

证券研究报告

2024年07月03日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

# 上市公司100亿现金值多少市值？ ——论高分红提升公司价值

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 邹嫚



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

- **上市公司百亿现金≈33亿市值**

股东不能直接支配上市公司的现金，所以现金≠市值。根据DCF估值法，上市公司的百亿现金，约等于33亿市值。如果百亿现金分红给投资者，那么这笔现金的市值将提升。

- **海外高分红、高回购公司股价大涨**

联合太平洋铁路、麦当劳等高分红、高回购的公司，股价涨幅远高于净利润增幅，而且PE基本维持稳定。背后的逻辑是高比例的分红和回购推动股价上涨。

- **港口、铁路、公路的高分红能提升价值**

港口、铁路、公路等交通基础设施公司盈利良好、现金流稳定，有能力高分红、高回购。随着需求增速放缓、资本开支减少，高比例的分红和回购或将大幅提升公司价值。

- **建议关注现有高分红和潜在提分红公司**

现有高分红公司：渤海轮渡、中谷物流、中创物流、华贸物流、粤高速A等。

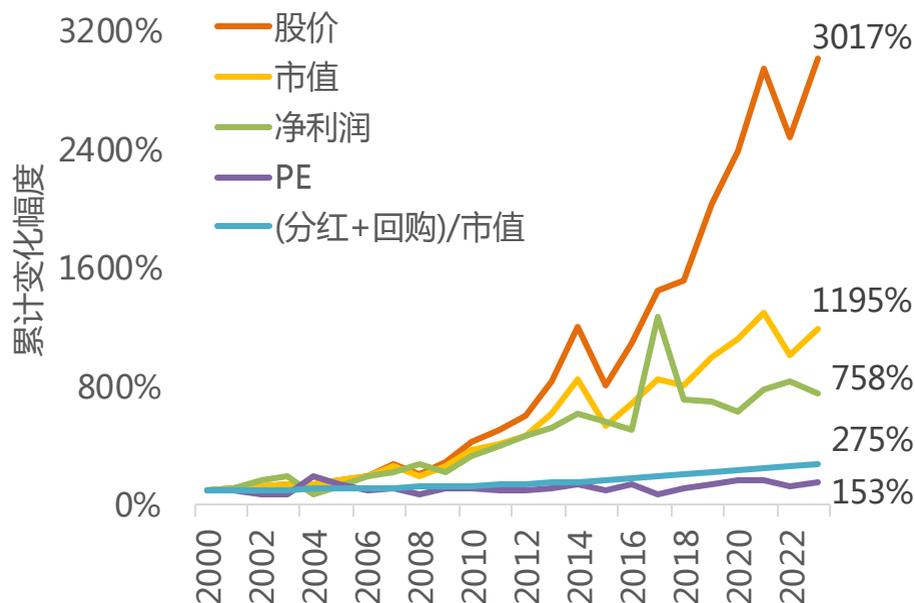
潜在提分红公司：嘉友国际、粤高速A、青岛港、圆通速递、唐山港等。

**风险提示：**全球经济增速下行，市场利率大幅上升，央国企考核变化

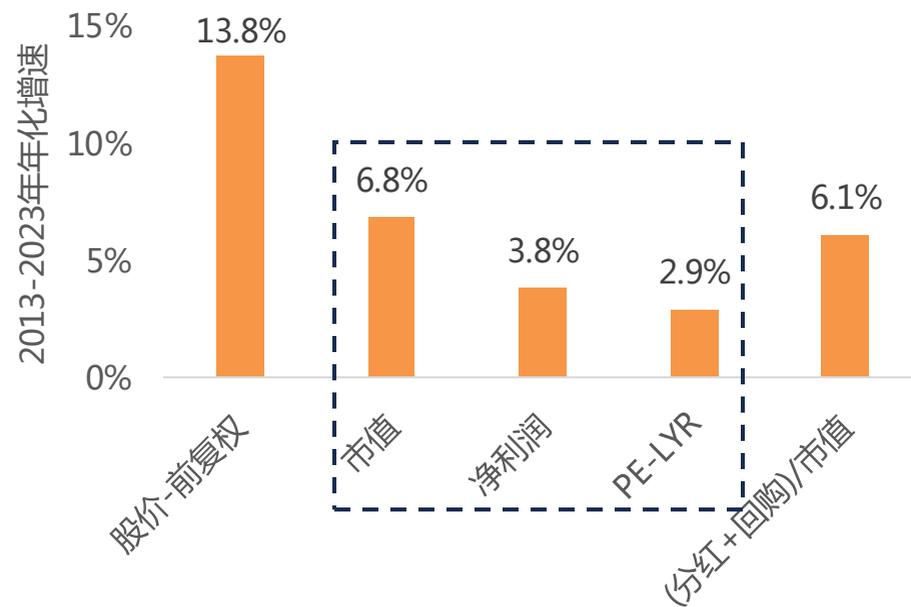
# 1.1 股价涨幅，为何超过利润增幅？

- 联合太平洋的股价涨幅，远高于净利润增幅，2013年开始更加明显。
- 2013年以来，股价上涨主要来自分红和回购，其次是净利润增长。

■ 2000年以来，联合太平洋的股价涨幅远超净利润增幅



■ 2013-2023年，联合太平洋股价上涨主要来自分红与回购

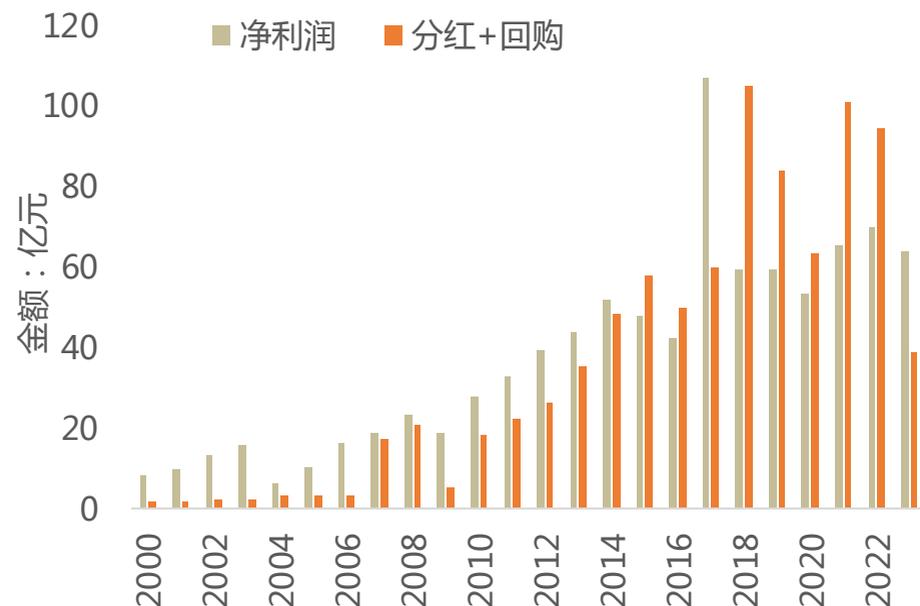


# 1.1 股价涨幅，为何超过利润增幅？

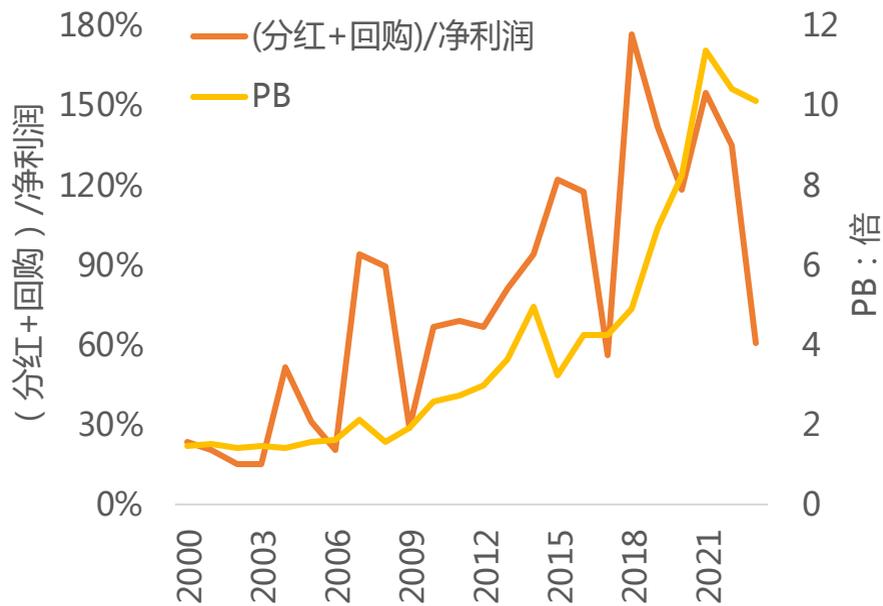
- “(分红+回购)/净利润” 上升，带动PB估值上升，而PE维持20倍左右。
- 当盈利增速放缓，提高分红比例，也可以推动股价大幅上涨。

## 为什么？

- 2015年开始，联合太平洋出现“分红+回购”超过净利润



- 联合太平洋的PB随着“(分红+回购)/净利润”上升



## 1.2 上市公司百亿现金≈33亿市值

如果上市公司意外获得百亿现金（无成本），那么市值应该增加多少？

- 市场认为：股东权益增加100亿，市值也应该增加100亿。
- 我们认为：根据DCF估值法，市值应该增加33亿左右。

上市公司的现金 ≠ 股东的现金

上市公司的价值 = 未来现金流贴现值

$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \left( \frac{r}{1+R} \right)^n = \frac{r}{R-r}$$

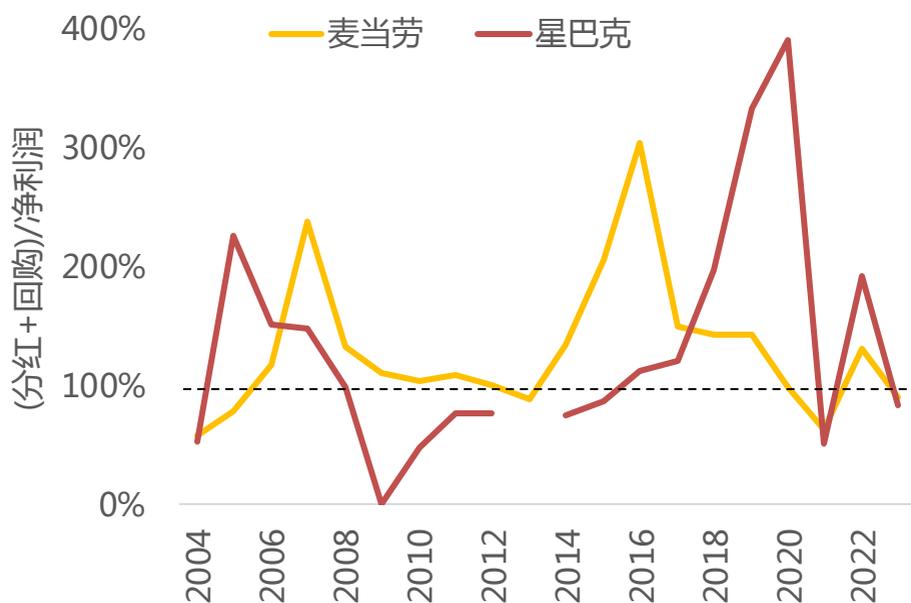
假设百亿现金作为存款，年化回报率2%、贴现率8%，那么市值33亿元。

## 1.2 上市公司百亿现金≈33亿市值

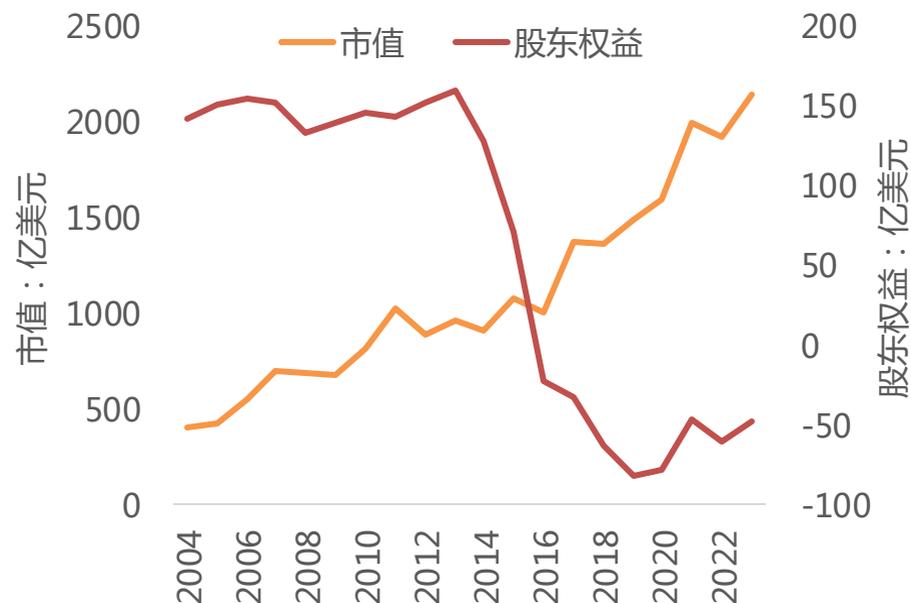
反之，上市公司分红100亿元，投资者股利增加100亿，但市值仅减少33亿元。

- 所以上市公司分红，经常出现填权效应。
- 星巴克、麦当劳等分红+回购超过净利润，导致股东权益为负，公司市值依然庞大，股价大幅上涨。

■ 麦当劳和星巴克的“(分红+回购)/净利润”较高



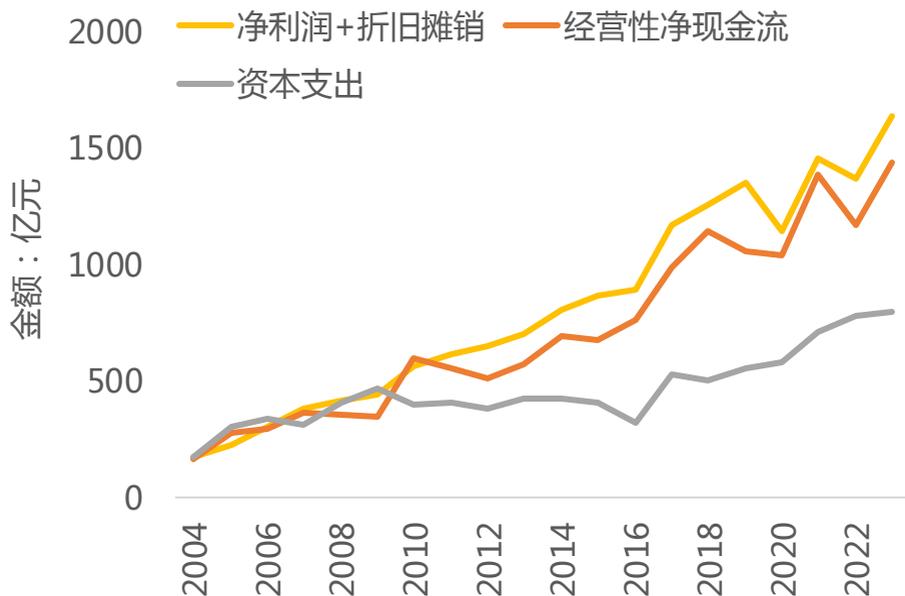
■ 麦当劳大量分红导致股东权益为负，但市值趋势上升



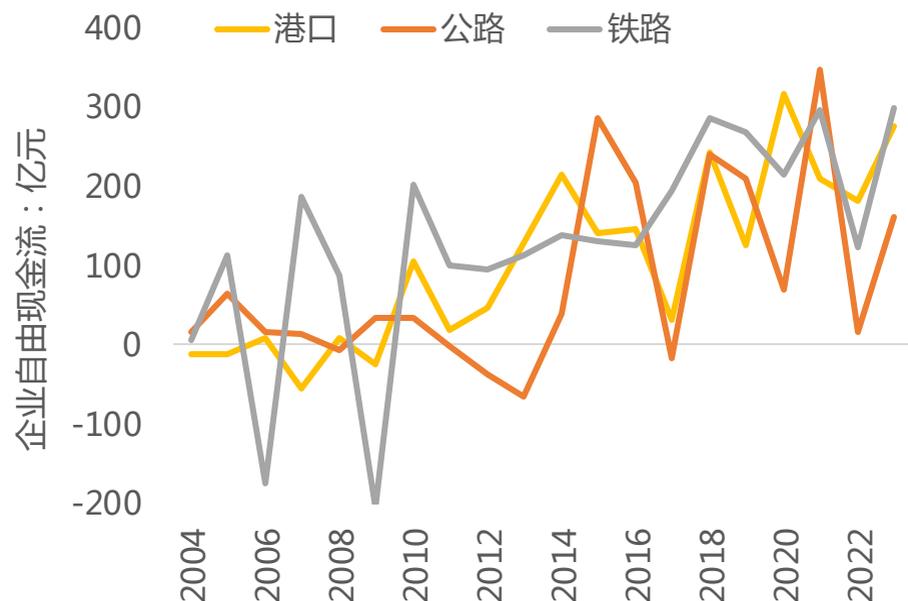
## 2.1 港口、铁路、公路的分红能力上升

- 港口、公路、铁路的盈利比较稳定，具备持续高分红能力。
- 现金大量流入，分红能力强；现金流入增加，分红能力增强。

### ■ A股港口、公路、铁路的净利润和折旧摊销高于资本支出



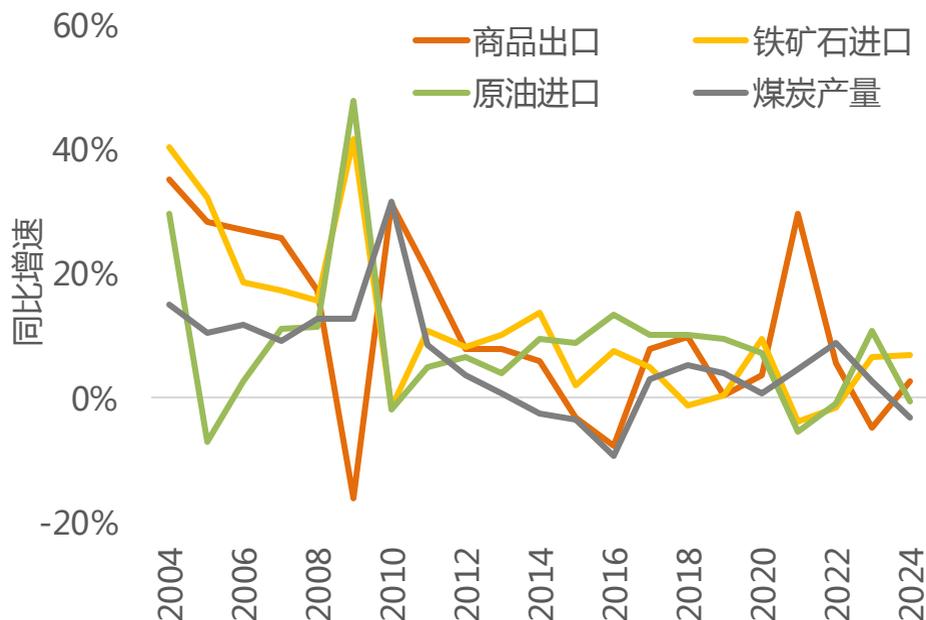
### ■ A股港口、公路、铁路的企业自由现金流呈上升趋势



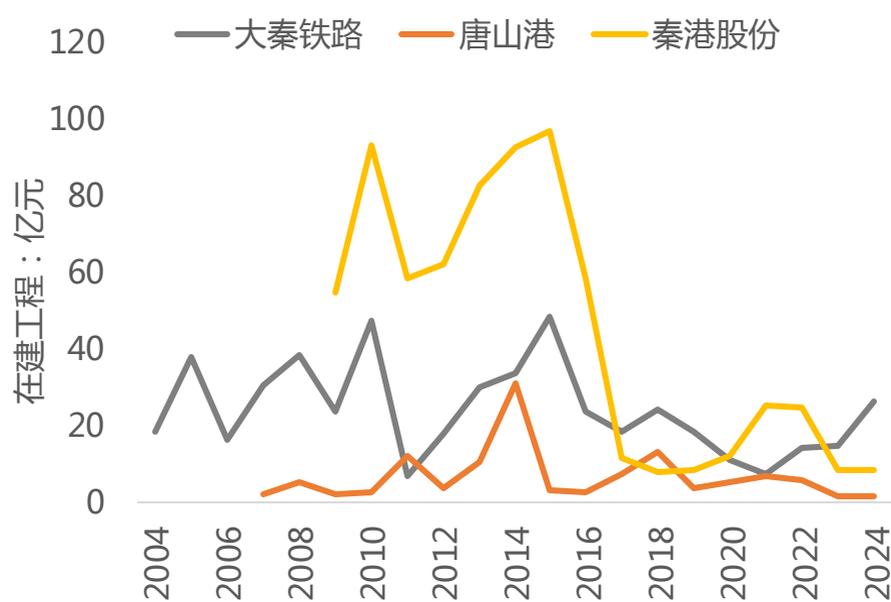
## 2.1 港口、铁路、公路的分红能力上升

- 经济增速和运输需求增速放缓，意味着资本开支减少，分红能力上升。
- 以大秦铁路、唐山港、秦港股份为代表的干散货运输公司，资本开支较少。
- 如果提高分红比例，那么股东回报率和公司PB估值都有望上升。

### ■ 中国的原油进口量和煤炭产量已经开始下滑



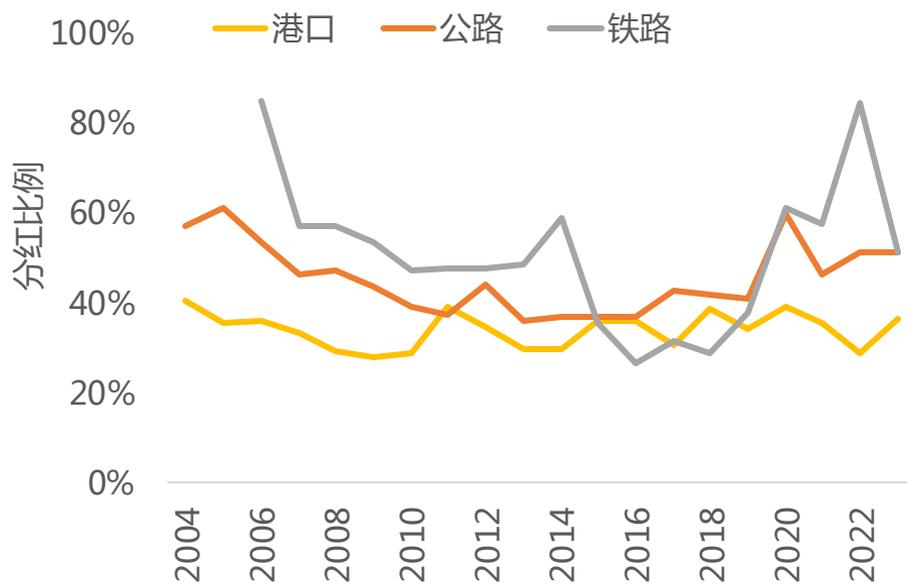
### ■ 大秦铁路、唐山港、秦港股份的在建工程处于较低水平



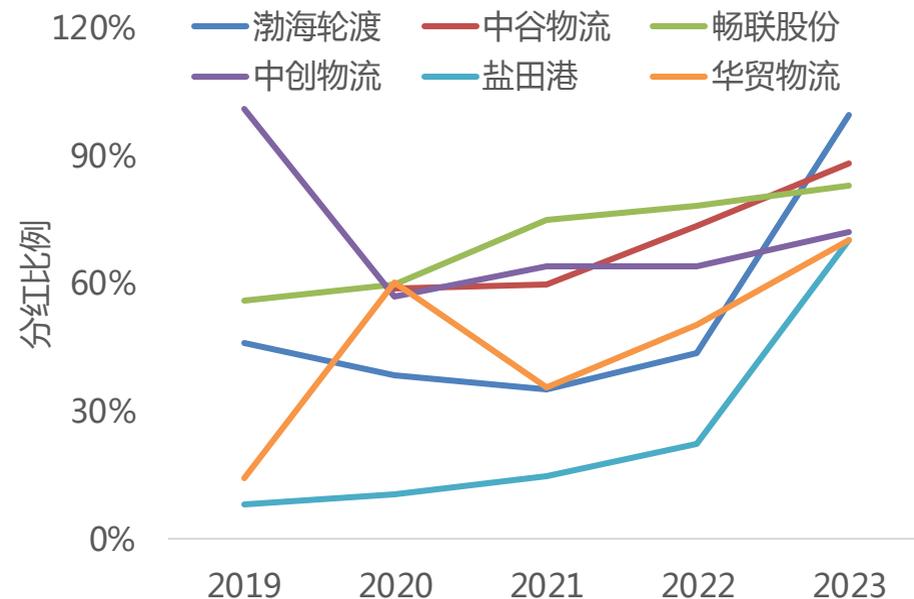
## 2.2 部分公司分红意愿上升

- 2019年以来，公路和铁路的分红比例趋势上升，2023年在50%左右。
- 2019-23年部分A股交运公司认识到分红的重要性，分红比例上升。2023年部分交运公司的分红比例达到70%以上，未来有望继续高比例分红。

■ 2019年以来，公路、铁路的分红比例有所上升



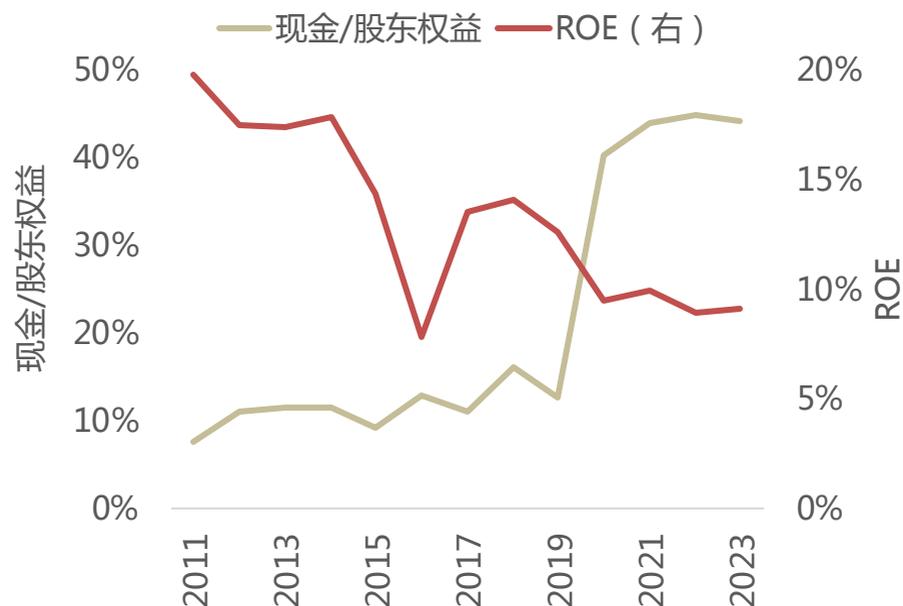
■ 2023年部分交运公司的分红比例达到70%以上



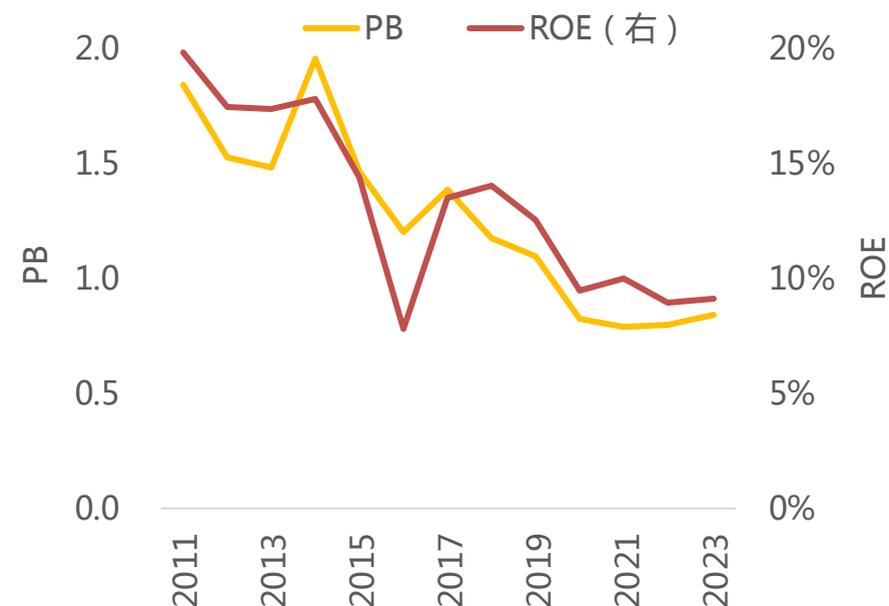
## 2.3 分红少可能导致ROE和PB下降

- 如果分红少、留存利润再投资回报率低，那么ROE和PB都会下降。
- 尽管大秦铁路分红比例高达50%左右，但是大量现金积累仍导致ROE下降。

### ■ 大秦铁路的“现金/股东权益”与ROE负相关



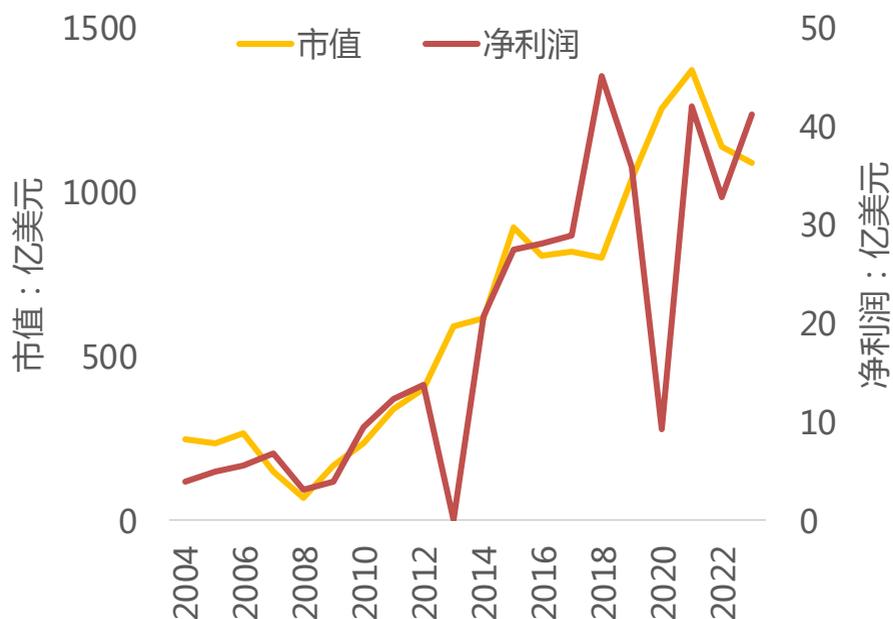
### ■ 大秦铁路的PB和ROE明显相关



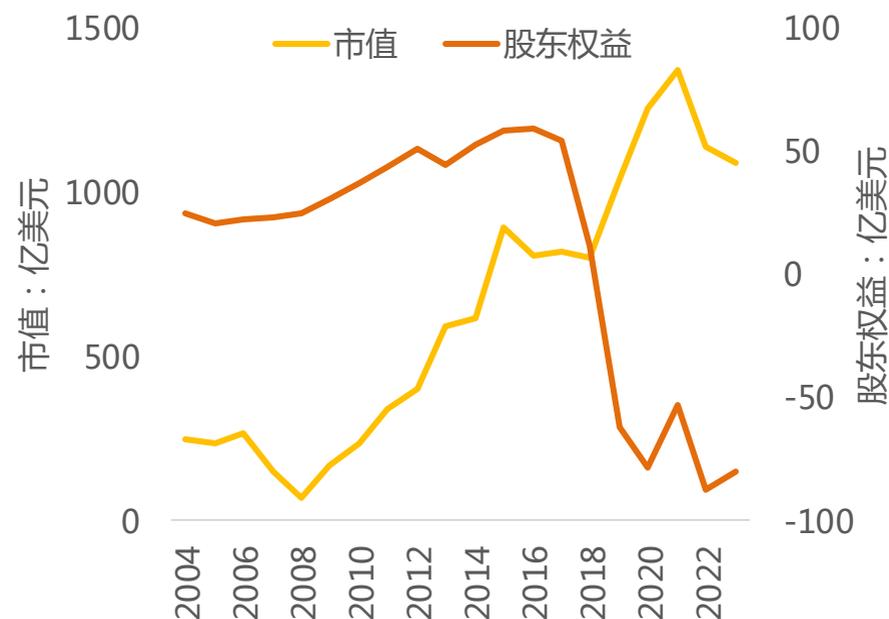
## 3.1 价值认知阻碍高分红

- 朴素价值观：公司价值与净资产相关，分红削弱公司实力、股价除权。
- DCF价值观：公司价值是未来现金流贴现值，与净利润、分红相关，与净资产关系较小。
- 海外部分高分红公司，分红和回购导致净资产为负，但市值上升。

■ 星巴克的市值与净利润高度相关



■ 星巴克的市值与股东权益相关性较小



## 3.2 央国企考核倡导高分红

- 央国企“一利五率”和市值管理考核，推动企业分红。
- 分红对净利润、ROE、资产负债率、市值有不同影响，考核权重是关键。
- 如果优先、重点考核股价涨幅、ROE增幅，那么能促进企业分红。

时间	部委	会议	内容
2024年1月24日	国务院 国资委	国新办新闻发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核
2024年1月25日	证监会	2024年系统工作会议	推动将市值纳入央企国企考核评价体系
2024年1月29日	国务院 国资委	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	2024年全面推开上市公司市值管理考核。

## 3.3 委托代理抑制高分红

- 上市公司往往管理权和所有权分离，管理层和股东的目标并不完全一致。对于增长放缓的公司，高分红有利于股东回报、财富增值，但不利于管理层。

相关方	指标	高分红	低分红
公司	净资产规模	小	大
	利润	业务利润	业务利润+利息收入
	ROE	高	低
股东	投资回报率	高	低
管理层	掌控资源	少	多
市值管理	市值	低	高
	PB	高	低
	PE	高	低
宏观影响	资金利用效率	高	低
	社会财富增值	多	少

## 4.1 现有高分红公司：低PE、低负债率

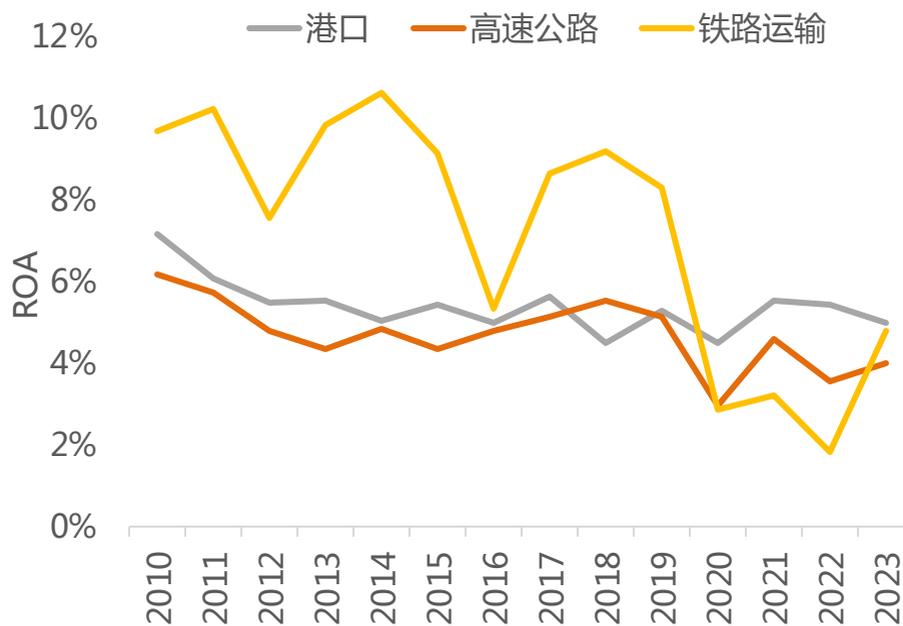
- 部分交运公司分红比例达到60%以上，未来有望持续高分红。
- 这些公司即使利润增速较低，也可能因高分红带来较高回报率。

证券代码	证券简称	PE-TTM 2024年7月3日	资产负债率	分红比例			分红承诺	2024年预期股息率
				2021	2022	2023		
603167.SH	渤海轮渡	14	12%	35%	43%	99%	≥80%	10.3%
603565.SH	中谷物流	12	54%	60%	74%	88%	≥60%	8.2%
603648.SH	畅联股份	20	22%	75%	78%	83%	无	N.A.
603967.SH	中创物流	12	40%	64%	64%	72%	无	6.5%
000088.SZ	盐田港	16	32%	15%	22%	70%	≥50%	3.7%
603128.SH	华贸物流	14	35%	35%	50%	70%	≥60%	6.7%
000429.SZ	粤高速A	14	40%	70%	70%	70%	≥70%	5.2%
601107.SH	四川成渝	14	71%	18%	40%	62%	≥60%	4.9%
600350.SH	山东高速	13	64%	63%	68%	62%	≥60%	5.2%
601000.SH	唐山港	15	9%	99%	70%	62%	无	4.5%

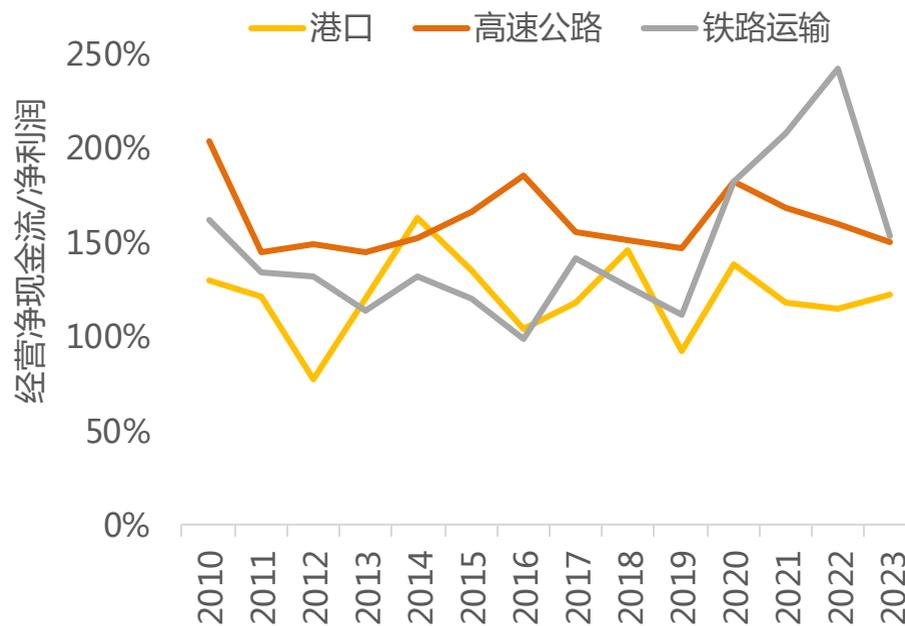
## 4.2 潜在提分红公司：ROA高、稳定

- 盈利稳定、现金流好的公司不需要储备大量现金，可以高分红。
- 垄断的铁路，特许经营的高速公路，区域垄断的港口。

■ 港口、公路、铁路板块的ROA较高、较稳定



■ 港口、公路、铁路板块的经营净现金流较好



## 4.2 潜在提分红公司：ROA高、稳定

- 如果部分公司可以像联合太平洋铁路、星巴克等“分红+回购”超过净利润，那么ROA越高的公司，提高分红的潜力越大。

证券代码	证券简称	总市值：亿元 2024年7月3日	PE-TTM 2024年7月3日	资产负债率	2019-23年平均 ROA
603871.SH	嘉友国际	167	15	22%	13.5%
000429.SZ	粤高速A	222	14	40%	9.7%
601298.SH	青岛港	626	13	24%	8.5%
600233.SH	圆通速递	516	14	30%	8.5%
601000.SH	唐山港	288	15	9%	8.1%
600012.SH	皖通高速	234	14	36%	7.1%
600018.SH	上港集团	1,392	10	32%	8.0%
601006.SH	大秦铁路	1,276	11	21%	7.6%
600377.SH	宁沪高速	662	15	47%	6.0%
601598.SH	中国外运	410	10	48%	5.2%

- 全球经济增速下行风险

全球库存周期还在历史低位，如果未来超预期下行，那么运输需求可能随之下行、运价可能继续下跌，影响航运、物流公司的收入和利润。

- 市场利率大幅上升

如果市场利率大幅上升，那么留存利润的利息收入将会增加，管理层的分红意愿可能继续下降。

- 央国企考核变化

央国企“一利五率”和市值管理考核，一定程度促进上市公司分红。未来如果考核指标和权重调整，可能对分红产生不确定影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS