



东兴证券
DONGXING SECURITIES

基本面进一步提升，投资价值又进一步

——中国国航（601111）增发及与国泰航空合作 货运业务点评

2010 年 2 月 26 日

强烈推荐/维持

中国国航

事件点评

张 勋

交通运输行业分析师

zhangxun@dxzq.net.cn 010-66507315

事件：

中国国航发布公告：1）自 2 月 26 日起停牌，讨论通过非公开发行股票方式将大股东近期收到的 15 亿元国有资本经营预算拨款吸收进入上市公司；2）与国泰航空合资对国货航进行增资，扩大其运营规模。

观点：

1. 事情发生在意料之中，但进展速度在意料之外。

此前市场已经对公司引入国家注入资金和与国泰航空合资成立国货航已经有充分的预期，但本次事件的进展速度依然超出市场的节奏，常理而言，较快的节奏往往给人以积极的理解，是有利于资本市场表现的。整体来看，上述两事件使得公司基本面进一步提升，投资价值又进一步。

2. 增发股票引入国家注入资金事宜或将伴随着对其他投资者的定向增发，改善公司财务状况，对公司而言影响正面。

对于中国航空公司而言，努力降低居高不下的资产负债率水平、尽量少给“银行打工”一直是其经营过程中的重要目标，中国国航 2009 年三季度资产负债率为 76.4%，虽然远低于东航和南航，但相较于国际优质的航空公司而言依然偏高；2008 年公司拟进行的公开发行 4 亿股 A 股最终因资本市场急剧波动而未成功实施，使得公司通过资本市场募集资金支付飞机价款以缓解财务压力的计划落空；考虑到公司后续进一步扩大规模、参与国际竞争乃至可能的收购，公司资金需求依然旺盛，在本次增发获得国家注入的 15 亿元资金的同时，公司对其他投资者进行增发（公开、定向）基本可以确定，且定向增发的可能性很大。

根据最近两年南航、东航对国家注入资金的处理方式，我们对国航本次资金注入方式进行推测如下：

首先，对于本次国家注入的资金，可能采取 A 股、H 股 1:1 的形式进行增发，即分别以 9.58 元的价格和 5.3 元的价格增发 A、H 股各 1 亿股，增发后中航集团将合计持有上市公司股权 52.98%；

其次，公司将进一步对其他机构投资者进行增发。在国家对航空业绝对控股的条件下，为测算其可能的再融资规模，我们分两种状况进行讨论：一、在 A 股市场以每股 9.58 元的价格对其他投资者进行定向增发，按照中航集团持股 50% 计算，则可增发 7.43 亿股，再融资金额约为 71.2 亿元；在此种情形下，中国国航再融资规模为 [0, 71.2) 亿元；二、在 A 股、H 股市场分别以每股 9.58 元、5.3 元的价格对其他投资者进行定向增发，按照中航集团持股 50% 计算，则可增发 7.43 亿股，再融资金额约为 55.3 亿元；在此种情形下，中国国航再融资规模为 [0, 55.3) 亿元；

对比两种情形、股东利益和之前东航的融资方式，我们觉得情形一的可能性较大，即仅在 A 股市场对其他投资者增发 7.43 亿股，募集资金上限低于 71.2 亿元。

根据上述分析，我们认为，公司募集股本份额合计不会超过 9.43 亿股，相对于公司当前股本 122.5 亿股来说比例较小，将不会对公司 EPS 产生明显摊薄；而募集资金合计规模在最高可达到 85 亿元左右，此种情况下，募集金额越多对于缓解公司财务压力、降低财务费用的效果越为明显。因此，本次增发对公司为积极影响，但对市场的冲击则需要和近期市场一系列的融资客观看待。

表 1：中国国航增发情况推测

增发价格假设（元，根据定价基准日前 20 个交易日 均价的 90%确定）	A 股	H 股
	9.58	5.30
国家注入资金进入上市公司分析		
引入国家本次注资前总股本（万股）	1,225,136	
其中：中航集团合计持股（万股）	639,640	
中航集团合计持股比例	52.21%	
按照 A、H 股 1:1 增发，则新增加股本（万股）	20,165	
引入国家本次注资后总股本（万股）	1,245,301	
其中：中航集团合计持股（万股）	659,805	
中航集团合计持股比例	52.98%	
对其他投资者再融资分析		
仅在 A 股对其他投资者增发，假设中航集团持股 50% 临界		
最多可增发股份数（万股）	74,309	
最多可融资金额（万元）	711,580	
在 A、H 股同时对其他投资者增发，假设中航集团持股 50% 临界		
最多可增发股份数（万股）	74,309	
最多可融资金额（万元）	552,766	

资料来源：东兴证券

3. 公司与国泰航空货运合作终于启动，公司货运改善前景可乐观看待

公司公告了其于国泰航空货运合作的交易方案：合作设立货运公司，其中国航持股 51%，国泰航空全资子公司国泰货运持股 25%，郎星公司持股 24%。

表 2：国货航增资后股权变化

认缴注册资本	本次交易完成前		本次交易完成后	
	金额 人民币元	百分比	金额 人民币元	百分比
本公司	1,650,000,000	75%	1,650,000,000	51%
朗星	550,000,000	25%	776,470,588	24%
国泰货运	—	—	808,823,530	25%
注册资本总额	2,200,000,000	100%	3,235,294,118	100%

资料来源：东兴证券

具体交易安排如下：

一、国货航增加注册资本金 10.35 亿元，其中国泰货运出资 8.09 亿元、郎星出资 2.26 亿元；

二、国航全资子公司中航兴业以 6.27 亿元出售朗星全部权益给 Advet Fortune Limited (AFL) 公司，而 AFL 以其收购的朗星公司股权为抵押从国泰航空集团获取收购朗星的贷款，贷款偿付方式为朗星公司持有的国货航 24% 股权的股息。从而国泰航空在通过国泰货运持有国货航 25% 股权的同时，还能够通过朗星享有其持有的国货航 24% 的经济利益，达到享有国货航 49% 经济利益的目的，规避了单一外资企业持有航空公司股权比例不超过 25% 政策限制，强化了与国航在货运方面的合作。

三、国货航将以 19.24 亿元向国泰航空（或其全资子公司港龙航空）购买 4 架波音 747-400BCF 改装货机和两台备用航空发动机。

四、交易完成后的有关安排：1）国货航董事中，国航占四个席位，包括董事长，国泰航空占三个席位；2）关联竞争关系的承诺；3）交易完成后四年内，国泰航空与国货航就香港与中国大陆之间货运订立进一步协议等。

本次中国国航与国泰航空在货运业务方面的合作，是公司前期承诺的兑现，对于中国国航的货运业务来说，存在多方面的益处：

1）有助于提升国货航竞争力。目前中国航空货运近 90% 的市场份额为国际航空货运巨头占领，其根本原因在于国内航空公司货运业务发展水平较低，货运航线覆盖和网络不足，通过本次合作，机队规模将扩大（由八架货机扩大至 12 架），服务管理水平将有所提升，能够部分实现与国泰航空货运业务的对接，这些改变将提升国货航对内对外的竞争力；

2）便于借助国泰航空的资源。通过合作，国泰航空便于国货航向市场提供更多的资源，尤其是国内外航空货运业务方面，为国货航的客户提供更多的产品选择；

3）有助于国货航盈利能力的提升。最近几年来，受市场竞争和经济因素影响，国货航盈利状况不佳，2009 年上半年亏损 7.55 亿元。尽管根据公司公告的资料暂时无法量化对公司盈利的实质性影响，但可以确定的是，国货航竞争力的提升、与国泰航空资源的共享，将对提升其盈利能力有较大帮助；同时，通过本次扩大资本金，公司财务状况将明显改善，降低财务费用成为必然。

4. 维持“强烈推荐”投资评级。

保守测算，我们预计公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.36 元、0.35 元，以当前股价 11.6 元计算，对应 2010 年动态 PE 为 33 倍，与市场整体而言，估值并不具备优势。

但是，从投资角度来看，我们依然认为其股价具备上行空间，维持“强烈推荐”投资评级。原因在于：1）公司国际航线占比高，是国际经济复苏最大的航空受益者；2）公司经营管理、品牌、财务、业绩领先行业，在行业变革中优势将被进一步强化；3）在经济复苏中，公司 2010 年主业盈利将大幅度提升；4）从投资逻辑来看，在持续景气向上过程中，航空股趋势性投资特征明显，2010 年的世博会、经济复苏等因素将使得行业处于持续向好的过程中，部分符合了这种条件；而人民币升值的预期和行业整合中的部分事件影响也将使得估值因素的影响被弱化。

5. 风险提示。

关注季节性变化带来的业务量不如预期、世博会安检过于严格对航空出行的干扰、人为恐怖活动及资本市场波动影响增发状况等风险。

分析师简介

张 勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006 年 6 月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009 年 7 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。