

辽宁成大（600739）：疫苗业务利润大增

增持（维持）

贸易行业

当前股价：33.52 元

报告日期：2011 年 4 月 19 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	4019	5245	6655	8147
(+/-%)	-21.48	30.50	26.88	22.41
投资净收益	1292	1045	778	808
(+/-%)	51.79	-19.13	-25.55	3.88
归属于母公司				
所有者净利润	1341	1259	1390	1753
(+/-%)	42.77	-6.15	10.43	26.13
EPS（元）	1.47	1.38	1.53	1.93
市盈率（倍）	23	24	22	17

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/流通 A 股（万股）	90,185/90,185
流通市值（亿元）	304.85
每股净资产（元）	8.33
资产负债率（%）	21.16

股价表现（最近一年）



证券分析师：姚轶楠
执业证书编号：A0140511010016
【电话】010-66045746
【邮箱】yaoyan@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

● 2010 年辽宁成大实现营业收入 52.45 亿元，同比增长 30.50%，增速较前三季度提高 6.89 个百分点，归属于母公司净利润 12.59 亿元，同比下降 6.15%，降幅较前三季度上升 2.18 个百分点，实现基本每股收益 1.39 元。分配预案为每 10 股送 5 股，派送现金 1.00 元（含税）。

● **贸易业务收入同比增长较快：**2010 年公司实现进出口贸易业务收入 26.67 亿元，同比增长 32.69%，实现税前利润 2073 万元，同比增长 285%，利润率为 0.78%，较 2009 年提高 0.51 个百分点。2010 年，我国进出口总值增长 34.7%，同期社会批零消费总额增长 18.4%。在这种环境下，公司进出口及国内贸易业务收入实现同比较大幅度增长。

另一方面，公司医药连锁零售门店增长较快，2010 年末已达 795 家，2010 年新开门店 132 家。2010 年公司医药连锁零售业务实现营业收入 16.73 亿元，同比增长 11.61%，实现利润总额 3633 万元，同比下降 23.61%，新开门店未进入盈利期使得医药连锁业务利润率下滑。

● **生物制药业务发展迅速：**公司 2010 年生物制药业务实现营业收入 8.41 亿元，同比增长 94.68%，毛利 7.41 亿元，毛利率 88.11%，实现净利润 4.61 亿元，同比增长 130%，净利润率高达 54.82%。公司 2010 年销售狂犬疫苗 660 万人份，比去年同期增长 88%；销售乙脑疫苗 223 万支，同比增长 228%。市场份额稳步扩大。公司生物疫苗业务与国内其它疫苗企业比较，暂时没有面临技术竞争的压力，并占据全国超过 30% 的市场份额。由于狂犬疫苗未来两年内仍处供不应求状态，公司生物医药业务有望在未来两年实现更快增长。

另外，辽宁成大生物分拆上市工作仍有待证监会的审批。目前生物制药类上市公司的动态市盈率约为 40-60 倍，假设成大生物发行不超过 3000 万股，则总股本将达 3.9 亿股，以新的股本数量计算，成大生物 2010 年每股收益约为 1.28 元。如果能够成功实现上市，有望为辽宁成大贡献一次性投资收益 50-75 亿元，约为每股 5.5-8.3 元。

- **对广发证券依赖性明显下降：**2010 年公司投资收益为 10.45 亿元，同比下降 19.13%，其中，对联营及合营企业的投资收益贡献 10.29 亿元，同比下降 16.21%，其中广发证券贡献投资收益 10.04 亿元，同比下降 17.47%。广发证券贡献的投资收益占公司营业利润的比例由 2009 年的 83.8%下降至 67.4%。由于 2010 年广发证券盈利下降，生物制药业务的快速发展，以及贸易业务的回升，公司对于广发证券投资收益的依赖下降。考虑到广发证券 2010 年收益中包含出售广发华福股权所获一次性投资收益，2011 年业绩预计将较 2010 年有一定幅度下降，因此 2011 年广发证券贡献的投资收益占成大营业利润的比重将进一步下降。
- **油价维持高位有利公司页岩油业务发展：**公司控股 60%的成大弘晟主要对吉林省桦甸市的油页岩资源进行综合开发，2010 年试车结果表明公司的全循环干馏工艺取得成功，平均收油率达到 85%以上，为国内领先水平，有望于 2011 年形成年产 10 万吨页岩油的生产能力。远期看，成大弘晟将形成 50 万—100 万吨的页岩油产量。按照 3000 元/吨的开发成本及目前页岩油市场价 6000 元/吨的销售价格计算，年产 10 万吨页岩油可为公司贡献毛利 2 亿元。此外，2010 年公司启动了新疆油页岩项目的前期准备工作，公司控股 60%的新疆宝明矿业将开发新疆吉木萨尔县油页岩项目，该项目自启动至完成预计约需 5 年时间，总投资 300 亿元。项目建成后，有望形成年产页岩油 300 万吨的生产能力。
- **盈利预测及评级：**我们预测公司2011-2012年EPS分别为1.53元和1.93元，按照4月18日股价33.52元计算，动态PE分别为22倍和17倍，估值较低。成大生物发展快速，如果分拆上市，可为公司贡献大额一次性投资收益，此外，公司页岩油项目如果顺利投产将成为公司重要利润点，我们维持公司的“增持”投资评级（见表1）。

表格 1 辽宁成大盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业收入	401,943	524,542	665,523	814,650
减：营业成本	323,887	402,743	473,072	553,069
营业税金及附加	1,251	1,776	2,254	2,759
资产减值损失	3,266	3,685	0	0
销售费用	35,959	43,736	54,573	66,801
管理费用	19,831	26,284	33,942	41,547
财务费用	1,430	1,833	2,329	2,851
加：公允价值变动净收益	-279	88	147	137
投资净收益	129,181	104,467	77,780	80,799
其中：广发证券投资收益	121,659	100,404	73,891	76,759
二、营业利润	145,221	149,040	177,280	228,559
三、利润总额	146,634	150,804	177,280	228,559
减：所得税	5,047	10,304	22,126	32,858
四、净利润	141,588	140,500	155,154	195,701
归属于母公司所有者的净利润	134,128	125,875	139,004	175,330
少数股东损益	7,460	14,625	16,150	20,371
EPS（元）	1.47	1.38	1.53	1.93

资料来源：天相投顾预测

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041