

买入 维持
辽宁成大 (600739)
2009 年 12 月 28 日

广发上市新进展对公司业绩长期有正向推动

证券信托行业高级分析师：谢盐

xiey@htsec.com

021-23219436

辽宁成大发布重大事项停牌公告点评

12 月 28 日，辽宁成大发布重大事项停牌公告：2006 年 10 月 30 日，延边公路建设股份有限公司（简称“延边公路”）股权分置改革方案已经临时股东大会暨相关股东会议审议通过。为了落实其股权分置改革方案，推进延边公路用新增股份换股吸收合并广发证券股份有限公司（简称“广发证券”）的重组工作，广发证券拟与延边公路就本次交易有关的事宜进一步进行沟通。本公司作为广发证券的股东之一，为了切实维护投资者利益，经公司申请，公司股票自 2009 年 12 月 28 日（星期一）起开始停牌。公司将严格按照有关法律法规的规定和要求，及时做好公司信息披露工作。敬请广大投资者注意投资风险。特此公告。

点评：（1）S 延边路(000776)28 日公告（同时重大事项临时停牌公告的还有持有广发证券股权的辽宁成大、吉林敖东、中山公用、华茂股份、闽福发、星湖科技 6 家上市公司），公司将与广发证券就股改和重组的有关事项进一步沟通，这表明停牌三年的 S 延边路重组工作或将有新的进展；（2）由于过去三年市场及各方情况发生了较大变化，我们预计广发与 S 延边路各方需要重新协商重组方案（原方案为 S 延边路与广发证券全体股东所持的广发证券股份按照 1: 0.83 的比例进行换股，即每 0.83 股广发证券股份折换成 1 股延边公路股份）。我们将在后续公告明朗后作进一步的分析、判断；（3）我们认为，广发证券上市是确定性事件，但上市时间和上市形式难以判断。对辽宁成大而言，如果广发借壳上市则对参股的广发的辽宁成大业绩有轻微摊薄（参股比例由 25.94% 轻微下降至 24.10%），但是，参股的广发上市后将获得融资平台，将有利于广发拓展各项业务，长期将增厚辽宁成大的参股投资收益；此外，短期辽宁成大则会因广发增发后业绩被动摊薄而有一定负面影响。表 1 显示，广发证券上市后发行不同比例的股份对辽宁成大业绩的影响分析。

表 1 广发证券借壳上市后发行不同比例股份后的辽宁成大 2010 年 EPS 估算

发行比例（%）	0.00	5.00	10.00	15.00	20.00	25.00	30.00	35.00	40.00
EPS（元）	1.82	1.75	1.68	1.62	1.56	1.51	1.46	1.41	1.37

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

我们维持前期对公司其它业务发展的判断：受经济复苏波折的影响，公司国内外贸易将稳步回升；受国内医药零售业竞争激烈影响，公司零售连锁跨省开店将面临地方保护和竞争而进展速度一般；受 2010 年版药典颁布影响，公司生物疫苗品种销售规模和市场占有率有所上升；受复杂气候和地质结构影响，油页岩项目建设出油时间延至明年中期。

业绩预测和估值——EPS 为 1.49 元；目标价 41.84 元，“买入”评级。我们维持前期对 2009 年 A 股日均成交金额 2100 亿元判断，同时根据大盘振荡上行而适当调高广发自营综合收益率至 13%（前期报告为 11%）的假设，按照公司 25.94% 的持股比例计算，公司参股广发获得的 EPS 为 1.47 元（前期报告为 1.38 元）。考虑到广发作为优质大型券商的良好成长性，我们给予 30 倍 PE，折合 44.10 元/股（前期报告为 38.64 元/股）；其次，我们维持前期对国内外贸易业务下滑至 22% 的判断，维持综合毛利率水平下滑至 7.14% 的判断不变，则扣除三项费用后测算得知该项业务目前基本不贡献利润，故暂不考虑该项业务价值；从公司 3 季度报判断，公司生物疫苗业务发展态势良好，全年可保持 20% 的较快增长，即为公司贡献 EPS 为 0.04 元，给与医药行业 30 倍 PE，则该项业务估值为 1.2 元/股；考虑到油页岩能源业务 2009 年暂时不贡献利润，暂不给予估值。

由上假设可知，2009 年公司 EPS 为 1.51 元（前期报告为 1.42 元）。综合该项业务估值情况，我们得出了基于 2009 年的合理价格中枢 45.30 元（前期报告为 39.84 元）。12 月 25 日公司股价 38.09 元，故维持“买入”评级。

附表 1：广发证券财务报表分析和预测

每股指标（元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	1.58	2.63	3.39	3.15
BVPS	6.03	8.03	10.15	11.63

盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
资本化率	40.37%	75.00%	80.00%	85.00%
换手率	119.1%	280.0%	220.0%	200.0%
双边累计成交金额占比	3.69%	3.70%	3.87%	3.95%
佣金率	0.19%	0.17%	0.16%	0.15%
直接融资规模/GDP	17.46%	19.39%	19.70%	20.01%
IPO 市场份额	7.29%	7.65%	8.04%	8.44%
股权再融资市场份额	4.54%	4.99%	5.49%	6.04%
债券市场份额	0.22%	0.24%	0.26%	0.29%
集合理财计划规模增长	-66.2%	28.66%	0.00%	-38.7%
集合理财计划管理费率	0.90%	0.93%	0.93%	0.93%
有效存款利率	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%
有效贷款利率	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
交易性金融资产增长	22.68%	4.03%	18.74%	18.84%
交易金融资产/净资本	85.88%	63.36%	59.67%	61.69%
交易性金融资产收益率	-1.09%	18.05%	22.61%	13.87%
营业费用增长	-50.1%	31.67%	12.44%	4.86%
营业费用率	35.52%	30.21%	27.49%	29.80%
工资占营业费用比例	52.25%	57.48%	63.22%	69.55%
有效所得税率	21.15%	25.00%	25.00%	25.00%

盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
代理证券业务收入增长	-45.6%	72.39%	14.06%	1.57%
承销业务净收入增长	-49.4%	-14.0%	28.34%	24.81%
受托资管业务收入增长	-67.1%	-63.1%	94.57%	-77.9%
利息净收入增长	42.48%	-13.2%	41.99%	8.24%
投资收益增长	-31.0%	-33.5%	58.80%	-27.0%
其它业务收入增长	-49.6%	54.83%	23.56%	-3.26%
营业利润增长	-61.7%	70.77%	28.76%	-6.58%
归属母公司净利润增长	-58.7%	66.57%	29.21%	-7.17%

资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	23.92%	37.34%	37.31%	28.91%
RoAA	4.12%	6.91%	6.60%	5.67%

资产增速	2008	2009E	2010E	2011E
资产负债率	77.18%	82.49%	80.54%	78.40%
净资产增长	-16%	33%	26%	15%
总资产增长	-43%	73%	13%	4%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,206.03	11,157.03	13,785.29	13,336.25
经纪业务净收入	4,698.73	8,100.15	9,239.00	9,383.66
承销业务净收入	242.53	208.53	267.61	334.02
资管业务净收入	99.69	36.73	71.47	15.76
利息净收入	746.83	648.27	920.50	996.35
自营收益	2,670.46	1,774.85	2,818.47	2,056.18
营业支出	2,977.19	3,935.62	4,487.12	4,649.52
业务及管理费	2,559.56	3,370.27	3,789.51	3,973.65
资产减值损失	6.09	6.70	7.37	8.11
营业利润	4,228.85	7,221.41	9,298.16	8,686.73
营业外净收入	-63.97	-18.72	-20.60	-22.66
利润总额	4,164.87	7,202.69	9,277.57	8,664.07
所得税费用	881.02	1,800.67	2,319.39	2,166.02
归属母公司净利润	3,283.85	5,402.02	6,958.17	6,498.05
少数股东损益	131.90	151.68	174.44	200.60

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	31701.94	61661.12	70908.79	72584.78
结算备付金	8335.95	17479.02	19088.17	19113.04
交易性金融资产	6834.66	7110.37	8443.13	10033.51
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	21.18	3.23	4.58	4.96
存出保证金	633.15	1134.58	1239.03	1240.64
可供出售金融资产	5906.57	6321.77	6746.12	7135.67
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1054.47	1163.35	1211.08	1363.85
固定资产	846.49	898.57	947.04	991.89
无形资产	53.85	23.77	23.02	22.75
递延所得税资产	13.58	17.10	3.48	4.17
资产总计	55624.63	96298.63	109207.1	113100.5
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	1600.00	449.93	555.92	537.81
代理买卖证券款	38065.34	73658.18	80439.29	80544.11
代理承销证券款	3.50	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	1710.12	2355.81	3154.43	4075.59
应交税费	699.84	1997.56	2563.23	2401.44
应付利息	3.12	1.40	1.99	2.15
预计负债	87.19	46.87	46.87	46.87
递延所得税负债	175.28	320.96	494.84	339.87
其他负债	587.41	609.40	694.79	719.94
负债合计	42931.79	79440.11	87951.36	88667.79
实收资本	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
资本公积	385.08	725.72	791.10	863.03
盈余公积	1444.27	1969.30	2647.68	3277.42
一般风险准备	2257.15	3307.22	4663.96	5923.45
未分配利润	5979.25	8078.51	10201.96	11218.31
归属母公司所有者权益	12055.75	16069.74	20292.59	23268.89
少数股东权益	637.10	788.78	963.22	1163.82
所有者权益合计	12692.84	16858.52	21255.81	24432.71

注：此处 EPS 和 EVPS 是按照广发证券的总股本进行计算的。

附表 2：辽宁成大财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	38.17	26.32	20.08	20.33
P/B	7.23	5.81	4.75	4.09
P/S	7.00	8.88	7.76	6.66
EV/EBITDA	32.97	23.04	17.71	17.80

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.24	0.17	0.18	0.15
借款/股东权益	0.10	0.06	0.03	0.00
已获利息倍数	27.93	71.72	82.01	69.57
流动比率	1.65	1.55	1.64	1.90
速动比率	1.32	1.16	1.24	1.44
现金比率	0.45	0.24	0.28	0.35

盈利能力指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	4.06	3.80	4.88	6.03
息税摊销折旧利润率	21.66	39.64	45.09	38.38
净利率	18.35	33.76	38.67	32.73
净资产收益率	18.95	22.09	23.68	20.10
资产回报率	14.28	17.23	18.79	16.23
投资回报率	16.12	19.50	21.38	18.75

经营效率指标（天）	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转天数	13.64	9.15	8.30	8.37
存货周转天数	11.23	8.47	8.20	8.17
总资产周转天数	0.78	0.56	0.53	0.53
固定资产周转天数	13.88	7.83	8.43	9.35

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	-6.48	-21.04	14.45	16.63
主营利润增长率	-8.04	-13.28	25.97	27.31
EBIT 增长率	-55.41	46.20	30.86	-1.05
EBITDA 增长率	-53.93	44.48	30.20	-0.72
净利润增长率	-55.55	45.24	31.10	-1.27

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5118.99	4041.89	4626.06	5395.58
营业成本	4402.64	3421.30	3844.31	4400.31
营业税金及附加	11.06	8.93	11.25	14.33
销售费用	297.66	270.28	315.53	375.38
管理费用	186.25	161.77	194.41	238.08
财务费用	-0.63	21.48	24.59	28.68
资产减值损失	14.39	4.69	10.38	13.68
公允价值变动收益	-1.70	0.00	0.00	0.00
投资收益	851.05	1361.99	1759.77	1633.62
营业利润	1056.97	1515.42	1985.35	1958.74
营业外收支净额	-2.37	3.98	6.54	7.79
利润总额	1054.60	1519.41	1991.89	1966.53
EBIT	1053.97	1540.89	2016.48	1995.21
折旧和摊销	54.94	61.27	69.60	75.83
EBITDA	1108.91	1602.16	2086.08	2071.04
所得税费用	56.18	74.41	97.55	96.31
归属母公司的净利润	939.48	1364.53	1788.85	1766.08
少数股东损益	58.93	80.47	105.49	104.15

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	560.37	314.03	395.36	507.24
交易性金融资产	0.84	31.77	31.77	31.77
应收账款	363.96	519.93	595.08	694.07
预付款项	592.24	500.91	573.30	668.67
其他应收款	62.95	49.71	56.89	66.36
存货	417.04	500.62	572.97	668.29
流动资产合计	2,071.23	2,001.87	2,320.46	2,740.60
长期股权投资	3,363.41	4,377.08	5,527.31	6,337.99
投资性房地产	155.26	153.08	150.73	148.22
固定资产	498.62	533.33	563.84	590.14
在建工程	253.90	507.79	507.79	507.79
无形资产	139.50	245.51	349.52	451.53
商誉	22.30	22.30	22.30	22.30
非流动资产合计	4,507.25	5,916.73	7,201.57	8,140.28
短期借款	518.87	389.71	274.24	-9.76
应付票据	189.54	199.02	208.97	219.42
应付账款	387.63	503.91	655.09	851.62
预收款项	60.51	96.81	154.89	247.83
流动负债合计	1,253.82	1,295.59	1,414.04	1,439.32
非流动负债合计	14.54	14.54	14.54	14.54
负债合计	1,268.37	1,310.13	1,428.58	1,453.86
实收资本（或股本）	900.49	901.85	901.85	901.85
资本公积	224.44	358.27	358.27	358.27
盈余公积	507.99	507.99	507.99	507.99
未分配利润	3,325.79	4,408.48	5,787.97	7,017.39
归属于母公司权益	4,958.25	6,176.14	7,555.63	8,785.05
少数股东权益	351.86	432.33	537.82	641.97
所有者权益合计	5,310.11	6,608.47	8,093.45	9,427.02
负债和所有者权益	6,578.48	7,918.60	9,522.03	10,880.8

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢盐：证券信托行业

重点研究上市公司：中信证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券、国金证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

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；

中性：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%。

行业评级

增持：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；

减持：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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。