

辽宁成大 (600739)

子公司分拆上市可期，主业价值重估在即

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gtjas.com	dongle@gtjas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读：

子公司分拆上市将显著提升公司价值，油页岩和生物疫苗主业价值待重估。

投资要点：

- **证监会放行分拆上市，子公司上市已无政策障碍，成大生物上市将显著增厚成大价值。**在满足 6 大条件的前提下，证监会将允许境内上市公司分拆子公司到创业板上市。这标志着长期以来阻碍成大生物创业板上市的政策障碍将彻底消除。成大生物上市将从业绩增长和估值提升两个方面增厚辽宁成大价值，按照目前创业板的估值水平，成大持有的成大生物市值可达 150 亿元左右，较早前预期提升近 100%！
- **季报业绩稳定增长。**受益于经纪佣金及承销收入快速提升，预计广发 1 季度净利 10.5 亿元；成大生物在去年快速增长的基础上，季度销量继续快速放大。由此，预计成大 1 季报业绩可达 0.37 元，同比增长近 10%。
- **广发提供较高安全边际。**广发目前市值 1300-1400 亿元，与海通相当，基本反映了广发的行业定位，这也为成大提供了较高的安全边际。
- **疫苗和油页岩主业价值需重估。**市场秩序重新规范，推动成大生物再次进入业绩快速提升周期。我们维持对成大生物今年销量 550-600 万人份、净利 3.8 亿元的判断，业绩同比增长 90%。而海外市场、乙脑疫苗和兽用狂犬疫苗也将为长期增长提供可靠支撑；成大所拥有的页岩油价值 170-340 亿元，油页岩经过长时间精心准备，年中出油无悬念，按目前 85 美元油价，中性预期今明两年对业绩贡献 0.05 元和 0.25 元。
- **维持增持。**在成大生物创业板上市的前提下，成大合理市值将达到 500 亿元，较目前市值溢价 49%。我们仍然维持对辽宁成大 2010-2011 年 EPS 为 1.81 元、2.23 元的盈利预期，并继续维持增持评级和 66 元目标价。市场价升量涨、成大生物业绩快速增长和创业板上市、油价上升和出油预期明确都将驱动价值提升。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,119	3,839	4,031	4,233	4,444
(+/-)%	-6%	-25%	5%	5%	5%
经营利润 (EBIT)	207	166	199	238	286
(+/-)%	-34%	-20%	20%	20%	20%
净利润	939	1,380	1,636	2,009	2,411
(+/-)%	-56%	47%	23%	23%	20%
每股净收益 (元)	1.04	1.53	1.81	2.23	2.67
每股股利 (元)	0.00	0.06	0.08	0.10	0.10

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	4.0%	4.3%	4.9%	5.6%	6.4%
净资产收益率(%)	49.6%	28.8%	21.0%	20.7%	20.0%
总资产收益率(%)	24.7%	20.6%	18.8%	20.1%	21.0%
市净率	3.7%	4.1%	4.30	3.45	2.79
市盈率	32	22	21	17	14
股息率(%)	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

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：66.00

上次预测：66.00

当前价格：37.18

2010.04.14

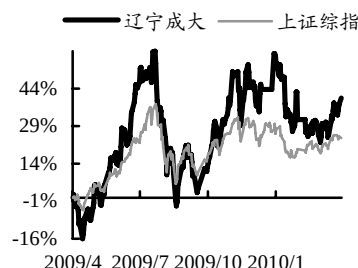
交易数据

52 周内股价区间 (元)	21.90-44.00
总市值 (百万元)	33,531
总股本/流通 A 股 (百万股)	902/902
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	14
日均成交值 (百万元)	526

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,016
每股净资产	6.67
市净率	5.1
净负债率	7%

52 周内股价走势图



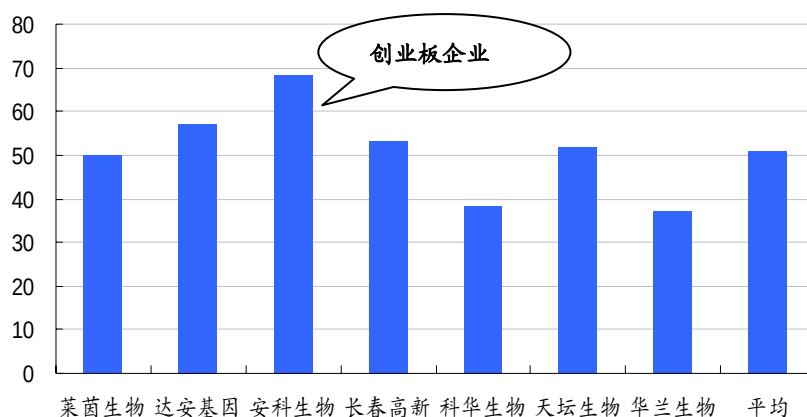
相关报告

- 《似广发、更胜广发，折价可以休矣！》
2010.03.03
- 《广发借壳成功，多重因素驱动价值重估》
2010.01.10
- 《油页岩出油预期明确，疫苗再次爆发可...》
2009.12.21
- 《广发和油价双驱动，重估价值翻番》
2009.11.12
- 《主业低于预期，但来年增长仍可期待》
2009.11.01

表 1 成大生物 2010 年业绩将快速增长

		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
人用狂犬疫苗	销量(万人份)	164	311	265	351	562	618
	销售额(百万元)	210	398	339	457	719	791
	净利润(百万元)	130	248	145	200	380	418
兽用狂犬疫苗	销量(万支)					200	300
	销售额(百万元)					20	30
	净利润(百万元)					11	16
乙脑疫苗	销量(万支)				40	300	450
	销售额(百万元)				7	36	54
	净利润(百万元)				3	16	24
净利润		130	248	145	203	407	458

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 1 生物制药 2010 年动态 PE 超过 50 倍，创业板近 70 倍


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2 成大分部估值情况(2010E, 亿元)

		悲观	中性	乐观
证券业务	广发证券市值(亿元)	1,250	1,380	1,500
	持股比例	24.93%	24.93%	24.93%
	隐含广发市值	312	344	374
油页岩	净利润(百万元)	45	225	300
	估值倍数	25	25	25
	市值(亿元)	11	56	75
生物技术	净利润(百万元)	350	400	450
	估值倍数	40	50	70
	市值(亿元)	70	100	158
贸易流通	净利润(百万元)	30	40	50
	估值倍数	20	20	20
	市值(亿元)	6	8	10
价值合计		399	508	616
价值/市值		17%	49%	81%
对应每股价值		44.22	56.35	68.34

数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

表 3 广发证券盈利预测 (百万元)

	2008	2009	2010.1QE	2010E	2011E
一、营业收入	7,206	10,470	2,384	12,138	14,142
手续费及佣金净收入	5,462	8,135	1,878	9,601	11,407
其中：代理买卖证券业务	4,699	7,453	1,515	8,295	9,232
证券承销业务	243	231	256	489	547
受托客户资产管理业务	100	59	9	135	182
利息净收入	747	710	263	724	843
投资收益	1,003	1,613	275	1,800	1,878
二、营业支出	2,977	4,297	959	4,802	5,594
业务及管理费	2,560	3,757	835	4,127	4,808
三、营业利润	4,229	6,173	1,425	7,337	8,548
四、利润总额	4,165	6,407	1,433	7,326	8,537
五、净利润	3,284	4,925	1,089	5,567	6,488
归属于母公司所有者的净利润	3,152	4,690	1,052	5,346	6,244

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		