



控股深航，超级承运人架构初步成型

2010年3月22日

强烈推荐/维持

中国国航

事件点评

——中国国航（601111）增资深航点评

张 勋

交通运输行业分析师

zhangxun@dxzq.net.cn

zhangxun@dxzq.net.cn 010-66507315

证书编号：S1480209080075

事件：

2010年3月21日，中国国航于联交所公告其增资深圳航空事宜。我们认为，该交易对中国国航、深圳航空为双赢局面。

观点：

1. 中国国航增资深圳航空方案介绍。

中国国航与全程物流、汇润签订增资协议。

- 1) 中国国航、全程物流同意向深圳航空共注资人民币10.3亿元，其中中国国航出资6.82亿元认购深航新增注册资本3.39亿股，全程物流出资3.48亿元认购深航新增注册资本1.73亿股；
- 2) 深航目前大股东汇润的破产管理人代表汇润放弃认缴本次增资，并同意中国国航、全程物流的认购新增注册资本事宜；
- 3) 增资后，深圳航空注册资本为人民币8.125亿元，中国国航、全程物流、汇润持股比例为51%、25%、24%；
- 4) 若本次增资完成，则中国国航成为深圳航空的控股股东。协议同时约定，中国国航将于4月19日之前向深航支付全部资金，资金来源为自有资金。

表1：深圳航空增资前后股权变化

	交易完成前		交易完成后	
	股份数	比例	股份数	比例
中国国航	75,000,000	25%	414,375,000	51%
全程物流	30,000,000	10%	203,125,000	25%
汇润	195,000,000	65%	195,000,000	24%
合计	300,000,000	100%	812,500,000	100%

资料来源：东兴证券

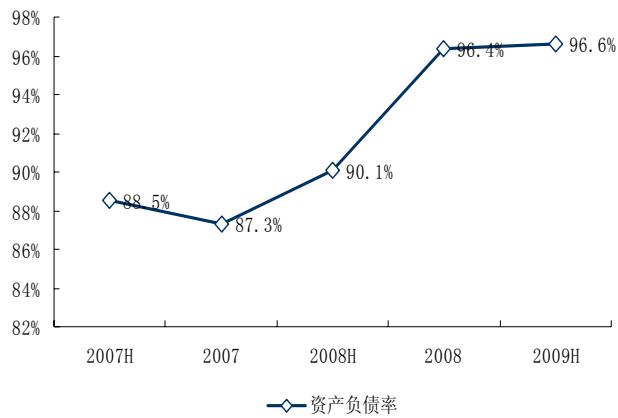
2. 深圳航空：更换大股东，进入新时期。

深圳航空有限责任公司（以下简称“深航”）成立于1992年11月，1993年9月17日正式开航，依赖于深圳航空市场得天独厚的资源优势，目前已经实现了15年的盈利。公司目前控股与德国汉莎航空合资成立的翡翠国际航空货运公司，与美国梅萨航空合资成立的鲲鹏航空，与香港合资成立了亚联公务机

公司及昆明航空，同时控股常州机场，管理无锡机场，在运营飞机 130 多架，为国内第五大航空集团。

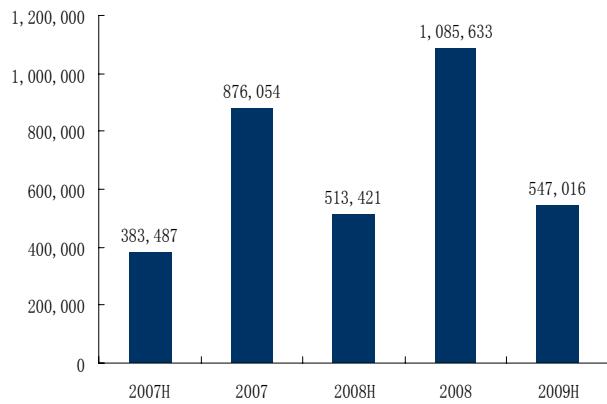
随着公司“369”发展战略规划的执行和提前实现，深圳航空自 2006 年以来规模得到了迅速的发展，但受其大股东汇润在管理、资源、专业化运营能力缺乏的影响，盈利状况和财务状况并没有与规模配套成长，甚至出现恶化。

图 1：受规模扩张影响，深圳航空资产负债率持续上升



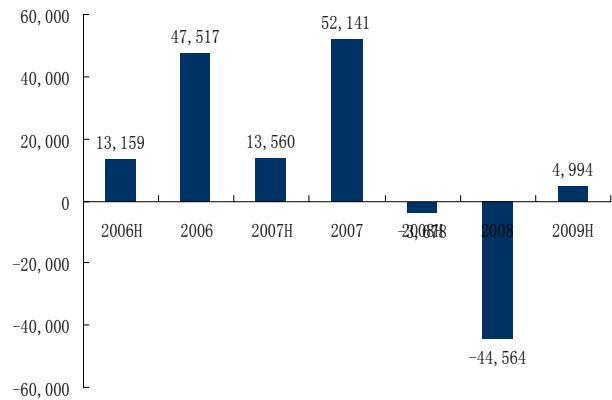
资料来源：国航定期报告，东兴证券整理

图 2：深圳航空收入持续增长 万元



资料来源：国航定期报告，东兴证券整理

图 3：深圳航空净利润波动较大



资料来源：国航定期报告，东兴证券整理

我们认为，通过增资，至少能为深航带来四个方面的积极影响：1) 作为国内航空业最为优质的航空公司，中国国航能够在业务运营方面更方便给予更多的专业指导和业务配合，整合二者资源，达到双赢；2) 目前深航的总裁、财务总监均来自国航，能够改善公司的治理结构，提升管理水平；3) 有助于改善公司的财务状况，以 2009 年中期数据来看，降低公司资产负债率 4 个百分点；4) 全程物流作为深圳市国有企业，其股权比例的提升使得地方与深航的利益更为密切，也有助于深航自身未来的发展。整体而言，伴随着中国国航的入住，深圳航空在行业发展上，进入了一个与大型航空公司合作更为紧密、国际化接轨程度更高的新时代，其运行效率和盈利水平的提升可以期待。

3. 中国国航：交易的最大受益者，距离超级承运人梦想更进一步，投资价值显著提升。

我们认为，中国国航是该笔交易的最大受益者，其投资价值将显著提升。

首先，通过该笔交易，中国国航在中国航空业的“龙头”地位真正实现了“实至名归”。尽管因盈利能力相对较强、参与国际竞争的程度领先和总体业务周转量较大等因素，中国国航一直被各方称为中国航空业的龙头，但其机队规模却一直远小于南方航空，居行业第二；在东方航空和上航航空合并后，公司规模更在三大航空公司中垫底，使得公司行业龙头的地位持续受到挑战。通过本次控股深圳航空，公司机队规模将增加超过 130 架，机队规模达到 400 架左右，真正意义上成为中国航空业的龙头。

其次，有助于进一步完善公司网络布局，加快成为中国的超级承运人。公司目前网络建设情况为：北京枢纽、上海国际门户枢纽、成都区域枢纽，以及与国泰航空联手的北京-香港双枢纽，但在经济最具活力的华南地区一直没有成型的枢纽网络。本次通过控股深航，公司在深圳市场的占有率将由之前的 13% 提升至 43%，超过了南航约 30% 的市场份额；在广州的市场份额也将提升至 20%。如此，中国国航基本上填补了其东南亚市场的相对弱势，在中国国际客源较好的主要市场均有较高的市场份额，形成了完善的国内、国际航线网络，显著提升了公司应对高铁竞争、参与国际竞争的能力，基本上形成了其超级承运人的框架。

第三，能够为公司带来额外一部分的盈利。深圳航空主基地深圳是珠三角的中心，毗邻港澳，成为海外旅客由香港进入深圳转搭深圳航空的班机飞往全国各地是最快捷和方便的选择，深航借助地理优势成为最大的受益者，平均载客率 80% 以上，运行效率居全民航之首，也是最为盈利的航空公司之一。根据公司历史盈利情况和充分发挥二者资源的互补，预计本次增持股权对中国国航盈利的增厚有望达到 10%。

第四，从本次增资情况来看，中国国航无疑是“物超所值”。根据增资协议，公司以 6.82 亿元的对价获得 3.39 亿股本，本次收购 PB 为 2 倍，远低于其自身近期融资后超过 5 倍的 PB 水平，亦远低于南方航空超过 3 倍的 PB 水平。因此，我们认为，公司等同于出资不到 7 亿元控股了机队规模接近自己 50%、资源禀赋不弱于自身、近 200 亿元资产一家航空公司，物超所值。当然，这种收购价值更多的得益于深圳航空大股东汇润目前的窘境和公司自身极高的资产负债水平。

我们认为，在国内航空公司中，深航的运作管理一直是和中国国航最为接近的一家（主要是国航过去作为二股东对深航的影响），二者本身在国内、国际市场的资源均有着较好的互补前提，其整合后的协同效应完全可以期待，中国国航投资价值的大幅度提升也可以充分期待。

4. 维持“强烈推荐”投资评级。

考虑深航股权增持对公司 2010 年盈利的影响，我们上调公司 2010 年 EPS0.04 元，预计公司 2009 年、2010 年 EPS0.40 元、0.40 元，以当前股价 12.32 元计算，2010 年对应的动态 PE 超过 30 倍，估值并不具有明显优势。

但是，公司作为行业盈利最好的公司，在 2010 年票价回升、景气持续、国际业务复苏以及燃油附加费复征的整体影响下，主业盈利能力大幅度提升为众望所期；同时，通过本次增资增持深航股权，协同效应下公司 2010 年盈利很可能超出市场预期，并真正意义上完成了超期承运人的布局。伴随着高铁时代到来和中国地位的进一步提升，中国国航的资源优势将越发明显，投资的比较价值也将更加突出。考虑到上述因素及市场对航空业前景的看好及投资价值的热捧，我们维持对公司的“强烈推荐”投资评级，有望复制 2007 年行情。

同时，由于汇润公司进入了破产清算程序，其持有的深圳航空 24% 的股权未来归属仍具有不确定性，我们判断在拍卖过程中存在被国航或者全程物流获取的可能性最大，事件进展后续仍可进一步关注。

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。