



高端化进程带来盈利稳健增长

西陇化工 (002584)

调研目的

我们于9月8日调研了西陇化工，与公司管理层就化学试剂及其下游行业的运行模式、增长前景以及公司经营现状、发展规划等进行了探讨。

调研结论

国产化学试剂行业小巨头，盈利能力稳步提高

公司是国产化学试剂领域的龙头企业，目前拥有 2600 吨超净高纯试剂、3.4 万吨 PCB 试剂及 1.4 万吨通用试剂的自制产能，并通过分装、集成供应等模式为下游客户提供“一站式”供应体系。公司国内市场份额仅次于 Sigma 和 Merck 居第三位，拥有良好的口碑与较强的行业话语权。与国外巨头相比，公司的优势在于价格以及快速配送能力；与国内其他企业相比，公司在产品品质、高端产品的供货能力上更胜一筹，07 年以来公司销售收入和毛利率持续稳步提高。

产能投放，结构优化，龙头地位持续自我强化

随着募投的 1 万吨超净高纯产品和 5 万吨 PCB 用产品于明年中期逐步投产，公司将实现产能的大幅增长。另一方面，产品结构中高端产品的比例上升将进一步提高公司综合毛利率（2011 年上半年，公司超净高纯、PCB 和通用产品的毛利率分别为 33.64%、27.61%和 16.24%）。化学试剂行业下游以电子、科研等行业为主，对于价格的敏感度显著低于对公司声誉和产品品质的要求。特别是 PCB 等行业，对于试剂供应商的试用认证期往往长达 1-2 年。另一方面，销售实力、配送渠道的强弱也是决定企业盈利和发展的重要因素。因此，行业龙头地位自我强化效应非常明显。公司上市后，可望步入持续增长的正循环。

需求结构和定价模式决定公司将成为稳健增长的良好标的

公司产品下游主要是电路板、光伏、LED 等高增长行业，未来有望持续保持两位数稳健增长，高端产品国内自给率较低，市场广阔，对试剂行业将产生持续稳定的拉动。以 PCB 为例，试剂成本占总生产成本的 2.5-3%左右，而低品质的产品往往会使整条生产线的产品报废，因此试剂行业定价模式一般是“成本+毛利空间”，毛利空间的大小取决于企业实力和产品品质。目前，公司处于市场份额拓展阶段，毛利率水平仍有上行空间。综合看，公司下游需求稳健增长、毛利率长期走高且受到宏观经济影响较小，是稳健增长的良好标的。

请参阅最后一页的重要声明

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价：13.81 元

目标价格 6 个月：17.3 元

调研日期：2011 年 9 月 8 日

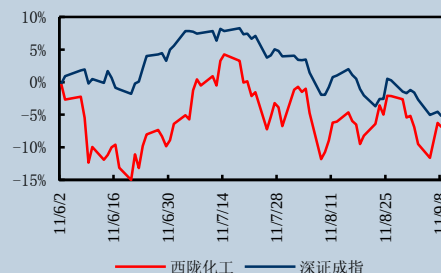
发布日期：2011 年 9 月 9 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.31/9.16	6.23/15.17	0.00/7.39
12 月最高/最低价 (元)		16.2/12.5
总股本 (万股)		20000.00
流通 A 股 (万股)		5000.00
总市值 (亿元)		27.62
流通市值 (亿元)		6.91
近 3 月日均成交量 (万)		523.91
主要股东		
黄少群		18.30%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



下半年旺季到来，业绩犹可更上层楼

一般而言，试剂化学品的销售旺季在 8-9 月以及 11-12 月，因此上下半年的业绩比在 4:6 到 4.5:5.5 左右。下半年以来，公司进一步通过技术改造、加班加点等手段实现超负荷生产，产量较之上半年有望进一步提高。预计下半年业绩仍可更上层楼。

预计 2011-13 年每股 0.46、0.69 元，增持评级

目前公司所处行业处于集中度不断提高的阶段，行业盈利水平有进一步提高的空间。我们预计公司 2011-12 年每股收益分别为 0.46、0.69 元，按 2012 年 25 倍估算，目标价 17.3 元，给予增持评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	1,164.16	1,316.70	1,663.62	2,065.44
营业收入增长率	31.99%	13.10%	26.35%	24.15%
EBITDA（百万）	93.61	123.08	182.88	254.60
EBITDA 增长率	29.80%	31.48%	48.58%	39.22%
净利润（百万）	72.89	91.98	138.09	193.83
净利润增长率	27.26%	26.19%	50.12%	40.37%
ROE	19.23%	9.32%	13.25%	17.31%
EPS（元）	0.490	0.460	0.690	0.969
P/E	28.16	30.01	19.99	14.24
P/B	5.46	2.80	2.65	2.46
EV/EBITDA	22.45	19.23	13.32	9.61



分析师介绍

研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。