

东方航空估值分析

1.1 公司简介

中国东方航空集团公司(CEA,以下简称东航集团)是中国三大国有大型骨干航空企业集团之一,于2002年在原东方航空集团的基础上,兼并中国西北航空公司,联合云南航空公司重组而成。

东航集团总部位于上海,以上海的虹桥机场和浦东机场为主要航空基地。集团注册资本为人民币25.58亿元,总资产约为516.99亿元,员工达35000人。截至2004年中期,东方航空股份公司运营飞机100架,其中包括92架100座以上客机、6架全货机、2架CRJ200支线客机。预计2005年收购西北航空和云南航空的资产后,公司100座以上客机将增加38架,增幅达41%,公司机队规模将进一步扩大。此外,集团还广泛涉及进出口、金融、航空食品、房产、广告传媒、机械制造等行业,拥有20多家分公司。

近年来,东航集团客机和货机的增加情况如图1-1所示。

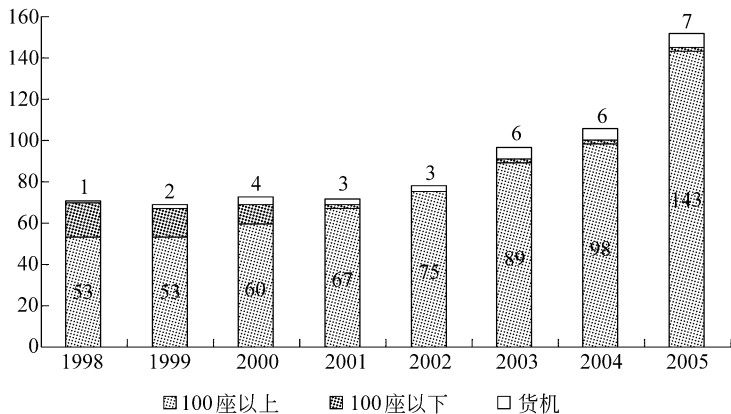


图 1-1 东方航空 1998—2005 年运力的变动情况

资料来源:申银万国证券研究所

中国东方航空股份有限公司(以下简称东航)是东航集团的核心企业,是中国第一家在香港、纽约和上海上市的航空公司,注册资本为人民币 48.669 5 亿元。东航集团拥有其 61.64% 股权。

东航集团在国内民航业中占客运市场 23% 的市场份额、货运市场 28% 的市场份额。作为上海机场的主要基地航空公司,东航集团在上海航空枢纽港的建设中起着举足轻重的作用。截至 2003 年底,中国民航旅客运输市场和货邮运输市场的份额划分如图 1-2 和图 1-3 所示。

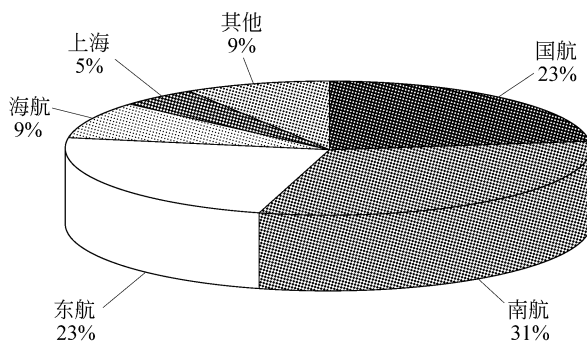


图 1-2 中国民航旅客运输市场份额

资料来源：从统计看民航(截至 2003 年底)

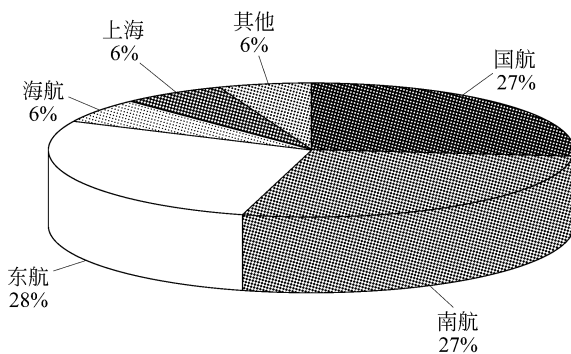


图 1-3 中国民航货邮运输市场份额

资料来源：从统计看民航(截至 2003 年底)

从 2004 年夏秋季航班开始,东航就逐步调整运力,增加从上海始发的航班的数量。11 月底的数字显示,东航在上海空港实际开通航班的数量已经达到上海总航班数的 36% 左右。按照已取得的航班时刻算,东航的市场份额已经接近 40%。东航将继续调整其他地区的运力到上海,增加上海出发和到达的航班数量,利用自身国际航线的优势,逐步向枢纽运营模式转变。

1997 年初,东航股票在海外上市,募集资金 2.82 亿美元。10 月,公司 A 股在上海证券市场(股票代码为 600115)上市,募集资金 7.2 亿元。公司总股本 48.67 亿股,61.6% 由东航集团公司控制。图 1-4 给出的是东航股票在 1997 年 11 月份 A 股上市以来到 2005 年 8 月份的收盘价月度数据。我们可以看出其股价在这段时间的大致走势。

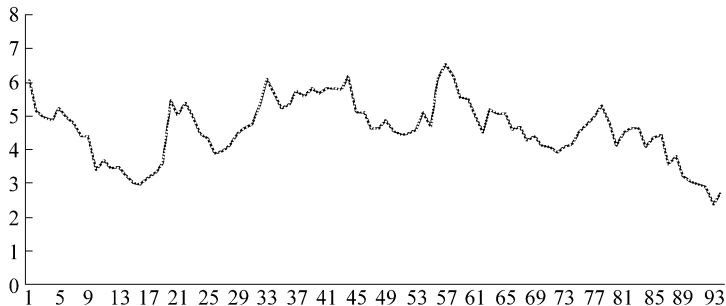


图 1-4 1997 年 11 月—2005 年 8 月东航股票收盘价

1.2 所在行业简介

1.2.1 航空业发展现状

航空业是关系国计民生的重要基础行业,其行业特点是航空业盈利波动性较大。这种波动性不仅在航空业,其他周期性行业也是如此,与宏观经济密切相关,另外还体现在航空市场需求和运力供给的周期性失衡上。此外,航空业也有着极为脆弱的行业特性,容易遭受战争、恐怖活动、传染性疾病、油价波动、政策变更等多种因素的干扰。

研究发现,一国航空业的高成长期约为 40 年。中国航空业从 20 世纪 80 年代开始进入高成长期,至今已经快速增长了 20 多年。根据此条“国际惯例”,应还有近 20 年的高成长期。在我国 GDP 长期稳定增长的背景下,民航运输业一直保持较高的增长率。从 1990—2003 年,GDP 年复合增长率为 9.67%,而同期我国民航旅客运输量、货邮运输量年复合增长率分别为 13.65% 和 14.66%,均高于 GDP 的复合增长率。另外,与其他运输方式相比,民航业也显示了较高的增长率。从 1991—2002 年,民航旅客运输量年复合增长率为 13.29%,铁路为 0.96%,公路为 7.26%,水运为 -2.99%;民航货邮运输量年复合增长率为 14.58%,铁路为 2.67%,公路为 3.89%,水运为 4.95%。

研究表明,我国航空业强劲的增长动力可以从航空市场的供给和需求两方面来看。我国宏观经济持续快速增长,对内对外商务贸易越来越活跃,保证了航空业最宝贵的客户资源——商务旅客客源的快速增加。据统计,我国旅游收入占 GDP 比重为 4%,而世界平均比重为 10%,显示我国旅游业有着广阔的发展前景。据国家旅游局预测,2004—

2010 年,我国游客人数将年均增长 10%;2011—2020 年将年均增长 8%。预计到 2006 年,航空业旅游乘客占比将从 2000 年的 19%增长到 2006 年的 43%以上。从航空业需求规模的前景判断,未来 10 年,不断推进改革开放和加入 WTO、2008 年奥运会等多种因素将继续推动我国经济高速增长。据推测,未来 10 年 GDP 的增长速度平均将达到 8%,我国国内航空市场未来 5 年的平均增长速度应在 15%左右,未来 5~10 年的增长速度应在 10%左右。

从供给来看,根据航空业运力增长的前景判断。民航总局预测,2005 年民航机队规模将由 2000 年的 510 架增至 800 架,2010 年将达到 1 200 架。2003—2010 年,飞机架数年复合增长率为 8.9%,低于预期的国内航空市场未来 10 年 10%~15%的平均增长速度,因此我国民航业的客座率水平应该是不断上升的。据估计,客运周转量 2004—2006 年将保持 15%的复合增长率,而根据对上市公司的调研以及对国内飞机新旧更换数量的推测,预计 2004—2006 年可用客运周转量复合增长率为 10%左右;今后几年的客座率将继续保持增长,2005 年在 70%左右,2006 年在 72%左右。图 1-5 给出的是客座率增长情况。

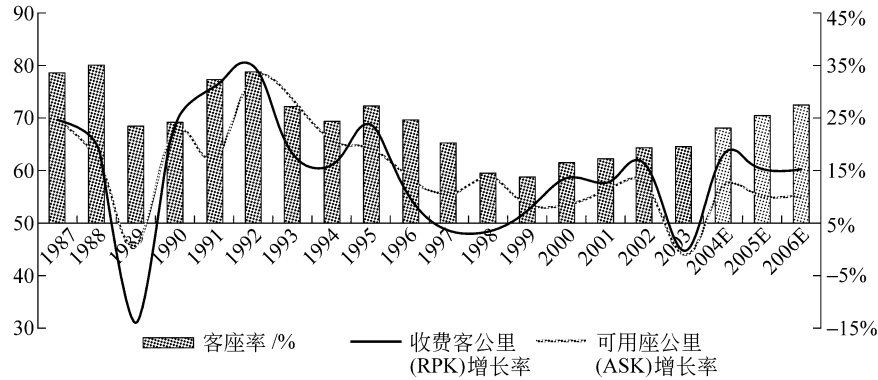


图 1-5 中国民航业客运业务供需状况及客座率
资料来源：CEIC、波音网站、空客网站、申银万国证券研究所

1.2.2 航空公司财务的主要特点

1. 负债币种多为外币

由于购买飞机的成本很高,再加上高额的其他费用,租赁飞机则以较低的成本、较高的灵活性及多种融资渠道而成为国内外许多航空公司的现实选择。目前,全球航空公司的飞机有 40%都是通过租赁方式引进的。这样一来导致航空公司资产负债率水平较高,负债的大部分为外币负债,其中又主要以美元为主。美元负债中大约有 50%为固定利率贷款,因此汇率的变化以及国内利率的调整都会对航空公司造成较大的影响。

以东方航空、南方航空和上海航空为例。截至 2004 年底,南航的美元负债额折合

人民币 193.67 亿元,东航的美元负债额折合人民币 123.87 亿元,上航的美元负债额折合人民币 32.71 亿元。表 1-1 给出了三家航空公司 2004 年末租赁飞机占全部飞机的比率、美元负债占总负债的比率以及负债占总资产的比率。从表中数据可看出,三家航空公司,资产负债率均在 70%以上,美元负债率最高 54.37%,最低也有 35.85%。三家公司的飞机租赁比率均超过三分之一。

表 1-1 三家航空公司的租赁负债情况比较 (单位: %)

	飞机租赁比率	美元负债率	资产负债率
东方航空	46.25	35.85	84.27
南方航空	34.69	39.30	78.03
上海航空	43.93	54.37	73.96

2. 航空业受航油影响最大

无论是国际航空公司还是国内航空公司,航油成本在公司运营总成本中始终占很高比例。对国内航空公司来说,航油成本更是比例最高的一项,平均在 20%以上。据统计,我国航空公司的不可控成本如航空油料费用、购置飞机关税和增值税、发动机折旧费、经营性租赁费、高价周转件摊销和飞机发动机保险费等已经占到了总成本的 60%左右。

资料显示,由于我国航油供给由中国航空油料总公司(简称中航油)独家经营,中航油完全垄断油源和全国机场的储供油设施,实行高出国外市场 50%~100%的垄断价格,这是造成我国航空公司成本居高不下、缺乏竞争力的重要原因之一。

1.3 中国东方航空集团公司基本财务分析

我们主要就东航的偿债能力、经营能力、财务结构和盈利能力等 4 个方面,通过行业横向和时间纵向的比较来进行分析。

1.3.1 横向比较

表 1-2 是利用在我国 A 股上市的 4 家航空公司 2004 年年报中的相关财务数据计算出来的几个主要的财务指标。

从表 1-2 可以看出,4 家航空公司的流动比和速动比相对其他行业都偏低,东航处于中偏下水平。不过,东航在存货周转率、总资产周转率、盈利能力以及每股收益方面都处于中上水平。从财务结构上看,东航的资产负债率为 84.27%,仅次于海南航空,相对比较高。另外,东航的应收账款周转率在这 4 家航空公司中是最低的,说明在应收账款管理方面有待加强。

表 1-2 4 家航空公司的相关财务指标比较

	偿债能力分析		财务结构分析	经营效率分析			盈利能力分析(%)		每股财务数据	
	流动比	速动比	资产负债率 (%)	存货 周转率	应收账款 周转率	总资产 周转率	经营 净利率	净资产 收益率	每股净 资产	每股 收益
东方航空	0.435	0.372	84.27	12.769	12.227	0.509 5	2.70	9.25	1.191	0.110 2
南方航空	0.307	0.254	78.03	19.014	19.481	0.472	0.43	0.88	2.66	0.024
上海航空	0.59	0.422	73.96	12.881	25.096	0.861 8	4.00	12.87	1.89	0.24
海南航空	0.67	0.634	91.56	8.873 1	27.56	0.347 3	1.08	6.35	1.96	0.12

1.3.2 纵向比较

从东航自身经营和财务状况来看,存在以下一些特点。表 1-3、表 1-4 和表 1-5 分别是东航 2001—2004 年的资产负债表、利润表和现金流量表。

表 1-3 东方航空历年资产负债的比较 (单位:百万元)

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
货币资金	2 757	3 119	3 323	3 841
应收款项	1 402	1 600	1 898	2 639
存货	2 075	1 959	1 348	1 177
其他流动资产	200	861	310	578
长期投资	710	1 002	1 279	675
固定资产	17 328	17 884	24 187	27 951
在建工程	1 384	3 434	2 749	2 911
无形资产	1 499	1 522	1 460	1 484
递延税项(借)	—	45	133	140
资产合计	27 355	31 427	36 687	41 396
短期借款	1 283	4 502	4 632	6 189
应付账款	251	783	1 127	1 566
其他流动负债	3 831	4 544	6 376	7 392
一年内到期的长期负债	2 974	3 539	3 973	3 806
长期负债	3 206	3 776	7 810	7 283
长期应付款	9 232	7 573	6 721	8 317
负债合计	20 777	24 717	30 639	34 553
递延税项(贷)	1	1	259	330
股东权益(含少数股东权益)	6 577	6 709	5 790	6 513
负债及权益合计	27 355	31 427	36 687	41 396

表 1-3 数据显示,从 2001—2004 年,东航的股东权益几乎没有增加,但负债却增长了 50%,特别是短期借款和长期负债。从流动资产和流动负债增长来看,2001 年流动比从约 0.75 下降到 2004 年的不到 0.45,而且 2004 年一年内到期的长期债券和货币资金数量接近,加上短期负债上升迅速,这一切都表明,东航的资金面越来越吃紧。

表 1-4 是利润变动情况。从净利润数来看,2001 年和 2004 年是盈利的,但 2002 年和 2003 年却是亏损。从主营业务利润和主营业务收入的增长比来看,前者 4 年增长了 60%,而后者则只增长了 31%,说明主营业务的获利能力下降。财务费用一直保持一个水平且有所下降,这似乎与负债同步的增长不相一致,但因财务费用是利息支出和利息收入的净值以及汇兑损益等之和,因此这一数据说明,东航的财务在资金管理方面还是比较好的。我们注意到,营业费用在 2003 年的增长幅度相对主营业务收入,比 2002 年和 2004 年的都高。如果从对应的净利润 2003 年亏损以及 2004 年盈利的情况来推测,不能排除东航对 2003 年和 2004 年盈余实施了“平滑”处理这种可能。

表 1-4 东方航空历年利润状况的比较 (单位:百万元)

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
主营业务收入	12 411	13 391	13 999	19 893
减:主营业务成本	9 896	11 083	11 905	16 124
主营业务税金及附加	297	304	167	522
主营业务利润	2 218	2 004	1 927	3 248
加:其他业务利润	541	544	410	665
营业费用	1 298	1 121	1 104	1 449
管理费用	643	830	1 084	1 177
财务费用	700	845	785	698
营业利润	119	-248	-636	589
投资收益	57	21	44	-29
补贴收入	1	55	88	71
营业外收支净额	-14	3	94	284
利润总额	163	-169	-410	915
所得税	5	70	296	225
少数股东损益	25	68	120	154
净利润	133	-307	-826	536

从表 1-5 数据可知,现金及现金等价物 2003 年为负,其余年份为正。2003 年“非典”的出现,使得许多航空公司的业绩下滑。但是我们也发现,客观因素并不能解释所有报表业绩。在表 1-5 中我们注意到:①计提资产减值准备在 2003 年为最多,几乎是其他年度的 3 倍。②预提费用也是在这一年达到最大,是 2004 年的 5.6 倍。与资产负债表和利润表的变动联系起来,更让人感到 2004 年业绩有调控的痕迹。此外,2003 年现金流量筹

资流入大于流出,投资现金流出大于投资现金流入,结合资产负债表所显示的固定资产变动,表明东航在 2003 年存在重大投资活动。

表 1-5 东方航空历年现金流量的比较 (单位:百万元)

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
净利润	133	124	-826	536
加:少数股东权益	25	68	120	154
计提资产减值准备	41	79	271	74
固定资产折旧	1 591	1 270	1 472	1 821
无形资产摊销	29	31	32	35
长期待摊费用摊销	71	67	73	102
处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失	-20	-8	8	-18
待摊费用的减少	69	-3	-7	-18
预提费用增加	-12	446	888	160
固定资产报废损失	8	-	-	-
财务费用	731	856	823	749
投资损失	-57	-21	-44	29
递延税款贷项	-	1	170	64
存货的减少	147	48	346	122
经营性应收项目的减少	748	-161	2 188	-2 133
经营性应付项目的增加	-309	766	-1 467	2 513
其他	-	-	-	25
经营活动产生的现金流量净额	3 195	3 563	4 047	4 215
投资现金流入	486	1 125	2 753	1 592
投资现金流出	2 578	5 763	9 758	3 784
投资活动产生的现金流量净额	-2 092	-4 638	-7 005	-2 192
筹资活动现金流入	3 539	9 428	13 119	10 055
筹资活动现金流出	4 379	7 756	10 447	11 547
筹资活动产生的现金流量净额	-840	1 672	2 672	-1 492
汇率变动对现金的影响	-145	-33	-3	8
现金及现金等价物净增加额	118	564	-289	539

利用这些财务数据,我们还对 2004 年的财务状况作了杜邦分析,如图 1-6 所示。从杜邦分析图可以看到,航空公司的财务状况有其自身的特点:①航空公司有大量的固定资产,因此相对于其他行业来说其总资产收益率和总资产周转率比较低。②主营业务成本占了全部成本的很大比例,主要是因为原油是航空公司的主要成本动因。③东航的货币资金在流动资产中占有相对较大的比重,这些货币资金绝大部分是存放在银行作为限制性存款,其中大部分是作为融资租赁的抵押品。

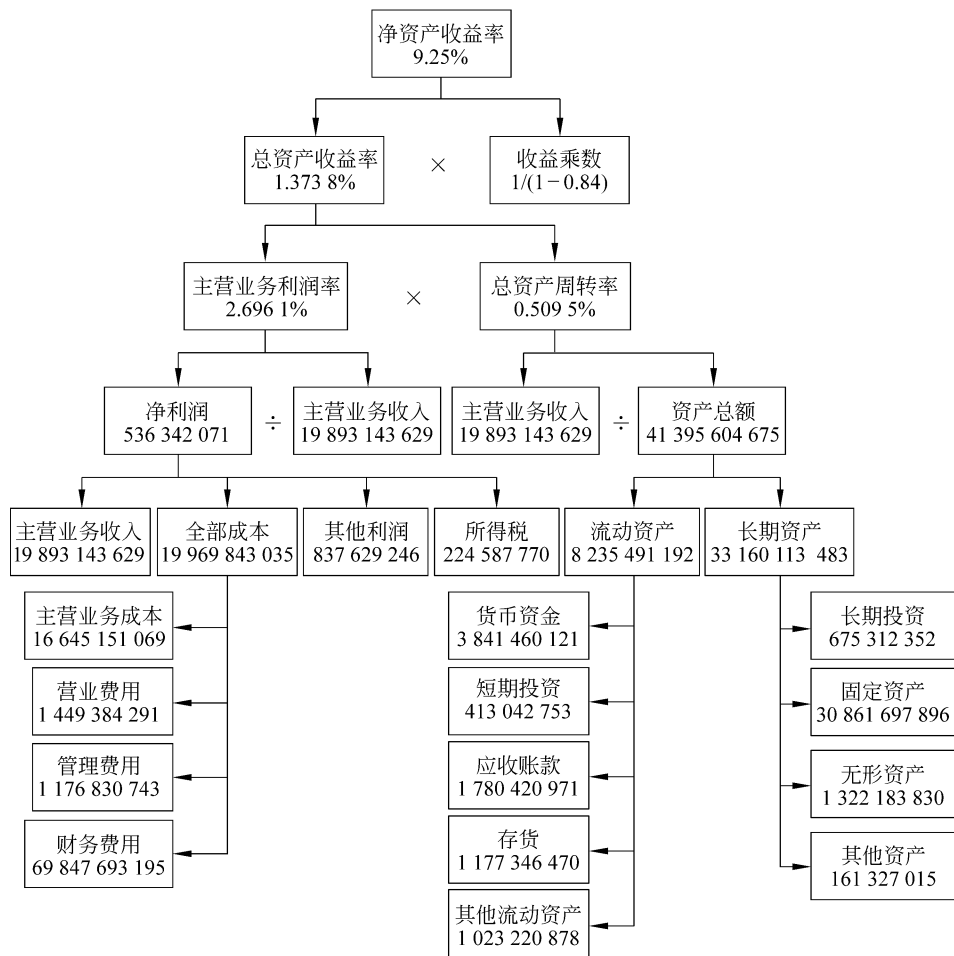


图 1-6 东航的杜邦财务分析

最后,我们将东航 2001—2004 年的主要财务比率进行纵向比较分析,如表 1-6 所示。

从表 1-6 主要财务指标的纵向比较可以看出:①东航流动比率和速动比率逐年下降,即偿债能力逐年下降,不过相对行业水平还是可以接受的。其比率的降低,一方面,由于公司从 2001 年开始调整了长短期借款的结构,增加了短期借款,减少了长期借款;另一方面,由于公司经营规模的扩大,公司借入短期借款满足营运资金要求的同时,其他的流动负债也有相应的增加。②资产负债率也有逐年上升的趋势,尤其是在 2003 年资产负债率有较大的提高,主要是公司鉴于投资的需要,长短期借款都有相当比率的增加。③从经营效率来看,存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率都有所提高,说明公

表 1-6 东方航空历年财务指标比较分析

年份	偿债能力分析		财务结构分析	经营效率分析			盈利能力分析(%)		每股财务数据	
	流动比	速动比	资产负债率 (%)	存货周 转率	应收账款 周转率	总资产 周转率	经营净 利率	净资产 收益率	每股净 资产	每股 收益
1998	1.295	0.935	75.487	3.593	7.458	0.325	-7.316	-5.265	1.342	-0.13
1999	1.318 7	0.936 2	74.251 5	4.040 3	6.695 1	0.395 2	1.950 6	3.11	1.37	0.042 8
2000	1.186	0.838 7	74.249 5	4.277 3	5.938 4	0.472 5	0.169 9	0.304	1.36	0.004
2001	0.771 4	0.522 6	75.955 3	4.693 5	9.174 3	0.472 5	1.035 3	2.13	1.28	0.027 3
2002	0.564	0.417 4	78.651 5	5.067 4	12.516 8	0.455 6	0.928	1.98	1.291	0.025 5
2003	0.427 1	0.343 4	84.219 2	7.120 2	10.352	0.411	-5.900 2	-15.8	1.074	-0.169 7
2004	0.434 5	0.372 4	84.266 5	12.768 7	12.227	0.509 5	2.696 1	9.25	1.191	0.110 2

司在近年的经营管理活动的改革方面是有成效的,但从行业横比来看,东航的应收账款的管理仍然是不够的,还有提高效率的空间。④从盈利能力来看,东航的盈利情况波动比较大,特别是 2003 年波动最大,这符合行业受外界因素影响大的特征。

1.4 未来业绩的预测

在预测这一部分,我们将首先进行主营业务收入及收入影响因子分析,再分析其成本及其他财务不确定因素,最后在给出一些基本的假设前提下,对东航未来 4 年的资产负债表和利润表进行预测。

1.4.1 东方航空收入分析

近年来东航的收入结构存在两个特点(见图 1-7 和 1-8):一是货运占比逐渐增长,从 2000 年的 20%左右,逐渐增加到 2003 年的 25%左右,且这一比例远高于南航(约 12%)和上航(约 8%);二是国内客运在东航的总客运收入中占比越来越高,从 2000 年的 45.7%提高到 2003 年、2004 年的 55%左右。这主要是因为国内客运市场以及货运市场发展前景良好,东航的运力投放逐渐向这两个领域倾斜。

1. 国内客运业务

从客座率数据看,东航国内航线客座率数据虽然各月之间由于季节性原因有高低之分,但每月同比都有所提升,基本上呈现逐年提高的趋势。东航 2004 年 1—11 月份国内航线综合客座率为 70.95%,全年约为 70.5%,2005 年可达到 72%。在客座率数据提高的同时,国内行业集中度的提高也使得航空公司对票价的控制力增强。预计 2004—2006 年,东航国内航线的客公里收入也将会缓慢上升,如图 1-9 所示。