

辽宁成大：估值具备吸引力

买入（维持）

投资要点：

- 对广发证券投资收益下降导致净利润下降
- 医药业务快速发展
- 与合理估值比，股价具备上升空间

报告摘要：

- 2010年，辽宁成大实现营业收入52.45亿元，同比增长30.5%，实现净利润12.59亿元，同比下降6.15%。公司净利润同比下降主要是由于公司参股的广发证券2010年业绩出现同比下滑。
- 2010年广发证券实现净利润40亿元，归属辽宁成大的投资收益为10亿元，占净利润的比重为71.46%。作为第一集团的券商，广发证券综合服务能力强，投行、资产管理、创新业务均属行业翘楚。随着行业佣金率触底反弹、券商经营环境好转，不考虑增发摊薄预计2011年广发的EPS分别为1.6元，按照每股辽宁成大对应0.68股广发证券，归属辽宁成大的净利润折合EPS为1.1元，参照目前大型券商平均估值水平，给予20倍PE，对应每股价值22元。考虑增发摊薄，证券业务价值为18元。
- 子公司成大生物实现销售收入8.41亿元，利润总额5.41亿元。其中报告期内狂犬疫苗披签发731万份，市场占比大幅提高，达到近70%的水平，实际销售660万份，产品价格稳定，乙脑疫苗销售223万份，同比增长223%。报告期内，“2-1-1”免疫程序获得批件，兽用狂犬病疫苗已获新药证书；三菌、流感、猪瘟疫苗的研发工作也在有序推进。我们认为公司的疫苗质量领先，国内市场竞争能力很强，销量会继续稳步增加。预计2011年成大生物实现销售收入10.96亿元，净利润5.83亿元，按照2011年30倍PE，成大生物这块对应市值约95.80亿元，每股价值约10.54元。
- 成大方圆医药连锁领域网络拓展成果显著，新开门店132家，已达795家。销售收入16.73亿元，利润总额3633万元。测算目前每股价值1.05元。
- 2010年公司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。在石油价格高企的背景下，我们认为公司有加快桦甸二期及新疆吉木萨尔县探矿进程的动力，特别是新疆油页岩储量丰富，初步估算在6.5亿吨以上。乐观预计，未来两年页岩油对EPS的贡献值分别为0.29和0.45元，给予20倍市盈率，对应的股价为5.8元、9元。
- 按各业务分部估值，2011年公司股票目标价为40元，即使考虑增发摊薄，公司合理价位也应在36元以上。此外，此估值中证券类估值较为保守，医药业务并未包括成大生物分拆上市带来的资产重估溢价。基于上述两点，维持买入评级。

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

邢波

电话：010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

吴洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



相关研究

- 保险点评报告：刀刃上的舞蹈 4.18
- 保险二季度策略：具备配置价值 4.7
- 中国平安：新业务价值快速增长 3.30
- 中国太保：评估利率有所上移 3.28
- 保险2月报：估值接近历史底部 2.25
- 影子会计核算和保险估值优化 2.17

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。