

非公开发行募 150 亿，有效提升公司竞争力水平

东方航空 (600115.SH)

谨慎推荐 维持评级

● 公司拟非公开发行融资 150 亿元

东方航空今日公布非公开发行融资方案，拟对不超过 10 名（含 10 名）无关联关系的特定投资者发行 A 股，发行 A 股股票数量不超过 2,329,192,546 股，发行价格不低于 6.44 元/股（定价基准日前 20 个交易日加权均价的 90%），融资额不超过 150 亿元。此次融资将投资于两个方面：（1）购买 27 架飞机项目，计划投资 121.39 亿元，其中通过此次募集资金投资 120 亿元；（2）偿还金融机构贷款，通过此次募集资金偿还银行贷款 30 亿元。

● 发行完成后各项财务指标水平均有效提升

以初定的发行 2,329,192,546 股，融资 150 亿元测算，此次发行将使得公司资产负债率水平由发行前 81.97% 降低至发行后的 74.66%，公司资产负债率水平将较大幅度降低，公司总资产由发行前 1,635.42 亿元提升至发行后 1755.42 亿元，公司净资产将由发行前 276.96 亿元提升至发行后的 426.96 亿元，总股本由发行前 12,674,268,860 股扩张至发行后的 15,003,461,406 股。

● 此次发行选取较好时点同时发行价格较为合理

公司此次非公开发行融资选取了一个较好时点，公司在本次发行后资产负债率有效降低，使得公司在未来行业周期进一步复苏时债务融资的能力大幅提升，同时此次发行价格相当于对应发行后的 PE 约为 13.4 倍，对应发行后的 PB 约为 2.26 倍，发行价格比较合理。

● 盈利预测与投资评级

按照发行后的情况进行测算，我们预计 2015 年至 2016 年公司 EPS 分别为 0.48 元/股、0.62 元/股，我们认为此次发行将有效提升公司竞争力水平，在低油价以及需求好于预期的背景下，公司 2015 年业绩将继续同比大幅提升，同时迪斯尼将有效提升上海航空市场需求增速。结合行业周期复苏概率较大的判断，我们认为公司目前估值较低，股价依然具有较大上升空间，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险因素：航空需求受偶然因素影响大幅下滑，油价大幅上涨。

分析师

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

周晔

☎: 021-20252616

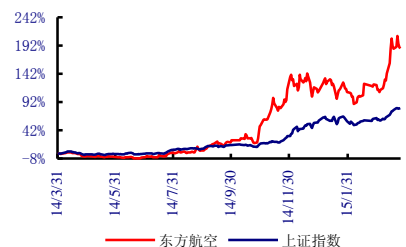
✉: zhouye_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090006

市场数据 时间 2015.04.23

A 股收盘价(元)	7.82
A 股一年内最高价(元)	8.25
A 股一年内最低价(元)	2.24
上证指数	3691.10
市净率	3.62
总股本(万股)	1267426.89
实际流通 A 股(万股)	778221.39
限售的流通 A 股(万股)	69886.50
流通 A 股市值(亿元)	547.87

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1、公司公布融资方案，非公开发行融资 150 亿

东方航空今日公布非公开发行融资方案，拟对不超过 10 名（含 10 名）无关联关系的特定投资者发行 A 股，发行 A 股股票数量不超过 2,329,192,546 股，发行价格不低于 6.44 元/股（定价基准日前 20 个交易日加权均价的 90%），融资额不超过 150 亿元。

此次融资将投资于两个方面：（1）购买 27 架飞机项目，计划投资 121.39 亿元，其中通过此次募集资金投资 120 亿元；（2）偿还金融机构贷款，通过此次募集资金投资 30 亿元。

2、发行对公司影响

1、发行后公司总资产、净资产大幅提升

以初定的发行 2,329,192,546 股测算，发行前东方航空总股本 12,674,268,860 股，发行后公司总股本扩张为 15,003,461,406 股；发行前东方航空截至 2014 年 12 月 31 日本公司总资产 1,635.42 亿元，总负债 1,340.55 亿元，归属于母公司股东权益为 276.96 亿元，资产负债率 81.97%；发行后以 2014 年 12 月 31 日数据测算，总资产增加至 1785.42 亿元，偿还 30 亿元银行贷款后总资产为 1755.42 亿元，归属于母公司股东权益增加至 426.96 亿元；募集资金全部到位后公司合并资产负债率将从 81.97% 降至 75.08%，募集资金 30.00 亿元按计划偿还金融机构贷款后公司合并资产负债率将进一步降至 74.66%，公司资产负债率水平将较大幅度降低。

2、发行后东航集团仍为绝对控股股东

发行前控股股东东航集团直接和间接合计持有本公司 8,156,480,000 股，占公司总股本的 64.35%，发行后控股股东东航集团直接和间接持股比例为 54.36%，东航集团仍为上市公司控股股东，国务院国资委仍为上市公司实际控制人。

图 1：此次发行前后公司股本结构示意图

股东名称	目前		非公开发行 A 股后	
	数量（股）	比例	数量（股）	比例
东航集团及全资附属公司	8,156,480,000	64.35%	8,156,480,000	54.36%
其中：A 股	5,530,240,000	43.63%	5,530,240,000	36.86%
H 股	2,626,240,000	20.72%	2,626,240,000	17.50%
社会公众投资者	4,517,788,860	35.65%	6,846,981,406	45.64%
其中：A 股	2,950,838,860	23.28%	5,280,031,406	35.19%
H 股	1,566,950,000	12.36%	1,566,950,000	10.44%
合计	12,674,268,860	100.00%	15,003,461,406	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部、公司此次发行预案公告

3、发行每股净资产将大幅提升、每股收益有所降低

发行前归属于母公司股东所有者权益 276.9 亿元，折后发行前总股本每股净资产约为 2.185 元/股；发行后公司归属于母公司股东权益增加至 426.96 亿元，折合发行后总股本每股净资产提升至 2.846 元/股；发行前根据我们的测算，公司 2015 年 EPS 约为 0.52 元/股；发行后根据

新的股本测算，公司 2015 年度 EPS 约为 0.48 元/股（考虑偿还银行贷款后的利息支出减少以及通过融资购买飞机而非通过银行融资购买飞机所带来的利息支出减少。）。

3、发行方案简评

1、发行价格较为合理

如最终的发行价格确定为 6.44 元/股，相当于对应发行后的 PE 约为 13.4 倍，对应发行后的 PB 约为 2.26 倍，发行价格比较合理。

2、此次发行选取了一个较好时点

公司此次非公开发行融资选取了一个较好时点，由于初定发行价格较为合理，预计发行会顺利完成，发行完成后公司资产负债率有效降低至 75% 左右的中性水平，2015 年以来随着中国航空需求增速的复苏以及上海迪斯尼对于上海航空市场的有效促进，预计中国航空业的周期复苏概率较大，公司在本次发行后资产负债率有效降低，使得公司在未来行业周期进一步复苏时债务融资的能力大幅提升。

4、盈利预测与投资评级

按照发行后的情况进行测算，我们预计 2015 年至 2016 年公司 EPS 分别为 0.48 元/股、0.62 元/股，我们认为此次发行将有效提升公司竞争力水平，在低油价以及需求好于预期的背景下，公司 2015 年业绩将继续同比大幅提升，同时迪斯尼将有效提升上海航空市场需求增速，结合行业周期复苏概率较大的判断，我们认为公司目前估值较低，股价依然具有较大上升空间，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李军，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn