

辽宁成大 (600739)

业绩符合预期，静候广发上市

——2008 年业绩预告点评

梁静

021-38676850

liangjing@gtjas.com

本报告导读：

- 业绩下滑约55%，符合预期；
- 广发上市后成大的合理定位在18-20元。

投资要点：

- **业绩符合预期。**公司发布业绩快报，由于对广发投资收益下降，2008 年业绩同比下降 50%-60%；同时，广发证券也在银行间市场披露了未经审计的 2008 年年报。广发证券 2008 年实现营业收入 84.21 亿元、同比降 51%；净利润 30.8 亿元，同比降 59%，两者分别较我们的预期高 3.2%和 0.2%。据此，我们继续维持对辽宁成大 2008 年 1.05 元的业绩预期，同比下降约 55%。
- **广发虽主营业务收入快速下滑，但竞争力依然，投资业务风险释放也较为充分。**主营的经纪佣金、承销、资产管理以及投资同比分别下降 46%、49%、67%和 86%。主营业务下降主要应归因于市场环境的快速恶化。（1）从经纪业务来看，交易额同比下降 39.1%；2008 年市场份额为 4.45%，同比下降 2.8%，但仍然位居第 5 位；（2）承销业务继续保持在中小公司的领先优势，2008 年承销 11 家位居业内第 1，承销额 46.85 亿元，市场份额列第 8 位。（3）自营投资规模虽达 130 亿元，但其中 90%的资产为债券，而股票资产仅 8.1 亿元、占比 6.2%。这表明，公司的自营投资风格已十分稳健。
- **广发借壳上市的确性已大大增加。**我们一直认为，董正青案件的了结将是广发借壳推进的必要条件。前不久对董案宣判及定性为个人行为，无疑向市场释放了“放行广发完成借壳”的监管信号，尽管案件将上诉再审、且还有其他股东的股权纠纷，预示着借壳进程尚非一帆风顺，但借壳的主要障碍已经消除，最终成功上市也已没有悬念。
- **作为第一大股东，辽宁成大将最大限度的受益于广发的借壳上市。**这主要源自两方面推动：（1）市场对券商股和广发的定价将有效传导给成大；（2）上市将对广发的融资、传统业务竞争力提升和新业务开展都有着强有力的推动作用，这也最终反映到成大的业绩上来。在不考虑广发上市对业绩的推动作用的情况下，我们预期，2008-2010 年辽宁成大的业绩为 1.05 元、0.95 元和 1.16 元，同比-55%、-10%和 23%。
- **维持增持评级和 18 元目标价。**由于成大 85%的收益来自广发，我们可以以与广发相近的中信和海通的估值水平作为参照。目前成大 PB 为 2.97 倍，较中信和海通高；但公司 09 年动态 PE 18 倍，较后两者有明显折让。而从广发上市的角度来看，目前成大的市值尚未反映广发上市之后的市值定位，相对于扣除融资后的海通仍有 20%左右折让，广发上市将支撑估值提升。

财务摘要（百万元）	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,531	5,474	5,179	5,697	6,267
(+/-)%	-4%	-1%	-5%	10%	10%
经营利润（EBIT）	200	275	316	379	455
(+/-)%	258%	37%	15%	20%	20%
净利润	470	2,113	942	851	1,043
(+/-)%	441%	350%	-55%	-10%	23%
每股净收益（元）	0.94	2.36	1.05	0.95	1.16
每股股利（元）	0.07	0.00	0.05	0.06	0.08

利润率和估值指标	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
经营利润率（%）	3.6%	5.0%	6.1%	6.7%	7.3%
市盈率	18	7	16	18	14
股息率（%）	0.4%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级： 增持

目标价格：

¥18.00

上次预测： ¥18.00

当前价格：

¥15.68

2009.01.19

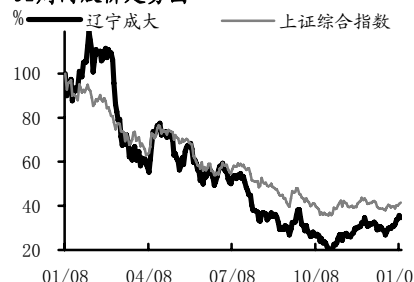
交易数据

52 周内股价区间（元）	8.78 ~ 56.50
总市值（百万元）	14,120
总股本/流通 A 股（百万股）	900/844
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.94
日均成交量（百万股）	15.8
日均成交值（百万元）	397.8

资产负债表摘要（09/08）

股东权益（百万元）	4771
每股净资产	5.32
市净率	2.26
资产负债率	20.55%

52 周内股价走势图



相关报告

3 季报点评：业绩下滑在预期中，油页岩项目稳步推进

(08.11.04)

中报点评：业绩下滑在预期中，油页岩项目有序推进

(08.08.27)

调研报告：油页岩将带来新的增长点

(08.04.08)

表 1 中信、海通和广发基本面的比较

主要指标		中信证券	海通证券	广发证券
业务规模				
经纪业务	股票基金权证交易额(亿元)	52460	29841	30519
	市场份额	7.66%	4.35%	4.45%
	营业部家数	165	169	124
承销业务	发行家数	9	7	11
	股票公开发行额(亿元)	454	31	47
	市场份额	26.4%	1.8%	2.7%
	企业债券发行额(亿元)	661	6	63
	市场份额	19.8%	0.18%	1.9%
资产管理业务	集合理财规模(亿元)	81	19	21
	市场份额	15.4%	3.6%	4.1%
	基金管理规模(亿元)	1980	788	1546
	市场份额	10.2%	4.1%	8%
其他业务	资格	直投资格 金融期货全面结算 QDII、香港业务	直投资格 金融期货交易结算 QDII、香港业务	直投资格 金融期货交易结算 香港业务
财务指标(2008)	营业收入(百万元)	17673	7006	8421
	同比	-43%	-38%	-51%
	净利润(百万元)	7281	3301	3080
	同比	-41%	39%	-59%
	EPS(元)	1.10	0.40	1.54
	BVPS(元)	8.30	4.66	7.69
	ROE	13.2%	8.6%	20%
估值指标	PE(2008)	19	29	-
	PB(2008)	2.56	2.48	-
	市值(2009.1.20)	1410	951	-

表 2 广发证券主要股东比较

上市公司	每股广发含量	持股数(亿股)	持股比例	隐含广发市值(亿元)	PE(2008)	PB(2008)
辽宁成大	0.58	519	25.941%	460	18	2.97
吉林敖东	0.90	516	25.78%	450	18	2.67
中山公用	0.48	285	14.25%	560	18	2.69
华茂股份	0.08	48	2.375%	-	-	-

表 3 广发证券盈利预测 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	4,111	17,099	8,213	6,655	8,043
手续费及佣金净收入	2,497	11,203	7,040	5,263	6,491
其中: 代理买卖证券业务	1,789	8,793	4,821	2,671	2,907
证券承销业务	99	480	245	283	305
受托客户资产管理业务	19	303	137	162	85
利息净收入	164	524	779	656	796
投资收益	1,434	5,361	394	736	755
二、营业支出	1,965	6,043	3,500	2,772	3,349

营业税金及附加	190	803	456	370	447
业务及管理费	1,725	5,136	3,039	2,396	2,895
三、营业利润	2,146	11,056	4,712	3,883	4,694
四、利润总额	2,118	11,397	4,701	3,872	4,683
减：所得税费用	498	3,195	1,175	968	1,171
五、净利润	1,620	8,202	3,526	2,904	3,512
归属于母公司所有者的净利润	1,473	7,586	3,084	2,529	3,059

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

免责声明

本报告的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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com