

辽宁成大 (600739)

疫苗强劲增长，油业务进展顺利

——2011 年 3 季报点评

梁静
021-38676850
liangjing@gjtas.com
编号 S0880511010005

本报告导读：

前 3 季度正常业绩 0.52 元，其中广发和疫苗分别贡献 0.29 元和 0.21 元。贸易、疫苗好于预期。油页岩调试顺利，正式投产可期。

投资要点：

- **广发定增推动业绩大幅增长。**公司前 3 季度营业收入 62 亿元、同比增长 77%；净利润 20.4 亿元、同比增长 130%。EPS 1.50 元、ROE 23.9%。收入增加主要来自于成大钢铁贸易；业绩增长则主要因为广发定增、及成大生物的快速增长。同样由于广发定增，第 3 季度营业收入 27.3 亿元、净利润 15.3 亿元，同比增长 100% 和 320%，环比增长 29% 和 465%；EPS 1.12 元。
- **广发定增影响巨大。**因未参与广发定增，公司持股广发比例由 24.93% 降至 21.12%，按相关会计准则，增发带来的权益净资产增厚增加净利润 13.4 亿元、EPS 0.98 元。分别占前 3 季度和第 3 季度损益的 65.7% 和 87.6%。**扣除广发定增，公司前 3 季度和第 3 季度业绩分别为 0.52 元和 0.14 元，同比减少 21% 和 48%，但仍好于预期。**
- **广发 3 季度业绩低于预期。**广发前 3 季度净利润 15.6 亿元、3 季度 2.17 亿元，同比分别降 43% 和 80%。贡献 EPS 0.29 元和 0.04 元，贡献度分别为 56% 和 28%。
- **生物疫苗增速超预期。**今年以来继续保持良好的态势，初步测算，前 3 季度成大生物净利润超 4.5 亿元，同比增长 30%，贡献净利润 2.8 亿元、EPS 0.21 元；3 季度净利润超 2 亿元，同比增长 38%，权益净利润 1.25 亿元、EPS 0.09 元，贡献度达 64%，显著好于预期。预期成大生物全年净利润约 6 亿元，同比增长 30%。
- **能源开发：**桦甸项目 1、4 组炉调试生产顺利，年内完成 5 万吨油产量无悬念；明年上半年可望完全达产、年产量 15 万吨；新疆项目开工的前期准备工作如期推进，维持对 2013 年正式投产的判断。
- **维持增持评级。**调整公司 2011-2013 年 EPS 预期至 1.70/0.85/1.28 元，同比增速 85%/-50%/50%。对应动态 PE 为 9 倍/17 倍/11 倍。相比于广发价值低估明显、目前的估值也尚未开始反映油业务预期。维持增持评级和 21.08 元目标价。广发业绩风险已基本释放完毕，成大生物快速增长预期明确，桦甸项目竣工达产、新疆项目正式启动，都将是公司的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,019	5,245	6,819	7,842	9,018
(+/-)%	-21%	31%	30%	15%	15%
经营利润 (EBIT)	177	463	603	694	798
(+/-)%	-14%	161%	30%	15%	15%
净利润	1,341	1,259	2,318	1,163	1,748
(+/-)%	43%	-6%	84%	-50%	50%
每股净收益 (元)	0.98	0.92	1.70	0.85	1.28
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	4.4%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
市盈率	15	16	9	17	15
股息率 (%)	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.0%

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：21.07

上次预测：21.07

当前价格：14.67

2011.10.25

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.14-40.48
总市值 (百万元)	20,020
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,365/1,365
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)	14
日均成交值 (百万元)	219

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,005
每股净资产	5.87
市净率	2.5
资产负债率	27%

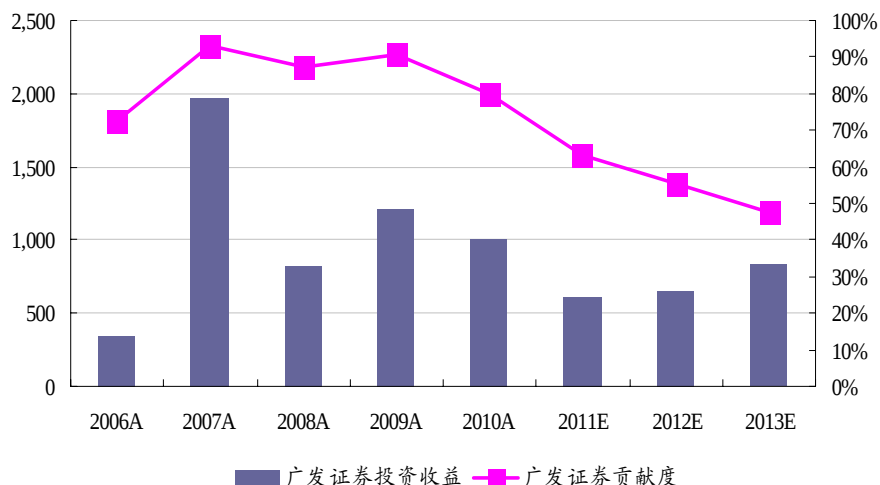
52 周内股价走势图



相关报告

《短期贡献甚巨，长期摊薄有限》	2011.08.25
《生物和贸易好于预期，油业务进展顺利》	2011.08.23
《油业务拐点将现》	2011.06.14
《主业快速增长，广发拖累业绩》	2011.04.28
《生物略超预期，关注油价弹性》	2011.04.19

图 1 广发对公司的业绩贡献度将可望持续降低



数据来源：国泰君安证券研究

表 1 辽宁成大盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润(百万元)	1,341	1,259	2,325	1,163	1,748	2,179
其中:						
广发证券	1,217	1,004	619	645	831	920
广发业绩	4,690	4,027	2,482	3,207	4,129	4,570
持股比例	25.94%	24.93%	24.93%	20.12%	20.12%	20.12%
生物疫苗	110	288	375	448	526	619
生物业绩	200	461	601	717	842	990
持股比例	54.79%	62.51%	62.51%	62.51%	62.51%	62.51%
油页岩	0	0	14	73	362	594
弘晟业绩	0	0	24	122	212	212
宝明业绩	0	0	0	0	391	779
持股比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%
贸易零售	56	57	75	85	97	114
医药连锁	35	22	22	22	22	22
家乐福	13	25	33	43	56	72
外贸	8	10	20	20	20	20
EPS (元)	0.98	0.92	1.70	0.85	1.28	1.60
广发	0.89	0.74	0.45	0.47	0.61	0.67
生物疫苗	0.08	0.21	0.28	0.33	0.39	0.45
油页岩	0.00	0.00	0.01	0.05	0.27	0.44
其他	0.01	-0.02	0.96	0.00	0.02	0.03

数据来源：国泰君安证券研究

表 2 辽宁成大分部估值表

	悲观	中性	乐观
金融业—广发(亿元)	111	144	190
广发市值(亿元)	700	800	900
持股比例	21.12%	21.12%	21.12%
参股折扣	-25%	-15%	0%
生物疫苗(亿元)	58	94	134

权益净利润(百万元)	288	375	448
估值倍数	20	25	30
油页岩(亿元)	0	15	72
权益净利润(百万元)	0	73	362
估值倍数	20	20	20
贸易流通(亿元)	11	15	17
权益净利润(百万元)	57	75	85
估值倍数	20	20	20
合理市场价值(亿元)	198	285	432
每股价值(元)	14.50	20.89	31.64

数据来源：国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		