

强烈推荐-A (维持)

辽宁成大 600739.SH

目标估值: 35.00 元

当前股价: 27.55 元

2010年8月17日

瑕不掩瑜，淡化广发

基础数据

上证综指	2662
总股本(万股)	90371
已上市流通股(万股)	90362
总市值(亿元)	249
流通市值(亿元)	249
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	12	-27	-19
相对表现	3	-15	-2



相关报告

- 1、《辽宁成大-静待预期兑现，尽享“油”彩纷呈》2010/8/3

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

公司主业增长良好，广发投资收益虽然低于预期，但公司当前估值合理偏低，出油和生物子公司分拆上市两大催化剂仍待兑现。

- **瑕不掩瑜，广发投资收益下降，主业发展脉络清晰。** 辽宁成大上半年实现营业收入 21.43 亿元，同比增长 17%，归属母公司净利 5.2 亿元，同比下降 14.5%，每股收益 0.58 元。公司业绩低于我们的预期，主要原因是来自广发证券的投资收益低于我们的预测 16%。而公司自身的医药和能源业务发展势头良好。
- **广发证券佣金费率下降和投资收益不佳导致业绩低于预期。** 广发证券上半年实现归属母公司的净利润 16.4 亿元，同比下降 19%，每股收益 0.66 元。广发证券业绩低于我们预期，二季度净利润环比下降 12.4%。公司启动增发，募集不超过 180 亿元，一旦完成增发，公司的净资产将实现翻番，为公司未来发展提供资金支持，同时 PB 估值也将大幅下降。我们在不考虑增发股本的情况下，下调 2010 年-12 年盈利预测至 1.34、1.54 和 1.71 元，考虑增发的 EPS 分别为 1.08、1.24 和 1.38 元。
- **成大生物业绩优良，分拆上市料无悬念。** 成大生物上半年实现销售额 4.1 亿元，同比增长 114%，税前利润 2.57 亿元，同比增长 177%，毛利率 87.85%，稳中略升。1-7 月的狂犬疫苗批签发数据占市场总量的 75%，上半年销量 285 万份，同比增长 97%。批签发数据与销量相比具有一定的滞后性，预计下半年狂犬疫苗销量有望再创新高。
- **东北洪灾导致桦甸油页岩项目出油推迟，我们认为虽然出油推迟，但并不会对项目造成实质性的影响，一旦灾情减轻，天气好转，公司通过赶工还是有望能完成年底 24 台炉并网运行。**
- **我们下调对广发证券的盈利预测，辽宁成大受此影响 EPS 将下调至 1.32 元（摊薄前），考虑广发增发 6 亿股，对应每股收益 1.18 元。** 我们认为广发在资金到位后，盈利情况将有所改善，且成大采用权益法计算的每股净资产将增加 4 元至 12 元，PB 仅为 2.4 倍，PE 虽然将有所升高至 25 倍，但仍处于合理范畴，且如果考虑公司的油页岩项目的利润贡献，估值仍可降低。短期有出油和生物子公司分拆上市的催化剂，维持强烈推荐评级。

□ **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	4,512	5,349	6,595
同比增长	-6%	-21%	12%	19%	23%
营业利润(百万元)	1,056.97	1,452	1,522	1,728	2,002
同比增长	-55%	37%	5%	14%	16%
净利润(百万元)	939	1,341	1,194	1,441	1,691
同比增长	-55%	43%	-11%	21%	17%
每股收益(元)	1.05	1.49	1.32	1.59	1.87
PE	26.6	18.7	21.0	17.4	14.9
PB	5.0	3.9	3.4	3.0	2.7

资料来源：招商证券

1、瑕难掩瑜，广发投资收益下降致业绩低于预期

辽宁成大上半年实现营业收入 21.43 亿元，同比增长 17%，归属母公司的净利润 5.2 亿元，同比下降 14.5%，每股收益 0.58 元。扣除非经常性损益后归属母公司净利润同比下降 7%，降幅收窄，因公司今年的自营证券投资收益劣于 09 年。每股净资产 7.64 元，同比增长 6%。

公司业绩低于我们的预期，主要原因是来自广发证券的投资收益仅 4.1 亿元，低于我们的预测 16%。而公司自身的生物制药、医药连锁和能源业务发展势头良好，瑕不掩瑜，我们认为对成大的认识应逐步走出广发的光环，而生物子公司的分拆上市和油页岩项目的试车出油进展都将给公司带来价值重估的机会。

表 1：辽宁成大主营业务分布

单位：亿	营业收入	营业成本	营业利润率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	营业利润率比上年同期增减(%)
进出口贸易	3.48	3.14	9.57	-2.90	-0.69	-2.01
商品流通	13.49	11.92	11.65	10.78	8.65	1.73
加工制造业	0.02	0.02	-0.01	-11.39	-10.28	
生物制药	3.88	0.47	87.85	112.88	80.21	2.20
其他	0.32	0.23	27.92	1.72	5.21	-2.39

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

2、佣金费率大幅下滑，投资收益不佳

佣金费率下降和投资收益不佳导致业绩低于预期。广发证券上半年实现归属母公司的净利润 16.4 亿元，同比下降 19%，每股收益 0.66 元。广发证券业绩低于我们预期，二季度净利润环比下降 12.4%，同时其他综合收益浮亏 5 亿元，占当期业绩的 30%。

上半年经纪业务收入同比下滑 26%，虽然在有新设营业部的情況下市场份额从 4.35% 上升至 4.42%，但佣金费率同比大幅下降 31%，抵消了市场份额的微弱增长。二季度股基权债佣金费率环比下降 4% 至 0.1%，跌势明显趋缓。

吉林敖东股权导致大额浮亏。公司上半年自营投资收益合计 0.7 亿元，如果考虑浮亏的 5 亿元，则亏损超过 4 亿元。其中二季度亏损 5.7 亿元（含浮亏），主要是公司持有的 4.23% 的吉林敖东的股权，在上半年下跌 23%，导致浮亏 5.5 亿元，另外公司申购的不少新股在股市下跌之后均低于公司的认购价格。期末权益投资金额占净资本的 24%，约 24 亿元，公司调整了债券和权益资产的比重，但总自营规模还处于较高的水平。我们认为公司持有吉林敖东的股票存在一定其他方面的考虑，并非完全由自营投资策略考虑，且其放在可供出售类，只要不处置，对公司当期利润不构成影响，单就自营来看虽然收益不佳，但风险亦不大。

上半年公司主承销家数增加，投资银行业务收入同比快速增长 632%，共完成 IPO 项目 9 个，其中中小板 7 家，创业板 2 家，并购重组业务共完成 4 个项目。资产管理业务因参与理财产品业绩报酬分成，使其营业收入同比增长了 99%。截至中期末公司融

融资融券客户开户数 340 户，融资余额 1.27 亿元、融券余额 15.17 万元。

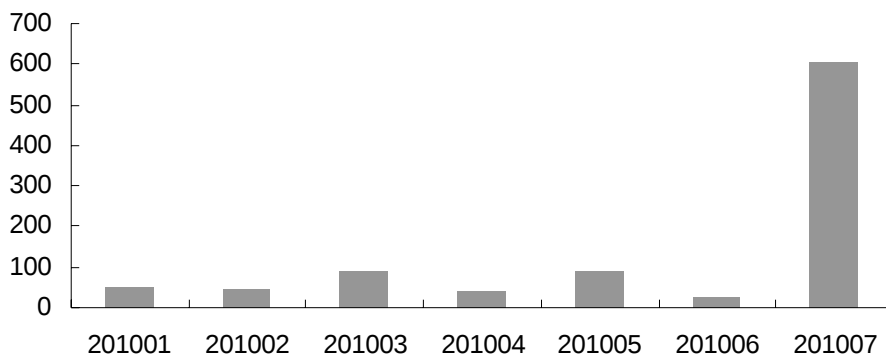
广发证券由于资本金和广发华福股权问题的限制，在新设营业部和发行理财产品等方面受到限制，对公司的发展造成一定的制约，公司目前已经启动再融资计划，募集不超过 180 亿元，一旦完成增发，公司的净资产将实现翻番，为公司未来发展提供资金支持，同时 PB 估值也将大幅下降。我们在不考虑增发股本的情况下，下调 2010 年-12 年盈利预测至 1.34、1.54 和 1.71 元，考虑增发的 EPS 分别为 1.08、1.24 和 1.38 元。

3、生物医药规模增长，分拆上市料无悬念

成大生物上半年实现销售额 4.1 亿元，同比增长 114%，税前利润 2.57 亿元，同比增长 177%，毛利率 87.85%，稳中略升。去年以来的疫苗市场的格局洗牌对公司的收益提升明显体现出来。

成大生物以其先进的技术、深厚的市场基础和较大规模的产能在竞争对手被迫出局的情况下迅速占领了市场份额，1-7 月的狂犬疫苗批签发数据占市场总量的 75%，上半年销量 285 万份，同比增长 97%。批签发数据与销量相比具有一定的滞后性，预计下半年狂犬疫苗销量有望再创新高。我们认为成大生物优良的盈利能力将使其分拆上市成功没有太大悬念，辽宁成大持有其 62% 的股权存在价值重估的机会。

图 1: 截至 7 月，辽宁成大狂犬疫苗批签发总量 938 万份



资料来源：中检所，招商证券研发中心

4、洪灾推迟出油，对公司并无实质影响

原定 7 月底试车出油的桦甸项目，由于吉林地区气候异常，连降暴雨，导致发生严重洪涝灾害，公司的项目地处桦甸市，并非位于灾情严重的常山地区，项目并没有直接受到洪水的损害，但还是受到天气和其他原因的间接影响：

1. 原料水分过大，有可能造成设备堵塞；
2. 供水、供电不能稳定供应，无法保证生产系统稳定运行；
3. 道路不畅通，对原材料供应、页岩油销售外运产生较大影响。

公司决定将试车出油推迟至 8 月下旬。我们认为虽然出油推迟，但并不会对项目造成实质性的影响，一旦灾情减轻，天气好转，公司通过赶工还是有望能完成年底 24 台炉并网运行。

我们预计桦甸项目到年底可形成规模，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 2083 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 7.6 亿元，EPS 为 0.84 元。2011 年-2014 年的每股业绩贡献分别为 0.06 元、0.14 元、0.17 和 0.43 元。

表 2：桦甸项目为成大贡献价值（不考虑消费税）

假设：燃料油价格 4400 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	1.68	40%	0.50	0.75	1.67
2012 年	25	4.19	40%	1.26	1.89	4.18
2013 年	30	5.03	40%	1.51	2.26	5.01
2014 年	50	8.39	40%	3.91	2.38	12.98
2015 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
2016 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
2017 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
2018 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
2019 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
2020 年	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06
....						
2040	100	16.78	60%	7.55	5.03	25.06

资料来源：招商证券研发中心

5、维持强烈推荐评级

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。

我们下调对广发证券的盈利预测，辽宁成大受此影响 EPS 将下调至 1.32 元（摊薄前），考虑广发增发 6 亿股，公司的股权将被摊薄至 20%，对应每股收益 1.18 元。我们认为广发在资金到位后，盈利情况将有所改善，且成大采用权益法计算的每股净资产将增加 4 元至 12 元，PB 仅为 2.4 倍，PE 虽然将有所升高至 25 倍，但仍处于合理范畴，且如果考虑公司的油页岩项目的利润贡献，估值仍可降低。**短期有出油和生物子公司分拆上市的催化剂，维持强烈推荐评级。**

风险提示：子公司分拆受阻，油价大幅下挫。

表 3: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	0.73	0.90	1.27	-41%	23%	41%	17.4	14.1	10.0	2.0	14.2%	1262
海通证券	600837	0.40	0.55	0.52	-75%	38%	-6%	25.5	18.6	19.7	1.9	10.2%	840
广发证券	000776	1.23	1.87	1.08	-76%	52%	-42%	25.8	17.0	29.2	4.9	10.0%	795
光大证券	601788	0.47	0.83	0.61	-71%	77%	-27%	34.8	19.7	26.8	2.5	13.4%	559
长江证券	000783	0.42	0.80	0.51	-70%	90%	-36%	28.5	15.0	23.5	2.7	17.1%	260
国元证券	000728	0.36	0.53	0.50	-77%	47%	-5%	35.9	24.4	25.8	1.8	8.1%	254
西南证券	600369	0.07	0.51	0.50	-85%	629%	-2%	202.1	27.7	28.3	5.5	18.7%	269
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.88	-78%	157%	14%	58.8	22.9	20.1	3.7	22.7%	258
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.23	-196%	-165%	-18%	-28.3	43.4	52.8	9.8	19.6%	183
东北证券	000686	0.69	1.41	0.85	-64%	104%	-40%	34.3	16.8	27.9	4.7	28.0%	152
国金证券	600109	0.755	0.52	0.54	-43%	-31%	4%	19.7	28.5	27.4	5.5	18.7%	148
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.59	-78%	193%	-28%	51.8	17.7	24.6	2.7	14.7%	813
合计		0.44	0.82	0.67		86%	-17%	42.2	22.1	26.3	2.9	8.8%	483

资料来源：招商证券

图 2: 辽宁成大历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 3: 辽宁成大历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

表 4：分业务盈利预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
广发证券净利润	46.90	33.71	38.65	42.93
辽宁成大持股比例	25.94%	24.93%	24.93%	24.93%
所占净利润	12.17	8.40	9.63	10.70
进出口业务				
营业收入	10.41	10.20	11.74	13.50
营业成本	9.25	9.18	10.56	12.15
营业利润率	11%	10%	10%	10%
利润	1.16	1.02	1.17	1.35
商品流通				
营业收入	24.37	26.81	34.32	43.93
营业成本	21.59	24.13	30.89	39.54
营业利润率	11%	10%	10%	10%
利润	2.78	2.68	3.43	4.39
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	7.78	6.62	6.95
营业成本	0.57	1.17	1.32	1.39
营业利润率	87%	85%	80%	80%
利润	3.76	6.62	5.29	5.56
家乐福投资	0.00	0.30	0.30	0.30
油页岩	0.00	0.00	0.50	1.26
总毛利	19.86	19.02	20.33	23.56
费用率	26%	20%	15%	15%
总利润	14.66	15.22	17.28	20.02
税率	3%	5%	5%	5%
净利润	14.16	11.94	14.41	16.91
EPS	1.57	1.32	1.59	1.87

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

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

免责声明

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。