

冀中能源 (000937.SZ)
收购厦航股权提升盈利，但收购价格无明显优势
显优势
评级： 增持
前次： 增持
目标价(元)：
14.50-15.90

分析师

联系人

刘昭亮

王永辉

S0740510120026

021-20315150

021-20315201

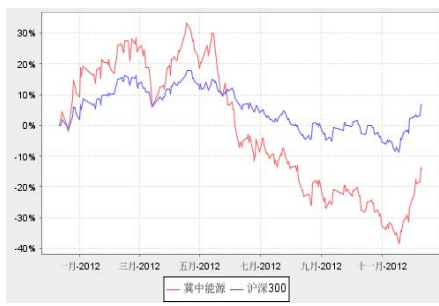
liuzl@r.qlzq.com.cn

wangyh@r.qlzq.com.cn

2012年12月27日

基本状况

总股本(百万股)	2312.88
流通股本(百万股)	1575.91
市价(元)	13.90
市值(百万元)	32149.09
流通市值(百万元)	21905.08

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	30,289.1	37,569.0	31,160.9	31,273.7	33,541.5
营业收入增速	49.61%	24.03%	-17.06%	0.36%	7.25%
净利润增长率	43.19%	27.26%	-28.85%	-11.83%	16.56%
摊薄每股收益(元)	2.07	1.32	0.94	0.83	0.96
前次预测每股收益(元)	—	—	0.94	0.72	0.83
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	19.33	12.79	14.91	16.92	14.51
PEG	0.45	0.47	—	—	0.88
每股净资产(元)	10.13	6.17	7.11	7.94	8.90
每股现金流量	3.02	1.32	3.02	1.75	1.87
净资产收益率	20.46%	21.36%	13.19%	10.42%	10.83%
市净率	3.96	2.73	1.97	1.76	1.57
总股本(百万股)	1,156.44	2,312.88	2,312.88	2,312.88	2,312.88

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2012年12月26日，公司发布《股权收购暨关联交易》的公告：公司与河北航空投资集团签署《股权转让事宜》，拟以现金19.19亿元收购冀中能源集团全资子公司河北航空投资集团有限公司所持有的厦门航空15%股权，全部股东权益增值率为72.5%。本次收购完成后，厦门航空将提高公司盈利能力，并成为公司新的利润增长点。但是如果按照现有上市航空公司估值水平计算，本次收购价格没有明显优势。
- 厦门航空厦航总部设在福建省厦门市，目前已形成了以厦门、福州、杭州为主基地，覆盖全国、辐射东南亚和东北亚、连接港澳台的航线网络，航点涉及50多个城市，执飞航线超过210条，执行航班近3200个/周。目前已有近210万人加入到厦航的常旅客计划中。厦航是中国唯一使用全波音系列飞机的航空公司，现拥有87架飞机总座位数14094个，平均机龄4.62年，是世界上最年轻的机队之一。2011年，厦航旅客运输量为1521万人次，货邮运输量16.7万吨。厦航正处在较为年轻的成长期。
- 厦航的盈利能力处在同行业的较高水平，但与此同时，本次收购价格也相对较高。截止2012年9月30日，厦门航空营业收入为126.8亿元，净利润为13.1亿元，资产负债率为66.9%，净利率为10.33%（航空运输行业平均净利率为6.02%）。由于厦航的航线区域分布、管理体制有一定优势，结合较低的资产负债率，其盈利能力明显高于航空类上市公司。但与此同时，本次收购评估价格相对航空上市企业估值体系并没有折价，PE和PB分别为7.07倍、1.55倍（航空类上市公司的PE和PB均值分别为7.79倍、1.31倍）。经测算，2013年贡献公司投资收益为2.62亿元，折合EPS为0.11元/股。厦门航空未来将为公司贡献稳定的投资收益，成为公司新的利润增长点。
- 由于煤炭行业估值水平高于航空类公司，PE基本在15倍以上，PB为2.13倍，因此，虽然收购带来利润的增长，但未来按照分业务估值法将拉低公司的平均估值水平，股价也将与航空业的盈利前景相挂钩。

- 公司拥有大量优质焦煤，煤炭价格弹性较高，目前时点我们看好公司在二季度钢厂补库与需求回暖叠加效应下，预期好转带来的结构性投资机会。预测 2012~2014 年归属于母公司净利润为 21.7 亿元、19.1 亿元和 22.3 亿元。对应 EPS 分比为 0.94 元、0.83 元和 0.96 元，同比变化-28.79%、-11.73%和 26.05%。按照目前的股价对应的 PE 分别为 15 倍，估值处于行业中间水平。综合考虑公司未来具有重大外延式扩张机会，维持公司“增持”评级，目标价 14.5~15.9 元。

图表 1: 厦门航空与上市航空公司盈利与估值比较

公司名称	归属于母公司净利润(亿元)	每股净资产(元)	销售净利率(%)	资产负债率(%)	归属于母公司所有者权益(亿元)	PE(按2011年利润)	PB(按2012年三季度净资产)
中国国航	42.36	4.08	6.17	71.33	495.67	9.36	1.40
东方航空	36.30	2.13	5.54	78.51	240.29	7.91	1.61
南方航空	26.65	3.34	4.65	72.59	327.72	7.37	1.15
海南航空	17.00	3.86	7.73	73.99	235.21	6.53	1.08
上市公司平均值	30.58	3.35	6.02	74.10	324.72	7.79	1.31
厦门航空	13.01		10.33	66.90	82.35	7.07	1.55

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	20,246	30,289	37,569	31,161	31,274	33,542	货币资金	2,297	2,415	5,313	7,826	10,941	14,283
增长率	-4.24%	49.6%	24.0%	-17.1%	0.4%	7.3%	应收款项	2,579	4,548	8,813	8,085	8,114	8,702
营业成本	-14,848	-22,530	-28,207	-23,061	-23,790	-25,245	存货	865	1,214	1,197	1,011	1,043	1,107
%销售收入	73.3%	74.4%	75.1%	74.0%	76.1%	75.3%	其他流动资产	752	573	787	706	728	771
毛利	5,397	7,759	9,362	8,100	7,483	8,297	流动资产	6,483	8,750	16,111	17,628	20,826	24,863
%销售收入	26.7%	25.6%	24.9%	26.0%	23.9%	24.7%	%总资产	30.8%	34.7%	42.3%	45.3%	50.5%	56.0%
营业税金及附加	-233	-338	-393	-374	-375	-402	长期投资	527	564	681	681	681	681
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	11,950	13,437	14,339	13,663	12,879	11,987
营业费用	-407	-577	-652	-592	-594	-637	%总资产	56.6%	53.3%	37.7%	35.1%	31.2%	27.0%
%销售收入	2.0%	1.9%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	1,962	2,371	4,848	4,894	4,791	4,755
管理费用	-2,382	-3,218	-3,625	-3,365	-3,378	-3,622	非流动资产	14,618	16,479	21,943	21,313	20,426	19,498
%销售收入	11.8%	10.6%	9.6%	10.8%	10.8%	10.8%	%总资产	69.2%	65.3%	57.7%	54.7%	49.5%	44.0%
息税前利润 (EBIT)	2,375	3,627	4,693	3,768	3,136	3,635	资产总计	21,111	25,229	38,053	38,940	41,251	44,361
%销售收入	11.7%	12.0%	12.5%	12.1%	10.0%	10.8%	短期借款	796	2,117	4,048	977	977	977
财务费用	-214	-300	-640	-685	-684	-727	应付款项	5,474	6,851	8,139	9,092	9,321	9,915
%销售收入	1.1%	1.0%	1.7%	2.2%	2.2%	2.2%	其他流动负债	993	1,200	1,654	2,351	2,398	2,541
资产减值损失	137	-93	-139	-209	-209	-209	流动负债	7,262	10,167	13,841	12,420	12,696	13,433
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,192	2,138	3,155	3,155	3,155	3,155
投资收益	0	-195	79	62	324	324	其他长期负债	1,423	453	4,788	4,788	4,788	4,788
%税前利润	0.0%	—	1.9%	2.0%	11.8%	10.1%	负债	10,877	12,758	21,784	20,363	20,639	21,376
营业利润	2,299	3,039	3,993	2,936	2,567	3,022	普通股股东权益	9,803	11,710	14,273	16,443	18,356	20,586
营业利润率	11.4%	10.0%	10.6%	9.4%	8.2%	9.0%	少数股东权益	432	760	1,996	2,134	2,256	2,399
营业外收支	-50	282	183	183	183	183	负债股东权益合计	21,111	25,229	38,053	38,940	41,251	44,361
税前利润	2,249	3,321	4,176	3,119	2,750	3,205	比率分析						
利润率	11.1%	11.0%	11.1%	10.0%	8.8%	9.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-637	-834	-1,129	-811	-715	-833	每股指标						
所得税率	28.3%	25.1%	27.0%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益 (元)	1.447	2.072	1.318	0.938	0.827	0.964
净利润	1,612	2,487	3,047	2,308	2,035	2,372	每股净资产 (元)	8.477	10.126	6.171	7.109	7.936	8.900
少数股东损益	-61	91	-2	138	122	142	每股经营现金净流 (元)	4.304	3.019	1.318	3.018	1.745	1.872
归属于母公司的净利润	1,673	2,396	3,049	2,170	1,913	2,230	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000
净利率	8.3%	7.9%	8.1%	7.0%	6.1%	6.6%	回报率						
							净资产收益率	17.07%	20.46%	21.36%	13.19%	10.42%	10.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.93%	9.50%	8.01%	5.57%	4.64%	5.03%
净利润	1,612	2,487	3,047	2,308	2,035	2,372	投入资本收益率	16.28%	19.50%	15.64%	14.97%	13.23%	16.23%
少数股东损益	0	0	0	138	122	142	增长率						
非现金支出	975	1,606	1,721	1,988	2,095	2,202	营业总收入增长率	-4.24%	49.61%	24.03%	-17.06%	0.36%	7.25%
非经营收益	324	433	413	37	-287	-287	EBIT增长率	-45.03%	52.70%	29.38%	-19.70%	-16.77%	15.89%
营运资金变动	2,066	-1,034	-2,134	2,648	193	42	净利润增长率	-36.72%	43.19%	27.26%	-28.85%	-11.83%	16.56%
经营活动现金净流	4,978	3,492	3,047	7,119	4,158	4,471	总资产增长率	14.88%	19.50%	50.83%	2.33%	5.93%	7.54%
资本开支	2,903	3,645	3,146	1,175	1,025	1,091	资产管理能力						
投资	-778	-470	-1,057	0	0	0	应收账款周转天数	36.0	18.7	20.4	25.0	25.0	25.0
其他	1	15	-1,778	62	324	324	存货周转天数	18.8	16.8	15.6	16.0	16.0	16.0
投资活动现金净流	-3,680	-4,100	-5,980	-1,113	-700	-766	应付账款周转天数	68.8	59.9	60.4	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	149	0	0	0	固定资产周转天数	166.6	138.6	123.3	150.1	140.3	121.1
债权募资	191	1,528	6,888	-3,071	0	0	偿债能力						
其他	-305	-918	-1,129	-284	-221	-221	净负债/股东权益	6.74%	14.75%	36.04%	1.51%	-13.76%	-26.87%
筹资活动现金净流	-114	610	5,908	-3,355	-221	-221	EBIT利息保障倍数	11.1	12.1	7.3	5.5	4.6	5.0
现金净流量	1,183	1	2,975	2,651	3,237	3,484	资产负债率	51.52%	50.57%	57.25%	52.29%	50.03%	48.19%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。