

辽宁成大 (600739): 券商概念, 估值较低

增持 (上调)

贸易

当前股价: 25.66 元

报告日期: 2009 年 4 月 20 日

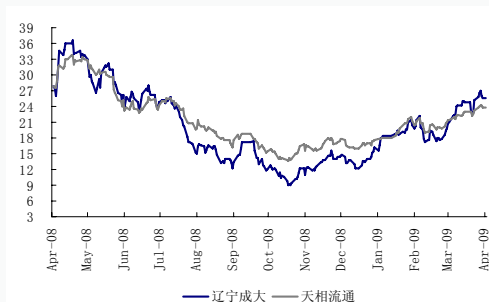
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	5474	5119	5084	4920
(+/-%)	-1.70	-6.48	-0.68	-3.22
投资净收益	2062	851	946	1459
(+/-%)	387	-59	11	54
归属于母公司				
所有者净利润	2113	939	920	1458
(+/-%)	310	-56	-2	58
EPS (元)	2.35	1.04	1.02	1.62
市盈率 (倍)	11	25	25	16

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/流通 A 股 (万股)	90,049/84,374
流通市值 (亿元)	216.50
每股净资产 (元)	5.51
资产负债率 (%)	19.28

股价表现 (最近一年)



天相宏观金融房地产组

联系人—姚轶楠

010-66045593 yaoyan@txsec.com

首席分析师—石磊

010-66045557 shil@txsec.com

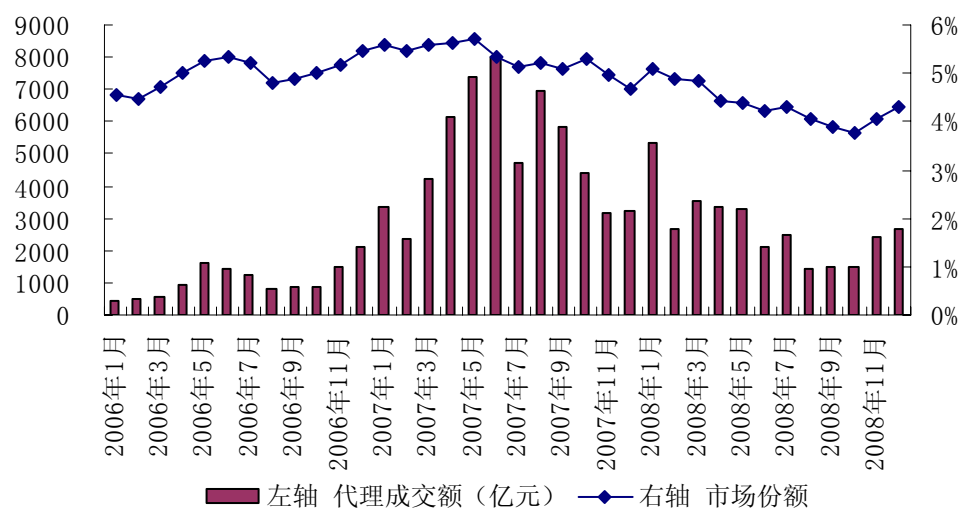
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年辽宁成大实现营业收入 51.19 亿元,同比下降 6.48%; 归属于母公司净利润约 9.39 亿元, 同比下降 55.55%; 全面摊薄每股收益 1.04 元。
- **投资广发证券收益占营业利润比例有所下降:** 08 年公司投资收益为 8.51 亿元, 同比下降 58.73%, 其中, 广发证券贡献投资收益为 8.31 亿元, 同比下降 57.76%。虽然广发证券贡献的投资收益占公司营业利润的比例由 07 年的 84.66% 下降至 78.64%, 但公司盈利仍然依赖于在广发证券的投资, 预计该现象短期难以改变。08 年广发证券实现营业收入 84.21 亿元, 同比下降 50.75%, 归属于母公司净利润 30.80 亿元, 同比下降 59.40%。
- **广发证券经纪业务市场份额下滑:** 08 年广发代理成交额为 32275.12 亿元, 同比下降 45.98%, 降幅高于市场平均水平 10.6 个百分点。市场份额较上年同期下降 0.88 个百分点至 1.02%, 从月度数据来看, 公司市场份额下降趋势明显 (见图 2)。广发证券 08 年净手续费率与 07 年基本持平, 为 0.15%, 略高于市场平均水平。在资本市场低迷、行业竞争加剧的背景下, 公司手续费率策略缺乏一定的灵活性或为市场份额下滑的原因。
- **广发证券承销业务市场份额有所上升:** 广发 08 年担任了海亮股份、海利得等 10 个 IPO 项目, 以及安阳钢铁、营口港等 9 个增发项目的主承销商, 筹集资金 192.55 亿元 (见表 1), 占市场份额的 6.27%, 较 07 年末大幅提升 4.23 个百分点。不过广发承销业务收入下降 48.65%, 或为承销费率下降所致。
- **主营业务发展相对稳定:** 08 年公司进出口贸易业务受金融危机影响, 08 年下降 16.67%, 但由于毛利率提升, 毛利大幅提升 79.64%。生物疫苗业务 08 年下降 18.97%。与国内其它疫苗企业比较, 公司暂时没有面临技术竞争的压力, 并占据全国 25%-30% 的市场份额, 但未来进一步提升市场占有率空间有一定难度。医药流通业务尽管毛利略有下降, 但收入较为稳定, 可以贡献稳定的现金流。
- **油价下跌影响页岩油业务发展:** 2009 年公司计划实现年处理 150 万吨页岩矿, 年产 10 万吨页岩油的生产能力。但由于国际油价下跌, 对于公司新的能源开发业务的未来盈利能力有所影响。

- **盈利预测及评级：**我们预测公司 2009-2010 年净利润分别为 9.20 亿元和 14.58 亿元，相应 EPS 分别为 1.02 元和 1.62 元，按照 4 月 17 日股价 25.66 元计算，动态 PE 分别为 25 倍和 16 倍。随着股市回暖，广发证券投资收益有望增加，考虑公司相对估值低于大部分上市券商股，我们将公司投资评级由“中性”上调至“增持”（见表 2、3）。

图表 1 广发证券市场份额变化



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，天相投顾整理

表格 1 广发证券近年来股票主承销情况

公司名称	发行价格(首发) (元)	发行量(首发) (万股)	集资金额(首发) (亿元)	日期
威海广泰	8.7	2120	1.71	20070126
利欧股份	13.69	1900	2.40	20070427
恒星科技	8	4100	3.02	20070427
广宇集团	10.8	6300	6.49	20070427
顺络电子	13.6	2400	3.08	20070613
东方锆业	8.91	1250	0.98	20070913
智光电气	9.31	1800	1.52	20070919
劲嘉股份	17.78	6750	11.52	20071205
海亮股份	11.17	5500	5.86	20080116
海利得	14.69	3200	4.46	20080123
达意隆	4.24	2900	1.08	20080130
南洋股份	15.12	3800	5.53	20080201
大立科技	6.8	2500	1.56	20080218
天宝股份	17.07	1800	2.92	20080228
鸿博股份	13.88	2000	2.60	20080508
金飞达	9.33	3400	2.98	20080522
利尔化学	16.06	3400	5.25	20080708
升达林业	4.56	5500	2.32	20080716
名称	发行价格(增发) (元)	发行量(增发) (万股)	集资金额(增发) (亿元)	日期
漳泽电力	4.52	22100	9.91	20070129
兴发集团	5.49	5000	2.67	20070203
厦门钨业	14.31	4460	6.31	20070214
云南铜业	9.5	45800	43.12	20070302
岳阳纸业	11.1	16500	17.85	20070324
宜华木业	12.1	10000	11.91	20070404
常林股份	6	4400	2.54	20070427
金发科技	36.98	2303	8.25	20070719
深天马A	9.81	5090	4.84	20070827
康美药业	14.76	7100	10.23	20070903
博汇纸业	19.46	3456	6.58	20071012
山东海龙	15.73	2064	3.09	20071204
ST盐湖	-	297573	-	20080306
安阳钢铁	8.35	37545	31.35	20080402
宏润建设	17.52	3377	5.92	20080616
营口港	14.55	20000	29.10	20080616
栖霞建设	8.62	12000	9.97	20080710
ST有色	6.68	3600	2.40	20081129
燕京啤酒	10.2	11000	11.10	20081213
ST绵高	16.68	3909	6.52	20081217
ST天桥	6	102723	61.63	20081230

数据来源：天相投资分析系统

注：数据截止到 08 年 12 月 31 日

表格 2 辽宁成大盈利预测表

单位：万元	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	547,397	511,899	508,399	492,032
减：营业成本	469,605	440,264	450,232	429,816
营业税金及附加	1,092	1,106	1,017	886
资产减值损失	3,191	1,439	1,583	1,741
销售费用	23,839	29,766	27,962	24,602
管理费用	18,432	18,625	16,777	14,761
财务费用	3,773	-63	3,050	3,198
加：公允价值变动净收益	-1,227	-170	5	7
投资净收益	206,225	85,105	94,591	145,887
其中：广发证券投资收益	196,793	83,124	89,861	138,593
其他	0	0	0	0
二、营业利润	232,463	105,697	102,374	162,922
加：营业外收入	1,017	1,027	1,335	1,669
减：营业外支出	905	1,264	1,580	1,896
其中：非流动资产处置净损失	78	107	0	0
其他	0	0	0	0
三、利润总额	232,575	105,460	102,129	162,696
减：所得税	9,566	5,618	1,885	4,202
四、净利润	223,009	99,842	100,245	158,494
归属于母公司所有者的净利润	211,335	93,948	92,025	145,814
少数股东损益	11,674	5,893	8,220	12,679
EPS（元）	2.35	1.04	1.02	1.62

资料来源：天相投顾预测

表格 3 辽宁成大与券商股估值对照

股票代码	券商简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600030	中信证券	27.06	1.10	1.30	1.84	24.64	20.76	14.69
600837	海通证券	13.85	0.40	0.44	0.56	34.51	31.24	24.67
000562	宏源证券	18.62	0.37	0.52	0.76	50.20	36.13	24.36
600109	国金证券	43.00	1.51	1.27	1.80	28.45	33.87	23.95
000686	东北证券	25.55	0.69	0.57	0.88	37.12	44.46	29.06
000728	国元证券	17.69	0.36	0.34	0.52	49.43	52.54	33.90
000783	长江证券	16.53	0.42	0.40	0.55	39.52	41.82	29.86
601099	太平洋	16.52	-0.33	0.22	0.35	-50.25	75.49	47.12
600369	西南证券	15.19	0.07	0.20	0.26	203.66	75.90	58.54
均值			-	-	-	33.10	27.42	19.73
600739	辽宁成大	25.66	1.04	1.02	1.62	24.67	25.16	15.84

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100