



中国：航空业

上海航空(600591/5.24 元)：中性

公布非公开发行股票预案

中金公司研究部

分析员：陶薇 taovivian@cicc.com.cn

电话：(8621) 5879 6226

.....2009 年 2 月 26 日
事件：

继 2 月 5 日开始停牌以来，上海航空公布了非公开发行股票预案，公司拟向第三大股东锦江国际定向增发 222,222,200 股股票，增发价格为每股人民币 4.5 元，募集资金 99,999.99 万元。锦江国际目前持有 85,727,737 股公司股票，占公司总股本的 7.93%，上海联和投资持有公司 35.73% 的股票，增发后仍为公司第一大股东，本次增发将不导致公司的控制权发生变化。增发股票的锁定期为 36 个月，本次发行预案已经通过董事会批准，仍需提交有关部门和公司股东大会审批。公司将于 2009 年 3 月 13 日召开股东大会对方案进行表决。

评论：

- ➔ **增发规模略低于预期，但仍可大幅改善公司财务状况。**此前市场上普遍认为上航将获得来自上海国资委 10 亿元到 20 亿元的注资。从本次增发规模来看，获得资金规模 10 亿元，处于该范围的低端，不过我们认为，本次增发仍然可以大幅改善公司的财务状况。按照 08 年三季报披露的财务数据，上航的资产负债率达到 91.35%，在获得 10 亿元注资后，资产负债率可降低至 85.45%，有 5.9 个百分点的改善（表 1）。另外，截止到 08 年 9 月 30 日，上航的带息短期负债为 47.1 亿元，占其总借款的 60.2%。如果公司用增发募集的资金偿还短期借款，按最新的一年期贷款利率 5.31% 计算，每年可节省利息费用约 5310 万元。
- ➔ **净资产会有大幅提升，但估值依然偏高。**根据我们的测算，截止到 08 年底，上航的净资产为 10 亿元左右，本次增发将使其净资产增加约 10 亿元。因此，本次增发对于上航的净资产将有大幅提升（表 2）。但我们预计上航 09 年将继续亏损，这将继续侵蚀其净资产。按照停牌前的股价计算，增发后上航 09 年的市净率水平将由 7.1 下降至 3.8，与行业平均水平相比，估值仍然偏高。
- ➔ **行业重组短期难有推进。**目前市场上的普遍预期是，上海市对上航注资完成后，将会推进其与东航的整合。不过，由于东航去年的亏损高于预期，即使在注资了 70 亿元之后，净资产依然为负值，这将会为行业的重组整合带了一定的阻碍。而且，正如我们在之前的有关东航注资方案的评论中提到的，从行业重组的角度来看，我们认为目前东航和上航面临的经营困境都比较大，提升经营效率以应对航空业的寒冬是当务之急，我们认为行业的重组整合尚待时日。
- ➔ **复盘后将会补涨，但不建议投资者盲目跟进。**本次注资对中小股东是有益的，同时在上航停牌期间，A 股航空股和 A 股市场分别有将近 13.5% 和 4.7% 的上涨，我们认为上航复盘后将会补涨。而在近期航空市场需求增速开始恢复，加上重组预期的双重刺激下，接下来上航，东航乃至航空板块的价格仍有可能维持在比较高的位置。不过，我们认为注资并不能从根本上改变行业目前的状况，并且上航的估值水平依然偏高，因此我们仍然不建议投资者盲目跟进。



表 1: 增发前后财务状况对比

(人民币 亿元)	增发前	增发后	最终影响
财务状况			
总资产	144.9	154.9	6.9%
总负债	132.3	132.3	-
资产负债率	91.35%	85.45%	-5.90ppt
利息负担			
银行贷款种类			
短期贷款	47.1	37.1	-21.2%
长期贷款	31.2	31.2	-
银行贷款总额	78.3	68.3	-12.8%
利息费用(年化)	4.2	3.6	-12.8%

注: 财务数据为08年三季报数据。

假设发行所得款全部用于偿还债务, 节省的利息费用按5.31% 的最新贷款利率计

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 2: 增发前后净资产及市净率

上航:	增发价	股权结构(百万股)				每股净资产(09E)		市净率(09E)	
		增发前		增发后		增发前	增发后	增发前	增发后
总和		1,082	100%	1304	100%				
上海联和投资有限公司		386	35.7%	386	29.6%				
中银集团投资有限公司		144	13.3%	144	11.0%	0.74	1.38	7.10	3.80
锦江国际(集团)有限公司	RMB 4.50	86	7.9%	308	23.6%				
A股流通股		465	43.0%	465	35.7%				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 3: 国际主要可比公司估值比较

	代码	货币	股价		市盈率			EV/EBITDA			市净率				
			09-02-25	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
亚太航空公司															
国泰航空	293 HK	HKD	8.45	4.7	n.m.	n.m.	18.5	4.6	38.2	7.9	5.4	0.7	0.8	0.8	0.8
新加坡航空	SIA SP	SGD	10.28	6.1	10.9	14.6	9.9	6.0	3.2	3.5	2.9	0.9	0.8	0.8	0.8
全日空	9202 JP	JPY	349.00	10.6	n.m.	n.m.	76.9	6.8	8.6	8.5	6.9	1.5	1.8	1.6	1.6
日本航空	9205 JP	JPY	175.00	28.2	n.m.	n.m.	28.9	6.2	9.5	9.7	6.6	1.6	1.3	1.4	1.2
大韩航空	003490 KS	KRW	32400.00	218.9	n.m.	12.0	9.8	8.9	15.3	10.2	8.8	0.5	0.7	0.6	0.6
韩亚航空	020560 KS	KRW	3350.00	5.5	n.m.	7.9	5.4	10.3	13.5	10.2	8.9	0.5	0.5	0.5	0.5
中华航空	2610 TT	TWD	6.44	n.m.	n.m.	94.7	32.2	12.9	n.m.	24.7	12.6	0.5	0.8	0.8	1.3
长荣航空	2618 TT	TWD	6.40	n.m.	n.m.	n.m.	61.0	15.0	n.m.	25.9	11.8	0.6	1.0	1.1	1.3
快达航空	QAN AU	AUD	1.59	3.2	9.4	7.9	5.9	2.3	3.7	3.2	2.8	0.6	0.6	0.6	0.5
泰国航空	THAI TB	THB	7.80	2.1	n.m.	n.m.	12.9	4.4	9.1	5.9	4.8	0.2	0.2	0.2	0.2
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.70	4.7	18.5	18.4	14.5	1.3	2.6	2.1	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0
平均值				31.6	12.9	25.9	25.1	7.2	11.5	10.2	6.6	0.8	0.9	0.9	0.9
中值				5.5	10.9	13.3	14.5	6.2	9.1	8.5	6.6	0.6	0.8	0.8	0.8
国际航空公司															
英国航空	BAY LN	GBp	132.00	2.2	n.m.	n.m.	12.2	1.7	4.7	4.8	2.7	0.5	0.6	0.6	0.6
汉莎航空	LHA GR	EUR	9.16	2.5	6.4	14.4	8.8	1.6	1.8	2.2	2.0	0.6	0.6	0.6	0.6
法国航空	AF FP	EUR	7.38	2.8	125.0	n.m.	10.8	2.4	3.8	4.1	3.4	0.3	0.2	0.2	0.2
平均值				2.5	65.7	14.4	10.6	1.9	3.5	3.7	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
中值				2.5	65.7	14.4	10.8	1.7	3.8	4.1	2.7	0.5	0.6	0.6	0.6
国内航空公司 (港股)															
中国国航	753 HK	HKD	2.15	5.9	n.m	18.3	26.9	6.8	16.9	8.0	9.1	0.8	0.9	0.8	0.8
南方航空	1055 HK	HKD	1.29	2.8	n.m	n.m	n.m	7.6	23.1	10.2	17.6	0.4	0.7	0.7	0.9
东方航空	670 HK	HKD	1.05	17.9	n.m	n.m	n.m	11.8	n.m.	38.6	n.m.	1.6	n.m.	n.m.	n.m.
平均值				8.9	n.m.	18.3	26.9	8.7	20.0	18.9	13.3	0.9	0.8	0.8	0.9
中值				5.9	n.m.	18.3	26.9	7.6	20.0	10.2	13.3	0.8	0.8	0.8	0.9
国内航空公司 (A股)															
南方航空	600029 CH	CNY	4.89	11.5	n.m	n.m	n.m	9.5	20.3	10.1	19.4	1.7	2.9	3.1	3.8
东方航空	600115 CH	CNY	5.29	43.9	n.m	n.m	n.m	16.5	n.m.	23.3	88.3	9.0	n.m.	n.m.	n.m.
中国国航	601111 CH	CNY	4.95	15.6	n.m	53.8	70.2	12.2	43.4	14.7	16.3	1.9	2.2	2.1	2.1
上海航空	600591 CH	CNY	5.24	n.m	n.m	n.m	n.m	61.3	n.m.	19.8	47.4	3.6	5.7	7.1	18.9
平均值				23.7	n.m.	53.8	70.2	24.9	31.8	17.0	42.8	4.1	3.6	4.1	8.3
中值				15.6	n.m.	53.8	70.2	14.3	31.8	17.2	33.4	2.8	2.9	3.1	3.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。