



买入 **33% ↑**
目标价格:人民币 23.26
600739.CH
价格:人民币 17.46
目标价格基础:分部估值法
板块评级:增持

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.3)	9.3	(13.4)	(9.2)
相对上证指数	(9.0)	10.3	(12.7)	10.3
				1,530
发行股数(百万)				89
流通股(%)				23,828
流通股市值(人民币 百万)				283
3个月日均交易额(人民币 百万)				净负债比率(%) (2016E)
净现金				主要股东(%)
				辽宁成大集团有限公司 11

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年8月5日收盘价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 贸易

魏涛, CPA*
(8610)66229364
tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

罗惠洲
(8610)66229014
huizhou.luo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516030001

辽宁成大

金融牌照再下一城, 重焕生机指日可待

公司实行产业多元化及专业化发展, 致力于生物制药、商贸流通、能源开发、金融服务四大经营领域。医药板块在细分疫苗市场独占鳌头, 股权投资广发证券各项指标保持行业前列, 盈利能力较强。公司此次定增进军保险业, 将发挥金融领域协同发展优势, 培育新利润增长点。我们给予买入的首次评级, 目标价格 23.26 元。

支撑评级的要点

- 估值修复空间大, 投资安全边际高。**公司核心资产(生物制药、医药连锁、广发证券拟收购的中华保险股权)盈利能力不俗, 但其估值与当前市值相较依旧有较大折价, 投资安全边际高。公司此次定增收编中华联合保险打开新局面, 油页岩项目的不利因素已消除, 估值修复可期。
- 趋利避害调结构, 业绩面临拐点。**近年国际油价下行, 公司能源开发业务遭遇亏损。此后公司及时止损, 对成大弘晨实行长期停产, 并减少新疆宝明开工率。经历业务调整阵痛的辽宁成大, 经营压力大大释放, 涣然重生, 轻装上阵, 迎来业绩拐点。
- 证券保险比翼飞, 多方位合作促发展。**公司拟收购的中华保险股权与原有广发证券的股权形成复合系统, 有利于其整合两大产业资源, 最大化实现证券业与保险业间金融协同效应。中华保险是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团, 保费收入及增速高, 市场份额居前, 新获寿险牌照极大地打开了公司成长空间。同时, 未来可通过产品研发、信息共享、和资金投资方式等方面的创新, 全方位实现券商与保险复合系统的高度协同。
- 股东积极参与增发, 控股地位显著提升, 彰显信心。**公司主要股东积极参与定增, 助力收购中华保险股权, 体现其对未来整体盈利能力的高度认可。同时, 本次定增将引入新股东, 银河金汇证券资产和中欧保税物流将提升股权多元化, 为公司注入新活力。

评级面临的主要风险

- 生物制药及医药连锁行业景气度下行; 非公开发行方案未能获批; 油价下跌等。

估值

- 我们采用分部估值法, 给予医药板块 33.9 倍市盈率, 广发证券与中华保险的股权分别以 224.8 亿及 82.0 亿估值, 公司目标价为 23.26 元, 首次深度覆盖, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币 百万)	9,193	9,138	9,196	9,495	9,981
变动(%)	(10)	(1)	1	3	5
净利润(人民币 百万)	965	474	1,343	1,837	2,158
变动(%)	(2)	(51)	183	37	17
全面摊薄每股收益(人民币)	0.580	0.340	0.760	1.077	1.281
全面摊薄市盈率(倍)	30.1	51.4	23.0	16.2	13.6
市净率(倍)	1.86	1.53	1.35	1.31	1.26

资料来源: 公司数据, 中银证券

目錄

引入优秀民营资本，为国企改革典范	3
经济低迷盈利下行，积极调整应对策略.....	6
生物制药：明星疫苗占鳌头，开拓国际销售网	9
商贸流通：医药连锁稳增长，国内外贸易调策略.....	12
能源开发：停产少开工，减缓运营压力	17
股权投资：证券保险翘楚共筑金融版图	20
54亿定增拟参股中华联合保险，扩充金融牌照	25
公司主要看点.....	28
盈利预测	29
估值和投资建议	30
研究报告中所提及的有关上市公司	32

引入优秀民营资本，为国企改革典范

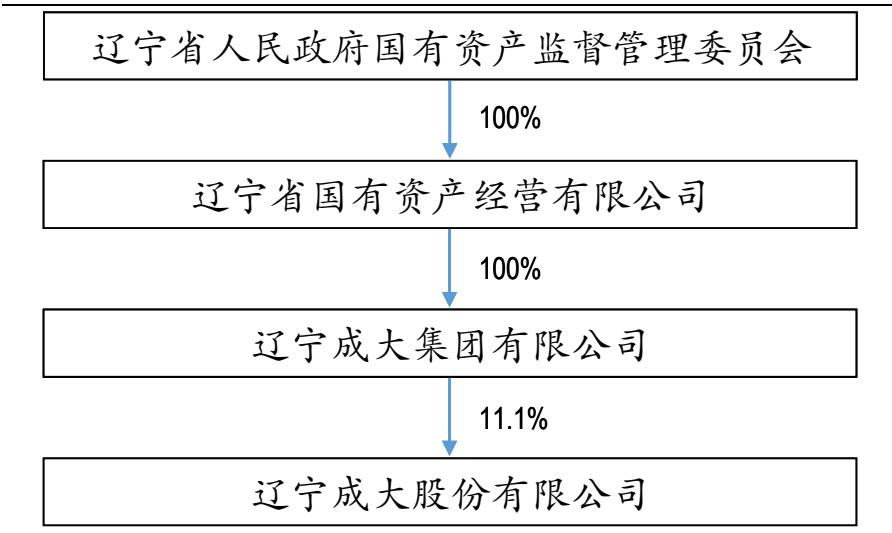
股权多元化注入新活力

辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）是辽宁省国资委实际控股的跨行业、跨地区综合大型企业。公司下设专业子公司承担公司三大主营业务——生物制药、商贸流通、能源开发，与投资业务共同构成公司主要利润来源。公司是中国进出口额最大的500家企业之一，业务跨亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲。

1993年8月，公司前身在改组的辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上成立。1996年8月，在上海证券交易所挂牌上市。1999年2月，辽宁省国有资产管理局将其持有的国家股转由辽宁成大集团有限公司持有，股权性质不变，仍为国家股，成大集团成为公司的第一大股东。

2014年，作为国企改革重要标的，辽宁成大定向增发引入优秀非国有资本，巨人投资有限公司。定增后，巨人投资持有辽宁成大4.3%的股份。2016年，通过再次定增，巨人投资持股比例将上升至7.8%；同时引入新股东，银河金汇证券资产和中欧保税物流，分散股权，提升股权多元化，给公司注入新活力。

图表1. 辽宁成大实际控制人



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表2. 公司前十大股东（截至2016年第一季度）

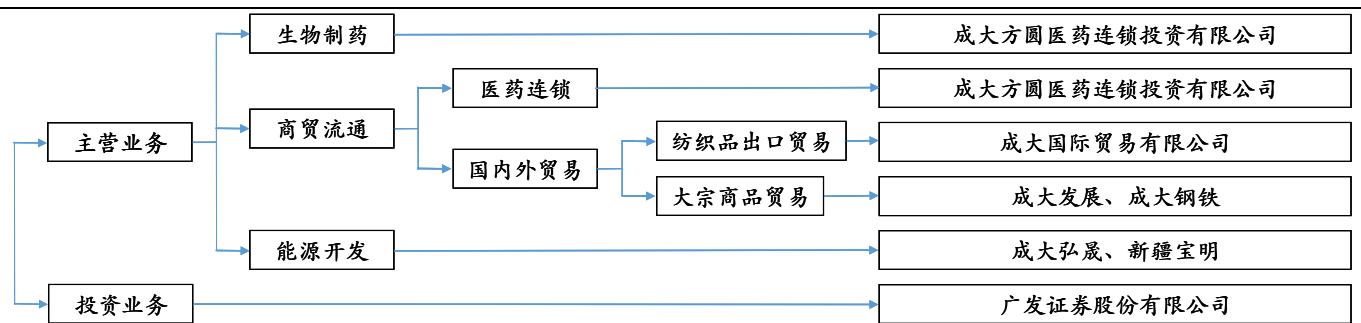
排名	股东名称	占总股本比例(%)	持股数量(股)
1	辽宁成大集团有限公司	11.1	169,889,039
2	前海开源基金-浦发银行-前海开源乐晟资产管理计划	4.8	72,854,030
3	巨人投资有限公司	4.3	65,000,000
4	富邦人寿保险股份有限公司-自有资金	4.1	63,125,389
5	前海开源基金-建设银行-前海开源定增3号资产管理计划	3.3	50,000,000
6	中国证券金融股份有限公司	1.3	20,446,288
7	陈国义	1.2	17,551,761
8	中国证券投资者保护基金有限责任公司	0.7	11,339,849
9	邹庆瑞	0.5	7,140,000
10	北京天象道通资产管理有限公司-天象2号私募投资基金	0.4	6,349,700

资料来源：公司定期报告

四业并行，协同发展

在公司四大业务板块中，生物制药业务由成大生物股份有限公司承担（辽宁成大持股 62.5%），且于 2014 年 12 月作为公司重点培育资产，单独在新三板挂牌（股票代码：831550.OC）。商贸流通板块具体分为两大业务，医药连锁与国内外贸易。医药连锁由成大方圆医药连锁投资有限公司（辽宁成大持股 80%）及其子公司承担。国内外贸易细分为纺织品出口与大宗商品贸易。能源开发业务由公司持股 100% 的吉林成大弘晟能源有限公司与持股 60.5% 的新疆宝明矿业有限公司开展。在对外投资方面，公司持有广发证券 19.6% 的股权，是第三大股东。

图表 3. 承担主要业务的子公司及参股公司



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 4. 主要高管背景

姓名	职务	个人简历
尚书志	董事长，董事	男，1952 年 10 月生，硕士研究生学历，高级经济师，高级国际商务师。曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员，科长，副总经理，辽宁省针棉毛织品进出口公司总经理，辽宁成大股份有限公司董事长兼总经理。现任辽宁成大集团有限公司董事长，辽宁成大股份有限公司董事长，广发证券股份有限公司董事。
葛郁	董事，总裁	男，1962 年生，硕士研究生学历，高级国际商务师。曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员，辽宁省针棉毛织品进出口公司科长，辽宁成大股份有限公司服装分公司经理，辽宁成大股份有限公司董事，副总裁，辽宁成大集团有限公司董事，副总裁（主持工作）。现任辽宁成大集团有限公司董事，辽宁成大股份有限公司董事，总裁。
李宁	董事，副总裁，财务总监	男，1969 年生，博士研究生学历，会计师。曾任辽宁省针棉毛织品进出口公司财务科科员，辽宁成大股份有限公司财务科长。现任辽宁成大股份有限公司董事，副总裁，财务总监。
王玉辉	董事，副总裁	男，1956 年生，硕士研究生学历，高级会计师，曾任辽宁省外经贸厅财会处主任科员，副处长，辽宁成大集团有限公司副总裁，哈尔滨家乐福超市有限公司董事，杭州家乐福超市有限公司董事，大连家乐福商业有限公司副董事长，沈阳家乐福商业有限公司副董事长，宁波家乐福超市有限公司董事，长春家乐福商业有限公司董事，现任辽宁成大股份有限公司董事，副总裁。
曹靖筠	副总裁	男，1956 年生，本科学历，高级经济师，曾任辽宁省纺织品进出口公司物价员，办公室副主任，辽宁省政府办公厅科员，主任科员，副处调，党组秘书，正处级秘书，辽宁成大集团有限公司副总裁，现任辽宁成大股份有限公司副总裁。
全龙锡	副总裁	男，1965 年生，硕士研究生学历。历任辽宁成大服装分公司总经理，辽宁成大亚洲分公司副总经理，辽宁成大亚洲纺织分公司总经理，辽宁成大亚洲分公司总经理，现任辽宁成大股份有限公司副总裁。
张志范	副总裁	男，1963 年生，硕士研究生学历，注册会计师，高级会计师。曾任辽宁省食品进出口公司副总经理，辽宁成大集团有限公司董事，副总裁，财务总监，辽宁成大股份有限公司董事，深圳宜发创业投资有限公司执行董事，现任辽宁成大集团有限公司董事，辽宁成大股份有限公司副总裁。
武力群	副总裁	男，1964 年生，硕士研究生学历。曾任辽宁成大股份有限公司投资与资产管理部总经理，现任辽宁成大股份有限公司副总裁。
王滨	副总裁	男，1971 年生，硕士研究生学历。曾任中床国际物流集团有限公司集团副总裁，辽宁成大股份有限公司总裁助理。现任辽宁成大股份有限公司副总裁，华盖资本有限责任公司董事长，家乐福中国东北区董事。
于占洋	董事会秘书	男，1971 年生，本科学历，国际商务师，曾任辽宁成大股份有限公司证券事务代表，现任辽宁成大股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 5. 主要关联企业概况

关系	子公司名称	概况
控股子公司	成大生物股份有限公司	总部设在沈阳。目前是我国最好的生物制药企业之一。其中“狂犬疫苗”销售额连续几年占全国市场60%以上，近两年达到70%-80%市场份额。
控股子公司	成大方圆医药连锁投资有限公司	总部设在沈阳。是我国唯一一家被授予医药零售驰名商标的企业。现有连锁药店800多家，主要分布在辽宁、吉林、内蒙、河北和山东。
控股子公司	成大国际、成大发展和成大钢铁有限公司	总部均设在大连。承担辽宁成大的最初业务，国内外贸易。目前年进出口总额4亿美元左右，年销售额60亿元左右。
控股子公司	成大弘晟能源有限公司	总部设在吉林省桦甸市。专门从事油母页岩炼油开发项目。目前正处于生产调试中。计划每年生产20万吨轻质页岩油。
控股子公司	新疆宝明矿业有限公司	总部设在新疆吉木萨尔市。专门从事油母页岩炼油开发项目。计划年产1100万吨油页岩原矿和47.8万吨页岩油。
参股公司	广发证券	全国大型综合类上市证券公司。其经营规模、竞争能力和创新水平均在全国具有重要影响力。

资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 6. 2015 年主要子公司财务数据（亿人民币）

子公司名称	持有股份比例(%)	总资产	净资产	营收	净利润
成大生物股份有限公司	62.5	20.0	18.1	9.4	4.6
成大方圆医药连锁投资有限公司	100.0	12.8	5.8	27.6	0.5
辽宁成大国际贸易有限公司	90.3	1.7	0.8	9.2	0.1
辽宁成大贸易发展有限公司	90.1	9.0	1.5	26.2	0.1
辽宁成大钢铁贸易有限公司	100.0	11.5	1.3	17.6	(1.7)
成大弘晟能源有限公司	100.0	8.2	1.7	1.0	(14.8)
新疆宝明矿业有限公司	60.5	51.9	13.5	0.2	(5.6)

资料来源：公司定期报告，中银证券

经济低迷盈利下行，积极调整应对策略

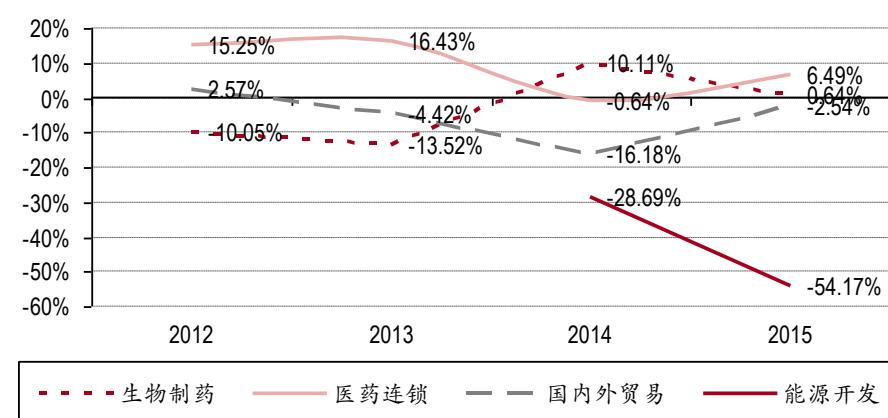
2011年至2015年，公司营收波动较大。其中2012年与2013年，医药连锁业务稳健推进行店网络建设，扩大零售规模；以配送制和集中采购为基础，进一步深化品类管理，促使该业务分别取得15.2%与16.4%的高增长。得益于医药连锁业务的增长，2012年至2013年，公司营收持续增加。2014年起，大宗商品价格趋势性上涨周期结束，国内钢铁产能严重过剩，传统大宗商品贸易面临严峻挑战，公司大宗商品贸易受挫严重。2014年与2015年，国内外贸易业务增长率分别为-16.2%与-2.5%；主要受该业务影响，公司2014年营收大幅下跌，2015年维持下降趋势。

图表7. 公司营收及其增长率（2011-2015年）



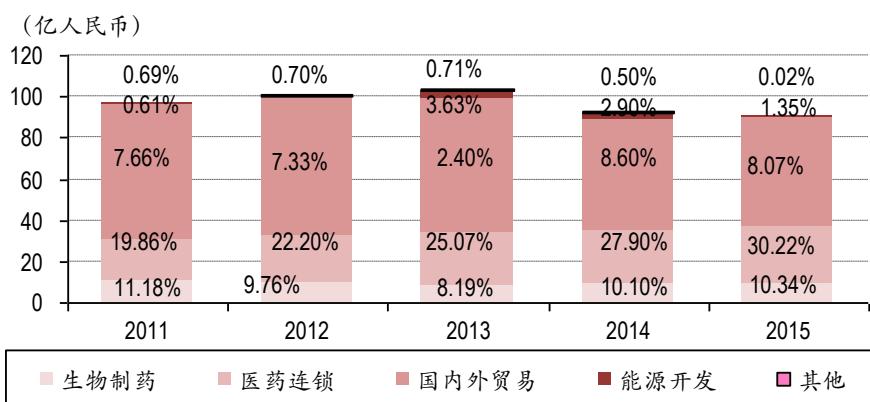
资料来源：公司定期报告，中银证券

图表8. 公司各业务营收增长率比较（2012-2015年）



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 9. 公司营收构成 (按业务) (2011-2015 年)

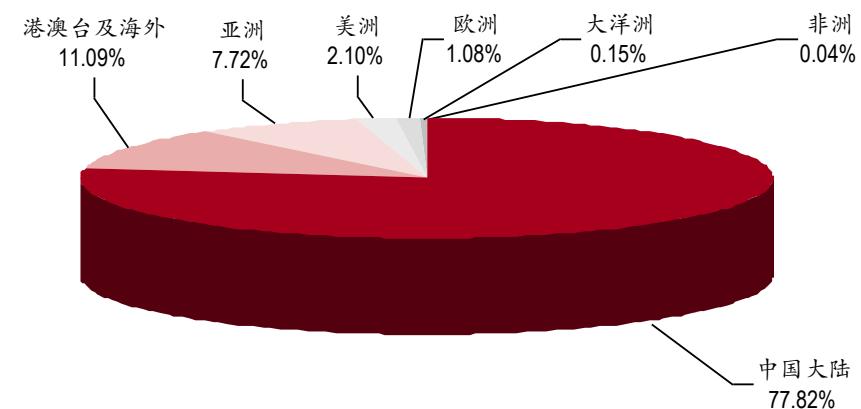


注：

1. 在年报中，纺织品出口与大宗商品贸易合称为国内外贸易业务；国内外贸易业务与医药连锁合称为商贸流通业务；
2. 其他营收包括融资租赁收入等。

资料来源：公司定期报告，中银证券

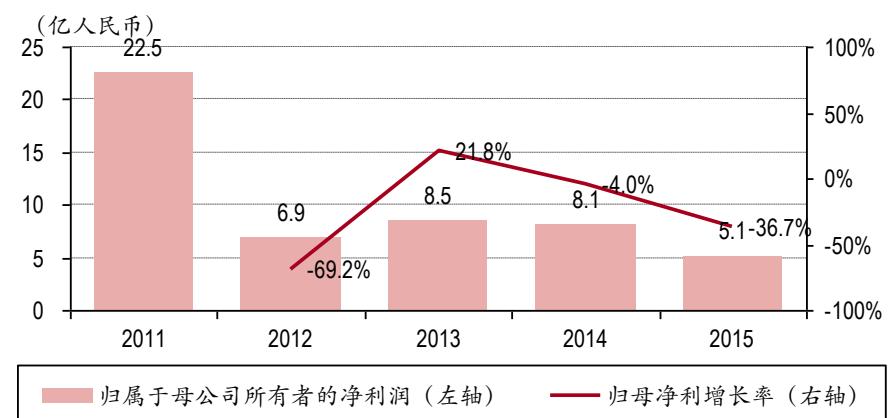
图表 10. 2015 年公司主要营收构成 (按地区)



资料来源：公司定期报告，中银证券

2011 年至 2015 年，公司归母净利波动也较大。2011 年，因参股公司广发证券非公开发行股票，致使公司投资收益增加 13.4 亿元。2012 年至 2013 年，公司在医药连锁业务中大力推进品类结构调整和配送制，使该业务毛利率有大幅度的提升；2012 年与 2013 年，利润总额增长率分别高达 494.7% 与 35.6%。得益于此，2013 年公司归母净利增长率达 21.8%。但 2014 年，受国际经济环境影响，需求不足，国内外贸易利润总额增长率为 -177.6%，公司归母净利也受到影响。2015 年，因成大弘晟长期停产，公司计提减值 11.1 亿元。

图表 11. 公司归母净利及其增长率 (2011-2015 年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

生物制药：明星疫苗占鳌头，开拓国际销售网

生物制药业务由子公司辽宁成大生物股份有限公司（辽宁成大持有其 62.5% 股份）及其子公司开展，专门从事人用疫苗和兽用疫苗的研发、生产和营销工作。根据 2015 年年报，该业务收入占公司总营收 10.3%，但凭借其极高的毛利率与税前利润率成为公司利润的主要来源之一。2011 年至 2015 年，该业务平均毛利率为 86.4%，平均税前利润率为 58.1%。

成大生物凭借其核心技术“生物反应器规模化制备疫苗的工艺平台技术”，在人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、人用乙脑灭活疫苗（Vero 细胞）及兽用狂犬病疫苗市场上取得行业技术领先地位。该技术包括细胞培养、病毒连续收获、病毒液浓缩、病毒液灭活、纯化等一系列具体工艺技术，采用悬浮式细胞培养，通过投放高密度微载体，大幅提高细胞贴壁的培养表面积，具有生产效率高、污染机率低、占地面积小等特点。

其先进完备的硬件设施也为技术研究与产品培育创造了良好条件。成大生物生产基地位于沈阳浑南国家高新技术园区内，占地近百亩，建筑面积 5 万多平方米，员工近 800 人。建有 2 个人用狂犬病疫苗车间、1 个乙脑疫苗车间、1 个疫苗灌装车间和 1 个疫苗稀释液车间。人用狂犬病疫苗年产能达到 1,000 万人份，乙脑疫苗年产能 2,000 万支。所有车间都已顺利通过 2010 年国家新版 GMP 认证。

同时，“专业化推广”、“主渠道策略”和“快速不良反应处理系统”的营销模式使公司取得了稳定的市场优势。公司内销人用疫苗的销售方式主要是直接销售给各级疾病预防控制中心或接种部门，部分根据当地市场情况销售给经销商。公司外销产品通过国外经销商进行销售。兽用狂犬病疫苗的销售采用政府招标采购的模式，主要销售对象为各省市的动物疫病预防控制中心或动物卫生监督所等部门。

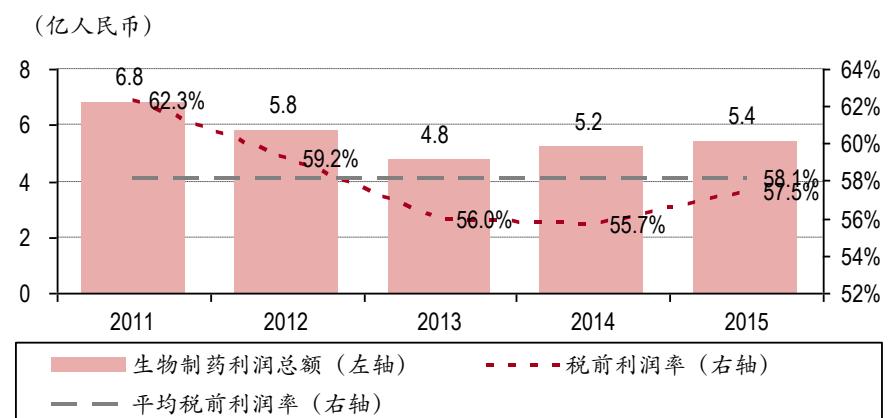
2014 年 12 月，成大生物在新三板市场挂牌成功（股票代码：831550.OC），盈利能力及升值潜力在新三板企业中位居前列。2016 年 6 月 19 日，成大生物以远超于《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》净利润标准的盈利成为首批进入新三板创新层的挂牌企业。新三板创新层初选名单共 920 家，占所有挂牌企业数量的 12%。本次入选创新层，为公司提高融资能力，创新发展创造新的可能。

图表 12. 生物制药业务营收及毛利率（2011-2015 年）



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 13. 生物制药业务利润总额及税前利润率 (2011-2015 年)



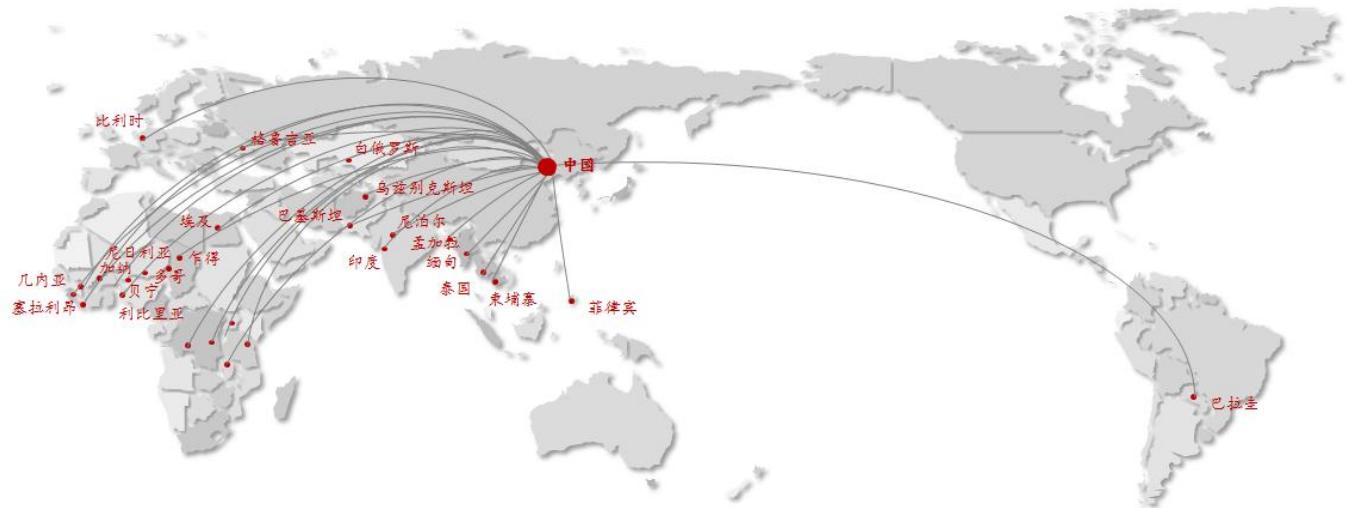
资料来源：公司定期报告 中银证券

疫苗技术领先，明星产品市场占有率高，且积极开拓国际市场

成大生物通过引进、消化、吸引国际领先的生物反应器微载体大规模培养细胞制备疫苗技术并加以再创新，公司研发生产出人用狂犬病疫苗、乙脑疫苗和兽用狂犬病疫苗等产品，质量达到或超过国际同类产品水平，在国内拥有较高的市场占有率并已出口多个国家。领先的技术水平，高市场占有率及国际化的销售网络极大程度保证了成大生物的核心盈利能力。

旗下明星产品成大速达是成大生物研发生产的我国第一个使用生物反应器工艺的人用狂犬病疫苗，这也使得成大生物成为全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业。自 2005 年上市起，成大速达以国际品质打破了进口疫苗垄断市场的局面。目前已成为全国生产量最多，适用范围最广，市场占有率最高的人用狂犬疫苗。该疫苗已出口到印度、巴基斯坦、泰国、菲律宾、肯尼亚、加纳、马拉维、格鲁吉亚等 29 个国家。安全接种超过 2 亿剂次，全程接种未见一例狂犬病病例。

图表 14. 成大速达出口国家



资料来源：公司定期报告，中银证券

旗下另一明星产品成大利宝于 2008 年上市，是国际上首个应用生物反应器工艺生产的乙脑灭活疫苗，在国内二类乙脑疫苗市场中占有率名列第一。成大利宝乙脑疫苗已在全国 30 个省、自治区使用，并成功出口泰国，在柬埔寨完成注册，同时已启动对斯里兰卡、越南等国的注册工作。各项安全性指标均达到或优于药典标准。安全接种超过 1,200 万人次，未见严重不良反应。产品质量达到“国际先进、国内领先”水平，是乙肝疫苗升级换代的理想产品。

积极完善产品线，推进新研发项目

面对日新月异的生物技术，成大生物继续加大专利技术的开发和应用，加强自主知识产权的保护，有效降低技术淘汰的风险，且新研发成果的投产将给公司带来新的利润增长点。成大生物一方面加快产品线拓展速度，在高起点上补充常规疫苗品种，另一方面围绕国家扩大免疫规划疫苗的供应体系积极推进多联多价疫苗和创新疫苗的研发。公司将陆续完成病毒类疫苗技术平台和细菌类疫苗技术平台建设，成为国内技术最为完备的疫苗研发与生产企业之一。截至 2015 年，公司已获得专利 28 项，技术成果盈利转化能力相当可观。

图表 15. 成大生物近年各研发项目列表

年份	研发项目进展
2011	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 人用出血热疫苗进入临床试验工作阶段； ➤ 三菌疫苗、猪瘟疫苗和猪乙脑疫苗等品种处于实验室研发阶段； ➤ 符合美国 FDA 标准的注射剂车间建设工作正在有序推进，已获得了两个品种的 ANDA 号，正在等待美国 FDA 现场 GMP 检查； ➤ 本溪基地建设项目如期推进。
2012	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 人用狂犬病疫苗二车间和制剂车间顺利通过国家新版 GMP 认证； ➤ 化学仿制药无菌注射剂车间通过美国 FDA 的现场 GMP 检查并于 2013 年 3 月收到现场检查报告，正式通过了美国 FDA 认证，成为国内第四家通过美国 FDA 认证的注射剂生产企业； ➤ 兽用疫苗生产车间通过了 GMP 静态认证。
2013	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 鸡胚流感、二倍体狂苗、三菌疫苗等若干个品种处于研发推进阶段； ➤ 从中检院等机构购得了多个菌毒株，建立了菌苗研发团队； ➤ 人用狂犬病疫苗两个车间和乙脑疫苗车间顺利通过国家新版 GMP 认证； ➤ 兽用疫苗车间通过 GMP 认证。
2014	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 自主研发的双价肾综合征出血热疫苗（Vero 细胞）已完成临床研究工作，生产车间正在建设中； ➤ 二倍体甲肝疫苗的临床前研究工作，已经申报临床试验； ➤ 鸡胚流感疫苗临床申请审评中； ➤ 流感疫苗、流脑疫苗等项目按计划推进； ➤ 北京细菌疫苗研发中心建成并投入使用。
2015	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 双价肾综合征出血热疫苗（Vero 细胞）处于成果转化大生产阶段，准备申请生产文号，生产车间正在调试运行； ➤ 二倍体甲肝疫苗和四价鸡胚流感疫苗临床前研究工作已经完成，资料目前正在国家药审中心进行审评； ➤ A+C 结合疫苗已经完成临床前研究工作； ➤ 水痘疫苗、HIB 疫苗正在进行工艺研究。

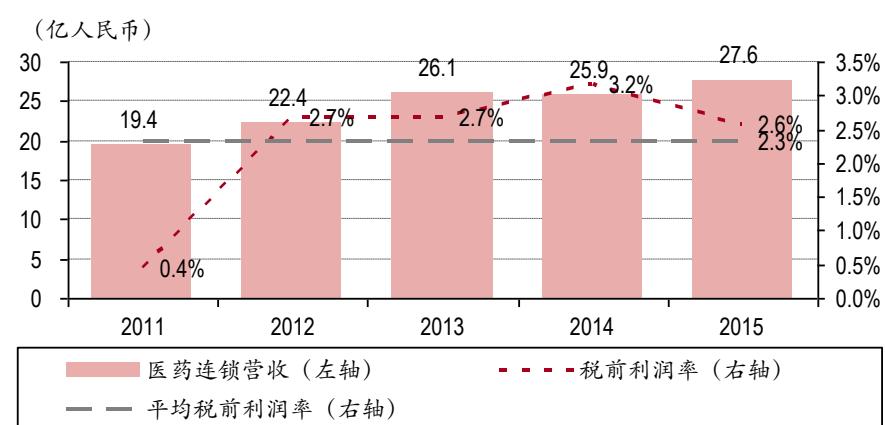
资料来源：公司 2015 年年报，中银证券

商贸流通：医药连锁稳增长，国内外贸易调策略

医药连锁：零售网点遍地开，首创医保购药网

医药连锁业务由子公司成大方圆医药连锁投资有限公司（辽宁成大持有其100%股份）及其子公司负责开展，从事药品连锁零售和批发经营业务，覆盖辽宁、吉林、河北、内蒙古、山东5省19个地市。根据2015年年报，该业务营收占公司总营收30.2%，是公司稳定的营收来源之一。近年来医保政策趋紧，行业竞争加剧，经营成本不断上升，医药零售连锁行业发展面临新的挑战。公司通过扎实推进销售网络拓展战略及终端经营模式的创新，协同品类结构调整和配送制推进，使运营成本有效降低。该业务的税前利润率也由2011年的0.4%提升到2015年的2.6%。

图表 16. 医药连锁业务营收及税前利润率（2011-2015年）

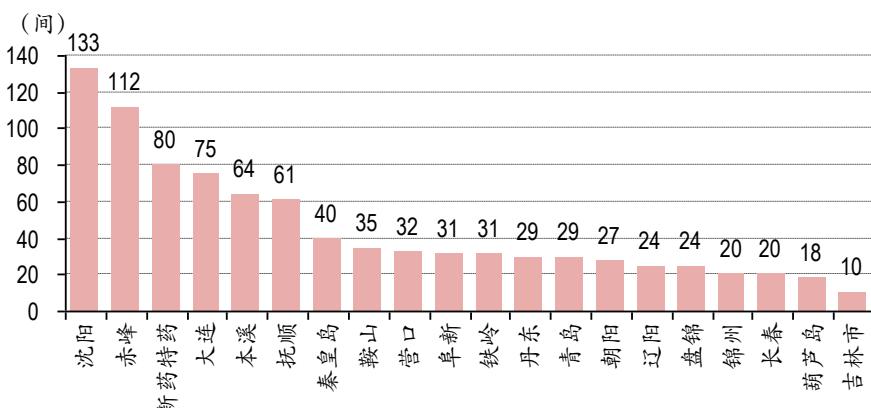


资料来源：公司定期报告，中银证券

零售网络持续扩充，市场份额进一步提升

成大方圆坚持跨省连锁的战略，积极扎实推进网络建设。五年内新增直营门店共346家，其中2015年更是新增门店129家，使门店总数达到1,054家。同时，于2011年，成大方圆完成了对辽宁百盛新药特药的战略并购，提升了公司在辽宁地区的市场份额和竞争优势，使成大方圆的影响力在同行业和消费者心目中进一步加强。

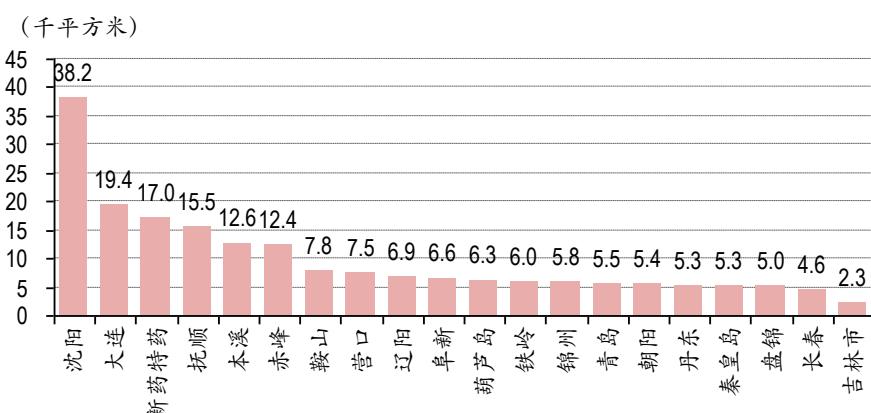
图表 17. 医药连锁业务已开门店数量 (截至 2015 年底)



注：以上门店为自营；新药特药为成大方圆（辽宁）新药特药连锁有限公司下属门店。

资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 18. 医药连锁业务已开门店总建筑面积 (截至 2015 年底)



注：以上门店为自营；新药特药为成大方圆（辽宁）新药特药连锁有限公司下属门店。

资料来源：公司定期报告，中银证券

DTP 模式引领医疗终端转型，盈利空间有望进一步提升

公司创新医药批发经营模式，缩短分销环节，有利于稳定与药品供应商的关系，缩减成本，提升公司盈利空间，提高市场占有率。2015 年，公司启动 DTP 项目先行试点，将制药企业的产品委托给药店做区域的经销代理——患者在医生、医院获得处方后，凭处方即可直接到药店领取药物，可以省略分销环节，厂家和药房的联系更加紧密，为终端模式创新做出有益尝试。同时，与日本爱芙乐赛控股集团株式会社的战略合作也取得实质性进展，使得资源能在有效整合后迸发出更强的利用效率，为经营模式转型打下基础。

首创网上医保定点药房，实现线上线下全渠道营销

面临行业互联网的大浪潮，公司积极推动医药商务电子化，率先抢得医保网络购药市场的先机，在线下市场向线上转移的大趋势中拔下头筹。2014 年，公司全力推进电商项目建设，官网平台成功上线。2015 年，成大方圆首创国内“医保网上便民购药服务平台”，并成功开通医保线下移动支付功能。同时，医药市场对专业度要求极高，相比于发展成熟、多品类发展的平台电商，成大生物具有独特的医药专业优势。再加上国家专业资质认证，可信度高；与医保体系联动，创新支付方式；拥有线下零售网络配送支持。成大生物未来将有望在医药电商的细分领域领跑。

医保网上便民购药服务平台由沈阳市社会医疗保险管理局与东软集团有限公司、医保定点药店三方共同推出，而辽宁成大方圆医药连锁有限公司为首家开通医保网上便民购药功能的医保定点药店，网上购药平台网站为成大方圆医药网 <http://www.ecdfy.com>。同时，“成大方圆医药网”官方微信业已上线，消费者也可关注官方微信后使用手机网上药店。

成大方圆医药网隶属于辽宁成大方圆医药连锁有限公司，是持有国家互联网药品交易服务资质与互联网药品信息服务资质的网上药店。成大方圆医药网商品种类齐全，设有日常用药、慢性病药、男科妇科、孕婴童类、新药特药、营养保健、参茸精品、医疗器械、成人保健、美妆护理、家居百货 11 大类商品。这些商品都来自于辽宁成大方圆医药连锁有限公司物流中心，与辽宁、山东、河北等地近千家门店共享。

图表 19. 成大方圆医药网电脑版与手机版主页



资料来源：网站截图，中银证券

参保人员可登录具备医保网上购药资格的定点药店网购平台进行用户注册，再根据自身需要选择医保范围内的商品。确认订单后，可使用银联卡及支付宝进行网上支付；或在成大方圆医药连锁有限公司的任意门店通过现金、POS 机刷卡、医保刷卡支付；但货到付款只在沈阳市内五区使用，只支持沈阳市医保卡支付。

图表 20. 成大方圆医药网付款方式

订单号	应付金额	温馨提示
1000045476	268.0元	请您在24小时确定付款，否则订单会被自动取消。

付款方式

网上支付

门店付款

 中国银联
 

确定

订单号	应付金额	温馨提示
1000046661	29.00元	请您在24小时确定付款，否则订单会被自动取消。

付款方式

网上支付

货到付款

 沈阳市医保

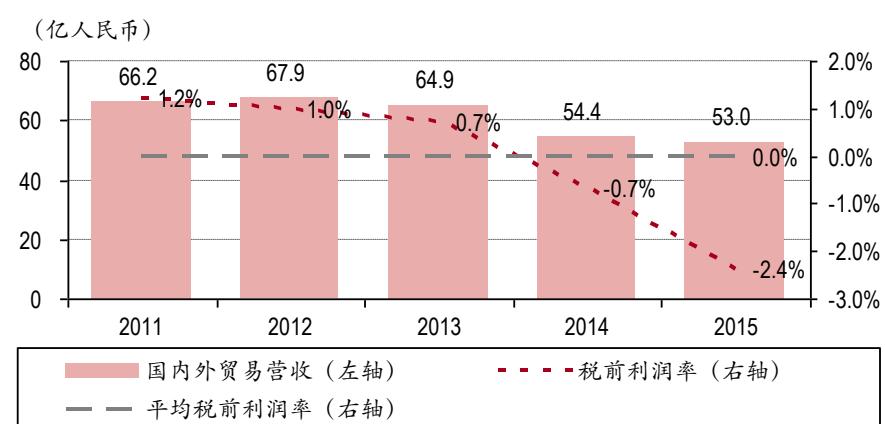
确定

资料来源：网站截图，中银证券

国内外贸易：市场需求显疲软，策略调整有成效

国内外贸易业务分为纺织品出口与大宗商品贸易业务，合计占公司总营收 58.1%。该业务受到国际低迷经济环境的影响，2011 年至 2015 年，税前利润率从 1.2% 下降至 2015 年的-2.4%。对此，公司在客户策略与业务重心上均作调整，且略有成效。

图表 21. 国内外贸易营收及税前利润率（2011-2015 年）



资料来源：公司定期报告

纺织品出口：调整品种结构，大客户战略效果显现

纺织品出口业务主要由成大国际贸易有限公司（辽宁成大持有其 90.3% 股份）承担，出口日本、美国、欧洲市场。据公司 2015 年年报，该业务收入占公司总营收 10.0%，税前利润率为 2.5%。近年来，全球经济不济，美国经济复苏进程曲折，欧洲、日本需求疲软，新兴经济体增速放缓，纺织品出口业务面临压力。公司及时调整战略布局，立足大客户战略，致力于客户结构的调整，为打造核心能力和利润增长奠定了良好基础。2015 年，大客户主导作用逐步显现。日本地区深耕重点客户，加强资源共享，出口额超千万美元的大客户已达 3 家。美洲地区聚焦大客户合作，不断调整品种结构，经营效果显著，销售额两年翻了一番。积极拓展供应商网络布局，加大了东南亚地区的开发力度，孟加拉供货数量大幅提升。

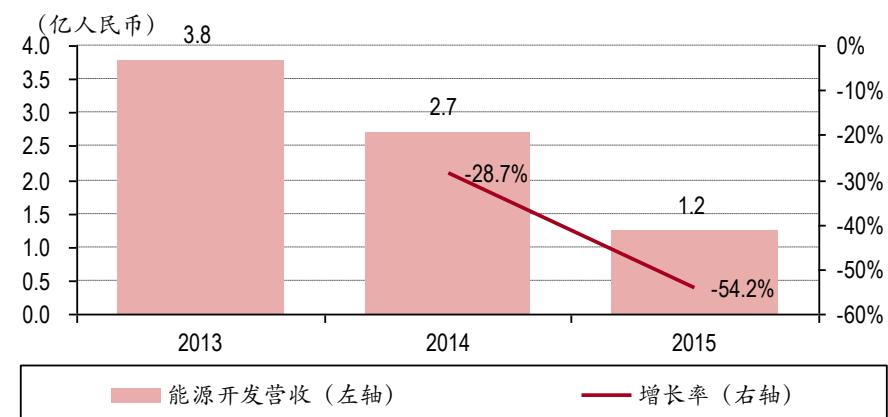
大宗商品贸易：国内外市场低迷，专业化经营以力求改善

大宗商品贸易业务由辽宁成大钢铁贸易有限公司（辽宁成大持有其 100% 股份）与辽宁成大贸易发展有限公司（辽宁成大持有其 90.1% 股份）开展，运营包括油品、煤炭、钢铁、木材、水产等品种的内贸、进口及进料加工出口业务。据公司 2015 年年报，该业务收入占公司总营收 47.9%。欧债危机爆发后，国际市场需求下降，人民币汇率波动频繁；国内通货膨胀高企，劳动力成本上涨，大宗商品贸易遭遇压力。2015 年，该业务税前利润率下降至 -3.4%。公司坚持大宗商品经营原则，在严把经营管理模式的基础上，强化专业化团队经营和风险控制，加大气度培育核心业务；着力开发国有大型企业客户，从经营商品向经营客户转变；致力于供应链管理，为客户提供增值服务。

能源开发：停产少开工，减缓运营压力

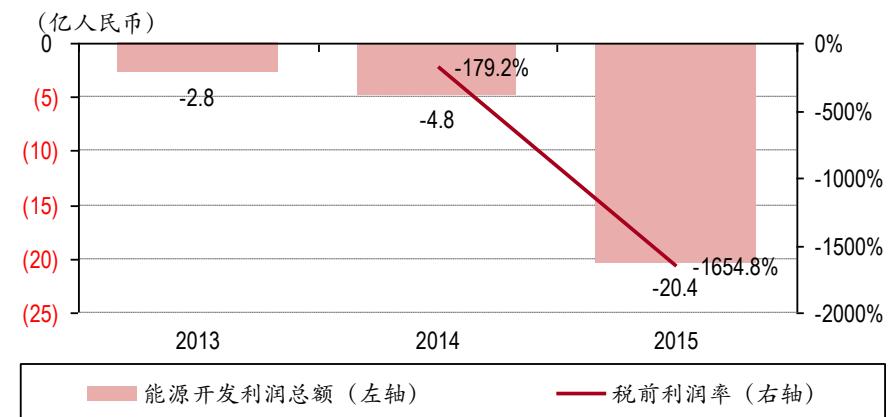
能源开发业务由吉林成大弘晟能源有限公司（持有其100%股份）与新疆宝明矿业有限公司（持有其60.5%股份）开展，专门从事油页岩开采、页岩油生产和销售。据公司2015年年报，该业务收入占公司总营收1.3%。近年来页岩油与国际油价下跌，全行业承受较大压力。该业务在过去5年中亏损较为严重，2011年亏损1.3亿，到2015年，亏损额至20.4亿。

图表 22. 能源开发业务营收及增长率（2013-2015年）



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 23. 能源开发业务员利润总额及税前利润率（2013-2015年）



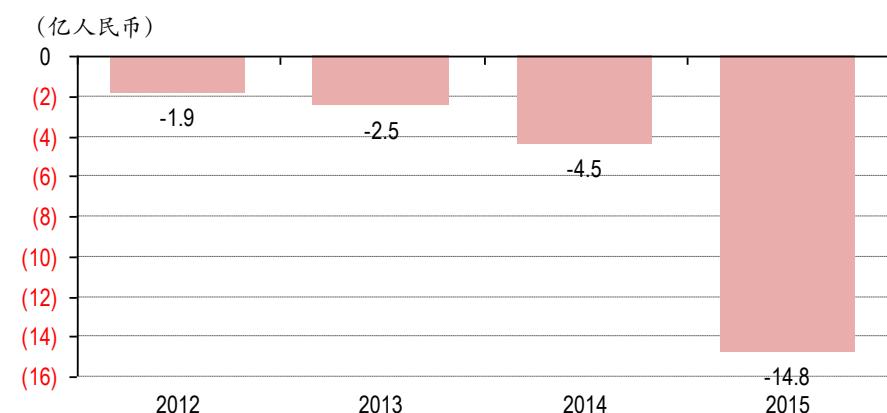
资料来源：公司定期报告，中银证券

成大弘晟：审慎决策，停产止损

吉林成大弘晟能源有限公司成立于2007年12月，承担油页岩开发及综合利用业务。该项目计划年产量为20万吨轻质页岩油。2013年至2015年，页岩油与国际原油价格平均售价大幅下跌；而公司内部新项目处于开发阶段，由于采取全新工艺，缺乏经验，部分工程未达工艺标准，需反复施工调整，再加上人工成本上涨，运营成本压力加大。

面临困境，公司在审慎考虑下调整经营策略，停产止损。成大弘晟自2015年5月，停止桦甸油页岩项目矿山和干馏厂的生产运营；自2016年2月起转为长期停产，相应的损失合计11.1亿元计入2015年度当期财务报表。

图表 24. 成大弘晟净利润 (2012-2015 年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 25. 成大弘晟项目进度表 (2010-2014 年)

时间	影响
2010年	<ul style="list-style-type: none"> 全循环干馏工艺取得成功，平均收油率达到85%以上，为国内领先水平； 矿井由改扩建进入生产阶段。
2011年	<ul style="list-style-type: none"> 由于对新工艺缺乏经验，气候异常与原加热炉设计方案缺陷，项目尚未能实现稳产达产； 公司采取积极措施解决上述问题并取得良好的进展。
2012年	<ul style="list-style-type: none"> 积极进行技术改造，油厂生产系统的正常运行方面取得了阶段性成果，除第2组加热炉尚未改造外，第1、3、4组干馏炉已实现连续稳定生产； 综采设备投入运行，极大提高了采矿能力； 完成小颗粒压球技术的试验，生产车间已开工建设。 完成了页岩筛分破碎系统的技改工作；
2013年	<ul style="list-style-type: none"> 小颗粒压球加工装置已竣工完成并投产运行； 采矿能力和油厂干馏处理能力进一步提升。
2014年	<ul style="list-style-type: none"> 除原有困难之外，油价的大幅下跌进一步加剧了困难局面； 公司采取了一系列措施压缩生产成本，降低费用支出，但由于经营亏损和计提减值准备，2014年经营继续亏损且亏损额加大，举步维艰。

资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 26. 成大弘晟停产与计提时间表

时间	事件	影响
2015.5.26	成大弘晟停止矿山和干馏厂的生产运营。	在停产期内，每月计提折旧摊销约830万元，其它管理费用约90万元。
2015.12.31	页岩油市场供需变化及价格波动。	在2015年度财务报表中，对往来款项计提了-85万元的坏账准备，对存货计提了1.3亿元的存货跌价准备。
2016.1.29	母公司对成大弘晟的长期股权投资计提了25.3亿元的减值准备。	此项减值准备在合并报表中已抵销，对公司合并利润无影响。
2016.1.29	成大弘晟转为长期停产。	计提减值11.1亿元，计入2015年度当期财务报表。（加上2015年已计入财报的往来款项坏账准备与存货跌价准备计提，共减少公司合并净利润12.4亿元，减少归属于母公司净利润12.4亿元。）

资料来源：公司报告，中银证券

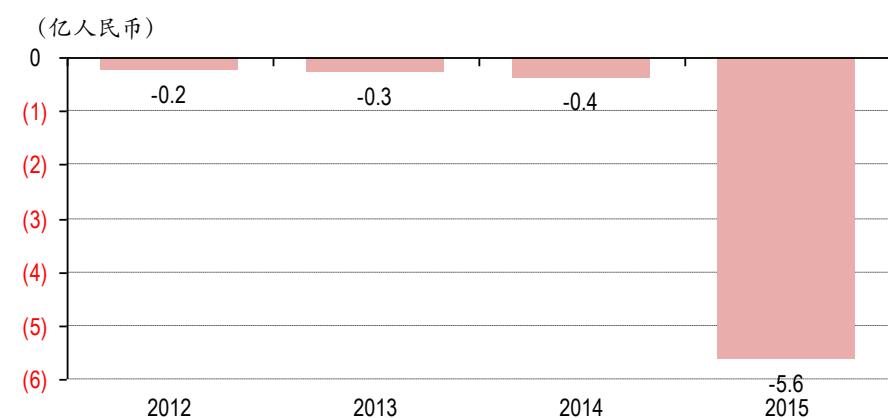
新疆宝明：减少开工，控制成本

新疆宝明矿业有限公司主要业务为矿石及矿产品购销。2013年，辽宁成大通过定向增发等募资方式，投资43.5亿元开发新疆宝明页岩油项目。2014年，该项目再次募集资本，辽宁成大向巨人资本（法定代表人：史玉柱）非公开发行0.65亿股，以人民币每股13.2元的价格募集资金总额8.6亿元，主要用于新疆宝明油页岩综合开发利用（一期）项目的开发。该项目设计年产能为1,100万吨油页岩原矿和47.8万吨页岩油，项目规模及产能均大于成大弘晟桦甸油页岩项目。

2014年以来，页岩油价格大幅下跌，同样给新疆宝明油页岩项目带来了经营压力。面对困难局面，2015年，新疆宝明适时调整生产安排，降低开工率，最大限度降低亏损；以控制运营成本、减少费用支出为工作重点，下大力气调整组织架构，优化人员结构。降低投资强度、提高项目收益，充分挖掘全循环干馏工艺潜力。

但新疆宝明油页岩项目资源为露天开采，吨矿成本低于成大弘晟桦甸油页岩项目；工艺、设计和设备也在已停产的成大弘晟桦甸油页岩项目的基础上进行了多处改进和优化，生产运营效率高于桦甸油页岩项目。因此，新疆宝明油页岩项目对页岩油价格波动的承受能力优于桦甸油页岩项目。

图表 27. 新疆宝明净利润 (2012-2015 年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

股权投资：证券保险翘楚共筑金融版图

公司金融服务业务分长期投资业务和基金业务。长期投资为参股广发证券，基金业务由成大沿海产业（大连）基金管理有限公司（辽宁成大持有其 60% 股份）及 1 家参股公司广发证券负责开展。另外，公司于 2015 年 12 月参与竞购并取得中华联合保险控股股份有限公司（下称“中华保险”）19.6% 的股权，进一步拓展了金融服务领域。广发证券和中华保险在各自领域内都处于行业领先的地位。随着中国经济的持续发展和改革的不断深化，包括证券和保险行业在内的金融服务业未来将继续保持较好的发展前景。公司在证券、保险、基金等领域布局的拓展和逐渐完善，对提升公司价值，促进公司产融协同具有重大战略意义。

广发证券：盈利能力骄人，港交所上市造国际投行

广发证券是国内首批综合类证券公司，先后于 2010 年和 2015 年分别在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市（股票代码：000776.SZ，1776.HK）。

图表 28. 广发证券主要股东（截至 2016 年第一季度）

排名	股东名称	股东性质	占总股本比例(%)
1	香港中央结算（代理人）有限公司	境外法人	22.3
2	吉林敖东药业集团股份有限公司	境内一般法人	16.4
3	辽宁成大股份有限公司	境内一般法人	16.4
4	中山公用事业集团股份有限公司	境内一般法人	9.0
5	嘉峪关宏晟电热有限责任公司	境内一般法人	3.0
6	中国证券金融股份有限公司	境内一般法人	2.7
7	普宁市信宏实业投资有限公司	境内一般法人	1.9
8	香江集团有限公司	境内一般法人	1.6
9	中央汇金资产管理有限责任公司	国有法人	1.3
10	安徽华茂纺织股份有限公司	境内一般法人	0.6

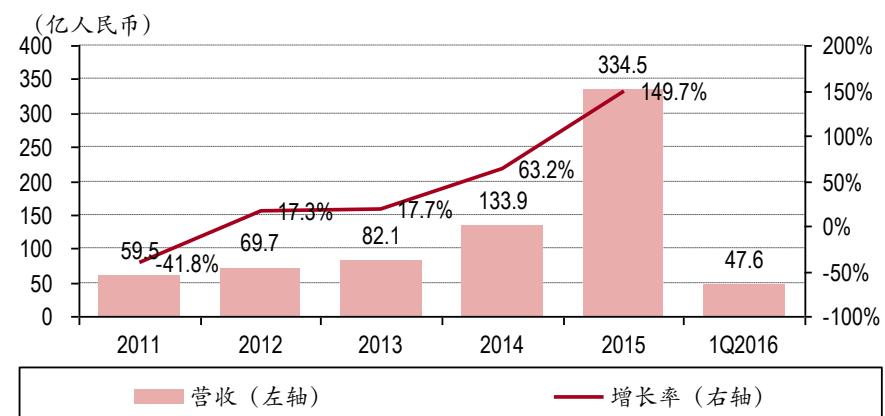
资料来源：公司定期报告，中银证券

广发证券专注于中国优质中小企业及富裕人群，是拥有行业领先创新能力的资本市场综合服务商，为企业、个人及机构投资者、金融机构及政府客户提供多元化业务服务。主要业务包括：投资银行、财富管理、交易及机构客户服务、投资管理业务，各项核心业务均处于行业领先地位，并曾获得最佳全能投行、中国中小企业首选服务商、中国最佳财富管理机构等荣誉称号。公司营业网点已实现全国 31 个省市自治区全覆盖，截至 2015 年 12 月 31 日，公司有证券营业部 264 个。

2015 年，公司抓住机遇及时发行 17.0 亿 H 股，并在香港联交所公开上市，融资额达 320.8 亿港元，注册资本变更为约人民币 76.2 亿元。该举显著提升了公司的资本实力和国际知名度，被亚太地区权威性的金融杂志《亚洲货币》评定为“年度最佳 IPO”。资本增厚有力支持了公司各项业务的发展和升级，也为加快集团化发展提供了坚实的支撑。2015 年，公司对广发控股（香港）增资 41.6 亿港元，设立了融资租赁、互联网小贷、PPP、QDLP 等多家金融业务相关公司，集团架构进一步丰富，混业经营不断迈开步伐，子公司对集团收入和盈利的贡献日益提升，集团化战略取得了阶段性的成果。

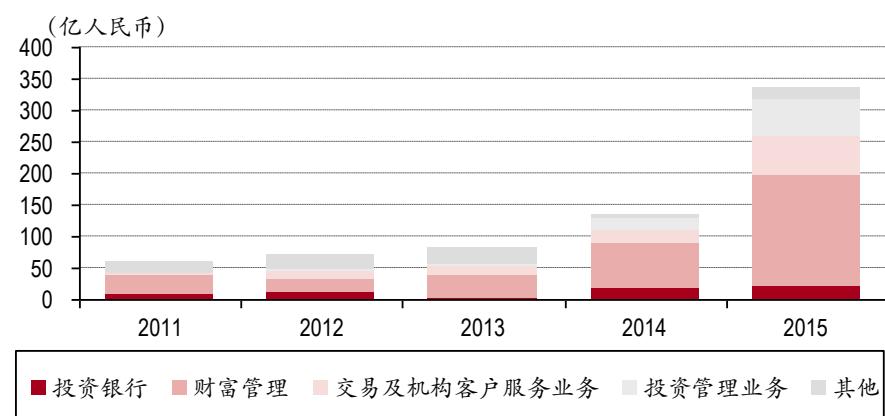
2011 年到 2015 年，广发证券总体经营表现优异，增长态势良好。5 年间，实现营收年复合增长率 54.0%，归母净利润年复合增长率 59.0%，归母净资产年复合增长率 31.9%；2015 年，公司实现营业收入 334.5 亿元，同比增长 149.7%；实现净利润 132.0 亿元，同比增长 162.8%。

图表 29. 广发证券营收及其增长率（2011-2015 年）



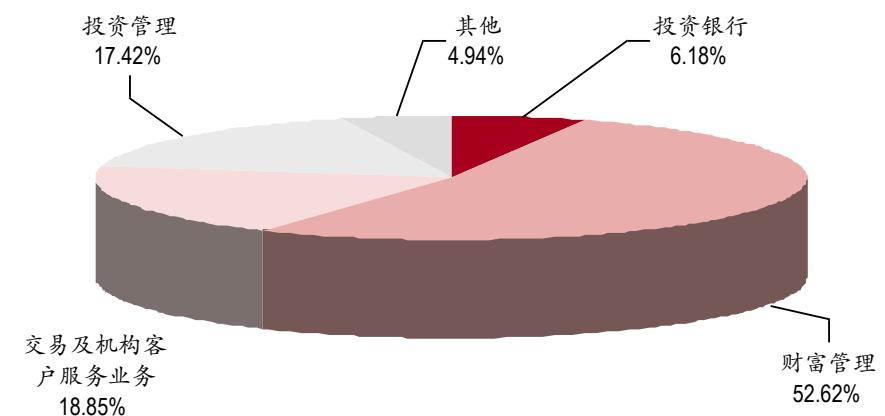
资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 30. 2011-2015 年广发证券主要营收构成（按业务）



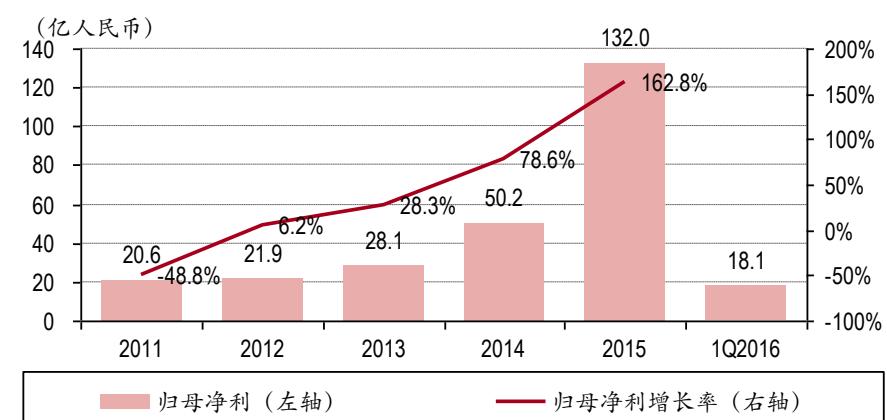
资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 31. 2015 年广发证券主要营收构成（按业务）



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 32. 广发证券归母净利润及其增长率 (2011-2015 年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

图表 32. 广发证券归母净资产及其增长率 (2011-2015 年)



资料来源：公司定期报告，中银证券

投资银行业务：IPO 主承销与股权融资项目行业领先

投资银行业务即通过承销股票及债券和提供财务顾问服务赚取承销佣金、保荐及顾问费。2015年，该业务收入占公司总营收 6.2%。2011 年到 2015 年，广发投资银行业务实现年复合增长率 24.1%。2015 年，公司实现营业收入 20.7 亿元。

公司投资银行业务延续 2014 年的业务策略，基于 IPO 业务数量领先策略以及大力发展再融资业务策略，2015 年公司再融资业务取得了良好发展。公司完成股权融资项目 49 个，行业排名第 3；主承销金额为 518.7 亿元；其中，IPO 主承销家数为 14 家，行业排名第 2。公司担任财务顾问的重大资产重组项目 28 家（按通过中国证监会并购重组委家数统计），行业排名第二。

财富管理业务：最大营收源，毛利率激升

财富管理业务即通过向零售客户提供经纪和投资顾问服务赚取手续费及佣金，从融资融券业务、回购交易及代客户持有现金赚取利息收入，并代销本集团及其他金融机构开发的金融产品赚取手续费。该业务是公司最大的营收来源板块，同时营收增长迅猛，毛利率稳步上升。2015年，该业务收入占公司总营收52.6%。2010年至2015年，该业务营收年复合增长率高达33.5%；2014年与2015年，增长率分别达104.8%和145.6%。2012年至2015年，毛利率由21.1%上升至65.6%。

2015年，广发证券财富管理业务板块实现营业收入176.0亿元，同比增长145.6%。2015年公司股票基金交易量为25.5万亿元，行业排名第4位，较2014年上升1位；市占率由2014年的4.3%上升至2015年4.8%。公司全年实现代理买卖证券业务净收入122.4亿元，同比增长179.0%。平均佣金率为万分之4.8。

交易及机构客户服务业务：营收增速快，毛利率最高

交易及机构客户服务业务即本集团通过从股票、固定收益及衍生品的做市服务及自营交易赚取投资收入及利息收入，及向机构客户提供交易咨询及执行、投资研究服务和主经纪商服务赚取手续费及佣金。2015年，该业务收入占公司总营收18.9%。2015年，广发证券交易及机构客户服务业务板块实现营业收入63.0亿元，同比增长203.8%。投资研究业务营业收入4.4亿元，同比增长123.7%。2011年至2015年，平均毛利率为74.7%，是公司毛利率最高的业务。

投资管理业务：多元投资，持有易方达股权

投资管理业务即本集团通过提供资产管理、基金管理及私募股权投资管理服务赚取管理及顾问费，并进行私募股权投资和另类投资获得投资收入。据2015年公司年报，该业务收入占公司总营收17.4%。

广发证券通过控股子公司广发基金和参股公司易方达基金开展基金管理业务。公司持有广发基金51.1%的股权，持有易方达基金25%的股权。截至2015年12月31日，广发基金管理88只开放式基金，公募基金规模合计3,300.2亿元，较2014年末上升147.3%，行业排名第七。截至2015年12月31日，易方达基金管理88支开放式基金，公募基金规模合计5,760.4亿元，较2014年末上升159.4%，行业排名第三。报告期，易方达基金实现营业收入39.8亿元，同比增长101.0%，净利润11.9亿元，同比增长82.0%。

广发证券通过全资子公司广发信德从事私募股权投资管理业务。报告期，广发信德及其管理的基金共完成64个股权投资项目，投资金额13.7亿元；截至2015年底，广发信德已完成127个股权投资项目投资，其中有17个项目已通过首次公开发售方式在中国A股市场上市；有5个项目通过上市公司并购实现退出。截至2015年底，广发信德设立并管理了八支私募股权基金和五支夹层基金，管理客户资金总规模74.5亿元。报告期，广发信德实现营业收入8.2亿元，同比增长162.5%。

在海外市场，集团通过广发控股香港的全资子公司广发投资（香港）在海外市场进行多项股权投资。其中，广发投资（香港）在2015年投资的一家中国领先、主业为太阳能级多晶硅生产和风电、光伏项目承包企业已于当年在香港交易所主板上市；另外，之前投资的一家中国知名IT培训企业，现已全部退出，获得较可观的投资回报。

H股发行增强资本实力，国际化进程不断推进

广发证券H股的上市极大提升了公司资本实力，有利于拓展公司海外业务，解决资本瓶颈，打开业务增长空间。雄厚的资本实力将使公司在创新业务中大为受益，助力公司的国际化有序推进。广发控股香港公司是公司推进国际化的平台，将境内外的资本、市场、产品等业务资源，以及各个平台的客户资源进行对接和整合。

盈利能力优异，保持行业前列水平

公司盈利能力优异，不断创造佳绩，各项主要经营指标继续保持在行业前列。面对市场变化，公司善于适时调整业务重心，抓住机遇，实现盈利。2011年到2015年，广发证券总体经营表现优异，增长态势良好。5年间，实现营收年复合增长率54.0%，归母净利润年复合增长率59.0%，归母净资产年复合增长率31.9%；2015年，公司实现营业收入334.5亿元，同比增长149.7%；实现净利润132.0亿元，同比增长162.8%。

持续创新互联网金融，线上引流能力卓越

公司一贯重视互联网在业务中的运用，是证券行业较早布局金融大数据策略、建立大数据运算集群的券商，走在业内互联网金融创新的前沿。公司建立了手机证券、官方微信、易淘金网站、网上交易金融终端和页面交易五大互联网终端；建立“金钥匙”系统，将线上的海量客户需求与线下分布在全国各地的公司超过7,000名专业顾问进行实时对接，构建公司O2O服务体系；与新浪、百度等的战略合作，抢占互联网流量入口，2015年，公司新增开户数有超过29%来自于互联网引流。

54亿定增拟参股中华联合保险，扩充金融牌照

2015年11月，中华联合保险控股股份有限公司（以下简称中华保险）原第二大股东保险保障基金挂牌转让60亿股股份，分5个标的分别挂牌：标的ー为30亿股股份，挂牌价格51.6亿元；标的二和三各为10亿股股份，挂牌价格各为17.2亿元；标的四和五各为5亿股股份，挂牌价格各为8.6亿元。挂牌总价为103.2亿元。而辽宁成大着眼长远战略布局，全力推动该次收购，培育新的利润增长点，于2015年12月参与竞购，以人民币82亿元摘牌取得中华保险30亿股股份，购得19.595%的股份，摘牌价格为2.73元/股，溢价173%。

为支付本次交易，2016年4月，公司公告拟以不低于以下两者中较高的一个：16.82元或发行期首日前二十个交易日公司股票交易均价的70%每股人民币定增不超过3.2亿股（含3.2亿股），募集资金总额不超过53.8亿元（含发行费用）。扣除发行费用后的募集资金净额全部用于收购中华控股19.6%的股权，不足部分由公司以自有资金解决。

本次非公开发行股票的发行对象为辽宁省国有资产经营有限公司、巨人投资有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司和中欧保税物流有限公司。在此次定增前，中欧保税物流有限公司、银河金汇证券资产管理有限公司未持有本公司股份；辽宁省国有资产经营有限公司及其关联方合计持有公司1.7亿股股份，占公司总股本比例为11.1%，其中辽宁省国有资产经营有限公司全资子公司辽宁成大集团有限公司持有公司1.7亿股股份；巨人投资有限公司持有公司0.7亿股股份，占公司总股本比例为4.3%。本次定增后，辽宁成大集团有限公司将持有公司2.5亿股股份，占公司总股本比例为13.5%；巨人投资有限公司持有公司1.5亿股股份，占公司总股本比例为7.8%。

图表 34. 定增前后股东持股比例

股东名称	方向	定增前持股比例(%)	定增后持股比例(%)
辽宁成大股份有限公司	增持	11.11	13.51
巨人投资有限公司	增持	4.25	7.84
银河金汇证券资产管理有限公司	新进	n.a.	4.33
中欧保税物流有限公司	新进	n.a.	4.33

资料来源：公司报告，中银证券

中华保险：财险名列行业前茅，寿险植入互联网基因

中华联合财产保险公司（后称“中华保险”）是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团，属于金融行业中的保险子行业。由于保险行业具有进入牌照壁垒高、国内保险公司存量少、市场大等特点，因此一直以来行业景气度较高，并受到国家政策的扶持。通过此次收购，辽宁成大将进军保险行业，在金融行业拓展新的业务领域和产业机会。

国有背景保驾护航

1986年9月中华保险前身“新疆生产建设兵团农牧业生产保险总公司”设立，其后业务范围不断扩大，并经历几次更名。于2002年10月，经国务院同意、中国保险监督管理委员会批准，新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司正式更名为“中华联合财产保险公司”。其沿袭至今的国有背景提供的资本实力与平台优势使公司在顺境中扩大优势，在逆境中及时调整。

2006年至2007年，因中华保险子公司，中华财险机构扩张过快、经营成本居高不下等导致巨额亏损，偿付能力出现了缺口。2009年上半年，保监会成立工作小组进驻该公司，督促公司管理层完善规章制度，强化风险管控，堵塞管理漏洞，扭转公司持续亏损的局面。至2009年下半年，中华财险转危为安，保监会逐步撤离公司。

而目前，在持股比例5%以上，在对公司决策有重要影响的股东中，有四大股东均有国有背景，包括控股股东中国东方资产管理公司，使公司的国有背景优势得以延续。中华保险的控股股东是中国东方资产管理公司，持有中华保险51%的股权；公司取得中华保险19.6%的股权，成为中华保险的第二大股东；而中国中车股份有限公司、富邦人寿保险股份有限公司与中国保险保障基金有限责任公司分别以13.1%、6.5%和5.6%的持股比例位列第三至第五大股东。

图表 35. 中华保险主要股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	中国东方资产管理公司	51.0
2	辽宁成大股份有限公司	19.6
3	中国中车股份有限公司	13.1
4	富邦人寿保险股份有限公司	6.5
5	中国保险保障基金有限责任公司	5.6
6	新疆华联投资有限公司	1.8

资料来源：公司报告，中银证券

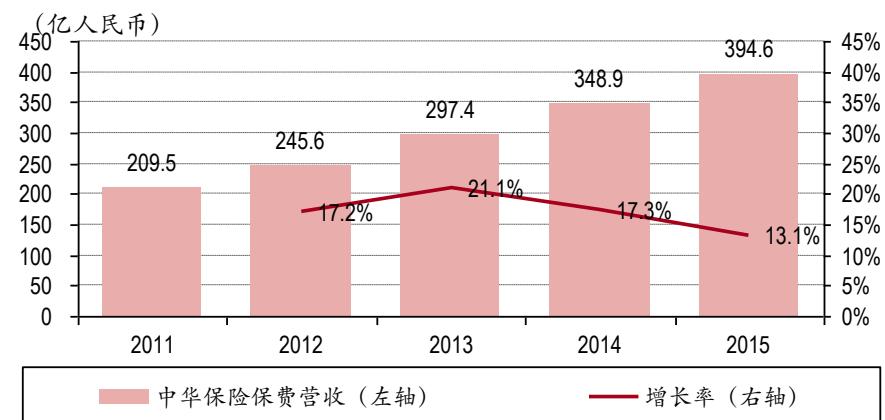
财险业务：保持行业领先地位，稳定增长

财险是中华保险原有主营业务，由子公司中华联合财产保险股份有限公司（下称“中华财险”）承担（中华保险持有其94.8%股份）。其前身是1986年7月15日成立的新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司，是我国第二家具有独立法人资格的国有独资保险公司。2002年9月20日，经国务院同意，公司更名为中华联合财产保险公司，成为全国唯一一家以“中华”冠名的保险公司。

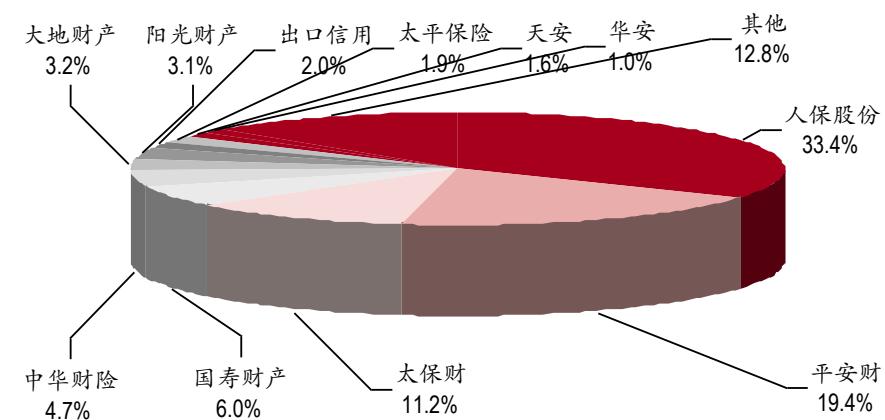
中华财险的业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域，目前经营险种已达3,700多个（含附加险），包括机动车辆保险、企业财产保险、家庭财产保险、工程保险、船舶保险、货物运输保险、责任保险、信用保证保险、农业保险以及短期健康保险和意外伤害保险等，涉及社会生产生活的各个方面。

中华财险在全国设立了总公司1家，分公司28家，分公司营业总部2家，中心支公司222家，支公司1,346家，营销服务部650家，机构总计2,235家，员工队伍36,740人，形成了比较完整的营销服务网络，建立了一支高素质的保险经营与营销专业队伍。

2011年至2015年，公司保费收入年复合增长率为17.1%；2015年，保费收入已达到395亿元。其业务规模覆盖全国66%的市场，在中西部地区有着区域优势，尤其是新疆、湖南、河北、河南等省份的市场占有率均超过8%。各项经营指标在行业内也名列前茅，市场规模位居国内财险市场第五；承保利润额位居行业第三；农险业务规模位居全国第二。偿付能力充足率达到163.9%，达到偿付能力充足Ⅱ类公司标准。

图表 36. 中华财险保费营收与增长率 (2011-2015 年)


资料来源：中华财险年度信息披露报告，中银证券

图表 37. 2015 年中国财险市场份额


资料来源：东方财富 Choice 数据，中银证券

寿险业务：探索互联网保险，主攻企业团险模式

为构建综合保险金融集团，中华保险和中华财险共同发起筹建中华联合人寿保险股份有限公司（以下简称“中华人寿”），分别持股 80%、20%。中华人寿于 2015 年 11 月获批成立，经营人寿保险和年金保险；健康保险；意外伤害保险；分红型保险；万能型保险；上述业务的再保险业务及国家法律、法规允许的保险资金运用业务。

在互联网浪潮的大背景下，中华人寿将抽离传统个险与银保渠道，从对接方式与销售平台上创新团险经营模式。在对接方式层面，中华人寿的目标客户是 25-45 岁的中产阶层，该群体的保险需求最为旺盛，且具有较强的保险意识和支付能力，中华人寿会通过直接对接企业的方式来获取客户群体；同时，将与多家银行、第三方互联网平台、专业中介公司等建立合作，借助渠道方的客户资源优势。而在销售平台方面，中华人寿将以互联网为突破口，建设网站与移动端平台，支持保险销售及服务。此外，万联电商作为中华保险探索互联网保险的重要抓手，也已经于 2015 年年中挂牌开业，有利于中华保险抓住互联网浪潮的发展机遇，成为全渠道的综合性保险集团。

公司主要看点

估值修复空间大，投资安全边际高

公司主要核心资产为生物制药、医药连锁及金融领域投资（包括广发证券及拟收购的中华保险）。通过估算与当前市值有较大折价，估值修复空间较大，投资安全边际高。生物制药及医药连锁业务盈利稳定。新产品研发及销售网络建设将继续为公司贡献稳定的利润收益。广发证券和中华保险的股权投资盈利能力较强，各指标均处于行业前列，将给公司带来持续性的高收益。

趋利避害调结构，业绩逐面临拐点

由于国际原油价格大跌，能源开发业务遭遇亏损。2015年，公司审慎决策，趋利避害，及时止损，决定对成大弘晟油页岩项目采取长期停产措施，并减少新疆宝明油页岩项目开工率，以减少亏损。经历业务调整阵痛的辽宁成大，经营压力大大释放，轻装上阵，将推动公司整体业绩逐步复苏。

保险证券协同发展，促进产品、信息、资金多方位合作

公司拟收购的中华联合保险股权与原有广发证券的股权形成复合系统，有利于其整合两大产业资源，最大化实现证券业与保险业间金融协同效应。中华保险是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团，保费收入及增速高，市场份额居前，新获寿险牌照更是凸显起未来成长性。同时，未来或可通过研发复合型金融产品、健全信息共享机制、创新保险资金投资方式等方面实现券商与保险复合系统发展。

主要股东积极参与增发，控股地位提升，彰显信心

主要股东积极参与本次定增，助力收购中华保险股份，不仅提高对公司的控制权，体现了其对自身业务调整后整体盈利能力恢复的信心以及未来发展的决心，向市场传递积极的信号。同时，本次定增将引入新股东，银河金江证券资产和中欧保税物流，提升股权多元化，有利于给公司注入新活力。

盈利预测

预测假设

- 预计公司生物制药、医药连锁营收稳步增长；
- 预计公司将继续推进医药零售网络扩张，但进程有所放缓，预计期间费用将有所增长；
- 预计广发证券各项指标将继续保持行业前列，带来可观收益；
- 预计中华保险总体盈利向好；
- 国内外贸易方面，公司坚持大客户战略与专业性战略，预计盈利或逐渐改善。
- 公司现有股本 15.3 亿股，本次非公开发行不超过 3.2 亿股，总股本按发行后约 18.5 亿股计算；
- 其他各项指标水平参照历史经营数据。

结论

在上述假设下，经模型测算，增发后公司 2016-2018 年的归母净利分别为 25.2 亿元、29.3 亿元和 34.1 亿元，同比增长 389%、16%、16%。对应的每股收益分别为 1.36 元、1.58 元、1.84 元，公司每股收益大幅上升。

图表 38. 公司盈利预测（增发前）

年结日：12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币, 百万)	9,192.6	9,138.3	9,195.6	9,495.1	9,980.8
变动(%)	n.a.	(0.6)	0.6	3.3	5.1
归母净利润(人民币, 百万)	813.0	514.5	1,162.4	1,647.7	1,959.0
变动(%)	n.a.	(36.7)	125.9	41.8	18.9
全面摊薄每股收益(人民币)	0.58	0.34	0.76	1.08	1.28
全面摊薄市盈率(倍)	30.1	51.4	23.0	16.2	13.6
市净率(倍)	1.9	1.5	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司定期报告，中银证券预测

图表 39. 公司盈利预测（增发后）

年结日：12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币, 百万)	9,192.6	9,138.3	9,210.6	9,535.1	10,025.8
变动(%)	n.a.	(0.6)	0.8	3.5	5.1
归母净利润(人民币, 百万)	813.0	514.5	1,565.8	2,173.4	2,539.1
变动(%)	n.a.	(36.7)	204.3	38.8	16.8
全面摊薄每股收益(人民币)	0.58	0.34	0.85	1.17	1.37
全面摊薄市盈率(倍)	30.1	51.4	20.6	14.9	12.7
市净率(倍)	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司定期报告，中银证券预测

估值和投资建议

估值

本文选择分部估值法，分别对核心盈利业务生物制药及医药连锁、对广发证券及中华保险的股权投资进行估值。生物制药及医药连锁业务方面，基于业务开展情况和未来规划的比对，我们选择国药一致、瑞康医药、九州通及一心堂作为可比公司，采用市盈率法对公司的医药板块进行估值。鉴于公司该板块专业性强，持续发展能力好，我们给予其 33.9 倍市盈率，因此可得出该部分市值约为 123.5 亿元。股权投资方面，根据可比公司估值，广发证券按股权比例分配的静态市值约为 224.8 亿元；考虑可比公司估值以及其成长性，中华保险相应股权比例的合理估值约为 82 亿，给予一定溢价。

三者相加后得出公司总市值约为 430.3 亿元，按增发后总股本约 18.5 亿股计算，公司合理股价为 23.26 元。

图表 40. 生物制药与医药连锁业务可比公司

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
九州通	600998.CH	19.51	321	0.43	0.53	0.67	45.4	36.6	29.3
国药一致	000028.CH	69.32	251	2.10	2.34	2.81	33.0	29.6	24.7
瑞康医药	002589.CH	32.20	179	0.44	0.85	1.18	73.2	37.8	27.3
一心堂	002727.CH	25.12	131	1.33	0.80	0.98	18.9	31.4	25.6
可比公司均值							42.8	33.9	26.7

资料来源：万得一致预期预测，中银证券

图表 41. 估值方法

	净资产 (亿元) (2016E)	净利润 (亿元) (2016E)	估值 方法	市盈率 (倍)	估值 (亿元)
生物制药与医药流通业务	25.50	3.65	PE	33.9	123.5
投资收益：广发证券		13.73			224.8
投资收益：中华保险		3.35			82.0
合并市值					430.3
总股本(亿股)					18.5
合理股价(元)					23.26

资料来源：公司定期报告，中银证券预测

投资建议

公司四大业务并进，其中核心资产医药板块及股权投资盈利能力强，估值修复空间大，投资安全边际高。同时对于盈利困难的能源开发业务，公司趋利避害调整结构，今年整体业绩或面临拐点。未来中华保险将与广发券商业务协同发展，多方位合作极具想象空间。我们采用分部估值法，给予医药板块 33.9 倍市盈率，并根据和可比公司估值，分别给予按比例分配后的广发证券与中华保险股权 224.8 亿与 82.0 亿估值，公司目标价为 23.26 元，首次深度覆盖，给予买入评级。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,239	9,140	9,211	9,535	10,026
营业收入	9,193	9,138	9,196	9,495	9,981
其他业务收入	46	2	15	40	45
营业总成本	9,268	9,660	9,200	9,524	10,014
营业成本	7,664	7,425	6,900	7,143	7,510
其他业务成本	0	0	0	0	0
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	685	819	872	1,009	1,185
管理费用	435	562	812	1,187	1,134
财务费用	81	211	156	109	114
资产减值损失	380	617	460	76	70
公允价值变动收益	1	1	6	0	0
投资净收益	1,048	2,088	1,886	2,150	2,527
营业利润	1,020	1,574	1,897	2,162	2,539
营业外收入	45	80	56	58	61
营业外支出	11	1,062	373	58	61
利润总额	1,053	593	1,580	2,162	2,539
所得税	88	119	237	324	381
净利润	965	474	1,343	1,837	2,158
少数股东损益	152	(40)	181	190	199
归属于母公司所有者的净	813	515	1,162	1,648	1,959

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产总计	20,281	26,613	38,558	44,784	53,519
货币资金	1,010	2,756	3,954	4,094	4,304
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
发放贷款及垫款	0	0	0	0	0
交易性金融资产	7	98	21	21	21
衍生金融资产	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	89	229	113	113	113
长期股权投资	8,507	12,733	21,879	25,032	29,534
固定资产	4,734	3,609	6,200	8,399	11,377
负债总计					
短期借款	277	1,640	1,711	1,772	1,863
交易性金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0
代理买卖证券款	0	0	0	0	0
长期借款	366	0	472	564	692
所有者权益	14,890	18,687	25,171	26,017	26,992
股本	1,430	1,530	1,850	1,850	1,850
归属于母公司所有者权益	13,458	17,433	23,880	24,689	25,624
少数股东权益	1,432	1,254	1,290	1,328	1,368
负债及所有者权益合计	20,281	26,613	38,558	44,784	53,519

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%)					
营业收入	(10)	(1)	1	3	5
营业利润	(10)	54	21	14	17
归属于母公司净利润	(4)	(37)	126	42	19
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.27	0.30	0.24	0.23	0.22
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	6	3	5	7	8
净利率	10	5	15	19	22
总资产净利率	0.04	0.02	0.03	0.04	0.04
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	0.57	0.34	0.63	0.89	1.06
每股净资产(元)	9.41	11.40	12.91	13.35	13.85

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

辽宁成大(600739.CH/人民币 17.46, 买入)

广发证券(000776.CH/人民币 16.59, 未有评级)

九州通(600998.CH/人民币 19.51, 未有评级)

国药一致(000028.CH/人民币 69.32, 未有评级)

瑞康药业(002589.CH/人民币 32.20, 未有评级)

一心堂(002727.CH/人民币 25.12, 未有评级)

以 2016 年 8 月 5 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371