

东兴中小市值个股精选系列

——西陇化工（002584）：完成新大陆生物收购，
战略转型拉开序幕

2014年01月02日

强烈推荐/首次
西陇化工

事件：

西陇化工发布公告，董事会通过了议案，公司将以 9225 万元收购新大陆生物 75% 的股权。

结论：

我们认为并购新大陆生物标志着上市公司战略转型的开始，公司从传统化学试剂业务向 IVD 领域进军。目前新大陆生物收入规模 4000 万元左右，而且主要靠 TSGF（广谱肿瘤标志物检测试剂盒）贡献，常规大生化产品还没发力，我们分析认为新大陆生物的优势在于产品定位和市场营销，所以未来新大陆生物有能力在大生化诊断领域打出一片天地。这块业务的盈利能力较强，将给上市公司带来足够的业绩弹性。我们预计 2013-2015 年西陇化工的 EPS 分别为 0.24 元、0.36 元和 0.48 元，净利润同比增速分别为 -25%、50% 和 32%，对应动态 PE 分比为 45 倍、30 倍和 23 倍。我们看好公司的战略转型，认为西陇化工未来将以新大陆生物为平台，大力发展 IVD 业务，对公司的业绩和估值提升都将产生显著的拉动效应，首次给予公司“强烈推荐”的投资评级，6 个月目标价 15.1 元。

点评：

- **收购价格比较合理。**此次西陇化工将以 9225 万元收购新大陆生物 75% 的股权，其中超募资金 4821 万元，自有资金 4404 万元。根据公司发布的公告，2012 年新大陆生物的收入为 3407 万元，净利润 774 万元，2013 年 1-11 月，收入 4060 万元，净利润 1069 万元。预计 2013 年全年的净利润至少在 1200 万元以上。按照 2013 年全年净利润 1200 万元计算，公司的 9225 万元收购 75% 的股权，对应的收购 PE 为 10.25 倍。2012 年 A 股市场医药行业两宗并购 IVD 的案例，新华医疗收购长春博讯 75% 股权，人福医药收购北京巴瑞 80% 股权，并购 PE 在 8-10 之间。2013 年在国内 IVD 上市公司股价大幅上涨的背景下（东兴 IVD 指数显示期间最大涨幅超过 120%），西陇化工的并购 PE 控制在 10.25 倍，我们认为这是一个比较合理的水平。
- **业绩承诺打下增长底线。**从公司未来的增长空间来看，10.25 倍的收购 PE 业绩比较划算的。根据公司公告，2012 年新大陆生物的收入为 3407 万元，净利润 774 万元，我们估计 2013 年的收入将达到约 4500 万元，净利润业绩承诺 1200 万元，收入同比增速 32%，净利润同比增速 55%。新大陆生物原股东承诺 2013-2016 年净利润分别不低于 1200 万、1500 万、1800 万和 2200 万，2014-2016 年的平均增速大约在 20-25% 之间。从业绩承诺的增速来看，我们认为收购的 PE 也是比较合理的。

宋凯

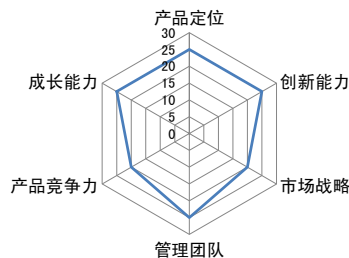
010-66554087

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

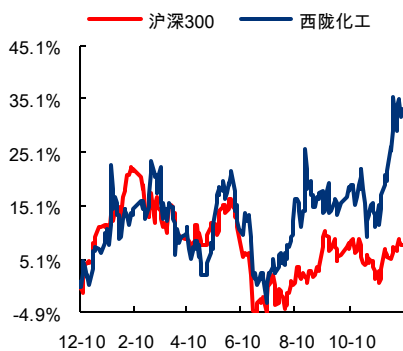
东兴分类：

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



表格 1：新大陆生物业绩预测情况

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%
净利润率	22.7%	25.8%	24.5%	25.3%	25.5%	25.5%

资料来源：公司公告，东兴证券

- 基于我们对国内生化诊断行业的认识，预计新大陆生物未来的空间会比业绩承诺的更大。**我们认为国内生化诊断市场的特点是存量大会、技术壁垒低、市场集中度低。在这样的市场背景下，决定 IVD 企业未来能否做大的两个内部因素中——技术平台和市场营销，市场营销的作用相对会更大。目前公司 90%以上的业绩是 TSGF 这一个产品贡献的，IVD 领域单一试剂产品规模超过 4000 万元已属于大品种。从这一点上能看出公司的市场营销能力不俗。同时也看到公司在产品的品种选择上有一定的独到之处。TSGF 是一种光谱肿瘤标志物检测试剂盒，不同于常规的生化诊断品种。此外，目前公司已经又拿到了一个测定人体总抗氧化水平的试剂盒产品，可以作为肿瘤、糖尿病和免疫系统疾病等早起筛查的指标，这个产品和 TSGF 属性相似，可以借助现有渠道放量。我们估计这个产品将是未来公司中短期业绩增长的另一个主要动力。

目前新大陆生物手上还有将近 40 个常规生化诊断试剂证书，没有生产和销售，我们认为如果西陇化工未来能够将产品线进一步丰富，以现在的渠道为基础，在大生化诊断领域还有很大的成长空间。目前国内生化诊断的市场规模估计在 35-40 亿元左右，从该领域上市公司的成长轨迹来看，市场份额在达到 8-10%之前，他们基本上都保持了 25-30%的增长水平。所以我们推测，新大陆生物未来在收入规模达到至少 3 亿元之前，有潜力保持每年 25-30%的增速，起步阶段由于基数小，增速有可能会超过 30%。

- 传统化学试剂业务产品结构调整，整体盈利能力将有提升。**对于公司传统化学试剂业务，我们认为在几个因素的作用下，明年的业绩将止跌回升，增速在 20%左右。

第一，新建产能释放，高盈利产品占比提升。2014 上半年公司的 5 万吨 PCB 用化学试剂和 1 万吨超净高纯试剂产能将建成投产，这两块业务的净利润率在 8-10%之间，远高于通用试剂业务，它们在业绩占比中的比例提升将有助于整体盈利能力的改善。

第二，原料贸易业务或出现萎缩，收入影响负面，净利润影响正面。公司的化工原料贸易业务利润微薄，再给客户增值服务的同时挤占了部分费用，我们估计这块业务 2014 年将明显下降，对收入产生负面影响，但是将对公司整体净利润产生积极影响。

第三，强化供应链能力，走轻资产道路。公司在传统化学制剂业务方面将向 Sigma 靠拢，通过强化供应链，丰富自己的化学试剂品种。此外，对于盈利能力较低的通用化学试剂业务，将通过贴牌等途径运作，向轻资产化趋势发展。这一点将是公司化学试剂业务未来长期的增长引擎。

- 风险提示。**新大陆生物的新产品开发和市场推广风险。

表格 2: 盈利预测和估值

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入 (百万元)	1,281	1,545	2,380	2,068	2,554
增长率 (%)	10%	21%	54%	-13%	24%
净利润 (百万元)	82	64	48	73	96
增长率 (%)	13%	-22%	-25%	50%	32%
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	26	34	45	30	23
PB	2.16	2.08	2.14	1.80	1.73

资料来源: Wind, 东兴证券

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。