

# 非公开发行股票点评

**评级:**
**中性-A**

上次评级: 中性-A

**目标价格:**
**3.60元**

期限: 12个月 上次预测: 3.60元

现价(2012年09月11日): 3.29元

**报告日期: 2012-09-12**
**报告关键点:**

☞ 公司发布董事会决议公告,通过了关于公司向集团及全资子公司非公开发行A股及H股股票的议案。

**报告摘要:**
**向集团及全资子公司非公开发行A股及H股股票共13.9773亿股:**

①本次非公开发行A股的发行对象为公司控股股东东航集团及东航集团全资子公司金戎控股,发行价格为每股3.28元人民币,发行A股股票总数量为698,865,000股,募集资金总额为人民币2,292,277,200元。扣除发行相关费用后,本次非公开发行A股股票募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构贷款。②本次非公开发行H股的发行对象为东航集团的全资下属企业东航国际,发行价格为每股2.32港元,发行H股股票698,865,000股。扣除发行相关费用后,本次H股发行的募集资金将全部用于偿还金融机构贷款或补充流动资金。③本次非公开发行H股股票与非公开发行A股股票互为条件。东航集团和金戎控股认购的本次非公开发行A股股票、东航国际认购的H股股票自发行结束之日起三十六个月内不得转让。本次发行结束后,公司股本将增加至126.7亿股,东航集团及全资附属公司持股比例将从59.94%提升至64.35%。

➤ **本次非公开发行股票有利于降低资产负债率,增强资本实力。**①公司目前资产负债率在三大航中最高。截至2012年6月30日,公司总资产为人民币1180.8亿元,总负债为人民币950.7亿元,资产负债率为80.5%,高于国航、南航的72.3%、73%。②若本次非公开发行A股募集资金为22.9亿元,募集资金按计划偿还贷款后,以2012年6月30日公司财务数据测算,合并资产负债率将从80.51%降至78.57%,公司的财务风险将降低,偿债能力提升,资产负债结构得到改善。若考虑非公开发行H股募集资金,则合并资产负债率将进一步下降到78%以下。③以目前汇率测算本次非公开发行H股募集资金约人民币13.2亿,与非公开发行A股本次募集资金共约36.2亿元。截至2012年6月30日,公司归属于母公司的股东权益为人民币214.4亿元,本次非公开发行后归属于母公司的股东权益将提高到人民币250.6亿元,增加约16.9%。综合考虑股本增加,每股净资产将约为1.98元,相对发行前将增厚4.0%。④综合考虑股本增加及利息减少,以2013年盈利水平进行测算,每股收益约摊薄7%-8%。

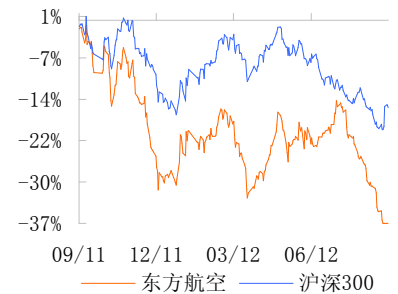
➤ **投资策略:**虽然旺季受益油价下跌,三季度盈利预计降幅收窄;但四季度为行业淡季,行业预计仍将维持供过于求的态势。不考虑人民币汇率因素,预计全年公司将实现净利润33.6亿,EPS0.30元,目标价3.6元,维持“中性-A”评级。

➤ **风险提示:**油价大幅上涨、行业需求增速低于预期、突发事件

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	74,958.1	83,974.5	89,989.7	95,443.9	101,927.7
Growth(%)	88.2%	12.0%	7.2%	6.1%	6.8%
净利润	5,380.4	4,886.7	3,356.5	3,512.7	4,149.6
Growth(%)	896.8%	-9.2%	-31.3%	4.7%	18.1%
毛利率(%)	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%	17.2%
净利润率(%)	7.2%	5.8%	3.7%	3.7%	4.1%
每股收益(元)	0.48	0.43	0.30	0.31	0.37
每股净资产(元)	1.38	1.81	2.11	2.42	2.79
市盈率	6.9	7.6	11.1	10.6	8.9
市净率	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2
净资产收益率(%)	34.4%	22.1%	13.5%	12.4%	12.7%
ROIC(%)	21.4%	8.8%	8.2%	7.1%	7.2%
EV/EBITDA	9.1	8.0	9.8	8.3	7.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

总市值(百万元)	37,099.81
流通市值(百万元)	23,991.38
总股本(百万股)	11,276.54
流通股本(百万股)	7,292.21
12个月最低/最高	3.25/5.24元
十大流通股东(%)	45.86%
股东户数	259,055

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.66)	(10.62)	(21.22)
绝对收益	(16.32)	(20.25)	(37.18)

**谢红**

 0755-82558030  
 执业证书编号

**汪立**

 0755-82558010  
 执业证书编号

**行业分析师**

 xiehong@essence.com.cn  
 S1450511090001

**行业分析师**

 wangli1@essence.com.cn  
 S1450511050002

**前期研究成果**
**东方航空: 盈利主要来自营业外收入**

2012-08-31

**东方航空: 油价上涨及汇兑收益减少致一  
 季度业绩大幅下滑**

2012-05-02

**东方航空: 业绩略低于预期, 拟成立合资  
 低成本航空公司**

2012-03-26

## 1. 非公开发行 A 股及 H 股概况

公司发布董事会决议公告，通过了关于公司非公开发行 A 股及 H 股股票的议案。

①本次非公开发行 A 股的发行对象为公司控股股东中国东方航空集团公司、东航集团全资子公司东航金戎控股有限责任公司，发行价格为每股 3.28 元人民币，发行 A 股股票总数量为 698,865,000 股，募集资金总额为人民币 2,292,277,200 元。扣除发行相关费用后，本次非公开发行 A 股股票募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构贷款。

②本次非公开发行 H 股的发行对象为东航集团的全资下属企业东航国际控股(香港)有限公司，发行价格为每股 2.32 港元，发行 H 股股票 698,865,000 股。扣除发行相关费用后，本次 H 股发行的募集资金将全部用于偿还金融机构贷款或补充流动资金。

③东航集团和金戎控股认购的本次非公开发行 A 股股票、东航国际认购的 H 股股票自发行结束之日起三十六个月内不得转让。本次发行结束后，公司股本将增加至 126.7 亿股，东航集团及全资附属公司持股比例将从 59.94% 提升至 64.35%。

④本次向东航国际非公开发行 H 股股票与向东航集团、金戎控股非公开发行 A 股股票互为条件。互为条件是指向东航国际非公开发行 H 股股票和向东航集团、金戎控股非公开发行 A 股股票任一项未获股东大会批准或中国证监会的核准，则另一项的实施将自动终止。

表 1 本次非公开发行 A 股及 H 股前后公司股权结构变化的情况

股东名称	发行前		非公开发行 A 股及 H 股后	
	数量(股)	比例	数量(股)	比例
东航集团及全资附属公司	6,758,750,000	59.94%	8,156,480,000	64.35%
其中：A 股	4,831,375,000	42.84%	5,530,240,000	43.63%
H 股	1,927,375,000	17.09%	2,626,240,000	20.72%
社会公众投资者	4,517,788,860	40.06%	4,517,788,860	35.65%
其中：A 股	2,950,838,860	26.17%	2,950,838,860	23.28%
H 股	1,566,950,000	13.90%	1,566,950,000	12.36%
合计	11,276,538,860	100.00%	12,674,268,860	100.00%

数据来源：公司数据、安信证券研究中心

## 2. 非公开发行有利于降低资产负债率，增强资本实力

### ◇ 对负债率影响：

公司目前资产负债率在三大航中最高。截至 2012 年 6 月 30 日，公司总资产为人民币 1180.8 亿元，总负债为人民币 950.7 亿元，资产负债率为 80.5%，高于国航、南航的 72.3%、73%。

若本次非公开发行 A 股募集资金为 2,292,277,200 元，募集资金按计划偿还贷款后，以 2012 年 6 月 30 日公司财务数据测算，合并资产负债率将从 80.51% 降至 78.57%，公司的财务风险将降低，偿债能力提升，资产负债结构得到改善。若考虑非公开发行 H 股募集资金，则合并资产负债率将进一步下降到 78% 以下。

### ◇ 每股净资产略有增厚

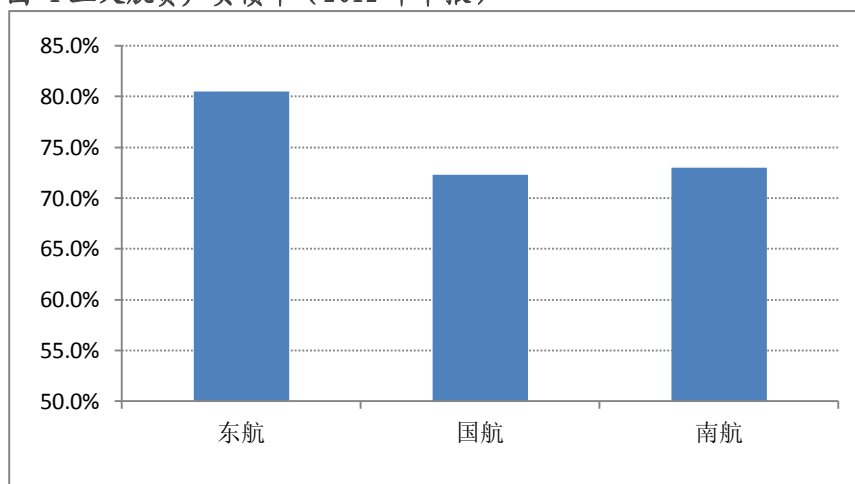
截至 2012 年 6 月 30 日，公司归属于母公司的股东权益为人民币 214.4 亿元，本次非公开发行 A 股募集资金约为人民币 22.9 亿元；以目前汇率计算，本次非公开发行 H 股募集资金约人民币 13.2 亿。合计本次非公开发行后归属于母公司的股东权益将提高到人民币 250.6 亿元，增加约 16.9%。综合考虑股本增加，每股净资产将约为 1.98 元，相对增发前增厚 4.0%。

#### ◇ 利息费用减少，但股本增加业绩略有摊薄

本次非公开发行 A 股所募集资金全部用于偿还金融机构贷款，公司的利息费用支出将得以减少。以现行的一年期银行基准贷款利率 6.00% 测算，本次非公开发行 A 股募集资金全部偿还金融机构贷款后，可为公司节约利息费用约 1.38 亿元，可以有效提高公司的盈利水平。

综合考虑股本增加及利息减少，本次非公开发行 A 股及 H 股后，以 2013 年盈利水平进行测算，每股收益约摊薄 7%-8%。

图 1 三大航资产负债率（2012 年中报）



数据来源：公司数据、安信证券研究中心

### 3. 盈利预测及投资策略

旺季受益油价下跌，三季度预计盈利降幅收窄，但行业趋势性反转仍需等待。四季度为行业淡季，行业预计仍将维持供过于求的态势。不考虑人民币汇率因素，预计全年公司将实现净利润 33.6 亿，EPS0.30 元，目标价 3.6 元，维持“中性-A”评级。

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-09-11
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>											
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	<b>成长性</b>					
营业收入	74,958.1	83,974.5	89,989.7	95,443.9	101,927.7	营业收入增长率	88.2%	12.0%	7.2%	6.1%	6.8%
减: 营业成本	60,726.6	70,447.8	75,626.4	79,652.4	84,419.1	营业利润增长率	-614.0%	-26.3%	-34.7%	41.7%	24.7%
营业税费	1,462.8	1,803.1	1,799.8	1,908.9	2,038.6	净利润增长率	896.8%	-9.2%	-31.3%	4.7%	18.1%
销售费用	5,324.6	5,406.1	5,759.3	6,108.4	6,536.2	EBITDA 增长率	105.7%	-15.5%	-18.3%	23.0%	16.2%
管理费用	2,656.3	2,576.5	2,699.7	2,958.8	3,115.0	EBIT 增长率	670.6%	-40.6%	20.4%	28.7%	17.0%
财务费用	431.3	-441.1	1,451.7	1,562.9	1,569.8	NOPLAT 增长率	179.0%	-27.3%	7.0%	0.5%	13.0%
资产减值损失	427.1	799.4	377.8	29.3	198.8	投资资本增长率	77.2%	14.9%	15.4%	10.8%	6.1%
加: 公允价值变动收益	833.4	86.9	-	-	-	净资产增长率	358.8%	33.6%	15.7%	14.1%	14.5%
投资和汇兑收益	119.4	128.1	74.9	107.5	103.5						
<b>营业利润</b>	<b>4,882.2</b>	<b>3,597.7</b>	<b>2,349.9</b>	<b>3,330.6</b>	<b>4,153.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	958.9	1,570.0	1,501.0	1,500.0	1,502.0	毛利率	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%	17.2%
<b>利润总额</b>	<b>5,841.1</b>	<b>5,167.7</b>	<b>3,850.9</b>	<b>4,830.6</b>	<b>5,655.8</b>	营业利润率	6.5%	4.3%	2.6%	3.5%	4.1%
减: 所得税	138.2	265.2	385.1	1,207.7	1,414.0	净利润率	7.2%	5.8%	3.7%	3.7%	4.1%
<b>净利润</b>	<b>5,380.4</b>	<b>4,886.7</b>	<b>3,356.5</b>	<b>3,512.7</b>	<b>4,149.6</b>	EBITDA/营业收入	16.0%	12.1%	9.2%	10.7%	11.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	7.1%	3.8%	4.2%	5.1%	5.6%
货币资金	5,027.4	6,755.3	7,199.2	7,635.5	8,154.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	71.1	4.4	4.4	4.4	4.4	固定资产周转天数	297	299	306	322	328
应收帐款	4,598.2	3,920.1	5,411.9	5,340.5	5,524.2	流动营业资本周转天数	-73	-64	-58	-49	-45
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	45	55	60	63	63
预付帐款	714.3	973.5	1,149.0	1,455.7	1,732.8	应收帐款周转天数	9	10	11	11	11
存货	1,286.9	1,555.5	1,937.4	1,883.2	2,007.5	存货周转天数	10	10	11	12	11
其他流动资产	22.9	503.6	628.4	740.6	945.1	总资产周转天数	415	457	467	472	470
可供出售金融资产	5.5	2.3	2.3	2.3	2.3	投资资本周转天数	191	234	252	268	272
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	1,450.4	1,498.9	1,498.4	1,498.7	1,498.7	ROE	34.4%	22.1%	13.5%	12.4%	12.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	4.4%	2.9%	2.8%	3.1%
固定资产	68,109.0	71,565.4	81,581.4	89,307.9	96,230.6	ROIC	21.4%	8.8%	8.2%	7.1%	7.2%
在建工程	7,397.2	13,085.9	9,596.0	8,613.5	8,624.5	<b>费用率</b>					
无形资产	1,822.0	1,899.0	1,772.4	1,654.4	1,544.2	销售费用率	7.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
其他非流动资产	10,305.3	10,451.3	10,661.9	10,750.1	10,881.2	管理费用率	3.5%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
<b>资产总额</b>	<b>100,810.1</b>	<b>112,215.2</b>	<b>121,442.9</b>	<b>128,886.7</b>	<b>137,149.8</b>	财务费用率	0.6%	-0.5%	1.6%	1.6%	1.5%
短期债务	11,193.1	11,453.9	15,079.5	18,539.3	18,500.4	三费/营业收入	11.2%	9.0%	11.0%	11.1%	11.0%
应付帐款	11,694.1	12,985.7	16,216.7	15,700.3	16,767.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	1,475.5	47.7	3,993.3	2,065.1	2,234.5	资产负债率	83.6%	80.3%	79.2%	77.6%	75.8%
其他流动负债	8,030.3	9,046.9	9,325.5	11,096.1	12,241.1	负债权益比	508.2%	406.7%	379.7%	345.5%	312.4%
长期借款	23,355.0	21,103.5	21,103.5	21,103.5	21,103.5	流动比率	0.30	0.31	0.31	0.30	0.31
其他非流动负债	21,711.2	25,301.7	23,356.8	23,936.0	24,569.5	速动比率	0.24	0.26	0.25	0.25	0.26
<b>负债总额</b>	<b>84,233.9</b>	<b>90,069.7</b>	<b>97,254.5</b>	<b>101,001.8</b>	<b>104,580.7</b>	利息保障倍数	12.32	7.16	2.62	3.13	3.65
<b>少数股东权益</b>	<b>999.1</b>	<b>1,708.0</b>	<b>1,817.4</b>	<b>1,927.7</b>	<b>2,019.9</b>	<b>分红指标</b>					
股本	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	11,276.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	4,300.6	9,160.8	12,517.3	16,030.0	20,179.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>16,576.2</b>	<b>22,145.4</b>	<b>25,611.2</b>	<b>29,234.2</b>	<b>33,476.1</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	5,702.9	4,902.5	3,356.5	3,512.7	4,149.6	EPS(元)	0.48	0.43	0.30	0.31	0.37
加: 折旧和摊销	6,985.7	7,370.7	4,470.8	5,283.0	6,096.5	BVPS(元)	1.38	1.81	2.11	2.42	2.79
资产减值准备	427.1	799.4	377.8	29.3	198.8	PE(X)	6.9	7.6	11.1	10.6	8.9
公允价值变动损失	-833.4	-86.9	-	-	-	PB(X)	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2
财务费用	346.5	-561.3	1,451.7	1,562.9	1,569.8	P/FCF	-9.5	32.2	-7.1	-414.9	-92.9
投资收益	-119.4	-128.1	-74.9	-107.5	-103.5	P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	322.5	15.8	109.3	110.3	92.2	EV/EBITDA	9.1	8.0	9.8	8.3	7.2
营运资金的变动	104.5	1,709.7	5,549.2	-388.0	2,051.8	CAGR(%)	-14.0%	-4.7%	14.9%	20.4%	23.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>10,444.1</b>	<b>13,464.1</b>	<b>15,240.3</b>	<b>10,002.7</b>	<b>14,055.2</b>	PEG	-0.5	-1.6	0.7	0.5	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-8,435.6</b>	<b>-14,780.1</b>	<b>-10,926.2</b>	<b>-11,893.6</b>	<b>-12,897.6</b>	ROIC/WACC	3.2	1.3	1.2	1.1	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-652.4</b>	<b>2,135.6</b>	<b>-2,470.4</b>	<b>2,215.2</b>	<b>-1,106.1</b>	REP	0.7	1.1	1.0	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯



## 分析师简介

**谢红**，交通运输行业分析师，主要研究领域为航空、机场、公路、物流等。北京大学光华管理学院企业管理硕士、清华大学电子信息工程专业学士。在国内大型航空公司从事核心生产经营分析工作2年，2009年加入中投证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

**汪立**，交通运输行业分析师，主要研究领域为航运港口、公路、铁路、物流等。北京交通大学工学学士、中国科学院管理学硕士。3年证券行业研究经验，先后就职于天相投资顾问公司研究部、国都证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

## 分析师声明

谢红、汪立分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034