

东兴中小市值个股精选系列

——西陇化工（002584）：14 年业绩目标超预期，继续看好长期发展潜力

2014 年 03 月 07 日

强烈推荐/维持
西陇化工

事件：

西陇化工发布 2013 年年报，2013 年营业收入 22.40 亿元，同比增长 45%，营业利润 5223 万元，同比下降 23%，利润总额 5851 万元，同比下降 25%，归属于母公司净利润 4861 万元，同比下降 24%。每股收益 0.24 元。利润分配方案为每 10 股派现 0.25 元（含税），不转增不送股。

结论：

我们继续看好公司的长期投资价值，公司的战略转型正在逐渐实施，IVD 资产具有强大的内生性增长动力，化学试剂业务和国外成熟企业模式相比还有很大的发展潜力。所以我们继续维持对公司强烈推荐的投资评级。同时上调盈利预测为 14-15 年公司的每股收益为 0.38 元和 0.49 元，上调未来 6 个月目标为 20 元。

点评：

我们对于公司 2013 年的业绩和未来的战略转型方面的判断已经在之前的业绩快报点评《中小市值个股精选系列之西陇化工（002584）：业绩符合预期，战略转型效果将逐渐显现》一文中阐述，此不赘述。以公司年报为基础，我们强调以下几个观点：

- **2014 年业绩目标超过我们预期。**我们注意到，公司年报中提到 2014 年的经营目标是营业收入达到 25 亿元，净利润达到 7600 万元，净利润率 3.04%，合并报表净利润同比增速 56%。这一业绩目标是超过我们之前的预期。我们此前预计公司 2014 年的收入规模在 21 亿元左右（基于对利润率极低的化工原料贸易业务萎缩的假设），净利润为 7300 万元左右，同比增速为 50% 左右。按照公司 2014 年的净利润目标大致测算，我们预计今年公司的化学试剂和 IVD 业务增速可能达到 30% 左右。
- **公司内部构架调整，准备驶入发展快车道。**公司的销售体系由原来的按区域划分，调整为区域市场与专项市场并存，新设 4 大产品事业部。公司开始向专业化营销道路发展，这样能够更好地整合和利用公司现有的渠道资源，有利于新增产能的消化。
- **强化供应链能力将使公司化学试剂业务再焕青春。**我们判断目前国内化学试剂行业市场整体增速在 10-15% 之间，需求端稳定增长，西陇化工是国内市场上仅次于 Merck 和 Sigma 的供应商，并且其市场份额相差并不大。在这样的背景下，打造强大的供应链能力，以及商业模式的变化，是公司未来在化学试剂领域谋求大发展的路径。我们认为公司在这一领域大有可为，有两个原因：第一，国外有 Sigma 的成功经验可循；第二，西陇化工作为国内最大的化学试剂供应商，凭借业内 30 余年的积淀，有实力完成这一转变。

宋凯

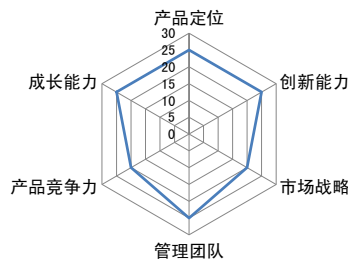
010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148951204000

六位评价体系之服务业、制造业组



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 业务成长潜力巨大

52 周股价走势图



- **看好新大陆生物的内生性动力。**公司在年报中提到“继续推动兼并收购战略，寻求与主营业务密切相关的目标，运用资本市场力量进入具有巨额市场空间的细分领域，推动公司产品从低技术含量、低附加值向高技术含量、高附加值转型，推动新市场、新产品的开发。”可以看出，公司在 2014 年将继续通过外延式扩张来丰富现有业务平台。

我们认为，从 IVD 行业发展的角度来看，新大陆生物具有较强的内生性增长潜力。我们做出这样的判断，是基于对国内 IVD 行业中生化诊断市场的研判。我们认为国内生化诊断市场的特点是存量较大、技术壁垒低、市场集中度低。在这样的市场特点下，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（从目前的政策导向来看，低值耗材的审批门槛降低，公司未来的拿证成本会下降），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，在某些阶段，增速有可能会超过 30%。

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	1,560	1,950	2,450
增速			55.1%	30.0%	25.0%	25.6%
净利润率	22.7%	25.8%	26.7%	26.3%	25.3%	24.4%

资料来源：公司公告，东兴证券

- **西陇化工的并购，符合我们对于国内 IVD 行业的投资策略。**

目前并购似乎成为了医疗器械行业的投资主线，我们不否认外延式扩张能够给公司的发展起到加速的作用，但是我们认为，医疗器械板块目前进入一个并购热潮，标的价格和并购成本也在大幅上升，这时需要保持冷静，理性分析公司并购行为的价值，以及并购给上市公司带来的实际效果。

我们一直在强调 IVD 行业的投资逻辑，一条线索是关注那些代表了行业未来发展方向的细分领域的龙头，比如基因诊断行业的达安基因。另一条线索就是关注通过并购切入到 IVD 行业的公司，对于这一逻辑线索，我们三个原则：

第一，上市公司将把 IVD 业务作为未来的重点战略平台来打造。

第二，并购的标的能够给上市公司带来足够的业绩弹性。

第三，并购的标的具有长期成长的内在潜力。也就是说给上市公司的业绩弹性不是一次性的，而是可持续的，并且这种可持续性能够依靠内生性成长来实现的。

我们认为西陇化工通过并购切入到 IVD 行业，符合我们上述三个原则。

- **风险提示。**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	13A	14E	15E
营业收入 (百万元)	1,281	1,545	2,240	2,509	2,677
增长率 (%)	10%	21%	45%	12%	7%
净利润 (百万元)	82	64	49	76	98
增长率 (%)	13%	-22%	-24%	56%	28%
每股收益 (元)	0.41	0.32	0.24	0.38	0.49
净资产收益率 (%)	12%	6%	5%	5%	7%
PE	37	47	62	40	31
PB	3.01	2.90	2.98	2.52	2.42

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。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于策略研究。

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

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。