

西陇化工 (002584.SZ) 化学原料行业

评级：买入 首次评级

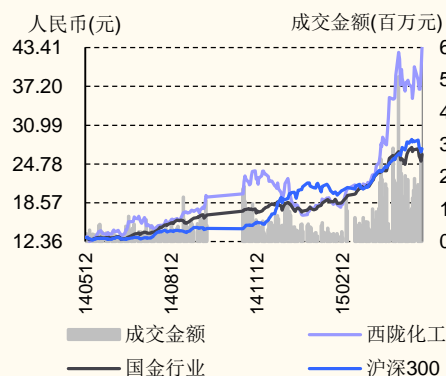
公司研究

市场价格 (人民币): 43.46 元
 目标价格 (人民币): 70.75-80.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 93.78
 总市值(百万元) 8,692.00
 年内股价最高最低(元) 43.46/12.36
 沪深 300 指数 4558.40
 深证成指 14481.25



互联网+和 IVD 双轮驱动转型升级;

公司基本情况(人民币)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.236	0.386	0.423	0.640	0.896
每股净资产(元)	5.15	5.53	7.30	7.81	8.57
每股经营性现金流(元)	0.16	0.52	1.17	0.76	1.62
市盈率(倍)	45.82	42.94	102.76	67.93	48.52
行业优化市盈率(倍)	26.60	37.84	57.20	57.20	57.20
净利润增长率(%)	-26.62%	63.76%	28.63%	51.27%	40.00%
净资产收益率(%)	4.58%	6.98%	5.80%	8.20%	10.45%
总股本(百万股)	200.00	200.00	235.00	235.00	235.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是传统产业转型升级的典型代表。公司从 2014 年黄少群主持经营以来, 提出全新发展战略, 积极布局“互联网+”和 IVD 行业, 以“模式创新+技术创新”打造西陇化工的二次腾飞。
- 定增获批, 激励作用即将显现: 本次定向增发共募集资金 55,125 万元用于补流, 发行对象包括: 上海国药圣礼投资管理合伙企业(有限合伙), 平安资产管理有限责任公司, 嘉兴品松投资(合伙人为永和阳光创始人), 陈彪(原国药控股副总经理, 国药试剂总经理), 张新学(深圳化讯原控制人), 黄伟波(原董事长), 增发对象均将对公司的转型发展起到关键作用。
- 转型 IVD 体外诊断试剂: 向化学试剂下游延伸
 - 福建新大陆: 2013 年底收购新大陆 75% 股权, 新大陆生产销售特色肿瘤标志物 TSGF 和氧化试剂盒; 2014 年实现净利润 1458.1 万元。
 - 控股生化试剂企业: 公司于 2014 年成立嘉兴清石西陇股权投资基金, 并控股永和阳光 53% 股权, 搭建了诊断试剂产业的综合孵化平台, 为公司做大 IVD 产业提供了基石。
- 插上互联网+的翅膀, 为传统行业筑梦: Sigma-Aldrich 是全球最大化学试剂电商, 目前市值 170 亿美元; 西陇化工作为国内化学试剂龙头, 将结合自身的线下优势和外延发展, 努力拓展适合自身的互联网+战略, 成为“中国版 sigma”。
- 外延并购加强主业: 公司收购湖北杜克获得高毛利的色谱乙腈与色谱甲醇试剂; 收购深圳化讯&湖南化讯, 丰富了电镀药水产品线, 并与 PCB 用化学试剂为互补品协同效应明显, 前景看好。

投资建议

- 公司定增过会是真正启动转型升级战略的起点, 我们认为公司 IVD 板块将对标科华生物 (200 亿), 实验室试剂的互联网+战略对标 SIGMA (170 亿美元), 目前市值 90 亿具有极大想象空间, 预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元, 0.64 元, 0.90 元, 净利润同比增长 29%, 51%, 40% (已考虑增发摊薄), 给予买入评级, 目标价 80 元, 目标市值 200 亿。

风险

- (1) 外延发展节奏低于预期; (2) 传统主业竞争带来的盈利能力下降

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
 (8621)60230222
 yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
 (8621)60230220
 huangting@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内化学试剂的集成供应商	4
定增过会，升级战略正式启航	5
家族企业，管理层更替带来新气象	5
三年期定增获批，引入核心高管激励到位	6
传统产业转型升级：模式创新与技术创新双管齐下	6
下游延伸：进入体外诊断试剂	7
福建新大陆：转型进入 IVD，开辟新天地	8
成立嘉兴品松基金，搭建强势渠道平台	10
体外诊断行业大有可为，公司站在了风口上	10
插上互联网+的翅膀，为传统行业筑梦	12
Sigma 成长之路：实验室化学试剂电商	12
传统业务：业绩反转，产品结构优化	16
公司业绩底部反转，释放利好信号	16
通过外延并购，产品结构优化资本运作促发展	17
盈利预测	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：西陇化工发展历史	4
图表 2：西陇化工分产品明细	4
图表 3：2008-2014 西陇化工收入（亿元）及增速（%）	5
图表 4：2008-2014 西陇化工净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 5：2008-2014 西陇化工收入构成	5
图表 6：2008-2014 西陇化工各产品营业收入	5
图表 7：西陇化工股东&控股子公司情况	6
图表 8：西陇化工转型战略图解	7
图表 9：西陇化工 IVD 产业布局	8
图表 10：新大陆生物检测试剂盒一览	8
图表 11：TSGF 与各肿瘤标记物阳性预计概率对比	9
图表 12：各肿瘤标志物检测项目对比	9
图表 13：TSGF 医保情况	9
图表 14：2012-2016 年新大陆承诺净利润业绩（单位：万元）	10
图表 15：全球各国家/地区 IVD 行业收入概况	11
图表 16：2011-2016 年全球体外诊断试剂销售额复合增长率	11
图表 17：2012 年全球 IVD 行业市场结构分布图	11
图表 18：2012 主要国家人均体外诊断费用支出（美元）	11
图表 19：IVD 行业的发展驱动力	11

图表 20: 2014 年新大陆与业内上市公司业绩对比(单位: 万)	12
图表 21: Sigma 股价表现	12
图表 22: Sigma 外延并购历史	13
图表 23: 1987-2014 年 Sigma-Aldrich 收入与净利润	13
图表 24: 2006-2013 年 Sigma 电商业务	14
图表 25: 化学试剂长尾市场特征	14
图表 26: 西陇化工销售平台三级分布网络	15
图表 27: 国内化学试剂电商一览	16
图表 28: 阿拉丁主要产品	16
图表 29: TCI 主要产品	16
图表 30: 2008-2014 西陇化工营业收入 (亿元)	17
图表 31: 2008-2014 西陇化工净利润 (亿元)	17
图表 32: 西陇历史并购情况	17
图表 33: 2008-2014 西陇化各产品毛利率 (%)	17
图表 34: 2008-2014 西陇化工各产品毛利构成 (%)	17
图表 35: 西陇化工扩产情况	18
图表 36: PCB&超净高值化学试剂产能释放后毛利结构 (亿)	18
图表 37: 全球 PCB 市场产值分布及中国产值	18
图表 38: 国内超净高纯化学试剂主要生产商及产能	18
图表 39: 西陇化工产品拆分	19

公司是国内化学试剂的集成供应商

- 公司是国内化学试剂的生产商和集成供应商，主营业务包括通用化学试剂、PCB 用化学试剂以及超净高纯试剂的生产和集成供应。

图表 1：西陇化工发展历史

1987年6月	成立西陇化工营业部
2001年11月	改制为西陇化工有限公司
2009年8月	完全理顺与全资子公司汕头西陇的同业竞争问题，拥有了完整化学试剂供产销的资产及业务体系
2011年5月	在深交所上市，并吸收合并全资子公司汕头西陇
2012年8月	收购湖北杜克化学科技有限公司80%股权，次年收购剩余股权
2013年6月	成为中国华电招标与采购网集团特级供应商成员
2014年2月	收购福建新大陆生物技术股份有限公司75%股权
2014年4月	5万吨/年PCB用化学试剂、1万吨/年超净高纯试剂技术产业化生产项目试投产成功；组建电子商务平台
2014年9月	收购湖南、深圳市化讯应用材料有限公司70%股权；参与设立嘉兴清石西陇化工股权基金。

来源：国金证券研究所

- 目前公司的产品结构中除了传统化学试剂，逐步发展为以普通化学试剂为基础，PCB 用化学试剂、超净高纯以及诊断试剂多管齐下的产品模式。

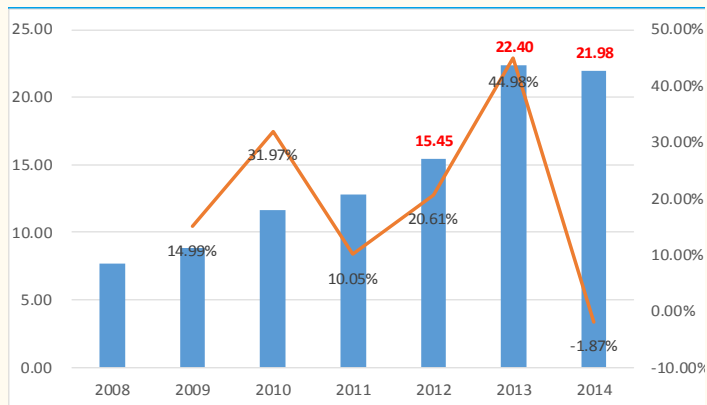
图表 2：西陇化工分产品明细

PCB用化学试剂	乙酸乙酯；
化工原料	——
原料药及食品添加剂	次硝酸铋、碘化钾；
诊断试剂	TSGF肿瘤相关物质联合检测试剂盒、TCT新柏氏液基细胞学检测；
超净高纯化学试剂	高纯丙酮、高纯过氧化氢、高纯甲醇、高纯无水乙醇；
通用化学试剂	高碘酸、甲酚红、碱性品红、高碘酸钾等；
色谱试剂	环乙烷、甲醇、乙酸丁醇、异丙醇、三氯甲烷等；

来源：公司网站，国金证券研究所

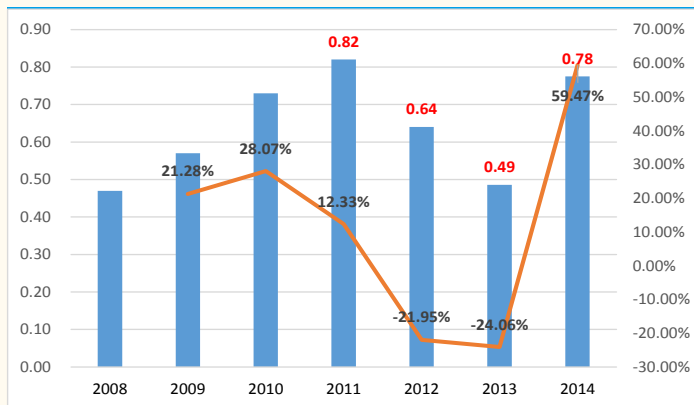
- 近年来，公司通过外延并购和募投产能释放获得了较好的经营业绩，盈利触底反弹，2014 年业绩反转，净利润达 0.77 亿元，增长 59.5%，产品结构优化，毛利提升为主要原因。

图表 3: 2008-2014 西陇化工收入 (亿元) 及增速 (%)



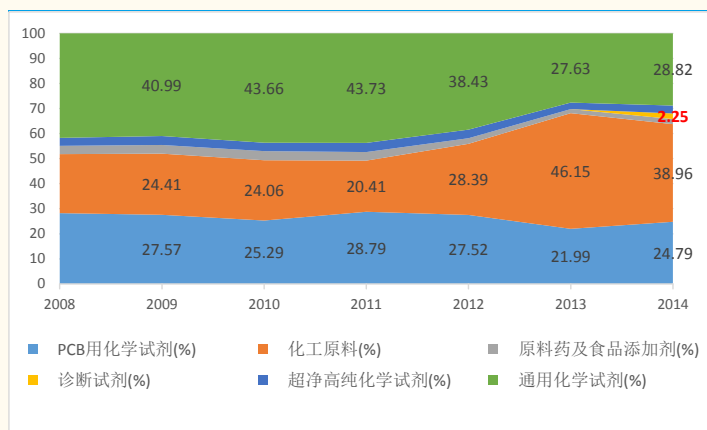
来源: Wind 数据库

图表 4: 2008-2014 西陇化工净利润 (亿元) 及增速 (%)



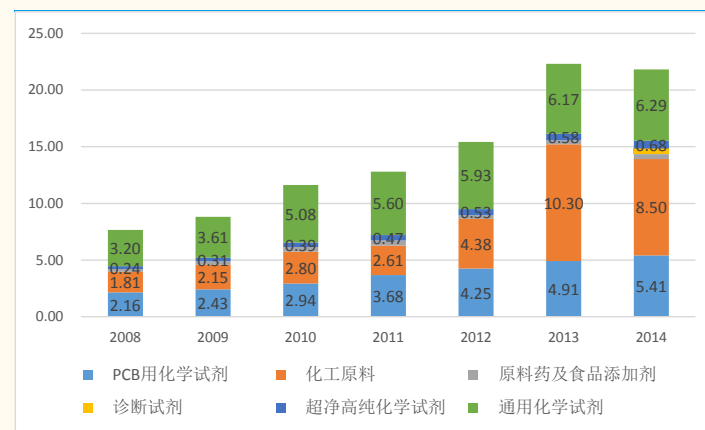
来源: Wind 数据库

图表 5: 2008-2014 西陇化工收入构成



来源: Wind 数据库

图表 6: 2008-2014 西陇化工各产品营业收入



来源: Wind 数据库

■ 公司近年收入及利润的变化主要由以下两点原因构成:

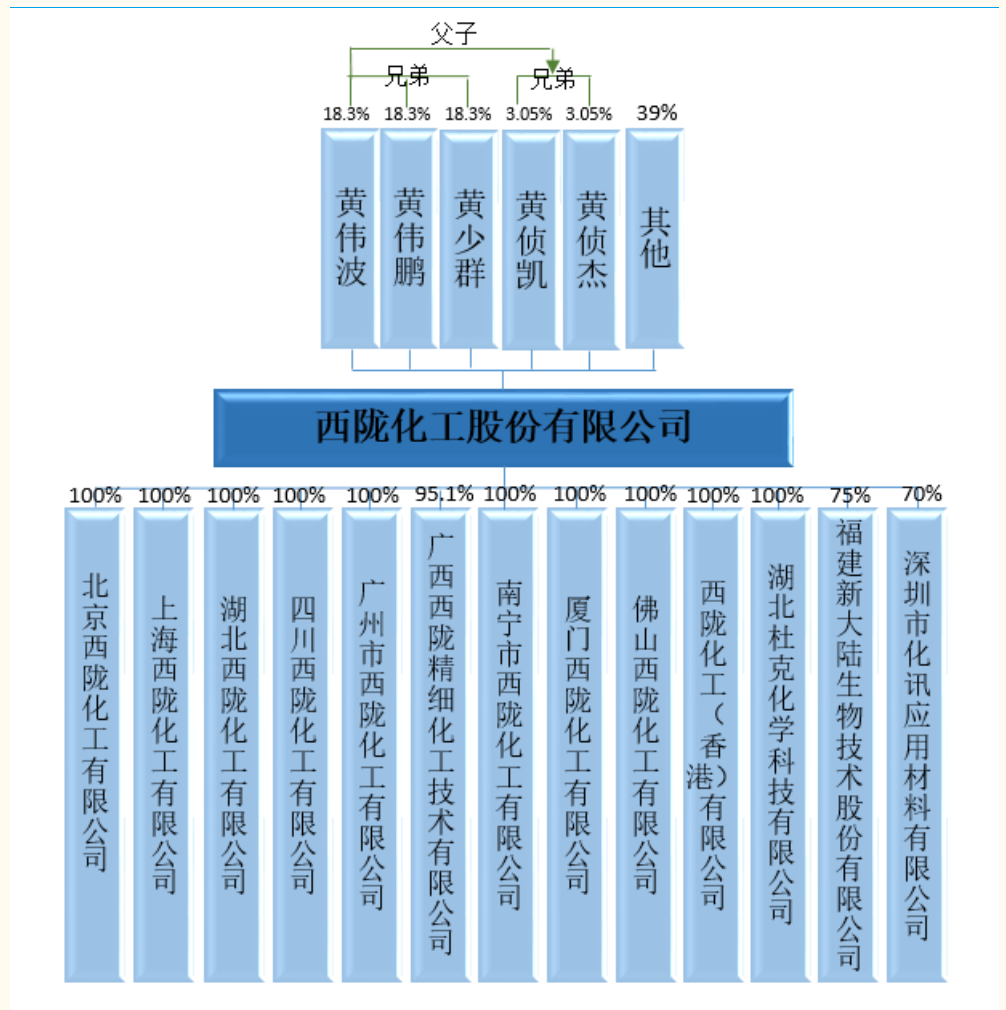
- 第一, 业务结构优化, 公司低毛利的通用化学试剂收入从 40%左右减少到 2014 年的 29%; 另一方面, 2014 年 4 月高毛利的募投项目达产, 新增 5 万吨/年 PCB 用化学试剂、1 万吨/年超净高纯试剂。
- 第二, 公司通过外延收购的体外诊断试剂等业务也对盈利增长产生一定正面影响。

定增过会, 升级战略正式启航

家族企业, 管理层更替带来新气象

- 西陇化工由黄家三兄弟控制, 黄家合计持股比例高达 61%, 其中主要控制人为黄伟波 (18.3%)、黄伟鹏 (18.3%) 以及黄少群 (18.3%) 三兄弟, 其中老大黄伟波 60 多岁退居二线, 老二黄伟鹏做销售出身, 对化学试剂非常熟悉, 现担任公司董事长, 老三黄少群任总经理眼界开阔擅长资本运作具有互联网思维, 主导公司转型。此外黄伟波的两个儿子, 黄侦杰和黄侦凯分别持有公司 3.05% 股份。

图表 7：西陇化工股东&控股子公司情况



来源：国金证券研究所

- 公司下属子公司有北京西陇、上海西陇、湖北西陇等 13 家，其中湖北杜克、福建新大陆以及深圳和湖南化讯是近年外延并购而得。

三年期定增获批，引入核心高管激励到位

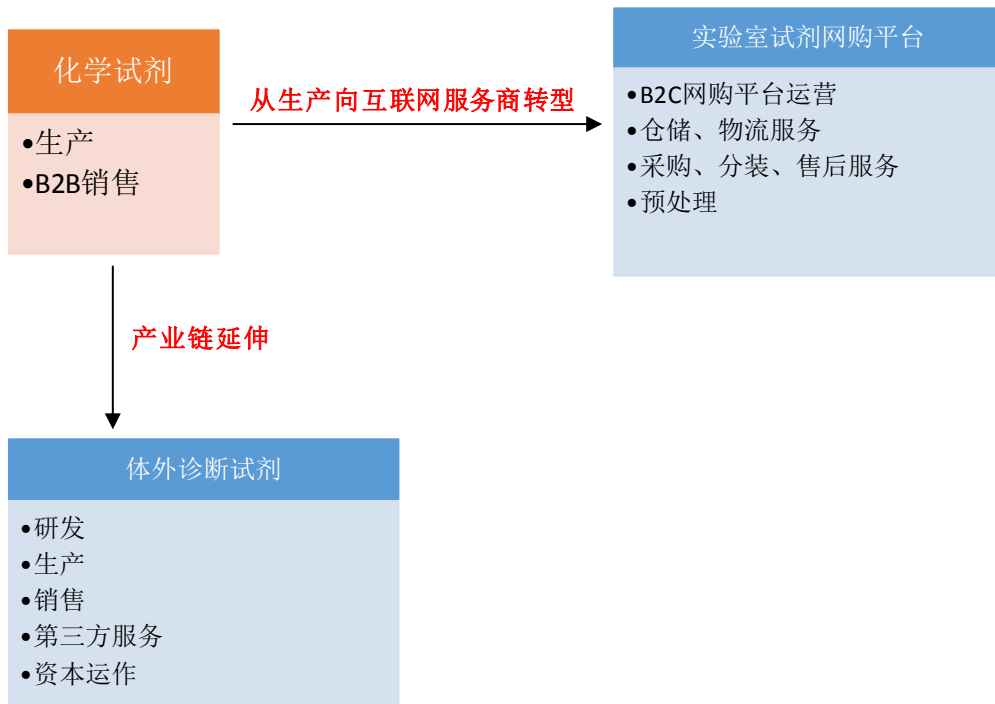
- 公司此次发行三年期定增，募集资金总额 55,125 万元，共发行 3500 万股，募集资金全部用于补充流动资金，定增价格为 15.75 元/股。
- 上海国药圣礼投资管理合伙企业(有限合伙)认购 1300 万股，平安资产管理有限责任公司，嘉兴品松投资（合伙人为永和阳光创始人）认购 630 万股，陈彪（原国药控股副总经理，国药试剂总经理）认购 32 万股，张新学（深圳化讯原控制人）认购 100 万股，黄伟波（原董事长）认购 338 万股。
- 此次定增引入国药和其原高管陈彪，陈总曾担任国药试剂董事长，国药医药物流公司总经理，以及国药医药投资管理公司总经理，我们判断陈总的加盟将为公司实验室试剂的互联网+战略上发挥重要作用。

传统产业转型升级：模式创新与技术创新双管齐下

- 公司 2013 年聘请和君咨询为公司进行了全面的战略规划，确定在维持原有主业的基础上，2 两条清晰的发展方向：

- 从 B2B 的化学试剂生产销售商转型 B2C 的实验室试剂互联网销售服务提供商：利用自身主业的线下仓储、物流、销售、加工等优势占据高毛利的实验室试剂厚尾市场。
- 从化学试剂向下游医学体外诊断试剂延伸，借助目前的资本平台通过外延收购特色体外诊断产品，通过资本平台激励快速获得强势渠道切入主流医学市场。

图表 8：西陇化工转型战略图解

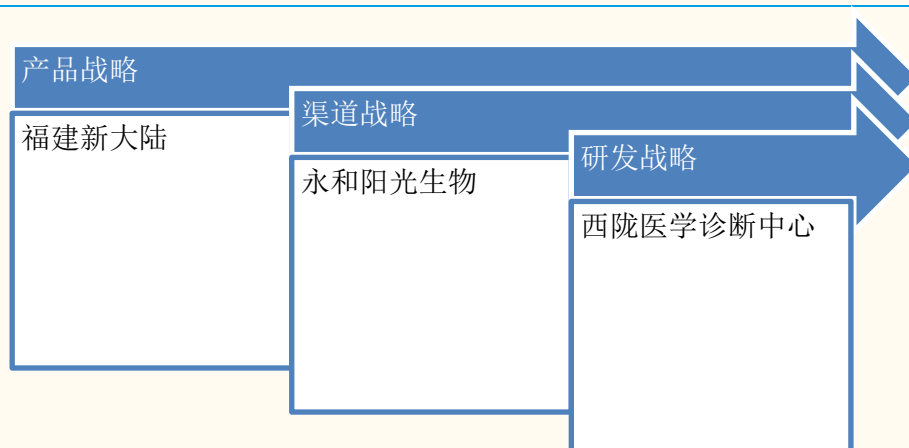


来源：国金证券研究所

下游延伸：进入体外诊断试剂

- 公司已经形成以新大陆生物产品战略、以永和阳光渠道战略并存的体外诊断试剂体系，并不断的丰富与扩展中。
- 公司收购福建新大陆生物技术股份有限公司，进入到体外诊断试剂领域。新大陆生物继续坚持差异化道路，以 TSGF 为主打产品，同时新产品总抗氧化检测试剂盒获得批文。
- 公司成立了西陇医学诊断中心，作为体外诊断试剂研发中心，进行新产品开发。
- 公司设立清石西陇股权投资基金，上述基金增资控股永和阳光（湖南）生物科技有限公司，永和阳光主要以常规类生化试剂生产为主，产品还包括糖化血红蛋白分析仪、全自动生化分析仪等医疗器械。公司探索新型渠道建设模式，通过清石西陇股权投资基金与全国主要的生化试剂渠道商合作，共同进行产品开发与销售。

图表 9：西陇化工 IVD 产业布局



来源：国金证券研究所

福建新大陆：转型进入 IVD，开辟新天地

- 公司 2013 年底收购福建新大陆 75% 股权，宣告正式转型进入 IVD 行业；2014 年并表后贡献收入 4918.8 万，净利润 1458.1 万元。
- 福建新大陆的主导产品是恶性肿瘤特异生长因子（TSGF）诊断试剂盒、TCT 宫颈癌筛查、TAS 抗氧化检测，以及 30 多种生化诊断试剂。

图表 10：新大陆生物检测试剂盒一览

试剂盒名称	适应症	核心技术	优缺点	销售情况	其他产品
TSGF	恶性肿瘤早期	特异性高的肿瘤标志物；显色分析技术	节省费用，操作简单，无需贵重仪器；对晚期癌症不灵敏	在京、鲁、粤等重点地区销售良好，同时也覆盖了 27 个大中型城市	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；全自动生化分析仪
TCT 检查	宫颈癌筛查	液基薄层细胞检测系统；细胞分散、红细胞裂解、干扰物分解、细胞固定技术	无需特殊设备；TCT 是早发现及诊断宫颈癌的最佳方法	覆盖了全国 30 个大中型城市	
TAS 抗氧化检测	亚健康人群	Ferric Reducing Ability of Plasma (FRAP) 法	方便快捷；3-5 分钟即可进行吸光度测定；检测衰老状况潜在市场空间大于肿瘤检测试剂	市场推广期	

来源：公司公告，国金证券研究所

- TSGF 产品临床效果：恶性肿瘤特异生长因子（TSGF）是恶性肿瘤细胞及周边毛细血管大量增殖的物质基础，在恶性肿瘤形成早期即释放到血液中。因此，通过检测 TSGF 能够实现恶性肿瘤的早发现和早诊断。
- TSGF 是一种敏感性、特异性较高的广谱肿瘤标记物。与其他肿瘤标志物相比，TSGF 能够同时检测多种肿瘤的发生，单独使用能够解决多种肿瘤标志物联合才能覆盖恶性肿瘤疾病谱的问题，极大的减少诊疗费用。与其他肿瘤标志物联用可提高诊断的准确性。

图表 11: TSGF 与各肿瘤标记物阳性预计概率对比

	TSGF (%)	CA199 (%)	CA125 (%)	CA153 (%)	CEA (%)	AFP (%)	CA724 (%)
肝癌	83.3	67.9			39.3	73.33	26.67
肺癌	87.3	70.3			45.8		
乳腺癌	75.4	36.4	63.6	36.3	27.2		
胃癌	83.3	50	62.5	22.2	37.5	4.84	61.29
卵巢癌	89.2		66.7	50	22.2		
胰腺癌	82.4	84.72	0	20	20	3.57	35.71

来源:《恶性肿瘤相关物质(TSGF)的检测及临床应用》,胡凯;《检测 CA199、CA125、CA153 及 CEA 在肿瘤诊断中的意义》,田满福,韩波;国金证券研究所

图表 12: 各肿瘤标志物检测项目对比

	TSGF	AFP	CEA	CA242	CA125	CA199	CA153	CA724	CA50	NSE	CYFRA21-1	f-PSA	t-PSA	Free β-hCG	SCCA	β2-MG
肝癌	✓	✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓			✓	✓	✓
肺癌	✓		✓		✓			✓	✓					✓		
胃癌	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓							
食管癌	✓		✓								✓					
肠癌	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓					✓
乳腺癌	✓		✓		✓		✓		✓			✓	✓	✓		✓
卵巢癌	✓	✓	✓		✓		✓	✓					✓			
宫颈癌	✓		✓								✓				✓	✓
膀胱癌	✓		✓													
胰癌	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓							
甲状腺癌	✓		✓													
前列腺癌	✓		✓									✓	✓			
胆癌	✓		✓			✓			✓							

来源:国金证券研究所

- TSGF 医保与价格情况: TSGF 已被纳入国家医保,收费等级甲等, TSGF 每人次每项检查收费约 70 元。合理的报销定价是产品持续开拓市场的重要前提。

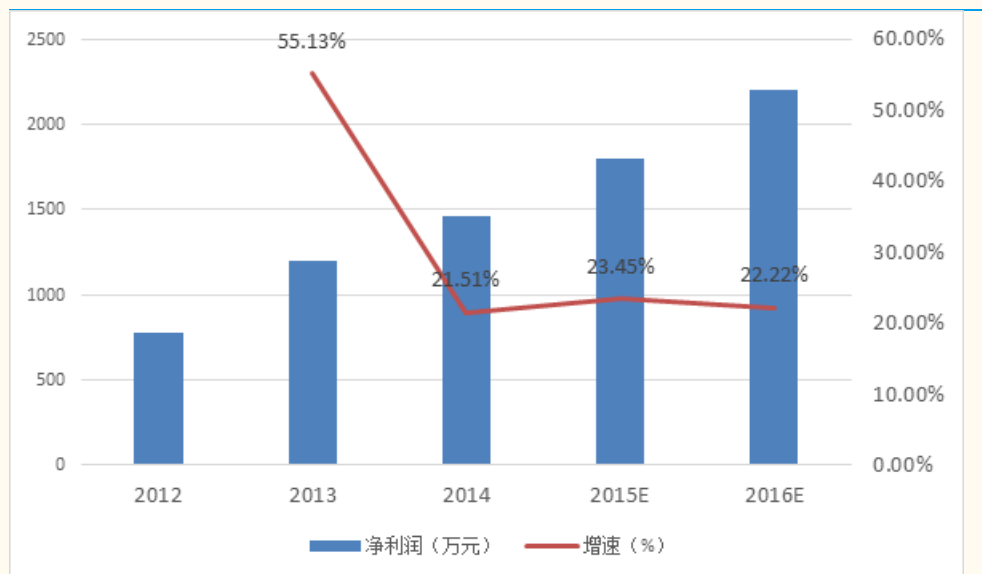
图表 13: TSGF 医保情况

项目编码	项目名称	收费类别	收费等级	自付比例	计价单位	价格
250404017	恶性肿瘤特异生长因子(TSGF)测定	化验费	甲	0	项	70

来源:《医保诊疗项目》,国金医药

- 作为肿瘤标记物筛查的重要手段, TSGF 有着较大的市场空间。国内体检市场中, 带有肿瘤标记物的体检套餐最低价格约 600-800 元。我国健康体检市场年体检人次量约 3.8 亿人, 若其中有 5% 的体检包含肿瘤标志物检测, 终端市场容量将达到 14 亿元, 该产品的收入规模有望达到 5 亿元。
- 此外, 公司还获批了独家产品 TAS 总抗氧化检测试剂盒(FRAP 法), 用于针对亚健康人群的氧化检测, 通过检测可以了解个人的健康状况。
- 西陇收购新大陆, 交易方承诺福建新大陆生物 2015-2016 年实现净利润分别不低于 1800 万元、2200 万元, 年复合增长率约为 22%。我们综合考虑新大陆目前的产品特性和发展阶段认为公司未来至少将保持 25% 左右的高速增长。

图表 14：2012-2016 年新大陆承诺净利润业绩（单位：万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

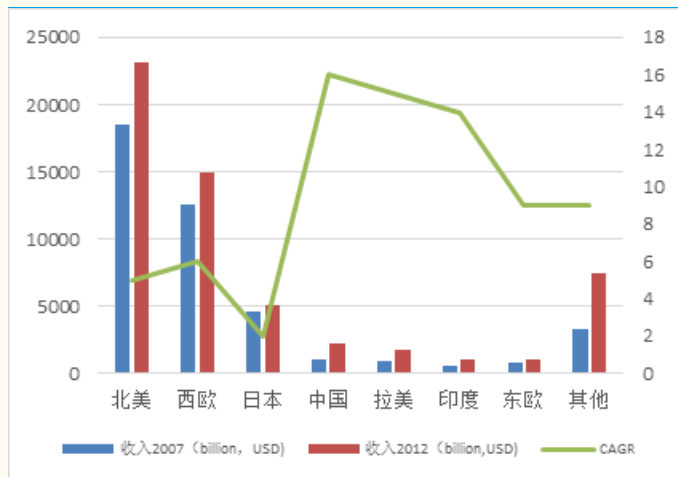
成立嘉兴品松基金，搭建强势渠道平台

- 公司曾于 2014 年 8 月成立嘉兴清石西陇股权投资基金。2014 年 9 月，清石西陇股权投资基金、自然人尹钦忠与郑建国分别向永和阳光增资 6046.5 万元、1031.9 万元、1031.9 万元，增资后清石西陇股权投资基金持有永和阳光 53.18% 的股权，尹钦忠和郑建国分别持有永和阳光 9.08%、9.08%。
- 尹钦忠和郑建国同时是嘉兴品松投资的有限合伙人，嘉兴品松投资认购此次 3 年期定增 630 万股。
- 永和阳光是一家主营生化试剂及设备的体外诊断公司，主要以常规类生化试剂生产为主，涉及肝功能监测、肾功能监测和心肌酶监测等，设备产品还包括糖化血红蛋白分析仪、全自动生化分析仪等医疗器械。
- 通过股权投资基金，公司成功介入生化诊断试剂和 POCT 诊断试剂与仪器领域，为体外诊断试剂的平台化运营打下基础。

体外诊断行业大有可为，公司站在了风口上

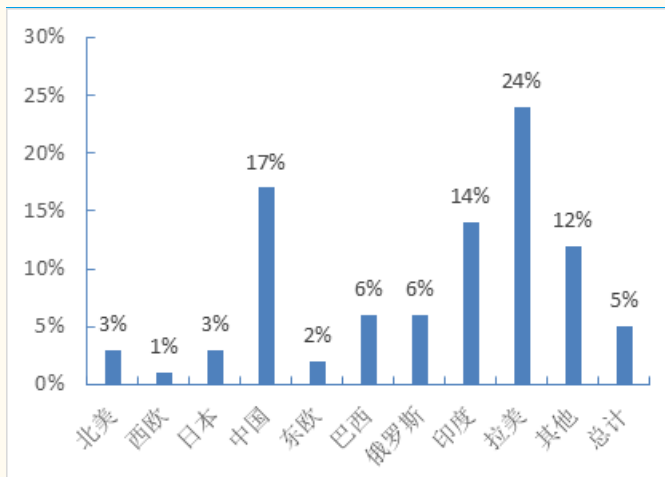
- 目前国内体外诊断试剂行业规模约 250 亿元，增速约 16%。国内约 60% 市场被外资巨头占据，如罗氏、西门子、雅培、Beckman、BD、希森康等外资体外诊断试剂公司，未来内资企业将大有作为。
- 目前国内体外诊断试剂行业仍处于成长初期：第一，相比于发达国家，中国拥有全球约 1/5 的人口，但中国 IVD 行业收入甚少，仅占全球 IVD 行业收入的 4%，是北美地区的 1/10；第二，中国人均体外诊断费用远低于发达国家，2012 年我国人均体外诊断费用约 2 美元，欧洲人均体外诊断费用约 28 美元，是我国 14 倍；第三，随着中国医改取消药品加成，医学检验逐步被临床所重视，将引来黄金发展期。

图表 15：全球各国家/地区 IVD 行业收入概况



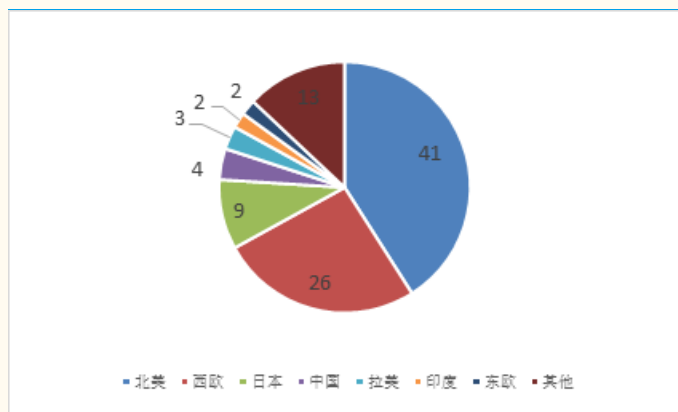
来源：EDMA，国金证券研究所

图表 16：2011-2016 年全球体外诊断试剂销售额复合增长率



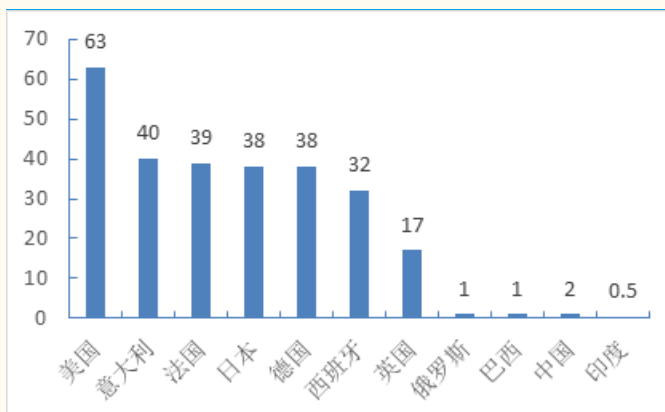
来源：Kalorama Information，国金证券研究所

图表 17：2012 年全球 IVD 行业市场结构分布图



来源：Kalorama Information，国金证券研究所

图表 18：2012 主要国家人均体外诊断费用支出（美元）



来源：九强生物，国金证券研究所

- 于此同时，我们看到 IVD 行业是一个模式创新与技术创新都能够快速迭代的市場。一方面，以串联质谱分析、基因测序为代表的新方法学推陈出新；另一方面，以独立实验室、POCT 产品等为代表的新商业模式为行业找到了新的发展方向和应用场景。

图表 19：IVD 行业的发展驱动力



来源：国金证券研究所

图表 20：2014 年新大陆与业内上市公司业绩对比(单位：万)

上市公司	营业收入	营业利润	营业利润率	净利润	净利率	总资产	市值(亿)	静态P/E
新大陆	4,919	1,950	40%	1,458	30%	6,628	NA	NA
达安基因	109,061	17,088	16%	19,265	18%	153,773	285	186
利德曼	53,697	16,176	30%	16,781	31%	161,649	71	54
科华生物	121,143	33,335	28%	35,283	29%	142,001	195	71
美康生物	59,785	16,478	28%	13,679	23%	60,077	106	73
九强生物	50,827	23,803	47%	24,626	48%	104,447	121	55
迪瑞医疗	48,647	9,461	19%	11,471	24%	104,674	75	73

来源：公司公告，国金证券研究所

- 总体来看西陇化工经过 2 年的布局，在 IVD 行业已经获得了成熟的生产平台、销售平台和特色产品，未来通过资本运作将继续往平台上叠加具有技术创新性的产品，并借助产品进一步提升商业模式创新性。
- 与以上市的诊断试剂公司相比，公司在生化试剂领域的布局和新大陆特色产品的成长性丝毫不输给这些已上市的生化试剂企业。因此我们认为公司 IVD 业务至少应该给予 70 亿的市值（生化 50 亿，新大陆 20 亿）。

插上互联网+的翅膀，为传统行业筑梦

Sigma 成长之路：实验室化学试剂电商

- 并购是 Sigma 成长路径，互联网+是 Sigma 变现渠道
- Sigma 全称 Sigma-Aldrich（西格玛-奥德里奇）是全球最大的生物&化学试剂生产商和供应商，在化学、生物等领域生产和销售超过 23 万种产品，为 140 万科技工作者提供服务。其产品在生物科技、药物研发以及疾病诊断等领域都有着广泛的应用。Sigma 目前业务已发展到 37 个国家，拥有 9000 多名员工，2014 年收入 27.85 亿美元，市值 170 亿美元。

图表 21：Sigma 股价表现



来源：国金证券研究所

- Sigma-Aldrich 前身是 Sigma 和 Aldrich 两家公司，1975 年通过合并构建全新今天的 Sigma。Sigma 主营业务为特殊化学品，后来转型进入生化产品，Aldrich 主营定制化学品。公司的发展历程可以用“外延式并购”来概括，自 1989 至 2014 年，公司共完成了 20 项并购，并购项目中主要集中在化学和生物科技领域。

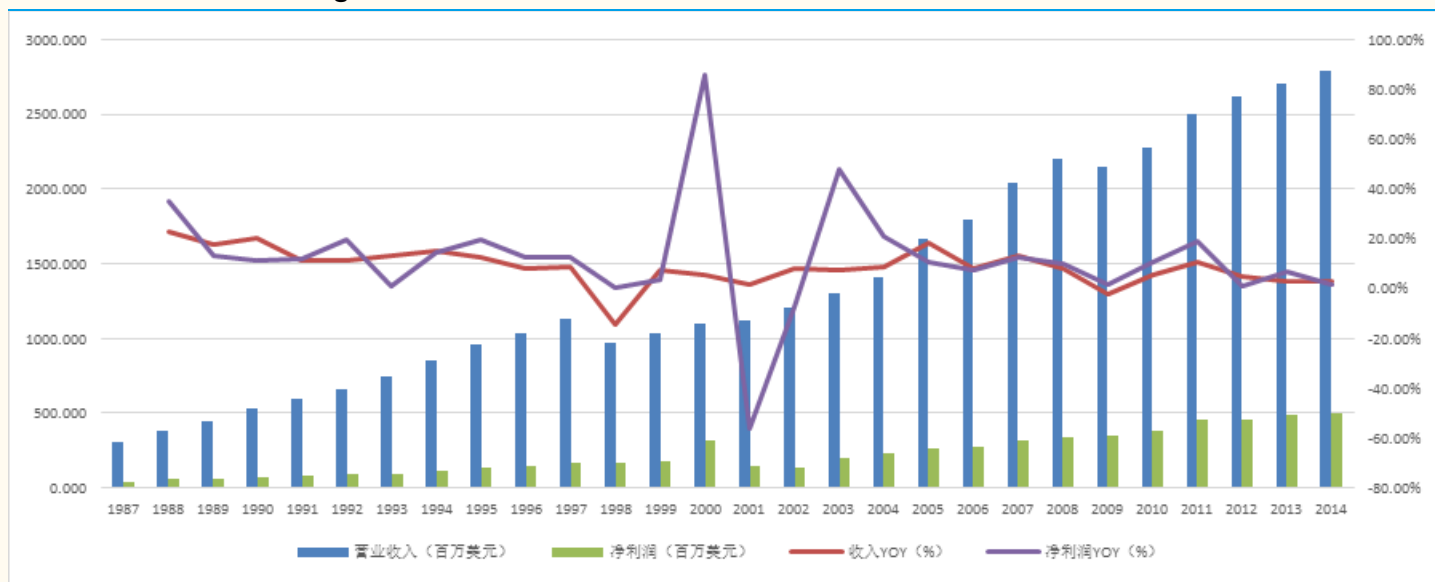
图表 22: Sigma 外延并购历史

收购时间	被并购公司	被并购公司主营业务
1989	Fluka	分析化学领域的产品研制研发、生产销售和技术服务等, 产品包括色谱柱、色谱耗材、固相萃取 (SPE) 等分析试剂和标准品
1993	Supelco	色谱产品和技术支持
1997	Riedel-Haen	品牌实验室试剂生产
1998	Genosys Biotechnologies	定制合成肽生产
2001	Isotec	生产用于基础研究和疾病诊断同位素
2004	Tetronics	高浓度及细胞毒活性药物成分生产
2004	Ultrafine	药物开发制造服务
2005	Proligo Group	提供基因组研究工具, 包括DBA、RNA以及用于DNA、RNA合成的亚磷酸胺的原材料
2005	JRH Biosciences	主要针对工业用户供应细胞培养基, 产品主要有: EX-CELLTM系列无血清培养基、传统培养基、牛血清制品、特殊细胞培养添加剂和BIOEASZETM生物工程液处理系统等
2006	Beijing Superior	Sigma-Aldrich在中国的主要分销商
2006	Iropharm	制药和精细化工制造, 位于爱尔兰
2007	Pharmorphix	固态研究服务, 位于英国
2007	Epichem Group	制造和销售位于半导体行业、玻璃行业和LED产业的高科技化学品, 位于英国
2007	Molecular Medicine Bioservices	研发和制造病毒产品, 提供用于生产新型疫苗和基因疗法的DNA, RNA及关键活性成分
2009	Chemnavigator	提供广泛的化学数据库, 为研究人员提供采购支持
2010	Cerilliant	参考标准物质生产, 产品供应于临床诊断、环境、保健品、制药、法医和临床毒理学市场
2011	Vetec Quimica Fina	高品质特殊化学品的领先供应商, 其产品面向学术及工业市场, 为研究、开发及制造提供支持, 位于巴西
2012	Bioreliance Holdings	向制药、生物制药、诊断和其他生命科学领域的客户提供生物学、专业毒理学和动物健康检测
2012	Research Organics	为分子生物学、诊断、细胞培养、制药、生物制药、生命科学和生物技术研究提供生化制品, 产品线包括生物缓冲剂、分子生物级产品、生化试剂和其他相关产品
2014	Cell Marque	为行业内体外诊断试剂与试剂盒提供商的领军企业。

来源: Sigma 年报, 国金证券研究所

- 通过外延和内生发展, Sigma 在上市的 30 年里实现了销售收入复合增长 8.54%, 净利润复合增长 9.62%, 在发达国家市场是非常典型的成长股标的。

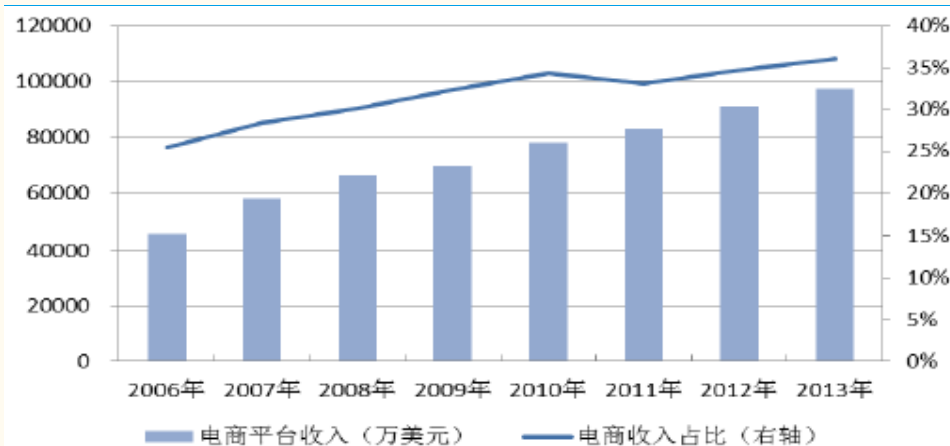
图表 23: 1987-2014 年 Sigma-Aldrich 收入与净利润



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 真正助推 Sigma 腾飞的是电商平台。B2C 的模式打破了原来直销和经销商的模式, 减少了各级经销商的成本, 通过电商以更低的成本销售给个人或机构客户, 快速增长销售收入。
- 从 2006 年开始, Sigma 电商的业绩增长迅速, 2013 年公司电商业务收入超过 8 亿美元, 约占公司收入比重的 1/3, 利润贡献更加可观。

图表 24：2006-2013 年 Sigma 电商业务

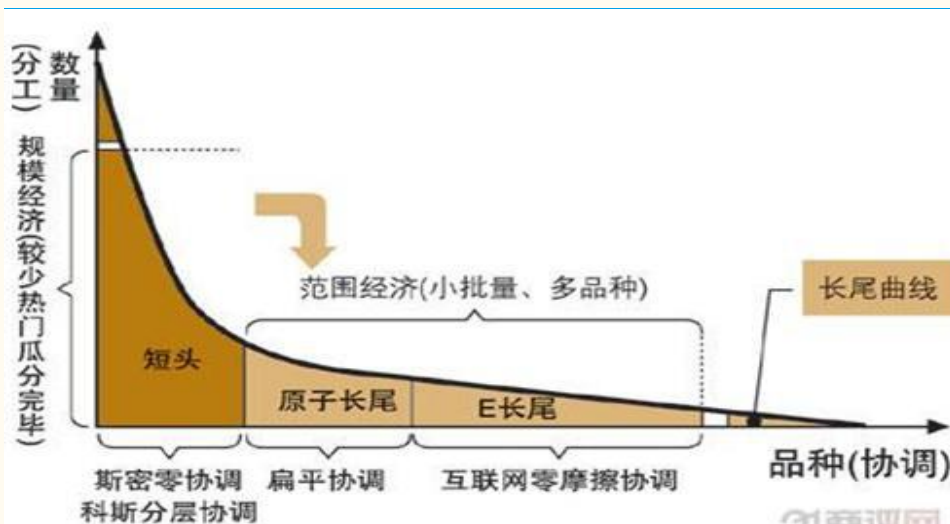


来源：国金证券研究所

中国实验室试剂电商市场分析

- 我国化学试剂的供给端是一个极其分散的市场，截止 2013 年，我国化学试剂和助剂制造企业有 2458 家。在需求端，化学试剂的一个细分应用领域实验室试剂同样呈现出小而散的特点，试剂种类多达 20 万种，是个典型的长尾市场。
- 因此针对实验室化学试剂领域建立一个网购平台，刚好解决了供需双方的撮合问题，且由于双方小而散的特点，为撮合平台提供了一定的议价能力。

图表 25：化学试剂长尾市场特征



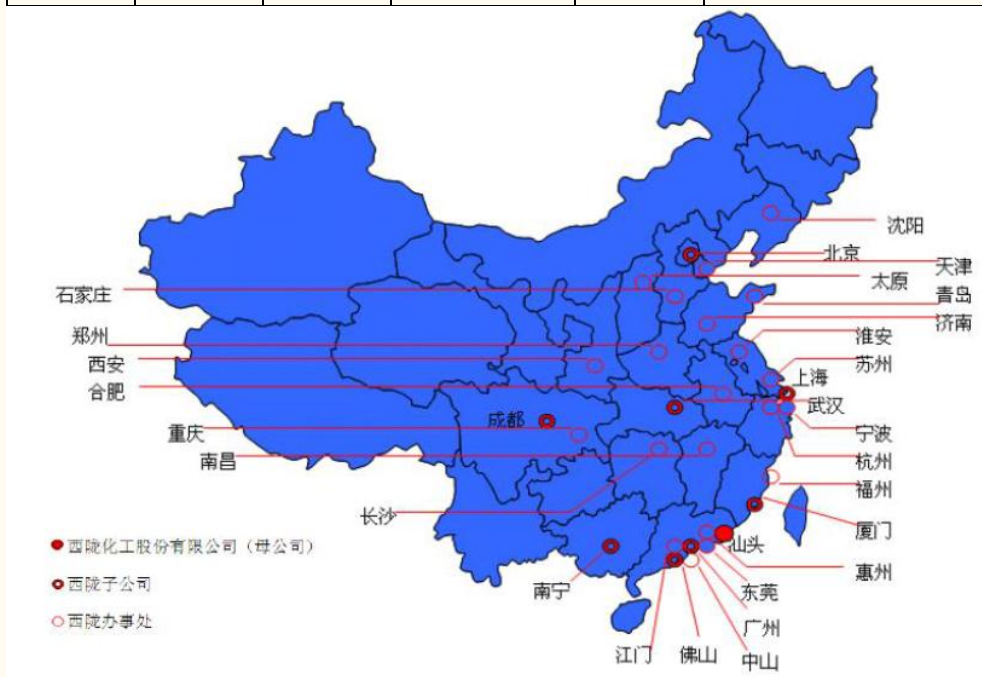
来源：国金证券研究所

- 我国实验室化学试剂市场规模 100 亿元，生命科学实验试剂 100 亿元，均是化学试剂网购平台的主要市场。其中线下采购的平均毛利在 40%-50%，纯电商企业的毛利高达 60%-70%，目前行业龙头虽然普遍规模较小（最大的不超过 10% 市场份额），但净利润水平可以做到 10%-20%，盈利能力可观。

西陇化工有能力成为中国版 Sigma-Aldrich

- 图表 26: 西陇化工销售平台三级分布网络

一级销售 (西陇化工)	汕头	二级销售 (西陇子公司)	北京、上海、 武汉、成都、 厦门、广州、 佛山、南宁	三级销售 (西陇办事处)	沈阳、天津、太原、青 岛、济南、淮安、苏 州、宁波、杭州、福 州、惠州、东莞、江 门、长沙、南昌、重 庆、合肥、西安、郑 州、石家庄
----------------	----	-----------------	-------------------------------------	-----------------	--



来源：公司公告，国金医药

- 在完成第一阶段自产试剂的电商销售之后，公司将计划导入全国 20 万种实验室试剂产品，实现平台化运营。

图表 27：国内化学试剂电商一览

名称	网址	收入规模	近一个月日均IP量	近一个月日均PV量
中国试剂网 (国药集团化学试剂有限公司)	http://www.reagent.com.cn/	9亿	63000	189000
Sigma-Aldrich	http://www.sigmaaldrich.com/china-mainland.html	10亿	660000	2640000
百灵威科技	http://www.jkchemical.com/CH/Index.html	1.5亿	21000	42000
阿拉丁	http://www.aladdin-e.com/	6500万	27000	162000
TCI (上海)	http://www.tcichemicals.com/zh/cn/index.html	NA	48000	192000
阿法埃莎	http://www.alfachina.cn/	NA	9000	90000
泰坦科技	http://www.tansoole.com/	9000万	6000	18000
元素商城	http://www.b2star.com/	NA	1200	24000
中国计量科学研究院	http://www.ncrm.org.cn/Home/Index.aspx	NA	2100	2100
国家标准物质信息网	http://www.mcgbw.com/	NA	1200	15600

来源：Alexa，国金证券研究所

图表 28：阿拉丁主要产品

分析色谱产品	卡尔菲休水分试剂、分析标准品、无水溶剂、离子对色谱系列试剂、衍生试剂
生命科学产品	聚乙二醇修饰剂、荧光试剂、氨茶碱、氯化乙酰硫代胆碱
高端化学产品	格拉布代催化剂、格式试剂、吡啶
材料科学产品	碳纳米管、浴铜灵

来源：阿拉丁招股说明书，国金证券研究所

图表 29：TCI 主要产品

有机化学试剂	有机合成试剂、功能材料研究用试剂、生化试剂、糖链化学研究用试剂、分析试剂、标准物质
大包装	医药品原料・医药中间体、化妆品原料、功能性材料、电子信息材料
委托合同	有机化学中间体、功能性材料、医药品原料・医药中间体、糖链中间体、化妆品原料
色谱柱	各类色谱柱产品

来源：公司网站，国金证券研究所

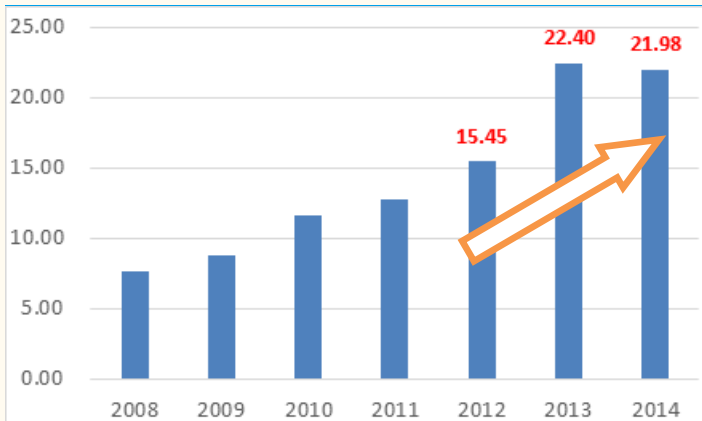
- 参考 Sigma 在全球实验室试剂电商领域的布局，以及 170 亿美元的市值，我们认为西陇化工在我国将有望实现 20 亿线上销售，5 亿元净利润。因此该业务若能快速实现放量，对应终极市值 100 亿值得期待。

传统业务：业绩反转，产品结构优化

公司业绩底部反转，释放利好信号

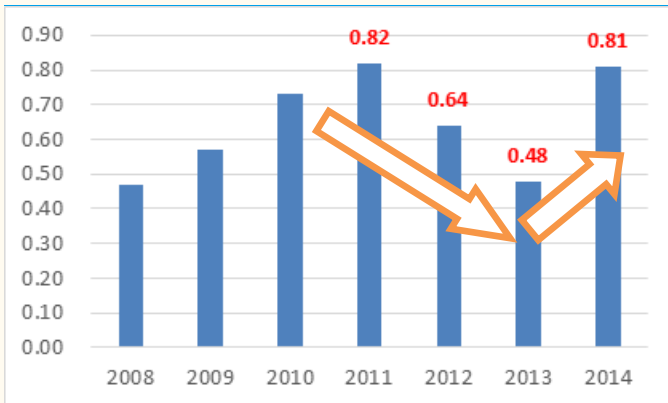
- 随着 2012 年开始快速外延并购之路，以及 2014 年大宗贸易规模的缩减（大宗贸易的产品多为化学原料，毛利较低，约 5%，产生费用却侵蚀利润），公司的业绩呈现底部反转趋势。收入与净利润走势的剪刀差，说明西陇化工正在转型。

图表 30：2008-2014 西陇化工营业收入（亿元）



来源：Wind 数据库，国金证券研究所

图表 31：2008-2014 西陇化工净利润（亿元）



来源：Wind 数据库，国金证券研究所

通过外延并购，产品结构优化资本运作促发展

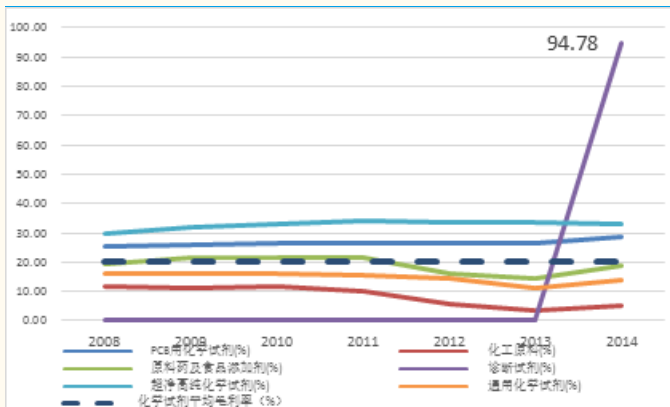
- 公司传统产品包括通用化学试剂、PCB 用化学试剂以及超净高纯化学试剂，2012-2014 年公司加快了并购步伐，分别收购了湖北杜克色谱试剂公司、湖南和深圳化讯化学试剂公司，从而优化了公司产品结构。

图表 32：西陇历史并购情况

收购标的	收购时间	收购金额（万）	主业	主营产品	并购利润（万）	估值
湖北杜克	2012.8	1200	色谱试剂	色谱乙腈、色谱甲醇	78.73	15倍
福建新大陆	2013年底	9225	诊断试剂	恶性肿瘤早期筛查（TSGF）、宫颈癌筛查（TCT）、TAS抗氧化检测试剂盒	1068.99	10倍
湖南&深圳化讯	2014.4	4500	电子化学品	电镀药水	450	8-10倍

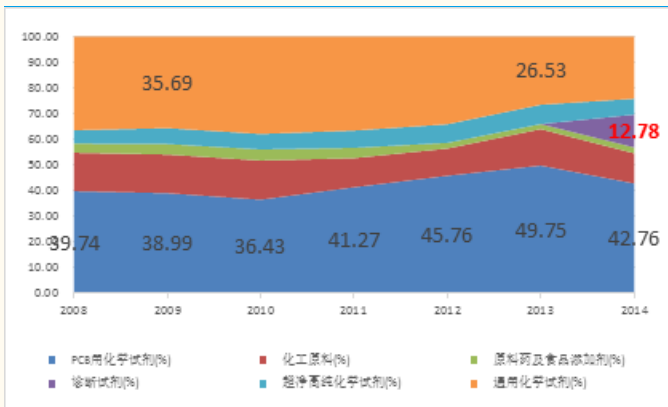
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：2008-2014 西陇化各产品毛利率（%）



来源：Wind 数据库，国金证券研究所

图表 34：2008-2014 西陇化工各产品毛利构成（%）



来源：Wind 数据库，国金证券研究所

- 公司 2014 年收购电镀药水企业华讯应用材料，华讯 2014 年实现销售收入 6000 万元，实现净利润 450 万元（并表 3 个月）。电镀药水占线路板成本占比 5%，对质量品牌要求高。公司掌握很多线路板企业客户资源，将实现渠道协同。预期将化讯打造成国内最大的电镀水生产企业，收入具有至少 10 倍的空间，最终利润水平有望达到 5000 万以上，将成为公司重要的业绩支撑。

高毛利产品产能释放，推动业绩增长

- 2014 年 4 月，西陇化工募投项目产能达产，新增 5 万吨 PCB 用化学试剂产能和 1 万吨超净高纯化学试剂产能。

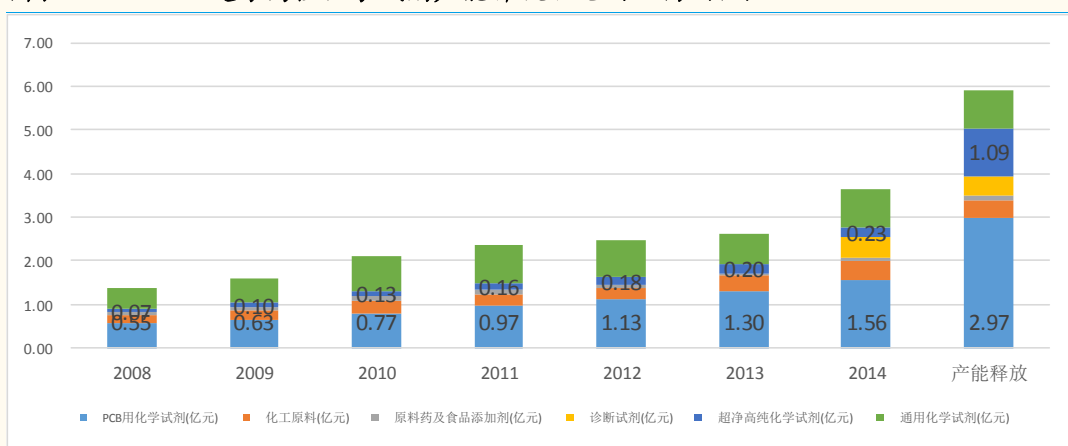
图表 35：西陇化工扩产情况

产品	原有产能	新增产能	毛利率
通用化学试剂	1.5 万吨	/	11%-16%
PCB 用化学试剂	3.7 万吨	5 万吨	25%-29%
超净高纯化学试剂	0.26 万吨	1 万吨	30%-34%
合计	5.46 万吨	6 万吨	/

来源：国金证券研究所

- 根据我们的测算，扩产后假设产品价格水平保持稳定，将支撑公司营业利润提升 50% 以上，是公司未来 3 年业绩增长的稳定剂。

图表 36：PCB&超净高值化学试剂产能释放后毛利结构（亿）



来源：国金证券研究所

图表 37：全球 PCB 市场产值分布及中国产值

全球 PCB 市场产值分布及变化					
	亚洲（除中日外）	日本	欧洲	中国	美洲
2006	32%	23%	8%	26%	11%
2012	32%	17%	4%	40%	7%
2017E	37%	11%	3%	44%	5%
我国 PCB 产值（亿美元）					
2011	200				
2012	220				
2013	217.86				
2014E	225.59				

来源：Priamark，公司公告，公开数据整理，国金医药

图表 38：国内超净高纯化学试剂主要生产商及产能

公司名称	产能（单位：吨）	主要产品
常州达诺尔	6000	ppt 级双氧水、异丙醇
苏州晶锐	20000	中高端氢氟酸、硝酸等
苏州苏瑞	2000	ppt 级双氧水
苏州瑞红	3300	各类超净高纯试剂
江阴润马	2500	硫酸、氨水、氢氟酸等
江阴化学	3000	CMOS 级、MOS 级和低颗粒高纯试剂
西陇化工	2600	氨水、硫酸、硝酸等
江阴江化	5000	硫酸、硝酸、盐酸、氢氟酸等
华谊微电子	15000	双氧水、硫酸、氨水、盐酸、硝酸等

来源：Priamark，公司公告，公开数据整理，国金医药

- 综上所述我们认为公司传统主业将在未来几年保持稳定增长，目前 1 亿左右的利润，至少对应 30 亿的市场值。

盈利预测

图表 39：西陇化工产品拆分

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
PCB用化学试剂					
销售收入（百万元）	491.00	541.00	773.63	967.04	1,208.80
增长率（YOY）	15.53%	10.18%	43.00%	25.00%	25.00%
毛利率	26.41%	28.82%	29.50%	29.50%	29.50%
化工原料					
销售收入（百万元）	1,030.00	850.00	700.00	600.00	500.00
增长率（YOY）	135.16%	-17.48%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	3.59%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
原料药及食品添加剂					
销售收入（百万元）	36.00	44.00	52.80	60.72	69.83
增长率（YOY）	5.88%	22.22%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	14.42%	18.75%	18.75%	18.75%	18.75%
超净高纯化学试剂					
销售收入（百万元）	58.00	68.00	85.00	106.25	132.81
增长率（YOY）	9.43%	17.24%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	33.81%	33.23%	33.00%	33.00%	33.00%
通用化学试剂					
销售收入（百万元）	617.00	629.00	723.35	831.85	956.63
增长率（YOY）	4.05%	1.94%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.21%	14.04%	14.00%	14.00%	14.00%
新大陆（诊断试剂）					
销售收入（百万元）		49.19	61.49	76.86	96.07
增长率（YOY）			25.00%	25.00%	25.00%
毛利率		94.78%	95.00%	95.00%	95.00%
实验室试剂					
销售收入（百万元）			50.00	100.00	200.00
增长率（YOY）				100.00%	100.00%
毛利率			40.00%	50.00%	50.00%

来源：国金证券研究所

- 公司超净高纯试剂和 PCB 用化学试剂募投项目达产，将保持 25%以上增长，此外公司去年 4 季度收购华讯，今年全年并表预计贡献 9000 万左右收入计入 PCB 用化学试剂。
- 公司去年初收购新大陆预计未来保持 25%以上较快增长，此外公司将积极通过外延加快体外诊断试剂业务增长，存在超预期可能。
- 公司年内实验室试剂电商将正式投入运营，预计今年实验室试剂首年销售超过 5000 万元，明年线上销售业务全面启动带动盈利能力提升。

风险提示

- 外延发展节奏低于预期
- 传统业务价格竞争导致盈利能力下降

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,545	2,240	2,198	2,405	2,652	2,995
增长率		45.0%	-1.9%	9.4%	10.3%	12.9%
主营业务成本	-1,296	-1,973	-1,824	-1,942	-2,089	-2,303
%销售收入	83.9%	88.1%	83.0%	80.7%	78.8%	76.9%
毛利	249	267	374	463	563	691
%销售收入	16.1%	11.9%	17.0%	19.3%	21.2%	23.1%
营业税金及附加	-4	-6	-5	-6	-6	-7
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-98	-100	-134	-180	-207	-234
%销售收入	6.3%	4.5%	6.1%	7.5%	7.8%	7.8%
管理费用	-72	-96	-121	-144	-164	-195
%销售收入	4.7%	4.3%	5.5%	6.0%	6.2%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	75	65	114	133	185	256
%销售收入	4.8%	2.9%	5.2%	5.5%	7.0%	8.5%
财务费用	5	-2	-12	-2	7	7
%销售收入	-0.3%	0.1%	0.5%	0.1%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-13	-12	-11	-9	-7	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	68	51	91	122	185	261
营业利润率	4.4%	2.3%	4.1%	5.1%	7.0%	8.7%
营业外收支	10	6	8	7	7	7
税前利润	78	57	99	129	192	268
利润率	5.0%	2.5%	4.5%	5.3%	7.3%	8.9%
所得税	-13	-11	-18	-23	-35	-48
所得税率	17.0%	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	64	46	81	105	158	219
少数股东损益	0	-1	4	6	8	9
归属于母公司的净利润	64	47	77	99	150	210
净利率	4.2%	2.1%	3.5%	4.1%	5.7%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	64	48	81	105	158	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	30	33	48	53	54
非经营收益	-6	1	13	6	-6	-6
营运资金变动	-71	-47	-23	114	-26	113
经营活动现金净流	14	32	105	274	178	380
资本开支	-93	-118	-96	-84	-152	-103
投资	-9	0	-102	-1	0	0
其他	-234	169	85	0	0	0
投资活动现金净流	-336	51	-113	-85	-152	-103
股权募资	0	0	0	551	0	0
债权募资	143	84	-19	-230	0	1
其他	-35	-69	38	-19	-31	-31
筹资活动现金净流	108	15	19	302	-31	-30
现金净流量	-214	99	10	491	-5	247

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	458	487	264	755	750	997
应收款项	265	287	346	349	385	434
存货	267	238	265	277	292	322
其他流动资产	42	104	50	51	54	60
流动资产	1,031	1,117	926	1,431	1,480	1,812
%总资产	74.0%	70.8%	55.7%	64.7%	62.3%	65.5%
长期投资	0	0	99	100	99	99
固定资产	285	386	485	608	724	784
%总资产	20.5%	24.4%	29.2%	27.5%	30.5%	28.4%
无形资产	73	70	145	72	70	68
非流动资产	362	462	736	782	895	953
%总资产	26.0%	29.2%	44.3%	35.3%	37.7%	34.5%
资产总计	1,394	1,578	1,661	2,213	2,376	2,765
短期借款	151	235	217	0	0	0
应付款项	180	283	262	389	421	617
其他流动负债	12	19	24	64	68	72
流动负债	342	537	503	454	489	689
长期贷款	0	0	7	7	7	8
其他长期负债	10	11	13	0	0	0
负债	352	548	523	461	496	697
普通股股东权益	1,039	1,030	1,106	1,715	1,835	2,014
少数股东权益	2	0	32	38	45	54
负债股东权益合计	1,394	1,578	1,661	2,213	2,376	2,765

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.322	0.236	0.386	0.423	0.640	0.896
每股净资产	5.197	5.151	5.532	7.297	7.806	8.572
每股经营现金净流	0.068	0.161	0.523	1.166	0.756	1.617
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.19%	4.58%	6.98%	5.80%	8.20%	10.45%
总资产收益率	4.61%	2.99%	4.65%	4.49%	6.33%	7.61%
投入资本收益率	5.21%	4.20%	6.86%	6.19%	8.04%	10.10%
增长率						
主营业务收入增长率	20.58%	45.00%	-1.87%	9.41%	10.28%	12.92%
EBIT 增长率	-23.18%	-12.82%	74.51%	16.58%	39.40%	38.24%
净利润增长率	-21.85%	-26.62%	63.76%	28.63%	51.27%	40.00%
总资产增长率	22.87%	13.22%	5.28%	33.23%	7.34%	16.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.1	36.8	44.8	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	65.5	46.7	50.3	52.0	52.0	52.0
应付账款周转天数	21.5	16.7	20.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	56.2	39.6	54.4	60.9	64.4	64.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.48%	-24.49%	-3.51%	-42.68%	-39.51%	-47.79%
EBIT 利息保障倍数	-14.1	28.0	9.8	56.6	-25.4	-38.2
资产负债率	25.27%	34.72%	31.50%	20.83%	20.89%	25.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD