

金融板块利润引擎，多元经营价值低估

■事件：辽宁成大发布2016年年报，公司2016年全年实现营业收入87.5亿元（YoY+4%），实现归母净利润9.5亿元（YoY+84%），总资产达到332亿元（YoY+24%），归属于上市公司股东净资产达到185亿元（YoY+6%），公司归母净利润同比大幅提升的主要原因为广发证券贡献投资收益达到13.19亿元。

■公司利润主要来自于金融板块。

(1) 广发证券利润贡献占比达到90%。辽宁成是广发证券第三大股东（持股占比16.42%）。广发证券2016年净利润84亿元，为公司带来投资收益13亿元，在营业利润中的占比92%。2016年广发证券业绩领先同业，经纪业务提质，信用交易增量，IPO储备行业领先，债券承销成长迅速，且自营跌幅小于同业，盈利能力领先，投行资管起支撑作用，具体业绩点评请参考我们此前的广发证券年报点评《业绩领先同业，股权结构分散》。

(2) 中华保险利润贡献逐年增大。辽宁成大通过收购参股中华保险（持股占比19.595%），2016年中华保险实现净利润8.5亿元，为辽宁成大贡献投资收益达到2.3亿元，在公司营业利润中占比16%。**①中华联合财险市场领先行业前列。**中华保险以财险为主，2016年中华财险实现保费收入385亿元，市场份额达到4.16%，排名全国第五。预计2017年中华联合财险保费收入同比增速将维持在5%以上，随着财险业务发展，2017年-2018年中华保险在公司的利润贡献将达到4亿元左右。**②中华联合人寿实现盈利。**2015年11月中华联合保险的子公司中华联合人寿获批成立。2016年全年公司实现保险业务收入1.25亿元，净利润0.05亿元（自2016年三季度扭亏为盈）。**③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，拥有强大的平台优势和丰富的资源，对于延长中华控股的产品线起到积极作用。

■多元业务稳健发展。**①能源开发亏损减少。**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，2016年能源开发业务实现营业收入5226万元，同时税前利润亏损同比减少51%，预计未来业绩将逐步改善；**②生物制药业绩稳步提升。**成大生物目前已挂牌新三板，2016年实现营业收入10.3亿元（YoY+9.1%，在营业收入中占比11%）。**③商贸流通业务调整为未来发展蓄力。**成大方圆实现销售收入30.7亿元（YoY+11%，占比35%），国内外贸易实现营业收入45.8亿元（YoY-13.6%，占比52%），是营业收入的主要组成部分，此外公司处置家乐福股权进行产业调整，为下一步发展蓄力。

■用市值法估算各板块，公司价值被明显低估。**A 广发证券：**截至2017年3月30日收盘，广发证券总市值为1256亿元，辽宁成大在广发证券的持股占比为16.42%，辽宁成大所持有的广发证券股权的账面价值达到206亿元；**B 中华保险：**预计2017年中华保险净利润13亿元，对比同业给出23倍PE，辽宁成大在中华保险的持股占比为19.595%，对应市值58.6亿元；**C 成大生物：**截至2017年3月30日收盘，成大生物（831550.OC）总市值68亿元，辽宁成大在成大生物的持股占比为60.54%，辽宁成大持有成大生物股权的账面价值为41亿元；**D 成大方圆：**预计2017年成大方圆净资产8.5亿元，对比同业给出2.5倍PB，辽宁成大在成大方圆的持股占比为100%，对应市值21亿元；**E 新疆宝明：**预计2017年新疆宝明净资产16亿元，对比同业给出1.1倍PB，辽宁成大在新疆宝明的持股占比为60.5%，对应市值10.6亿元；**F 贸易方面（测算值）：**预计2017年辽宁成大贸易方面净资产将约为4.5亿元（按照100%持股占比计），对比同业给出2.2倍PB，对应市值9.9亿元。**A+B+C+D+E+F 合计得到辽宁成大目标市值347.8亿元，按照公司15.3亿的股本计算，公司目标价为22.73元。**

■定增若过会有望带来股权结构改善。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，未来定增完成后将引入巨人投资（持股占比将为7.84%）、金汇资管（持股占比将为4.33%）、中欧物流（持股占比将为4.33%）以及辽宁国资公司（持股占比将为4.33%）等新晋股东，并维持成大集团（持股占比将为9.18%）控制人角色不变，未来将带来股权结构优化，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22.73元。我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为0.62元、0.77元、1.03元。

■风险提示：股市风险；油价下跌；定增失败；保险亏损等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	9,140.0	8,749.7	9,187.2	10,232.7	11,620.2
净利润	514.5	947.8	1,150.2	1,425.4	1,910.4
每股收益(元)	0.34	0.62	0.62	0.77	1.03
每股净资产(元)	11.40	12.13	13.27	14.03	15.01

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.9	28.2	28.1	22.6	16.9
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
净利润率	5.6%	10.8%	12.5%	13.9%	16.4%
净资产收益率	3.0%	5.1%	4.7%	5.5%	6.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
ROIC	9.0%	9.3%	7.0%	6.1%	8.2%

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： 22.73元
股价(2017-03-30) 17.45元

交易数据

总市值(百万元)	26,693.44
流通市值(百万元)	23,814.19
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	0.11	-6.27	-8.42
绝对收益	-0.46	-2.84	-1.44

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@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：转型拓展金融，定增优化股权	2017-03-07
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

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,140.0	8,749.7	9,187.2	10,232.7	11,620.2	成长性					
减:营业成本	7,425.2	6,921.6	7,451.0	8,235.5	9,323.0	营业收入增长率	-1.1%	-4.3%	5.0%	11.4%	13.6%
营业税费	25.5	41.5	30.6	37.1	45.3	营业利润增长率	54.4%	-11.2%	20.4%	18.0%	33.0%
销售费用	819.1	870.9	806.3	944.5	1,083.0	净利润增长率	-36.7%	84.2%	21.4%	23.9%	34.0%
管理费用	562.2	560.4	528.7	624.5	707.4	EBITDA 增长率	66.8%	1.7%	6.5%	-3.4%	28.0%
财务费用	211.0	517.8	366.8	-16.4	-33.8	EBIT 增长率	62.2%	7.3%	7.0%	-3.9%	32.4%
资产减值损失	617.1	37.5	344.9	333.2	238.5	NOPLAT 增长率	41.6%	17.6%	-2.3%	-3.9%	32.4%
加:公允价值变动收益	6.1	-10.7	23.8	11.1	-15.3	投资资本增长率	13.4%	30.2%	9.1%	-1.1%	-2.9%
投资和汇兑收益	2,088.3	1,609.0	2,000.0	1,900.0	2,400.0	净资产增长率	25.5%	7.0%	30.3%	5.6%	7.1%
营业利润	1,574.3	1,398.1	1,682.8	1,985.4	2,641.5	利润率					
加:营业外净收支	-981.4	-177.7	-149.7	-147.8	-77.1	毛利率	18.8%	20.9%	18.9%	19.5%	19.8%
利润总额	592.9	1,220.5	1,533.1	1,837.6	2,564.4	营业利润率	17.2%	16.0%	18.3%	19.4%	22.7%
减:所得税	118.7	150.9	306.6	367.5	512.9	净利润率	5.6%	10.8%	12.5%	13.9%	16.4%
净利润	514.5	947.8	1,150.2	1,425.4	1,910.4	EBITDA/营业收入	23.8%	25.3%	25.7%	22.3%	25.1%
						EBIT/营业收入	19.5%	21.9%	22.3%	19.2%	22.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	164	142	123	101	81
货币资金	2,756.1	1,680.9	1,236.1	2,778.7	5,502.5	流动资产周转天数	49	-15	-28	19	11
交易性金融资产	98.0	17.1	40.8	52.0	36.6	流动资产周转天数	240	274	218	241	296
应收账款	2,690.2	1,579.5	2,357.3	2,329.8	2,994.4	应收帐款周转天数	82	88	77	82	82
应收票据	10.3	74.5	27.6	29.2	28.9	存货周转天数	38	50	43	44	46
预付帐款	375.1	351.9	641.6	639.5	655.3	总资产周转天数	924	1,232	1,285	1,183	1,118
存货	938.9	1,488.5	713.3	1,780.5	1,168.7	投资资本周转天数	670	856	964	898	775
其他流动资产	808.9	471.9	466.3	582.4	506.9	投资回报率					
可供出售金融资产	229.3	297.4	205.4	244.0	248.9	ROE	3.0%	5.1%	4.7%	5.5%	6.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.8%	3.2%	3.8%	4.2%	5.5%
长期股权投资	12,732.7	21,609.4	21,609.4	21,609.4	21,609.4	ROIC	9.0%	9.3%	7.0%	6.1%	8.2%
投资性房地产	99.2	95.0	95.0	95.0	95.0	费用率					
固定资产	3,609.4	3,283.0	3,015.3	2,747.5	2,479.8	销售费用率	9.0%	10.0%	8.8%	9.2%	9.3%
在建工程	98.3	120.2	120.2	120.2	120.2	管理费用率	6.2%	6.4%	5.8%	6.1%	6.1%
无形资产	1,008.9	953.0	910.3	867.6	824.9	财务费用率	2.3%	5.9%	4.0%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	1,157.2	1,230.0	906.2	1,034.4	996.5	三费/营业收入	17.4%	22.3%	18.5%	15.2%	15.1%
资产总额	26,612.5	33,252.3	32,344.8	34,910.2	37,268.0	偿债能力					
短期债务	1,639.6	4,763.0	-	-	-	资产负债率	29.8%	39.8%	19.4%	21.2%	21.0%
应付帐款	1,027.1	1,557.9	816.8	1,379.4	1,600.3	负债权益比	42.4%	66.2%	24.1%	26.9%	26.5%
应付票据	253.8	287.2	413.6	410.0	436.0	流动比率	1.22	0.49	1.25	1.44	1.79
其他流动负债	3,368.5	5,062.6	3,154.2	3,908.5	4,049.7	速动比率	1.07	0.36	1.09	1.13	1.60
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	8.46	3.70	5.59	-120.04	-77.07
其他非流动负债	1,636.9	1,578.0	1,902.1	1,705.7	1,728.6	分红指标					
负债总额	7,925.9	13,248.7	6,286.6	7,403.6	7,814.6	DPS(元)	-	-	0.08	0.03	0.06
少数股东权益	1,253.8	1,440.7	1,513.1	1,557.0	1,695.0	分红比率	0.0%	0.0%	12.5%	4.2%	5.6%
股本	1,529.7	1,529.7	1,849.7	1,849.7	1,849.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
留存收益	15,506.3	16,719.1	22,695.4	24,099.9	25,908.7						
股东权益	18,686.6	20,003.6	26,058.3	27,506.6	29,453.4						

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	474.3	1,069.6	1,150.2	1,425.4	1,910.4	EPS(元)	0.34	0.62	0.62	0.77	1.03
加:折旧和摊销	439.8	334.9	310.4	310.4	310.4	BVPS(元)	11.40	12.13	13.27	14.03	15.01
资产减值准备	617.1	37.5	-	-	-	PE(X)	51.9	28.2	28.1	22.6	16.9
公允价值变动损失	-6.1	10.7	23.8	11.1	-15.3	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
财务费用	206.8	532.8	366.8	-16.4	-33.8	P/FCF	-40.2	-19.3	-5.6	19.0	12.2
投资损失	-2,088.3	-1,609.0	-2,000.0	-1,900.0	-2,400.0	P/S	2.9	3.1	3.5	3.2	2.8
少数股东损益	-40.2	121.7	76.3	44.7	141.1	EV/EBITDA	16.2	14.6	14.2	13.9	10.0
营运资金的变动	165.3	1,799.0	-2,128.5	-158.3	455.2	CAGR(%)	45.8%	24.2%	8.3%	45.8%	24.2%
经营活动产生现金流量	250.9	590.0	-2,201.0	-283.0	367.9	PEG	1.1	1.2	3.4	0.5	0.7
投资活动产生现金流量	-1,960.4	-6,103.9	2,044.4	1,839.1	2,425.8	ROIC/WACC	0.8	0.9	0.7	0.6	0.8
融资活动产生现金流量	3,504.5	4,385.3	-288.3	-13.5	-69.9	REP	2.3	1.6	2.0	2.2	1.5

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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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