



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 8 月 18 日

航空业

研究部

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

中国国航与中信泰富达成股权转让协议

行业近况：

中国国航，国泰航空，中信泰富以及太古股份联合公告股份转让协议。中信泰富同意以 63.35 亿港元的总价将持有的 491,864,724 股国泰航空股份转让给中国国航，同时将以 10.13 亿港元的总价将持有的 78,676,891 股国泰航空股份转让给太古股份。相当于转让价格为每股 12.88 港元。转让完成后，中信泰富在国泰航空的持股比例将下降至 2.98%，国航和太古股份则上升到 29.99% 和 41.97%。国航将以自有资金和商业银行贷款为交易提供资金。

评论：

收购溢价合理。根据国泰停牌前的股价每股 HKD11.62 或 8 月 17 日暂停交易前 5 个交易日的平均收市价 HKD11.52，该次国航和太古的收购溢价为 10.8~11.8%，略高于 2006 年国航首次收购国泰股权所支付的 4.2% 的溢价。此外，根据已经公布的数据，国泰航空截止到上半年末的净资产为 379.40 亿港元，本次国航收购的市净率为 1.34 倍，略高于 2006 年收购国泰股权时的 1.30x 的收购市净率。不过，从长期发展战略来看，国航可以借助增持国泰航空的股权，与国泰航空构建更为紧密的合作关系。我们认为国航为其进一步拓展国际市场支付了一个合理的溢价。

收购将增加负债水平，但同时提升业绩。该次交易的总金额为 63.35 亿港元，国航将通过自有现金和银行贷款来支付。根据我们的测算，交易完成后，国航的借款总额相对于其 1 季度末的总借款要上升 11.2%，资产负债率将由 78.8% 上升至 80.1%，对其财务压力并不大。假设新增借款的有效利率为 5%，国航的财务费用每年将新增 2.8 亿元，而由于国泰较好的盈利水平，我们认为在正常的经营环境下，国泰 12.5% 的股权为国航带来的投资收益将高于额外的财务费用，收购将增厚国航的盈利水平。

双方战略合作将更加紧密。2006 年，通过一系列股权交换和买卖，国泰航空全资控股同以香港为基地的港龙航空，并实现与国航的交叉持股，目前国航与中信泰富并列为国泰航空的第二大股东，占股 17.5%，国泰航空也占有国航 18.1% 的股份。双方进行股权合作的主要目的是为了共同加强国内和国际市场的联接性，发挥各自在北京和香港的优势。此后，双方有一些实质性的合作，比如国航国内主要枢纽城市北京、成都和重庆到香港的航线之间实现了联营，双方均可以销售对方航线的机票。这一合作方式有效的提升了双方在北京到香港航线上的客座率和收益水平。我们认为该次收购为国航与国泰之间实现进一步的合作提供一个更为有效的平台，并预期国航收购中信泰富股权后，与国泰航空的股权合作将进一步加强，双方的战略合作也将更加紧密。其中最为关键的是进一步发挥双方枢纽的联接性，实现航线网络的优势互补。

未来有更多合作值得期待。未来双方除了在客运业务上可能进行更紧密的战略合作，在货运领域也很有可能进行合作。早在双方 2006 年进行股权合作之时，就有计划合资在上海成立一个货运航空公司，但之后由于种种原因，一直未能推进下去。我们认为未来货运方面的联合仍将是双方合作的一个重点。国泰航空在货运领域的丰富的经验和资源将帮助国航进一步提高货运实力。此外，双方还有可能进行管理层的互换，以国泰航空的管理经验帮助国航进一步提高管理能力。总之，与国泰航空加深合作对于国航来说是提高自身竞争力，成为国际级航空公司的良好机会。

存在进一步股权整合的空间。该次增持后，国航对国泰的持股比例要远高于国泰在国航的持股比例。如果按照相互持股比例应该趋同的假设，我们认为不排除国泰进一步增持国航股票的可能。同时，为了维持国航母公司不低于 51% 的持股比例，国航也将相应的向母公司进行增发。如果假设的交易发生，还将进一步降低国航的债务负担。

投资建议

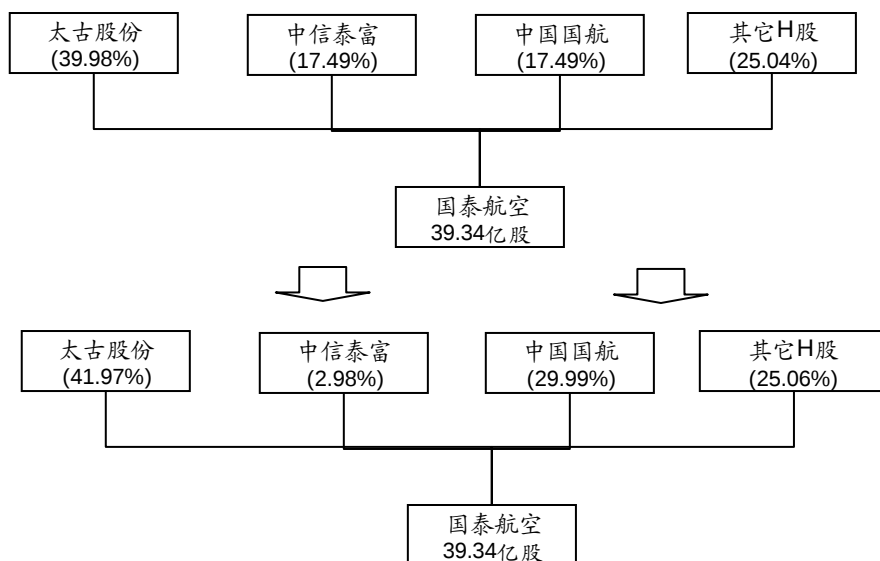
在经过近期的调整后，国航 A 股和 H 股的市净率分别为 4.1x 和 2.0x，相对仍处于航空板块平均估值水平。从行业基本面来看，正如我们之前的判断，航空公司 3 季度的客流量增速进一步提升；此外，行业的票价水平从 6 月下旬开始也出现了明显的回升。我们认为 3 季度航空业出现量价齐升的局面，航空公司在 3 季度的业绩有望好于市场的预期。而从长期发展来看，此次收购国泰航空股权将使得国航能够更好的推进和国泰的合作，值得期待。我们仍然认为国航是 A 股航空股中的首选，维持“审慎推荐”的评级

风险提示：

国庆 60 年庆典期间的空管会对吞吐量造成负面影响。宏观经济走弱，油价持续上涨。

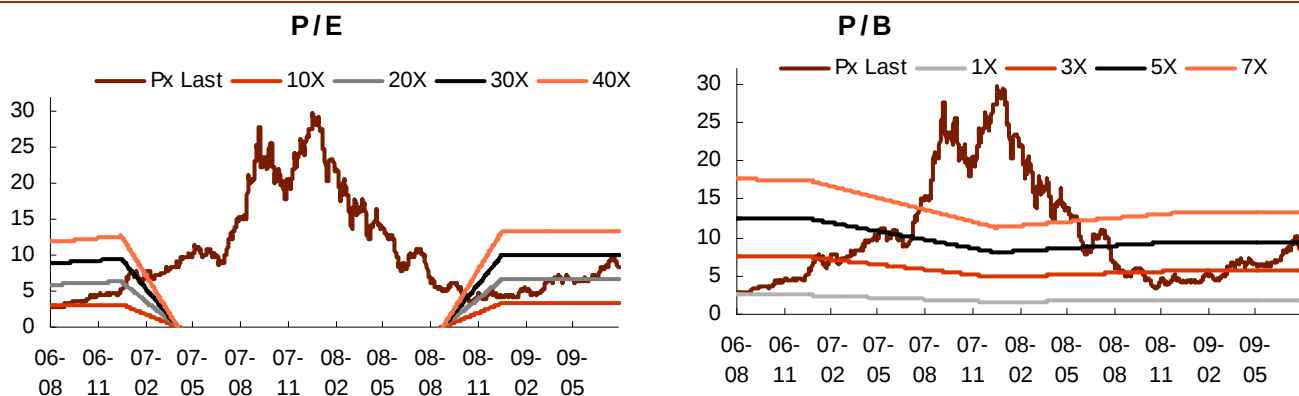
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 1：交易前后国泰航空股权结构变化



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：国航历史市盈率和市净率走势



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

	代码	货币	股价		市盈率				EV/EBITDA				市净率			
			2009-8-17	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
亚太航空公司																
国泰航空	293 HK	HKD	11.62	6.5	n.m.	40.9	20.4	6.8	18.4	8.8	7.3	0.9	1.2	1.2	1.1	
新加坡航空	SIA SP	SGD	12.36	7.3	60.0	17.4	12.0	4.6	4.8	6.4	4.5	1.1	1.1	1.0	1.0	
全日空	9202 JP	JPY	273.00	8.3	n.m.	n.m.	136.5	7701.4	12.9	12.5	9.3	0.1	1.6	1.6	1.5	
日本航空	9205 JP	JPY	165.00	n.m.	n.m.	91.7	16.5	19.9	26.0	8.4	6.5	30.3	2.7	2.1	1.7	
大韩航空	003490 KS	KRW	43200.00	240.0	n.m.	15.1	11.0	10.1	20.7	12.4	10.2	0.7	1.0	1.2	1.1	
韩亚航空	020560 KS	KRW	3930.00	n.m.	n.m.	9.2	6.4	10.3	13.5	10.2	8.9	0.6	0.6	0.6	0.5	
中华航空	2610 TT	TWD	8.25	n.m.	n.m.	n.m.	30.3	13.9	1626.4	13.5	11.4	0.6	1.2	1.1	1.2	
长荣航空	2618 TT	TWD	8.29	n.m.	n.m.	n.m.	26.4	268.1	11.9	9.9	8.5	0.7	1.3	1.0	1.0	
快达航空	QAN AU	AUD	2.53	5.0	33.7	19.8	13.0	3.1	5.8	4.9	4.3	0.9	0.9	0.9	0.9	
泰国航空	THAI TB	THB	15.10	4.0	n.m.	9.0	7.0	6.0	17.8	6.1	5.4	0.4	0.5	0.5	0.5	
马来西亚航空	MAS MK	MYR	2.96	5.5	20.3	n.m.	n.m.	5.6	11.6	n.m.	19.6	1.3	13.7	1.4	1.4	
平均值				39.5	38.0	29.0	27.9	731.8	160.9	9.3	8.7	3.4	2.4	1.1	1.1	
中值				6.5	33.7	17.4	14.7	10.1	13.5	9.3	8.5	0.7	1.2	1.1	1.1	
国际航空公司																
英国航空	BAY LN	GBp	173.50	n.m.	n.m.	1.1	0.1	4.8	9.3	3.9	2.9	1.2	0.0	0.0	0.0	
汉莎航空	LHA GR	EUR	10.47	2.9	8.0	n.m.	87.2	2.0	1.9	3.9	2.9	0.7	0.8	0.8	0.7	
法国航空	AF FP	EUR	9.94	n.m.	n.m.	n.m.	14.0	5.6	9.1	5.6	3.9	0.5	0.5	0.5	0.5	
平均值				2.9	8.0	n.m.	33.8	4.1	6.8	4.5	3.2	0.8	0.4	0.4	0.4	
中值				2.9	8.0	n.m.	14.0	4.8	9.1	3.9	2.9	0.7	0.5	0.5	0.5	
国内航空公司 (港股)																
中国国航	753 HK	HKD	4.57	12.4	n.m	12.0	24.5	12.8	28.7	12.9	13.2	1.7	2.4	2.0	2.0	
南方航空	1055 HK	HKD	2.44	5.4	n.m	17.6	16.9	8.7	n.m.	8.2	9.7	0.8	2.0	1.6	1.5	
东方航空	670 HK	HKD	2.39	40.7	n.m	29.6	41.4	13.5	n.m.	9.9	10.6	3.6	n.m.	2.2	2.2	
平均值				19.5	n.m.	19.7	27.6	11.7	28.7	10.3	11.2	2.0	2.2	1.9	1.9	
中值				12.4	n.m.	17.6	24.5	12.8	28.7	9.9	10.6	1.7	2.2	2.0	2.0	
国内航空公司 (A股)																
中国国航	601111 CH	CNY	7.85	24.8	n.m	23.6	45.2	13.0	28.4	16.8	17.5	3.1	4.9	4.1	3.8	
南方航空	600029 CH	CNY	5.34	12.6	n.m	41.2	37.3	11.9	n.m.	10.1	11.2	1.9	5.0	3.8	3.4	
ST东航	600115 CH	CNY	5.44	45.1	n.m	58.2	82.6	15.5	n.m.	12.6	13.5	9.2	n.m.	4.9	4.7	
*ST上航	600591 CH	CNY	5.85	n.m	n.m	74.9	39.2	64.4	n.m.	12.2	11.9	4.0	19.1	5.4	4.9	
平均值				27.5	n.m.	49.5	51.1	26.2	28.4	12.9	13.5	4.6	8.5	4.6	4.2	
中值				24.8	n.m.	49.7	42.2	14.2	28.4	12.4	12.7	3.6	5.0	4.5	4.3	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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准确性及完整性不作任何保证。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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。