

海南航空 (600221)

增持/维持评级

股价: RMB7.35

分析师

李军

SAC 执业证书编号: S1000510120054

(021)5010 6015

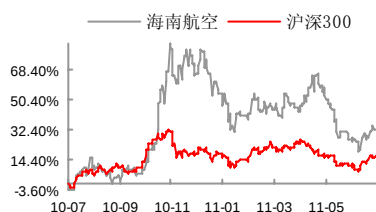
lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	4,125
流通 A 股 (百万股)	3,941
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	28,965

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

海航非公开发行募集资金 80 亿

- 公司公布非公开发行方案: 海航本次非公开发行股票数量不超过 124,700 万股, 向不超过 10 名符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、其他机构投资者以及自然人发行, 发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%, 即不低于 6.42 元/股, 本次非公开发行 A 股募集资金总额不超过 80 亿元, 公司控股股东、实际控制人及其控制的关联企业不参与, 本次非公开发行募集资金拟用来偿还银行借款和补充现有业务经营下流动资金。
- 发行后大新华航空依然为公司第一大股东: 本次发行前, 大新华航空直接持有公司 41.60% 的股权, 通过全资子公司 American Aviation LDC 间接持有发行人 2.62% 股权, 共持有公司 44.22% 股权, 为公司控股股东, 本次发行完成后, 以发行规模上限计算, 大新华航空持有公司 33.96% 的股权, 仍为公司控股股东。公司控股股东未发生变化。
- 发行后资产负债率降至 71.36%: 本次发行后, 每股净资产由 3.03 元/股提升至约为 3.81 元/股, 每股净资产大幅提升, 资产负债率由 80% 以上降至约 71.36%。
- 本次发行的评价: 我们认为此次非公开发行对于公司而言形成正面影响, 资产负债率的降低能够使得公司的财务状况更加健康, 提高公司进一步的债务融资能力, 提高公司的盈利能力、抗风险能力和整体竞争力, 为公司未来几年较快的机队扩张计划提供良好的保障, 但发行方案低于市场预期, 主要体现在如下几个方面: 1、市场此前对于公司的普遍预期是融资计划的投资方向是收购海航集团的航空业务资产, 而非偿还银行贷款; 2、控股股东并未参与此次非公开发行计划; 3、融资额相对较大, 从而摊薄未来每股收益。
- 盈利预测与投资评级: 假设公司在 2011 年底发行成功, 我们调整公司 2011 年至 2012 年的 EPS 至 0.75 元/股、0.60 元/股、0.71 元/股, 维持公司“增持”的投资评级。
- 风险提示: 偶然因素造成航空需求大幅下降, 原油价格持续大幅上涨。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21706.1	25338.0	29746.0	35194.0
(+/-%)	39.6	16.7	17.4	18.3
归属母公司净利润(百万元)	3013.9	3113.0	3225.0	3802.0
(+/-%)	800.6	3.3	-10.0	20.3
EPS(元)	0.73	0.75	0.60	0.72
P/E(倍)	10.1	10.5	11.7	9.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司公布非公开发行方案

发行方案：非公开发行 12.47 亿股

海航本次非公开发行股票数量不超过 124,700 万股，向不超过 10 名符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、其他机构投资者以及自然人发行，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的 90%，即不低于 6.42 元/股，本次非公开发行 A 股募集资金总额不超过 80 亿元，公司控股股东、实际控制人及其控制的关联企业不参与。

募集资金用途：用于偿还银行贷款、补充流动资金

本次非公开发行募集资金拟用来偿还银行借款和补充现有业务经营下流动资金，本次非公开发行 A 股募集资金总额不超过 80 亿元。公司拟将扣除发行费后的全部募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金，其中约 60 亿元拟用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充公司流动资金。

本次非公开发行对公司的影响

股权结构影响：发行后大新华航空依然为第一大股东

本次发行前，大新华航空直接持有公司 41.60% 的股权，通过全资子公司 American Aviation LDC 间接持有发行人 2.62% 股权，共持有公司 44.22% 股权，为公司控股股东，本次发行完成后，以发行规模上限计算，大新华航空持有公司 33.96% 的股权，仍为公司控股股东。公司控股股东未发生变化。

表格 1：发行前后股份结构变化

	本次非公开发行 A 股前		本次非公开发行 A 股后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
总股本	412549	100%	537249	100%
大新华航空	182429	44.22%	182429	33.96%
其它	230120	55.78%	354820	66.04%

资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

主要财务指标影响：资产负债率下降至 80% 以下

本次发行，对公司主要财务指标的影响主要体现在如下几个方面：

净资产提升至 3.81 元/股

截至 2011 年 3 月 31 日，本公司净资产约为 125 亿元，每股净资产约为 3.03 元/股，假设此次非公开发行募集 80 亿元成功，发行后公司模拟资产负债表净资产约为 205 亿元，每股净资产约为 3.81 元/股，每股净资产大幅提升。

资产负债率降至约 71.36%

截止 2011 年 3 月 31 日公司合并资产负债率为 80.99%，公司在 5 月份发行 50 亿元公司债券，发行后公司模拟合并资产负债率为 81.51%；此次本次非公开发行影响后（约 60 亿元偿还银行贷款，20 亿元补充流动资金）公司模拟合并资产负债率将降低至 71.36%，资产负债率大幅降低。

年节约财务费用约为 5.25 亿元

以 2011 年 7 月 7 日调整后一年期人民币贷款基准利率 6.56% 测算，本次非公开发行 A 股募集资金（假设为 80 亿元）全部用于偿还银行贷款和补充流动资金后，公司每年可节约利息费用约 5.25 亿元。

摊薄 2012 年每股收益至 0.60 元/股左右

根据我们的盈利预测，假设公司在 2011 年底发行成功，不影响公司 2011 年每股收益，在发行前公司 2012 年的净利润约为 28 亿元，对应每股收益约为 0.68 元/股，发行后，考虑财务费用的降低，公司 2011 年净利润约为 32.3 亿元，对应每股收益约为 0.60 元/股。

表格 2：发行前后主要财务指标变化

	本次非公开发行 A 股前	本次非公开发行 A 股后
净资产（亿元）	125	205
每股净资产	3.03 元/股	3.81 元/股
资产负债率	81.51%	71.36%
每股收益（2011）	0.75	0.75
每股收益（2012）	0.68	0.60

资料来源：华泰联合证券研究所

注：假设 2011 年底发行成功

本次非公开发行的评价

对公司运营形成正面影响

此次非公开发行对于公司而言形成正面影响，资产负债率的降低能够使得公司的财务状况更加健康，提高公司进一步的债务融资能力，提高公司的盈利能力、抗风险能力和整体竞争力，为公司未来几年较快的机队扩张计划提供良好的保障。

发行方案低于市场预期

从发行方案的角度而言，我们认为此次发行低于市场预期，主要体现在如下几个方面：1、市场此前对于公司的普遍预期是融资计划的投资方向是收购海航集团的航空业务资产，而非偿还银行贷款；2、控股股东并未参与此次非公开发行计划；3、融资额相对较大，从而摊薄未来每股收益。

盈利预测与投资评级

假设公司在 2011 年底发行成功，我们调整公司 2011 年至 2012 年的 EPS 至 0.75 元/股、0.60 元/股、0.71 元/股，维持公司“增持”的投资评级。

风险因素

偶然因素造成航空需求大幅下降，原油价格持续大幅上涨。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn