

买入 维持

辽宁成大 (600739)

2011 年 8 月 23 日

贸易及生物制药增速好于预期

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 8 月 22 日收盘于 15.23 元

6 个月目标价: 20 元

事件: 辽宁成大上半年实现营业收入 34.7 亿元, 同比增长 62%, 归属于母公司的净利润 5.1 亿元, 同比下降 1.6%, 对应 EPS0.38 元。

点评:

辽宁成大上半年实现营业收入 34.7 亿元, 同比增长 62%, 归属于母公司的净利润 5.1 亿元, 同比下降 1.6%, 对应 EPS0.38 元。营业收入增长主要来源于国内外贸易, 特别是大宗商品业务; 利润总额增长主要来源于生物制药和国内外贸易业务净利润下降则源自广发证券盈利下降, 广发证券为公司贡献利润 3.51 亿元(含粤财信托分红), 业绩占比 68.8%。

油页岩方面, 桦甸项目 1、4 组干馏炉和加热炉的建设安装工作基本完成, 下半年即将开始点火调试工作; 已点火调试的 2、3 组干馏炉在试运行期间不断进行工艺优化, 截止 6 月底, 生产页岩油 10,327 吨, 加热炉的维修改造也在筹备当中。新疆项目完成了首采区---石长沟矿区精勘工作, 并完成了项目环评报告的编制等初期工作。随着国际原油价格近期有较为明显的下跌, 国内燃料油价格也出现了一定程度的下滑, 不过其波动幅度要明显小于原油价格, 我们推测目前成大页岩油价格约为 5800 元/吨。根据我们的中性假设, 在目前油价情况下, 页岩油的毛利率约 45%, 在布伦特均价 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 1.1 亿元, 对应 EPS0.08 元。

上半年公司生物制药实现营业收入 4.8 亿元, 同比增长 24.7%, 人用狂犬疫苗销量达 381 万人份, 同比增长 33.7%, 市场占有率在同行业中继续保持第一, 批签发量 298 万人份, 同比下降 10%, 市场份额 45.3%。

公司贸易零售主业上半年增长显著, 进出口贸易与商品流通业务营业收入分别同比增长 32%与 83%, 营业利润同比分别增长 34.3%与 26.6%。

买入评级, 目标价 20 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 11.3 亿元与 15.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.83 元及 1.11 元, 目前公司股价对应动态 PE18 倍, 在考虑广发增发摊薄股权的假设下, 公司 2011 年 EPS 将降至 0.72 元, 目前公司股价对应该业绩 21 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。根据分部估值, 给以公司目标价 20 元, 对应 2011 和 2012 年动态 PE 分别为 24 倍和 18 倍, 维持买入评级。

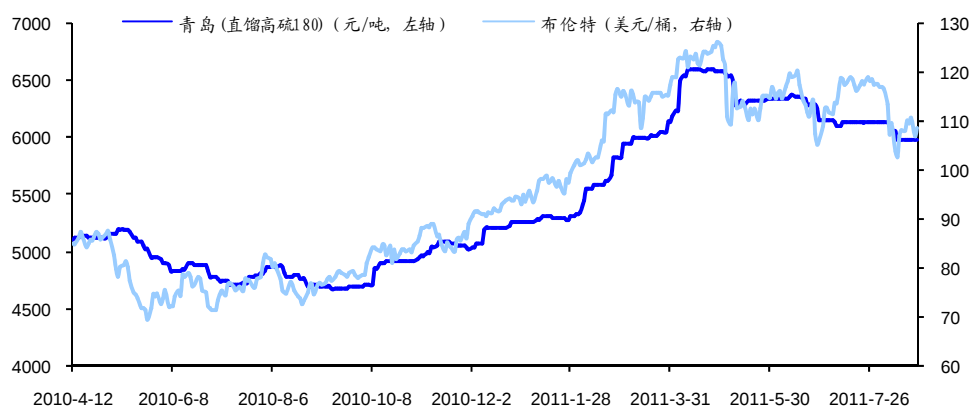
公司主要风险在于油页岩项目进程低于预期, 广发证券股价大幅下跌。

表 1 中性假设下油页岩贡献

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
桦甸页岩油产能 (万吨)	25	25	25	25	25
桦甸页岩油权益产量 (万吨)		7.2	13.2	15	15
新疆页岩油产能 (万吨)		20	20	20	60
新疆页岩油权益产量 (万吨)			6.2	12	37
桦甸页岩油价格 (元/吨)	5800	6000	6100	6200	6500
税后价格 (元/吨)	4957	5128	5214	5299	5556
同期原油布伦特价格 (美元/桶)	105	110	112	114	119
桦甸页岩油吨成本 (元/吨)	2733	2815	2900	2987	2987
新疆页岩油吨成本 (元/吨)	2054	2116	2179	2245	2245
总收入 (万元)		36923	101145	145197	290000
总成本 (万元)		20270	51787	72633	128300
毛利率	45%	45%	49%	50%	56%
三费率	10%	10%	12%	13%	15%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
净利润 (亿元)		1.10	3.2	4.6	10.0
净利润率		29.84%	31.62%	31.43%	34.64%
EPS		0.08	0.23	0.33	0.74

资料来源: 海通证券研究所

图 1 燃料油价格与 WTI 价格走势对比



资料来源: 海通证券研究所

表 2 辽宁成大盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
广发证券	818	1,217	1,004	761	949
生物疫苗	79	110	288	365	443
油页岩		0	0	0	110
贸易零售	42	58	63	73	83
医药连锁	35	35	22	22	22
家乐福	29	13	25	33	43
外贸	-21	10	16	19	19
净利润(百万元)	939	1,341	1,259	1,130	1,516
EPS	0.69	0.98	0.92	0.83	1.11

资料来源: 海通证券研究所

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：招商证券 招商证券 招商证券 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经营范围包括证券投资咨询业务。