

国内化学试剂龙头期待产能瓶颈突破

投资要点

- **化学原料业务占比提升, 前三季度综合毛利率下滑。** 公司是国内化学试剂龙头企业, 主营化学试剂及化工原料的生产和销售。化学试剂产品采用成本加成法定价, 毛利率一直比较稳定, 在 20% 左右。2013 年以来, 由于新开拓的石化行业大客户对原料的需求比较大, 以及公司试剂的产能瓶颈制约, 毛利率较低的化学原料业务占比提升较快, 产品结构的改变导致公司 2013 年前三季度综合毛利率为 12.00%, 同比下降了 3.77 个百分点。
- **募投项目预计 2014 年一季度投产, 公司产能瓶颈将突破。** 公司现有汕头、佛山、成都及广水共四大生产基地, 目前产能为通用试剂 1.5 万吨, PCB 用试剂 3.4 万吨, 超净高纯试剂 2600 吨, 色谱级试剂 3500 吨, 另外成都产能 1 万吨(可根据市场需求在通用试剂和 PCB 用试剂间调节生产)。募投项目 5 万吨 PCB 用试剂和 1 万吨超净高纯试剂预计于 2014 年一季度建成投产, 投产后困扰公司多年的产能瓶颈将被突破, 并且毛利率较高的试剂产品占比将提升, 将拉动公司业绩回升。
- **收购新大陆生物, 向高端生化试剂领域进军。** 除通用化学试剂外, 公司未来规划向电子化学品和生化试剂方向大力拓展。公司以 9225 万元收购新大陆生物 75% 的股权, 新大陆生物主要生产经营肿瘤检测试剂、抗氧化试剂等生化试剂, 未来公司将借助新大陆生物的技术和渠道优势, 向更高端的体外诊断试剂等生化试剂领域积极拓展。
- **估值与评级:** 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元、0.42 元, 对应动态 PE 分别为 46.53 倍、32.51 倍、25.75 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 公司产能投放速度不达预期; 下游需求低迷; 在生化试剂领域的拓展低于预期。

指标年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1544.72	2054.48	2568.10	3081.72
增长率	20.58%	33.00%	25.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	64.30	46.46	66.50	83.95
增长率	-21.85%	-27.74%	43.12%	26.24%
每股收益 EPS(元)	0.322	0.232	0.332	0.420
净资产收益率 ROE	6.19%	4.40%	6.09%	7.32%
PE	33.62	46.53	32.51	25.75
PB	2.08	2.05	1.98	1.89

数据来源: 西南证券

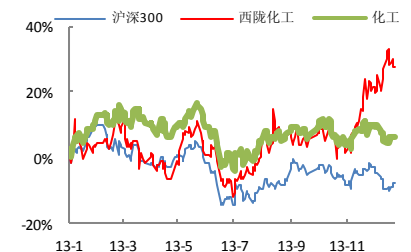
西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 023-63786519
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

研究助理: 李晓迪
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2
流通 A 股(亿股)	0.72
52 周内股价区间(元)	7.26-11.4
总市值(亿元)	21.62
总资产(亿元)	15.27
每股净资产(元)	5.10

相关研究

目 录

一、国内化学试剂龙头，试剂产品毛利率稳定	1
二、募投项目即将投产，产能瓶颈突破值得期待	2
三、销售网络辐射全国，未来将积极开拓华东市场	3
四、收购新大陆生物，进军生化试剂领域	5
五、投资评级	6
六、风险提示	6

插图目录

图 1: 公司营业收入及同比增速	1
图 2: 公司净利润及同比增速	1
图 3: 化学原料业务毛利率远低于化学试剂业务	1
图 4: 2013 年以来公司化学原料业务的收入占比大幅提升	2
图 5: 公司毛利率和净利率	2
图 6: 公司三项费用率	2
图 7: 公司三类化学试剂产品的毛利率比较	3
图 8: 公司化学试剂产品的分类收入占比	3
图 9: 公司化学试剂产品的下游销售分布	3
图 10: 公司的营销网络布局	4
图 11: 公司华东和华南地区的收入占比为 90%左右	4
图 12: 公司分地区毛利率	5
图 13: 新大陆生物公司的产品销售网络	5

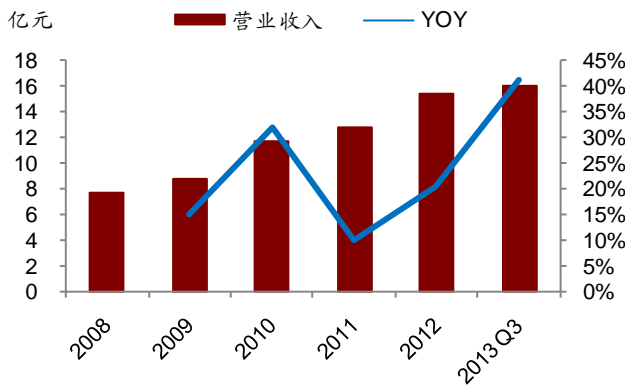
表格目录

表 1: 公司四大生产基地产能分布	2
表 2: 盈利预测表	7

一、国内化学试剂龙头，试剂产品毛利率稳定

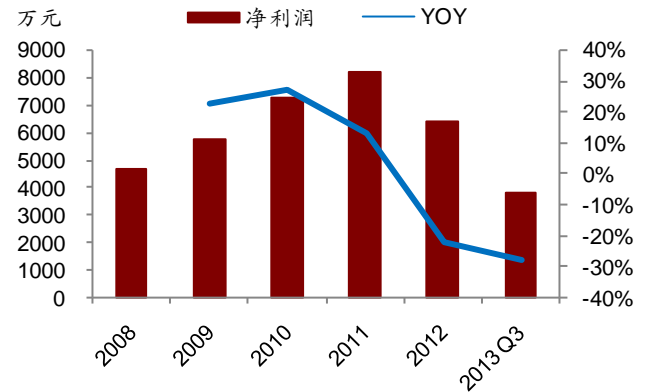
公司是我国化学试剂龙头企业，主营化学试剂包括通用化学试剂、PCB用化学试剂、和超净高纯试剂等。2013年前三个季度，公司实现营业收入 15.95 亿元，同比增长 41.34%，归属母公司股东的净利润为 3795.21 万元，同比下降 27.82%。

图 1: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券

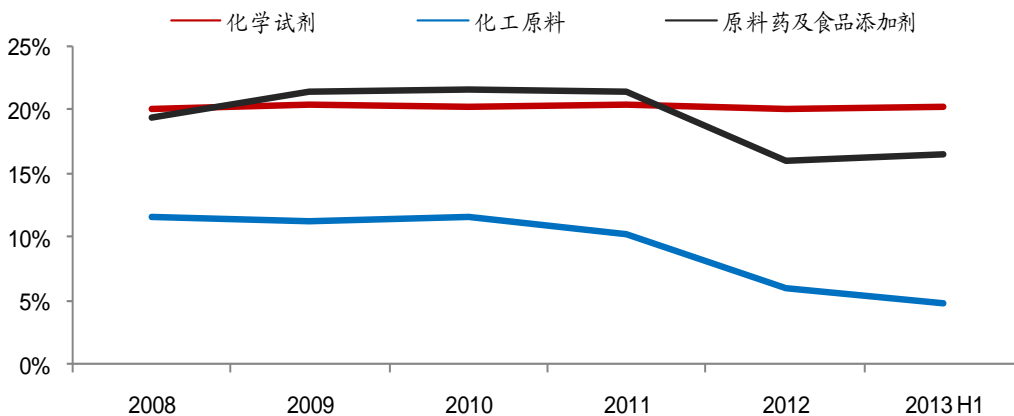
图 2: 公司净利润及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券

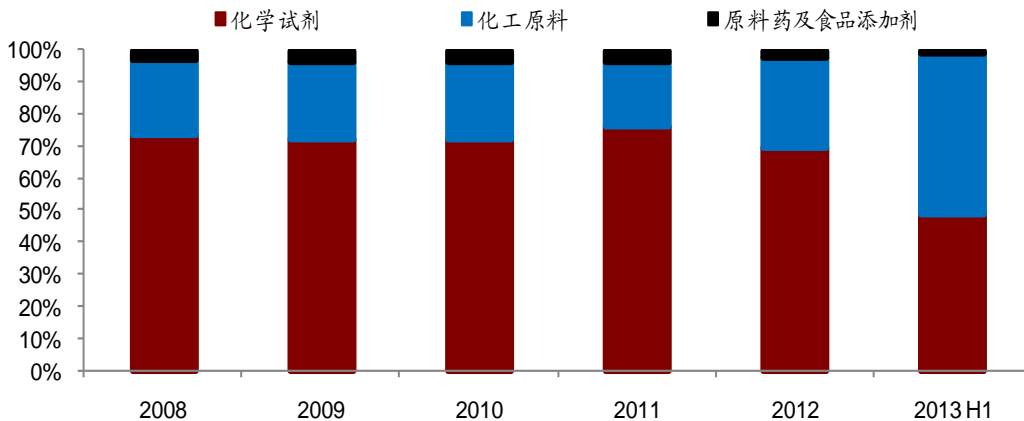
由于试剂占下游客户的成本较小，价格敏感度低，因此公司的化学试剂产品采用成本加成法定价，毛利率非常稳定，长期保持在 20% 左右。除化工试剂业务外，公司还开展化工原料贸易业务以及少量的原料药和食品添加剂业务。公司开展化工原料贸易业务主要是针对客户的实际需求，提供完善的产品与服务，化工原料业务的毛利率远低于化学试剂业务，在 10% 左右，近两年下降到 5% 左右。

图 3: 化学原料业务毛利率远低于化学试剂业务

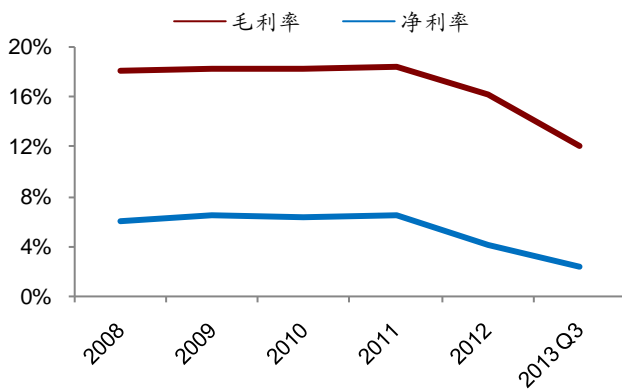


数据来源: wind, 西南证券

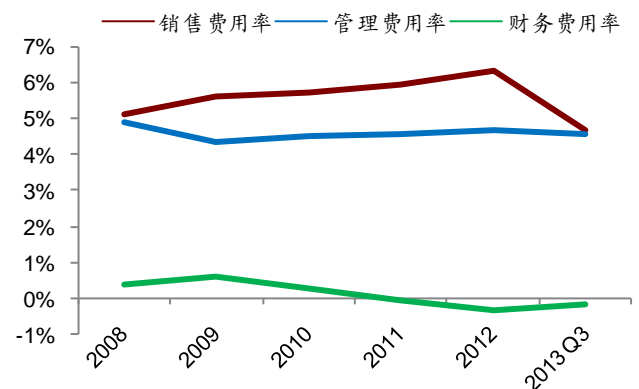
2013 年以来，由于新开拓的石化行业大客户对原料的需求比较大，以及公司试剂的生产瓶颈制约，毛利率较低的化学原料贸易业务的占比提升较快，从 2012 年的 28.36% 上升至今年上半年的 50.23%，导致公司综合毛利率下降较快。2013 年前三季度，公司综合毛利率为 12%，同比下降了 3.77 个百分点。

图 4: 2013 年以来公司化学原料业务的收入占比大幅提升


数据来源: wind, 西南证券

图 5: 公司毛利率和净利率


数据来源: Wind, 西南证券

图 6: 公司三项费用率


数据来源: Wind, 西南证券

二、募投项目即将投产，产能瓶颈突破值得期待

公司现已形成汕头、佛山、成都及广水共四大生产基地，有生产经营 1300 多种产品，3000 多种规格化学试剂的能力，目前产能为通用试剂 1.5 万吨，PCB 用试剂 3.4 万吨，超净高纯试剂 2600 吨，色谱级试剂 3500 万吨，另外成都基地产能 1 万吨。

表1: 公司四大生产基地产能分布

股票代码	公司	产能	备注
汕头	通用试剂	1.5 万吨	
	PCB 用试剂	3.4 万吨	
	超净高纯试剂	2600 万吨	
佛山	PCB 用试剂	5 万吨	预计 2014 年一季度投产
	超净高纯试剂	1 万吨	
成都	化学试剂	1 万吨	可根据市场需求在通用试剂和 PCB 用试剂之间调节生产

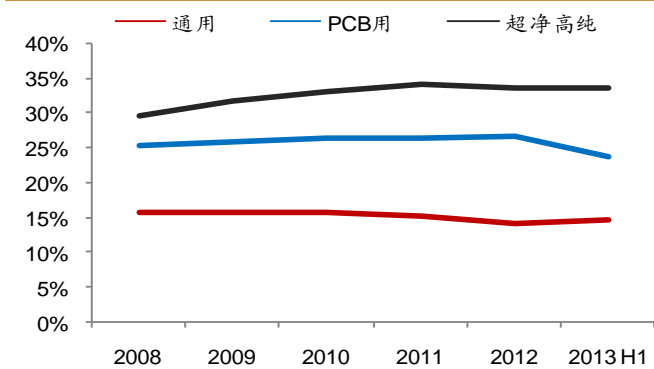
股票代码	公司	产能	备注
广水	色谱乙腈	1000吨	
	色谱甲醇	2500吨	

数据来源: 西南证券

公司的三类化学试剂产品中, 超净高纯试剂的毛利率最高, 在 34%左右, 其次是 PCB 用化学试剂, 毛利率为 25%左右, 通用化学试剂产品的毛利率最低, 为 15%左右。

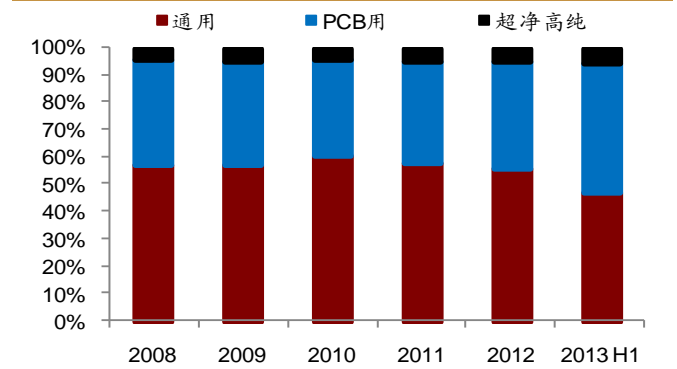
由于 PCB 用试剂和超净高纯试剂的产能瓶颈, 毛利率最低的通用试剂占公司化学试剂产品收入的比例一直维持在 50%左右的水平。

图 7: 公司三类化学试剂产品的毛利率比较



数据来源: Wind, 西南证券

图 8: 公司化学试剂产品的分类收入占比



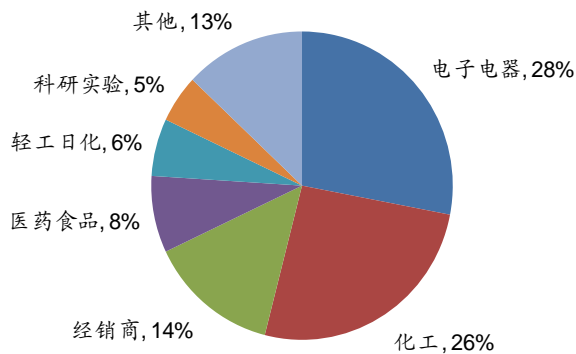
数据来源: Wind, 西南证券

募投项目 5 万吨 PCB 用试剂和 1 万吨超净高纯试剂预计于 2014 年一季度建成投产, 投产后困扰公司多年的产能瓶颈将被突破, 并且毛利率较高的 PCB 试剂和超净高纯试剂的占比将提升, 将拉动公司综合毛利率和业绩回升。

三、销售网络辐射全国, 未来将积极开拓华东市场

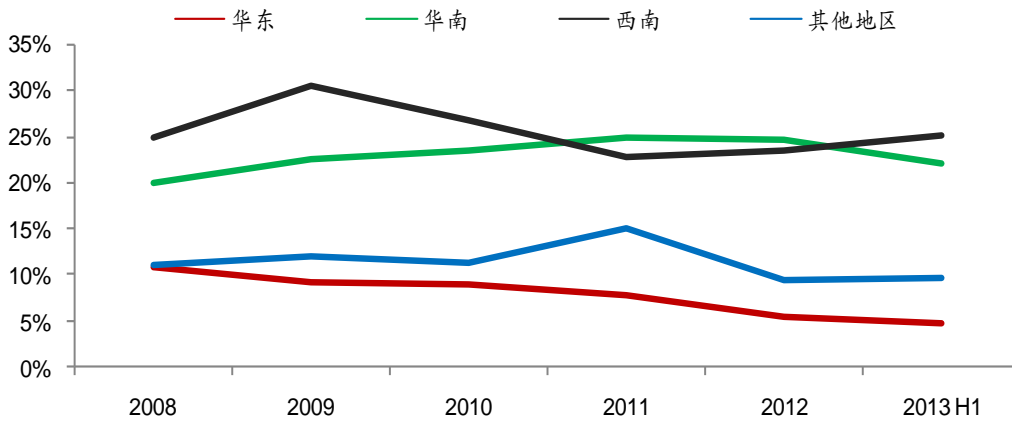
化学试剂广泛应用于电子行业、日化、食品生产、精细化工、生物医药、检验检疫、科研等, 下游客户众多, 公司的客户群体较分散。

图 9: 公司化学试剂产品的下游销售分布



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 公司分地区毛利率



数据来源: 公司公告、西南证券

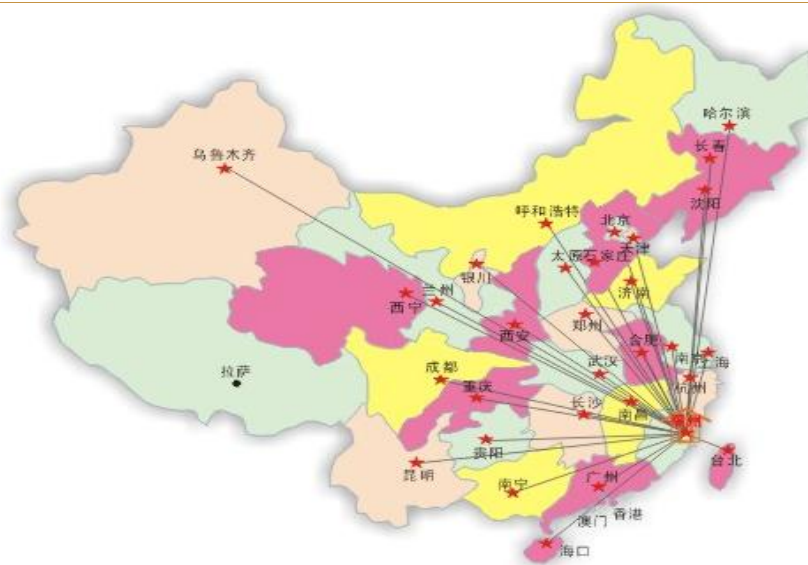
四、收购新大陆生物，进军生化试剂领域

在未来的发展规划上，公司将立足主营的化学试剂业务，并向更高端的电子化学品和生化试剂方向大力拓展。

公司公告以 9225 万元收购新大陆生物 75% 的股权，新大陆生物成立于 1994 年，是新大陆科技集团的下属子公司，专注于高新生物技术及医疗器械产品的开发、生产、销售和服务，主要产品有肿瘤检测试剂、抗氧化试剂等生化试剂，已拿到 30 多种生化试剂的批文，在体外诊断试剂行业已具备一定的市场规模和基础，产品销售网络遍布全国。

通过收购新大陆生物，未来公司将借助新大陆生物的技术和渠道优势，向更高端的体外诊断试剂等生化试剂领域积极拓展，为公司未来持续、稳定发展提供新的增长点。

图 13: 新大陆生物公司的产品销售网络



数据来源: 公司公告、西南证券

五、投资评级

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元、0.42 元，对应动态 PE 分别为 46.53 倍、32.51 倍、25.75 倍，考虑到公司在国内化学试剂领域的龙头地位，化学试剂产能瓶颈突破预期，以及未来向生化试剂领域的拓展，我们给予公司“增持”评级。

六、风险提示

- 1.宏观经济复苏缓慢，下游需求低迷；
- 2.公司产能投放进度低于预期；
- 3.在生化试剂领域的进展低于预期。

表 2: 盈利预测表

资产负债表(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	457.73	493.08	441.86	354.88	营业收入	1544.72	2085.37	2606.72	3128.06
应收和预付款项	302.53	358.83	420.48	512.33	营业成本	1295.91	1828.87	2262.63	2705.77
存货	266.79	295.94	350.53	422.55	营业税金及附加	3.93	5.21	6.52	7.82
其他流动资产	4.26	0.00	0.00	0.00	营业费用	97.83	98.01	122.52	147.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	72.20	93.84	117.30	140.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-5.31	-0.23	7.69	10.41
固定资产和在建工程	285.26	292.46	304.67	330.88	资产减值损失	12.55	10.00	10.00	10.00
无形资产和开发支出	72.75	73.53	77.81	85.08	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.47	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1393.78	1513.85	1595.35	1705.72	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	150.69	220.69	220.69	220.69	营业利润	67.61	49.67	80.06	106.28
应付和预收款项	179.61	219.70	254.65	296.19	其他非经营损益	10.04	10.00	10.00	10.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	77.65	59.67	90.06	116.28
其他负债	21.85	11.10	11.10	11.10	所得税	13.19	8.95	13.51	17.44
负债合计	352.14	451.49	486.44	527.98	净利润	64.46	50.72	76.55	98.84
股本	200.00	200.00	200.00	200.00	减: 少数股东损益	0.16	0.10	0.15	0.20
资本公积	583.51	583.51	583.51	583.51	归属母公司股东净利润	64.30	50.62	76.40	98.64
留存收益	255.96	276.58	322.97	391.61					
归属母公司股东权益	1039.48	1060.09	1106.49	1175.13	现金流量表(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	2.16	2.26	2.42	2.61	经营性现金净流量	13.99	51.73	52.97	44.93
股东权益合计	1041.64	1062.36	1108.90	1177.74	投资性现金净流量	-335.92	-51.50	-66.50	-91.50
负债和股东权益合计	1393.78	1513.85	1595.35	1705.72	筹资性现金净流量	108.48	40.23	-37.69	-40.41
					现金流量净额	-213.52	40.46	-51.22	-86.98

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn