

## 公司业绩增长的术与道

### 调研目的：

- 11月22日调研公司后，为了进一步了解公司基本面情况，再次调研公司。

### 调研结论：

- 公司基本情况介绍。**(1) **现有产能**：公司目前拥有产能超净高纯试剂产能 2600 吨，PCB 试剂 3.7 万吨，其他通用试剂 1.5 万吨，色谱试剂 3500 吨。(2) **明年募投项目新产能中预计有 30%能贡献收益**：预计佛山三水的募投项目将会在明年一季度建设完工，产能从 4 月开始将会逐步释放，6 万吨新产能预计有 30%能贡献收益。(3) **湖北杜克的技改预计明年将会逐步完成，协同效应有望显现。**(4) **新大陆生物的收购如果完成，则将会开拓生化试剂领域的新天地。**
- 公司业绩增长之术**：按产品应用和客户应用群划分建立事业部，销售策略上产品与区域并举，华东区域是开拓的重点。公司目前以应用客户类群，正在组建 4 个事业部——石化火电事业部、PCB 试剂事业部、色谱事业部、核电事业部，以事业部来统一管理相关的专业试剂的销售。除了这 4 个业务之外，其他的业务仍然像以前那样，按照区域划分，四川生产基地负责西南、西北区域的产品供应，汕头基地负责全国其他地区的通用试剂产品供应。经过这样的划分，公司预计在产能和产品品种增加的情况下，不会增加销售人员的数量。另外，公司今年以来大幅拓展华东地区的销售力度，从收入占比来看，其比重已经从 35%提升至 49%，其未来仍然是销售上的必争之地，公司未来还计划在华东地区建立物流配送中心，缩短运输时间，进一步开拓市场。
- 公司业绩增长之道**：进行电商销售、进入电镀药水领域。道是本，术是末。长期来看，公司业绩（也就是利润）增长将来自于开拓新的客户类型和产品类型。目前公司的销售模式主要还是 B2B，如线路板企业的大宗采购。开拓实验室、科研院所这样采购量小且品种繁多的长尾客户，电商的优势在于产品售价高，销售费用低，利润高。长尾市场的作用不可忽视，国内的阿拉丁试剂近几年业绩增长就来自于此。电镀药水复配业务是公司尝试进入的新领域，是公司原有产业链的延伸，市场空间很大，原先公司的客户是买了试剂自己进行复配，现在公司提供复配药水，相当于客户内部工厂外包化，有利于进一步开拓、锁定客户和利润。
- 盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.23 元、0.36 元、0.60 元，维持“增持”的投资评级
- 风险提示**。募投项目投产时间低于预期的风险；电商、电镀药水领域拓展低于预期的风险。

### 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	2170.12	2848.80
增长率(%)	20.58	40.03	0.33	31.27
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	64.30	45.63	72.07	119.14

## 西陇化工 (002584.SZ)

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

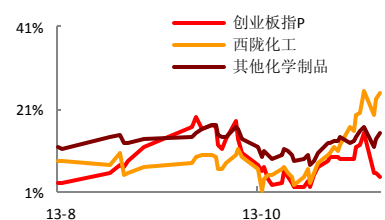
### 投资评级

调研日期：2013年12月18日  
 本次评级：增持  
 跟踪评级：维持  
 目标价格：12

### 市场数据

市价(元) 10.74  
 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) 10.96-7.26  
 上证指数/深证成指 2084.79/  
 7966.72  
 2012 年股息率 0%

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

增长率(%)	-21.85	-29.03	57.93	65.31
毛利率%	16.11	12.84	15.67	17.18
净资产收益率(%)	6.19	4.21	6.29	9.55
EPS(元)	0.32	0.23	0.36	0.60
P/E(倍)	33.41	47.07	29.80	18.03
P/B(倍)	2.07	1.98	1.86	1.68

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	998.09	1069.28	1155.25	<b>营业收入</b>	1544.72	2163.07	2170.12	2848.80
现金	457.73	195.94	278.67	127.34	营业成本	1295.91	1885.40	1830.17	2359.38
应收账款	258.41	355.57	356.73	468.30	营业税金及附加	3.93	5.41	5.43	7.12
其他应收款	37.30	51.14	49.65	64.00	销售费用	97.83	101.66	108.51	142.44
预付账款	7.99	11.85	11.89	15.61	管理费用	72.20	105.99	108.51	142.44
存货	266.79	383.57	372.34	480.00	财务费用	-5.31	0.00	21.70	42.73
其他	3.09	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	12.55	10.82	10.85	14.24
<b>非流动资产</b>	362.48	502.06	487.71	628.99	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	491.24	476.86	614.74	<b>营业利润</b>	67.61	53.80	84.96	140.45
其他	4.47	10.82	10.85	14.24	<b>利润总额</b>	77.65	53.80	84.96	140.45
<b>资产总计</b>	1393.78	1500.15	1556.98	1784.23	所得税	13.19	8.07	12.74	21.07
<b>流动负债</b>	<b>342.10</b>	<b>412.78</b>	<b>407.98</b>	<b>534.68</b>	<b>净利润</b>	64.46	45.73	72.22	119.38
短期借款	150.69	150.00	150.00	200.00	少数股东损益	0.16	0.09	0.14	0.24
应付账款	137.26	191.67	186.63	241.02	<b>归属母公司净利</b>	64.30	45.63	72.07	119.14
其他	54.15	71.11	71.35	93.66	EBITDA	75.55	72.46	124.78	206.54
<b>非流动负债</b>	10.05	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.322	0.228	0.360	0.596
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	407.98	534.68	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	2.16	2.25	2.40	2.64	营业收入	20.58%	40.03%	0.33%	31.27%
归属母公司股东权益	1039.48	1085.11	1157.18	1276.32	营业利润	<b>-24.51%</b>	<b>-20.43%</b>	<b>57.93%</b>	<b>65.31%</b>
<b>负债和股东权益</b>	1393.78	1500.15	1567.56	1813.64	归属母公司净	<b>-21.85%</b>	<b>-29.03%</b>	<b>57.93%</b>	<b>65.31%</b>
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	16.11%	12.84%	15.67%	17.18%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	4.17%	2.11%	3.33%	4.19%
<b>经营活动现金流</b>	9.97	<b>-99.15</b>	118.73	21.47	ROE	6.19%	4.21%	6.23%	9.33%
净利润	64.46	45.73	72.22	119.38	ROIC	6.60%	4.19%	8.47%	11.22%
资产减值损失	12.55	10.82	10.85	14.24	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	13.25	18.67	18.12	23.36	资产负债率	25.27%	27.52%	26.03%	29.48%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-28.51%	-4.23%	-11.10%	5.68%
财务费用	<b>-5.31</b>	0.00	21.70	42.73	流动比率	301.46%	241.80%	262.09%	216.07%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.23	1.49	1.71	1.26
营运资本变化	<b>-73.99</b>	<b>-168.01</b>	<b>-4.12</b>	<b>-174.85</b>	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	<b>-0.99</b>	<b>-6.35</b>	<b>-0.04</b>	<b>-3.39</b>	总资产周转率	1.11	1.44	1.38	1.57
<b>投资活动现金流</b>	<b>-103.76</b>	<b>-151.90</b>	<b>-3.73</b>	<b>-161.25</b>	应收帐款周转	5.98	6.08	6.08	6.08
资本支出	<b>-103.76</b>	<b>-151.90</b>	<b>-3.73</b>	<b>-161.25</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>	<b>-32.28</b>	<b>-11.56</b>	每股收益	0.322	0.228	0.360	0.596
短期借款	151.41	<b>-10.74</b>	0.00	50.00	每股经营现金	0.07	-0.50	0.59	0.11
新发股份	2.52	60.00	18.25	28.83	每股净资产	5.20	5.43	5.79	6.38
分红	<b>-30.00</b>	<b>-60.00</b>	<b>-28.83</b>	<b>-47.66</b>	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	2.00	<b>-0.00</b>	0.00	0.00	P/E	33.41	47.07	29.80	18.03
财务费用	5.31	0.00	<b>-21.70</b>	<b>-42.73</b>	P/B	2.07	1.98	1.86	1.68
<b>现金净增加额</b>	37.46	<b>-261.79</b>	82.73	<b>-151.33</b>	EV/EBITDA	27.14	31.76	17.70	11.89

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)