



2016-01-12

公司调研报告

买入/首次

西陇科学(002584)

目标价: 45.00

昨收盘: 35.85

化工 化学制品

布局电商平台助力内生式成长，医疗行业并购开启外延式之路

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	234/103
总市值/流通(百万元)	8,392/3,690
12 个月最高/最低(元)	75.00/17.25

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

事件: 今日我们赴西陇科学进行了调研, 与公司管理层就公司经营情况与未来规划进行了深入的沟通。

国内化学试剂领域龙头, 行业并购加强主业。西陇化工主要从事化学试剂的研发、生产、销售, 目前具有 3,000 多种化学试剂产品研发和生产能力, 是国内规模最大、综合配套能力最强的化学试剂制造商之一, 国内市场占有率仅次于 Sigma-Aldrich 和 Merck 两大国际巨头。公司在全国拥有四个生产基地, 具备 3.4 万吨的 PCB 用化学试剂、1.5 万吨通用化学试剂和 2,600 吨超净高纯化学试剂产能, 子公司湖北杜克具备 1,000 吨色谱乙腈和 2,500 吨色谱甲醇产能, 公司募投的 5 万吨 PCB 用化学试剂和 1 万吨超净化学品项目今年将逐步释放产能, 同时公司在主要城市建立物流、销售网络, 聚集和代理国内外注明品牌的产品, 拥有 7 个销售子公司以及下设的 40 多个办事处。公司通过收购湖北杜克(色谱乙腈)、深圳化讯&湖南化讯(PCB 化学品)丰富公司化学试剂及电子化学品领域产品线, 设立清石西陇股权投资基金, 有利于公司对上下游产业中优质资源的整合兼并, 为公司做大做强提供了广阔渠道。

外延式发展进军体外诊断领域。近年来, 收购福建新大陆(主打产品为 TSGF-肿瘤相关物质联合检测试剂盒)后, 公司进入体外诊断领域, 2014 年新大陆公司实现营业收入 4,919 万元, 贡献净利润 1,458 万元, 增厚了西陇科学的业绩。公司在 2015 年 7 月发布公告计划收购上海贝西 70% 股权, 如果收购成功后, 将延伸体外诊断试剂行业的布局到 POCT 领域, 2015 年下半年成立西陇上海医疗服务有限公司, 未来将利用渠道优势, 进军医疗器械领域。目前我国体外诊断市场中高端试剂和仪器大部分被国外企业所占领, 进口替代空间巨大, 再考虑到我国老龄化的明显趋势, 慢性病发病率的不断提高以及医保扩容等因素对诊疗人次的拉动, 国内检测需求将进一步释放, 预计到 2018 年规模将达到 324 亿元, 年均复合增长率达到 16%, 中国人口占世界的 20%, 但体外诊断份额仅为全球的 3%, 发达国家的诊断费用占到整个医疗费用的 20%-30, 中国则不到 10%, 体外诊断产品人均使用量更是仅为发达国家人均使用量的 1/16, 未来中国体外诊断产业成长空间巨大。

布局“互联网+”电商平台。Sigma-Aldrich 是全球最大的生物与化学试剂生产商和供应商, 通过外延式并购得到了快速发展, 并通过电商平台销售模式实现二次腾飞, 针对试剂行业产品小批量、多品种、客

户分散、需求差异化等特点，电子商务平台能够有效的直击行业痛点，实现用户根据需求查找和购买试剂。因此，公司成立了电商事业部，建成了“毛博士”实验室化学试剂与“有料网”化工原料两大电商平台并于近期投入运营，两个平台分别以自营 B2C 及平台 B2B 模式运营，相辅相成、互相补充，将会整合公司的渠道资源与分布在各大城市的仓储物流，为公司打造线上线下一体化的全方位销售体系，打开更大的业绩增长空间。我国实验室化学试剂市场规模约 100 亿元，生命科学实验试剂约 100 亿元，均是化学试剂网购平台的主要市场，公司有望复制 Sigma-Aldrich 外延式与电商化的成功之路。

增发完毕助力公司扬帆远航。公司 2015 年 8 月 13 日向上海国药圣礼、平安资产、嘉兴品松、黄伟波、陈彪非公开发行 3,408.66 万股，共筹集资金 5.28 亿元用于补充流动资金，并引入国药集团 PE 作为战略投资者，增强公司资本实力，为公司在化学试剂供应链变革提供大量的市场信息和拓展经验；并为体外诊断试剂提供销售支持。认购对象中黄伟波是公司实际控制人之一，陈彪是公司聘任的首席执行官（曾担任国药控股医疗投资管理公司总经理）公司实际控制人、高管及子公司高管参与定增，锁定 3 年，彰显出公司管理层对于公司未来发展的强烈信心和决心。

估值与评级。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.42 元、0.64 元和 0.82 元，对应 2016 年 1 月 11 日收盘价 35.85 元 PE 分别为 85X、56X 和 44X，公司通过外延式发展与开拓电商业务平台正在复制 Sigma-Aldrich 的行业巨头之路，未来将受益于发展电子化学品与“互联网+”的内生式发展，与生物医疗领域并购的外延式发展相结合，首次给予“买入”评级。

风险提示。电商平台业务开展不及预期的风险；下游市场需求低迷的风险；行业并购不确定性的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2197.94	2272.76	2588.20	2915.29
净利润(百万元)	77.53	99.44	148.77	192.47
摊薄每股收益(元)	0.33	0.42	0.64	0.82

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)				
	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	233.95	144.79	78.04	255.78
应收和预付款项	392.80	359.65	494.17	465.48
存货	264.73	265.83	324.46	330.98
其他流动资产	4.11	4.11	4.11	4.11
流动资产合计	895.59	774.39	900.78	1056.35
长期股权投资	99.29	99.29	99.29	99.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	485.07	456.23	427.40	398.57
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	143.54	140.60	137.65	134.71
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.36	0.68	0.00	0.00
资产总计	1624.85	1471.19	1565.13	1688.92
短期借款	216.62	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	262.13	286.23	306.01	333.86
长期借款	7.30	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.82	0.82	0.82	0.82
负债合计	486.87	287.05	306.83	334.68
股本	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	581.98	581.98	581.98	581.98
留存收益	324.36	365.28	426.51	505.71
归母公司股东权益	1106.34	1147.26	1208.49	1287.69
少数股东权益	31.64	36.88	49.81	66.55
股东权益合计	1137.98	1184.14	1258.30	1354.24
负债和股东权益	1624.85	1471.19	1565.13	1688.92

现金流量表(百万)				
经营性现金流	106.24	192.27	15.57	284.54
投资性现金流	-213.32	2.71	2.71	2.71
融资性现金流	19.91	-284.14	-85.04	-109.51
现金增加额	-88.18	-89.15	-66.76	177.74

利润表(百万)				
	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2197.94	2272.76	2588.20	2915.29
营业成本	1823.53	1825.16	2030.63	2254.76
营业税金及附加	5.31	5.64	6.42	7.23
销售费用	133.91	140.91	160.47	180.75
管理费用	121.30	159.09	181.17	204.07
财务费用	11.57	17.61	15.61	16.65
资产减值损失	11.39	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.40	124.35	193.90	251.82
其他非经营损益	7.83	3.30	3.30	3.30
利润总额	99.23	127.65	197.20	255.13
所得税	17.79	22.98	35.50	45.92
净利润	81.44	104.67	161.70	209.21
少数股东损益	3.91	5.23	12.94	16.74
归母股东净利润	77.53	99.44	148.77	192.47

预测指标				
毛利率	17.03%	19.69%	21.54%	22.66%
销售净利率	3.71%	4.61%	6.25%	7.18%
销售收入增长率	-1.87%	3.40%	13.88%	12.64%
EBIT 增长率	82.01%	18.60%	50.51%	29.11%
净利润增长率	69.98%	28.53%	54.48%	29.38%
ROE	7.01%	8.67%	12.31%	14.95%
ROA	6.71%	8.79%	12.44%	14.88%
ROIC	10.21%	8.99%	14.78%	16.87%
EPS(X)	0.331	0.425	0.636	0.822
PE(X)	135.00	84.35	56.37	43.61
PB(X)	9.46	9.12	8.66	8.13
PS(X)	4.76	4.60	4.04	3.59
EV/EBITDA(X)	68.67	54.74	39.36	31.01

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。