

动态报告/公司快评

交通运输业

航空机场

ST 东航 (600115)
中性

东航吸收合并上航快评

(维持评级)

2009 年 7 月 13 日

合并有利提升长期盈利能力,但股价已基本反映重组预期

分析师: 黄金香 CFA huangjxiang@guosen.com.cn 010-82252922

分析师: 唐建华 tangjianhua@guosen.com.cn 0755-82130468

事项:

ST 东航于 7 月 12 日发布公告,以 1: 1.3 股的比例吸收合并 ST 上航,并给予投反对票的股东现金选择权。

评论:

■ 公司方案基本符合预期、较充分地考虑了各方利益

本次交易拟由东方航空以换股方式吸收合并上海航空,之后上海航空将终止上市并注销法人资格。东航交易参考价格为公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价,即 5.28 元/股;而上航为 5.5 元,并在此基础上给予上海航空股东约 25% 的风险溢价,由此确定上海航空与东方航空的换股比例为 1:1.3。作为保护措施,赋予东航和上航持异议股东以现金选择权,但只有在审议本次交易股东大会上投出有效反对票的股东、并且在此交易最终能够得以实施的基础上才能行使,行使价格为公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价,即东航 A 股 5.28 元/股、H 股港币 1.56 元/股,上航 5.5 元/股。

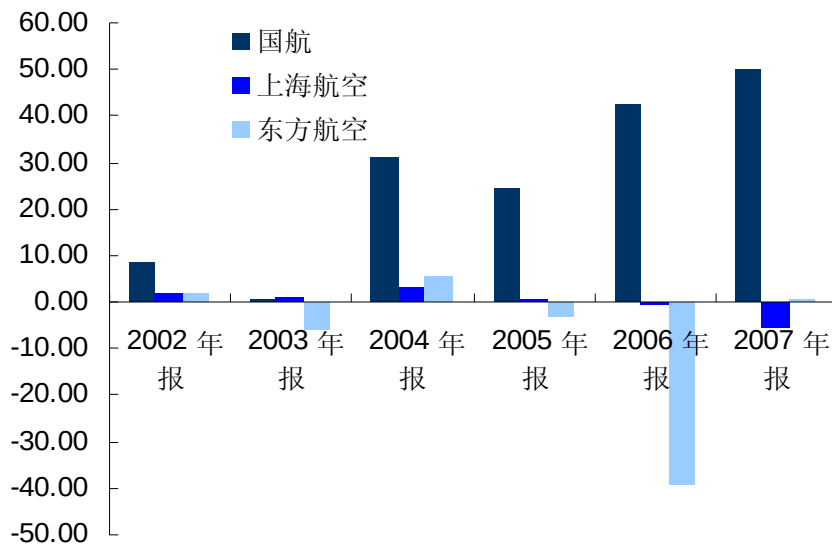
我们一直强调东航和上航的合并是势在必行,此方案基本上符合预期,由于合并将使东航的长期盈利能力获得较大提升,因此方案符合东航股东利益,而上航的股东在获得合并协同效应的同时还获得了 25% 的风险溢价,进一步增加了方案获得通过的概率,合并也能加强上海枢纽港的建设,因此比较充分地考虑了各方利益。

■ 合并有利于东航长期盈利能力的提升,合并后的东航不排除具备类似于国航的盈利能力

我们认为航空公司的长期盈利能力除了管理因素外,关键是看其旅客构成和枢纽地位,整体上商务旅客占比高的航空公司盈利能力高于休闲旅客占比高的航空公司,尤其是在商务旅客占比较高的枢纽机场上市场占有率较高的航空公司。东航和上航的持续亏损,我们认为除了重组带来的管理等问题外,以上海机场为基地的东方航空以及上海航空之间存在激烈竞争是其更主要的原因。从图 1、国航、东航和上航历年的营业利润的对比可见一斑。

在东航和上航重组完成后,从表 1 和表 2 可以看到,新东航在上海枢纽的市场份额甚至高于国航在首都机场的市场份额,而上海机场和首都机场是我国商务旅客占比最高的机场,因此从外在条件看,合并后的东航具备了盈利能力大幅改善的潜力,如果东航的管理水平能够得到切实的改善,并且在网络结构上进一步优化,那么合并后的东航不排除具备类似于国航的盈利能力。而如果合并交易失败,东航和上航的股东均无法享受到整合效益,盈利能力将难以提升。从这个角度出发,我们建议东航、上航的现有股东同意此交易方案。

图 1: 国航、东航和上海航空的营业利润额



资料来源: 国信证券经济研究所

表 1: 中国主要航空公司在基地市场的客运市场份额

	东方航空	上海航空	吸收合并后的东方航空	中国国航	南方航空
基地	上海	上海	上海	北京	广州
2006 年	35.70%	14.40%	50.10%	38.30%	53.20%
2007 年	33.90%	14.60%	48.50%	39.10%	50.70%
2008 年	32.10%	14.50%	46.60%	39.80%	49.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 2: 中国主要航空公司在基地市场的货运运市场份额

	东方航空	上海航空	吸收合并后的东方航空	中国国航	南方航空
基地	上海	上海	上海	北京	广州
2006 年	19.40%	9.50%	28.90%	45.80%	42.10%
2007 年	17.50%	9.50%	27.00%	44.20%	39.70%
2008 年	17.60%	9.00%	26.60%	45.90%	37.00%

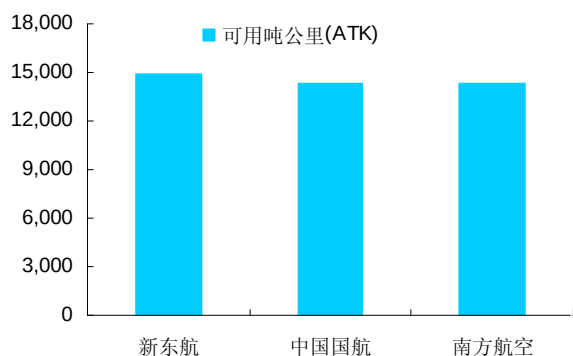
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

■ A 股股价已经较充分反映了整合预期, 但未充分反映风险

图 2 和图 3 是南航、国航和新东航 (东航+上航) 的 ATK 和 ASK 的对比图, 可以看到合并后的东航在规模上与南航、国航相当。但就市值而言, 我们可以比较两组数据 (我们假设公司此次吸收合并以及同天公布的 A+H 股定向增发均获得实施, 新东航股本将加大到 112.77 亿股, 并且考虑了南航的定向增发增加的股数), 一个是以东航停牌日 (6

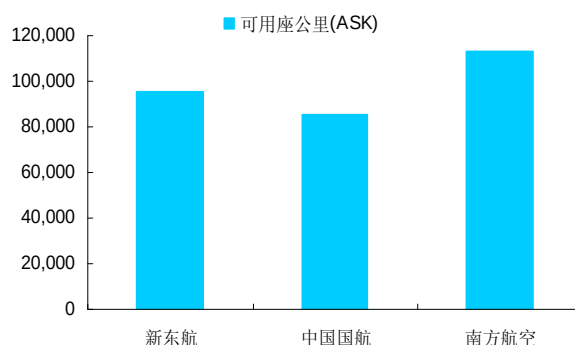
月 5 日) 三大航的收市价对应的市值, 可以看到合并后东航的市值水平相当于中国国航的 77%、南方航空的 1.43 倍 (图 4); 另一个以东航停牌前价格和国航、南航 7 月 10 日的收市价对应的市值, 可以看到东航市值相当于国航的 60%、南航的 129% (图 5)。在规模相当的情况下, 三者市值出现较大差额主要是旅客结构、航线网络和管理水平等因素导致的盈利能力差距以及净资产差异导致。由于在合并之前, 东航无论是盈利能力还是净资产均远远低于国航, 也低于南航, 如果以停牌前的价格看, 其市值水平已经接近于国航, 并且超过了南航, 所以我们认为东航 A 股股价已经比较充分反映了这种整合预期。

图 2: 合并后三大航的 ATK 比较



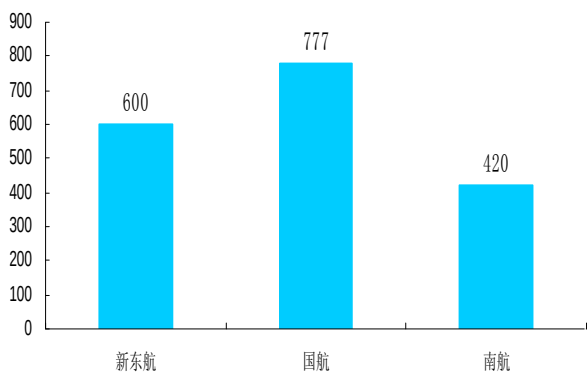
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 3: 合并后三大航的 ASK 比较



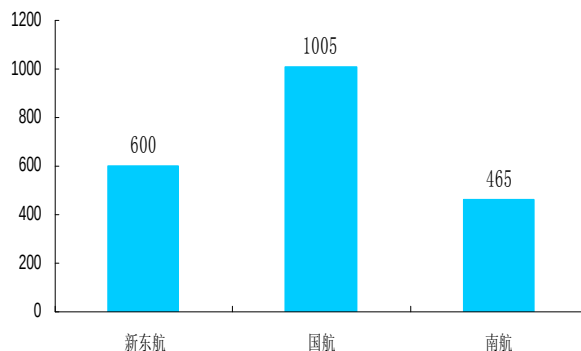
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 4: 以停牌日 (6 月 5 日) 收盘价计算的三大航市值



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 5: 以 7 月 10 日股价计算的三大航市值



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

虽然合并后的东航具有很大的盈利改善潜力, 但是这种潜力能否充分释放还有风险, 并且需要时间。首先, 方案能否获得股东会和相关监管层存在风险 (但我们认为这种风险比较小); 其次, 两者的整合能否成功存在风险, 两者能否顺利的完成业务、文化、组织结构等的重组存在一定风险, 我们希望东航整合西北航和云南航能够为这次的整合

提供更好的经验和教训；第三，整合释放出业绩很难在短期内就体现出来，还需要时间。以 6 月 5 日的收盘价看，由于整合还存在较大风险，但东航市值已经接近国航并超越南航，因此我们认为东航 A 股股价并没有充分反映整合风险，当然，由于近期 A 股航空股出现了较大涨幅，因此不排除公司复牌后存在补涨需求。

■ **结论：建议同意合并方案、但不建议参与其复牌后可能出现的炒作**

由于东航和上航的合并将有利于改善两航空公司的经营困境，扩大其上海枢纽机场的市场地位和市场份额，并提升其长期盈利能力，我们建议投资者同意合并方案。但由于其 A 股股价已经比较充分地反映了重组预期，而未充分反映其重组风险和释放业绩的时间价值，虽然由于航空股近期存在一定涨幅，公司股价有补涨的需求，但我们不建议投资者参与其复牌后可能出现的炒作，我们维持 ST 东航“中性”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。