

东航吸收合并上航点评

— 方案基本封死股价下跌空间，可积极参与

行 业：航空

研究员：余建军

电 话：(8625) 84457777×218 E-mail: yujjx@hotmail.com

2009 年 07 月 13 日

方案：

东航和上航公告，东航采取换股吸收合并的方式兼并上海航空，每股上航股票可以兑换 1.3 股东航股票。依据为双方停牌之日前 20 个交易日的平均价格，东航为 5.28 元，上航为 5.50 元，为了体现上航股东的换股风险，给与其 25% 的溢价，最终形成 1: 1.3 的换股方案。吸收合并后，上海所有资产负债归东航，上航注销法人资格。

方案还同时为对换股合并持异议的股东提供了现金选择权，东航 A 股股东为 5.28 元/股，H 股为 1.56 港币/股。上航为 5.50 元/股。

评价：

东航和上航合并市场早有预期，换股方案和此前市场流传的也基本一致。对双方的影响，此前相关的研究报告和媒体报道多有涉及。主要是能够减轻内耗，提升合并后的东航的竞争能力，重组后的东航在上海市场的市场占有率近 50%，合并后的东航在三大航中的实力由最弱的一方，转为接近南航和国航。但在享受合并带来的实力提升的同时，重组后的东航也将面临管理、企业文化整合等问题。由于涉及到股东大会、相关部门的批准，东航和上航合并带来的正面和负面效应的体现预计要到四季度甚至 2010 年。对于整合的效应，市场早有预期，在此不再详细分析。

对于二级市场的影响：

东航和上航将于13日复牌，双方停牌时的价格为5.33元和5.92元，较现金选择权价格高1.0%和7.6%。对于东航，复牌后短期下跌空间基本被封死，复牌

后参与东航股票的投资者最坏的可能就是行使现金选择权。

对于上海航空的股东，换股方案的设计是要激励其换股，减少未来公司的现金支出，因此现金选择权较收盘价格并没有溢价，反而有折价，因此，当前来看，选择行使现金选择权并非明智之举。由于存在1: 1.3的对价关系，若选择换股，则当前的股价对应的合并后的东航的股价为4.55元，考虑到东航不断改善的公司基本面，以及油价下挫和当前为行业旺季等因素，短期内东航基本不会跌到该价位。若参照东航停牌前的股价，考虑到1: 1.3 的对价关系，则上航的合理价格为6.93元，较上航停牌前的股价高17%，当然，复牌后的东航股价是变动的，若如前所述，东航复牌后的价格上涨，则上航的股价较6.93元，仍有进一步上涨空间。因此，对于短期参与者而言，在当前的股价水平上，上航的股价也基本没有下跌风险。此外，两公司停牌后，由于进入行业旺季，以及国际油价的不断下滑，民航业的经营形势正在转好，南航和国航的股价自两公司停牌后，已经上涨了11%和29%，从这个角度看，两公司复牌后，也存在补涨需求。因此，对于已经持有上述两公司股票的投资人，可继续坚定持有，尚未参与的投资人可在复牌后积极买入。我们认为，对于东航和上航，6元和7元以下，可以结合自己的风险偏好状况，积极参与。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。