

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

增发降低估值，行业趋势向好，维持“推荐”

事件描述

中国国航今天公告非公开发行 A 股股票和定向增发 H 股股票的预案：

- 公司将在 A 股市场向包括控股股东中航集团在内的不超过 10 名特定对象进行增发，发行价格不低于 9.58 元，发行量不超过 5.85 亿股，募集资金净额不超过 56 亿元，其中中航集团拟以不低于 15 亿元人民币按照具体发行价格认购相应股数。同时，公司将在 H 股市场向中航集团的全资子公司中航有限定向增发 1.57 亿股 H 股，发行价格不低于 6.62 港元/股，募集资金净额不超过 10.4 亿港元（折合 9.15 亿人民币），以确保本次发行后控股股东中航集团的持股比例仍在 50%以上。
- 本次发行全部采用现金认购方式，中航集团认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让，中航有限承诺自发行结束之日起 12 个月内不转让其认购的本次定向增发的 H 股股票，其他投资者认购的股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让。
- 本次非公开发行 A 股及定向增发 H 股完成后，资产负债率将由 76.41%降至 71.83%，流动比率由 2009 年 3 季度的 0.24 提升至 0.41，公司财务风险降低。
- 综合考虑增发后利息节约和股本摊薄的效应，假设增发在今年顺利完成，则 2010 和 2011 年公司 EPS 分别被摊薄 3.1%和 2.28%。
- 我们预计 2009-2011 年公司业绩分别为 0.39 元、0.30 元和 0.33 元，对应 PE 为 30.0 倍、38.5 倍和 35.3 倍。本次发行对公司业绩尽管有小幅摊薄，但公司的市净率由 6.04 倍下降为 5.02 倍（以 2009 年三季报数据为测算基准），并且我们看好行业和公司今年的增长走势，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，募集资金将用于补充流动资金，发行后公司财务风险降低

本次 A 股发行募集资金约 56 亿元，H 股发行募集资金约 9.15 亿元（以 H 股发行募集资金净额上限 10.4 亿港元按 1 港元=0.88 人民币元汇率折算），则非公开发行 A 股和定向增发 H 股募集资金约 65 亿元。其中 15 亿元按国家有关部委批文用于收购国货航少数股东股权项目，鉴于公司已先行以自有资金支付全部股权收购款项，因此全部 65 亿都将用于补充公司流动资金。

以公司 2009 年三季报数据为测算基准，本次非公开发行 A 股及定向增发 H 股完成后，资产负债率将由 76.41%降至 71.83%，降低 4.58 个百分点。

表 1: 发行前后公司资产负债率变化

	发行前	发行后
总资产(亿)	1019.6	1084.6
总负债(亿)	779.1	779.1
少数股东权益(亿)	4.5	4.5
归属于母公司股东权益(亿)	236.0	301.0
资产负债率	76.41%	71.83%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

本次增发完成后, 公司流动资产增加 65 亿, 流动比率由 2009 年 3 季度的 0.24 提升至 0.41, 提升公司的短期偿债能力, 财务风险降低。

表 2: 公司流动比率变化情况

	2006	2007	2008	2009Q3	发行后
流动资产(亿)	95.95	86.72	92.26	92.86	157.86
流动负债(亿)	252.11	260.92	426.96	388.04	388.04
流动比率	0.38	0.33	0.22	0.24	0.41

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二, 预计公司今明 2 年 EPS 小幅摊薄 3%和 2%

本次发行后, 公司总股本由 122.51 亿股增至 129.93 亿股, 增长 6%。

截至 2009 年 9 月 30 日, 公司一年内到期的非流动负债为 129.84 亿元, 短期借款为 71.93 亿元。以当前一年期借款利率 5.31%利率水平测算, 假设本次非公开发行 A 股及定向增发 H 股募集资金约 65 亿元, 用于补充流动资金后, 每年节约利息费用约 3.45 亿元, 但同时截至 09 年三季度公司有 73.45%的带息负债是以美元为标的的, 若以流动资金偿还贷款也会在人民币升值条件下减少公司的汇兑收益。

综合考虑增发后利息节约和股本摊薄的效应, 假设增发在今年顺利完成, 则 2010 和 2011 年公司 EPS 分别被摊薄 3.1%和 2.28%。

表 3: 发行前后公司收益水平变化

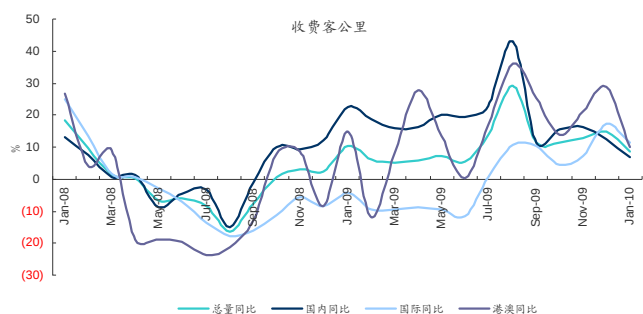
	2010E		2011E	
	发行前	发行后	发行前	发行后
净利润(亿)	38.22	39.28	41.38	42.89
股本(亿股)	122.51	129.93	122.51	129.93
EPS(元)	0.31	0.30	0.34	0.33

资料来源: 长江证券研究部

第三, 国航 1 月运营数据平稳, 2010 年行业发展环境较为宽松

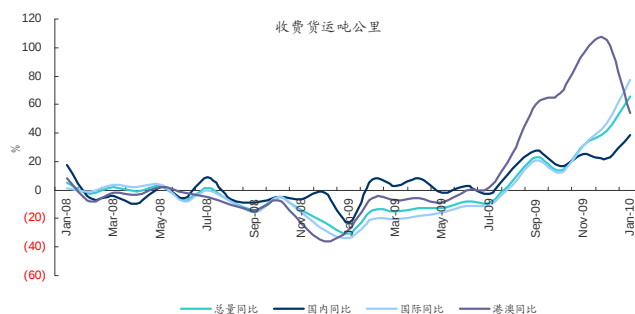
国航今年 1 月客运周转量增速环比略有放缓, 但仍然保持在 8%以上的水平, 增速低于南航但高于东航, 1 月货运周转量延续快速回升态势, 同比增长 65.97%。

图 1: 中国国航客运周转量增速



资料来源：公司数据，长江证券研究所

图 2: 中国国航货运周转量增速



资料来源：公司数据，长江证券研究所

从行业面来看：1）供需方面，2010年运力投放增速平稳，而需求会继续回升，带来行业整体的客座率上升。2）航线结构方面，货运由于2009年复苏缓慢，去年年底开始进入了快速回升通道，预计2010年复苏较为明朗。国际客运需求将收益世博，我们预计同比增速在4月份即将提升。3）成本控制方面，国内燃油附加费和油价和航空煤油价格实行联动后，各大航的成本转嫁能力增加，收益水平严重受制于油价上涨的情形将得到弱化。总体来看我们认为2010年行业国内航空业的发展环境较为宽松，各大航空公司有望取得良好增长。

第四，发行后市净率将下降，维持“推荐”评级

我们预计 2009-2011 年公司的主营业务收入增长率为-5.2%、15.2%和 8.7%，业绩分别为 0.39 元、0.30 元和 0.33 元，对应 PE 为 30.0 倍、38.5 倍和 35.3 倍。本次发行对公司业绩尽管有小幅摊薄，但公司的市净率由 6.04 倍下降为 5.02 倍（以 2009 年三季报数据为测算基准），并且我们看好行业和公司今年的增长走势，维持“推荐”评级。

表 4: 发行前后公司市净率变化

	发行前	发行后
归属于母公司股东权益（亿）	236.0	301.0
股本（亿股）	122.51	129.93
每股净资产（元）	1.93	2.32
市净率	6.04	5.02

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	52970	50215	57864	62905	货币资金	4664	4421	6054	10175
营业成本	48607	39563	46278	50360	交易性金融资产	253	253	253	253
毛利	4363	10653	11586	12545	应收账款	2074	1966	2266	2463
% 营业收入	8.24%	21.21%	20.02%	19.94%	存货	813	662	774	842
营业税金及附加	1085	1029	1185	1289	预付账款	310	252	295	321
% 营业收入	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	其他流动资产	1112	1111	1111	1111
销售费用	3282	3111	3585	3897	流动资产合计	9226	8665	10753	15166
% 营业收入	6.20%	6.20%	6.20%	6.20%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1574	1492	1720	1869	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.97%	2.97%	2.97%	2.97%	长期股权投资	7323	7523	7723	7923
财务费用	376	518	537	443	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.71%	1.03%	0.93%	0.70%	固定资产合计	66245	70376	73660	76177
资产减值损失	259	0	0	0	无形资产	2564	2436	2307	2179
公允价值变动收益	-7707	500	0	0	商誉	349	349	349	349
投资收益	-1152	346	500	500	递延所得税资产	1930	1930	1930	1930
营业利润	-11071	5348	5060	5547	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	-20.90%	10.65%	8.74%	8.82%	资产总计	98898	101511	106183	112606
营业外收支	204	1065	241	241	短期贷款	9380	7404	0	0
利润总额	-10852	6413	5300	5788	应付款项	7793	6343	7419	8074
% 营业收入	-20.49%	12.77%	9.16%	9.20%	预收账款	56	109	170	237
所得税费用	-1592	1603	1325	1447	应付职工薪酬	164	133	156	170
净利润	-9260	4810	3975	4341	应交税费	300	285	328	357
归属于母公司所有者的净利润	-9149	4752	3928	4289	其他流动负债	25003	25225	24623	24942
少数股东损益	-111	58	48	52	流动负债合计	42696	39500	32696	33779
EPS (元/股)	-0.77	0.39	0.30	0.33	长期借款	14109.82	15109.82	16109.82	17109.8
现金流量表 (百万元)						8	8	8	28
	2008A	2009E	2010E	2011E	应付债券	3000	3000	3000	3000
经营活动现金流净额	7053	8577	9400	10889	递延所得税负债	214	214	214	214
取得投资收益					其他非流动负债	18590	18590	18590	18590
收回现金	458	0	0	0	负债合计	78610	76414	70611	72693
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司				
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益	19774	24526	34953	39242
固定资产投资	-7526	-7526	-7526	-7526	少数股东权益	514	571	619	671
其他	-1270	200	200	200	股东权益	20288	25097	35573	39913
投资活动现金流净额	-8338	-7326	-7326	-7326	负债及股东权益	98898	101511	106183	112606
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	6499.92	0		2008A	2009E	2010E	2011E
银行贷款增加 (减少)	16873	-976	-6404	1000	EPS	-0.75	0.39	0.30	0.33
筹资成本	376	518	537	443	BVPS	1.7	2.0	2.7	3.1
其他	-16512	-1037	-1073	-885	PE	-15.1	30.0	38.5	35.3
筹资活动现金流净额	737	-1494	-441	557	PEG	0.1	-1.4	4.2	5.0
现金净流量	-755	-243	1633	4121	PB	7.0	5.7	4.3	3.8
					EV/EBITDA	-15.7	14.3	15.0	13.5
					ROE	-45.6%	19.2%	11.2%	10.9%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第 6。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。