

中国航空业评论

——航空公司与高速铁路的异同点分析

两大高负债兼重资产行业的比拼

随着京沪高铁的运营，航空业和高速铁路的竞争引人关注。我们认为，这两大行业在资产负债表上都具备高负债率、固定资产沉重的特点，业务都具备固定资产出租的性质。另外，两大行业在中国都是国有资本控股，盈利压力有所不足。两大行业的主要区别则在于燃料成本的不同。总体而言，两大行业在竞争中难分胜负。

两大行业都具备负债率较高、固定资产沉重的特点 在资产负债表上，航空公司的主要资产是固定资产。航空公司通常负债率较高。3 大中资航空公司的资产负债率在 70% 以上。京沪高铁也是固定资产沉重，资产负债率则接近 50%。

两大行业在业务上都具备固定资产出租的性质 航空公司的业务具备固定资产出租的性质。航空公司出租的资产即是它运营的飞机。而出租率即是客座率或货运运载率，租金则是票价或货运价格。高速铁路也具备固定资产出租的性质。高速铁路出租的资产即是铁轨和列车。而出租率即是客座率或货运运载率，租金则是票价或货运价格。

两大行业在中国都是国有资本控股，盈利压力有所不足 3 大中资航空公司都是中央国有企业。京沪高铁也是国有资本控股。3 大中资航空公司和京沪高铁除了有盈利需求外，还承担部分社会服务职能。因此，它们的共同点是盈利压力有所不足。

两大行业的燃料成本不同 航空公司的动力燃料是成品油，燃料价格主要由国际原油价格决定。航空公司的燃料成本近年来占航空公司收入的比重通常为 30 - 40% 之间，而燃料成本频繁波动。京沪高铁的动力来源是电力，电价通常是刚性的，因此京沪高铁的燃料成本基本上是固定的。

中性

(上次: 中性)

招商证券(香港)研究部

余黄炎

86-755-83143907

yuhuangyan@cmschina.com.cn

2011 年 6 月 28 日

恒生指数 22,041

H 股指数 12,478

行业规模

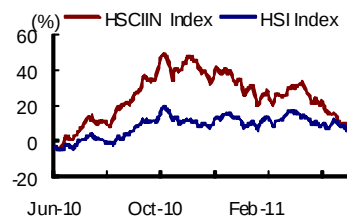
占比%

港股股票家数(只)

总市值(亿元)

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-17	18
相对表现	1	-18	7



资料来源: 彭博

香港上市航空公司估值表

股票简称	股价 (HK\$)	总市值 (HK\$m)	评级	目标价 (HK\$)	币种	经常性 EPS		每股净资产		P/B(x)	
						2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
中国国航	8.15	105,069	中性	8.20	RMB	0.20	0.19	3.5	3.8	2.0	1.8
中国南方航空	4.34	42,608	未评级	-	RMB	0.04	0.04	3.0	3.2	1.2	1.2
中国东方航空	3.53	39,806	未评级	-	RMB	0.00	0.04	1.5	1.7	1.9	1.8
国泰航空	17.52	68,921	优于大市	21.00	HK\$	1.3	1.0	14.0	14.3	1.3	1.2

资料来源: 公司资料, Bloomberg, 招商证券(香港)预测, 按最新股价

两大行业都具备负债率较高、固定资产沉重的特点

航空公司固定资产沉重，负债率高

在资产负债表上，航空公司的主要资产是固定资产，占航空公司总资产的比重通常很高。飞机则是航空公司最主要的固定资产。3 大中资航空公司固定资产占为总资产的比重 60%以上，国泰航空固定资产比重为 50-60%之间。

航空公司通常负债率较高。3 大中资航空公司的资产负债率在 70%以上。国泰航空是国际上盈利能力很优秀并且经营稳健的一流航空公司，其资产负债率也在 55%以上。

4 大航空公司固定资产占总资产的比重都很高

	2007	2008	2009	2010
中国国航	68%	72%	70%	61%
中国南方航空	71%	64%	67%	72%
中国东方航空	70%	72%	79%	67%
国泰航空	53%	57%	58%	52%

资料来源：公司资料

4 大航空公司的固定资产周转率都低

	2007	2008	2009	2010
中国国航	0.8	0.7	0.7	0.8
中国南方航空	0.8	0.8	0.7	0.8
中国东方航空	0.9	0.8	0.7	1.1
国泰航空	1.2	1.3	1.0	1.4

资料来源：公司资料

3 大中资航空公司的资产负债率都很高

	2007	2008	2009	2010
中国国航	66%	80%	78%	74%
中国南方航空	83%	89%	86%	73%
中国东方航空	96%	117%	98%	84%
国泰航空	58%	68%	63%	57%

资料来源：公司资料

京沪高铁也是固定资产沉重，资产负债率接近 50%

根据报道，京沪高速铁路股份有限公司 2007 年 12 月在北京创立，由中国铁路建设投资公司、平安资产管理有限责任公司、全国社会保障基金理事会和多家地方性国有企业共同发起设立。

京沪高速铁路股份有限公司注册资本为 1150 亿人民币，其中铁道部出资额为 647 亿元，股权比例为 56.3%。按照预算，工程总投资达 2209 亿元人民币，于是京沪高铁的资产负债率接近 50%。我们估计，京沪高铁的实际投资额超预算的可能性较大。除了建设资金需求外，京沪高铁运营后还需要营运资金，这些营运资金也有部分将来自银行贷款。

在固定资产占总资产的比重方面，我们没有京沪高铁的数据。我们可以参照广深铁路和台湾高铁的数据。可以看出，铁路行业固定资产占总资产的比重高于航空业。

广深铁路和台湾高铁的固定资产占总资产比重很高

	2007	2008	2009	2010
广深铁路	77%	86%	85%	80%
台湾高铁	97%	97%	98%	95%

资料来源：公司资料

广深铁路和台湾高铁的固定资产周转率很低

	2007	2008	2009	2010
广深铁路	0.5	0.4	0.5	0.5
台湾高铁	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司资料

两大行业在业务上都具备固定资产出租的性质

固定资产出租性质业务的特征概括

我们发现，很多重固定资产行业的业务其实都具备固定资产出租的性质。固定资产出租性质业务的特征包括：

- (1) 固定资产是公司的主要资产，是收入产生的来源。
- (2) 固定资产不是用于制造产品，而是供客户直接使用。
- (3) 业务收入的高低取决于固定资产的出租率和单位租金。
- (4) 如果没有固定资产的增长，那么也没有收入和盈利的增长。
- (5) 固定资产折旧是业务成本的重要构成部分。

航空业和高速铁路的运营都具备固定资产出租性质

航空公司的业务具备固定资产出租的性质。航空公司出租的资产即是它运营的飞机。而出租率即是客座率或货运运载率，租金则是票价或货运价格。

高速铁路也具备固定资产出租的性质。高速铁路出租的资产即是铁轨和列车。而出租率即是客座率或货运运载率，租金则是票价或货运价格。

具备固定资产出租性质的其他行业

其他具备固定资产出租的性质的行业包括：飞机租赁业、海运业、船舶租赁业、港口业、机场业、酒店业、物业租赁业、汽车租赁业等。

业务具备固定资产出租的性质的行业

	所属行业组*	出租的固定资产	出租率的含义	租金的含义
航空业	交通运输	飞机	客座率/货邮运载率	票价/运价
飞机租赁业	交通运输	飞机	出租率	租金
海运业	交通运输	船舶	船舶利用率	运价
船舶租赁业	交通运输	船舶	出租率	租金
高速公路	交通运输	公路	车流量饱和程度	路费
高速铁路	交通运输	铁路和列车	客座率	票价
机场业	交通运输	机场设施	-	多种收费项目
港口业	交通运输	港口设施	码头/堆场利用率	装卸费/堆场费
酒店业	消费者服务	酒店	入住率	房费
物业租赁业	房地产	物业	出租率	租金
汽车租赁业	消费者服务	汽车	出租率	租金

资料来源：公司资料

*按摩根斯坦利全球行业分类标准

延伸讨论：具备固定资产租赁性质的行业很容易竞争过度

我们从航空业、海运业、港口业、酒店业等行业的情况来看，这些行业常常容易供给过剩，竞争过度。供给过剩的结果，就是整个行业的盈利低，投资回报率低。

具备固定资产租赁性质的行业容易竞争过度的原因在哪里？我们可以归结如下：

（1）行业内的公司提供的服务同质化

具备固定资产租赁性质的行业向客户提供的固定资产租赁服务基本上是同质的。其所出租的固定资产本身是外购的，甚至是标准化的。比如，乘坐中国国航和中国南方航空的同一航线、同一时刻、同一机型空客A320的飞机，对于乘客而言，两家航空公司提供的服务没有本质区别。即使有区别，也是非常细微的。两家航空公司提供的服务的区别，与国产白酒和洋酒的区别，有本质的不同。国产白酒和洋酒的区别，则是不同质的，不同的消费者完全会有不同的选择。

（2）没有自然资源、技术和品牌的门槛，外来资本很容易进入该行业成立一家航空公司，并提供航空客运服务，不存在自然资源、专利技术和品牌的门槛。只有一个门槛，那就是资本。因此，航空业在需求旺盛时，很容易引来新进入者。新进入者只需要购买飞机，招聘飞行员和空乘人员，就可以向乘客提供服务。

而另外一些行业的优秀公司，由于其业务具备特殊的自然资源，或者专利技术，或者是长期经营而建立起来的品牌，于是外来资本进入该行业根本无法提供同质的产品，从而不能分享到这些公司的高回报率。比如，即使再多的外来资本进入中国的白酒行业，也难以撼动贵州茅台和五粮液的品牌和行业地位，因为新进入的资本无法提供同质的产品。

(3) 常常被误认为进入门槛高、回报率稳定

具备固定资产租赁性质的行业因为需要大量的资本投入，因此常常被投资者误认为进入门槛高。并且，投资者误认为只要拥有固定资产，总会有回报率。这些错误观念往往导致外来资本过度进入具备固定资产租赁性质的行业，从而导致这些行业供给过剩，投资回报率下降。

两大行业都是国有资本控股，盈利压力有所不足

3 大中资航空公司都是中央国有企业。京沪高铁也是国有资本控股。3 大中资航空公司和京沪高铁除了有盈利需求外，还承担部分社会服务职能。因此，它们的共同点是盈利压力有所不足。

两大行业的燃料成本不同

航空公司的燃料成本频繁波动

航空公司的动力燃料是成品油，燃料价格主要由国际原油价格决定。航空公司的燃料成本近年来占航空公司收入的比重通常为 30 - 40% 之间。

4 大航空公司燃油成本占收入的比重*

	2007	2008	2009	2010
中国国航	33%	58%	23%	27%
中国南方航空	34%	42%	30%	31%
中国东方航空	35%	61%	22%	28%
国泰航空	33%	55%	26%	32%

资料来源：公司资料

*燃油成本包括燃油套期保值的盈亏影响

京沪高铁的燃料成本是刚性的

京沪高铁的动力来源是电力，间接燃料来源是煤炭。中国的煤炭主要来自国内煤矿。京沪高铁的动力价格即电价。电价通常是刚性的，由政府制定。电价间接由煤价决定。但在中国，煤价向电价的传导并不顺畅。因此，可以认为，京沪高铁的燃料成本基本上是固定的。

京沪高铁的燃料成本占其收入的比重不可知，因为目前还没有公开披露的数据。从广深铁路的数据看，其存料及供应品成本占公司收入的比重在 11 - 12% 之间。由于存料及供应品还包括材料、水等成本，因此我们估计电力成本占广深铁路公司收入的比重在 10% 左右。

广深铁路的燃料成本占收入的比重在 10%左右

人民币百万元	2007	2008	2009	2010
收入	10,509	11,689	12,386	13,484
存料及供应品成本	1,241	1,346	1,395	1,458
存料及供应品成本/收入	12%	12%	11%	11%

资料来源：公司资料

附录：航空公司最新盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
净利润				
中国国航(人民币百万元)	12,005	5,361	3,942	4,462
中国南方航空(人民币百万元)	5,795	2,613	1,601	2,319
中国东方航空(人民币百万元)	4,958	1,907	1,612	2,443
国泰航空(百万港元)	14,048	5,039	4,048	3,894
经常性净利润				
中国国航(人民币百万元)	10,012	2,361	2,217	2,662
中国南方航空(人民币百万元)	3,373	409	401	1,119
中国东方航空(人民币百万元)	3,922	45	449	(269)
国泰航空(百万港元)	11,546	5,039	4,048	3,894

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

行业投资评级	定义
推荐	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
回避	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人余黄炎未持有报告中所提及的股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828