

SECURITY ANALYSIS

49

同领域公司的比较分析

解读：胡震霆

2024年5月7日

铁路公司比较

资本数据	损益数据（利润表）	运算数据	平均数据
固定费用	总收益（收入）	固定费用保障倍数	普通股每股收益
有效债务（固定费用*22）	维护费用占比	固定费用和优先股股息保障倍数	普通股每股收益/当前市价
优先股市值	税后铁路营收占比	普通股每股收益	S. P. 优先股每股收益、收益/当前市价
普通股市值	固定费用占比	普通股每股收益/市价	净扣减保障倍数
总资本	优先股股息占比	总收益/普通股市值	固定费用保障倍数
债务、优先股、普通股资本份额	归属普通股股东净利润占比	S. P. 优先股每股收益、收益市价比、总收益市值比	I. P. 净扣减和优先股股息保障倍数
		重要的子公司未分配的盈利/亏损	I. P. 固定费用和优先股股息保障倍数
趋势数据		股息	
过去7年普通股每股收益	过去7年S. P. 优先股每股收益	普通股股息率	普通股股息收益率
		优先股股息率	优先股股息收益率

注：

(1) 净扣减大于固定费用时替换为净扣减 (2) I. P. 前缀表示投资性优先股 (3) S. P. 前缀表示投机性优先股

铁路公司比较-实例

数据说明：

- 根据资本数据和损益数据进行研究后筛选出需要计算平均数据的公司
- 投资性优先股和投机性优先股的分类依据是：固定价值投资/投机

收益分析：

- 固定费用/净扣减保障倍数、固定费用/净扣减和优先股股息保障倍数
- 保障倍数的七年平均值
- 这些条目反映了公司利润对费用、利息的覆盖率

普通股分析：

- 出发点是每股收益与市价比
- SP优先股的分析方式与普通股类似，前者股价越低，相似度越高
- 每股收益相同的情况下，普通股比优先股更有吸引力

铁路公司比较

资本结构的影响：

- 投机性资本结构/保守性资本结构具有决定性作用
- 投机性资本结构的公司净扣减/固定费用项占总收入大头，普通股市值占小头。
- 投机性资本结构公司受环境影响更敏感

实例：太平洋铁路vs岩岛铁路

- 经济复苏时期之前（1922），太平洋铁路的每股收益优于岩岛铁路。
- 复苏时期末（1927），岩岛铁路每股收益增加了11倍，股票表现优于太平洋铁路。
- 萧条时期末（1933），太平洋铁路每股收益下降了51%，岩岛铁路每股收益下降了269%，太平洋铁路表现占优。
- 仅根据当下的每股收益无法确定哪家公司表现更优，还应将资本结构因素考虑在内。

增长率 总收入与普通股市价比 保障倍数

表 49—2 太平洋铁路和岩岛普通股比较

项目	太平洋铁路	岩岛
A. 显示总体改进的影响：		
1922 年普通股的平均价格	140 美元	40 美元
1922 年每股收益	12.76 美元	0.96 美元
1922 年市场价格收益的百分比	9.1% ✓	2.4%
1922 年固定费用和优先股股息的收益	2.39 倍	1.05 倍
1922 年普通股总额与市价的比率	62%	419%
1927 年比 1922 年总额的超出部分	5.7%	12.9%
1927 年普通股每股收益	16.05 美元	12.08 美元
1927 年比 1922 年增加的普通股收益比率	26%	1.158%
1927 年普通股平均价格	179 美元	92 美元
1927 年比 1922 年平均价格的增加比率	28%	130%
B. 显示交易普遍下降的影响：		
1927 年平均价格收益	9.0%	13.1% ✓
1927 年固定费用和优先股股息的收益	2.64 倍	1.58 倍
1927 年普通股总额与市价的比率	51%	204%
1933 年比 1927 年总额的减少比率	46%	54%
1933 年普通股的收益	7.88 美元	-20.40 美元
1933 年比 1927 年普通股收益降低比率	51%	269%
1933 年普通股的平均价格	97 美元	6 美元
1933 年比 1927 年平均价格的下降比率	46%	93%

工业公司比较

资本数据	损益数据（利润表）	运算数据	平均数据
债券面值	总销售额	利息保障倍数	普通股每股收益
优先股市值	折旧	利息和优先股股息保障倍数	普通股每股收益/当前市价
普通股市值	息前利润	普通股每股收益	S. P. 优先股每股收益、收益/当前市价
总资本	债券利息	普通股每股收益/市价	利息保障倍数
债务、优先股、普通股资本份额	应计优先股股息	总收益/普通股市值	
	归属普通股股东净利润	S. P. 优先股每股收益、收益市价比、总收益市值比	
	息前利润率		
	总资本息前利润率		
趋势数据	股息		
过去7年普通股每股收益	过去7年S. P. 优先股每股收益	普通股股息率	普通股股息收益率
		优先股股息率	优先股股息收益率

工业公司比较

资产负债表数据

现金	存货与销售额比率
应收账款（扣除减值准备）	应收账款与销售额比率
存货（扣除减值准备）	资本总额的有形资产净值
总流动资产	普通股每股现金资产
总流动负债	普通股每股流动资产
应付票据	普通股每股有形资产净值
净流动资产	（针对优先股计算上述三项）
流动资产与流动负债比率	

补充数据

实物产出	产量；单位收入；单位成本； 单位利润；单位总资本；单 位普通股价值	杂项	运营店面数；店面销售额； 店面利润；矿储备；以当 时开采速率计算的矿井寿 命
------	---	----	---

工业公司比较

数据说明：

- 净利润数据必须根据任何已知的扭曲和忽略进行修正。
- 折旧数据只有在折旧率存在显著差异时才有效。

收益分析：

- 利息保障倍数、利息和优先股股息保障倍数
- 保障倍数的七年平均值
- 这些条目反映了公司利润对利息和股息的覆盖率

普通股分析：

- 出发点是每股收益（息前利润）与市价比
- 总资本收益率、每股销售收入具有辅助参考价值

工业公司比较-实例

资本结构:

- 大陆钢铁公司的普通股占资本总额比率更低，对应投机性资本结构
- 投机性资本结构公司受环境影响更敏感
- 对比分析5年均值以及1938年的指标可以发现，大陆钢铁公司在以下指标均存在优势：

- 普通股每股收益
- 总资本收益率
- 总销售额与普通股市值比
- 销售利润率
- 折旧率
- 资本运营状况
- 有形资产价值
- 股息回报
- 收益趋势

表 40—4		大陆钢铁公司和格拉尼特城市钢铁公司比较		(单位：美元)	
项目		大陆钢铁公司	格拉尼特城市钢铁公司		
1938 年 7 月，普通股的市场价格		17	17		
1. 债券面值		1 202	1 618		
2. 市场优先股		2 450			
3. 市场普通股		3 410	6 494		
4. 资本总额		7 062	8 112		
5. 普通股与资本总额的比率		48. 3%	80. 0%		
		截至 1938 年 6 月 30 日 5 年平均值	截至 1938 年 6 月 30 日	截至 1938 年 6 月 30 日 5 年平均值	截至 1938 年 6 月 30 日
8. 总销售额		15 049	13 989	8 715	8 554
9. 折旧		500	445	390	459
10. 债券利息净收益		704	559	336	-287
11. 债券利息		81	67	(不动产) 18	(不动产) 54
12. 优先股股利		179	171		
13. 普通股余额		444	321	318	-341
14. 利润差额		4. 7%	4. 0%	3. 9%	(-)
15. 资本总额盈利的百分比		10. 0	7. 9%	4. 1%	(-)
16. 所得利息费用		8. 7 倍	8. 3 倍	18. 7 倍	(-)
17. 普通股每股所得收益		2. 29 ✓	1. 60 ✓	1. 20	-0. 89
18. 普通股所得，占市场价格的百分比		13. 5	9. 4	7. 1	(d)
19. 总收入与普通股市场价值的比率		441. 5%	409. 8%	134. 3%	131. 8%

利润率

利息保障倍数

工业公司比较-实例

资本结构:

- 在1938年，大陆钢铁公司大概率是更好的选择
- 在1930-1933年期间进行分析，格拉尼特城钢铁公司赚取了利润并且高于大陆钢铁公司
- 在不利情况下（1930-1933的萧条），大陆钢铁公司表现更敏感，业绩恶化明显；在有利情况下（1934年之后的复苏）大陆钢铁公司业绩回暖幅度较大，每股收益增长明显。

表 49—4 大陆钢铁公司和格拉尼特城市钢铁公司比较 (单位: 美元)

项目	大陆钢铁公司	格拉尼特城市钢铁公司
----	--------	------------

趋势数据:

23. 年计每股收益:

截至 1938 年 6 月 30 日	1. 60 ✓	-0. 89
截至 1937 年 6 月 30 日	3. 83	1. 31
截至 1936 年 6 月 30 日	2. 67 ✓	1. 49
截至 1935 年 6 月 30 日	1. 69 ✓	1. 45
截至 1934 年 6 月 30 日	1. 66	2. 65 ✓

股息:

24. 普通股的股息率	1. 00	无
25. 普通股的股息收益率	5. 9%	

财务状况 (日期):

	1938 年 6 月 30 日	1937 年 12 月 31 日
--	-----------------	------------------

29. 流动资产总额	6 467	4 179
30. 流动负债总额	1 198	1 164
31. 流动资产净值	5 269	3 015
35. 资本总额的有形资产净值	13 498	13 556

国内比较分析-中国石化vs埃克森美孚

资料来源：海通证券

分析框架

			中国石化	埃克森美孚
总体业务规模	总收入	2018	2.9万亿	1.8万亿
		2001-2018增长率	14%	<14%
	经营利润	2018	823亿	1570亿
		利润率	2.8%	8.5%
收入结构对比	上游勘探开采	收入占比	5%	9%
		利润贡献	-101亿	1060亿
	中游炼油与销售	收入占比	73%	79%
		利润贡献	783亿	518亿
	下游化工	收入占比	22%	12%
		利润贡献	270亿	199亿
	本部及其它	利润贡献	-93亿	-207亿
	内部抵消	利润贡献	-36亿	

上中下游差异分析：规模大小、盈利能力、生产成本、产能库存、销售网络、技术优势、未来布局

国内比较分析-中国石化vs埃克森美孚

资料来源：海通证券

分析框架

			中国石化	埃克森美孚
资本支出	资本支出总值	08-18均值	1251亿	2137亿
	资本支出分布	上游	47%	84%
		中游	36%	8%
		下游	15%	7%
分红	股息支付率	01-18均值	46%	43%
	股息收益率	01-18均值	3.5%	2.5%
		16-18均值	6.7%	3.7%
估值	PE (TTM)	08-18均值	15-16倍	15-16倍
		最新值	11倍	17倍
	PB (MRQ)	08-18中值	1.2倍	2.4倍
		最新值	0.9倍	1.7倍
收益	ROE	08-18均值	11%	19%
		最高值	18%	39%
	净利率	08-18均值	2.8%	8.2%
		最高值	4.8%	10.9%

国内比较分析-中国石化vs埃克森美孚

分析结论:

- 中石化与埃克森美孚**收入结构**相似，均以炼油与销售为主体。
- 埃克森美孚**盈利能力**更强，净利润率水平高，其年均 ROE 19%，高于中石化的 11%。
- 与埃克森美孚相比，近年来中石化**短期投资价值**主要来自高分红带来的高股息收益率，我们预计公司分红比率将继续保持在较高水平
- **长期投资价值**来自化工业务盈利能力和整体估值水平提升，未来随着公司炼化一体化进程不断推进以及高附加值的精细化工产品不断发展，中石化整体 ROE 水平有望提升。
- **风险提示**：原油价格大幅下跌；石化产品价格下降等。