

## 转型拓展金融，定增优化股权

■**转型扩张涉足多元领域。**辽宁成大成立于1993年，公司控股股东为成大集团（持股占比11.11%），辽宁省国资委是公司的实际控制人。1999年以来公司数次转型扩张，陆续涉足金融、医药、生物制药、能源开发等多个领域，2014年以来宏观经济下滑、油价大幅下跌，导致公司业绩趋缓，预计未来公司传统板块将企稳，金融板块将持续提升公司价值，定增带来的新晋股东也将提振整体实力。

■**金融板块证券与保险双轮驱动。**公司先后涉足广发证券（持股占比16.4%）与中华保险（持股占比19.6%），2014年中以来金融板块贡献投资收益在利润总额中的占比维持在70%以上的高位。证券与保险双轮驱动，预计未来辽宁成大金融板块将持续提升公司价值，促进产融结合发展。

(1) **中华保险高速发展。**①**中华联合财险保费增速高于行业水平，市场份额行业排名第五。**中华保险以财险为主，2013年至2015年中华联合财险业务收入同比增速维持在17%以上，高于行业增速（同期行业增速在11%-16%之间），同时财险业务带动业绩增长，2015年中华保险净利润同比增速达到30%。此外，2016年中华财险保费收入市场份额达到4.16%，排名全国第五，预计未来中华保险将在维持财险业绩稳定的基础上发展寿险，结合投资端优势，实现稳中有进。②**中华保险股东优势明显。**中华控股第一大股东为东方资产、第二大股东为中国保险保障基金，两者均为国有背景，拥有强大的资本和平台优势，对于延长中华控股的产品线起到积极作用，同时可以为其发展提供丰富资源。③**中华保险将持续为公司提供投资收益。**2016年上半年中华保险贡献投资收益在辽宁成大利润总额中占比超过30%，预计2017年-2018年中华保险在公司的利润贡献将为4亿元左右。

(2) **广发证券利润贡献较大。**①**广发证券为辽宁成大贡献投资收益。**辽宁成大在广发证券的持股占比为16.4%，稳居广发证券的前三大股东，广发证券贡献投资收益在辽宁成大利润总额中的占比超70%。②**广发证券综合实力位居行业前列。**2015年其营业收入（第4名）、净利润（第5名）、净资产（第4名）排名均处于领先地位，较为雄厚的资本实力推动了公司各项业务的发展，且2015年广发证券股票主承销家数排名全行业第一，投行业务优势突出。③**广发证券为公司提供市值支撑。**截至2017年3月6日收盘，广发证券总市值为1307亿元，在辽宁成大贡献市值约为214亿元，而目前辽宁成大总市值为268亿元，与广发证券贡献市值相差仅50亿元左右，因此我们认为广发证券为公司市值提供有力支撑。

■**多元业务广泛布局，稳健发展。**①**能源开发业绩逐步改善。**由于国际油价大幅下跌，公司油页岩业务增速趋缓，不过成大弘晟减值带来的影响已基本体现，新疆宝明技术提升取得进展，预计未来业绩将逐步改善；②**生物制药利润增长稳定。**成大生物目前已挂牌新三板，2014年以来净利润维持稳定增长，预计2017年利润将与2016年基本持平。③**商贸流通产业调整蓄力未来发展。**2012年以来商贸流通营业收入在公司总营业收入中的占比超过80%，是营业收入的主要组成部分，公司处置家乐福股权进行产业调整，为公司下一步发展蓄力。

■**定增引入新晋股东。**2016年8月10日公司公告定增预案修订稿，拟向国资公司、巨人投资、金汇资管、中欧物流发行不超过3.2亿股，定增将带来股权结构变革，在控制人成大集团（持股占比将为9.18%，下同）不变的前提下，引入巨人投资（7.84%）、金汇资管（4.33%）、中欧物流（4.33%）以及辽宁国资公司（4.33%）等新晋股东，目前定增尚待过会。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6个月目标价22.87元。我们预计公司2016年-2018年的EPS分别为0.68元、1.12元、1.45元。

■**风险提示：**宏观风险、市场风险、油价风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	9,238.6	9,140.0	9,159.9	10,299.8	11,471.8
净利润	813.0	514.5	1,046.4	2,080.4	2,680.3
每股收益(元)	0.53	0.34	0.68	1.12	1.45
每股净资产(元)	8.80	11.40	11.65	13.50	14.82
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	33.0	52.1	25.6	15.6	12.1
市净率(倍)	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2
净利润率	8.8%	5.6%	11.4%	20.2%	23.4%
净资产收益率	6.0%	3.0%	5.9%	8.3%	9.8%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.5%	1.1%	0.8%
ROIC	8.1%	9.0%	8.1%	14.9%	16.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：22.87元  
股价(2017-03-06) 17.54元

### 交易数据

总市值(百万元)	26,831.11
流通市值(百万元)	23,937.01
总股本(百万股)	1,529.71
流通股本(百万股)	1,364.71
12个月价格区间	15.18/21.87元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.15	-9.03	-7.49
绝对收益	-0.17	-8.12	5.02

赵湘怀 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

贺明之 报告联系人  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

马琦 报告联系人  
maqi@essence.com.cn  
021-35082773

### 相关报告

辽宁成大：布局中华保险，广发持续盈利	2016-11-03
辽宁成大：收购中华保险，发展多元业务	2016-04-29
辽宁成大：并购中华保险，实现业务转型	2016-03-29
辽宁成大：收购中华保险，深化金控布局	2016-02-29

## 内容目录

1. 发展历程：转型扩张涉足多元领域.....	4
2. 金融板块：证券与保险双轮驱动.....	6
2.1. 保险板块：中华保险高速发展.....	6
2.1.1. 中华联合财险：农险业务优势突出.....	6
2.1.2. 同业比较：中华联合财险具有独特优势.....	8
2.1.3. 中华联合人寿：处于初步发展阶段.....	10
2.1.4. 中华保险股东优势明显.....	11
2.2. 证券板块：广发证券利润贡献较大.....	11
2.2.1. 广发证券为辽宁成大贡献投资收益.....	11
2.2.2. 广发证券综合实力位居行业前列.....	12
3. 多元业务：广泛布局，稳健发展.....	15
3.1. 能源开发：业绩逐步改善.....	15
3.2. 生物制药：利润增长稳定.....	16
3.3. 商贸流通：产业调整蓄力未来发展.....	17
4. 股东优势：定增引入新晋股东.....	18
5. 盈利预测与估值分析.....	20
5.1. 财务分析与盈利预测.....	20
5.2. 估值分析.....	23
5.2.1. PE 估值.....	23
5.2.2. PB 估值.....	25

## 图表目录

图 1：辽宁成大历经数次转型扩张.....	4
图 2：辽宁成大营业收入 2017 年有望继续回升.....	5
图 3：辽宁成大营业收入中商品流通占比较大.....	5
图 4：多元化业务提升综合竞争力.....	5
图 5：中华联合财险保险业务收入同比增速较高.....	6
图 6：中华联合财险产品以车险为主农险为辅.....	7
图 7：中华联合财险以保险中介代理渠道为主.....	7
图 8：中华联合财险投资收益维持高增速.....	8
图 9：中华联合财险投资收益在营业收入中的占比稳步提升.....	8
图 10：中华联合财险市场份额排名第五.....	9
图 11：投资收益在营业收入中的占比同业比较.....	9
图 12：投资收益同比增速同业比较.....	10
图 13：中华联合人寿保险业务收入稳步提升（亿元）.....	10
图 14：中华联合人寿净利润转负为正（亿元）.....	10
图 15：中华保险股东结构（收购完成前）.....	11
图 16：广发证券净利润及其同比增速.....	11
图 17：广发证券贡献投资收益在利润总额中占比超 70%.....	12
图 18：广发证券业务结构图.....	12
图 19：证券承销业务净收入及其同比增速.....	13

图 20: 代理买卖证券业务收入及其同比增速.....	13
图 21: 利息净收入及其同比增速.....	14
图 22: 投资净收益及其同比增速.....	14
图 23: 受托客户资产管理业务净收入及其同比增速.....	15
图 24: 辽宁成大能源开发业务营业收入及其同比增速.....	16
图 25: 成大生物归母净利润及其同比增速较为稳定.....	17
图 26: 成大生物毛利率与净利率维持高位.....	17
图 27: 商贸流通在营业收入占比维持 80%以上.....	17
图 28: 巨人投资股权结构.....	19
图 29: 国资公司股权结构.....	19
图 30: 金汇资管股权结构.....	20
图 31: 中欧物流股权结构.....	20
图 32: 2016 年上半年金融板块贡献投资收益在利润总额中占比超 100%.....	21
图 33: 2016 年上半年金融服务贡献利润在营业收入中的占比超 24%.....	21
图 34: 辽宁成大毛利率维持稳定.....	22
图 35: 广发证券利润预测 (亿元).....	22
图 36: 中华联合控股利润增长预测 (亿元).....	22
图 37: 广发证券同类公司 PE 估值.....	23
图 38: 中华联合控股同类公司 PE 估值.....	24
图 39: 成大生物同类公司 PE 估值.....	24
图 40: 广发证券同类公司 PB 估值.....	25
图 41: 中华联合控股同类公司 PB 估值.....	26
图 42: 成大生物同类公司 PB 估值.....	26
表 1: 辽宁成大股权结构 (截至 2016 年三季度).....	4
表 2: 广发证券规模及业务排名均处于行业前列.....	12
表 3: 广发证券股东结构明细 (2016 年三季度).....	15
表 4: 辽宁成大拟出售家乐福股权明细.....	18
表 5: 定增前后辽宁成大股权结构变化推测 (假设除参与定增的股东之外其余股东持股情况不变) .....	19
表 6: 广发证券同类公司 PE 列表.....	23
表 7: 中华联合控股同类公司 PE 列表.....	23
表 8: 成大生物同类公司 PE 列表.....	24
表 9: 辽宁成大 PE 估值明细表.....	25
表 10: 广发证券同类公司 PB 列表.....	25
表 11: 中华联合控股同类公司 PB 列表.....	26
表 12: 成大生物同类公司 PB 列表.....	26
表 13: 辽宁成大 PB 估值明细表.....	27

## 1. 发展历程：转型扩张涉足多元领域

辽宁成大转型扩张，涉足多元领域。辽宁成大成立于1993年8月，1996年8月公司股票在上海证券交易所挂牌上市，现注册资本为15.3亿元，目前成大集团持有1.7亿股股份，占本公司总股本的11.11%，为公司的控股股东，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。公司1999年以来数次转型扩张，陆续涉足金融、医药、生物制药、能源开发，多元化发展提升综合实力。

表 1：辽宁成大股东结构（截至 2016 年三季度）

股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
1 辽宁成大集团有限公司	169,889,039	11.11%
2 前海开源基金-浦发银行-前海开源乐晟资产管理计划	74,999,969	4.90%
3 巨人投资有限公司	65,000,000	4.25%
4 富邦人寿保险股份有限公司-自有资金	63,125,389	4.13%
5 前海开源基金-建设银行-前海开源定增3号资产管理计划	50,000,000	3.27%
6 前海开源基金-浙商银行-前海开源战略3号资产管理计划	23,596,895	1.54%
7 陈国义	17,700,000	1.16%
8 深圳市前海香江金融控股集团有限公司	15,985,602	1.05%
9 前海开源基金-民生银行-前海开源战略6号资产管理计划	14,641,129	0.96%
10 中国证券金融股份有限公司	12,943,018	0.85%
合计	507,881,041	33.22%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 1：辽宁成大历经数次转型扩张

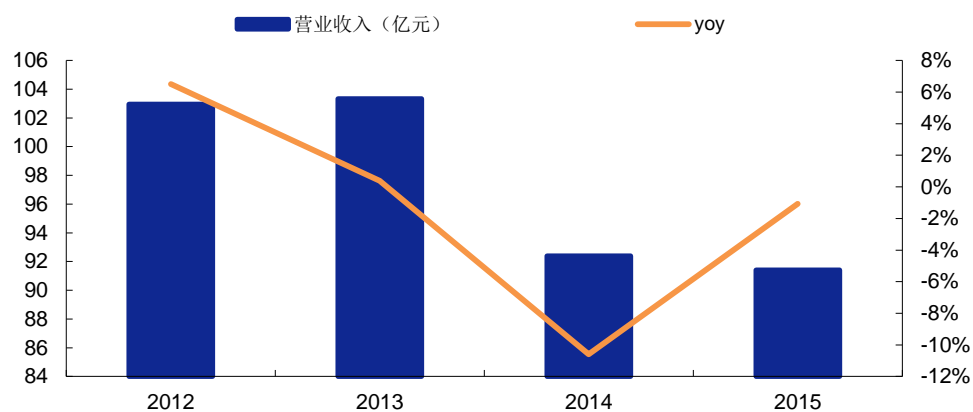


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

宏观经济下滑导致商品贸易业务不景气，是公司业绩趋缓的主因。受到国内外经济形势影响，大宗商品贸易额下降，2014年至2015年公司营业收入和归母净利润负增长，2016年前三季度公司营业收入61亿元，同比下滑7%，归属于上市公司股东的净利润9亿元，同比下降43%，宏观经济下滑、油价大幅下跌，是公司业务不景气的主要原因。

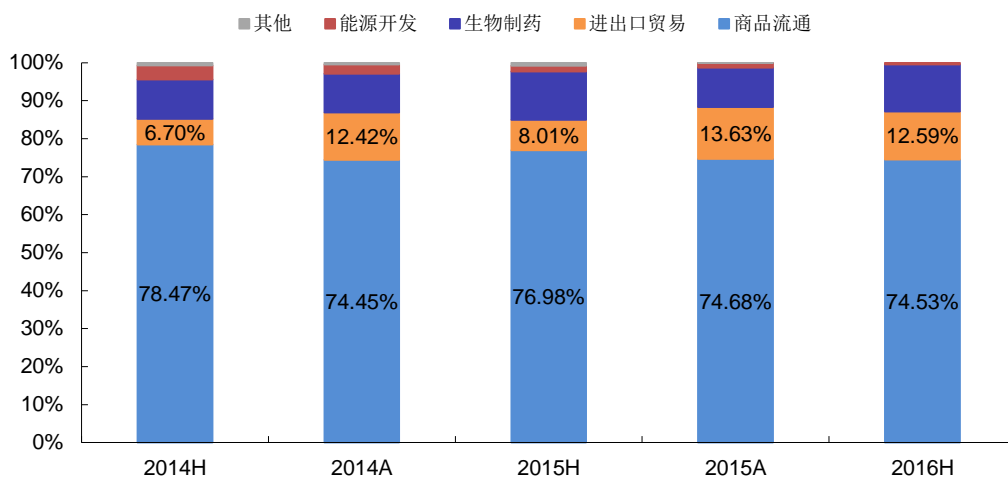
预计未来金融业务将带动公司价值提升。公司先后涉足广发证券与中华保险，2014年中以来金融板块贡献投资收益在利润总额中的占比维持在70%以上的高位，预计未来金融业务将带来公司价值提升，促进产融结合发展。

图 2：辽宁成大营业收入 2017 年有望继续回升



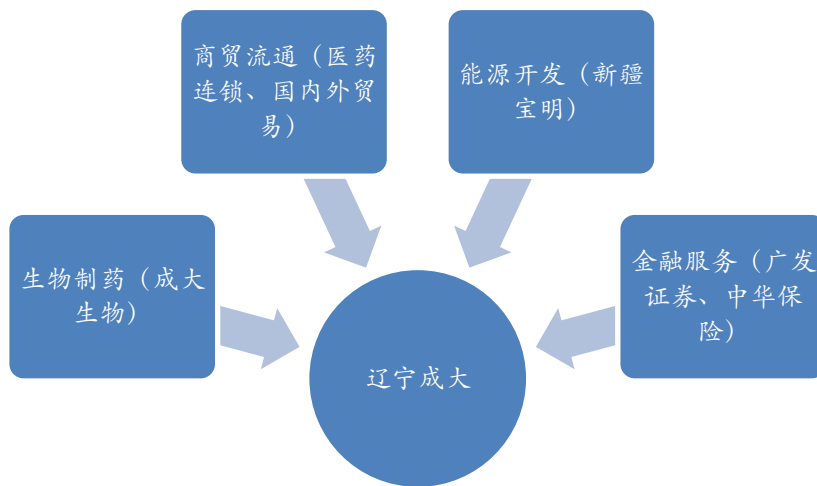
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：辽宁成大营业收入中商品流通占比较大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：多元化业务提升综合竞争力



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



## 2. 金融板块：证券与保险双轮驱动

预计未来公司金融板块将提升公司价值。公司金融板块分为两大部分，一部分是广发证券，1999年辽宁成大投资广发证券（目前持股占比16.4%），并稳居其前三大股东，近年来广发证券贡献辽宁成大营业收入占比超16%；另一部分则是中华保险，2016年公司完成收购中华控股（目前持股占比19.6%），中华保险以财险为，同时农险具有独特优势，且与同类公司相比投资收益增速维持高位。证券与保险双轮驱动，预计未来辽宁成大金融板块将持续提升公司价值，促进产融结合发展。

### 2.1. 保险板块：中华保险高速发展

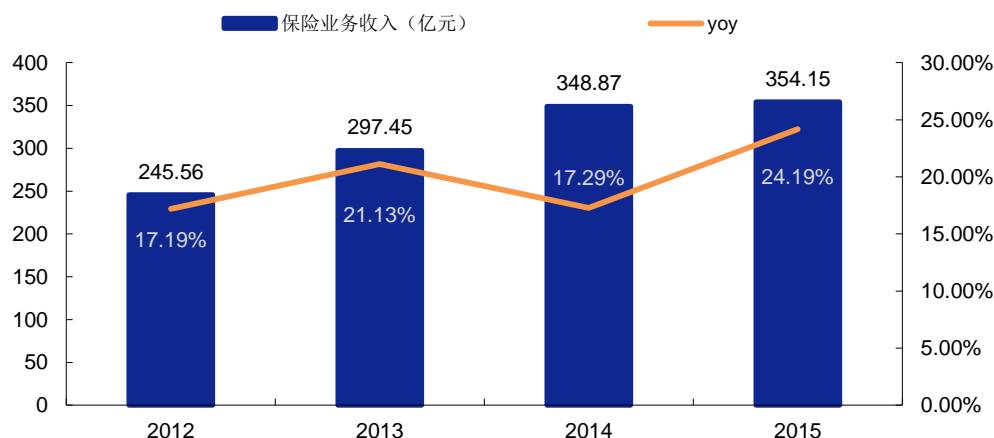
辽宁成大参股中华保险，持股占比19.595%，目前收购已进行完毕。中华保险成立于1986年7月15日，是我国成立的第二家具有独立法人资格的国有控股保险公司。目前中华保险主要股东包括中国东方资管、中华联合人寿、万联电子商务等，截止2016年上半年，中华保险在全国共设立了31家分公司，2家分公司营业总部，242家中心支公司，1508家支公司，631家营销服务部，营业网点超过2400个，机构数量在业内排名第二，员工数量达到4万人，经营险种近5000个。

中华保险业绩保持高增速。中华控股是集产险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团。2016年上半年中华保险总资产达到623亿元，比2015年末提升约13%，实现稳步提升；2015年中华保险实现净利润23.5亿元（同比增长30%），保险业务收入395亿元（同比增长13%），均维持较高增速。同时，2015年中华保险净资产收益率达到18.7%的高水平。公司以财险为主，寿险起步较晚，目前处于初步发展阶段。

#### 2.1.1. 中华联合财险：农险业务优势突出

中华联合财险保险业务收入同比增速较高。2012年至2015年公司保险业务收入同比增速较高，维持在17%以上。

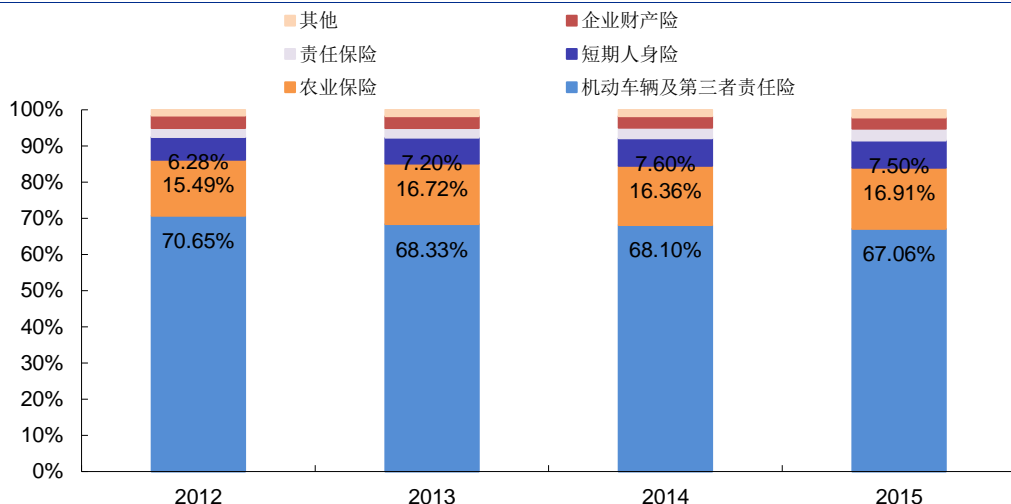
图5：中华联合财险保险业务收入同比增速较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中华联合财险以车险为主农险为辅。虽然中华联合财险产品结构以车险为主，但其农险业务优势突出，在业务网路方面，公司已经在全国17个省的4151个乡镇建立了农业保险服务网点，专业技术方面，中华控股引入了农业保险新技术应用，大幅缩短了结案周期，提高了定损精确度。预计未来农险产品业务占比将有所提升。

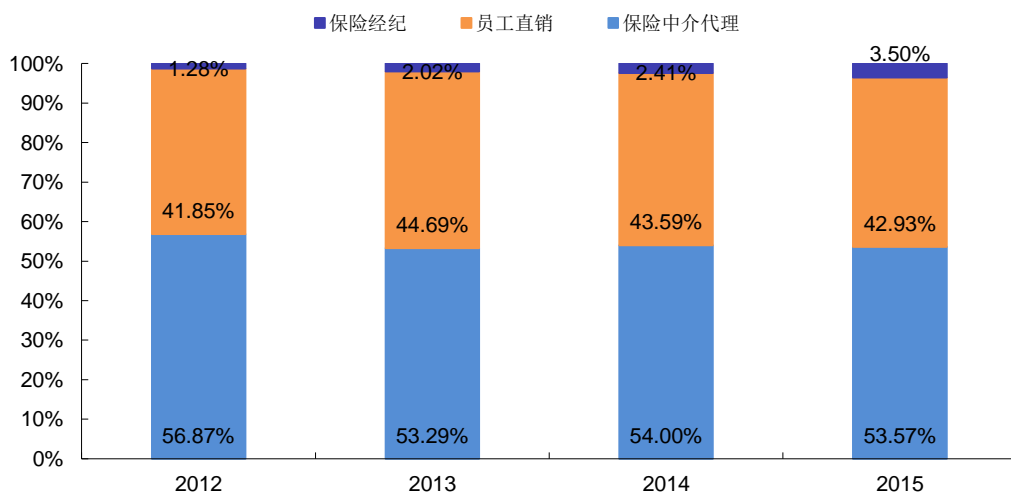
图 6：中华联合财险产品以车险为主农险为辅



资料来源：中国保险业协会，安信证券研究中心

中华联合财险保险中介业务占比维持 50% 以上。中华控股的销售方式主要分为保险中介代理、员工直销和保险经纪。2015 年保险中介代理业务（通过保险代理人 and 保险代理公司为中华控股做销售推广）占比 53.57%，员工直销业务（受益于电销和网络销售的兴起）占比达 42.9%，保险经纪业务（提供针对性保险服务）则占比 3.5%，近年来中华联合财险的保险中介业务占比维持 50% 以上。

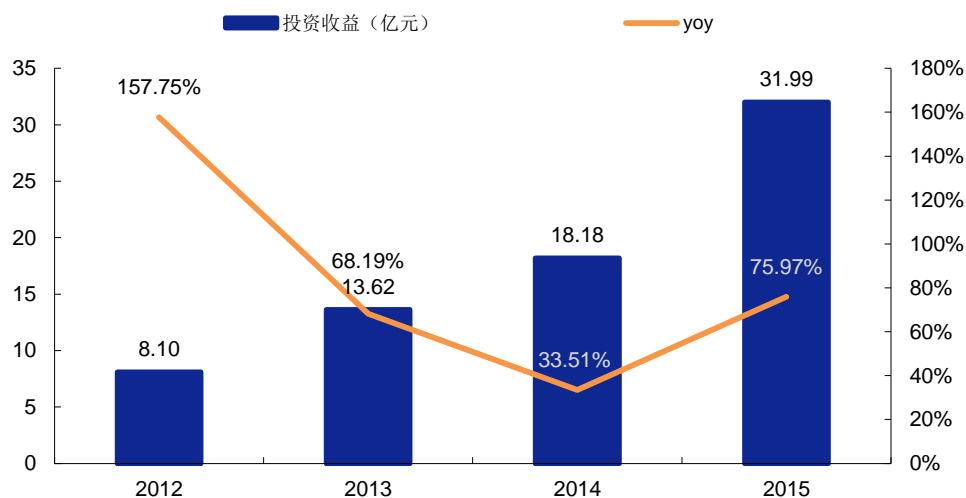
图 7：中华联合财险以保险中介代理渠道为主



资料来源：中国保险业协会，安信证券研究中心

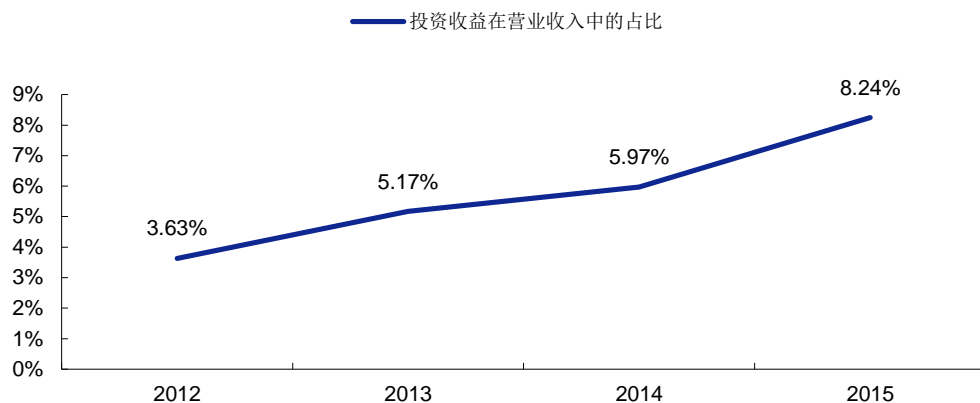
中华联合财险投资收益维持较高增速。2012 年以来中华联合财险投资收益同比增速维持在 10% 以上，2015 年中华联合财险投资收益达到 32 亿元，同比增长 76%。此外，投资收益在营业收入中的占比维持稳步提升态势，2015 年公司该占比为 8.24%。

图 8：中华联合财险投资收益维持高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：中华联合财险投资收益在营业收入中的占比稳步提升



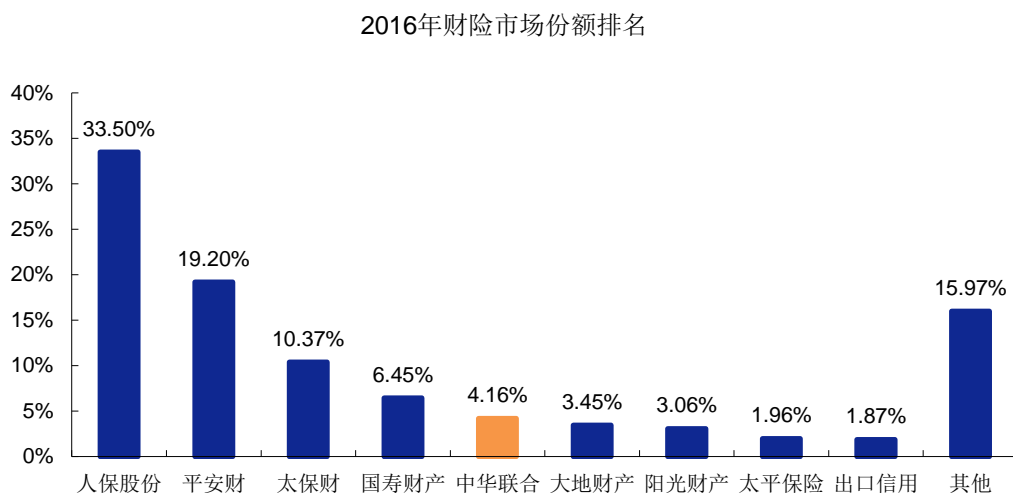
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.1.2. 同业比较：中华联合财险具有独特优势

中华联合财险市场份额排名第五。2016 年中华财险的财产险保费收入为 385.9 亿元，市场份额为 4.16%，排名全国第五，仅次于 A 股上市的中国平安、中国太保、中国人寿以及 H 股上市的中国入保的财险保费市场份额。



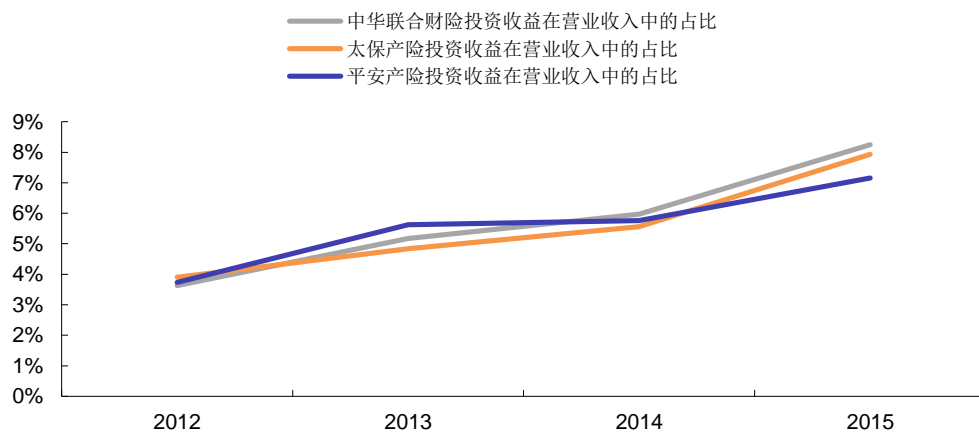
图 10: 中华联合财险市场份额排名第五



资料来源: 保监会, 安信证券研究中心

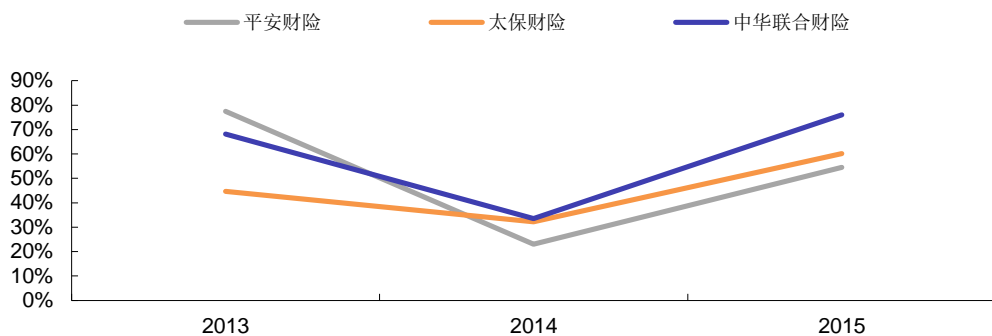
中华联合财险投资收益在营业收入中的占比较高。2015 年中华联合财险投资收益在营业收入中的占比达到 8.24%，对比上市险企（太保产险 7.93%/平安产险 7.16%）相对较高；与此同时，中华联合财险 2015 年投资收益同比增速达到 76%，高于太保产险 (+60%)、平安产险 (+55%)，投资收益增速相对较快。综合投资收益规模以及同比增速，我们可以看出中华联合财险的投资端表现较好，能够更加有效地带动业绩提升。

图 11: 投资收益在营业收入中的占比同业比较



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 投资收益同比增速同业比较

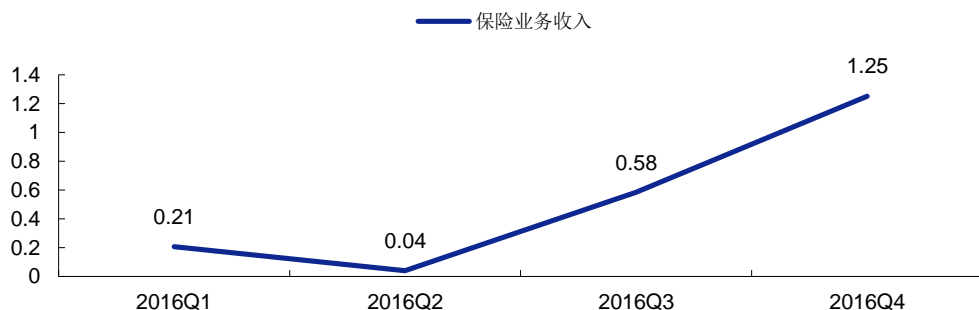


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 2.1.3. 中华联合人寿: 处于初步发展阶段

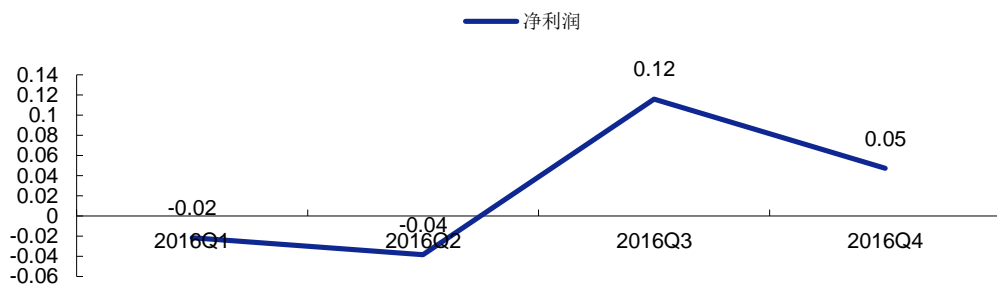
中华联合人寿处于初步发展阶段。2015年11月中华联合保险控股股份有限公司的子公司中华联合人寿保险股份有限公司获得了中国保险监督管理委员会的批复正式成立。2016年公司实现保险业务收入1.25亿元(比上季度提升115.5%),其中90%为保户投资款新增交费,而2016年公司实现净利润0.05亿元,中华联合人寿净利润自三季度以来就扭亏为盈,未来发展预期较好。公司目前处于初步发展阶段,未来保险业务结构将进一步优化。

图 13: 中华联合人寿保险业务收入稳步提升 (亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 14: 中华联合人寿净利润转负为正 (亿元)

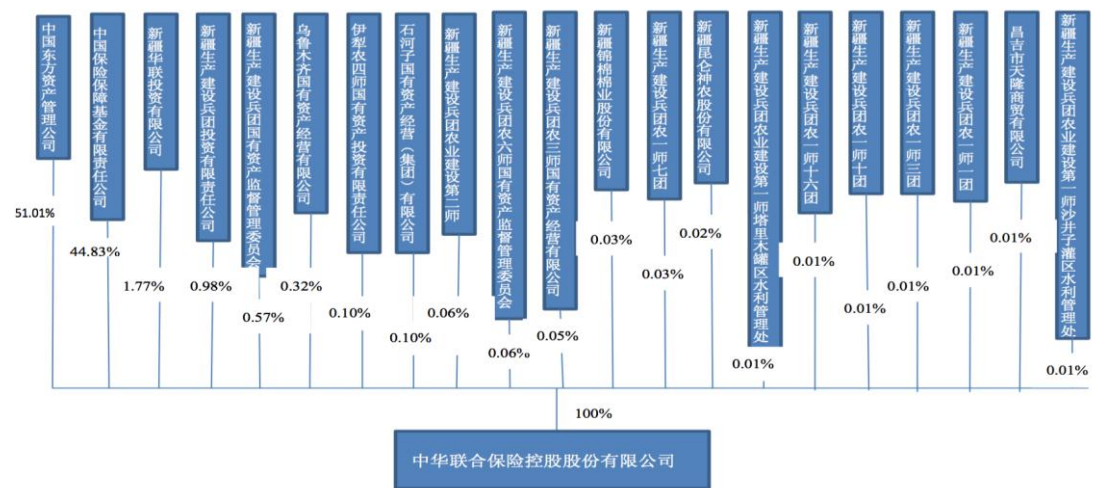


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 2.1.4. 中华保险股东优势明显

中华保险股东优势推动公司快速发展。中华控股第一大股东为东方资产、第二大股东为中国保险保障基金，两者均为国有背景，拥有强大的资本和平台优势，对于延长中华控股的产品线起到积极作用，同时可以为中华控股的发展提供丰富资源。

图 15: 中华保险股东结构 (收购完成前)



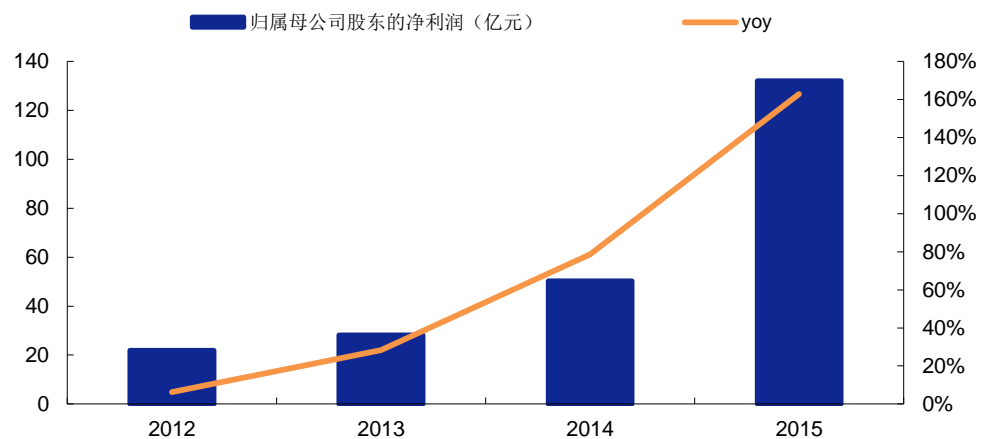
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2.2. 证券板块: 广发证券利润贡献较大

### 2.2.1. 广发证券为辽宁成大贡献投资收益

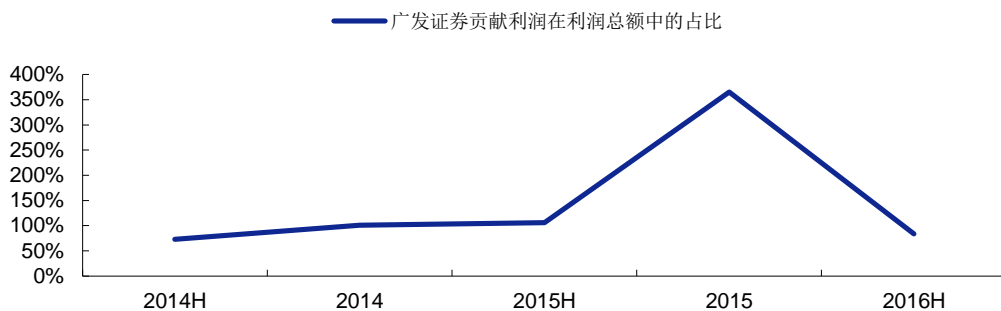
广发证券贡献投资收益在辽宁成大利润总额中的占比超 70%。2016 年前三季度年广发证券实现 61.8 亿元净利润, 为公司贡献投资收益约 10 亿元, 在利润总额中占比达到 83%。

图 16: 广发证券净利润及其同比增速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 广发证券贡献投资收益在利润总额中占比超 70%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 2.2.2. 广发证券综合实力位居行业前列

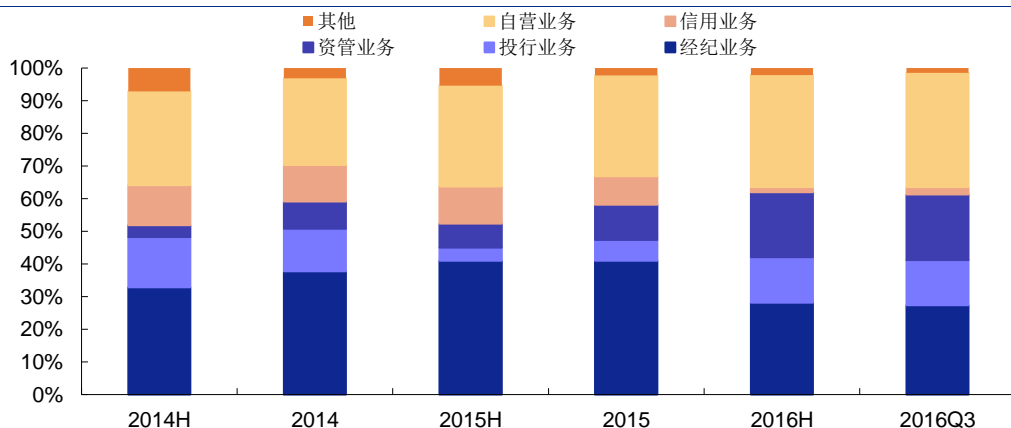
广发证券规模排名及业务排名均位于行业前列。广发证券营业收入及净利润排名分别为第 4 名及第 5 名, 均处于领先地位。2015 年公司净资产排名行业第 4 名, 公司实力在同行业较为突出, 而较为雄厚的资本实力也推动了公司各项业务的发展, 2015 年公司融资融券业务收入排名第一, 投资银行业务净收入排名第六, 公司综合实力在同行业公司中较为优秀, 此外 2015 年广发证券股票主承销家数排名全行业第一, 公司具有独特竞争优势。

表 2: 广发证券规模及业务排名均处于行业前列

指标	总额 (万元)	排名
总资产	37,849,885	3
净资产	7,233,731	5
净资本	6,434,628	4
营业收入	2,724,265	4
净利润	1,125,512	5
代理买卖证券业务净收入	1,223,591	6
融资融券业务利息收入	749,786	1
受托资产管理业务净收入	116,262	7
投资银行业务净收入	197,132	6
证券投资收入	828,259	4

资料来源: 证券业协会, 安信证券研究中心

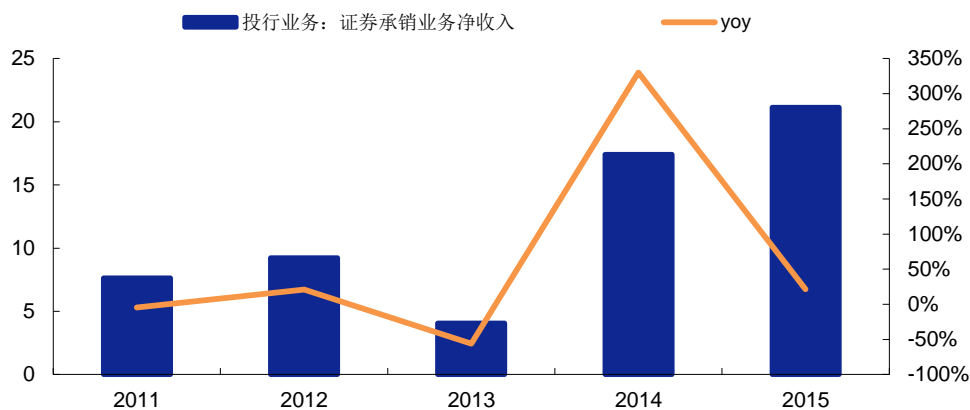
图 18: 广发证券业务结构图



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

广发证券投行业务持续保持领先优势。公司推动由传统“通道型投行”向综合化金融的“资源配置型投行”转变，2016年前三季度公司实现投行业务收入21亿元（占比14%），同比增长82%。2017年2月17日证监会发布再融资新规，IPO审批加速，预计再融资新规对券商投行业务收入的影响为下降7%左右，影响有限，并且再融资和IPO将此消彼长，预计2017年IPO规模将突破2300亿元，带动投行收入保持10%以上的增速。广发证券IPO业务占比相对较高，在再融资新规下业绩将更为稳定。

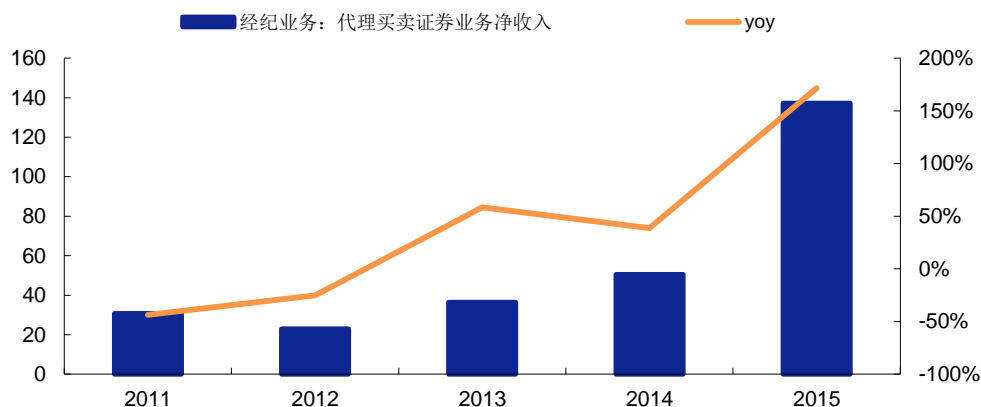
图 19：证券承销业务净收入及其同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

市场份额下滑，经纪业务承压。公司推动营业部由单一经纪业务向提供综合化服务转型，营业部将成为公司各项业务的承接端。2016年前三季度公司实现经纪业务收入41.6亿元，同比下降63%（单季度环比稳定），第三季度市场份额降至4.4%，但佣金率基本保持稳定。

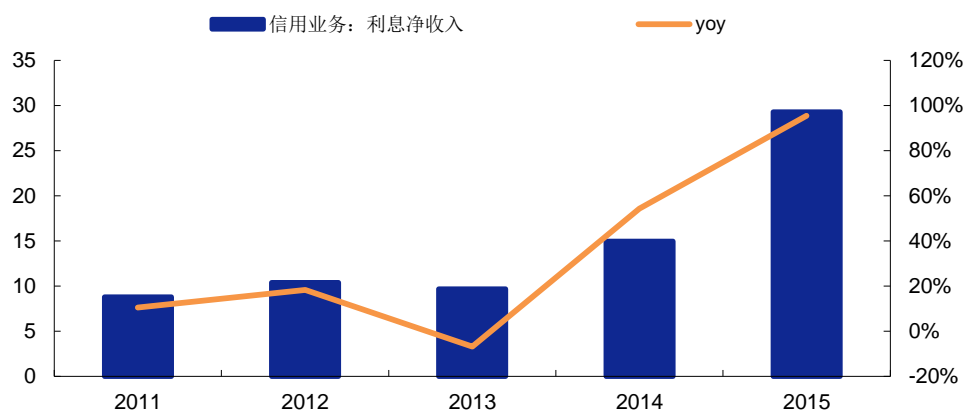
图 20：代理买卖证券业务收入及其同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

信用交易业务将稳中有升。公司2016年前三季度实现利息净收入3.4亿元，同比下降88%（单季度环比上升55%），预计公司信用交易业务将稳步提升。

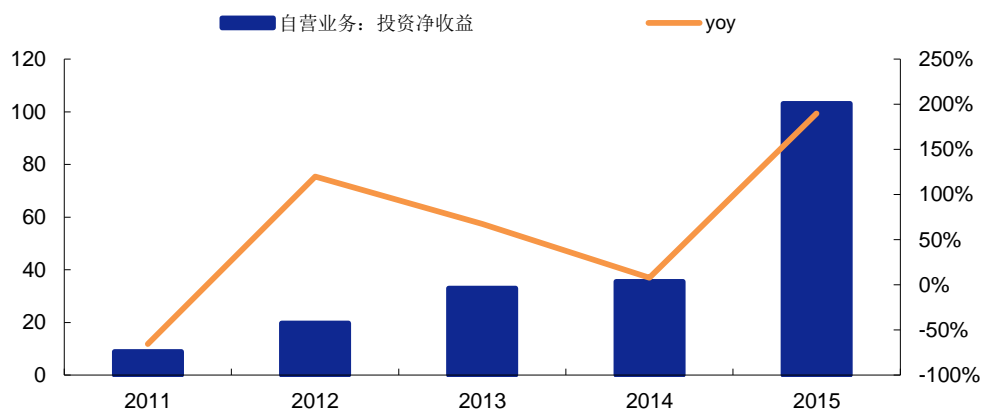
图 21：利息净收入及其同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

自营业务规模平稳，业绩有望保持稳定。预计随着 2017 年投资手段不断优化，公司自营业绩将保持稳定，2016 年前三季度公司实现自营收入 50.4 亿元，同比下降 39%，实现投资净收益 53 亿元，同比下降 39%。

图 22：投资净收益及其同比增速

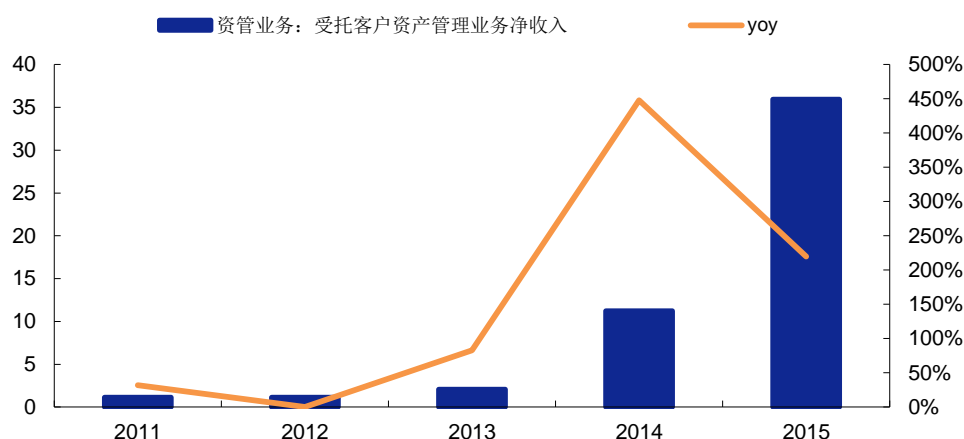


资料来源：Wind，安信证券研究中心

资管业务主动管理规模持续领先。公司主动管理规模占比较高，2016 年前三季度公司实现资管业务收入 30.5 亿元，同比增长 30%，未来资管业务的盈利能力将稳步提升。



图 23: 受托客户资产管理业务净收入及其同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**财富管理与互联网金融双轮驱动。**财富管理方面，广发证券是首家发布机器人投资顾问券商，互联网金融方面，广发证券以“金钥匙”系统为基础，重点发展“有问必答”和非现场开户、淘金圈理财网店。

**广发证券股东结构分散，经营机制灵活。**辽宁成大在广发证券的持股占比为 16.4%，稳居广发证券的前三大股东。广发证券股东结构比较分散，稳定且多元化的股权结构确保公司明确的长期发展方向，也为公司带来灵活的经营机制。

表 3: 广发证券股东结构明细 (2016 年三季度)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	1,699,990,180	22.31%
2	吉林敖东药业集团股份有限公司	1,252,297,867	16.43%
3	辽宁成大股份有限公司	1,250,154,088	16.40%
4	中山公用事业集团股份有限公司	686,754,216	9.01%
5	中国证券金融股份有限公司	204,909,353	2.69%
6	普宁市信宏实业投资有限公司	145,936,358	1.91%
7	香江集团有限公司	119,286,246	1.57%
8	中央汇金资产管理有限责任公司	98,149,700	1.29%
9	中国银行股份有限公司-招商中证全指证券公司指数分级证券投资基金	51,283,449	0.67%
10	华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	50,948,500	0.67%
	合计	5,559,709,957	72.95%

资料来源: Wind

### 3. 多元业务：广泛布局，稳健发展

**辽宁成大业务布局广泛。**生物制药方面，2016 年上半年该业务收入和利润同比保持稳定，实现利润总额 2.8 亿元，预计 2017 年公司生物制药业务利润将与 2016 年基本持平；商贸流通业务方面，2016 年上半年成大方圆销售同比增长 21.1%，利润总额 2281 万元，处置家乐福股权，进行产业调整，为公司下一步发展蓄力；油页岩业务方面，由于国际油价大幅下跌，公司油页岩业务增速趋缓，利润总额为负，不过成大弘晟减值带来的影响已基本体现。

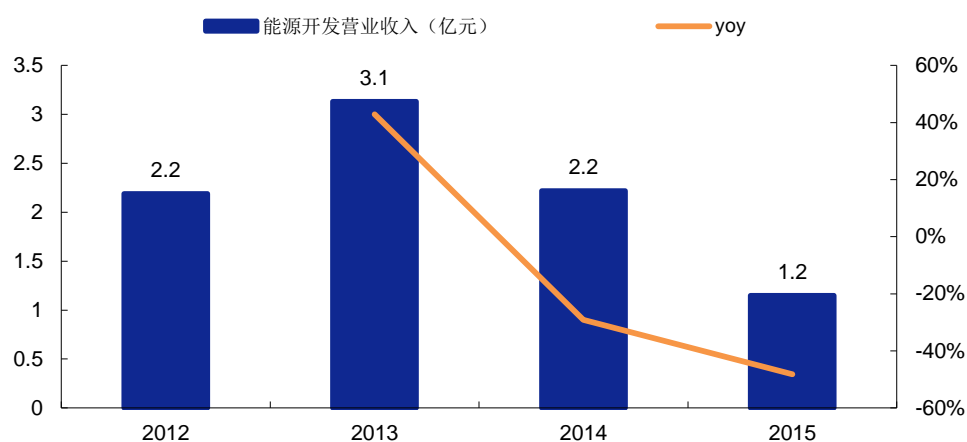
#### 3.1. 能源开发：业绩逐步改善

**成大弘晟阵痛已过。**2015 年 5 月公司决定停止成大弘晟（辽宁成大全资子公司）矿井、干

馏厂的生产运营活动，2016年2月公司公告称，因页岩油市场价格持续下跌的影响，成大弘晟亏损严重，公司决定长期停止成大弘晟的生产运营活动，在合并报表中计提约11亿元的减值准备。目前该减值带来的影响已基本释放。

**新疆宝明逐步调整取得进展，业绩逐步改善。**公司2008年进军能源开发，2013年以来由于宏观经济下滑，公司能源开发业务营业收入同比出现下降。2016年新疆宝明（辽宁成大持股占比60%）主要致力于技术方面的深化，面向疆内油品深加工企业的销售工作取得进展，完成了矿石洗选中试装置的论证、小试及工程建设，未来新疆宝明将致力于合理安排生产计划，降低管理费用和人工成本。2016年上半年由于国际油价大幅下跌，公司油页岩业务增速趋缓，预计2017年随着该业务的逐步调整，前期募集资金带来的资本实力的释放，未来公司能源开发业务将逐步改善

**图 24：辽宁成大能源开发业务营业收入及其同比增速**

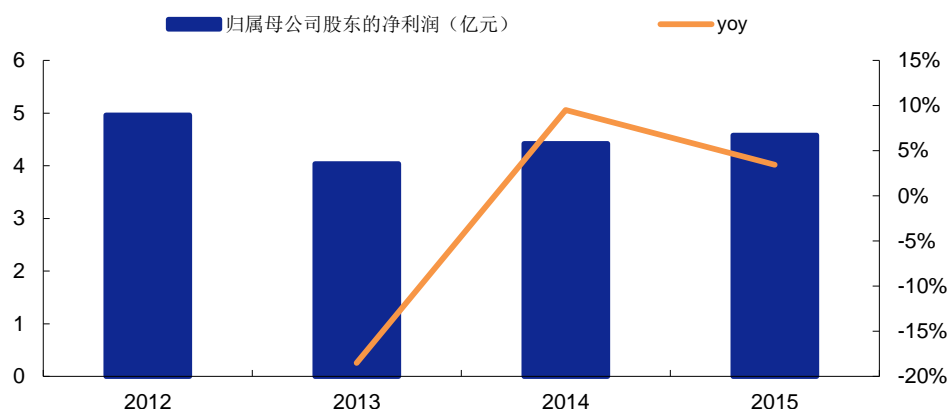


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 生物制药：利润增长稳定

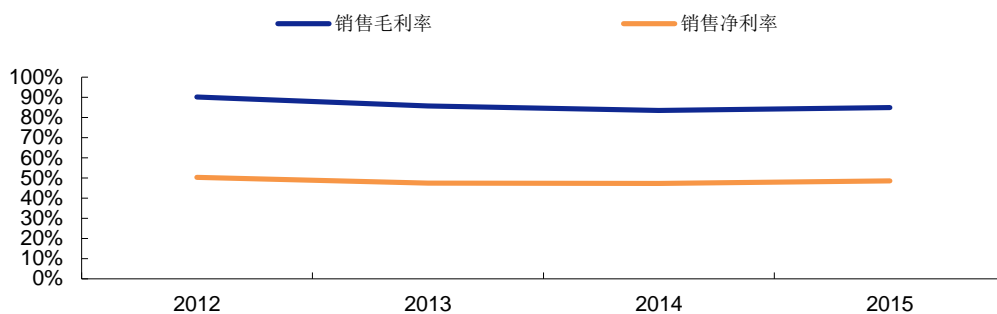
辽宁成大生物制药业务主要通过成大生物（辽宁成大子公司）开展。成大生物目前已挂牌新三板，其主要产品包括人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、人用乙脑灭活疫苗（Vero 细胞）及兽用狂犬病疫苗三类产品，2014年以来成大生物净利润实现稳定增长，毛利率与净利率维持约40%以上高位，2016年上半年成大生物人用狂犬病疫苗实现销售296万人份，同比增长2%，人用疫苗收入4.68亿元，占比99.94%，毛利4.01亿元，毛利率为85.59%，成大生物收入和利润同比保持稳定，实现销售收入4.69亿元，利润总额2.8亿元，山东疫苗事件的影响正在逐步消除，业绩整体较为稳定，预计2017年利润将与2016年基本持平。

图 25: 成大生物归母净利润及其同比增速较为稳定



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 成大生物毛利率与净利率维持高位

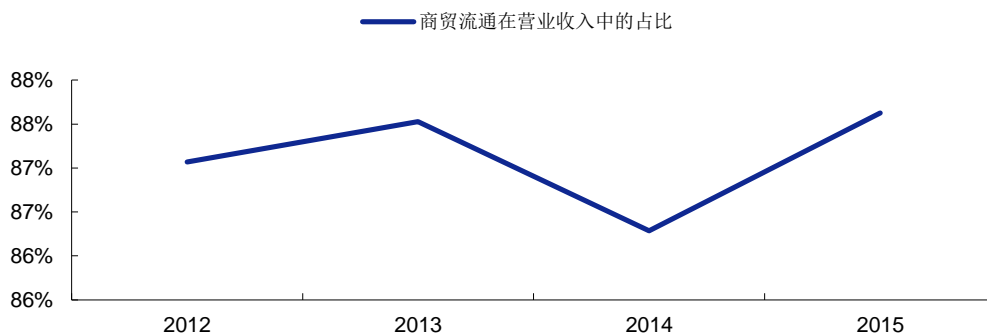


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.3. 商贸流通: 产业调整蓄力未来发展

商贸流通是公司营业收入的重要组成部分。2012 年以来商贸流通营业收入在公司总营业收入中的占比超过 80%，是营业收入的主要组成部分，2016 年上半年公司商贸流通营业收入达到 32.94 亿元，在营业收入中的占比为 86.5%。

图 27: 商贸流通在营业收入占比维持 80% 以上



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**医药连锁方面**，成大方圆（辽宁成大全资子公司）2016年上半年新增直营门店 36 家达到 1079 家，零售综合毛利率提升 1.6 个百分点，上半年实现销售收入 15.18 亿元，利润总额 4017 万元（同比增长 66.7%）。

**国内外贸易方面**，公司该业务主要通过辽宁成大国际贸易有限公司、辽宁成大贸易发展有限公司、辽宁成大钢铁贸易有限公司三家子公司完成，2016 年上半年公司在国内外贸易方面实现销售收入 17.91 亿元，收到宏观经济下行影响，利润总额-215 万元。

**处置家乐福股权，进行产业调整**。2016 年 12 月公司公告称拟以 4.2 亿元出售其持有的家乐福全部股权，包括沈阳家乐福 35% 股权、大连家乐福 35% 股权、长春家乐福 25% 股权、哈尔滨家乐福 17% 股权、杭州家乐福 20% 股权以及宁波家乐福 20% 股权，进行产业调整，为公司未来发展蓄力。

**表 4：辽宁成大拟出售家乐福股权明细**

名称	股权比例(%)	类别
大连家乐福商业有限公司	35	股权
沈阳家乐福商业有限公司	35	股权
哈尔滨家乐福超市有限公司	17	股权
长春家乐福商业有限公司	25	股权
杭州家乐福超市有限公司	20	股权
宁波家乐福商业有限公司	20	股权

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 股东优势：定增引入新晋股东

**辽宁成大通过定增拓展金融布局，引入新晋股东**。2016 年 8 月 10 日公司公布定增预案修订稿，拟向国资公司、巨人投资、金汇资管、中欧物流发行不超过 3.2 亿股，募集资金不超过 53.8 亿元用于收购中华控股 19.595% 的股权。收购前，公司的金融服务板块主要为对广发证券的权益性投资和产业基金管理，收购完成后，公司金融服务板块将增加对保险业务的权益性投资，有利于公司金融资源的整合，促进产融结合。此外定增带来股权结构变革，在控制人不变的前提下，引入新的股东提升综合实力。

**本次非公开发行前**：公司股份总数为 15.3 亿股，其中成大集团持有 1.7 亿股股份（占比 11.11%），为公司的控股股东，辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

**本次非公开发行完成后**：公司的总股本将变更为 18.5 亿股，巨人投资将持有 1.45 亿股股份（占比 7.84%），金汇资管将持有 0.8 股股份（占比 4.33%），中欧物流将持有 0.8 股股份（占比 4.33%），成大集团持有 1.7 亿股股份（占比 9.18%），国资公司持有 0.8 股股份（占比 4.33%）。辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会通过国资公司及其全资子公司诚达集团合计间接持有公司 13.51% 股权，仍为公司的实际控制人。

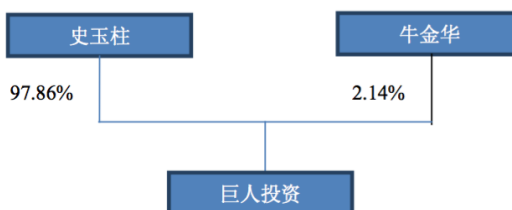
**表 5：定增前后辽宁成大股权结构变化推测（假设除参与定增的股东之外其余股东持股情况不变）**

定增前（截至 2016 年前三季度）		定增后	
序号	股东名称	持股占比	持股占比
1	辽宁成大集团有限公司	11.11%	9.18%
2	前海开源基金-浦发银行-前海开源乐晟资产管理计划	4.90%	4.90%
3	巨人投资有限公司	4.25%	7.84%
4	富邦人寿保险股份有限公司-自有资金	4.13%	4.33%
5	前海开源基金-建设银行-前海开源定增 3 号资产管理计划	3.27%	4.33%
6	前海开源基金-浙商银行-前海开源战略 3 号资产管理计划	1.54%	4.33%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

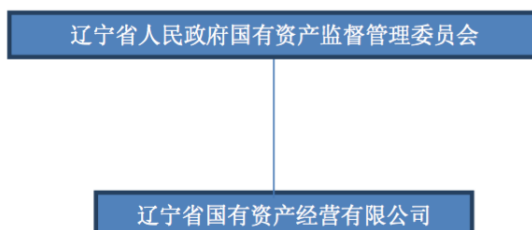
### 定增为辽宁成大带来新晋股东。

**(1) 巨人投资：**巨人投资成立于 2001 年 4 月，法定代表人为史玉柱（持股占比 97.86%），注册资本为 11688 万元，目前主要从事实业和股权性投资业务，2015 年巨人投资实现营业收入 11.8 亿元，净利润 1.76 亿元。

**图 28：巨人投资股权结构**


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**(2) 辽宁省国有资产经营有限公司：**国资公司成立于 2006 年 3 月，是经辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会批准设立的国有独资公司，主营业务为国有资产的经营、管理及咨询。2015 年实现营业收入 38 亿元，净利润 2.7 亿元。

**图 29：国资公司股权结构**


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**(3) 银河金汇证券资产管理有限公司：**金汇资管成立于 2014 年 4 月，主要经营证券资产管理，2015 年实现营业收入 4.45 亿元，净利润 0.58 亿元，是中国银河证券的全资子公司。

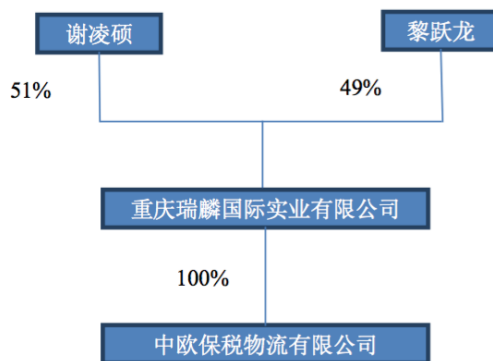
图 30: 金汇资管股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

(4) 中欧物流: 中欧物流成立于 2014 年 10 月, 主要从事商品进出口业务, 2015 年实现营业收入 2.3 亿元, 净利润 0.3 亿元, 是重庆瑞麟国际实业有限公司的全资子公司。

图 31: 中欧物流股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

目前中华保险已收购完毕, 定增尚待过会。根据公司公告, 在非公开发行募集资金到位之前, 公司先以自有资金支付购买中华控股股权的价款, 在非公开发行募集资金到位后公司将按照相关法规规定的程序对用于支付股权购买价款的自有资金予以置换。根据辽宁成大 2016 年半年报, 公司已完成收购中华保险 (持股占比 19.595%), 定增尚待过会。

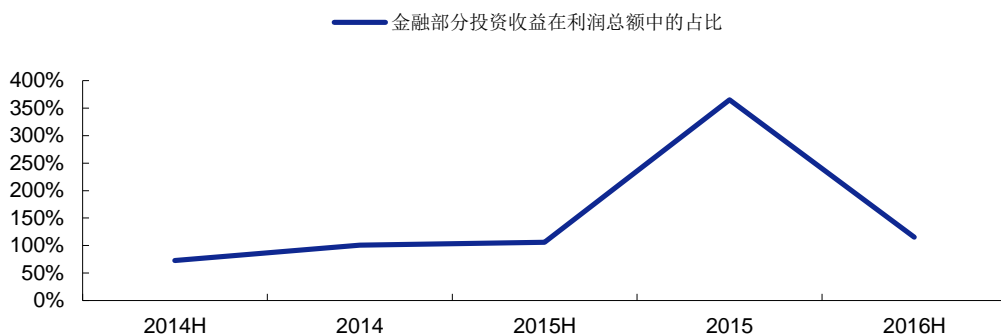
## 5. 盈利预测与估值分析

### 5.1. 财务分析与盈利预测

金融板块贡献投资收益在利润总额中的占比超过 70%。2014 年中以来金融业务贡献的投资时收益在利润总额中的占比维持在 70% 以上, 其中 2015 年广发证券为公司带来的投资收益远超公司同期的利润总额, 大幅带动公司业绩提升。2016 年上半年广发证券与中华保险合计为公司带来超过 9 亿元的投资收益, 在利润总额中的占比超过 100%, 提升公司价值与综合实力。



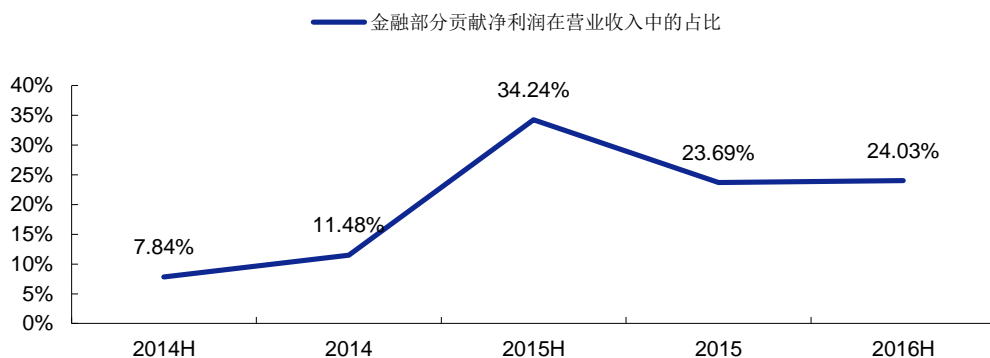
图 32：2016 年上半年金融板块贡献投资收益在利润总额中占比超 100%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

金融服务贡献利润在营业收入中的占比维持高位。2015 年中以来金融业务贡献的利润在营业收入中的占比维持在 23%以上的高位，2016 年上半年广发证券实现归属公司的投资收益 6.62 亿元，中华保险实现归属公司的投资收益 2.52 亿元，二者加总在营业收入中的占比超过 24%，带动公司业绩提升。

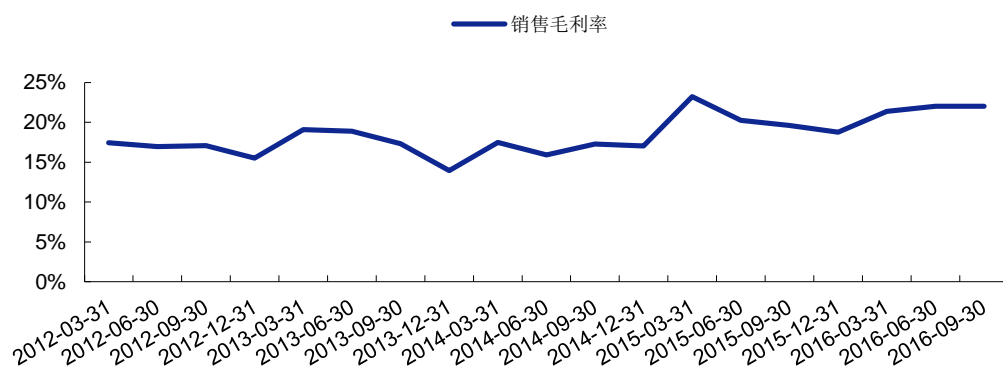
图 33：2016 年上半年金融服务贡献利润在营业收入中的占比超 24%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司毛利率维持稳定。2012 年以来公司销售毛利率维持在 15%以上的稳定水平，2016 年三季度公司销售毛利率达到 22%，未来金融板块业绩释放，公司毛利率有望进一步提升。

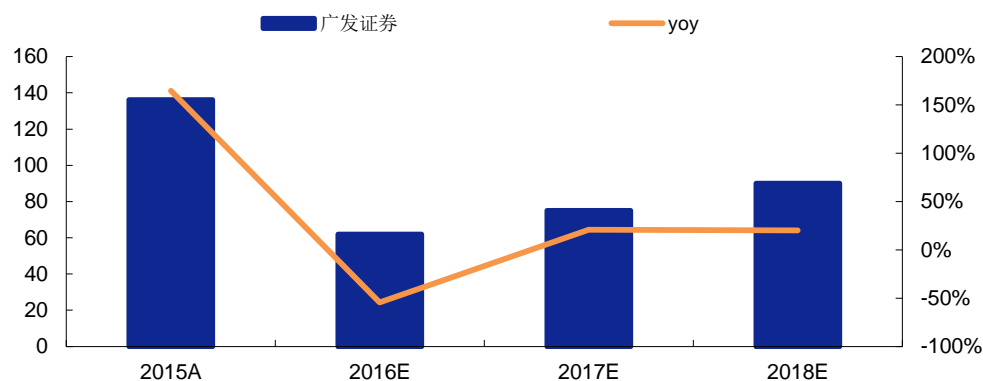
图 34: 辽宁成大毛利率维持稳定



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**广发证券利润增长预测:**根据公司公告,广发证券2016年净利润将达到62亿元(同比-54%),预计2017年公司净利润将达到75亿元(同比增速+21%),预计2018年公司净利润将达到90亿元(同比+20%)。

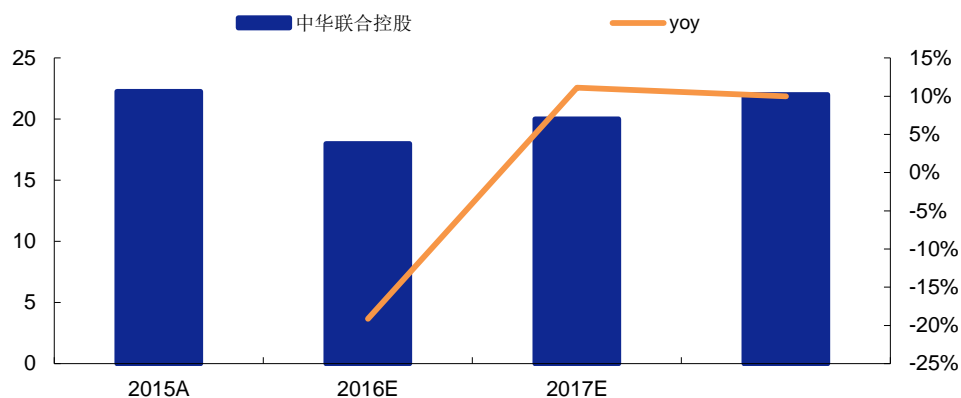
图 35: 广发证券利润预测 (亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**中华联合控股利润增长预测:**预计2016年中华保险净利润将达到18亿元(同比-19%),2017年净利润将达到20亿元(同比+11%),2018年净利润将达到22亿元(同比+10%)

图 36: 中华联合控股利润增长预测 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**盈利预测结论:**

预计中华控股 2016-2018 年贡献利润 3.5 亿元、3.9 亿元、4.3 亿元，广发证券 2016-2018 年贡献利润 10 亿元、12.3 亿元、14.8 亿元，公司 2016-2018 年净利润为 10.5 亿元(+103%)，20.8 亿元 (+99%)，26.8 亿元 (+29%)，2016 年-2018 年 EPS 为 0.68 元、1.12 元、1.45 元。

**5.2. 估值分析**

**5.2.1. PE 估值**

**同业比较明细:**

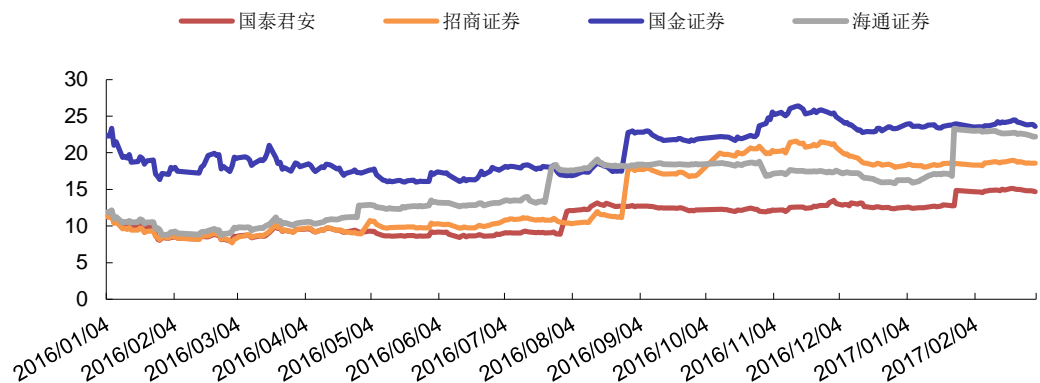
(1) **广发证券:** 将广发证券与投行实力优势相对明显的中信证券、国泰君安、海通证券、国金证券和招商证券做比较，根据对比，给广发证券 20 倍 PE。

**表 6: 广发证券同类公司 PE 列表**

代码	公司	PE
601211.SH	国泰君安	15
600837.SH	海通证券	22
600109.SH	国金证券	24
600999.SH	招商证券	19

资料来源: Wind

**图 37: 广发证券同类公司 PE 估值**



资料来源: Wind

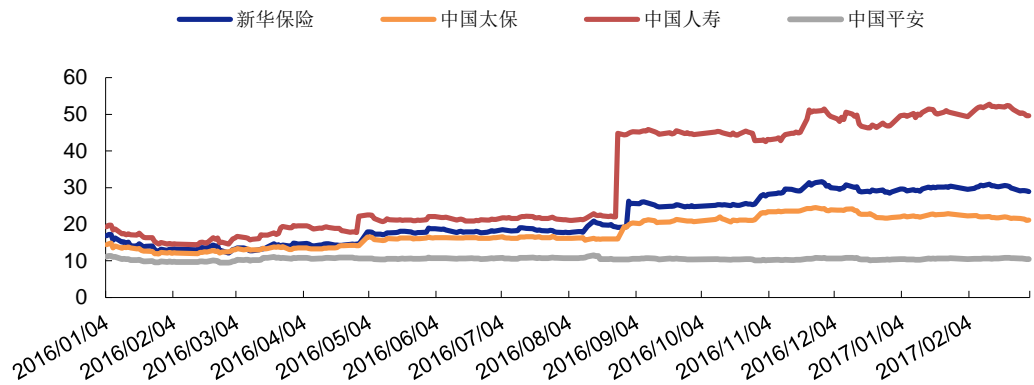
(2) **中华联合控股:** 将中华联合与中国太保、中国平安、中国人寿三家上市险企作对比，给中华联合 24 倍 PE。

**表 7: 中华联合控股同类公司 PE 列表**

代码	公司	PE
601336.SH	新华保险	29
601601.SH	中国太保	21
601628.SH	中国人寿	50
601318.SH	中国平安	10

资料来源: Wind

图 38: 中华联合控股同类公司 PE 估值



资料来源: Wind

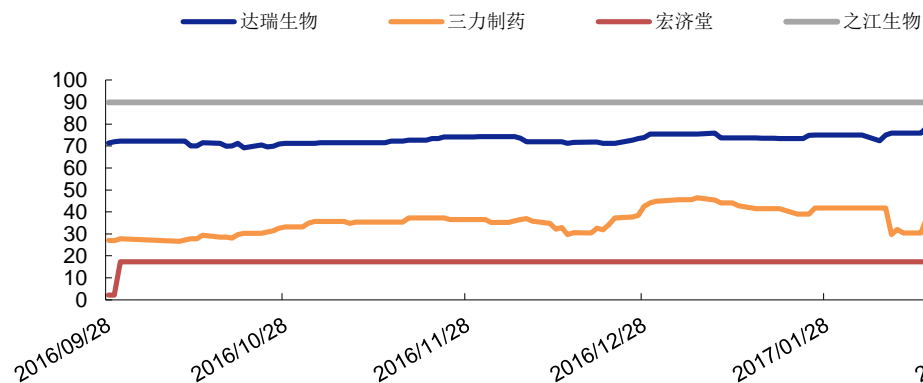
(3) 成大生物: 将成大生物与新三板市值相当的同类公司达瑞生物、三力制药、宏济堂、之江生物作对比, 给成大生物 25 倍 PE。

表 8: 成大生物同类公司 PE 列表

代码	公司	PE
832705.OC	达瑞生物	62
832708.OC	三力制药	42
838658.OC	宏济堂	18
834839.OC	之江生物	90

资料来源: Wind

图 39: 成大生物同类公司 PE 估值



资料来源: Wind

(4) 其他: 考虑医药连锁、能源开发、贸易同行业公司 PE 估值水平, 分别给予成大方圆 20 倍 PE、新疆宝明 35 倍 PE、贸易方面给 30 倍 PE。

**PE 估值结论:**

预计 2017 年广发证券贡献市值 246 亿元 (20 倍 PE), 中华联合控股贡献市值 94 亿元 (24 倍 PE), 成大生物贡献市值 56.5 亿元 (25 倍 PE), 成大方圆贡献市值 11 亿元 (20 倍 PE), 新疆宝明贡献市值 2 亿元 (35 倍 PE), 贸易方面贡献市值 4.6 亿元 (30 倍 PE), 公司目标市值 414.6 亿元, 摊薄后股本 18.5 亿股, 目标价 22.41 元。

表 9：辽宁成大 PE 估值明细表

	2016E 净利润 (亿元)	2017E 净利润 (亿元)	持股占比	PE	贡献市值 (亿元)
广发证券	62.00	75.00	16.42%	20	246.00
中华联合控股	18.00	20.00	19.60%	24	94.06
成大生物	2.69	3.76	60.04%	25	56.50
成大方圆	0.46	0.57	100%	20	11.34
新疆宝明	-5.54	0.10	60.50%	35	2.15
贸易 (测算值)	-0.83	0.15	100%	30	4.56
目标市值					414.61
摊薄后股本					18.50
目标价 (PE 估值, 元)					22.41

资料来源：安信证券研究中心

### 5.2.2. PB 估值

同业比较明细：

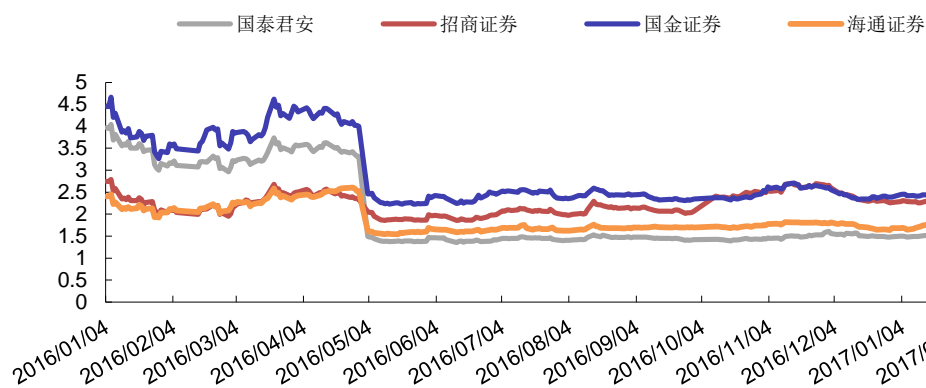
(1) 广发证券：将广发证券与投行实力优势相对明显的中信证券、国泰君安、海通证券、国金证券和招商证券做比较，根据对比，给广发证券 2 倍 PB。

表 10：广发证券同类公司 PB 列表

代码	公司	PB
601211.SH	国泰君安	1.4
600837.SH	海通证券	1.6
600109.SH	国金证券	2.3
600999.SH	招商证券	2.3

资料来源：Wind

图 40：广发证券同类公司 PB 估值



资料来源：Wind

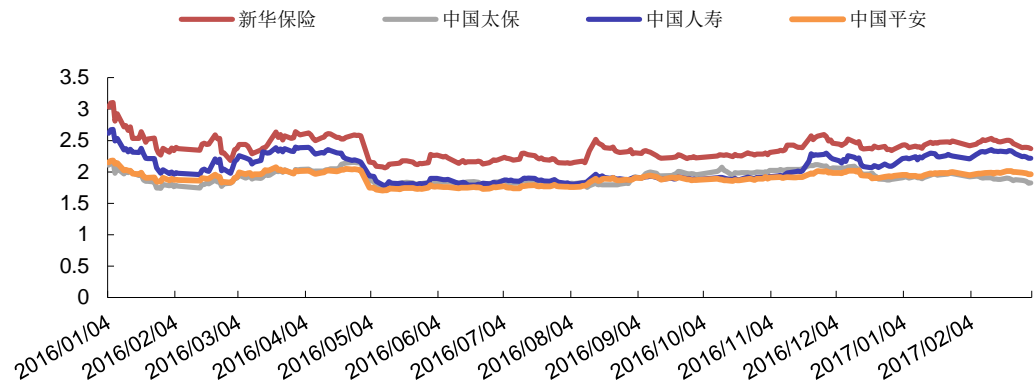
(2) 中华联合控股：将中华联合与中国太保、中国平安、中国人寿三家上市险企作对比，给中华联合 1.9 倍 PB。

**表 11：中华联合控股同类公司 PB 列表**

代码	公司	PB
601336.SH	新华保险	2.3
601601.SH	中国太保	1.9
601628.SH	中国人寿	2.3
601318.SH	中国平安	1.7

资料来源：Wind

**图 41：中华联合控股同类公司 PB 估值**



资料来源：Wind

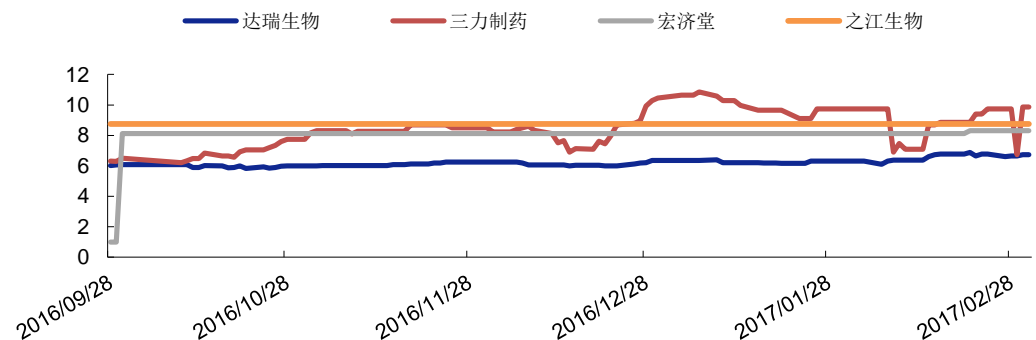
**(3) 成大生物：**将成大生物与新三板市值相当的同类公司达瑞生物、三力制药、宏济堂、之江生物作对比，给成大生物 3.5 倍 PB。

**表 12：成大生物同类公司 PB 列表**

代码	公司	PB
832705.OC	达瑞生物	6.7
832708.OC	三力制药	9.9
838658.OC	宏济堂	8.3
834839.OC	之江生物	8.8
831550.OC	成大生物	3.6

资料来源：Wind

**图 42：成大生物同类公司 PB 估值**



资料来源：Wind



(4) 其他：考虑医药连锁、能源开发、贸易同行业公司 PB 估值水平，分别给予成大方圆 2 倍 PB、新疆宝明 1.1 倍 PB、贸易方面给 2 倍 PB。

**PB 估值结论：**

预计 2017 年广发证券贡献市值 246 亿元 (2 倍 PB)，中华联合控股贡献市值 74 亿元 (1.9 倍 PB)，成大生物贡献市值 73.6 亿元 (3.5 倍 PB)，成大方圆贡献市值 18 亿元 (2 倍 PB)，新疆宝明贡献市值 10.7 亿元 (1.1 倍 PB)，贸易方面贡献市值 9 亿元 (2 倍 PB)，公司目标市值 431.7 亿元，摊薄后股本 18.5 亿股，目标价 23.33 元。

**表 13：辽宁成大 PB 估值明细表**

	2016E 净资产 (亿元)	2017E 净资产 (亿元)	持股占比	PB	贡献市值 (亿元)
广发证券	716.78	750	16.42%	2	246.00
中华联合控股	170	200	19.60%	1.9	74.46
成大生物	30	35	60.04%	3.5	73.55
成大方圆	8	9	100%	2	18.00
新疆宝明	15	16	60.50%	1.1	10.65
贸易 (测算值)	4	4.5	100%	2	9.00
目标市值					431.66
摊薄后股本					18.50
目标价 (PB 估值, 元)					23.33

资料来源：安信证券研究中心

**估值结论：**

结合 PE 估值和 PB 估值的平均值，我们预计 2017 年广发证券贡献市值 246 亿元，中华联合控股贡献市值 84 亿元，成大生物贡献市值 65 亿元，成大方圆贡献市值 14.7 亿元，新疆宝明贡献市值 6.4 亿元，贸易方面贡献市值 6.8 亿元，公司目标市值 423 亿元，摊薄后股本 18.5 亿股，目标价 22.87 元。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	9,238.6	9,140.0	9,159.9	10,299.8	11,471.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	7,664.5	7,425.2	7,640.5	8,501.2	9,452.3	营业收入增长率	-10.6%	-1.1%	0.2%	12.4%	11.4%
营业税费	22.7	25.5	23.3	26.7	30.3	营业利润增长率	-10.1%	54.4%	9.5%	82.8%	25.7%
销售费用	684.8	819.1	690.8	821.1	935.9	净利润增长率	-4.0%	-36.7%	103.4%	98.8%	28.8%
管理费用	434.9	562.2	450.2	541.6	624.2	EBITDA 增长率	-6.2%	66.8%	4.2%	55.2%	21.5%
财务费用	80.9	211.0	109.4	-66.0	-119.0	EBIT 增长率	-8.6%	62.2%	2.7%	68.3%	24.5%
资产减值损失	379.9	617.1	356.6	451.2	475.0	NOPLAT 增长率	-3.6%	41.6%	2.8%	68.3%	24.5%
加: 公允价值变动收益	0.7	6.1	-56.4	7.4	13.9	投资资本增长率	28.5%	13.4%	-8.4%	11.0%	-11.8%
投资和汇兑收益	1,048.4	2,088.3	1,892.0	3,122.0	3,876.2	净资产增长率	25.7%	25.5%	2.5%	37.9%	9.3%
<b>营业利润</b>	1,019.9	1,574.3	1,724.7	3,153.4	3,963.1	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	33.6	-981.4	-314.6	-420.8	-572.3	毛利率	17.0%	18.8%	16.6%	17.5%	17.6%
<b>利润总额</b>	1,053.4	592.9	1,410.1	2,732.6	3,390.9	营业利润率	11.0%	17.2%	18.8%	30.6%	34.5%
减: 所得税	88.4	118.7	282.0	546.5	678.2	净利润率	8.8%	5.6%	11.4%	20.2%	23.4%
<b>净利润</b>	813.0	514.5	1,046.4	2,080.4	2,680.3	EBITDA/营业收入	14.1%	23.8%	24.8%	34.2%	37.3%
						EBIT/营业收入	11.9%	19.5%	20.0%	30.0%	33.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	141	164	134	106	83
货币资金	1,009.9	2,756.1	3,488.0	9,048.0	13,555.2	流动营业资本周转天数	40	49	25	42	46
交易性金融资产	7.5	98.0	41.6	49.0	62.9	流动资产周转天数	184	240	288	377	514
应收账款	1,492.8	2,690.2	568.0	3,391.4	1,188.8	应收帐款周转天数	61	82	64	69	72
应收票据	86.8	10.3	329.3	1.1	304.0	存货周转天数	41	38	39	39	39
预付帐款	800.7	375.1	1,152.1	460.5	1,265.9	总资产周转天数	744	924	1,011	995	1,058
存货	1,008.3	938.9	1,056.9	1,201.7	1,284.7	投资资本周转天数	552	670	681	611	543
其他流动资产	118.0	808.9	346.3	424.4	526.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	89.5	229.3	106.3	141.7	159.1	ROE	6.0%	3.0%	5.9%	8.3%	9.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	1.8%	4.5%	6.8%	7.7%
长期股权投资	8,507.0	12,732.7	12,732.7	12,732.7	12,732.7	ROIC	8.1%	9.0%	8.1%	14.9%	16.7%
投资性房地产	103.4	99.2	99.2	99.2	99.2	<b>费用率</b>					
固定资产	4,733.9	3,609.4	3,220.1	2,830.8	2,441.5	销售费用率	7.4%	9.0%	7.5%	8.0%	8.2%
在建工程	617.2	98.3	98.3	98.3	98.3	管理费用率	4.7%	6.2%	4.9%	5.3%	5.4%
无形资产	1,200.5	1,008.9	962.4	915.9	869.4	财务费用率	0.9%	2.3%	1.2%	-0.6%	-1.0%
其他非流动资产	505.9	1,157.2	651.1	696.1	746.5	三费/营业收入	13.0%	17.4%	13.7%	12.6%	12.6%
<b>资产总额</b>	20,281.4	26,612.5	24,852.3	32,090.8	35,334.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	277.2	1,639.6	-	-	-	资产负债率	26.6%	29.8%	22.9%	17.7%	18.3%
应付帐款	1,068.0	1,027.1	1,100.5	1,339.6	1,331.2	负债权益比	36.2%	42.4%	29.7%	21.5%	22.3%
应付票据	323.1	253.8	580.7	306.9	611.1	流动比率	1.78	1.22	1.88	4.00	3.98
其他流动负债	866.4	3,368.5	2,031.5	1,994.5	2,626.5	速动比率	1.39	1.07	1.60	3.67	3.70
长期借款	365.5	-	-	-	-	利息保障倍数	13.60	8.46	16.76	-46.78	-32.30
其他非流动负债	2,491.3	1,636.9	1,980.1	2,036.1	1,884.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,391.5	7,925.9	5,692.8	5,677.1	6,453.2	DPS (元)	0.20	-	0.09	0.19	0.14
少数股东权益	1,432.2	1,253.8	1,331.4	1,435.3	1,467.0	分红比率	37.6%	0.0%	12.5%	16.7%	9.8%
股本	1,429.7	1,529.7	1,529.7	1,849.7	1,849.7	股息收益率	1.1%	0.0%	0.5%	1.1%	0.8%
留存收益	11,784.5	15,506.3	16,298.4	23,128.7	25,564.8						
<b>股东权益</b>	14,889.9	18,686.6	19,159.5	26,413.7	28,881.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS (元)	0.53	0.34	0.68	1.12	1.45
净利润	965.0	474.3	1,046.4	2,080.4	2,680.3	BVPS (元)	8.80	11.40	11.65	13.50	14.82
加: 折旧和摊销	246.4	439.8	435.8	435.8	435.8	PE (X)	33.0	52.1	25.6	15.6	12.1
资产减值准备	379.9	617.1	-	-	-	PB (X)	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2
公允价值变动损失	-0.7	-6.1	-56.4	7.4	13.9	P/FCF	-13.6	-40.4	43.3	68.4	6.8
财务费用	80.1	206.8	109.4	-66.0	-119.0	P/S	2.9	2.9	2.9	3.1	2.8
投资损失	-1,048.4	-2,088.3	-1,892.0	-3,122.0	-3,876.2	EV/EBITDA	25.4	16.2	11.3	7.3	5.0
少数股东损益	152.0	-40.2	81.6	105.7	32.4	CAGR (%)	31.3%	78.8%	4.5%	31.3%	78.8%
营运资金的变动	-1,287.9	165.3	1,592.1	-2,304.9	1,677.0	PEG	1.1	0.7	5.7	0.5	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	426.1	250.9	1,317.0	-2,863.6	844.2	ROIC/WACC	0.8	0.8	0.8	1.4	1.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-724.1	-1,960.4	2,127.8	3,071.7	3,831.1	REP	2.7	2.3	2.0	1.0	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	517.7	3,504.5	-2,712.9	5,351.9	-168.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034