

辽宁成大 (600739)

首期探矿权评估结束，新疆项目潜力巨大

——新疆石长沟矿探矿权评估公告点评

梁静
 021-38676850
 liangjing@gjtas.com
 S0880200010278

本报告导读：

新疆项目的规模要显著好于预期。全面启动后，贡献将与广发贡献业绩相当，初步估计年净利润可达到 10 亿元以上，这对公司而言是革命性的，资源属性将全面显现。
投资要点：

- 公司发布公告称，近期已对新疆宝明的资产进行了评估。评估结果显示，新疆吉木萨尔县石长沟一带油页岩详查探矿权的评估咨询价值为 4.03 亿元、宝明公司资产评估价值为 11.3 万元。
- 按照资产评估价值以及早前设定的 60% 投资比例，估算辽宁成大对新疆宝明的第一期增资将约为 6 亿元左右。但对探矿权评估仅完成了第一步，辽宁成大对新疆宝明的第一期投资尚需要宝明公司拿到采矿权、出具采矿权评估报告书以及获得开采油页岩矿和生产页岩油的政府许可之后才能完成，也即新疆项目最早到 2012 年可贡献业绩。
- 公告并未对新疆项目的品位和规划进行集中披露，我们可从公告中得出的信息是：石长沟矿区为露天开采，建设期 1.5 年，开采期 30 年，可采储量 1.8 亿吨，油页岩矿年产量约 600 万吨，是桦甸地区计划产量的两倍，若按照桦甸地区的含油率、开采率和出油率等参数计算，年产页岩油 40-50 万吨。更进一步来看，石长沟仅是新疆项目的 4 大矿区之一，照此测算，若新疆项目全部启动，则页岩油年产量将达到 160-200 万吨，按照 80 美元油价计算，对应净利润 10-12 亿元，按当前股本计算，增厚业绩 1.10 元-1.32 元/股，甚至超过了目前广发的业绩贡献，这对公司而言是革命性的。
- 桦甸项目已处于出油之后的试运行阶段，明年完全达产无悬念；成大生物分拆上市顺利推进、业绩持续高速增长；广发证券明年业绩将触底回升。这些都将成为推动公司业绩上行的催化剂。调整公司 2010-2012 年 EPS 预期至 1.44 元、1.85 元和 2.22 元，对应增速-2%、28%和 20%。
- 维持增持。较广发折价 40% 以上，低估明显，分拆和油业务弹性提升估值。

财务摘要 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,119	4,019	4,220	4,431	4,653
(+/-)%	-6%	-21%	5%	5%	5%
经营利润 (EBIT)	207	177	213	256	307
(+/-)%	-34%	-14%	20%	20%	20%
净利润	939	1,341	1,313	1,683	2,016
(+/-)%	-56%	43%	-2%	28%	20%
每股净收益 (元)	1.04	1.49	1.44	1.85	2.22
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.08	0.10	0.10

利润率和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.0%	4.4%	5.0%	5.8%	6.6%
净资产收益率 (%)	18.9%	21.3%	17.3%	18.3%	18.1%
投入资本回报率 (%)	14.3%	17.7%	15.8%	18.4%	20.0%
EV/EBITDA	6.04	4.75	3.98	3.29	2.72
市盈率	32	22	23	18	15
股息率 (%)	0.0%	0.0%	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：**49.00**

上次预测：49.00

当前价格：33.22

2010.12.16

交易数据

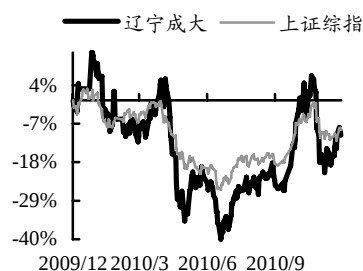
52 周内股价区间 (元)	21.90-44.00
总市值 (百万元)	30,212
总股本/流通 A 股 (百万股)	909/909
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	18
日均成交值 (百万元)	595

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,352
每股净资产	8.08
市净率	4.1
净负债率	12%

EPS (元)	2009	2010E
Q1	0.34	0.31
Q2	0.34	0.27
Q3	0.35	0.40
Q4	0.46	0.46
全年	1.49	1.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	15%	-14%
相对指数	3%	5%	-3%

相关报告

《股权激励行权释放积极信号》	2010.11.02
《新疆项目突破，油业务弹性将显》	2010.10.26
《双重弹性驱动估值提升》	2010.10.17
《辽宁成大 2010 年中期电话会议纪要》	2010.08.19
《生物疫苗迅猛增长，出油时间已然明确》	2010.08.17

表 1 成大油页岩项目的分布及储备情况

	勘探面积(万 km ²)	储量	产能	目前的进度
桦甸	6.89	可采储量 1.3 亿吨; 矿 3000 万吨(已获采矿证)	300 万吨矿石/年, 20-25 万吨油/年	已经出油试生产
汪清	22.8	n.a.	尚未开工	获得探矿权证, 进行了初步勘探
新疆	70.24	共 4 个探矿权证。其中 石长沟可采储量 1.8 亿吨	石长沟矿区, 600 万吨矿石/年	已获探矿权, 开始正式启动

数据来源: 国泰君安证券研究。新疆项目是指合作方所拥有的。

表 2 新疆项目的分布情况, 目前的公告只是四分之一

序号	证号	勘查项目名称	勘查面积	有效期限
1	T65120081201020850	新疆吉木萨尔县吴家湾一带油页岩普查	14.24	2008 年 12 月 25 日至 2010 年 12 月 25 日
2	T65120081201020997	新疆吉木萨尔县石长沟一带油页岩详查	21.02	2010 年 3 月 23 日至 2012 年 3 月 23 日
3	T65120081201021004	新疆吉木萨尔县一奇台县白杨河一带油页岩详查	12.4	2010 年 3 月 23 日至 2012 年 3 月 23 日
4	T65120081201020983	新疆吉木萨尔县木塔寺一带油页岩详查	22.58	2010 年 3 月 23 日至 2012 年 3 月 23 日
合计			70.24	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3 成大所含广发相对于广发市值的折价率在 40%以上

对主业市值的假设	悲观	中性	乐观
成大总市值(亿元)	302	302	302
主业市值(亿元)	115	198	256
其中:			
油页岩	0	24	36
生物疫苗	100	156	200
医药连锁	15	18	20
其他	0	0	0
所隐含广发市值(亿元)	750	417	185
相比于广发市值的折价率	-44.5%	-69.1%	-86.3%

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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:	gtjaresearch@gtjas.com		