

定向增发募资方案设计好于预期

——中国国航（601111）定向增发点评

2010年3月12日

强烈推荐/维持

中国国航

事件点评

张 勋	交通运输行业分析师
	zhangxun@dxzq.net.cn 010-66507315

事件：

中国国航发布非公开发行股票预案公告。

观点：

1. 增发方案简介。

公司本次同时在 A 股、H 股市场进行增发：拟以不低于 9.58 元/股的价格非公开增发 A 股不超过 5.85 亿股，募集资金不超过 56 亿元，其中大股东中航集团拟以不低于 15 亿元人民币认购总股数不超过 1.57 亿股，增发对象为机构投资者；拟以不低于 6.62 港元/股定向增发 H 股 1.57 亿股，募集资金不超过 9.15 亿元，增发对象为大股东的境外全资子公司中航有限。合计募集资金不超过 65 亿元，全部用于补充流动资金。

2. 大股东拿出额外资金参与增发，增发方案设计优于预期。

本次方案中提到，大股东购买上市公司增发股权的资金，除其收到的因国航增持国货航股权而被拨付的国有资本经营预算 15 亿元外（该部分资金全部用于收购增发部分 A 股股权），大股东自身拿出 9.15 亿元，购买本次增发的全部 H 股。方案的募集资金金额在我们前期预期之内，但大股东额外出资方案超于我们预期。由于公司的这种增发方案设计，使得大股东持股比例由之前的 51.82% 仅下降为 51.28%，对其持股比例摊薄较小，控股地位依然稳健，也为后续的资金运作争取了部分空间。

3. 定向增发融资影响分析：部分改善公司财务状况，不会对 EPS 产生摊薄。

若本次增发顺利完成，对公司财务方面的积极影响体现在两个方面：1）公司资产负债率将由 76.4% 下降为 71.8%，降低 4.6 个百分点，财务风险降低；2）募集资金补充流动资金，可相应减少债务融资，按 5.31% 的利率水平计算，年节约利息费用 3.45 亿元，积极影响 EPS0.02 元。

从盈利及估值角度来看，公司本次增发股本 7.42 亿股，相对于公司之前股本 122.5 亿股，增加 6.06%，若考虑到财务费用的节约，对公司盈利不产生摊薄效应；同时，公司所有者权益增加 65 亿元后，公司每股净资产由之前的 1.99 元增加为 2.3 元，降低了公司估值水平。

4. 维持“强烈推荐”投资评级。

我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS0.40 元、0.36 元，以当前股价 11.64 元计算，对应的动态 PE 超过 30 倍，估值并不具有明显优势。但是，公司作为行业盈利最好的公司，在 2010 年票价回升、景气持续、国际业务复苏以及燃油附加费复征的整体影响下，主业盈利能力大幅度提升为众望所期；同时，公司具备的深航收购预期和增发事宜对股价能够形成有力的支撑。我们认为，伴随着世博会和忘记的到来，公司经营和业绩的趋势将逐步显现，股价具备上行空间，维持“强烈推荐”投资评级。

分析师简介

张 勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006 年 6 月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009 年 7 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。