

高安全边际的进攻型品种

——南方航空投资策略报告

2007/07/18

相关研究

《强式整理与结构分化》

郭飞舟、曹光亮/2007-07-16

《航空业行业报告：走出贫困式
增长》

陈建生/2007-06-06

- **高安全性：认沽权证封杀下跌空间。**我们认为南航1年后股价低于认股权证行权价格7.43元的可能性几乎为零。按照南航7月17日收盘价8.95元计算，南航股价下跌的极限值仅为17%，是A股市场上难得一见的高安全性品种。
- **高进攻性：（1）罕见的高杠杆：只放大利好不放大利空。**06年年报显示，南方航空资产负债率高达84%，财务杠杆处于较高区域。且在认沽权证的作用下，该杠杆成为只放大利好不放大利空的单边杠杆。一旦行业景气度上升、企业运营效率提高或者人民币升值、隐藏业绩释放等利好事项发生，南方航空EPS在高杠杆的作用下快速上升
- **高进攻性：（2）最多的外币负债：人民币升值的直接受益者。**南方航空外币负债为62.95亿美元（折合每股1.44美元），远高于中国国航的46.54亿美元（折合每股0.38美元），东方航空的53.21亿美元（折合每股1.09美元）。我们预计南方航空公司07年每股汇兑损益为0.48元人民币，中国国航为0.1元人民币，东方航空为0.38元人民币
- **高进攻性：（3）最保守的财务策略。**南方航空公司采用的飞机折旧年限为15-20年，而美国航空公司选取的折旧年限为20-30年。保守的折旧政策压低了南方航空07年EPS 0.3元，预计压低08年EPS 0.33元，09年EPS 0.4元。折旧政策对业绩的吞噬，仅仅是将利润向以后年度转移，利润并未真正消失。因此被折旧政策吞噬的业绩将迟早释放出来，保守的折旧政策实际上是在压低现在利润，抬高未来利润。并且释放的时点越晚，则释放的力度越大。
- **静候三重催化剂，迎接南航股价上扬。**业绩超预期增长、资产注入、管理层股权激励，将是南航的股价催化剂。从我们公司行业研究员的研究结论看，南航07年业绩超出年初的预期。但是在资产注入、管理层股权激励完成前，业绩与股价存在无法完全释放的可能。我们预计在业绩的支撑下，南航股价在未来将有不错表现，并随着资产注入、管理层股权激励的完成进入再加速上升的通道。

分析师

曹光亮

(0755) 82492672

caogl@lhzq.com

目 录

一、高安全性：认沽权证封杀下跌空间。.....	3
二、高进攻性	3
1、罕见的高杠杆：只放大利好不放大利空.....	3
2、最多的外币负债：人民币升值的直接受益者.....	4
3、最保守的财务策略：市场对于南航折旧政策的误读.....	5
四、资金配置：静候三重催化剂，迎接南航股价上扬。.....	6

我们的行业研究员认为：“我国航空业目前处在整个生命周期中发展最快的阶段。2000 年以后，旅客周转量的增长速度维持在 16.4%，为同期 GDP 增长的 1.8 倍。中国民航客运增长将和高经济增长形成谐振，双重驱动有望把中国民航业带入长景气周期。”因此，在人民币升值的大背景下，高外币负债的航空业具备突出的投资价值。

一、高安全性：认沽权证封杀下跌空间。

南方航空在在股改方案中规定非流通股股东向全体 A 股流通股股东支付 14 亿份认沽权证，每持 10 股流通股可获 14 份认沽权证。南航认沽权证的行权方式为欧式到期日自动行权，行权比例为 2：1，存续期为 12 个月，结算方式为现金结算。该方案是在要求航空业国家必须绝对控股，而南航集团仅控股 50.3% 无法送股的大背景下出台的。行权价格在一定程度上代表了国资委与南航集团对南方航空价值认可的程度。

从技术层面看，截至 7 月 17 日市场上南航 JTP1 流通总量为 43.6 亿份，对应行权股票为 21.8 亿股。保守假设 08 年南方航空内在价值为 2.25 元（预计 08 年每股净资产），拉升股票价格所需筹码为 6.6 亿股（占 A 股流通股的 66%），则对应股票价格恰好为 7.43 元。即在上述策略下，如果南方航空股价低于 7.43 元，南航集团相比让认沽权证的一个优势策略是通过购买南航股票的方式拉升股票价格，购买上限为 6.6 亿股。这即能让南航集团在经济上受益，又符合国家对航空业绝对控股的要求。

因此我们认为南方航空 08 年 7 月份股价低于 7.43 元的概率几乎为零。按照南航 7 月 17 日收盘价 8.95 元计算，南航股价下跌的极限值仅为 17%，是 A 股市场上难得一见的高安全性品种。

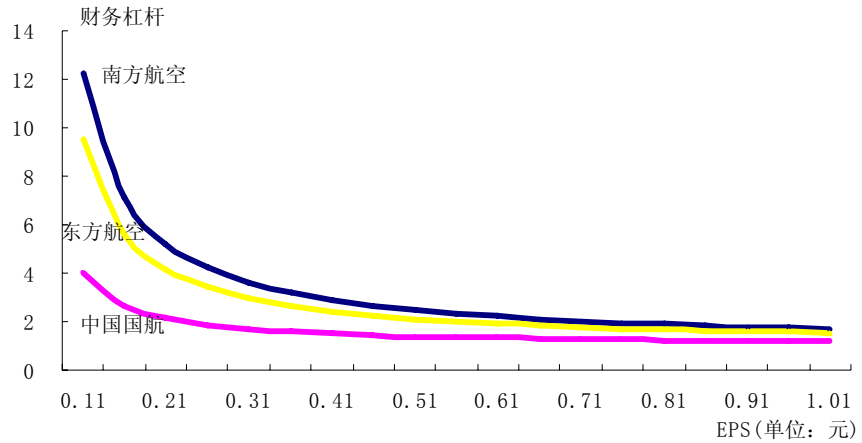
二、高进攻性

1、罕见的高杠杆：只放大利好不放大利空

财务杠杆本身是一种同时放大企业风险与收益的工具，高杠杆企业 EPS 将跟随息税前利润的小幅变动而剧烈波动。即将行业的利好、利空因素的影响通过杠杆进行放大。但是认沽权证的存在使得南方航空的高杠杆效应成为只放大利好，不放大利空的单边杠杆。这种单边高杠杆特征使得南航 EPS 爆发式增长成为可能。一旦行业景气度上升、企业运营效率提高或者人民币升值、隐藏业绩释放等利好事项发生，南方航空 EPS 在高杠杆的作用下快速上升，PE 被迅速摊薄。等待单边高杠杆下南航的业绩爆发成为非常理性的选择。

06 年年报显示，南方航空资产负债率高达 84%，在 A 股市场中排第 20 位（剔除 ST 股与银行股）。南航财务杠杆处于较高区域，横向比较看也远高于东航航空与中国航空。

图 1、三大航空公司 07 年预计财务杠杆对比



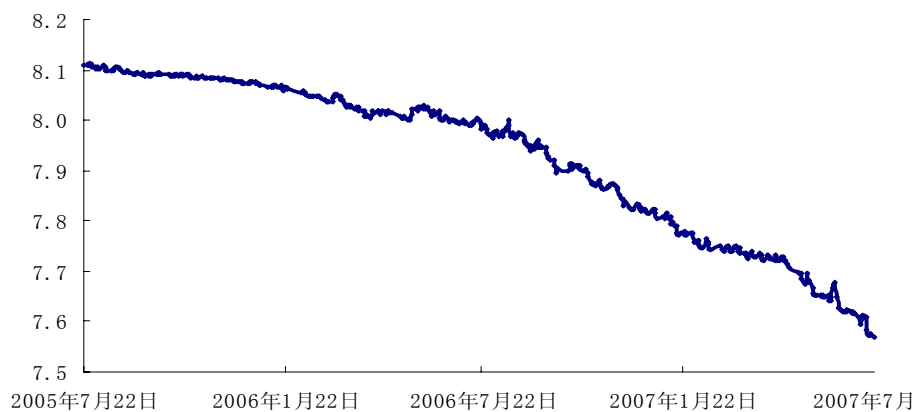
数据来源：联合证券研究所。

2、最多的外币负债：人民币升值的直接受益者

我们策略报告就认为，07 年下半年的投资主线仍旧以人民币升值为主题。航空业高外币负债的特征决定了航空公司将成为人民币升值过程中最大的受益者，在三大航空公司中南方航空受益又尤其显著。南方航空外币负债为 62.95 亿美元(折合每股 1.44 美元)，远高于中国国航的 46.54 亿美元(折合每股 0.38 美元)，东方航空的 53.21 亿美元(折合每股 1.09 美元)。

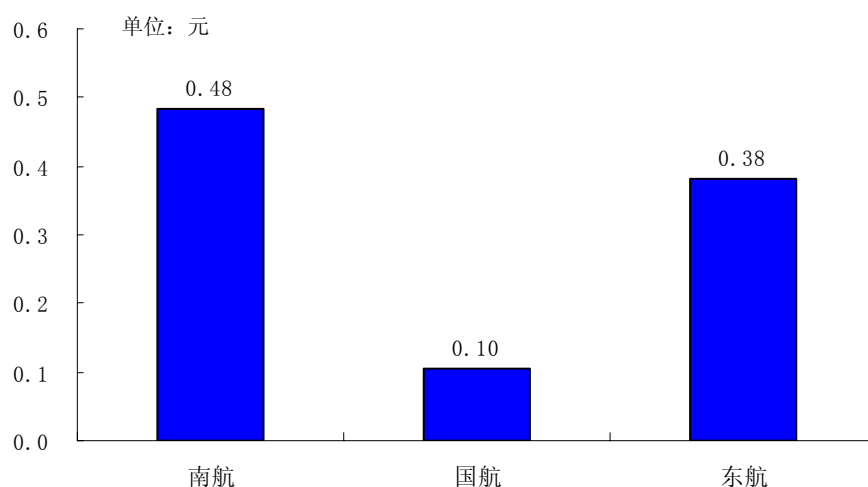
07 年人民币升值速度偏快，这为三大航空公司带来了不菲的汇兑损益。其中南方航空公司 07 年每股汇兑损益为 0.48 元，中国国航为 0.1 元，东方航空为 0.38 元。

图 2、人民币兑美元汇率



数据来源：联合证券研究所。

图 3、人民币升值带来对三大航空公司 07 年 EPS 影响



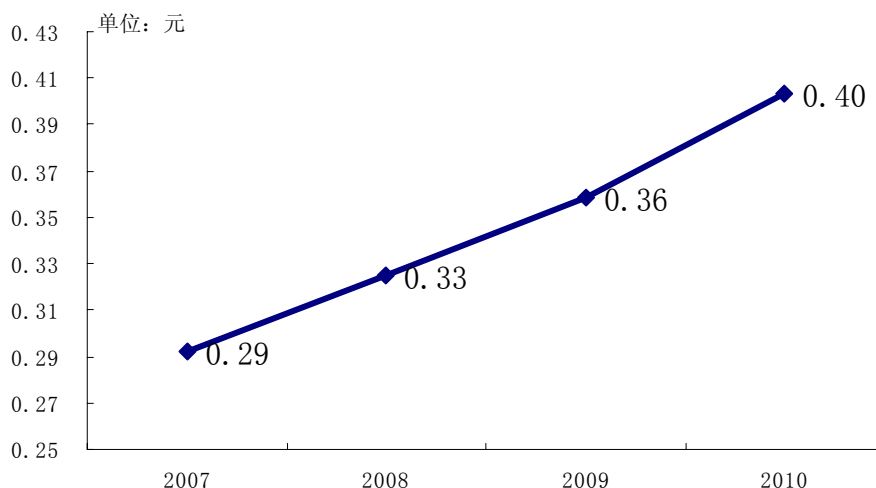
数据来源: 联合证券研究所。

3、最保守的财务策略: 市场对于南航折旧政策的误读

折旧政策是影响 EPS 的重要会计政策, 且各企业拥有制定、调整折旧政策的权限。因此理解、调整企业的折旧政策, 是比较各企业 EPS 乃至股票定价的基础。

南方航空公司采用的飞机折旧年限为 15 - 20 年, 而美国航空公司选取的折旧年限为 20 - 30 年。这种折旧年限的不同将极大地吞噬南航的 EPS, 按照折旧中值年限测算, 若调整为与美国相同的折旧年限, 南方航空 07 年 EPS 将上升 0.3 元。随着飞机的逐渐采购, 折旧政策对业绩的吞噬将越来越大, 预计 08 年吞噬 0.33 元, 09 年为 0.36 元, 2010 年为 0.4 元。

图 4、折旧政策对各年度 EPS 的影响



数据来源: 联合证券研究所。

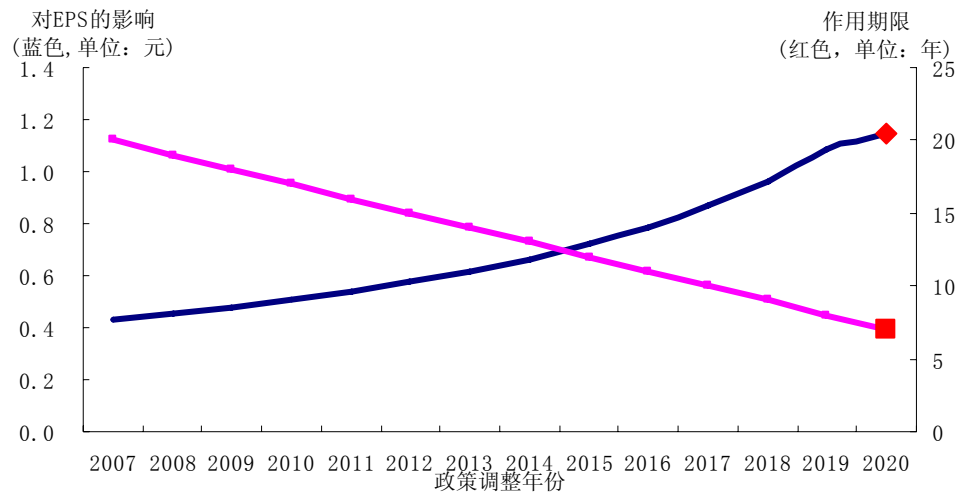
根据行业研究员预测南方航空 07、08、对应 EPS 为 0.44 与 0.74, 调整折旧业绩隐藏因素后, 对应 EPS 为 0.77 元与 1.1 元, 对应的 07 年市盈率在 11.6, 08 年市盈率 8.14, 不仅低于亚太航空公司 07 年平均 20.3 的市盈率, 甚至低于欧美等

国际航空公司 07 年 12 倍的市盈率。

折旧政策对业绩的吞噬，仅仅是将利润向以后年度转移，利润并未真正消失。因此被折旧政策吞噬的业绩将迟早释放出来，保守的折旧政策实际上是在压低现在利润，抬高未来利润。业绩释放的方式有两种，一是会计估计的变更，一是折旧提完，固定资产仍旧使用。两种方式的后果都是多年隐藏的利润在某个时间段集中释放，释放的时点越晚，释放的力度越大。（因为数据披露不完全，我们采取了最为保守的假设：南航平均机龄为 5 年且固定资产规模不再增加。因此实际的业绩释放力度将高于下图）

注：图中红点代表折旧提完，固定资产仍旧使用的情况

图 5、会计政策调整对 EPS 影响力度及影响时间



数据来源：联合证券研究所。

若遇到折旧政策调整或者折旧计提完毕、业绩释放的年份，业绩将爆发式增长，PE 被迅速压低。

四、资金配置：静候三重催化剂，迎接南航股价上扬。

业绩超预期增长、资产注入、管理层股权激励，将是南航的股价催化剂。从我公司行业研究员的研究结论看，南航 07 年业绩超出年初的预期。并且在高杠杆效应的作用下，南航未来业绩出现快速增长也值得期待。但是在资产注入、管理层股权激励完成前，业绩与股价存在无法完全释放的可能。

我们预计在业绩的支撑下，南航股价在未来将有不错表现，并在资产注入、管理层股权激励完成后进入加速上升的通道。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318
E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2007。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。