

强烈推荐-A (维持)

辽宁成大 600739.SH

目标估值: 35 元
当前股价: 27.80 元
2010 年 8 月 2 日

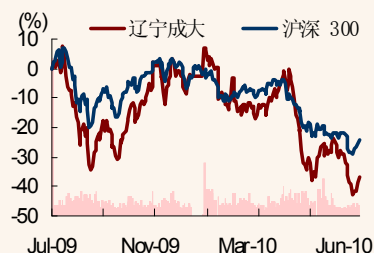
静待预期兑现, 尽享“油”彩纷呈

基础数据

上证综指	2491
总股本(万股)	90371
已上市流通股(万股)	90362
总市值(亿元)	223
流通市值(亿元)	223
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	19.5
资产负债率	19.4%
主要股东	辽宁成大集团
主要股东持股比例	12.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-42	-39
相对表现	-15	-21	-14



相关报告

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

袁孝峰

qiuxf@cmschina.com.cn
S1090208070224

辽宁成大的桦甸油页岩项目将在 8 月初出油, 不确定性的消除将使其估值得到正面提升, 成为股价的重要催化剂。

- **油页岩开采的技术已经比较成熟, 不存在技术风险, 其经济价值关键在于成本控制。**国外从 1838 年开始开发利用油页岩, 而国内的油页岩工业也有超过 80 年的历史, 从技术上来说, 不存在较大问题, 关键在于如果通过技术改进提高油页岩的转换效率, 降低成本。
- **油页岩的成本包括开采成本和干馏成本, 同时要考虑收率。**一吨油页岩的平均开采成本在 55-65 元/吨之间, 干馏成本大致在 60 元/吨, 总成本在 120 元/吨左右, 而桦甸的油页岩埋藏在 200-300 米的地下, 它的开采成本每吨为 120 元-160 元。我们测算桦甸项目综合收率在 6%, 即 16.7 吨油页岩才能生产一吨燃料油。目前我国的燃料油价格约在 4400 元/吨左右, 在 6% 的收率和 150 元/吨的开采成本下, 生产 1 吨页岩油的成本是 2500 元, 每吨盈利约 1900 元, 对应的盈亏平衡油价为 55-60 美元/桶。
- **我们预计桦甸项目 2010 年 8 月初正式出油, 到年底可形成规模, 2011 年正式贡献利润。**保守预计桦甸项目的储量可供公司开采 30 年, 在燃料油每吨 4000 元和生产成本 2500 元的假设下, 成大前 4 年按 40% 的权益比例分得利润, 之后随着页岩油年产量的提升和公司分红权益回复至 60%, 每年的税后净利润可达 6.8 亿元, EPS 为 0.75 元。2011 年-2014 年的每股业绩贡献分别为 0.05 元、0.12 元、0.15 和 0.37 元。
- **我们做了三种情景假设下公司的价值分析, 在中性、乐观和悲观预期下, 公司估值分别为 36.5 元、55 元和 25 元。**我们认为在当前的股价下辽宁成大的估值基础较为坚实, 且公司在短期内有较为明确的催化剂(子公司分拆上市和油页岩出油), 虽然油价有波动风险, 但跌至盈亏平衡点以下概率不大, 长期来看能源价格还将处于上升通道, 短期对深海石油开采的替代性需求可支撑其估值。我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 1.51 元、1.77 元和 2.06 元, 维持对公司强烈推荐的评级, 目标价 35 元。

□ **风险提示: 子公司分拆受阻, 油价大幅下挫。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5,119	4,019	4,903	5,887	7,279
同比增长	-6%	-21%	22%	20%	24%
营业利润(百万元)	1,056.97	1,452	1,653	1,857	2,139
同比增长	-55%	37%	14%	12%	15%
净利润(百万元)	939	1,341	1,368	1,602	1,862
同比增长	-55%	43%	2%	17%	16%
每股收益(元)	1.05	1.49	1.51	1.77	2.06
PE	26.6	18.7	18.4	15.7	13.5
PB	5.0	3.9	3.4	3.0	2.7

资料来源: 招商证券

一、油页岩具能源战略地位，利用技术成熟

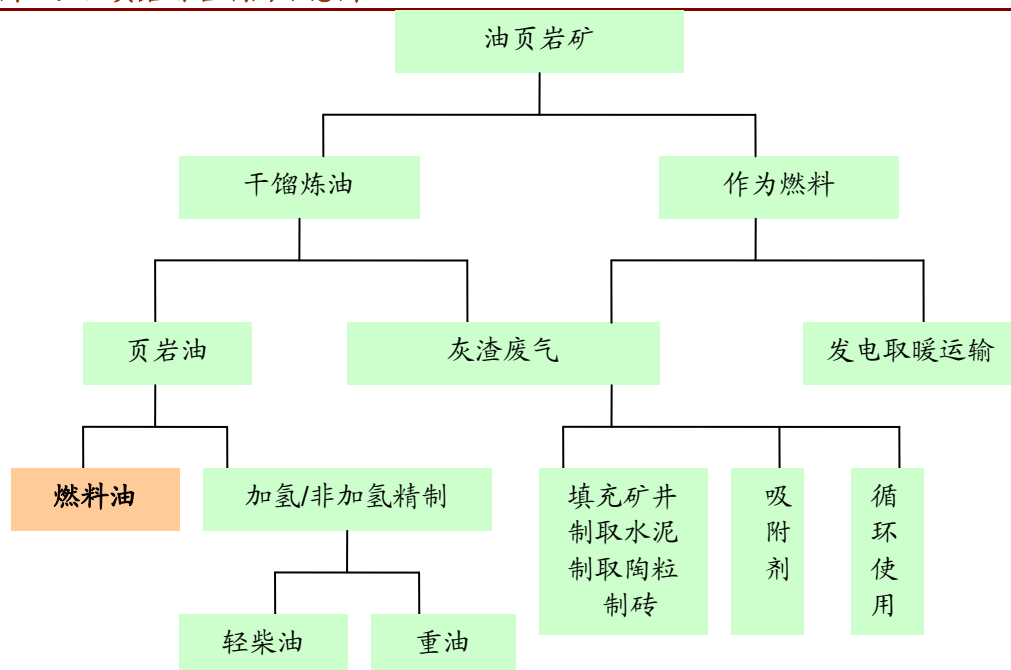
油页岩是一种高灰分(>40%)的固体可燃有机矿产，在干馏炉中加热至约 5000℃时分解产生页岩油，所剩余的残渣可以用于燃烧发电、制造水泥、砖等建筑材料。它由无机物和有机物组成。常见的无机物有石英、粘土、长石碎屑物、碳酸盐等，有时还含有铜、钴、镍、钛、钒等化合物；有机物含量较高，主要为腐泥质、腐殖质或混合型，其发热量一般大于 4186.8kJ/kg，仅次于煤的发热量。

从 1838 年法国油页岩工业开始至今，油页岩的开发和应用有近 200 年历史。油页岩可通过干馏制成页岩油，直接作为燃料油的组分使用。燃料油是成品油的一种，主要用于电厂发电、船舶锅炉燃料、加热炉燃料、冶金炉和其它工业炉燃料，如果要生产柴油、汽油等轻质油，需要额外投资进一步加工，投资比较大，目前我国的油页岩开采利用都是直接将燃料油出售，不再进行加工。页岩油与天然石油相比在某些领域具有一定的可替代性，因而对油页岩的利用也通常伴随着原油价格周期而波动。

在 BP 石油的漏油事件发生后，深海原油开采的环境安全问题成为全球的焦点，而油页岩的直接开采虽然也将对生态环境和地下水水质造成一定的破坏，但其影响范围和程度都相对可控，比起深海开采事故的环境成本要小得多。且我国的油页岩资源非常丰富，2006 年国土资源部、国家发改委委托吉林大学开展的全国油页岩资源调查认为，我国油页岩资源估计有 7000 亿吨，若换算成页岩油，至少有 300 亿吨，大幅高于我国目前探明的可开采石油储量，因此未来对油页岩的利用将是我国能源战略的重要一环。

油页岩开采的技术已经比较成熟，不存在技术风险，其经济价值关键在于成本控制。国外从 1838 年开始开发利用油页岩，而国内的油页岩工业也有超过 80 年的历史，抚顺矿务局目前是国内最大的油页岩开发利用企业，从 1928 年开始利用油页岩干馏制取页岩油。因此从技术上来说，不存在较大问题，关键在于如果通过技术改进提高油页岩的转换效率，降低成本。

图 1：油页岩综合利用示意图



资料来源：招商证券研发中心

二、油页岩的经济价值分析

油页岩的成本包括开采成本和干馏成本。从 06 年编制的《伊通—舒兰盆地油页岩开发利用方案》来看，一吨油页岩的平均开采成本在 55-65 元/吨之间，干馏成本大致在 60 元/吨，总成本在 120 元/吨左右，而桦甸的油页岩埋藏在 200-300 米的地下，根据专家的初步估算，它的开采成本每吨为 120 元-160 元。

另外一个跟生产成本密切相关的问题是收率问题，即多少吨油页岩才能加工成一吨燃料油。第一个因素是品位，即油页岩的含油率，从目前掌握的资料来看，桦甸地区的平均品位应该在 10% 左右；第二个因素是油页岩的利用率，并不是开采出来的所有油页岩都能利用，譬如抚顺炉，它可能就只能利用厚度 12mm-75mm 之间的油页岩，这个数值大致在 80% 左右；第三个因素是油的收率，这边我们假定为 75%。这样综合算下来的，大致综合收率在 6%，即 16.7 吨油页岩才能生产一吨燃料油。

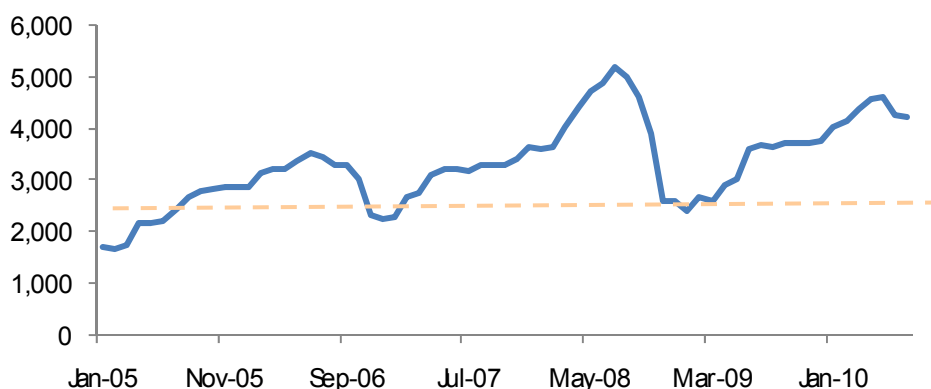
目前我国的燃料油价格约在 4400 元/吨左右，在 6% 的收率和 150 元/吨的开采成本下，生产 1 吨页岩油的成本是 2500 元，每吨盈利约 1900 元。

表 1：油页岩盈亏点对应的燃料油价格敏感性分析

		总成本								
	元/吨	120	130	140	150	160	170	180	190	200
综合收率	3%	4000	4333	4667	5000	5333	5667	6000	6333	6667
	4%	3000	3250	3500	3750	4000	4250	4500	4750	5000
	5%	2400	2600	2800	3000	3200	3400	3600	3800	4000
	6%	2000	2167	2333	2500	2667	2833	3000	3167	3333
	7%	1714	1857	2000	2143	2286	2429	2571	2714	2857
	8%	1500	1625	1750	1875	2000	2125	2250	2375	2500
	9%	1333	1444	1556	1667	1778	1889	2000	2111	2222
	10%	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000

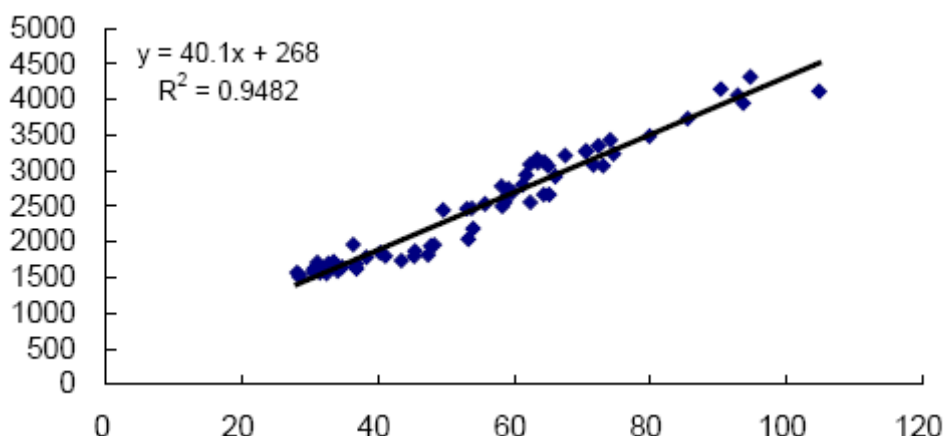
资料来源：招商证券研发中心

图 2：当前燃料油价格在 4000 元/吨以上



资料来源：隆众价格网，招商证券研发中心

资本市场通常较关注原油的价格，我们通过对历史数据的回归分析发现燃料油与原油价格之间呈线性关系，在 6% 的收率和 150 元/吨的开采成本下，生产 1 吨页岩油的成本约合原油价格 55-60 美元/桶。

图 3: 原油价格与燃料油价格之间呈线性关系


资料来源: 招商证券研发中心

表 2: 油页岩盈亏点对应的原油价格敏感性分析

美元/桶		总成本								
		120	130	140	150	160	170	180	190	200
综合收率	3%	93	101	110	118	126	135	143	151	160
	4%	68	74	81	87	93	99	106	112	118
	5%	53	58	63	68	73	78	83	88	93
	6%	43	47	52	56	60	64	68	72	76
	7%	36	40	43	47	50	54	57	61	65
	8%	31	34	37	40	43	46	49	53	56
	9%	27	29	32	35	38	40	43	46	49
	10%	23	26	28	31	33	36	38	41	43

资料来源: 招商证券研发中心

三、辽宁成大油页岩项目的业绩贡献

桦甸项目概况: 吉林桦甸市是我国油页岩资源储量最丰富地区之一, 探明储量约为 10 亿吨, 可开采储量近 4 亿吨, 特别是该地区油页岩含油率高达 10%-20%, 是目前国内已探明的油页岩资源中含油率最高的地区。辽宁成大与阜新矿业(集团)有限责任公司的子公司弘发公司分别持有油页岩开发主体公司成大弘晟 60%和 40%的股权, 一期工程产能为年开采约 300 万吨油页岩、年产约 20-25 万吨油品(对应综合收率 6.7%-8.3%, 高于我们假设的 6%), 项目总投资 10 亿元。二期工程将在一期的基础上由两公司按股权比例完成出资, 我们预计二期达产后年产页岩油可达 100 万吨。

利润分配: 鉴于弘发公司在项目前期所作的工作和付出的成本, 弘发公司和本公司按在弘晟公司的股权比例和出资比例享受利润分配和承担亏损风险, 比例分别为 40%和 60%, 但在弘晟公司前 4 个分红年度, 弘发公司和本公司的分红比例分别为 60%和 40%, 但弘发公司实际分红所得超过其按实际出资比例即 40%计算的金额累计不得超过 1.5 亿元人民币。

我们预计桦甸项目 2010 年 8 月初正式出油, 到年底可形成规模, 2011 年正式贡献利润。保守预计桦甸项目的储量可供公司开采 30 年, 在燃料油每吨 4000 元和生产成本 2500 元的假设下, 成大前 4 年按 40%的权益比例分得利润, 之后随着页岩油年产量的提升

和公司分红权益回复至 60%，每年的税后净利润可达 6.8 亿元，EPS 为 0.75 元。2011 年-2014 年的每股业绩贡献分别为 0.05 元、0.12 元、0.15 和 0.37 元。

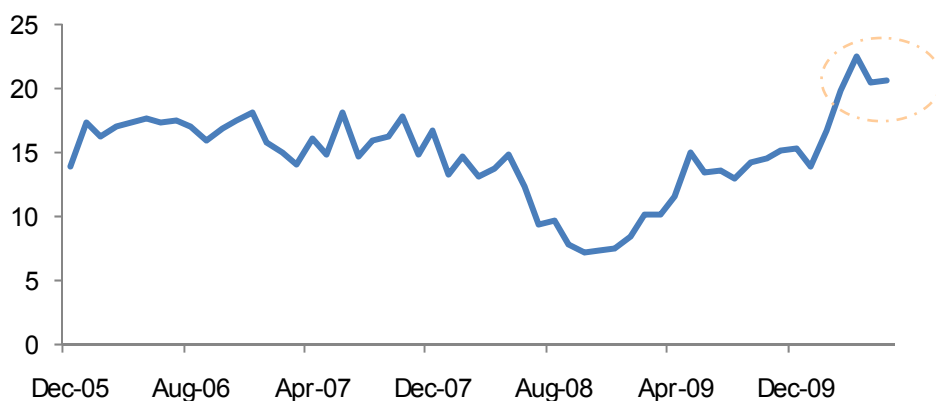
表 3: 桦甸项目为成大贡献价值

假设: 燃料油价格 4000 元/吨, 成本 2500 元/吨, 油页岩估值 PE30 倍, 25% 税率						
单位: 亿	年产页岩油 (万吨)	利润	成大权益	成大分红	弘发分红	每股价值 (元)
2011 年	10	1.5	40%	0.45	0.68	1.49
2012 年	25	3.75	40%	1.13	1.69	3.73
2013 年	30	4.5	40%	1.35	2.03	4.48
2014 年	50	7.5	40%	3.33	2.30	11.04
2015 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
2016 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
2017 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
2018 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
2019 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
2020 年	100	15	60%	6.75	4.50	22.41
... ..						
2040	100	15	60%	6.75	4.50	22.41

资料来源: 招商证券研发中心

油页岩的估值我们可以参考国外的例子。SUNCOR 是加拿大第二大的油页岩开采商, 公司的估值长期稳定在 15 倍的水平, 在美国墨西哥湾漏油事件发生后, 公司的估值提升至 22 倍, 表现出 BP 的事故使人们对油页岩开采的能源利用方式偏好的增强。考虑 A 股市场的整体估值和公司的成长性, 我们认为成大弘晟的油页岩项目可以享受 30 倍的 PE 估值。

图 4: 加拿大 SUNCOR 公司的估值



资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

四、估值分析

1. 广发增发摊薄有限

广发证券拟非公开发行，目前已经进入停牌程序。我们认为，成大由于油页岩项目需要持续的资本投入（公司在汪清还有探矿权，拟在新疆昌吉购入探矿权），参与广发增发的概率不大，因此持有的广发股权将被摊薄，但公司保持第一大股东的地位不难。参照 IPO 券商融资额，估计广发再融资规模应在 100 亿元以内，广发停牌前 20 个交易日均价为 30.45 元，估计增发价格为 27.4 元（ $30.45 \times 90\%$ ），将增发不超过 3.65 亿股，成大的股权占比至多会降至 21.76%，摊薄较为有限。

目前成大每股隐含 0.7 股广发证券价值，考虑广发增发 100 亿后我们预计广发证券 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 1.53、1.85 和 2.03 元，而当前券商股 20 倍的 PE 估值处于历史低位，反映了当前市场对佣金费率和交易量的悲观预期，我们认为随着创新业务规模放大带来的扩散效应和转融通功能的健全，券商的盈利能力和估值都存在上行修补的动力。我们给与广发证券 25 倍的估值，考虑辽宁成大的非控股折价 20%，每股成大所含的广发价值为 21 元左右。

表 4：辽宁成大持有广发股权每股价值敏感性分析

		广发股价					
		25	30	35	40	45	50
持有广发折价	100%	17.29	20.75	24.21	27.67	31.13	34.58
	95%	16.43	19.71	23.00	26.28	29.57	32.85
	90%	15.56	18.68	21.79	24.90	28.01	31.13
	85%	14.70	17.64	20.58	23.52	26.46	29.40
	80%	13.83	16.60	19.37	22.13	24.90	27.67
	75%	12.97	15.56	18.16	20.75	23.34	25.94
	70%	12.10	14.53	16.95	19.37	21.79	24.21

资料来源：招商证券研发中心

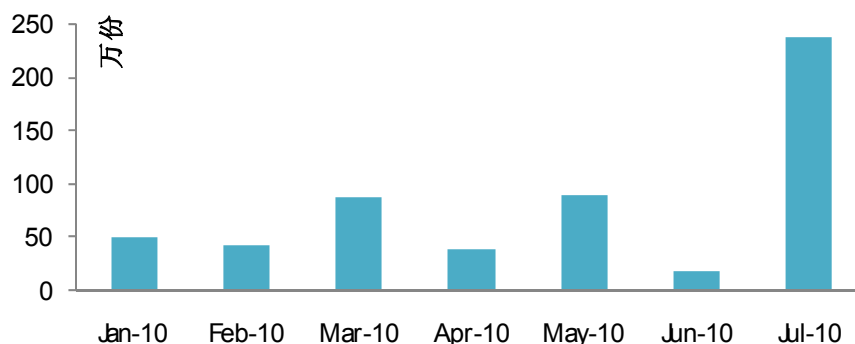
2. 成大生物分拆启动价值重估

成大生物是辽宁成大旗下的生物疫苗企业，由于其利润总量与公司投资广发的收益相比显得颇为单薄，未引起市场的重视而被埋没。从细分行业来看，成大生物是狂犬疫苗行业的龙头，且随着公司分拆上市的启动，医药股的估值水平将给成大带来价值重估的机会。

2009 年由于药监部门的查处和整顿，部分狂犬病疫苗企业被迫停止生产，而成大的产品由于在技术和质量上的优势，市场份额迅速上升。公司新推出狂苗注射的“五针变三针”，缩短了患者注射的时间，推广开后，对销量也将有正面刺激作用。公司目前狂苗的产能可达 1000 万份，完全可以供应上当前疫苗市场的需求。同时公司开始在本溪建造成大生物第二生产基地。但由于疫苗市场的需求相对稳定，公司 2010 年在市场整顿导致出现供应紧缺的断层，市场份额迅速提升，而未来随着被整顿企业逐步恢复生产，公司将较难维持 2010 年的销量峰值。但成大生物公司本身而言，技术储备雄厚，目前

乙脑、出血热、口蹄疫的疫苗都在培育中，尤其是口蹄疫市场广大，将成为公司未来持续增长的品种。

图 5: 截至 7 月中旬，辽宁成大狂苗批签发总量 564 万份



资料来源：中检所，招商证券研发中心

我们预计公司全年的销量可能超过到 800 万人份，而全国的市场需求在 1200-1300 万人份之间。按每份 128 元的出厂价和 60% 的净利率，净利润约 5.3 亿元，公司持有 62% 的股权，分拆完成后成大生物将享受医药股 30-40 倍的估值，市值在 98-130 亿元之间，对辽宁成大的每股贡献 10.8 元-14.5 元之间。

3. 综合估值

公司的家乐福股权、成大方圆和进出口贸易每年合计净利润约 1 亿元，贡献稳定的现金流，10 倍 PE 合计贡献价值 1 元。

综合来看，我们做了三种情景假设下公司的价值分析，在中性预期下，公司的合理价值为 36.5 元，对应广发股权、成大生物、油页岩 PE 估值分别为 25 倍、35 倍和 30 倍；乐观假设下每股 55 元，对应广发股权、成大生物 PE 估值分别为 30 倍、40 倍，同时给与油页岩二期达产后稳定 100 万吨出油量下贡献每股 0.75 元净利润 30 倍的估值，假设 11.5% 的折现率，2010 年的估值为 13 元；悲观情景下 25 元，对应广发股权、成大生物、油页岩 PE 估值分别为 20 倍、25 倍和 20 倍。

表 5: 辽宁成大三种情境下估值分析

	乐观	中性	悲观
广发股权	26	21	14
成大生物	15	13	9
油页岩	13	1.5	1
其他	1	1	1
合计	55	36.5	25

资料来源：招商证券研发中心

我们认为在当前的股价下辽宁成大的估值基础较为坚实，且公司在短期内有较为明确的催化剂（子公司分拆上市和油页岩出油），我们对油页岩项目测算的假设均是在较为严格的条件下进行的，其实际的盈利状况可以更为乐观些。虽然油价有波动风险，但跌至盈亏平衡点以下概率不大，长期来看能源价格还将处于上升通道，短期对深海石油开采的替代性需求可支撑其估值。我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 1.51 元、

1.77 元和 2.06 元，维持对公司强烈推荐的评级，目标价 35 元。

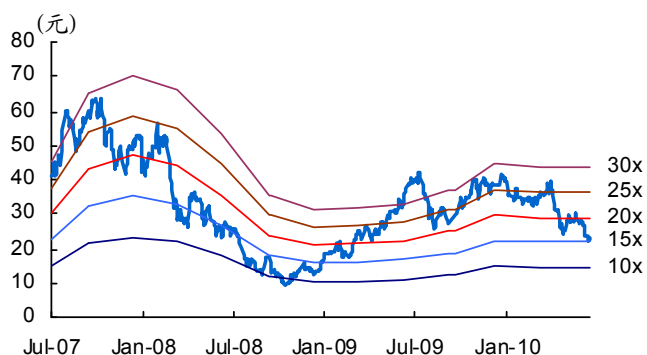
风险提示：子公司分拆受阻，油价大幅下挫。

表 6：分业务盈利预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
广发证券净利润	46.90	38.40	46.37	50.91
辽宁成大持股比例	25.94%	24.93%	24.93%	24.93%
所占净利润	12.17	9.57	11.56	12.69
进出口业务				
营业收入	10.41	11.97	13.77	15.84
营业成本	9.25	10.78	12.39	14.25
营业利润率	11%	10%	10%	10%
利润	1.16	1.20	1.38	1.58
商品流通				
营业收入	24.37	30.47	39.00	49.92
营业成本	21.59	27.42	35.10	44.93
营业利润率	11%	10%	10%	10%
利润	2.78	3.05	3.90	4.99
加工制造业增长率				
营业收入	0.02	0.02	0.02	0.02
营业成本	0.03	0.02	0.02	0.02
营业利润率	-14%	-10%	-10%	-10%
利润	0.00	0.00	0.00	0.00
生物制药增长率				
营业收入	4.32	6.27	5.33	5.60
营业成本	0.57	0.94	1.07	1.12
营业利润率	87%	85%	80%	80%
利润	3.76	5.33	4.26	4.48
家乐福投资	0.00	0.30	0.30	0.30
油页岩	0.00	0.00	0.45	1.13
总毛利	19.86	19.45	21.85	25.17
费用率	26%	15%	15%	15%
总利润	14.66	16.53	18.57	21.39
税率	3%	5%	5%	5%
净利润	14.16	13.68	16.02	18.62
EPS	1.57	1.51	1.77	2.06

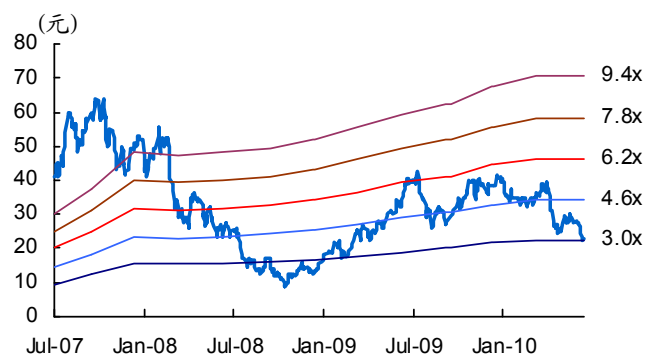
资料来源：招商证券研发中心

图 6: 辽宁成大历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 辽宁成大历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

袁孝锋：复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008 年 7 月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。