

商贸零售：辽宁成大（600739）事件点评

2014 年 9 月 10 日

再次启动增发，油页岩项目确定性提高

⑤ 事件：辽宁成大公布 2014 年非公开发行预案

辽宁成大 9 月 6 日公布 2014 年非公开发行股票预案。拟以 13.96 元/股的价格分别向富邦人寿和前海开源发行 5 千万股股票，募集资金不超过 13.96 亿元，用于新疆宝明油页岩综合开发利用一期项目。其中 9.44 亿元用于向子公司新疆宝明增资，其余资金向新疆宝明进行贷款。

⑤ 新疆宝明油页岩项目是公司未来重要的利润来源和增长点

辽宁成大是业务多元化的控股型上市公司，从事商贸流通、生物制药、能源开发和金融服务等四大板块业务。目前生物医药和金融服务为公司利润的主要来源，2013 年利润总额占比分别为 42% 和 52%。公司 2008 年进入能源开发领域，新疆宝明油页岩项目是公司运营的第二个油页岩项目，位于新疆吉木萨尔，由子公司新疆宝明（控股 60%）运营，目前拥有吉木萨尔县石长沟、吴家湾、木塔寺、白杨河等四个油页岩的探矿权，探矿权面积合计约 100 平方公里。本次募集资金投资项目为石长沟油页岩矿的开发利用，是新疆宝明油页岩综合开发利用项目的第一期，达产后有望贡献归属净利润 4.7 亿元，超过 2013 年公司净利润的 55%。其他 3 项探矿权的后续开发，有望为公司能源开发业务未来的增长点。

⑤ 石长沟项目首期工程调试进展顺利，项目确定性提高

石长沟油页岩项目包括 1100 万吨/年的露天矿开采及 47.8 万吨的页岩油干馏厂。目前，项目首期工程 32 台干馏炉联合调试进展顺利，系统全工艺贯通目标已经实现。二期工程 48 台干馏炉中的 32 台的施工建设正如期推进，预计 11 月建成并进入联合调试。公司的页岩油产品现已按市场价格向新疆当地的炼化企业实现了部分销售。

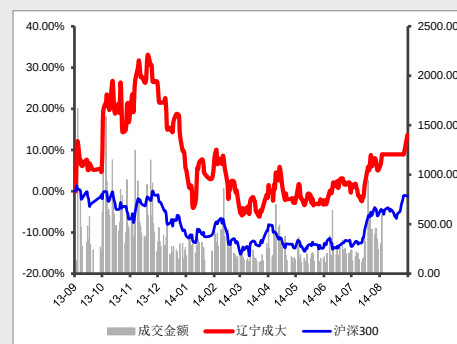
⑤ 本次增发将充实公司资本，降低财务成本

公司于 2013 年启动非公开发行，原拟向 2 个发行对象募集资金 18.564 亿元用于石长沟项目，最后其中的 1 个发行对象因自身原因未参与认购，仅募集资金 8.619 亿元。截至 2014 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 33%，带息债务合计 37.5 亿元。本次再度启动增发，如本次顺利完成 13.96 亿元资金的募集，将减轻公司的债务压力，每年至少可节省 0.8 亿元的财务成本，增厚 EPS 0.06 元。本次的增发对象为台湾富邦金控旗下的保险公司富邦人寿，及前海开源

推荐（首次）

市场表现

截至 2014.8.29



市场数据

2014-9-9

A 股收盘价（元）	16.79
一年内最高价（元）	20.54
一年内最低价（元）	12.11
上证指数	2,326.53
市净率	1.94
总股本（亿股）	14.30
实际流通 A 股（亿股）	13.65
限售流通 A 股（亿股）	0.65
流通 A 股市值（亿元）	229.13

分析师：周悦

执业证书号：S1490514060001

电话：010- 58568159

邮箱：zhouyue@hrsec.com.cn

基金管理有限公司，其中前海开源在本次增发前已持有公司 0.92% 的股份。

⑤ 投资建议及评级

公司的油页岩项目确定性提高，能源开发板块有望成为稳定的利润来源和增长点。我们预计 2014-2016 年辽宁成大营业收入分别为 100.9 亿元、121.4 亿元和 130.6 亿元，归属净利润分别为 7.6 亿元、10.1 亿元和 13.0 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.71 元和 0.91 元，对应市盈率为 30.2、22.7、17.7 倍。给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

页岩油售价及生产成本的不确定性；主要疫苗产品市场份额下降超预期；券商收入和利润随大盘波动

盈利预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	10,293.88	10,333.85	10,860.72	12,137.33	13,060.99
同比增长(+/-%)	6.5%	0.4%	5.1%	11.8%	7.6%
营业利润（百万元）	953.14	1,135.06	996.88	1,361.34	1,905.27
同比增长(+/-%)	-68.3%	19.1%	-12.2%	36.6%	40.0%
净利润（百万元）	694.9	846.4	762.1	1,012.3	1,300.2
同比增长(+/-%)	-69.2%	21.8%	-10.0%	32.8%	28.4%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.59	0.53	0.71	0.91
PE	33.11	27.18	30.18	22.72	17.69
PB	2.22	2.07	1.80	1.67	1.53

附表

资产负债表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4,115.0	4,246.3	3,883.4	5,019.5	4,584.2
现金	432.7	202.3	217.2	242.7	550.6
交易性投资	18.6	19.3	19.3	19.3	19.3
应收票据	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
应收款项	1,217.3	1,637.1	233.7	1,857.0	392.8
其他应收款	97.3	371.9	371.9	371.9	371.9
存货	1,115.1	1,088.4	1,168.4	1,327.9	1,265.7
其他	1,234.0	926.2	1,870.8	1,197.6	1,979.9
非流动资产	11,258.6	12,945.8	14,588.4	15,949.7	16,564.5
长期股权投资	7,260.7	7,562.7	8,285.9	9,112.8	9,969.4
固定资产	2,251.3	2,494.3	5,148.7	5,631.2	5,342.0
无形资产	419.1	480.5	548.2	614.2	678.6
其他	1,327.5	2,408.3	605.6	591.5	574.5
资产总计	15,373.6	17,192.1	18,471.8	20,969.2	21,148.7
流动负债	3,900.8	3,679.3	2,112.6	3,369.4	1,886.2
短期负债	983.3	600.2	390.5	984.2	0.0
应付账款	1,305.1	1,707.7	1,269.4	2,023.6	1,397.7
预收账款	143.8	140.0	280.7	189.5	316.4
其他	1,468.6	1,231.4	172.1	172.1	172.1
长期负债	422.1	1,665.1	2,731.1	2,731.1	2,731.1
长期借款	49.0	1,300.0	2,366.0	2,366.0	2,366.0
其他	373.1	365.1	365.1	365.1	365.1
负债合计	4,322.8	5,344.4	4,843.6	6,100.4	4,617.2
股本	1,364.7	1,364.7	1,429.7	1,429.7	1,429.7
资本公积金	155.5	85.9	882.8	882.8	882.8
留存收益	8,841.4	9,683.4	10,445.5	11,457.9	12,758.1
少数股东权益	689.1	713.7	870.2	1,098.4	1,460.9
母公司所有者权益	10,361.6	11,134.0	12,758.0	13,770.4	15,070.6
负债及权益合计	15,373.6	17,192.1	18,471.8	20,969.2	21,148.7

现金流量表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	21.3	340.5	-232.5	606.8	1,703.0
净利润	333.9	123.8	918.6	1,240.6	1,662.7
折旧摊销	179.2	226.4	405.8	466.7	482.9
财务费用	-81.2	-69.2	-99.5	-129.2	-125.3
投资收益	512.5	905.5	723.3	826.9	856.6
营运资金变动	-649.8	-177.8	-979.3	-447.5	244.2
其他	-273.3	-668.1	-1,201.4	-1,350.8	-1,418.1
投资活动现金流	-661.2	-912.6	-1,372.4	-1,047.1	-287.0
资本支出	-1,042.3	-1,191.5	-1,384.0	-1,060.0	-300.0
其他投资	381.0	278.9	11.6	12.9	13.0
筹资活动现金流	593.2	532.3	1,619.8	465.8	-1,108.2
借款变动	732.8	767.8	757.9	465.8	-1,108.2
普通股增加	0.0	0.0	65.0	0.0	0.0
资本公积增加	48.7	-69.6	796.9	0.0	0.0
股利分配	-159.2	-228.3	0.0	0.0	0.0
其他	-29.2	62.5	0.0	0.0	0.0

利润表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,293.9	10,333.9	10,860.7	12,137.3	13,061.0
营业成本	8,699.7	8,890.9	9,242.5	10,223.3	10,621.6
营业税金及附加	27.8	24.5	25.8	28.8	31.0
营业费用	598.6	645.9	701.6	709.6	723.9
管理费用	372.4	401.7	459.0	453.3	451.7
财务费用	81.2	69.2	99.5	129.2	125.3
资产减值损失	74.6	72.8	58.8	58.8	58.8
公允价值变动净收益	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
投资收益	481.0	604.1	723.3	826.9	856.6
营业利润	953.1	1,135.1	996.9	1,361.3	1,905.3
营业外收入	17.6	47.0	57.2	57.2	57.2
营业外支出	10.5	43.0	40.0	40.0	40.0
利润总额	960.3	1,139.1	1,014.1	1,378.5	1,922.5
所得税	120.8	149.8	95.5	138.0	259.8
净利润	839.5	989.3	918.6	1,240.6	1,662.7
少数股东权益	144.6	142.9	156.5	228.2	362.5
归属母公司所有者净利润	694.9	846.4	762.1	1,012.3	1,300.2
EPS（元）	0.49	0.59	0.53	0.71	0.91

主要财务比率

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	6.5%	0.4%	5.1%	11.8%	7.6%
营业利润	-28.64%	-48.31%	-7.51%	118.08%	97.89%
净利润	-65.86%	17.84%	-7.14%	35.05%	34.02%
盈利能力					
毛利率	15.5%	14.0%	14.9%	15.8%	18.7%
净利率	8.2%	9.6%	8.5%	10.2%	12.7%
ROE	6.7%	7.6%	6.0%	7.4%	8.6%
ROIC	8.2%	8.7%	7.1%	8.1%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	31.1%	26.2%	29.1%	21.8%
流动比率	1.05	1.15	1.84	1.49	2.43
速动比率	0.77	0.83	1.23	1.06	1.70
营运能力					
资产周转率	0.67	0.60	0.59	0.58	0.62
存货周转率	8.46	6.31	46.47	6.54	33.25
应收账款周转率	7.80	8.17	7.91	7.70	8.39
每股资料（元）					
每股收益	0.49	0.59	0.53	0.71	0.91
每股经营现金	0.02	0.25	-0.16	0.42	1.19
每股净资产	7.59	8.16	7.59	8.16	8.92
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	33.11	27.18	30.18	22.72	17.69
PB	2.2	2.1	1.8	1.7	1.5

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

周悦，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn