



## 东航、新航、国航、南航并购案例

作者:

王继东	15323813087	wjd@gf.com.cn
王 岚	13925081166	wl12@gf.com.cn
刘林东	13826192795	lld@gf.com.cn



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 案例概览

案例名称

东方航空、新加坡航空、中国国航、南方航空并购

案例属性

项目	分类	编号
业务流程	发行、其他（股权并购）	C\E
业务种类	定向增发	A2
行业分类	航空客货运输业	F0901
交易市场	上海、香港	SH\HK

案例编号

C\E- A2- F0901- SH\HK



## 案例概览

### 目录

- 1、战略背景
- 2、事件回顾
- 3、法律法规
- 4、并购策略
- 5、审批程序
- 6、价值评估
- 7、市场反应



## 战略背景



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 战略背景

#### ■ 东方航空简介

中国东方航空集团公司是中国三大国有大型骨干航空企业集团之一，集团总部位于中国经济最活跃、最发达的城市——上海，但由于行政整合不利及管理层不稳定等原因，东方航空近期持续亏损，成为中国三大航空公司中竞争力最弱的公司。

#### ■ 中国国航简介

中国国际航空股份有限公司简称“国航”，其前身中国国际航空公司成立于1988年。2006年净利润为41.76亿，净资产收益率为12.50%；2007年1-9月净利润为34.10亿，净资产收益率为11.16%。

#### ■ 新加坡航空简介

新加坡航空公司的第一大股东为Temasek Holdings (Pte) Ltd（淡马锡，截至2007年12月31日），持股比例为54.41%。2006年净利润约为20亿美金；2007年1-9月净利润为15.89亿美金。

#### ■ 南方航空简介

中国南方航空股份有限公司是国内运输飞机最多、航线网络最密集、年客运量最大的航空公司。2006年净利润为1.70亿，净资产收益率为1.18%；2007年1-9月净利润为23.42亿，净资产收益率为19.61%。



### 战略背景

#### ■ 东方航空公司引进新加坡航空公司作为战略股东的战略考量

东航希望通过与战略伙伴的合作，引入战略投资者在产品设计、服务及整体提供的管理系统上的优势，改变东航在较低水平运作的现状，塑造中国自身航空业的品牌。进而改变中国航空业普遍资本投入不足，负债率偏高等的现状。

#### ■ 2007年初，中国国航关联公司通过在H股增持等手段开始实施并购东方航空的策略

#### ■ 南方航空在经营改善的情况下，以业务合作为契机参与东航并购，在本次并购中扮演白衣骑士的角色



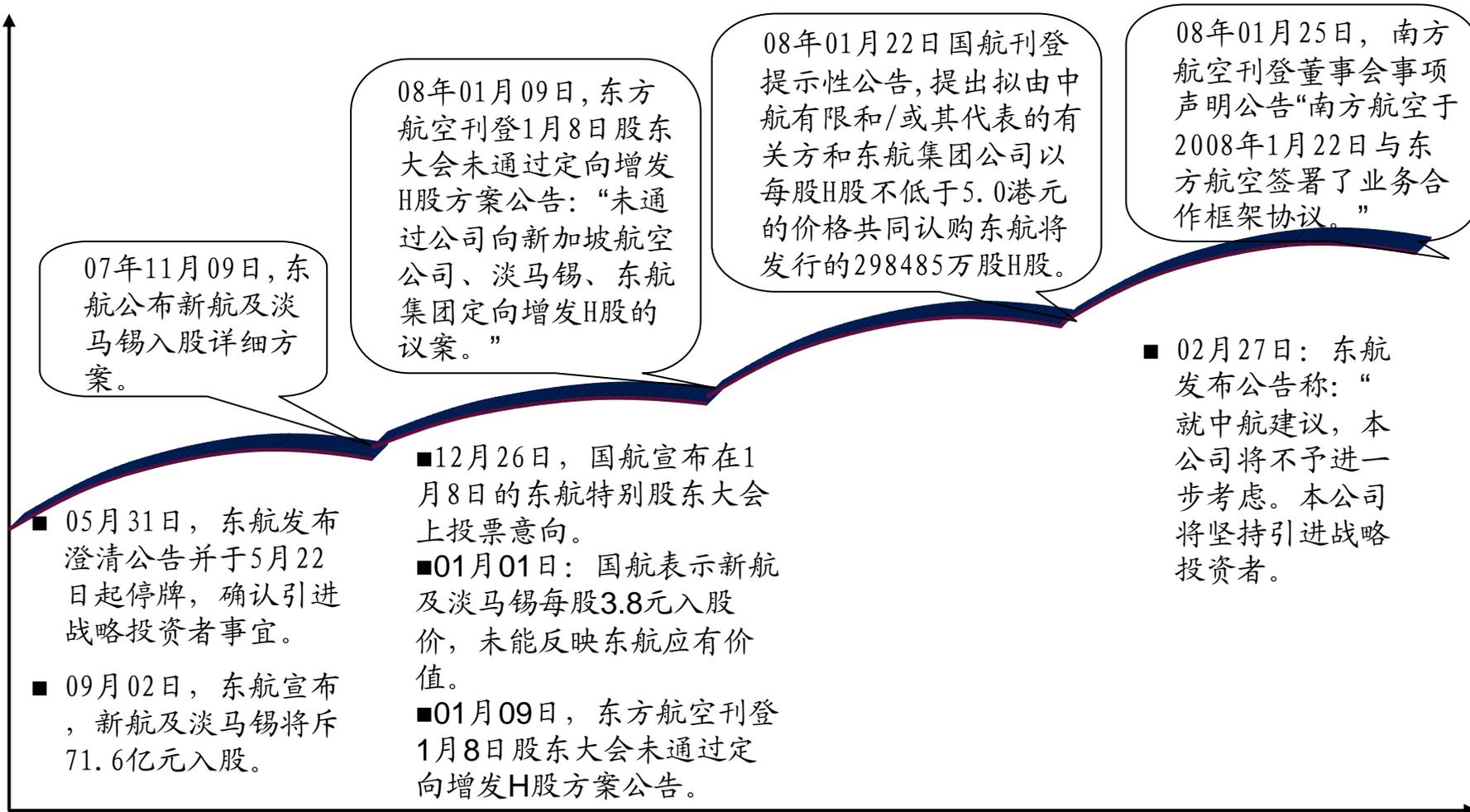
## 事件回顾



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 事件回顾

重要事件





## 法律法规



### 法律法规

针对于东航本次H股增发的类别股东大会相关法律法规

#### 信息披露

##### ■ 《上海证券交易所股票上市规则》 (2006年5月修订稿)

第一节 董事会、监事会、股东大会决议

7.1.2 上市公司董事会决议涉及须经股东大会表决的事项和本章第二、三、四节有关事项的，必须公告。

7.1.7 股东大会决议公告应当写明出席会议的股东人数、所持股份及占上市公司有表决权总股本的比例，以及每项议案的表决方式和表决统计结果。对股东提案作出决议的，应当列明提案股东的名称或姓名、持股比例和提案内容。

7.1.8 股东大会以会议文件等形式向股东通报的重要内容，如未公开披露过的，应当在股东大会决议公告中披露。

#### 公司决策程序

##### ■ 《公司法》(2006年1月1日实施)

第一百零二条 股东大会会议由董事会召集，董事长主持。。。

##### ■ 《上市公司股东大会规则》

(证监发【2006】21号)

第五条 上市公司召开股东大会，应当聘请律师对以下问题出具法律意见。

第十五条 召集人应当在年度股东大会召开20日前以公告方式通知各股东，临时股东大会应当于会议召开15日前以公告方式通知各股东。

第十八条 股权登记日与会议日期之间的间隔应当不多于7个工作日。



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 法律法规

#### 国有资产监管

东方航空属于国有控股型企业，依法受国有资产管理委员会监管，同时，由于其在上海、香港、美国（ADR）三地上市，适用于类别股东大会相关条款

#### 《企业国有资产监督管理暂行条例》

2003年5月27日 实施

第二十二条 国有资产监督管理机构依照公司法的规定，派出股东代表、董事，参加国有控股的公司、国有参股的公司的股东会、董事会。

国有控股的公司、国有参股的公司的股东会、董事会决定公司的分立、合并、破产、解散、增减资本、发行公司债券、任免企业负责人等重大事项时，国有资产监督管理机构派出的股东代表、董事，应当按照国有资产监督管理机构的指示发表意见、行使表决权。

#### 类别股东大会

#### ■ 《上市公司章程指引》

（证监公司字[2006]38号）

发行境外上市外资股，或者既发行内资股又发行境外上市外资股的上市公司，应当继续执行《到境外上市公司章程必备条款》的规定，同时参照《章程指引》对公司章程进行修订。

#### ■ 《赴境外上市公司章程必备条款》

（1994年9月29日 国务院证券委 国家体改委）

第八章 股东大会

第九章 类别股东表决的特别程序



## 并购策略



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 并购策略

#### 中国国航收购策略

1

#### 战略思想

在2007年初就行政手段兼并东航方案未被国资委采纳的条件下，转以市场手段寻求兼并东航。

2

#### 主体选择

选择中航有限（上市公司控股股东之全资子公司）作为增持东航H股的主体，利用非上市公司的地位尽可能减少披露。

3

#### 二级市场增持

在相对未向外界披露的状态下持续增持价格相对较低的东方航空H股（0670）。

4

#### 舆论攻防战

中航集团以新闻稿、谈话等形式发布相关并购策略，争取到国内媒体的广泛支援。

5

#### 争取机构投资者认同

流通股东第一位裕隆证券投资基金（1323万股）反对；流通股东第二位融通新蓝筹证券投资基金（1200万股）反对；A股94.05%投票反对，H股74.70%投票反对



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 反并购策略

东方航空

1

#### 白衣骑士

东方航空与南方航空签订业务合作，从而意图阻止中国国航的并购。

白衣骑士是指目标企业遭遇敌意并购时，主动寻找第三方即所谓的“白衣骑士”以更高的价格来对付敌意并购，造成第三方与敌意并购者竞价并购目标企业的局面，

2

#### 负债毒丸计划

东方航空在国航收购意图明确表达后，迅速增加贷款，提高本身的资产负债率，实施负债毒丸计划。

2008年01月31日，东方航空购买飞机交易公告向波音购买30架波音737飞机，基准价格约为139.8亿元人民币。



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 反并购策略

#### 其他在本案例中较难使用的反并购策略

3

#### 焦土战术

焦土战术是一种两败俱伤的策略。常用做法主要有两种：

- 1、出售“冠珠”。公司可能将引起收购者兴趣的“皇冠上的珍珠”，即那些经营好的子公司或者资产出售，迫使收购者放弃收购计划。
- 2、虚胖战术。公司购置大量与经营无关或盈利能力较差的资产，使公司资产质量下降；或者是做一些长时间才能见效的投资，使公司在短时间内资产收益率大减。

4

#### 绿色邮件

- 1、发布盈利预测，表明公司未来盈利好转。
- 2、资产重新评估，体现评估增值。
- 3、发表保密状态下的开发研究成果等对股价有利的消息。
- 4、促成多家购并者竞价争购哄抬股价。



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 反并购策略

#### 其他在本案例中较难使用的反并购策略

5

#### 驱鲨剂

所谓驱鲨剂是指公司出于反收购的目的在公司章程中设置的一些作为收购障碍的条款。以下为两种主要的“驱鲨剂”条款：

##### 1、分期分级董事会制度

又称董事会轮选制，是指公司章程规定每年只能改选 1 / 4 或 1/3 的董事。这意味着收购者即使收购到了足量的股权，也无法对董事会做出实质性改组。

##### 2、绝对多数条款

绝对多数条款是指在公司章程中规定，如果要更改公司章程中的反收购条款，必须经过绝对多数股东或董事同意，这就增加了收购者改组目标公司的难度和成本

6

#### 帕克曼防御术

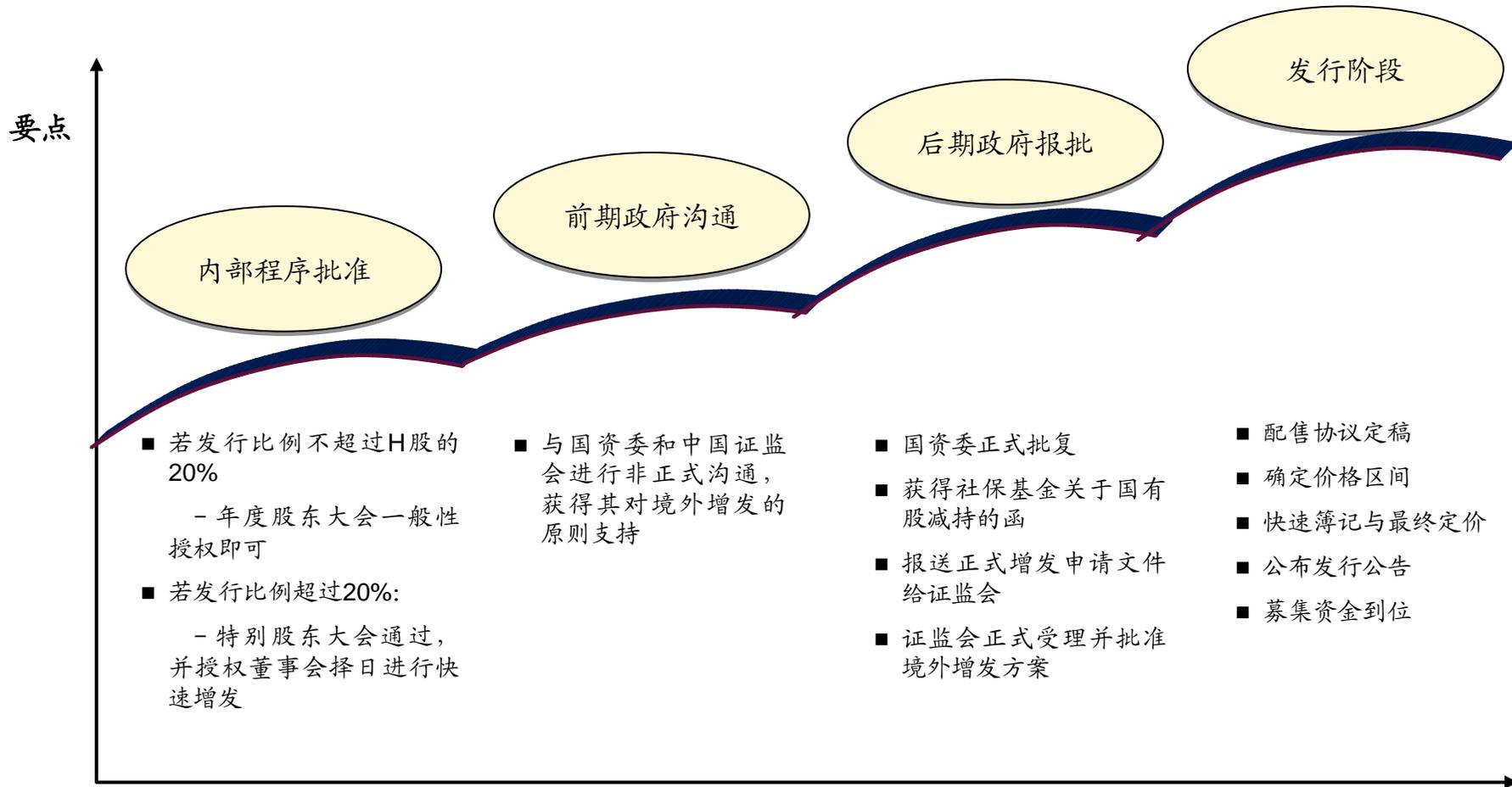
公司在遭到收购袭击的时候，不是被动地防守，而是以攻为守，它或者反过来对收购者提出反收购方案，或者以出让本公司的部分利益、包括出让部分股权为条件，策动与公司关系密切的友邦公司出面收购收购方股份，以达围魏救赵的效果。



## 审批程序



## 审批程序





## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 审批程序

#### 概览

##### ■ 国资委审批

国资委需要审批由于增发所产生的国有资产变更情况。如一个完整会计年度内累计净转让股份比例未达到上市公司总股本5%的，由国有参股股东按照内部决策程序决定；达到或超过上市公司总股本5%，应将转让方案逐级报国务院国有资产监督管理机构审核批准后实施。

如果H股增发议案通过，则需要经过国资委、中国证监会国际部以及香港联合交易所（20%以上）的审批

#### 相关法规

《企业国有资产监督管理暂行条例》

2003年5月27日 施行

《国有股东转让所持上市公司股份  
管理暂行办法》

2007年7月1日起施行



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 审批程序

#### 审批部门

##### ■ 证监会国际部审批

提供以下材料清单：

1. 申请报告；
2. 发行方案；
3. 有关股东大会及董事会决议。
4. 法律意见书。
5. 国务院国资委或财政部减持国有股的确认函或将国有股划拨社保基金会的批复。
6. 社保基金会委托出售或转持国有股的函。
7. 有关部门对需审批固定资产投资项目或专门立项项目的批复文件。

如果H股增发议案通过，则需要经过国资委、中国证监会国际部以及香港联合交易所（20%以上）的审批

#### 相关法规

《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》

2007年10月30日起施行

《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》

1994年8月4日起施行



### 审批程序

#### 审批部门

##### ■ 证监会国际部审批

8. 国税局、地税局出具的完税证明。
9. 从事可能对环境构成重大影响的行业的申请人应提供环保部门的证明。
10. 募集资金投向涉及可能对环境构成重大影响的项目的申请人应提供环保部门的批复。

##### ■ 香港联合交易所审批

只需到香港联交所备案即可

#### 相关法规

《香港联交所主板上市规则》

2007年7月9日修订

如果H股增发议案通过，则需要经过国资委、中国证监会国际部以及香港联合交易所（20%以上）的审批

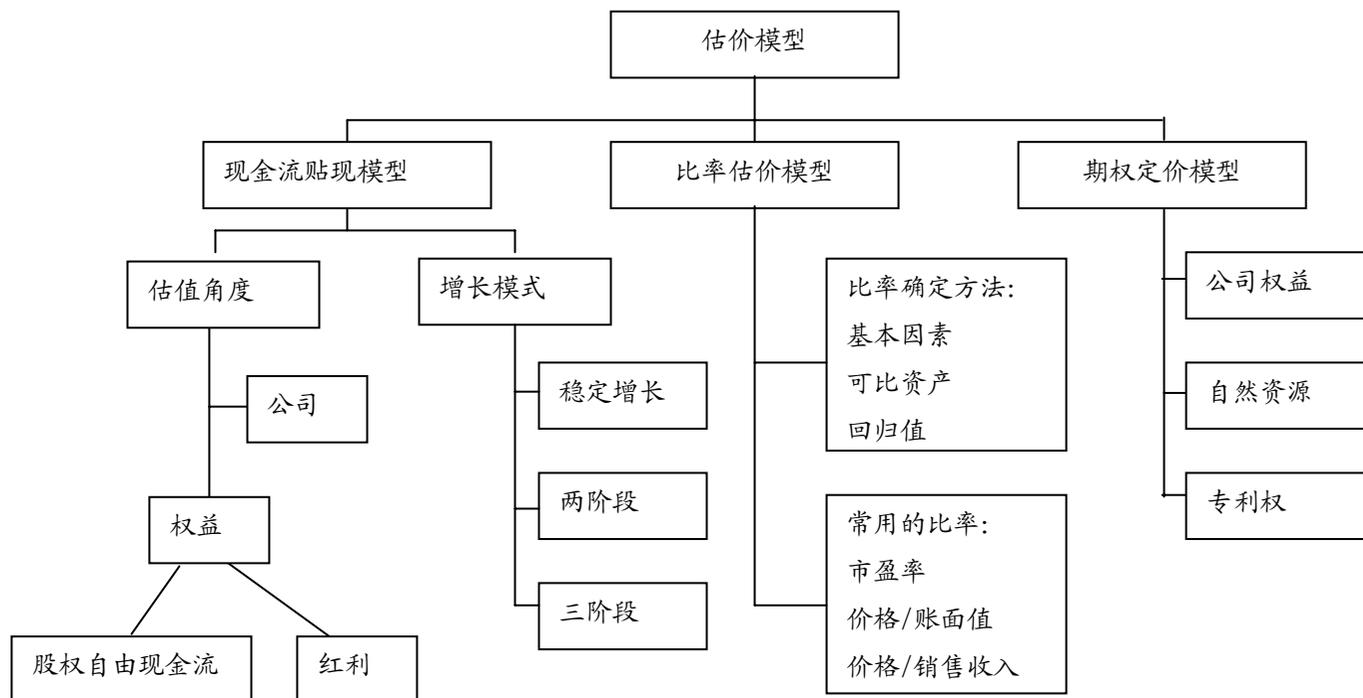


## 价值评估



## 独立估值

### 估值方法选择





## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 估值模型选择

#### 公司特征和现金流贴现估价模型的选择

符号	收益 是否正常	增长率	增长的 源泉	红利与 FCFE	杠杆比 率	其他 因素	恰当的模型
正	正常	稳定	N/A	相等	稳定	N/A	Gordon增长模型
正	正常	稳定	N/A	不相等	稳定	N/A	FCFE稳定增长模型
正	正常	稳定	N/A	N/A	不稳定	N/A	FCFE稳定增长模型
正	正常	稳定	一般	相等	稳定	N/A	H模型
正	正常	中等	特殊	相等	稳定	N/A	两阶段增长模型
正	正常	中等	特殊	不相等	稳定	N/A	两阶段增长模型
正	正常	中等	皆可	N/A	不稳定	N/A	两阶段增长模型
正	正常	中等	皆可	相等	稳定	N/A	三阶段增长模型
正	正常	高	皆可	不相等	稳定	N/A	三阶段增长模型
正	正常	高	皆可	N/A	不稳定	N/A	三阶段增长模型
正	不正常	高	N/A	N/A	稳定	N/A	正常化EPS
正	不正常	N/A	N/A	N/A	不稳定	N/A	正常化FCFE



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 估值模型选择

项目	模型参数选择
收益水平	考虑到东航重组期间，其经营效率的努力尚未完全发挥作用因此，剔除重组的影响因素，收益水平为正。
收益增长率	稳定阶段，东航收益增长率约为8%，视为适度增长公司。
超额增长来源	无，公司在品牌建立和成本控制方面不具备优势。
红利和资本现金流	鉴于EPS的可获取性高于资本现金流，本次估值暂用DDM模型，如有充分数据支撑，可考虑采用资本现金流。
财务杠杆的稳定性	东方航空近些年资本负债率维持在90%左右，因此，在本次预测中采用资产负债率为90%。
阶段模型选择	鉴于东方航空将处于整合后超级增长阶段，本案例中选择三阶段模型。
结论	根据以上模型参数选择，对于东方航空的估值采用DDM（稳定增长模型）



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 估值结果

对东方航空公司在  
2008年1月9日的价值  
进行独立评估

代码 - 600115/东方航空	
年化每股红利(元)	0.14
无风险收益率(%)	4.14
市场收益率(%)	15
Beta	0.76
风险溢价(%)	10.86
股权资本成本(%)	12.39
预期红利增长率(超常增长阶段)(%)	58.11
超常增长阶段(年)	2
过渡增长阶段(年)	5
预期红利增长率(稳定增长阶段)(%)	3
理论价格(元)	8.1元/股

数据来源：广发证券



## 市场反应



# 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

## 市场反应

### 东方航空A股与H股股价表现



2007年11月09日:

东航公布新航及淡马锡入股详细方案。

### 市场评论

- **国泰君安:** 新航、淡马锡入股后，东方航空的每股盈利将被摊薄约61.3%，但资金注入可大幅降低公司净利息支出。预测公司08、09年每股盈利分别上升18.1%和42.6%至0.198元和0.179元；同时，每股帐面值分别上升1.91倍和1.70倍至1.95元和2.13元。另外，新航、淡马锡入股除了可暂时增加公司净资产外，其协同效益未必会能在短期内得以体现。经营管理改善未必能如所愿。
- **天相投顾:** 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。

注：图中所表示1、2、3、4为对应时间点当日公司股价的走势，其中1为2007年11月9日；2为2008年1月9日；3为2008年1月22日；4为2008年1月25日。



# 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

## 市场反应

### 东方航空A股与H股股价表现



2008年01月09日:

东方航空刊登1月8日股东大会未通过定向增发H股方案公告：“未通过公司向新加坡航空公司、淡马锡、东航集团定向增发H股的议案。”

### 市场评论

- **中金公司：**新航入股东航交易被否决有利于小股东，因为这将有助于中国航空（集团）有限公司（“中航有限”）推进其新方案。东航与国航联合第一年的协同效应将达人民币37~52亿元，远高于东航与新航之间11.5~14.5亿元的协同效应。维持对行业整合前景的乐观看法，整个行业都将受益于这种趋势。维持对板块推荐的观点。
- **兴业证券：**新航与淡马锡3.8元港币的价格，虽然相对东航当时0.6元净资产的PB高达6倍之多，但相对于中国强劲的航空需求增长，显然是不高的。东航的未来，取决于政府的态度和力度。



# 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

## 市场反应

### 东方航空A股与H股股价表现



注：图中所表示1、2、3、4为对应时间点当日公司股价的走势，其中1为2007年11月9日；2为2008年1月9日；3为2008年1月22日；4为2008年1月25日。

### 市场评论

- **申银万国：**方案对东航主要利好在于：1、将给东航带来149亿港元的资金，与新航方案相比，多出35.8亿港元，这将大为改善东航的资产和财务质量；2、东航与国航的业务合作将带来超过50亿的协同效应。但协同效应对东航业绩的提升程度取决于其未来管理能力的提升。
- **兴业证券：**如果中航能成功入股东航，东航业绩短期将出现较大改变：东航将获得不低于149亿港元的现金；东航财务状况明显改善，资产负债率由入股前的94.3%降低至入股后的77%以下。另外，将增强国航、东航实力与国际竞争力：合作后的国航、东航在上海、北京的占有率都将超过50%；北京、上海两地的国际航线资源配置得到改善。

2008年01月22日：

中国国航刊登提示性公告 公布中国国航《参股东方航空股份有限公司(下称：东方航空)并与其结成战略伙伴的建议》，提出拟由中航有限和/或其代表的有关方(下称：中航有限方面)和中国东方航空集团公司以每股H股不低于5.0港元的价格共同认购东方航空将发行的298485万股H股。



# 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

## 市场反应

### 东方航空A股与H股股价表现



注：图中所表示1、2、3、4为对应时间点当日公司股价的走势，其中1为2007年11月9日；2为2008年1月9日；3为2008年1月22日；4为2008年1月25日。

### 市场评论

- 中金公司：虽然东航和南航合作在一定程度上为中航有限参股东航带来了不确定性，但该事件对于行业的重组整合也有一定的积极意义。且东航是整个事件的最大受益者。

2008年01月25日：

南方航空刊登董事会事项声明公告“南方航空于2008年1月22日与东方航空签署了业务合作框架协议。”



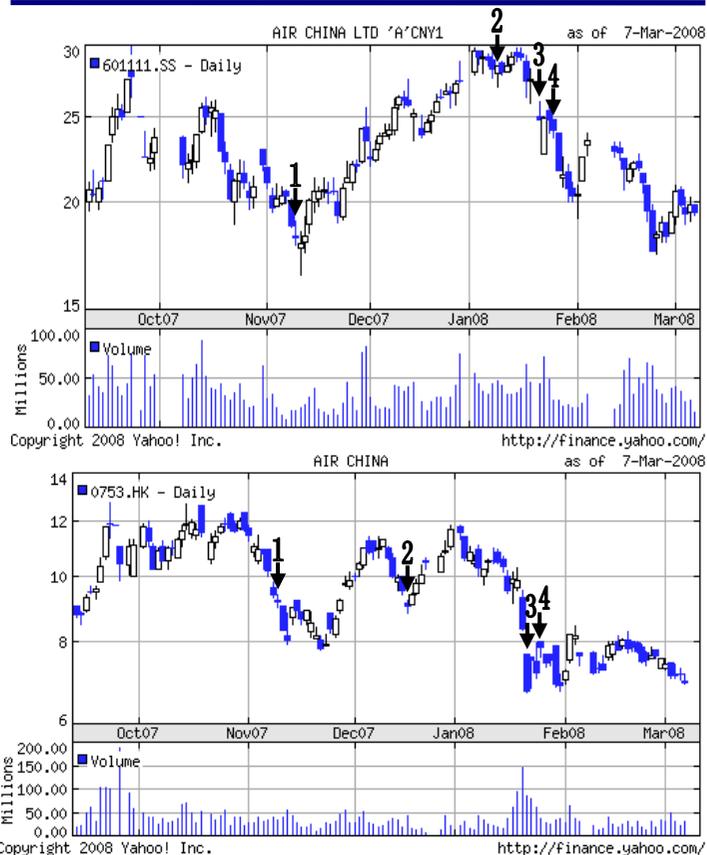
# 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

## 市场反应

### 中国国航A股股价表现

2008年01月22日:

中国国航刊登提示性公告 公布中国国航《参股东方航空股份有限公司(下称:东方航空)并与其结成战略伙伴的建议》,提出拟由中航有限和/或其代表的有关方(下称:中航有限方面)和中国东方航空集团公司以每股H股不低于5.0港元的价格共同认购东方航空将发行的298485万股H股。



### 市场评论

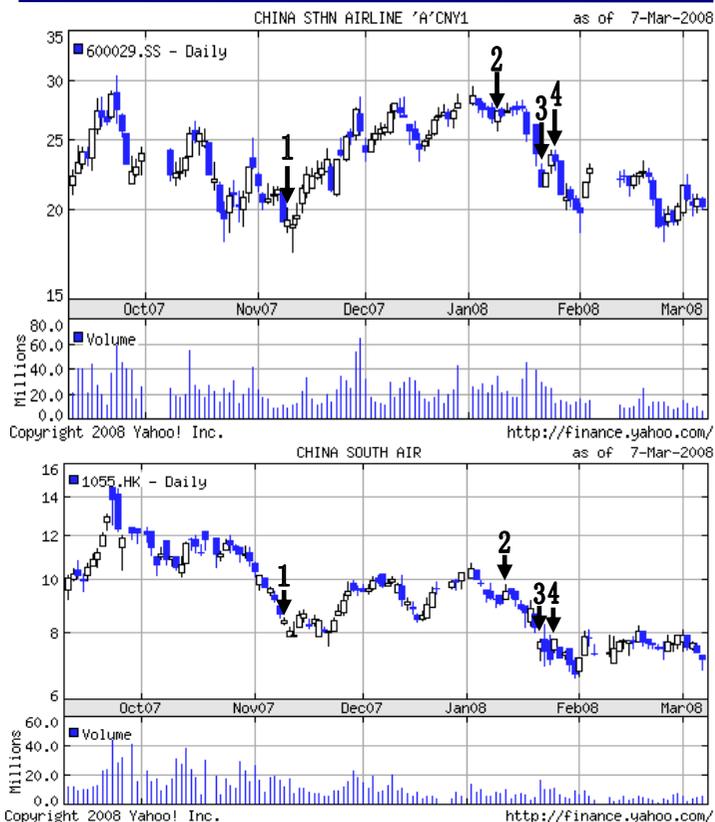
- **申银万国:** 合作方案将大为加强国航在上海门户枢纽的运营和衔接能力,使其北京-成都-上海的国内干线网络结构更为完整,与国际航线的中转,联程的功能进一步增强,对其收入增长长期利好。
- **兴业证券:** 增强国航、东航实力与国际竞争力。一,形成上海、北京两大国际航空枢纽,合作后的国航、东航在上海、北京的占有率都将超过50%。二,改善北京、上海两地的国际航线资源配置,提升两公司的国际竞争力。通过“一联一合一换”彻底改变货运业务亏损的局面。
- **中金公司:** 行业整合情况下,两家公司盈利上升空间很大。



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 市场反应

#### 南方航空A股与H股股价表现



2008年01月25日：

南方航空刊登董事会事项声明公告“南方航空于2008年1月22日与东方航空签署了业务合作框架协议。”

#### 市场评论

- 中金公司：虽然东航和南航合作在一定程度上为中航有限参股东航带来了不确定性，但该事件对于行业的重组整合也有一定的积极意义。且东航是整个事件的最大受益者。航空业整合仍将进一步推进下去，而政府的态度还是最终决定行业重组整合方向的关键所在。



## 案例研究——东航、新航、国航、南航并购案例研究

### 市场反应

#### 新加坡航空股价表现



2007年11月09日:

东航公布新航及淡马锡入股详细方案。

#### 市场评论

- **兴业证券:** 新加坡航空公司是全球一流的航空公司，向来以卓越的管理经营水平饮誉全球。新航如果能够借助中国国内航空公司进入中国市场，特别是能在上海这样的航空枢纽占有一席之地，对新航的未来发展显然具有重要的战略意义。