

# 产能扩张与同心多元化确保公司的持续竞争力

西陇化工  
(002584.SZ)

投资要点：

- **事件：**我们近期调研了西陇化工。
- **公司基本情况介绍：**公司是国内化学试剂行业的龙头企业，不同于上海新阳聚焦于与电子化学品及配套设备的战略，公司专注于化学试剂的研发和生产，面对的下游行业更广泛。目前公司总产能接近7万吨，有自制、分装、集成供应三种生产模式，通过收购，目前有四个生产基地，国内的市场份额位居第三。
- **化工贸易是公司综合毛利率下滑的主要原因。**公司近几年的综合毛利率持续下滑，从2011年最高时候的18.78%下降到目前的12%，引发市场担忧。从细分产品来看，公司收入中的“原料”一项其实是化工贸易，其毛利率从2011年中期的10.72%下降到现在的4.85%，且在收入中的比重增加迅猛，两年间增长约10倍，上升到收入的一半。该项业务直接导致公司综合毛利率直线下滑。目前化工贸易的毛利率我们认为属于行业正常水平。
- **试剂产品采用成本加成定价模式，上市近三年盈利能力保持平稳实属不易，未来业绩增长依靠新产能投放。**这两年公司受制于募投项目尚未投产带来的产能瓶颈，在原有的化学试剂业务上收入增长缓慢。公司实际产品采取成本加成定价模式，因此盈利能力相当稳定，PCB用化学试剂毛利率在28%-23%之间，通用试剂毛利率在16%-14%之间，超净高纯化学试剂毛利率在35%-33%之间，波动主要来自于不同客户订单对不同型号产品的需求。我们认为公司依靠技术和行业地位，在未来仍然会保持比较平稳的毛利率水平，未来公司业绩的增长将会来自于新产能投放（佛山三水基地）。
- **管理费用和人工成本的增加是公司今年业绩下滑的主要原因。**今年上半年公司研发费用达到1211万元，同比增加728万元，在人工成本方面也有较大增长，销售费用中的人工成本增加277万元，管理费用中的人工成本增加337万元。
- **公司的持续竞争力来自于产能扩张和同心多元化。**公司原有主业由于盈利能力稳定，因此未来的成长动力之一将会来自于产能扩张。募投项目的5万吨/年PCB用化学试剂项目和1万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目预计将会在明年3月正式投产，我们预计公司明年产品的销量将会有较大飞跃。公司未来成长的另一个核心动力将会来自于基于原有技术的同心多元化。公司收购新大陆生物就是基于这一考虑。通过收购新大陆生物，公司可以进入生化试剂领域。生化试剂是试剂行业的最高端领域，在技术上和化学试剂有一定的相通性。新大陆公司是一家较为成熟的生化试剂企业，盈利能力较强，有自身独特的优势。公司如果收购成功，将会进入一个全新的领域和全新的市场，实现同心多元化。目前公司对新大陆生物技术股份有限公司的收购仍在进行中。
- **给予“增持”的投资评级。**预计公司2013-2015年EPS为0.26元、0.34元、0.40元，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**项目建设进度低于预期的风险，收购不达预期的风险。

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

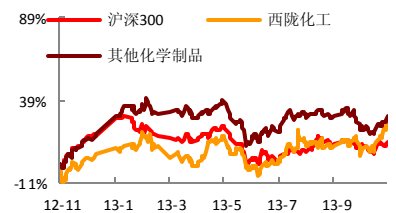
## 投资评级

调研日期：2013年11月22日  
 本次评级：增持  
 跟踪评级：首次  
 目标价格：11

## 市场数据

市价(元)	10.04
上市的流通A股(亿股)	0.72
总股本(亿股)	2
52周股价最高最低(元)	10.35-7.1
上证指数/深证成指	2219.37/ 8447.46
2012年股息率	1.62%

## 52周相对市场改变



## 相关研究

## 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1544.72	2163.07	3208.40	4853.47
增长率(%)	20.58	40.03	48.33	51.27
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	64.30	42.51	133.05	230.40
增长率(%)	-21.85	-33.89	212.96	73.17
毛利率%	16.11	12.84	15.97	17.18
净资产收益率(%)	6.19	3.95	11.34	16.88
EPS(元)	0.32	0.21	0.67	1.15
P/E(倍)	31.07	47.00	15.02	8.67
P/B(倍)	1.92	1.85	1.64	1.38

数据来源：民族证券

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1031.30	1113.11	1512.99	2125.67	<b>营业收入</b>	1544.72	2163.07	3208.40	4853.47
现金	457.73	310.97	346.36	374.43	营业成本	1295.91	1885.40	2696.08	4019.64
应收账款	258.41	355.57	527.41	797.83	营业税金及附加	3.93	5.41	8.02	12.13
其他应收款	37.30	51.14	73.13	109.04	销售费用	97.83	101.66	150.79	228.11
预付账款	7.99	11.85	17.58	26.59	管理费用	72.20	108.15	147.59	223.26
存货	266.79	383.57	548.50	817.78	财务费用	-5.31	0.00	32.08	72.80
其他	3.09	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	12.55	10.82	16.04	24.27
<b>非流动资产</b>	362.48	384.16	549.92	820.24	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	358.01	373.35	533.88	795.97	<b>营业利润</b>	67.61	51.63	157.79	273.25
其他	4.47	10.82	16.04	24.27	<b>利润总额</b>	77.65	51.63	157.79	273.25
<b>资产总计</b>	1393.78	1497.27	2062.91	2945.90	所得税	13.19	8.78	23.67	40.99
<b>流动负债</b>	<b>342.10</b>	<b>412.78</b>	<b>880.51</b>	<b>1570.18</b>	<b>净利润</b>	64.46	42.85	134.12	232.26
短期借款	150.69	150.00	500.00	1000.00	少数股东损益	0.16	0.34	1.07	1.86
应付账款	137.26	191.67	275.03	410.62	<b>归属母公司净利</b>	64.30	42.51	133.05	230.40
其他	54.15	71.11	105.48	159.57	EBITDA	75.55	70.30	216.57	385.85
<b>非流动负债</b>	10.05	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.322	0.213	0.665	1.152
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	10.05	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	352.14	412.78	880.51	1570.18	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	2.16	2.51	3.58	5.44	营业收入	20.58%	40.03%	48.33%	51.27%
归属母公司股东权益	1039.48	1081.99	1215.04	1445.44	营业利润	<b>-24.51%</b>	<b>-23.63%</b>	<b>205.60%</b>	<b>73.17%</b>
<b>负债和股东权益</b>	1393.78	1497.27	2099.12	3021.06	归属母公司净	<b>-21.85%</b>	<b>-33.89%</b>	<b>212.96%</b>	<b>73.17%</b>
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	16.11%	12.84%	15.97%	17.18%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	4.17%	1.98%	4.18%	4.79%
<b>经营活动现金流</b>	9.97	<b>-102.02</b>	<b>-59.08</b>	<b>-58.30</b>	ROE	6.19%	3.95%	11.01%	16.01%
净利润	64.46	42.85	134.12	232.26	ROIC	6.60%	4.41%	11.45%	13.93%
资产减值损失	12.55	10.82	16.04	24.27	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	13.25	18.67	26.69	39.80	资产负债率	25.27%	27.57%	41.95%	51.97%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-28.51%	-14.84%	12.61%	43.12%
财务费用	<b>-5.31</b>	0.00	32.08	72.80	流动比率	301.46%	269.66%	171.83%	135.38%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.23	1.77	1.10	0.83
营运资本变化	<b>-73.99</b>	<b>-168.01</b>	<b>-262.80</b>	<b>-419.20</b>	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	<b>-0.99</b>	<b>-6.35</b>	<b>-5.23</b>	<b>-8.23</b>	总资产周转率	1.11	1.44	1.53	1.61
<b>投资活动现金流</b>	<b>-103.76</b>	<b>-34.00</b>	<b>-187.23</b>	<b>-301.89</b>	应收帐款周转	5.98	6.08	6.08	6.08
资本支出	<b>-103.76</b>	<b>-34.00</b>	<b>-187.23</b>	<b>-301.89</b>	应付帐款周转	10.54	10.74	10.74	10.74
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	131.24	<b>-10.74</b>	281.70	388.26	每股收益	0.322	0.213	0.665	1.152
短期借款	151.41	<b>-10.74</b>	350.00	500.00	每股经营现金	0.07	-0.51	-0.30	-0.29
新发股份	2.52	60.00	17.00	53.22	每股净资产	5.20	5.41	6.08	7.23
分红	<b>-30.00</b>	<b>-60.00</b>	<b>-53.22</b>	<b>-92.16</b>	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	2.00	0.00	0.00	0.00	P/E	31.07	47.00	15.02	8.67
财务费用	5.31	0.00	<b>-32.08</b>	<b>-72.80</b>	P/B	1.92	1.85	1.64	1.38
<b>现金净增加额</b>	37.46	<b>-146.76</b>	35.39	28.07	EV/EBITDA	25.15	28.97	12.41	9.48

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。  
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)