

**2012年4月24日**

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

22.0

**公司基本资讯**

产业别	金融服务		
A股价(2012/4/23)	18.05		
上证综合指数(2012/4/23)	2388.59		
股价12个月高/低	30.35/11.61		
总发行股数(百万)	1364.71		
A股数(百万)	1364.71		
A市值(亿元)	246.33		
主要股东	辽宁成大集团有限公司(12.45%)		
每股净值(元)	7.27		
股价/账面净值	2.48		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	3.62	30.32	-12.76

**近期评等**

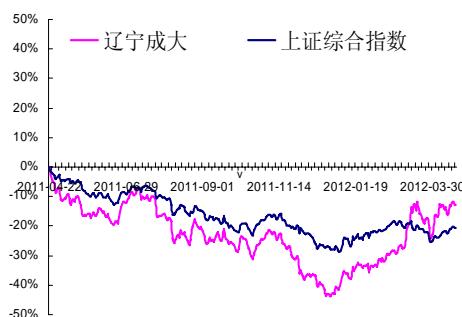
出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

**产品组合**

进出口贸易	16.22%
商品流通	62.97%
生物制药	18.09%
其他	2.72%

**机构投资者占流通A股比例**

基金	5.05%
----	-------

**股价相对大盘走势**

**辽宁成大(600739.SH)**
**Buy 买入(维持)**
**主业表现出色，证券业务回暖**
**结论与建议：**

辽宁成大2011年实现主营业务收入96.6亿元，同比增长84%；实现净利润22.54亿元，YoY增长79%，其中广发溢价增发带来投资收益13亿元，扣除该影响后净利润8.9亿元，YoY减少28%，主要是广发业绩贡献减少所致。进入2012年，公司主业继续保持良好发展，加上广发证券盈利能力改善，一季度实现净利润2.42亿元，YoY仅减少0.9%，较去年四季度43%的降幅大幅收窄。

■ **证券业务已逐步回暖。**子公司广发证券运行良好，一季度业绩已出现回暖迹象，净利润同比仅下滑2%。在经纪业务同比下滑40%的情况下仍实现营收增长3.7%，投行、自营和创新业务贡献突出，凸显了均衡的业务结构。在经历了2011年的深度下跌后，由于政府政策和态度上均对股市有积极影响，2012年股指回升和成交放量将是大概率事件。广发证券佣金费率已经企稳，考虑到去年股市日均成交量逐季下滑，由于基期的因素，未来经纪业务将加速增长。预计广发2012、2013年可实现净利润38.3亿、46.4亿，对成大的投资收益为6.4亿、8.1亿。

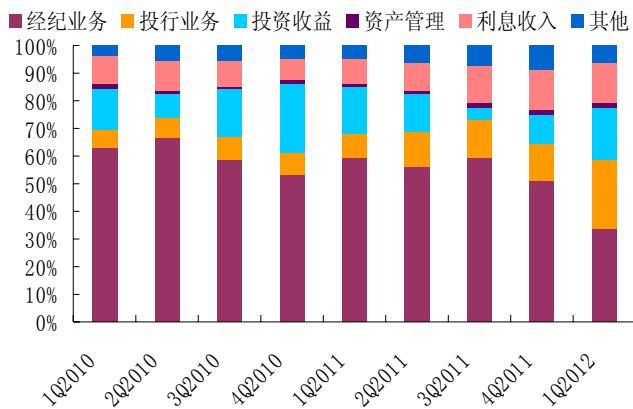
■ **生物制药前景广阔。**成大生物市场份额持续扩大，稳坐市场头牌。2011年实现收入10.9亿元，YoY增长29.4%；毛利率87.7%，较上年略降0.4个百分点，仍处于较高水平。我们认为国内人用狂犬疫苗市场仍有较大发展空间，公司凭借研发和产品质量优势，在未来仍将保持竞争优势。公司公布了一季报，据我们测算，生物制药部分仍保持了30%左右的较快增长。预计成大生物2012、2013年可实现净利润为7.35亿、8.82亿；归属成大净利润为4.6亿、5.5亿。

■ **叶岩油即将步入收获期。**成大弘晟的在吉林桦甸油页岩专案已经于2010年8月点火出油，调试部分由于生产工艺以及天气原因，尚未实现稳定达产，预计工艺重新设计后将于2012年内投产运行；后续项目预计2013年完成改建并运行。新疆宝明项目有序进行，未来发展空间巨大。我们认为，公司页岩油项目前期投入已经取得初步成效，预计2012年可为公司贡献利润。叶岩油开发较高的资金需求将给公司带来一定的压力。

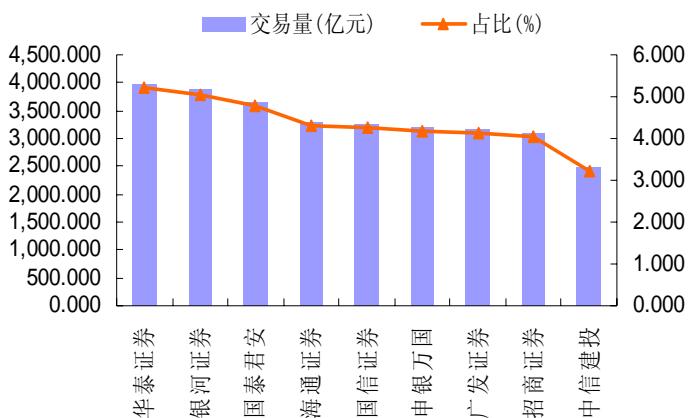
■ **盈利预测和投资建议。**预计公司2012、2013年分别实现净利润EPS分别为0.91元、1.23元，扣除非经常性损益后YoY分别增长40%和35%；目前股价对应2012年PE为25倍，PB1.7倍。考虑到公司的成长前景，目前估值仍具备吸引力，给予买入的投资建议。

**接续下页.....**

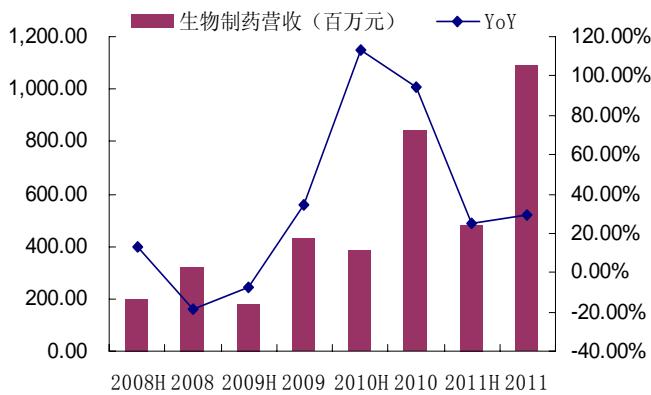
年度截止12月31日		2009	2010	2011	2012E	2013E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1,341	1,259	2,254	1,235	1,671
同比增减	%	42.77%	-6.15%	79.06%	-45.20%	35.29%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.487	1.384	1.652	0.905	1.225
同比增减	%	42.55%	-6.94%	19.33%	-45.20%	35.29%
市盈率(P/E)	X	12.14	13.04	10.93	19.94	14.74
股利(DPS)	RMB 元	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10
股息率(Yield)	%	0.00%	0.55%	0.00%	0.00%	0.55%

**图 1、广发业务结构均衡**


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

**图 2、一季度广发经纪业务市占率保持前列**


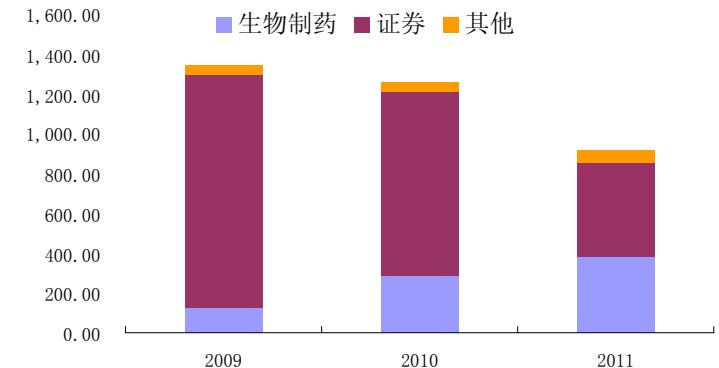
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

**图 3、生物制药保持较快增长**


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

**图 4、成大生物制药毛利率**


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

**图 2、公司净利润构成: 百万元 (扣除非经常性损益)**


资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

**预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:**

 强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

 中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

 卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

人民币(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	4019	5245	9664	12805	15366
经营成本	3239	4027	8078	11883	14128
营业税金及附加	13	18	23	10774	12908
销售费用	360	437	488	27	32
管理费用	198	263	348	552	590
财务费用	14	18	30	440	499
资产减值损失	33	37	29	58	63
投资收益	1292	1045	2341	643	812
营业利润	1452	1490	3009	1580	2069
营业外收入	19	31	50	55	60
营业外支出	4	14	10	6	7
利润总额	1466	1508	3050	1629	2122
所得税	50	103	591	167	212
少数股东损益	75	0	0	227	239
归属于母公司所有者的净利润	1341	1405	2459	1235	1671

**附二：合并资产负债表**

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	611	612	995	1084	1182
应收账款	515	465	651	716	788
存货	489	639	1175	1316	1474
流动资产合计	2110	2723	4495	4725	4966
长期股权投资	4474	5094	6982	8274	9805
固定资产	585	811	1263	1378	1503
在建工程	753	1046	1072	1157	1250
非流动资产合计	6273	7512	9983	11612	13507
资产总计	8383	10235	14478	16337	18473
流动负债合计	1390	1397	2910	3289	2498
非流动负债合计	125	768	1306	1183	2255
负债合计	1515	2165	4216	4472	4753
少数股东权益	379	490	647	712	783
归属母公司股东权益合计	6489	7579	9615	11153	12938
负债及股东权益合计	8383	10235	14478	16337	18473

**附三：合并现金流量表**

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	337	531	315	394	413
投资活动产生的现金流量净额	-377	-646	-350	-458	-485
筹资活动产生的现金流量净额	91	116	419	209	248
现金及现金等价物净增加额	50	1	383	145	176

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。