

东兴中小市值个股精选系列

——西陇化工（002584）：推动投资与再融资，看好长期投资价值

2014 年 09 月 26 日

强烈推荐/维持

西陇化工

事件：

西陇化工发布两则公告：

第一， 公司今年 8 月公告参与成立的股权并购基金（下简称“清石西陇”）将对国内体外诊断行业公司永和阳光（湖南）生物科技有限公司（下简称“永和阳光”）以现金方式增资 6046.5 万元，增资后持股比例为 53.18%。

第二， 公司将由 9 月 22 日开始停牌，筹划定向增发事宜。

结论：

我们延续之前的观点，继续看好公司的长期投资价值。公司的战略规划不断兑现，通过发起股权并购基金以及启动再融资，为公司今后的可持续发展提供有力的支撑。从公司的股权并购基金投资永和阳光这个具体项目来看，我们认为公司在坚定而严格地履行自己的发展战略和规划，并且维持之前的观点，认同公司的战略规划，看好公司未来在体外诊断行业的发展前景。我们维持对公司强烈推荐的投资评级。维持 2014-2015 年每股收益为 0.42 元和 0.53 元的盈利预测。维持长期 30 元的目标价判断。

点评：

- **投资永和阳光——只投对的，不投贵的。**我们认为公司发起的股权并购基金投资永和阳光这个标的是正确的。根据公司公告，股权并购基金将以现金 6046.5 万元对永和阳光进行增资，增资后占标的的股权比例为 53.18%。永和阳光是一家从事体外诊断产品研发、生产和销售的公司，根据 CFDA 查到的数据，目前永和阳光有 106 个产品在 CFDA 取得了注册证书，主要集中在生化诊断试剂和仪器设备。从产品种类来看，根据公司公告，目前永和阳光已取得两项全自动生化仪的注册证与 56 项体外诊断试剂注册证，并已启动另外 43 项体外诊断试剂的注册申请。

从标的公司的业绩情况来看，2013 年永和阳光实现营业收入 1501 万元，净利润-0.59 万元；2014 年上半年营业收入 669 万元，净利润为-40 万元。

所以从永和阳光的产品线和经营业绩分析，这是一家研发和产品实力相对较强，销售和渠道相对较弱的公司。上市公司以超过 6000 万元的现金取得标的资产 53% 的股权，它的投资价值不能用简单的估值来衡量，我们认为应该从上市公司的发展需求和交易双方在 IVD 行业的互补性角度来看待。

宋凯

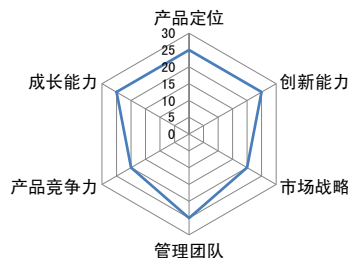
010-66554087

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

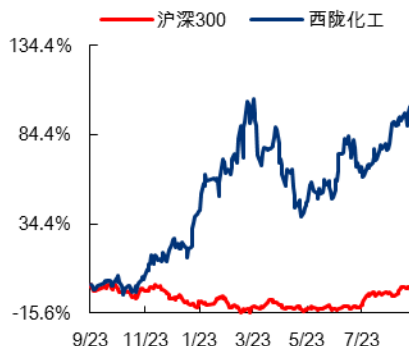
东兴分类：

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 业务成长潜力巨大

52 周股价走势图



虽然目前永和阳光没有业绩，销售规模也比较小，但是我们看好上市公司对其增资后的发展空间。西陇化工在 IVD 行业的优势是销售和渠道。上市公司旗下新大陆生物的广谱肿瘤标志物产品 TSGF 单产品收入规模超过 5000 万元，说明公司的销售和渠道能力很强。但是新大陆生物的产品梯队略显单薄。永和阳光的优势在于研发和产品，短板是销售和渠道，所以我们判断，未来在上市公司的支持下，以永和阳光现有的产品基础，能够帮助上市公司在 IVD 领域实现快速发展。

我们做出这样的结论，是基于对国内 IVD 行业发展的研究和判断。我们在之前的报告中已经明确指出，生化诊断市场的特点是存量小，增量小，集中度低。在这样的市场背景下，给小公司充分的成长空间，尤其是在资本力量的推动下，小公司有可能实现加速和跨越式发展。

- **技术替代给了跨越式发展的机会。**公司公告里提到，“清石西陇股权投资基金增资控股永和阳光，将整合优质渠道资源对其现有的营销模式进行改造、整合优质技术资源对产品结构等进行重组，努力发展生化、化学发光、POCT、分子诊断到糖化血红蛋白等多条业务线，为公司体外诊断试剂储备优质的并购项目，降低公司的并购风险。”

公司提到了几个领域，包括化学发光、POCT 和分子诊断，这些领域都是未来国内 IVD 行业发展的趋势和方向，化学发光更多的机会在于进口替代，POCT 和分子诊断未来更多的机会在于增量市场的开辟。以分子诊断为例，这是我们在 IVD 行业中最看好的一个细分领域，我们所谓的技术替代带来的跨越式发展机遇，主要是指以二代测序为代表的新一代分子诊断技术的发展带来的巨大市场机遇，对于行业内、外的公司，从某种程度上看他们站在了同一条起跑线上。所以我们看好西陇化工在 IVD 领域的发展，也是有这种角度的考虑，IVD 业务将给上市公司带来巨大的业绩弹性和发展空间。

- **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	2,570	2,995
增长率（%）	10%	21%	45%	15%	17%
净利润（百万元）	82	64	49	83	106
增长率（%）	13%	-22%	-24%	71%	28%
每股收益（元）	0.41	0.32	0.24	0.42	0.53
净资产收益率（%）	12%	6%	5%	5%	7%
PE	39	49	65	38	30
PB	3.17	3.05	3.14	2.65	2.54

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。