

交通运输行业分析师

郑庆平

(8621) 68761616*8320

zhengqp@tebon.com.cn

中国国航（601111）：注资行动和“星辰计划 3.0”启动

事件：

去年下半年以来领涨航空板块的中国国航（601111）今日同时发布了两项重要公告：

1、控股股东中国航空集团公司正在考虑将此前收到的 15 亿元中央国有资本经营预算拨款注入公司，公司亦在筹划非公开发行股票事宜，并将在本公告刊登后向相关部门进行政策咨询及方案论证。公司股票自 2010 年 2 月 26 日起停牌，公司将就有关重大事项与相关部门咨询论证，并自停牌之日起 10 个工作日内（含停牌当日）发布公告并复牌。

2、2010 年 2 月 25 日公司与国泰航空有限公司及其他相关方签订《总体框架协议》及增资及股权认购等协议，拟通过对中国国际货运航空有限公司（下称“国货航”）进行股权重组等安排与国泰航空共同拥有并营运一间于中国境内注册的货运航空公司。

此前，通过收购少数股权，国货航已成为国航的全资子公司，国货航的股权结构为：国航持股 75%，朗星（国航的孙公司）持股 25%。本次增资和股权重组完成后，国货航的股权结构为：国航持股 51%，国泰货运持股 25%，朗星持股 24%。国货航注册资本将由 22 亿元增加到 32.4 亿元，成为中国最大的货运航空公司。

分析：

1、三大航空集团 2008 年以来陆续展开将国家拨付的中央预算资本金注入旗下上市公司的行动，以支持上市公司航空主业的发展，此次中航集团拟向中国国航（601111）注资 15 亿元就是此类事件的延续。向航空公司注入现金，是中央和地方政府帮助航空业应对金融危机的普遍举措。2008 年至 2010 年 1 月底，财政部为支持三大国有航空集团先后划拨了 150 亿国有资本经营预算，东航集团、南航集团和中航集团分别获得 90 亿元、45 亿元和 15 亿元资金。东航集团 2008 年底获国家 70 亿元注资，2009 年再次获得了 20 亿元政府注资，其中 70 亿元国家资本金注入 ST 东航（600115）的工作已于 2009 年底实施完毕，且在 ST 上航（600591）由锦江国际集团注资 10 亿元后于 2010 年 1 月份将其吸收合并。南航集团 2008 年以及 2010 年 1 月份分别获得国家注资 30 亿元和 15 亿元，其中 30 亿元与 ST 东航一样通过定向增发“A+H”股的方式于 2009 年注入南方航空（600029），财政部将向南航集团下达 2009 年中央国有资本经营预算 15 亿元人民币亦打算注入上市公司，南方航空（600029）周二停牌讨论该注资事宜。国航的控股股东中航集团 2010 年 1 月份获悉财政部的有关文件，后者将向其下达 2009 年中央国有资本经营预算 15 亿元，由中航集团向中国国航进行注资。2009 年 4 月，国航曾发布公告，将斥资 7.18 亿元收购国货航少数股权（24%），目前该项目已经实施，中国国航在 1 月份的公告中表示

将在收到政府注资资金后置换先期投入的自有资金。如果 15 亿元的资本金注入，国航（601111）的资产负债率将从目前的 76.41%下降至 75.3%。

对资金的渴求仍是各个航空公司的共同特征，后续注资仍值得期待。虽然财政部为支持三大国有航空集团先后划拨了 150 亿国有资本经营预算，但国内航空公司的资产负债率仍旧在高位，南航（600029）、海航（600221）、新东航（600115）目前的资产负债率分别为 85.73%、87.08%和 95%。虽然国航（601111）的资产负债率在四大航空集团中最低，但在持续扩张的压力下今后对资金的需求依旧较大。今年 1 月，海南航空（600221）表示，公司于 1 月 5 日收到中国证监会批复，核准公司非公开发行不超过 5.9 亿股新股，拟募集资金 30 亿元。东航总经理马须伦 2 月在新东航联合重组大会上也表示，新东航正考虑引进战略投资者。

2、国航旗下国货航的重组一直是市场关注的焦点，“星辰计划 3.0”启动重塑国货航。2006 年，通过复杂的股权重组，国泰航空（00293.HK）收编了香港本土竞争对手港龙，且与国航（00753.HK，601111.SH）达成交叉持股 17.32%，这就是“星辰计划”的最初版本。2009 年 8 月，“星辰计划 2.0”启动，国航、国泰以及中信泰富（00267.HK）、太古 A（00019.HK）同时公告了股权重组计划——国航将向中信泰富买入 12.5%的国泰股权，太古集团则自中信泰富买入 2%国泰股权，中信泰富仅保留 2.98%国泰股权。由此，国航持有的国泰股权将从 17.49%上升至 29.99%，仅次于持国泰 41.98%权益的太古，国泰航空持有国航 18.1%股份。此次启动的国货航的股权重组可以视为“星辰计划 3.0”。

根据公告，国泰航空通过其全资子公司——国泰航空中国货运控股有限公司出资人民币 8.516 亿元认购国货航 25%的股份；国航的全资子公司——中航兴业（持有朗星全部已发行股份）6.268 亿元的对价向 AFL（一家专为收购朗星股权而成立的公司）出售朗星的全部权益，AFL 将把朗星的全部股份抵押给国泰航空用于获得国泰航空为其提供的 8.17 亿元贷款，并以其通过朗星持有国货航 24%股权的股息向国泰航空偿还相关贷款；朗星出资人民币 2.3845 亿元对国货航增资。本次交易完成后，国泰航空将通过国泰货运持有国货航 25%股权，并通过国泰航空集团向 AFL 提供贷款而获得朗星持有的国货航 24%股权的经济利益（相当于国泰航空通过直接控股和间接控股共同持有国货航 49%的权益）。此外，国货航将以人民币 19.2375 亿元的对价向国泰航空（或其全资子公司港龙航空有限公司）购买 4 架波音 747-400BCF 型号改装货机和两台备用航空发动机。国货航将以国泰货运及朗星在本次交易中认缴的全部出资及自有资金或银行贷款支付拟收购资产的对价，该交易完成后，国货航的机队规模将达到 12 架。

“星辰计划 3.0”是“星辰计划 1.0”版本的延续。中国国航与国泰航空于 2006 年 6 月 8 日曾发布联合公告，称将成立一间以上海为基地并共同拥有的货运航空公司。2009 年中国国航收购国货航少数股东的股权，主要是为了下一步与国泰航空在上海成立合资航空货运公司铺路。有关消息显示，中国国航一直在与国泰航空就利用国航旗下的国货航为平台，在上海成立合资货运公司的细节进行谈判，此次公告显示的国货航的股权安排与此前的报道国航与国泰 51%对 49%的比例基本一致。目前，以上海为中心的长三角地区因其便利的地域优势、丰

富的吞吐量，已经成为国内外货运航空公司争夺的腹地。上海货运市场的竞争也日益激烈，除了东航旗下的中货航和上航旗下的上货航，国际快递巨头联邦快递、UPS、DHL 也纷纷增开上海始发的货运航线，后两者还把上海升格为国际转运中心。此次国泰与国航成立以上海作为基地的货运航空合资公司，将可改善国货航与经营同类进出中国内地货运业务的外国航空公司的竞争地位，使国货航抓住在重要及具有竞争性的长三角地区的航空货运业务商机，提供最佳的货运服务，以满足中国内地市场对货运的需求。国货航通过增加运载能力，为客户提供范围更广、质量更高的服务，确保公司的竞争能力更强、更有效。此外，国泰航空的投资便于国货航向市场提供更多的资源和增强服务能力的可能性，国货航的客户受益于更多的产品选择和更便捷地获取在中国内地和往来中国内地市场的货运服务。2009 年 6 月底，国货航资产负债率为 77.57%，1-6 月份净亏损约人民币 7.55 亿元（2008 年盈利 0.26 亿元）。此次国泰货运和朗星增资后负债率将下降至 64.27%。

3、关注国航注资的后续动作。如果注入 15 亿元中央预算资金，除去用于置换国航先期为收购国货航少数股东股权投入的 7 亿元自有资金外尚剩余近 8 亿元，加上此次国货航股权重组中出售郎星股权获得的 6.268 亿元现金，国航将增加超过 14 亿元的账面现金。而在 ST 东航、国航实施系列大动作后，南航将如何应对同样值得高度关注。在 1 月 13 日召开的全国民航工作会议上，李家祥全面论述了民航强国建设的宏伟目标：2030 年前中国将拥有一家以上实力进入世界前五的网络型航空公司，形成一家实力进入世界前五的航空货运公司；到 2020 年，本国国际客运市场份额达到 50%；到 2030 年，本国国际市场份额达到 60%；中国将有一家航空公司牵头组建全球航空联盟。中国民航局将全力支持中国航空公司做强做优做大，培育具有国际竞争力的大网络型航空公司。可以预期的是，国内航空业的整合以及国内航空公司的国际化并购浪潮还会持续，国航作为行业龙头在这方面将大有可为。

4、行业基本面向好，人民币升值预期下航空股中线行情仍可期待。今年国内航空业供需形势有所好转，预计国内客运需求将维持双位数的增长，而货运和国际航线的复苏形势较为明朗，2 季度人民币升值预期强烈。近期国航（601111）、南航（600029）、ST 东航（600115）等航空股的较好表现很大程度上是受到注资预期的推动。我们认为，进入二季度后，市场对人民币升值的预期将逐渐增强并反映到航空股的股价上，而诸如 ST 东航（600115）引入战略投资者等预期亦将逐渐明朗，届时航空股的行情有望进一步深化。因此，我们建议今年对航空板块予以中线关注。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。