

证券研究报告

交通运输

推荐 (维持)

证券分析师

孙超  
投资咨询资格编号 S1060512040008  
0755-22625974  
sunchao484@pingan.com.cn

## 东方航空 (600115)

### 集团长远发展考虑之举

**事项:** 东方航空将对集团进行非公开增发。公司9月11日召开董事会,通过议案,拟以非公开发行股票的方式向控股股东东航集团及其全资子公司东航金融以3.28元人民币/股的价格发行69,886.5万A股票,同时以2.32元港币/股的价格向东航集团全资子公司东航国际发行同等数量H股股票。定增总金额36.16亿元,总股本13.97亿股。

- **集团09年之后再次向公司注资。**公司自2009年连续两次以定增的方式向集团及机构投资者募集资金之后,此次向集团定向增发是三年以来的第二次。公司上两次增发募集资金的主要目的是补充流动资金,用以解决当时东航负债率偏高以及流动资金紧张的问题。此次集团通过增发的方式注资,主要目的是归还公司的银行贷款,降低资产负债率。
- **募集资金用途为偿还银行贷款,有利于降低公司资产负债率。**此次募集资金的用途为归还公司银行贷款。根据公司2012年中报披露,公司有息负债达到665.79亿元,资产负债率达到80.51%,明显高于南航和国航。根据12年中报披露数据,预计公司未来几年投入到飞机采购以及租赁的资本支出高达1600亿元,而这些资金的来源除了公司自身盈利的积累之外,大部分将依靠银行借款及发行债券,这将对公司融资能力提出了比较大的要求。因此,我们认为降低资产负债率有利于公司未来融资安排,降低债务负担。
- **定增短期将摊薄公司12年业绩,增厚公司每股净资产。**根据公司增发预案,按2012年中报披露数据计算,公司实际的综合贷款利率约为3%。但由于公司美元贷款的利率较低,而人民币贷款利率相对较高,因此,预计通过减归还人民币贷款,按贷款利率5.6%左右计算,可以减少的利息费用约为每年2.02亿元。按我们预计公司2012年0.36元EPS计算,定增后公司业绩将摊薄6.59%。但公司每股净资产将由1.9元/股增厚4%至1.977元/股。
- **定增为集团长远发展考虑之举。**短期来看,注资将摊薄每股盈利,对股价产生负面作用,不利于中小股东及投资者。从长期来看,公司在增发后资金实力增强,对上市公司有三点好处:一是利用航空公司的高杠杆提高融资能力,二是可加快公司机队调整的速度,三是集团在增持之后,股权比例上升,有利于未来引进新的投资者。虽然大股东在目前的股价较低时增持使业绩摊薄效应放大,但也说明大股东对公司未来的股价持乐观态度。
- **看好公司未来三年的发展。**自08年公司陷入危机,09年东上合并,10年公司大幅度盈利,公司目前基本走出了资不抵债时的阴影,东上航合并也基本完成。自11年开始,公司着手开始调整航线、机队、营销,压缩成本,逐渐理顺内部的运营。我们预计公司将利用3年时间使这些调整有明显的进展。我们看好公司未来3年的发展,随着2014-15年上海迪士尼的建成,以及十二五末期个人消费能力的提升,公司将迎来一个黄金发展阶段。预计12-14年公司EPS分别为0.36、0.42、0.47元,相对9月11日收盘价的PE分别为9.6、8.4、7.5倍,公司处于历史估值底部,维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 宏观经济持续向下、欧美经济出现大幅下滑将影响公司业绩增长。

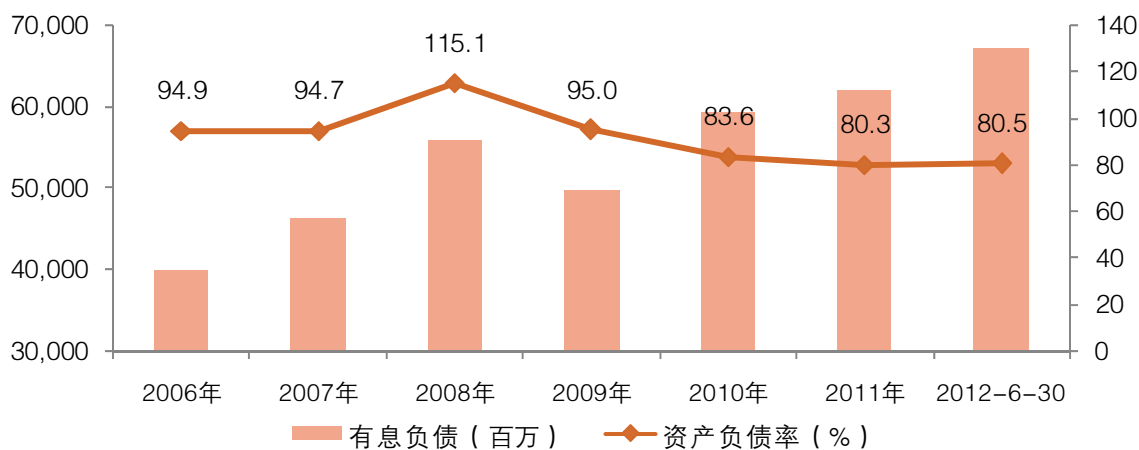
请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表1 各公司近几年主要注资增发一览表

公司名称	时间	币种	募集资金总额 (百万元)	发行数量 (股)	股票 种类	发行价格
东方航空	2009-7-1	人民币	5,562.64	1,437,375,000	A 股	人民币 3.87 元/股
		人民币	1,437.38	1,437,375,000	H 股	人民币 1 元/股
	2009-12-22	人民币	2,327.50	490,000,000	A 股	人民币 4.75 元/股
	2009-12-11	人民币	673.38	490,000,000	H 股	港币 1.56 元/股
	即将实施	人民币	2,292.28	698,865,000	A 股	人民币 3.28 元/股
港币		1,324.65	698,865,000	H 股	港币 2.32 元/股	
中国国航	2010-11-12	人民币	5,600.00	483,592,400	A 股	人民币 11.58 元/股
	2010-11-25	港币	1,040.00	157,000,000	H 股	港币 6.62 元/股
	正在实施	人民币	1,050.74	188,642,729	A 股	人民币 5.57 元/股
南方航空	2009-8-20	人民币	2,300.00	721,150,000	A 股	人民币 3.16 元/股
		人民币	700.00	721,150,000	H 股	人民币 1 元/股
	2010-10-31	人民币	1,500.00	1,501,500,000	A 股	人民币 6.66 元/股
		港币	853.13	312,500,000	H 股	港币 2.73 元/股
	正在实施	人民币	2,000.00	465,116,279	A 股	人民币 4.30 元/股
海南航空	正在实施	人民币	8,000.00	1,965,601,966	A 股	人民币 4.07 元/股

资料来源：平安证券研究所整理

图表2 公司带息负债规模逐年增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	13712	14451	15792	17088
现金	6755	6633	7474	8124
应收账款	2197	2620	2799	3024
其他应收款	1723	2406	2507	2679
预付账款	973	956	1071	1161
存货	1556	1836	1942	2101
其他流动资产	508	0	0	0
<b>非流动资产</b>	98503	110944	121095	129227
长期投资	1499	1503	1503	1503
固定资产	71565	91932	104806	114092
无形资产	1899	1823	1746	1670
其他非流动资产	23540	15687	13040	11962
<b>资产总计</b>	112215	125395	136887	146315
<b>流动负债</b>	43665	62189	69695	75257
短期借款	11454	29302	35569	39549
应付账款	10268	12434	13026	14101
其他流动负债	21943	20452	21100	21606
<b>非流动负债</b>	46405	36931	36200	35219
长期借款	21103	12852	11726	10600
其他非流动负	25302	24079	24474	24618
<b>负债合计</b>	90070	99120	105896	110476
少数股东权益	1708	1723	1740	1759
股本	11277	11277	11277	11277
资本公积	15627	15627	15627	15627
留存收益	-6466	-2351	2349	7178
归属母公司股东权益	20437	24552	29252	34081
<b>负债和股东权益</b>	112215	125395	136887	146315

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	13464	15361	18665	21492
净利润	4902	4130	4716	5318
折旧摊销	7371	8473	10866	12947
财务费用	-441	1837	1824	1965
投资损失	-128	-241	-241	-241
营运资金变动	1194	488	1176	1190
其他经营现金	566	673	324	314
<b>投资活动现金流</b>	-14780	-21378	-21404	-21404
资本支出	13548	21239	21239	21239
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-1231	-140	-165	-165
<b>筹资活动现金流</b>	2136	5895	3580	562
短期借款	261	17848	6267	3980
长期借款	-2252	-8252	-1126	-1126
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-26	0	0	0
其他筹资现金	4153	-3702	-1562	-2292
<b>现金净增加额</b>	783	-123	841	651

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	83975	92442	101176	109406
营业成本	70448	76390	83521	90086
营业税金及附加	1803	1996	2146	2339
营业费用	5406	5686	6118	6488
管理费用	2576	3276	3585	3877
财务费用	-441	1837	1824	1965
资产减值损失	799	92	101	109
公允价值变动收	87	0	0	0
投资净收益	128	241	241	241
<b>营业利润</b>	3598	3406	4122	4782
营业外收入	1599	1509	1495	1525
营业外支出	28	56	68	51
<b>利润总额</b>	5168	4859	5549	6256
所得税	265	729	832	938
<b>净利润</b>	4902	4130	4716	5318
少数股东损益	16	15	17	19
<b>归属母公司净利润</b>	4887	4115	4699	5299
<b>EBITDA</b>	10527	13716	16811	19694
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.36	0.42	0.47

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.0%	10.1%	9.4%	8.1%
营业利润	-26.3%	-5.3%	21.0%	16.0%
归属于母公司净利润	-9.2%	-15.8%	14.2%	12.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.1%	17.4%	17.5%	17.7%
净利率(%)	5.8%	4.5%	4.6%	4.8%
ROE(%)	23.9%	16.8%	16.1%	15.5%
ROIC(%)	5.0%	6.3%	6.3%	6.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	80.3%	79.0%	77.4%	75.5%
净负债比率(%)	47.19%	50.93%	52.77%	53.29%
流动比率	0.31	0.23	0.23	0.23
速动比率	0.26	0.18	0.18	0.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.78	0.77	0.77
应收账款周转率	35	35	34	34
应付账款周转率	7.14	6.73	6.56	6.64
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.36	0.42	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.36	1.66	1.91
每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.18	2.59	3.02
<b>估值比率</b>				
P/E	8.1	9.6	8.4	7.5
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.4	5.7	4.6	3.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257