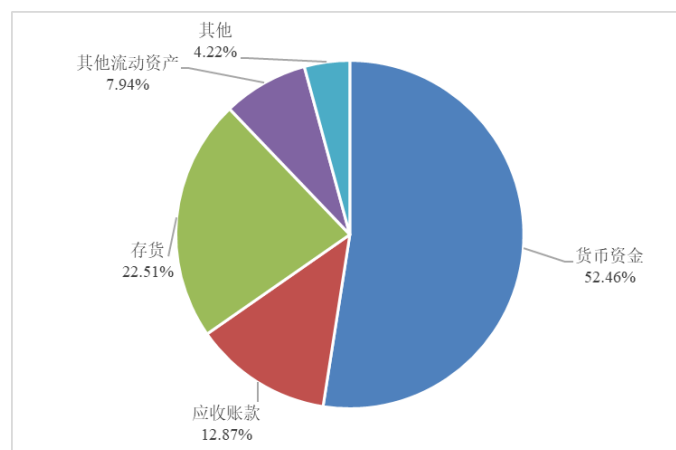
2019 年，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主。非流动资产中在建工程和固定资产占比较高；流动资产中，货币资金增长较快且占比较高；流动资产中存货有一定跌价风险。公司资产流动性偏弱，但考虑到公司资产受限比例低，整体资产质量仍属较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 43.10 亿元，较年初增长 20.32%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 37.82%，非流动资产占 62.18%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 16.30 亿元，较年初增长 12.96%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产构成如下图。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司货币资金 8.55 亿元，较年初增长 50.95%，主要系 12 月下旬借入长期借款用于并购朗盛 CISA，期末尚未支付收购款所致。货币资金中有 0.39 亿元受限资金，受限比例低，主要为承兑汇票保证金及定期存款质押作为保函保证金。

截至 2019 年末，公司应收账款 2.10 亿元，较年初增长 4.63%。应收账款全部按账龄分析法计提坏账准备，其中账龄在一年以内的占 99.10%，公司应收账款账龄较短，累计计提坏账准备 0.11 亿元，

计提比例 5.05%。应收账款前五名余额占比为 27.53%，集中度较低。

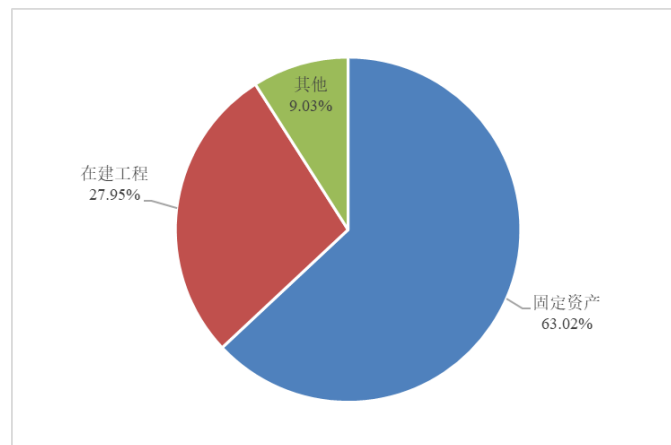
截至 2019 年末，公司存货 3.67 亿元，较年初增长 28.12%，主要系增加了新项目备货材料、产品生产量增加以及由于非洲猪瘟影响导致维生素产品销量下降综合所致。存货由原材料（占 42.23%）、在产品（占 5.72%）和库存商品（占 52.04%）构成，已计提跌价准备 0.08 亿元，由于维生素产品价格波动大，未来存货仍有一定跌价风险。

截至 2019 年末，公司其他流动资产 1.29 亿元，较年初下降 59.14%，主要系兄弟医药新项目持续投入使待抵扣增值税进项税额增加所致。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 26.80 亿元，较年初增长 25.29%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产构成如下图。

图 4 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司固定资产 16.89 亿元，较年初增长 13.07%，主要系兄弟医药二期工程项目部分完工转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 46.24%）和专用设备（占 52.34%）构成，累计计提折旧 6.65 亿元，公司固定资产成新率为 71.75%，成新率一般。固定资产未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司在建工程 7.49 亿元，较年初增长 81.54%，主要系兄弟医药原料药、苯二酚项目持续投入所致。

截至 2019 年末，公司受限资产 2.06 亿元，占公司资产总额的 4.78%，受限比例低。

表 8 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限账面价值	受限原因
货币资金	0.39	承兑汇票保证金及定期存款质押作为保函保证金
固定资产	1.54	借款抵押担保
无形资产	0.13	借款抵押担保
合计	2.06	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 45.57 亿元，较上年末增长 5.73%，主要系固定资产增加所致。其中，流动资产占 30.12%，非流动资产占 69.88%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金为 3.43 亿元，较上年末大幅下降 59.83%，

主要系支付朗盛 CISA 股权收购款所致。

3. 负债及所有者权益

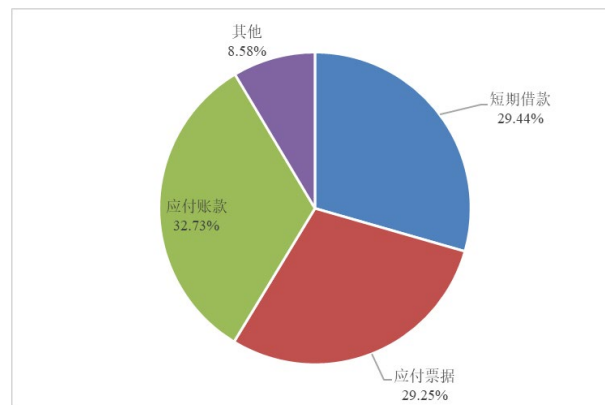
2019 年，随着公司经营规模扩大，资金需求增加，公司负债大幅增长，负债结构相对均衡；公司债务负担虽有加重，但仍属较轻，债务集中偿付压力不大。所有者权益小幅增长，权益结构保持稳定。

(1) 负债

截至 2019 年末，公司负债总额 19.93 亿元，较年初增长 50.63%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 59.72%，非流动负债占 40.28%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 11.90 亿元，较年初增长 53.36%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债构成如下图。

图 5 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

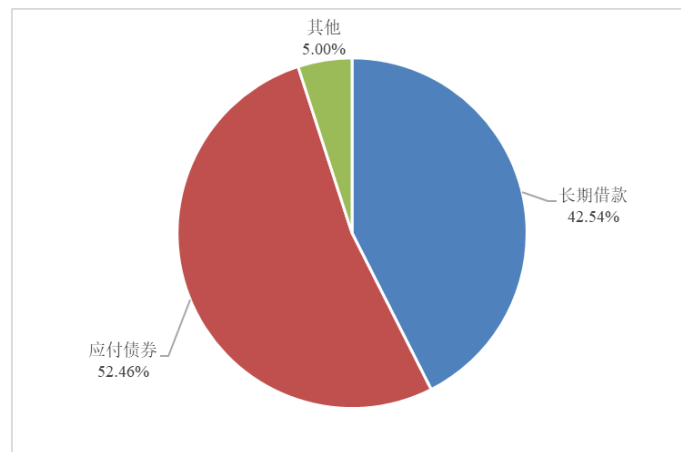
2019 年，公司新增短期借款 3.50 亿元，主要系公司结合资金需求情况，向银行进行融资所致。短期借款中信用借款 3.20 亿元，保证借款 0.30 亿元。

截至 2019 年末，公司应付票据 3.48 亿元，较年初下降 6.76%，主要系兄弟医药在建项目根据项目进度开具承兑汇票支付，项目接近完工应付金额减少所致。

截至 2019 年末，公司应付账款 3.90 亿元，较年初增长 16.32%，主要系尚未支付的工程设备款增加所致。应付账款账龄均为 1 年以内。

截至 2019 年末，公司非流动负债 8.03 亿元，较年初增长 46.77%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债构成如下图。

图 6 截至 2019 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司长期借款 3.41 亿元，较年初的 100.00 万元大幅增长，主要系因并购朗盛 CISA，借入长期借款所致。长期借款由抵押借款（占 82.70%）和保证借款（占 19.30%）构成。从期限分布看，2021 年到期的占 14.22%，2022 年到期的占 22.81%，2023 年到期的占 22.76%，2024 年及以后到期的占 40.21%。长期借款到期期限比较分散，集中偿付压力不大。

截至 2019 年末，公司应付债券 4.21 亿元，全部为“兄弟转债”。应付债券较年初下降 16.39%，主要系部分“兄弟转债”转股所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 15.01 亿元，较年初增长 70.95%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 49.20%，长期债务占 50.80%，长短期债务占比均衡。短期债务 7.38 亿元，较年初增长 97.76%，主要系短期借款增加所致。长期债务 7.63 亿元，较年初增长 51.11%，主要系长期借款增加所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.24%、39.32%和 24.76%，较年初分别上升 9.30 个百分点、11.32 个百分点和 6.50 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 23.28 亿元，较上年末增长 16.79%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 56.27%，非流动负债占 43.73%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 17.94 亿元，较上年末增长 19.49%，长短期借款均有所增长。其中，短期债务 9.01 亿元（占 50.21%），较年初增长 21.96%，主要系短期借款增加所致。长期债务 8.93 亿元（占 49.79%），较年初增长 17.10%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.08%、44.59%和 28.60%，较年初分别上升 4.84 个百分点、上升 5.27 个百分点和上升 3.84 个百分点。从下表来看，公司债务期限比较分散。

表 9 截至 2020 年 3 月底公司债务到期情况（亿元、%）

科目	2020 年 4-12 月到期	2021 年到期	2022 年及以后到期	小计
短期借款	1.34	4.24	--	5.58
应付票据	3.04	--	--	3.04
一年内到期的非流动负债	0.39	--	--	0.39
长期借款	--	0.43	4.23	4.66

应付债券	--	--	4.27	4.27
合计	4.76	4.67	8.50	17.94
占比	26.53	26.03	47.38	100.00

资料来源：公司提供

(2) 所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 23.17 亿元，较年初增长 2.57%，较年初变化不大，全部为归属于母公司的所有者权益。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 38.93%、29.96%、0.04%和 23.27%。所有者权益结构稳定性较高。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 22.29 亿元，较上年末下降 3.80%，全部为归属于母公司所有者权益。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 40.47%、31.14%、-4.80%和 25.07%。所有者权益结构稳定性依然较高。

4. 盈利能力

2019 年，子公司兄弟维生素停产对公司盈利能力影响较大；公司在建项目持续投入，尚未产生收益，导致费用收入比高，对利润侵蚀较多；盈利指标表现一般，非经常性损益对公司利润影响较大。

公司营业收入主要来源于维生素产品和皮革化学品的生产和销售。2019 年，公司实现营业收入 12.58 亿元，较上年下降 11.12%，主要系部分维生素产品销量下降所致。营业成本为 8.89 亿元，较上年下降 18.16%，营业成本降幅大于营业收入降幅；实现营业利润 0.50 亿元，较上年下降 29.30%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 3.38 亿元，较上年增长 21.67%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 15.42%、55.75%、20.83%和 7.99%，以管理费用为主。其中，销售费用为 0.52 亿元，较上年下降 1.90%，较上年变化不大；管理费用为 1.88 亿元，较上年增长 51.99%，一方面系兄弟医药整体规模不断扩大，职工薪酬、资产折旧等增加，另一方面系兄弟维生素停产损失计入管理费用所致；研发费用为 0.70 亿元，较上年下降 10.07%，主要系兄弟维生素停产，相应研发活动减少，研发投入降低所致；财务费用为 0.27 亿元，较上年增长 20.70%，主要系公司借入银行借款大幅增加所致。2019 年，公司费用收入比为 26.87%，较上年上升 7.24 个百分点，期间费用对利润侵蚀较多。

2019 年，公司实现投资收益 0.16 亿元，占营业利润比重为 32.53%，对营业利润影响较大；实现其他收益 0.14 亿元，较上年增长 54.53%，占营业利润比重为 27.47%，对营业利润影响较大。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.17%、2.01%和 1.92%，较上年分别上升 0.47 个百分点、下降 0.71 个百分点和上升 0.96 个百分点。公司各盈利指标较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 4.58 亿元，较上年同期增长 46.97%，主要系兄弟 CISA 纳入合并范围所致；实现营业利润 0.31 亿元，较上年同期-0.22 亿元转亏为盈。

5. 现金流

2019 年，受销售下降影响，公司经营活动现金流转为净流出，现金收入比较低；投资活动受理财产品购买和赎回节点影响，净额转为净流出；由于并购活动以及经营资金需求增加，筹资活动由净流出转为大幅净流入。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 9.76 亿元，较上年下降 28.29%，主要系收

入减少所致；经营活动现金流出 10.70 亿元，较上年增长 0.24%，较上年变化不大。2019 年，公司经营活动现金由上年净流入转为净流出 0.94 亿元。2019 年，公司现金收入比为 69.92%，较上年下降 17.99 个百分点，考虑到公司有较大规模的票据背书转让（4.93 亿元），现金收入比尚在合理范围。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 15.46 亿元，较上年下降 50.46%，主要系理财当期收回同比减少所致；投资活动现金流出 18.36 亿元，较上年下降 39.05%，主要系当期购买理财产品减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 2.90 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018 年公司无筹资活动现金流入。2019 年，公司筹资活动现金流入 8.87 亿元，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 2.57 亿元，较上年增长 78.29%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 6.30 亿元，由上年净流出转为净流入。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.69 亿元；投资活动现金流量净额为-7.39 亿元；筹资活动现金流量净额为 3.08 亿元。

6. 母公司财务分析

母公司资产规模较大，主要表现为长期股权投资，货币资金规模较小，债务负担较轻，负债中流动和非流动负债占比均衡。公司投融资主要集中在母公司，母公司投资活动和筹资活动现金流与公司合并报表基本相当。母公司营业收入较少，利润主要来自于投资收益。

截至 2019 年末，母公司资产总额 36.08 亿元，较年初增长 20.56%，流动和非流动资产均有所增长。其中，流动资产 9.21 亿元（占 25.52%），非流动资产 26.87 亿元（占 74.48%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 28.33%）、应收账款（占 8.73%）、其他应收款（占 48.42%）、存货（占 11.71%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 85.40%）、固定资产（占 11.79%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 2.61 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 23.82 亿元，较年初增长 3.01%。所有者权益稳定性较高，其中，实收资本为 9.02 亿元（占 37.86%）、资本公积合计 7.97 亿元（占 33.47%）、未分配利润合计 5.02 亿元（占 21.08%）、盈余公积合计 0.93 亿元（占 3.92%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额 12.25 亿元，较年初增长 80.29%。其中，流动负债 5.22 亿元（占 42.61%），非流动负债 7.03 亿元（占 57.39%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 61.36%）、应付票据（占 14.47%）、应付账款（占 11.94%）、一年内到期的非流动负债（占 7.44%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 40.05%）、应付债券（占 59.87%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 33.97%，较年初上升 11.25 个百分点。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 1.54 亿元，投资活动现金流量净额为-2.93 亿元，筹资活动现金流量净额为 5.41 亿元。

2019 年，母公司营业收入为 4.60 亿元，投资收益为 1.27 亿元，净利润为 0.54 亿元。

7. 偿债能力

2019 年，公司短期和长期偿债能力指标有所下降，短期偿债能力较强，长期偿债能力一般；考虑到公司行业地位突出、融资渠道畅通、债务负担较轻等优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.86 倍和 1.49 倍分别下降至 1.37 倍和下降至 1.06 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.67 倍下降至 1.21 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为2.44亿元，较上年增长0.94%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧(占64.86%)、计入财务费用的利息支出(占13.01%)、利润总额(占19.41%)构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的7.88倍下降至7.69倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.28倍下降至0.16倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司尚有一起未决诉讼，涉案金额1.20亿元，占公司净资产规模的5.18%。2019年1月，公司收到浙江省高级人民法院的传票，嘉兴市中华化工有限责任公司(以下简称“中华化工”)因不服嘉兴市中级人民法院(2018)浙04民初124号民事判决书，向浙江省高级人民法院提起上诉。2019年5月底，浙江省高级人民法院就中华化工主张的166.06吨香兰素存货减少事宜，认为一审法院的事实未查清，案件发回嘉兴市中级人民法院重审。该诉讼对公司生产经营影响不大。2020年2月，公司收到浙江省嘉兴市中级人民法院的(2019)浙04民初140号《民事判决书》，浙江省嘉兴市中级人民法院判决驳回中华化工全部诉讼请求。目前中华化工已提起上诉。

截至2019年末，公司获得贷款银行的授信额度合计为32.59亿元，已使用授信额度为10.90亿元，公司间接融资渠道顺畅；公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

根据中国人民银行出具的征信报告(中征码：3304230000254714)，截至2020年5月20日，公司无未结清的不良类和关注类信贷信息，已结清信贷信息中有2笔关注类借款，系公司上市前持有海宁农村信用合作社股份，向该信用社借款系关联方贷款，故贷款性质列入关注类。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产4.25亿元，约为“兄弟转债”债券余额(5.05亿元)的0.84倍；净资产达22.29亿元，约为债券余额(5.05亿元)的4.41倍，公司净资产能够对“兄弟转债”的按期偿付起到较好的保障作用，但现金流资产对“兄弟转债”债券余额覆盖程度较低。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为2.44亿元，约为债券余额(5.05亿元)的0.48倍，公司EBITDA对“兄弟转债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入9.76亿元，约为债券余额(5.05亿元)的1.93倍，公司经营活动现金流入量对“兄弟转债”的覆盖程度较高。

“兄弟转债”已进入转股期，公司为其设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到本次可转换公司债券未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

综合以上分析，并考虑到公司在市场地位、技术研发和下游市场潜力等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对“兄弟转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为维生素行业和皮革化工行业内知名上市企业，在市场地位、技术研发和下游市场潜力等方面仍具备较强的竞争优势。2019年，公司主营业务盈利能力提高，债务负担仍属较轻。同时，联合评级也关注到非洲猪瘟导致下游需求减少、公司产能利用率不高、“3·21”响水特大爆炸事故后安全检查导致部分产线停产、费用对利润侵蚀较多等因素对公司信用水平带来的不利影

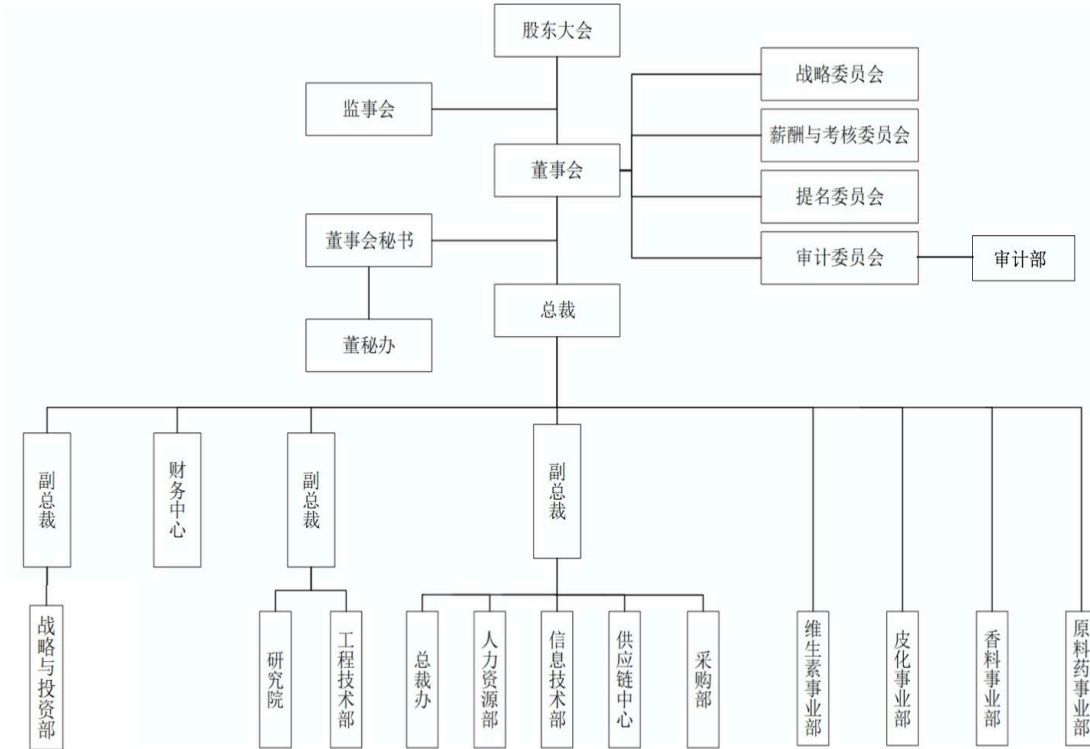
响。

2020年一季度，公司收购朗盛 CISA，子公司兄弟维生素复工复产。未来，随着公司在建的苯二酚及碘造影剂项目建成投产，公司收入及盈利规模有望进一步提升。

“兄弟转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司偿债压力将进一步减轻。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“兄弟转债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 截至 2019 年底兄弟科技股份有限公司组织结构图



附件 2 兄弟科技股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	34.65	35.82	43.10	45.57
所有者权益 (亿元)	22.86	22.59	23.17	22.29
短期债务 (亿元)	2.34	3.73	7.38	9.01
长期债务 (亿元)	5.28	5.05	7.63	8.93
全部债务 (亿元)	7.61	8.78	15.01	17.94
营业收入 (亿元)	15.65	14.15	12.58	4.58
净利润 (亿元)	4.03	0.22	0.44	0.20
EBITDA (亿元)	5.89	2.42	2.44	--
经营性净现金流 (亿元)	1.37	2.93	-0.94	-0.69
应收账款周转次数 (次)	6.55	5.44	5.82	--
存货周转次数 (次)	3.70	3.60	2.66	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.40	0.32	--
现金收入比率 (%)	70.09	87.91	69.92	76.51
总资本收益率 (%)	16.20	1.70	2.17	--
总资产报酬率 (%)	16.25	2.72	2.01	--
净资产收益率 (%)	19.91	0.96	1.92	--
营业利润率 (%)	46.66	22.10	28.38	31.44
费用收入比 (%)	16.44	19.63	26.87	24.08
资产负债率 (%)	34.04	36.94	46.24	51.08
全部债务资本化比率 (%)	24.99	27.99	39.32	44.59
长期债务资本化比率 (%)	18.75	18.26	24.76	28.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	215.72	7.88	7.69	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.77	0.28	0.16	--
流动比率 (倍)	3.16	1.86	1.37	1.05
速动比率 (倍)	2.66	1.49	1.06	0.70
现金短期债务比 (倍)	1.84	1.67	1.21	0.47
经营现金流动负债比率 (%)	22.44	37.76	-7.93	-5.23
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	0.48	0.48	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 除特别说明外, 均指人民币; 3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 4. 2020 年一季报未经审计, 相关指标未年化; 5. 应收款项融资计入现金类资产计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100 (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) × 100
担保比率	担保余额/所有者权益×100
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 企业主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。