



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中以博胜 小求精当

东兴中小市值个股精选系列

——西陇化工（002584）：投资价值的重新发现

2014年1月2日

强烈推荐/首次

西陇化工

报告摘要：

- **重新评估公司的投资价值。**第一，公司原有化学试剂业务不同于传统化工行业，不是周期行业，而且参照国外企业的路径，国内企业在供应链上还有很大的发展空间。第二，战略转型，并购新大陆生物，体外诊断将成为公司未来另一加速引擎。
- **力争成为中国的 Sigma。**公司现有主营业务是化学试剂。该项业务不是传统意义上的化工行业，更类似于医药大行业中的制剂药，公司是化工行业里的“制剂”企业。从产业链角度来看，公司处于化工原料的下游，医药、日化、电子、光伏和核电等众多领域的上游。化学试剂行业本身不是周期行业，与大宗化工原料完全不同。化学试剂行业下游需求分散，且具有一定刚性。行业本身增速不高，在 10%左右，但是存在结构性机会，公司高纯度化学试剂未来收入占比将提升。同时，供应链能力的强化将使公司有可能成为国内的 Sigma。
- **战略转型，打造 IVD 业务平台。**我们看好西陇化工对于新大陆生物的并购行为，并购双方能够实现双赢。新大陆生物的原股东——新大陆集团——的重点业务领域是物联网，生物医药不是重点方向，所以此次并购成全了新大陆生物未来的发展。对于西陇化工，新大陆生物是进入 IVD 领域的一个良好切入点，因为该公司在产品选择 and 市场营销方面具有优势，如果上市公司将它作为未来一个重要战略平台来打造，或在生化诊断领域有不俗表现。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.24、0.36 和 0.48 元。动态 PE 分别为 45、30 和 23 倍。考虑到公司 2014 年业绩反转，战略转型，给予 6 个月目标价 15.1 元，给予“强烈推荐”的评级。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	1,281	1,545	2,380	2,061	2,545
增长率（%）	10%	21%	54%	-13%	23%
净利润（百万元）	82	64	48	72	95
增长率（%）	13%	-22%	-25%	48%	33%
每股收益（元）	0.41	0.32	0.24	0.36	0.48
净资产收益率（%）	12%	6%	5%	5%	7%
PE	25	32	42	28	21
PB	2.03	1.95	2.01	1.70	1.63

宋凯

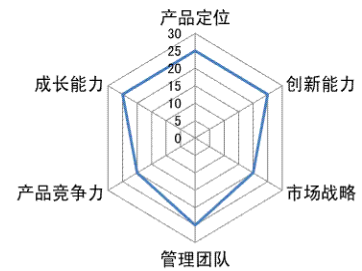
010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148951204000

六位评价体系之服务业、制造业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

超净高纯试剂，体外诊断

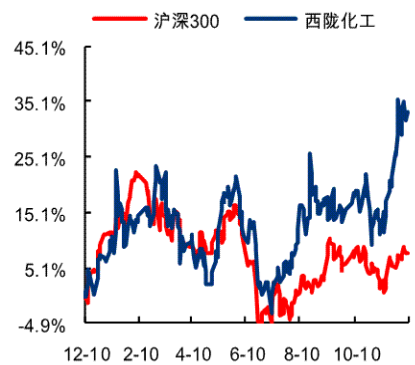
东兴分类：

东兴中小市值重点个股

核心护城河、商业模式概括

- 高纯度试剂的提纯、检测和包装
- 打造强大供应链
- IVD 业务在产品和营销上具有一定优势

52 周股价走势图



目 录

1. 核心护城河和核心竞争力	3
2. 成长路径与运营模式	3
2.1 传统业务结构变化，具有较大的盈利改善空间	4
2.2 并购新大陆生物，IVD 业务是未来重要看点	7
2.3 立足化学试剂，向高附加值产品领域进军。	8
3. 行业供需和市场空间分析	9
3.1 化学试剂业务打造强大供应链，争做中国的 Sigma	9
3.1.1 公司并非传统化工企业	9
3.1.2 强化供应链，走轻资产化趋势，向 Sigma 靠拢	10
3.2 切入 IVD 业务，公司发展转折点	11
3.2.1 新大陆生物的发展将得到更大支持	12
3.2.2 西陇化工找到了一个切入 IVD 领域的合适的标的	13
4. 六维评价体系应用	14
5. 解禁、业绩雷区风险	14
6. 业绩亮点及预测	15

图表目录

图表 1: 公司主要股东情况	4
图表 2: 公司收入、净利润增速和盈利能力情况	4
图表 3: 2009 年国内化学试剂市场分布	5
图表 4: 公司收入和毛利润构成（2013 年中报）	5
图表 5: 公司主要产品毛利率情况	6
图表 6: 公司产品产能利用率情况（吨）	6
图表 7: 公司募投项目进展情况	7
图表 8: 西陇化工和新大陆生物 2013 年上半年净利润和净利润率情况	7
图表 9: 西陇化工战略路径	9
图表 10: 国内化学试剂市场规模	9
图表 11: 2009 年国内化学试剂市场占有率	10
图表 12: Sigma 净利润情况（千美元）	11
图表 13: 福建新大陆生物产品数量和部分常规生化诊断产品目录	11
图表 14: 新大陆生物将成为西陇化工重要业务平台之一	13
图表 15: 西陇化工化学试剂业务分产品预测（万元）	15
图表 16: 西陇化工化学试剂业务盈利预测（万元）	16
图表 17: 新大陆生物业绩预测（万元）	16
图表 18: 西陇化工合并报表主要指标预测（万元）	16

1. 核心护城河和核心竞争力

公司目前的主要业务是化学试剂的研发、生产和销售。化学试剂行业的壁垒体现在以下几点：

- 第一， 纯度。公司产品分为通用试剂、PCB 用化学试剂和超净高纯试剂，未来可能将色谱纯试剂单独进行分类。高纯度试剂的工业化生产具有一定壁垒。
- 第二， 检测。也就是质量控制，这对两方面的要求比较高，一是硬件设备，需要通过质谱仪、火焰原子吸收光谱、气相色谱和液相色谱等多种检测设备来监控试剂内的杂质。二是人员素质。分析仪器操作人员的水平有时候会极大地影响分析结果。
- 第三， 包装。对环境和包材有较高的要求，要防止在分装过程中的污染。
- 第四， 品牌。公司下游的需求端包括科研、电子、制药、日化、核电和光伏等领域，他们对于化学试剂的价格不敏感，更看重质量，所以一定会选择具有品牌和资本优势的大型试剂企业的产品。

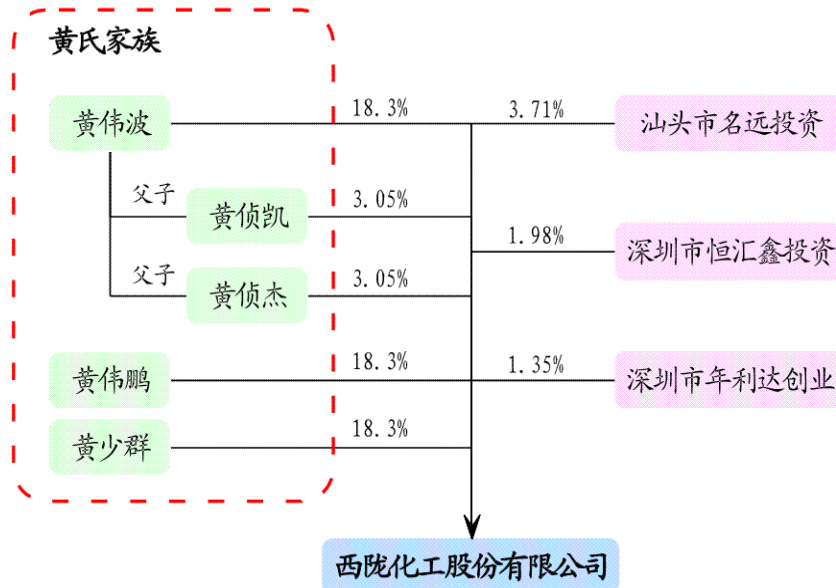
化学试剂企业的核心竞争力是供应链，供应链的强大与否决定了未来西陇化工的试剂业务能否在现有基础上实现再次飞跃。

2. 成长路径与运营模式

公司创立于 1983 年，最早是汕头郊区的西陇化工厂，公司从成立之初一直专注于化学试剂的研发、生产和销售业务。2008 年底完成股份制改造，2011 年上市。上市前公司总股本 1.5 亿股，IPO 发新股数量 5000 万股，目前公司总股本 2 亿股。

公司实际控制人为黄氏家族，目前合计控制公司 61%的股权。

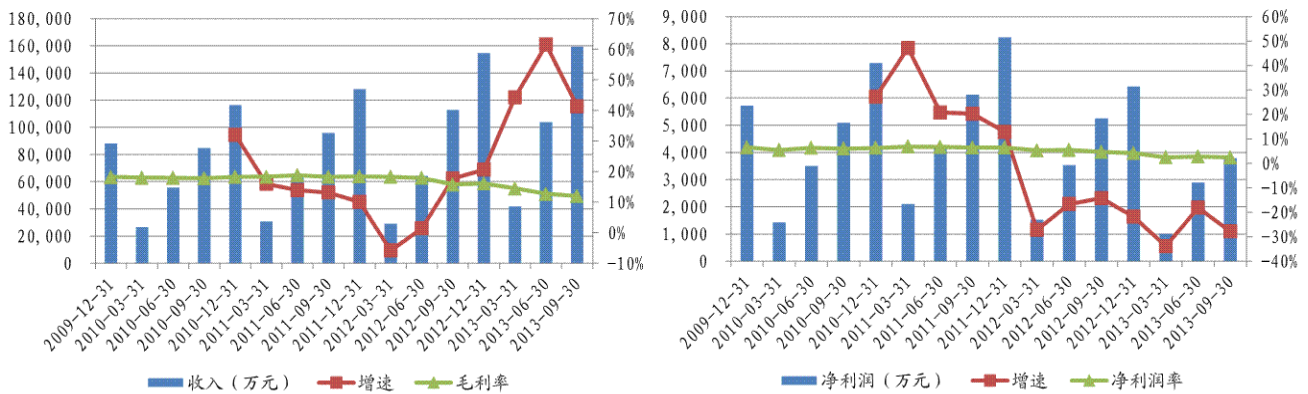
图表 1：公司主要股东情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

近年公司收入端增速波动较大，2012年下半年开始，公司原料贸易收入增长显著。但由于该项业务盈利能力较低，导致公司整体毛利率下滑。今年三季度公司毛利率为12%，同比减少了3.8个百分点，净利润率2.4%，同比减少了2.3个百分点。

图表 2：公司收入、净利润增速和盈利能力情况

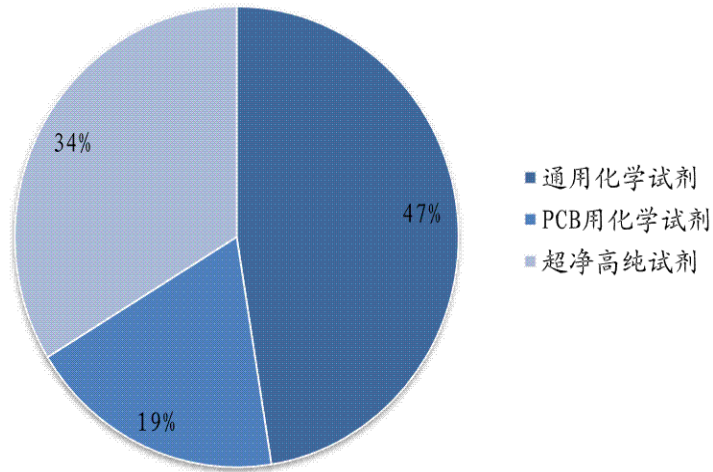


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1 传统业务结构变化，具有较大的盈利改善空间

在国内市场上，通用化学试剂是化学试剂行业的主要产品，其市场份额接近50%（2009年数据），PCB用化学试剂仅次于通用试剂，大约占34%的份额，超净高纯试剂的占比比较低，不到20%。

图表 3：2009 年国内化学试剂市场分布



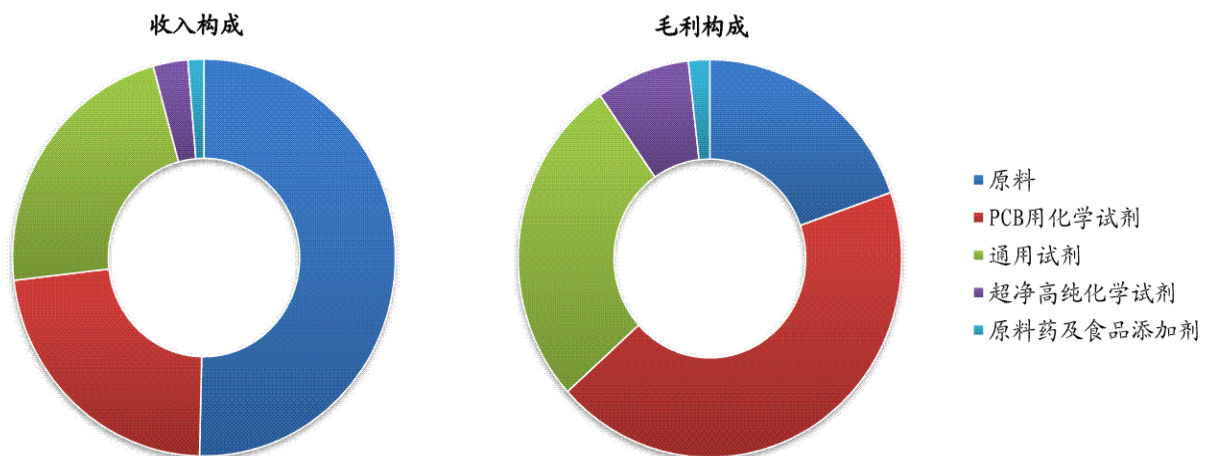
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从需求端来看，通用化学试剂下游客户分布领域较多，石油石化、教育、科研、日化、医疗和精细化工等多个领域都是公司的目标客户群体。

PCB 产品主要应用于电子线路板的生产过程。

超净高纯化学试剂主要应用于大规模、超大规模集成电路、电子元器件、高端普通芯片、分立器、太阳能电池等高科技领域，是化学试剂行业中发展快、技术难度大、附加值高的细分领域。

图表 4：公司收入和毛利润构成（2013 年中报）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

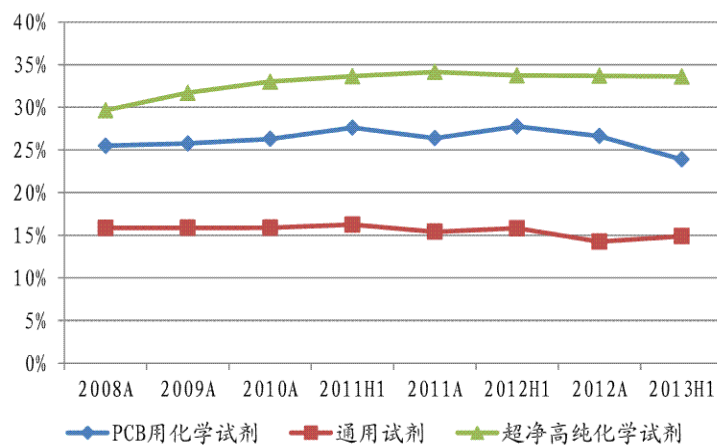
产品盈利能力从低到高分别是通用试剂、PCB 用试剂和超净高纯试剂。我们之所以认为公司未来在盈利能力上具有较大的改善空间，第一是因为上市以来公司的募投项目一直没有达产，募投项目是 PCB 用化学试剂和超净高纯试剂的产能扩张，这两类产品

的毛利率比较高。目前公司超净高纯试剂产能约 2600 吨，募投项目 1 万吨；PCB 用化学试剂产能 3.7 万吨，募投项目 5 万吨。

第二，公司旗下湖北杜克经过 2013 年技术改造，目前具有 3500 吨色谱级试剂产能（乙腈和甲醇），我们预计这一部分产能如果全部释放，能带来 1 亿元收入和 2500 万元左右的净利润，能够显著提升公司整体盈利能力。

第三，原料贸易业务占比下降。我们注意到大约近 1 年的时间内公司化工原料贸易业务收入大幅增长，该业务毛利率仅为 5% 左右，净利润微薄，但是能给公司下游客户提供增值服务，提高客户粘性，并且由于付款时间差，该项业务具有类似短期融资的功能，所以公司大力开展了该项业务。该项业务产生了一定费用，侵蚀了公司净利润。通过我们的沟通，我们预计该项业务或在 2014 年大幅萎缩，所以我们大体判断公司 2014 年财务的变化趋势是收入下降、盈利水平提升、净利润增长。

图表 5：公司主要产品毛利率情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

根据公司公布的招股说明书，2010 年公司的各项产品产能利用率就已经趋近于饱和了。尤其是附加值高的超净高纯试剂和 PCB 用化学试剂，产能利用率超过 100%。

图表 6：公司产品产能利用率情况（吨）

产品类别	2008 年			2009 年			2010 年		
	产量	产能	达产率	产量	产能	达产率	产量	产能	达产率
超净高纯化学试剂	1,741	1,700	102%	2,635	2,600	101%	3,168	2,600	122%
PCB 用化学试剂	26,912	27,000	100%	31,601	32,000	99%	39,170	37,000	106%
通用化学试剂	10,650	11,500	93%	12,994	13,000	100%	14,705	15,000	98%
合计	39,303	40,200	98%	47,230	47,600	99%	57,043	54,600	104%

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

目前公司的生产基地分布在汕头、四川和湖北，募投项目在佛山。四川生产基地主要供应国内西部市场，汕头和湖北覆盖除西部市场外的其他地区。

图表 7：公司募投项目进展情况

	募投资金	投资进度	预计达产日期
5万吨/年PCB用化学试剂项目	1.47 亿元	41%	2014.3
1万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目	1.07 亿元	37%	2014.3
高端化学试剂工程技术研究中心建设项目	0.52 亿元	100%	2013.8

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 并购新大陆生物，IVD 业务是未来重要看点

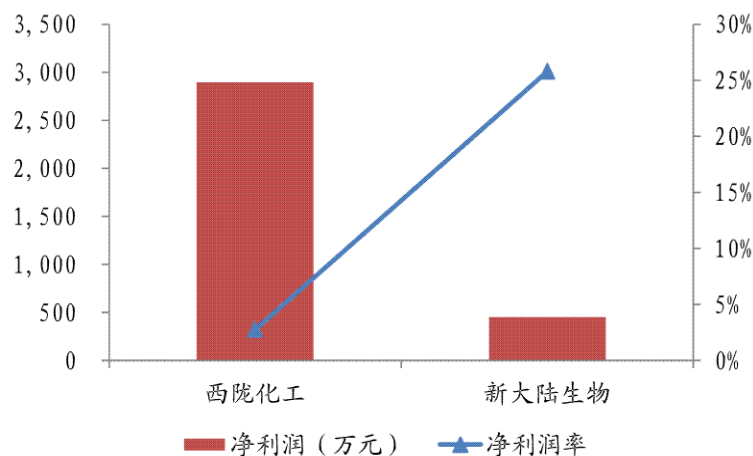
公司通过收购新大陆生物进入医药领域。

新大陆生物原是福建新大陆集团下属公司，主要从事诊断试剂的研发、生产和销售业务。目前公司主要产品是广谱肿瘤标志物检测试剂盒（TSGF）和 TCT 检测试剂盒（一种宫颈癌筛查试剂盒）。

我们对于 IVD 行业的投资策略是把握两条线，第一，自上而下，在最具活力的 IVD 细分领域中寻找“中长跑选手”，比如达安基因；第二，自下而上，跨行业并购，原有业务能够和收购的 IVD 自产进行一定的业务整合，并且并购资产能够给原有业绩带来足够的业绩弹性。我们认为西陇化工符合第二条自下而上的选股逻辑。

从报表上来看，根据公司公告，2013 年上半年，新大陆生物收入 1757 万元，净利润 453 万元（未经审计）。由于每年的一季度通常是淡季，所以我们预计 2013 年全年新大陆生物的净利润在 1000 万元左右，净利润率水平在 25%左右。而 2013 年上半年西陇化工的母公司净利润 2895 万元，我们预计全年的净利润在 5000 万元左右。新大陆生物仅现有产品线能够增厚西陇化工净利润超过 17%。

图表 8：西陇化工和新大陆生物 2013 年上半年净利润和净利润率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们看好西陇化工收购新大陆生物二者的整合。

首先，从产品和技术来看，新大陆生物在上游原料方面和西陇化工现有业务有一定的整合空间。西陇化工在精细化学试剂方面的研发优势可以为新大陆生物的生化诊断产品的溶剂体系提供支持。

其次，新大陆生物将成为西陇化工向 IVD 行业拓展的重要战略平台，未来或将持续投入。

福建新大陆集团的主要业务集中在物联网产业，旗下拥有多家从事物联网、电子支付和信息化等相关产业的子公司，其中新大陆电脑股份有限公司（新大陆，000997）是集团下属从事该项业务的上市公司。

新大陆生物所从事的生物医药领域并不是新大陆集团的重点所在。新大陆生物目前具有大约不到 20 个生化产品证书，除了 TSGF 和 TCT 之外，还有给东芝、日立和奥林巴斯生化仪器的配套试剂，这些产品有证书，但没有形成销售。

我们预计在西陇化工并购了新大陆生物之后，将加大对 IVD 业务的投入，充分调动目前的产品储备，并借助现有的销售渠道实现收入规模的扩张。此外，我们预计公司未来可能在生化仪器的开发方面也将有所动作。目前生化诊断领域，“仪器+试剂”的模式成为主流，深圳迈瑞和科华生物都通过这样的模式实现了快速扩张，所以未来公司在仪器方面的投入将值得投资者关注。

2.3 立足化学试剂，向高附加值产品领域进军。

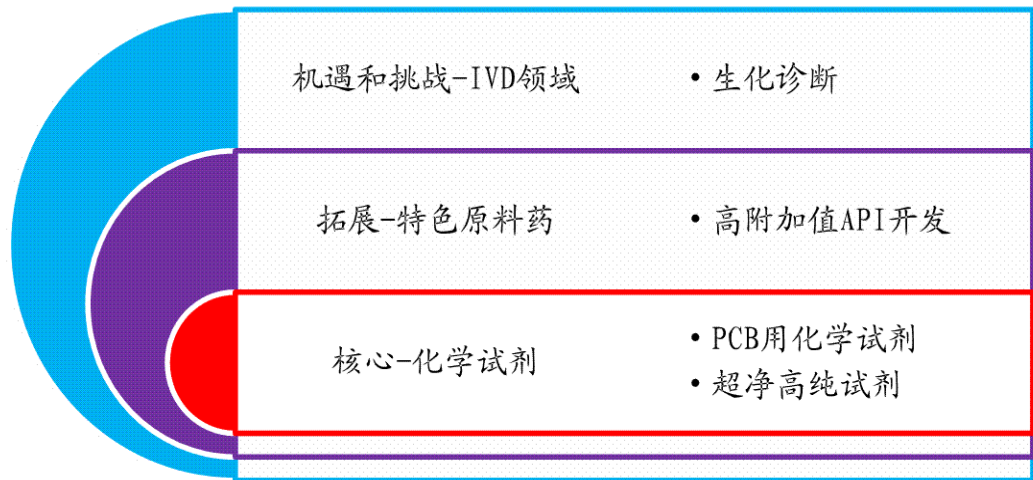
我们这样理解西陇化工的战略路径，不论是原有业务，还是新拓展的业务，公司都在向高附加值产品领域进军。

首先，核心业务是化学试剂，这是公司像其他领域发展和拓展的基础。对于这项业务，公司的产品结构将进行调整，高附加值的 PCB 用试剂盒超净高纯试剂未来的占比将逐渐加大，同时加强供应链的打造，向轻资产化趋势发展。

以化学试剂为基础，我们认为公司天然具有向反应步骤更多的医药中间体领域拓展的潜质和能力，但是我们认为西陇化工现有基础和平台，中短期内不会成为海正或者华海这样的大规模 API 生产商，公司更适合在某些领域进行精耕细作，集中资源研发附加值高的 API 产品。从下游客户来看，API 业务需要拓展大型制药企业客户，和公司现有渠道和资源有一定的延展性。

公司未来最大的发展机遇和挑战是通过并购切入 IVD 领域。IVD 试剂的核心原料是活性酶、蛋白质、DNA 或 RNA 等生物大分子化合物，西陇化工的精细化学试剂为 IVD 试剂提供溶剂体系，所以两项业务的上游原料存在一定的整合空间。而且新大陆生物已经构建了销售渠道，为以后其他产品的投放铺平了道路。

图表 9：西陇化工战略路径



资料来源：东兴证券研究所

3. 行业供需和市场空间分析

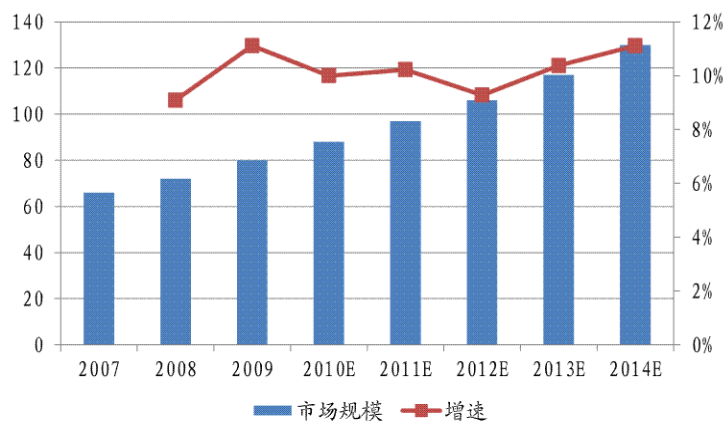
3.1 化学试剂业务打造强大供应链，争做中国的 Sigma

3.1.1 公司并非传统化工企业

我们想澄清的一点是西陇化工所从事的化学试剂业务与传统的化工行业是完全不同的两个概念。公司不属于周期行业。我们认为周期行业的基本特征是产品价格和公司盈利能力呈现周期性的大幅波动，说明两点：第一，产成品的成本中，原材料占比比重较大；第二，行业产能过剩严重，对下游的议价能力弱。

我们认为西陇化工不存在这样的问题。根据中国化工信息中心的预测，2007-2014年，国内化学试剂行业整体增速稳定在10%左右，市场规模将从2007年的66亿元增长到2014年的130亿元左右。行业周期性不明显。

图表 10：国内化学试剂市场规模



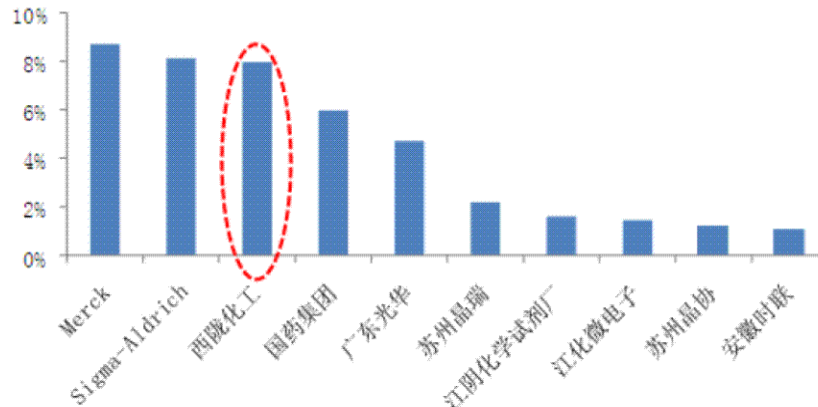
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司产品中原材料成本占比较低，大约在 5%以下，所以对于原材料价格波动相对不敏感。公司的定价采取成本加成的模式，上游成本的上升可以传导给下游企业，并且在下游客户端，他们对于化学试剂的成本也不敏感，不管西陇化工的上游原料价格如何波动，公司产品能够保持相对稳定的盈利能力。所以我们认为西陇化工不是传统意义上的化工企业。

3.1.2 强化供应链，走轻资产化趋势，向 Sigma 靠拢

目前国内化学试剂行业默克、西格玛和西陇化工占前三甲。虽然西陇化工在国内化学试剂的市场占有率较高，但是不论从产品线还是供应链来看，都和国外企业存在较大差距，而未来西陇化工化学试剂的投资价值也正在于努力缩小这些差距。

图表 11：2009 年国内化学试剂市场占有率



资料来源：公司招股书

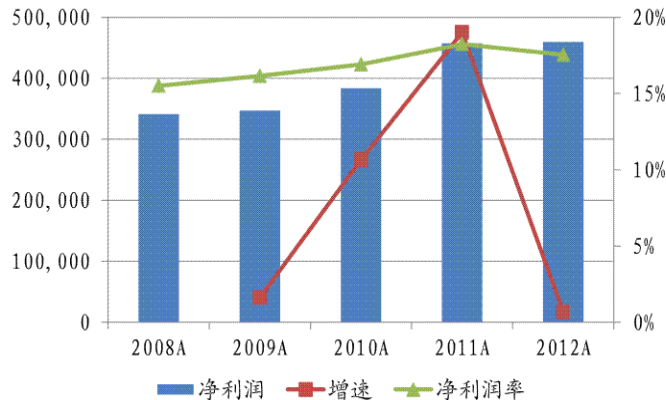
我们认为西陇化工有可能成为中国未来的 Sigma-Aldrich。西格玛是全球专业的化学试剂供应商，其提供的产品种类超过 20 万种，覆盖范围包括分析化学、生命科学、化学、材料科学和特种化学试剂等，里面涵盖了色谱试剂、抗原抗体、细胞培养、手性化合物和核酸等众多品种。所以说 Sigma 已经超越了传统化学试剂的范畴，应该称其为“大试剂”领域。而目前国内化学试剂企业能提供的产品种类不过万余种，所涉及领域相对局限性也比较大。

从供应链角度来看，西格玛的产品中相当一部分并非自己生产，而是通过全球采购，然后贴牌或者直接出售给下游客户。说白了就是西格玛具有一个强大的采购、仓储和物流体系。而这一点我们认为这是化学试剂企业的核心竞争力所在。除非是化学试剂行业多年从业经验的企业，否则很难再短时间内满足客户的试剂采购需求。

我们认为西陇化工的化学试剂业务有能力、也有动力向强化供应链的方向发展。所谓有能力是指公司作为国内专业从事化学试剂业务已经 30 年，对上游供应端和下游需求端有着深入了解，在国内企业中具有采购能力优势。所谓有动力，从目前行业竞争格局来看，西陇化工的市场占有率不到 10%，市场还处于比较分散的状态，如何处理国内竞争对手的关系是西陇化工未来无法回避的一个问题。我们认为西陇化工可以通

过自己的品牌优势和技术优势，通过强化自身供应链来增强自己的市场地位。比如公司可以借助自己在检测方面的优势，通过建立检测中心和分包中心来丰富产品种类，优化资产结构。Sigma 的整体净利润率接近 20%，我们认为西陇化工可以通过供应链的强化，来提升公司的整体盈利能力。

图表 12: Sigma 净利润情况（千美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 切入 IVD 业务，公司发展转折点

公司将以 9225 万元收购福建新大陆生物 75% 的股权。我们认为这一举措将是公司未来发展的转折点。

我们来看一下新大陆生物的产品。根据公司网站公布的信息，新大陆生物目前在售的产品有两个，一个是 TSGF（肿瘤相关物质联合检测试剂盒），即一种广谱肿瘤标志物检测；另一个是 TCT（新柏氏液基细胞学检测），是一种用于女性宫颈癌筛查的诊断试剂。这两个产品是目前公司主要业绩来源。

根据 CFDA 公布的数据，福建新大陆生物（包括公司湖南新大陆生物）目前共有产品注册证书 41 个，包括 2 个全自动生化仪的证书。

图表 13: 福建新大陆生物产品数量和部分常规生化诊断产品目录

全部产品注册数量	41
试剂注册证数量	39
产品系列	部分诊断试剂产品
	白蛋白
	总蛋白
1、东芝系列	天门冬氨酸氨基转移酶
2、日立 7020 型专用	丙氨酸氨基转移酶
3、日立 7060 型/岛津系列	γ-谷氨酰转肽酶
4、日立 7170/7080/奥林巴斯（贝克曼）	葡萄糖
5、日立 7600 型	总胆固醇
	甘油三酯

高密度脂蛋白胆固醇

低密度脂蛋白胆固醇

载脂蛋白 A1

载脂蛋白 B

尿微量白蛋白

资料来源：新大陆生物网站，东兴证券研究所

目前生化诊断试剂全系列产品有 100 多种，仅从新大陆生物目前具有证书的数量来看并不突出，现在国内生化诊断领域强者林立，罗氏、西门子、贝克曼、深圳迈瑞、科华生物、利德曼、长春迪瑞、九强生物和中生北控等，他们基本都能够提供百余种生化诊断产品，比如中生北控，国内最早的生化诊断龙头，能够提供全系列生化诊断试剂产品。

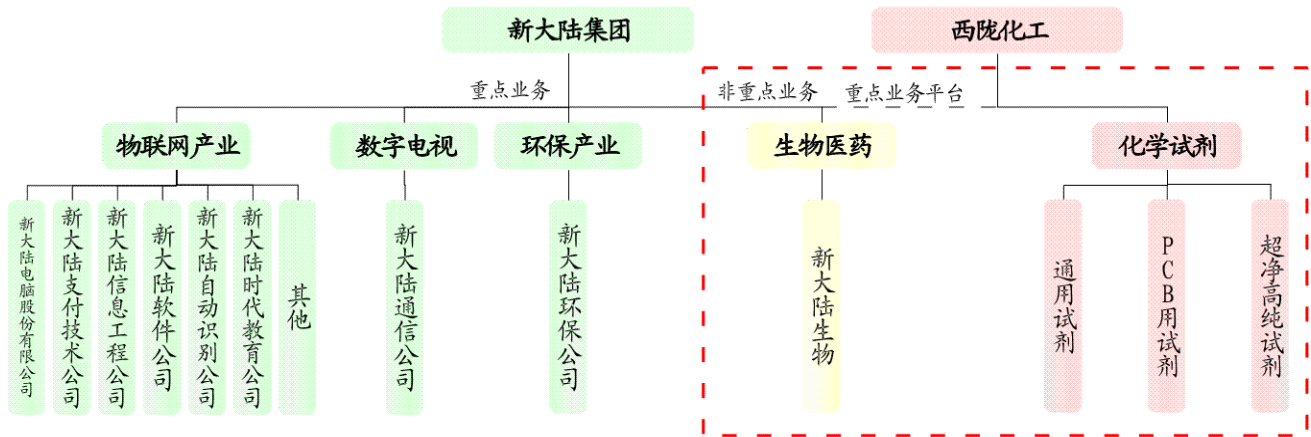
但是，首先我们认为新大陆生物的产品中，除了常规生化诊断产品外，有一些品种颇具特色，比如用于广谱肿瘤筛查的 TSGF（苯丙氨酸、酪氨酸、羟脯氨酸、 α 1-酸性糖蛋白联合检测试剂盒），是国内独家产品；还有公司今年刚刚取得注册证书的 TAS 试剂盒（总抗氧化状态试剂盒，FRAP 法），该产品可以测定血清和血浆中总抗氧化能力，人体内的活性氧可以导致各种肿瘤、糖尿病、风湿性关节炎、肝损伤和中枢神经系统疾病，所以测定人体总体抗氧化能力具有重要的生物学意义。我们认为这个产品和公司的 TSGF 有一定的协同效应，可能会成为公司下一个主力品种。

更重要的是，我们看好的不是孤立的新大陆生物，而是新大陆生物和西陇化工的结合。可以从两方面分析：

3.2.1 新大陆生物的发展将得到更大支持

如前面所述，新大陆生物原属于福建新大陆集团，新大陆集团的核心业务是物联网，生物医药并非集团主业，也不是未来战略重点，所以新大陆生物在集团内的定位就决定了它难有大发展。在这种背景下，新大陆生物凭借两个产品（TSGF 和 TCT），2013 年 1-11 月收入 4060 万元，净利润 1069 万元，预计全年收入 4500 万元左右，净利润 1200 万元以上。这说明两点，第一，公司产品和研发具有一定基础和优势，第二，公司的销售能力比较强。所以我们判断，如果西陇化工未来将新大陆生物作为旗下一个重点业务平台来开发，丰富现有产品种类，并向仪器设备方面发展，凭借自身的销售能力和渠道资源，新大陆生物有可能在较短的时间内实现跨越式发展。

图表 14：新大陆生物将成为西陇化工重要业务平台之一



资料来源：新大陆集团网站信息，东兴证券研究所

3.2.2 西陇化工找到了一个切入 IVD 领域的合适的标的

对于西陇化工而言，想要切入 IVD 领域，我们认为新大陆生物是一个较好的选择。

第一，生化诊断是一个适合跨行业并购进入 IVD 行业的领域。

根据我们对 IVD 行业的持续跟踪，认为生化诊断行业特点是体量较大，技术壁垒和进入门槛比较低，行业的竞争格局容易发生变化。我们估计目前临床生化诊断的市场规模大约为 30-35 亿元之间，规模稳定。据我们了解，目前生化诊断是医院检验科工作量最大的一个种类，但是医院对于生化诊断的支出比例远远小于其工作量占比。临床生化诊断市场比较成熟了，新项目开展不多，价格也比较稳定。

从技术角度来看，相比于目前的化学发光和分子诊断，生化诊断技术壁垒相对较低，这也是导致市场竞争格局比较容易变化的原因之一。国内之前的龙头企业中生北控，在收入规模上已经被迈瑞和利德曼赶超，九强生物的发展也很快。生化诊断提供了这样一个市场环境，这对于西陇化工是一个机会，新大陆生物可以在这样的市场中发展壮大。

第二，新大陆生物不是最好的，但是最适合西陇化工的标的。

不论是市场地位还是产品种类，新大陆生物在生化诊断行业都是一个比较小的企业，但我们认为这是一个非常适合西陇化工的标的。上游原料的整合不必赘述；生化诊断是跨行业并购进入 IVD 行业的较好选择；从现有资源来看，新大陆生物有产品有渠道。同时，新大陆生物和西陇化工的优势都在于销售，所以我们相信未来新大陆生物有能力在国内生化诊断领域占据一席之地。

第三，新大陆生物可以给西陇化工带来较大的业绩弹性。

目前新大陆生物的收入规模很小，假设 2013 年全年能够实现收入 4500 万元，在国内生化诊断市场的份额还不到 2%，所以我们认为市场给它提供了足够大的增长空间来保持高速增长。业绩承诺的净利润 1200 万元，我们预测这个数字对 2013 年全年净

利润的拉动作用在 18%以上。对西陇化工的业绩拉动效应明显。

4. 六维评价体系应用

细分行业空间：化学试剂行业目前国内市场空间预计在 100 亿元左右，每年的增速约为 10%，最大的通用试剂增速较低，PCB 用化学试剂和超净高纯试剂增速较高。但是行业整体利润空间较小，企业的盈利水平相对较低。国内 IVD 行业市场空间（临床）预计在 150-180 亿元，我们预计每年将保持 15-20%的增速。生化诊断规模大约 30-35 亿元，和免疫、分子诊断相比，生化诊断市场最为成熟稳定，增速较低，但是行业的利润空间较大，企业普遍盈利能力较高。

成长能力及抗风险能力：西陇化工现有化学试剂业务未来的增长来自几点，第一，行业的扩张；第二，公司市场份额的提升；第三，高附加值产品占比的加大。IVD 业务，现有生化诊断产品销售规模小，未来有高速增长潜力，净利润率较高，能给公司整体业绩带来足够大的弹性。从风险角度来看，化学试剂业务相对稳健，提供稳健现金流。IVD 方面，公司收购的新大陆生物在产业链布局上略显单薄。

盈利能力：化学试剂业务整体盈利水平不高，公司除了原料贸易之外，通用化学试剂毛利率 15%左右，PCB 用化学试剂毛利率 24%左右，超净高纯试剂毛利率 34%左右，未来随着后两者产能的提升，收入占比加大，公司整体盈利能力将得到提升。IVD 业务具有较强的盈利能力，行业净利润率普遍在 20%以上，合并 IVD 资产将显著改善公司整体盈利水平。

轻重资产模式：IVD 业务属于轻资产业务。公司的化学试剂业务未来通过强化供应链能力，向轻资产化趋势发展。

产业链地位：目前西陇化工在化学试剂行业的市场地位较高，国内前三甲，未来高端试剂的产能扩张将进一步稳固公司现有的行业地位。IVD 领域，西陇化工还需要在未来新大陆生物的产品线丰富方面做一些工作，比如试剂种类的丰富，以及向仪器领域拓展等等。

管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）：公司是家族式企业，目前没有实施股权激励。公司管理和机制灵活，公司将以化学试剂为基础，向 IVD 领域——可能也会向 API 领域——大举进军，未来公司在打造这两个新业务平台的时候或对股价产生一定的刺激因素。

5. 解禁、业绩雷区风险

西陇化工于 2011 年 6 月 2 日上市，实际控制人黄氏家族将于 2014 年 6 月 2 日解禁，解禁数量约 1.22 亿股，占目前总股本大约 63%。化学试剂行业受国家宏观经济影响较大，国内 GDP 增速预期下调或导致行业增速下降。同时 IVD 产品市场推广或导致营销费用上升。

6. 业绩亮点及预测

我们对公司的化学试剂业务和 IVD 业务分别进行预测。如果不考虑合并报表影响，公司现有业务 2013-2015 年每股收益预计为 0.24 元、0.31 元和 0.41 元，对应目前动态 PE 分别为 45 倍、35 倍和 26 倍。

2014 年开始合并新大陆报表，预计 14-15 年新大陆生物能增厚上市公司 EPS 分别为 0.05 元和 0.07 元。所以西陇化工 2013-2015 年整体 EPS 分别为 0.24、0.36 和 0.48 元。公司整体动态 PE 分别为 45 倍、30 倍和 23 倍。

我们认为公司目前正在进行战略转型，IVD 业务将成为公司未来重要战略重心之一，化学试剂业务将通过打造供应链得到更大发展空间，所以我们认为公司目前处于重大经营拐点，首次给予“强烈推荐”的评级，未来 6 个月目标价 15.1 元，上涨空间 40%。建议投资者积极关注。

图表 15：西陇化工化学试剂业务分产品预测（万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
原料	26,121	43,804	113,892	51,251	56,376
增速	-7%	68%	160%	-55%	10%
毛利率	10%	6%	5%	4%	3%
PCB 用化学试剂	36,837	42,464	55,204	71,765	96,882
增速	25%	15%	30%	30%	35%
毛利率	26%	27%	23%	23%	22%
通用试剂	55,967	59,306	59,306	65,236	78,283
增速	10%	6%	0%	10%	20%
毛利率	15%	14%	15%	14%	15%
超净高纯化学试剂	4,669	5,294	5,824	8,037	10,689
增速	20%	13%	10%	38%	33%
毛利率	34%	34%	34%	33%	33%
原料药及食品添加剂	4,376	3,434	3,777	4,533	5,439
增速	3%	-22%	10%	20%	20%
毛利率	21%	16%	17%	17%	17%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图表 16：西陇化工化学试剂业务盈利预测（万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	128,103	154,472	238,002	200,822	247,670
增长率	10.04%	20.58%	54.07%	-15.62%	23.33%
毛利率	18.42%	16.11%	12.57%	15.49%	15.83%
归属母公司净利润	8,228	6,430	4,848	6,157	8,236
增长率	12.87%	-21.85%	-24.61%	27.01%	33.77%
净利率	6.42%	4.16%	2.04%	3.07%	3.33%
每股收益	0.41	0.32	0.24	0.31	0.41

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图表 17：新大陆生物业绩预测（万元）

单位：万元	2012A	2013H1	2013E	2014E	2015E	2016E
收入	3,407	1,757	4,500	5,940	7,722	10,039
增速			32.1%	32.0%	30.0%	30.0%
净利润	774	453	1,200	1,500	1,800	2,200
增速			55.1%	25.0%	20.0%	22.2%
净利率	22.7%	25.8%	24.5%	25.3%	25.5%	25.5%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图表 18：西陇化工合并报表主要指标预测（万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	128,103	154,472	238,002	206,102	254,534
增长率	10.04%	20.58%	54.07%	-13.40%	23.50%
毛利率	18.42%	16.11%	12.57%	-	-
归属母公司净利润	8,228	6,430	4,848	7,159	9,549
增长率	12.87%	-21.85%	-24.61%	47.68%	33.39%
净利率	6.42%	4.16%	2.04%	3.47%	3.75%
每股收益	0.41	0.32	0.24	0.36	0.48

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。