

买入 维持

辽宁成大 (600739)

2011 年 4 月 19 日

分配方案好于预期，高油价提升盈利空间

非银行金融行业高级分析师：董乐
SAC 执业证书编号：S0850510120002
dl5573@htsec.com
021-23219374

2011 年 4 月 18 日收盘于 33.52 元

6 个月目标价：48 元

事件：辽宁成大 2010 年实现营业收入 52.5 亿元，同比增加 30.5%，归属于母公司的净利润 12.6 亿元，同比减少 6.2%，对应 EPS1.38 元。分配方案为每 10 股送 5 股，派发现金 1 元（含税）。

点评：

辽宁成大 2010 年实现营业收入 52.5 亿元，同比增加 30.5%，归属于母公司的净利润 12.6 亿元，同比减少 6.2%，对应 EPS1.38 元。收入增长得益于生物疫苗、贸易等主业的销售额的增长；业绩下降则源自广发证券盈利下降，广发证券为公司全年贡献利润 10 亿元，业绩占比 79.4%。

成大生物多元化产品策略已见成效：2010 年公司疫苗销售额 8.4 亿元，同比增加 94.7%。公司全年人用狂犬疫苗销量达 660 万人份，同比增加 88%，批签发量 730 万人份，市场份额 55%。从去年底开始，Chiron Behring、辽宁依生生物等公司的批签发量开始快速增加，公司份额有所下滑，但市场总量的提升仍有望推动公司狂犬疫苗销售维持稳中有升的趋势。乙脑疫苗方面，公司全年销售 223 万支，同比增长 228%，此外公司已于今年上半年获得动物狂犬疫苗批文，三菌疫苗、流感疫苗、猪瘟疫苗的研发工作正在有序推进。公司产品多元化的策略已初见成效，将进一步推动成大生物盈利持续增长。

高油价大幅提升油页岩项目盈利空间，达产仅是时间问题：公司油页岩项目已于去年 3 季度起点火试车，目前全循环干馏工艺试车取得成功，平均收油率达到 85%以上，为国内领先水平，矿井的改扩建已经完工，进入了油页岩的生产阶段，为干馏试生产储备了部分原料。我们认为油页岩开发工艺已十分成熟，我国抚顺、桦甸等地区油页岩项目已成功运行多年，根据成功运营经验，在核心干馏工艺试车成功后，项目的投产到达产的设备调试时间不会超过一年，预计成大桦甸项目今年年底应能实现 20 万吨/年的产能。特别需要注意的是，页岩油成本相对固定，主要成本包括干馏设备折旧和油页岩开采两部分，目前国际油价已稳定在 100 美元/桶之上的较高水平，页岩油的价格已经上涨到 6000 元/吨（含税），极大提升了公司未来油页岩项目的盈利能力。此外，新疆项目也在稳步推进中，随着 1 期项目勘探完成，下半年有望正式开工，由于采用露天与地下开采相结合的方式，该项目油页岩开采成本将明显低于桦甸，预计 2013 年有望达到 35-40 万吨/年的产能。根据我们的中性假设，在目前油价情况下，页岩油的毛利率已经达到 60%，在 WTI 均价 110 美元/桶的假设条件下，预计成大油页岩项目在 2012 年贡献净利润 2.2 亿元，对应 EPS0.24 元。

买入评级，目标价 48 元：在 2012 年油页岩开始贡献业绩且不考虑广发增发的假设下，预计公司今、明两年利润将达 14.8 亿元与 20.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.63 元及 2.10 元，目前公司股价对应动态 PE21 倍，在谨慎假设广发增发摊薄股权 20%的假设下，公司 2011-2012 年 EPS 将降至 1.43 元与 1.88 元，目前公司股价对应业绩 23 倍，目前公司股价隐含广发市值仍折价超过 30%，具备较高安全边际。维持买入评级，目标价 48 元。桦甸油页岩项目达产、成大生物分拆上市、油价进一步提升均是股价较强的催化剂。

公司年报主要亮点：（1）油页岩项目全循环干馏工艺试车取得成功，平均收油率达到 85%以上；（2）生物疫苗产品多元化策略已初见成效；（3）分配方案好于预期。

主要风险：油页岩项目进展低于预期，广发业绩受市场波动下滑。

表 1 辽宁成大盈利预测表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
广发证券	1217	1004	1105	1223	1217
生物疫苗	110	288	369	449	110
油页岩	0	0	0	0	220
贸易零售	58	63	70	80	58
医药连锁	35	22	22	22	35
家乐福	13	25	33	43	13
外贸	10	16	16	16	10
净利润	939	1341	1259	1482	1909
EPS（元）	1.04	1.49	1.38	1.63	2.26

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 辽宁成大分部估值

广发证券市值（亿元）	1000
隐含广发市值（亿元）	249
其他主业：	
油页岩：	
净利润（百万元）	220
估值倍数	35
价值（亿元）	77
生物技术：	
净利润（百万元）	369
估值倍数	25
价值（亿元）	92
贸易流通：	
净利润（百万元）	70
估值倍数	20
价值（亿元）	140
价值合计（亿元）	432
每股价值（元）	47.5

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 油页岩成本和盈利测算

	桦甸矿 （谨慎）	桦甸矿 （中性）	桦甸矿 （乐观）	新疆矿 （中性）
开采成本（元/吨）	140	120	100	50
干馏成本（元/吨）	60	60	60	60
吨页岩油耗油页岩（吨/吨）	13.3	11.8	11.8	16.8
油页岩含油率	10%	10%	10%	7%
干馏出油率	75%	85%	85%	85%
吨成本	2667	2118	1882	1849
页岩油价格（元/吨）	6000	6000	6000	6000
同期原油 WTI 价格（美元/桶）	110	110	110	110
税后页岩油价格（元/吨）	5128	5128	5128	5128
吨毛利（元/吨）	2462	3011	3246	3279
毛利率	48%	59%	63%	64%
三费率	10%	10%	10%	15%
所得税率	25%	25%	25%	25%
吨净利润（元/吨）	1462	1873	2050	1883

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：干馏成本中包含人工成本等，桦甸矿含油率在 10%-20%，我们取最小值；三费率 10%为假设数据，新疆矿由于考虑运输成本将费用率提高 5 个百分点；所得税率按照 25%计算，未来有可能会降到 15%

表 4 中性假设下油页岩利润贡献的测算

	2011E	2012E	2013E	2014E
桦甸页岩油产能（万吨）	12	12	12	12
桦甸页岩油产量（万吨）	0	12	12	12
新疆页岩油产能（万吨）		22	22	22
新疆页岩油产量（万吨）		0	10	22
桦甸页岩油价格（元/吨）	5800	6000	6500	7000
税后价格（元/吨）	4957	5128	5556	5983
新疆页岩油价格（元/吨）	5800	6000	6500	7000
税后价格（元/吨）	4957	5128	5556	5983
同期原油 WTI 价格（美元/桶）	105	110	120	130
桦甸页岩油吨成本（元/吨）	2118	2181	2247	2314
新疆页岩油吨成本（元/吨）	1849	1904	1961	2020
总收入（万元）		61538	122222	204221
桦甸收入（万元）		61538	66667	71795
新疆收入（万元）			55556	132426
总成本（万元）		26174	46573	72483
桦甸成本（万元）		26174	26959	27768
新疆成本（万元）			19613	44714
毛利率	57%	57%	62%	65%
三费率	10%	10%	12%	13%
所得税率	25%	25%	25%	25%
净利润（亿元）		2.19	4.5	7.9
净利润率		35.60%	37.22%	38.45%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：所有产能为权益产能；新疆地区按照 600 万吨油页岩计算得出 35.7 万吨页岩油产能；油页岩价格假设基本跟随油价同比例变化；由于吨成本变化不大，我们假设中按照页岩油吨成本每年增长 3%进行测算；三费率按照表 3 假设进行加权计算；所得税率按照 25%计算，未来有可能会降到 15%

信息披露

分析师声明

董乐：非银行金融业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：广发证券 广发证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 西南证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。