



# 东方航空（600115）：“白衣骑士”空降，新航全面介入 增持（维持）

交通运输/民航 2007年11月12日

联系人：张 勋 010-66045543 zhangx@txsec.com

## 事件描述：

东方航空董事会通过决议，根据前期与新加坡航空、淡马锡全资子公司Lentor Investments Pte. Ltd. 和东方航空集团签署的《框架协议》，对三者按照港币3.8元/股的价格定向增发H股；同时，董事会审议通过将新加坡航空公司推荐的李庆言先生和周俊成先生提名为公司第五届董事候选人。

## 评论：

### 1. 定向增发后，新加坡航空成为H股第一大股东。

根据前期签订的《框架协议》，东方航空将对新加坡航空、淡马锡控股下的一家子公司和东航集团分别定向增发H股12.35亿股、6.49亿股和11亿股，增发价格为港币3.8元/股；锁定期为3年。增发后，东方航空总股本从目前的48.67亿股增加到78.52亿股，其中原大股东东航集团持有东方航空股权比例将从目前的59.67%下降为51%（其中，A股部分36.99%，H股部分14.01%），仍然处于绝对控股地位，符合国家有关行业政策要求；新加坡航空和淡马锡将分别持有东方航空15.73%和8.27%的比例，均为H股，二者共持有24%的东方航空股权，符合外资持股比例不超过25%的行业政策规定。

不过，我们可以看到，如果增发成功，新加坡航空持有东方航空H股绝对比例为15.73%，相对比例为27.13%，均高于大股东东航集团，成为东方航空H股的第一持股人；如果考虑到淡马锡控股的股权比例，新加坡航空及其一致行动人合计持股比例达到了41.4%，可以说新加坡航空及其一致行动人具备了对东方航空未来决议的一票否决权。

### 2. 定向增发引资，改善资本结构。

根据本次定向增发情况，按照港币3.8元/股的增发价格和最新汇率，以东方航空07年三季度报表数据测算，东方航空将增加权益资本108亿元人民币，使公司权益资本达到156.27亿元人民币，增加了223.74%；使得公司资产负债率从当前的92.81%下降为78.94%，相当大程度上改善了公司的资本结构。同时，由于本次增发对象中包括了淡马锡旗下全资子公司Lentor Investments Pte. Ltd.，该公司所拥有一位董事名额，有可能使公司间接得益于淡马锡卓越的财务运作和投资管理专长。

### 3. 空降新加坡航空“白衣骑士”，改善公司运作水平，提升公司竞争力。

由于最近几年的运作、管理和整合方面的问题，东方航空在三大航空集团的竞争中处于劣势，甚至市场一度存在被其他集团重组的传言。在公司本次引入战略投资者的《框架协议》中，东方航空与新加坡航空形成的战略联盟合作深入到东方航空运作的方方面面，包括管理层席位、飞行、采购、市场营销、人员派遣、代码共享、人力资源、维修保养等。我们认为，这些全方位的合作，如果运作得当、进展顺利，能够从根本上改善东方航空目前在公司治理、管理运作、战略定位模糊和竞争力下降的尴尬局面，重新将东方航空打造为一家优秀的航空公司。



#### 4. 东航引入新航——只是行业重组的序幕。

根据我们前面的分析，尽管东航通过与全球最优秀的航空公司形成战略联盟，将从方方面面形成有利于东方航空的再度崛起。但是，从股权的持有结构来看，新加坡航空也基本上把东航牢牢锁定。我们认为，如果东方航空引入新加坡航空最终成行，考虑到上海市场的重要性，有关部门引入其他国内大型航空集团入驻上海的可能性将进一步增大，反而使一度扑朔迷离的行业重组预期变得愈加的强烈和明朗化了。

#### 5. 风险提示。

由于引进战略投资者事宜尚需要股东大会和有关监管机构审批，存在未有通过的可能性；机场收费政策改革的不确定性；在引进新加坡航空后可能出现的政府支持力度下降；市场的系统性风险。

#### 6. 维持对东方航空的“增持”评级。

在我国航空运输业高速发展方兴未艾的大背景下，在人民币持续升值趋势确定和奥运会、世博会、亚运会三大国际性会议的推动下，我国航空业务量快速增长在未来几年有充分的保障，航空运输业的景气度也将持续提升。在这种市场环境下，一旦东方航空和新加坡航空的战略合作能够实现并成功开展，可以期望东航在业务运作、服务、市场等诸多基本面因素方面得到大幅度的改善，进而重新塑造东航当年良好形象。有鉴于此等预期，我们维持对东航的“增持”评级。考虑到目前合作的情况及其影响尚不完全明朗，我们暂不给出新的业绩预测，维持前期07年扭亏，08年EPS0.15元的判断。

图表：东方航空定向本次定向增发前后股权结构

	A股		H股		合计	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例	持股数	持股比例
增发前股权结构						
东航集团	290,400	88.00%			290,400	59.67%
公众人士	39,600	12.00%	156,695	100.00%	196,295	40.33%
合计	330,000	100.00%	156,695	100.00%	486,695	100.00%
比例		67.80%		32.20%		100.00%
增发后股权结构						
东航集团	290,400	88.00%	110,042	24.18%	400,442	51.00%
新加坡航空			123,501	27.13%	123,501	15.73%
淡马锡			64,943	14.27%	64,943	8.27%
公众人士	39,600	12.00%	156,695	34.42%	196,295	25.00%
合计	330,000	100.00%	455,180	100.00%	785,180	100.00%
比例		42.03%		57.97%		100.00%

资料来源：公司公告



## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

## 重要免责申明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

**北京富凯** 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室  
电话：010-66045566； 传真：010-66573918； 邮编 100032

**北京新盛** 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层  
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500； 邮编：100034

**北京德胜园** 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

**上海天相** 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座  
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

**深圳天相** 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801  
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800； 邮编 518041

**山东天相** 地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C  
电话：0531-82602582； 传真：0531—82602622； 邮编 250014