

# 我国上市航空公司负债经营分析及风险防范

刘志雄<sup>1</sup>(副教授), 韦圆圆<sup>2</sup>

(1.广西民族大学商学院, 南宁 530006; 2.中国工商银行崇左分行, 广西崇左 532200)

**【摘要】**本文以国航、南航、东航和海航这四大上市航空公司为研究对象,基于其2011~2014年间的财务报表数据,在分析其运营及负债经营状况的基础上,从短期和长期偿债能力两个层面分析了上市航空公司的偿债能力。实证结果表明:我国四大上市航空公司存在较高的负债经营风险。由此认为,我国上市航空公司需要树立正确的风险防范意识、加强负债情况监测、优化负债结构、增强核心竞争力,将负债经营风险降到最低。

**【关键词】**上市航空公司; 负债经营; 风险防范

我国改革开放30多年来,经济的快速发展和人民生活的改善为航空运输业保持良好的发展态势奠定了基础。然而,2008年爆发的国际金融危机对我国航空业发展造成了一定程度的负面影响。在“十二五”期间,我国高铁建设成为交通基础设施建设的重中之重,这无疑加剧了空铁之间的市场竞争。如今,航空公司负债经营似乎已成为常态。例如,印度航空公司长期负债经营,截至2013年底该航空公司的飞行设备和运营成本债务分别达到2 603.3亿卢比和2 112.5亿卢比。负债经营作为重要的经营手段,利用财务杠杆发挥作用,以达到资源利用的最优化,从而实现提高经济效益的目标(邱道欣,2013)。

然而,负债经营是一把“双刃剑”,适度合理的负债经营能够促进企业快速发展和迅速提高经济效益,但过度失衡的负债经营可能会给企业带来财务危机,甚至会造成灭顶之灾(卢双娥,2008)。我国上市航空公司的资产负债率较高(曹超,2011),因而在进行负债经营的同时需要加强风险防范。本文以我国沪深两市A股上市排名前四的国航、南航、东航和海航为例,以其在2011~2014年公布的财务报表为基础,深入研究其负债经营状况及偿债能力,并提出加强风险防范的相关建议。

## 一、我国上市航空公司的运营及负债经营状况

### (一)运营状况

截至2013年底我国共有46家航空公司,但上市航空公司仅有5家,即国航、南航、东航、海航和上海航空。从2013年我国前四大航空公司(均为上市公司)的运营状况(见表1)来看,在总飞行时间和总旅客运输量这两个指标上,南航领先于其他三家航空公司,其总飞行时间和总旅客运输量分别达到182.9万小时和0.92亿人次。在总运输周转量方面,国航的总运输周转量最高,达到188.8亿吨公里。其中,总货邮运输量位列第一,达到156.0万吨;总

旅客运输量紧跟南航之后,达到0.89亿人次。东航发展平均,总体上位居第三。海航的规模较小,运营状况不如其他三大航空公司。从总周转量比重来看,四家上市航空公司总周转量比重之和高达89.7%。由于四大航空公司拥有雄厚的资金、丰富的资源和稳定的市场,相较其他航空公司更具规模实力并占绝对优势(田利军、谢旌,2013),因而是我国民用航空运输企业的主力军。

表1 2013年我国四大上市航空公司运营状况

航空公司	总飞行时间(单位:万小时)	总运输周转量(单位:亿吨公里)	总旅客运输量(单位:亿人次)	总货邮运输量(单位:万吨)	总周转量比重
东航	155.3	155.3	0.79	140.9	23.1%
国航	175.5	188.8	0.89	156.0	28.1%
南航	182.9	174.8	0.92	127.6	26.0%
海航	95.1	84.1	0.51	65.2	12.5%
其他公司	82.5	68.6	0.43	71.5	10.3%

注:数据摘自中国民用航天局网站。

### (二)负债经营状况

**1. 资产规模分析。**上市航空公司的实力很大程度上取决于公司的资产规模。从2013年四大上市航空公司的资产规模(见表2)来看,国航的资产规模最为庞大,总资产达到2 053亿元,与其总运输周转量最高保持一致。东航和南航的总资产规模基本上保持在同一条水平线上,东航以总资产1 377亿元位居第二,南航则以1 334亿元排名第三。海航的总资产规模在四大上市航空公司中最小,为1 032亿元。公司在运营过程中需要融资的负债数额取决于公司净资产所占的比重。从2013年净资产规模来看,国航的净资产依旧在四大航空公司中排名第一,而

南航在总资产低于东航43亿元的情况下,净资产以277亿元高出东航净资产15亿元排名第二。净资产排名第三的东航与排名第四的海航差距仅为7亿元。然而,从净资产占总资产的比重来看,总资产和净资产均排名第一的国航,其净资产与总资产的比值也排在四家上市航空公司的首位,达到28.20%。海航的总资产与净资产最低,但净资产与总资产的比值却排在第二,高于南航和东航。东航净资产与总资产的比值仅为19.03%,低于其他三家上市航空公司。

表2 2013年我国四大上市航空公司的总资产和净资产

项目	东航	国航	南航	海航
总资产	1 377	2 053	1 334	1 032
净资产	262	579	277	255
净资产/总资产	19.03%	28.20%	20.76%	24.71%

注:数据来源于四大上市航空公司2013年度财务报告。

从表3(表3~表7数据均来源于当期公司的年报)列示的净资产变动来看,在其他上市航空公司净资产上升的情况下,2013年南航的净资产与2012年相比严重缩水。事实上从2010年开始,南航的净资产一直在逐年减少,这主要是因为南航的盈利能力受到宏观经济因素的影响而有所下降。在2013年四家上市航空公司中,国航的盈利能力最强,南航最差。

表3 2012~2013年我国四大上市航空公司净资产变动状况

项目	东航	国航	南航	海航
2012年净资产	250	539	395	239
2013年净资产	262	579	277	255
净资产变动	12	40	-118	16

2. 资产结构分析。表4表明,四家上市航空公司2011~2014年的长期负债率呈上升趋势。其中,南航的长期负债率从2011年底的38.55%上升到2014年6月的51.33%,长期负债率最高,平均值达到44%。海航的长期负债率平均为38.86%,相对其他上市航空公司,保持在一个较低的水平。除海航之外,其他三家上市航空公司的长期负债率基本高于同期的短期负债率,这说明我国上市航空公司负债水平高,尤其是长期偿债压力较大。

在短期负债率方面,四家上市航空公司的短期负债率表现出一定程度的下降趋势。其中,国航的短期负债率在2014年6月低于30%以下,达到29.44%。南航的短期负债率也下降到2014年6月的30.67%。由于负债的长、短期债务配置会影响企业偿债能力,长期债务配比过高会增加企业的筹资成本,而过于依赖短期筹资则可能会使企业经常为偿债风险所困扰。因此,上市航空公司应合理配比长短期筹资比例,严控筹资风险。

表4 2011~2014年我国四大上市航空公司长短期负债结构

时间\指标	东航		国航		南航		海航	
	长期负债率	短期负债率	长期负债率	短期负债率	长期负债率	短期负债率	长期负债率	短期负债率
2011/12/31	41.35%	38.91%	38.05%	33.39%	38.55%	34.24%	40.23%	41.85%
2012/12/21	38.92%	40.38%	40.90%	30.05%	38.86%	33.36%	36.11%	38.10%
2013/12/31	42.39%	38.53%	37.87%	33.91%	47.25%	31.98%	36.76%	38.53%
2014/06/30	46.61%	35.99%	42.41%	29.44%	51.33%	30.67%	42.34%	33.40%

## 二、我国上市航空公司偿债能力分析

### (一)短期偿债能力分析

1. 流动比率分析。流动比率是流动资产与流动负债的比值,分析这一指标能够评价上市航空公司流动资产转化为现金的能力。流动比率高,则表明企业流动资产具有较强的变现能力,短期偿债压力小。一般而言,流动比率保持在2左右对于保证企业的正常经营比较合适。从表5可以看出,我国四大上市航空公司的流动比率普遍远低于2。其中,东航和国航流动比率波动不大,但平均值始终未能突破0.4。东航的情况最差,2013年东航的流动比率低至0.24。南航自2012年起流动比率有上升的趋势,2014年突破0.5。海航的平均值保持在0.71左右,在四家上市航空公司中的流动比率相对较高。可见,从整体看,目前我国四家上市航空公司流动比率过低,表明其偿债能力很弱,存在较大的隐忧。

表5 2011~2014年我国四大上市航空公司流动比率

时间	东航	国航	南航	海航
2011/12/31	0.31	0.37	0.45	0.74
2012/12/31	0.26	0.37	0.35	0.73
2013/12/31	0.24	0.37	0.42	0.61
2014/06/30	0.28	0.34	0.50	0.76

2. 速动比率分析。速动比率是速动资产与流动负债的比值,分析这一指标旨在评价上市航空公司流动资产迅速变现(即形成速动资产)偿债的能力。与流动比率相比,分析速动比率能够更加直接、深入地测定上市航空公司及时偿还债务的能力。

表6 2011~2014年我国四大上市航空公司速动比率

时间	东航	国航	南航	海航
2011/12/31	0.28	0.35	0.41	0.73
2012/12/31	0.22	0.35	0.32	0.73
2013/12/31	0.19	0.35	0.39	0.61
2014/06/30	0.24	0.32	0.46	0.76

从表6可见,我国四大上市航空公司的速动比率与流动比率状况相一致。在四大上市航空公司中,海航的速动比率最高,表明海航的流动资产中迅速变现用于偿还债务的能力高于其他三家航空公司。相比之下,南航、国航

和东航的速动比率仍旧较低。从速动比率走势来看,2013年东航和海航两家上市航空公司的速动比率都有下降的趋势,从而降低了企业的短期偿债能力。

## (二)长期偿债能力分析

1. 资产负债率分析。资产负债率是负债总额与资产总额的比值,用于测定总资产中通过负债筹资获得资金的比重。一般而言,当资产负债率严重超高时,表明企业面临财务困境、公司濒临破产。从表7可以看出,从2011年开始南航的资产负债率就一路攀升,2014年6月达到79.91%。东航的资产负债率则长期居高,平均值保持在81%左右。海航自2012年以来资产负债率有降低的趋势,并基本上保持平衡。国航的资产负债率一直比较平均,保持在71%左右,波动幅度较小。根据学者的研究结果,航空业最佳资本负债率为46.41%(李义超,2003)。由于资产的范围通常大于资本范围,我国上市航空公司的资产负债率较高,意味着资本负债率更高,远远超过46.41%的警戒线,表明我国上市航空公司偿债能力较差,存在的潜在风险巨大,尤其值得警惕。

表7 2011~2014年我国四大上市航空公司资产负债率

时间	东航	国航	南航	海航
2011/12/31	80.27%	71.44%	70.88%	82.08%
2012/12/31	79.30%	70.95%	72.21%	74.21%
2013/12/31	80.92%	71.78%	74.44%	75.29%
2014/06/30	82.60%	71.84%	79.91%	75.74%

2. 利息保障倍数分析。利息保障倍数是企业息税前利润与利息费用的比值,是评价企业偿还到期利息能力的指标。一般而言,维持正常经营的企业其利息保障倍数大于1,若企业经营利润不足以支付到期利息,则该值小于1,企业出现财务困难。从表8可以看出,四大上市航空公司利息保障倍数都大于1。其中,东航、国航最为理想,其值均远远超过1,表明其有足够的支付到期利息。南航的保障程度也不弱,但其波动趋势较为明显,且在2014年6月下降到0.47。海航的保障程度相对较低,但其能够保持平稳的变动趋势。因此,从四大上市航空公司利息保障倍数的情况来看,各大公司虽然高负债经营,但经营成绩仍然可喜,均有能力支付高负债所带来的利息,其财务杠杆的作用发挥得令人满意。

表8 2011~2014年我国四大上市航空公司利息保障倍数

时间	东航	国航	南航	海航
2011/12/31	10.72	5.53	3.20	2.84
2012/12/31	3.40	4.20	5.62	2.02
2013/12/31	4.04	6.90	1.59	2.43
2014/06/31	1.14	1.23	0.47	1.33

注:数据来自东方财富网站。

总之,通过对四家上市航空公司长短期偿债能力的分析不难发现,国航的资产规模和市场占有份额最大,运输能力最强,负债经营程度相对最小,对于负债所产生的利息也有充足的偿付实力。南航资产规模仅次于国航,其余各项指标也仅居于国航之后。然而,南航近年来逐年攀升的资产负债率令人担忧,利息保障倍数波动过大,说明其偿债能力不稳定,可能会产生负债经营风险。海航的资产规模较小,不如东航,但其资产负债率低于东航,偿债能力稳定且良好。东航的负债经营状况最令人担忧,虽然资产规模庞大,但资产负债率长期畸高,短期偿债能力较差,长期偿债能力也不够稳定,存在负债经营风险,稍有不慎会陷入财务困境。实际上,与国外优秀航空公司相比,四大上市航空公司的经营绩效相对较差,偿债能力表现也较差(李晓津等,2014),这在一定程度上使得四大上市航空公司在经营过程中面临巨大风险。

## 三、我国上市航空公司负债经营面临的风险

1. 降低了企业抵御财务风险的能力。由于高负债经营而导致的净资产收益率或每股收益的不确定性,使上市航空公司有可能面临不能如期还本付息的财务风险。对上市航空公司而言,财务风险主要源于经营不善以及战略失误导致的资金周转困难(李春玲、刘梁,2015)。实际上,引发财务风险的因素众多。对航空公司来说,航油是最为重要的因素之一。航油犹如维持生命的水源,至关重要,而购买航油的支出占上市航空公司大部分成本支出,航油价格的细微变化都会对航空公司的盈利能力产生较大的影响。国际原油价格上涨会使航油价格成本也随之大幅上升,加大航空公司的运营成本,从而影响航空公司的利润(杨君岐、闻迪,2015)。

此外,汇率波动风险和其他不可抗力及不可预见风险等均能引发上市航空公司的财务风险。因此,在宏观环境变化莫测的情况下,我国上市航空公司的高负债经营便意味着将自身置于一个危险的财务环境中。上市航空公司资本结构中负债比例的失衡,使其更难应对复杂经济环境中随时可能发生的风险。因此,上市航空公司的高负债经营降低了其抵御财务风险的能力。

2. 可能会引起财务杠杆的负面效应。企业运用财务杠杆,目的在于利用借入资本谋取息税前利润和其所产生的利息股利的差额,这样做的好处在于无须动用自身的资本即能获得额外的利润。一般而言,企业在借入资本时所需要支付的利息、股利等金额比例是依照合同事先约定不变的,当企业的投资利润率大于负债利息率,财务杠杆作用便会使得权益资本收益由于负债经营而绝对值增加,从而使得权益资本利润率大于企业投资利润率。企业负债经营的程度越高,财务杠杆的作用就越明显。航空公司这类对资金需求巨大的企业,正是看中了这一点,所以比较愿意采取负债经营策略。当航空公司的经营状况

出现持续恶化,其高负债比例必将产生巨额的利息,导致企业的投资利润率小于债务利息率,企业的实际收益就变成了负数,不仅没有收益还要支付巨额的利息费用,此时便会产生巨大的财务风险。财务杠杆的作用,将使得困窘的财务状况雪上加霜。因此,警惕财务杠杆的负面作用对于上市航空公司而言至关重要。

**3. 增加企业的再筹资难度。**由于行业特殊性,航空公司的经营和发展均离不开大量的资金支持。由于上市航空公司普遍呈现高负债经营状况,财务风险较高,如果需要再次筹资,就需要特别谨慎。在向金融机构借款筹资方面,上市航空公司高负债经营会影响其在金融机构中的信用评级程度,金融机构出于自身利益考虑,对高负债经营而信用评级不高的上市航空公司的贷款额度会采取一些限制措施,这会影响航空公司的再筹资额度,也加大了其再筹资难度。在股票筹资方面,投资者往往根据财务报表数据分析制定投资决策,但上市航空公司长期居高不下的资产负债率,在一定程度上会对企业的形象产生不利影响,投资者的心理预期会影响公司股票价格走势,甚至导致股票价格下跌从而使公司面临资产缩水的境地,从而通过发行股票筹资也会难上加难。

#### 四. 加强上市航空公司负债经营风险防范的对策

**1. 树立正确的风险防范意识,采取有效的风险防范措施。**对于我国上市航空公司而言,资产负债率较高,财务风险较大,公司管理者更需要树立正确的风险防范意识,尤其是需要建立一套科学合理的财务预警机制,以有效防范风险:一是加强财务管理,规范财务管理工作,加强公司内部控制,确保在内部控制环节能够依照公司规章制度严格执行,防范内部风险。二是设立风险控制专门机构,防范在经营过程中可能会遇到的诸如燃油价格变动、市场利率变化、国际汇率波动以及航空安全等风险,做好事前预警预测、事中监测和事后研究分析等工作,时刻关注风险发生的情况,采取应急措施合理规避风险,并总结经验教训,避免类似风险再次发生。通过树立正确的风险防范意识,为企业的经营和发展保驾护航。

**2. 对负债情况进行实时监测。**我国上市航空公司普遍存在资产负债率畸高现象,这主要是由航空业的特质所决定的。航空公司通常不会使用资金去全额购买飞机,而是采用租赁方式。租赁在我国上市航空公司的负债中占有较大比重,公司需要制定合理的租赁方案,必须结合未来航空业发展情况、市场需求量以及航线的安排等各方面进行具体的可行性分析,从而得出一个充分合理的可行对策,对负债情况进行实时监测,减少负债经营风险。在监测过程中,如果发现负债偏高,则要及时进行分析,采取策略降低负债,使负债率保持在合理的范围内,在同行业中处于先进水平,不能偏高导致财务风险增加,也不能偏低致使资金得不到充分使用。

**3. 优化负债结构,寻求最佳负债规模。**债务到期无法偿还是财务风险的主要表现之一,而企业所承担的负债分为短期债务与长期债务。我国上市航空公司的短期负债主要由短期借款、应付短期融资券等组成,主要用于支付航材款、油料款等经营性应付款项和满足增加的融资需求。长期负债主要用于固定资产的建设和飞机的租赁等。上市航空公司能否顺利偿还短期债务会受到其变现能力的制约,而偿还长期负债则与其盈利能力有着密切的关系,因而需要优化上市航空公司的负债结构,降低企业负债经营的风险。此外,我国上市航空公司资产负债率较高,需要寻求最佳的负债规模,即在航空行业中保持资产和负债比率的平衡,并确定合理的资本结构,有效防范高负债经营带来的风险。

**4. 增强企业核心竞争能力。**目前,我国交通运输行业竞争激烈,上市航空公司不仅需要与同行竞争,而且面临着发展日益成熟的高铁陆路水路的竞争。我国上市航空公司高负债经营的根源正是企业盈利能力的下降,因而需要增强企业核心竞争力,抢占市场份额、提高企业的盈利能力,从而在日益激烈的市场竞争中占据有利地位。应采取的措施包括:一是强化企业的品牌优势,利用品牌的广泛认知度和良好的信誉度来影响消费者选择。二是发挥领先成本控制优势,通过对采购平台进行集中管理,从根本上把控材料成本,并采用套期保值等方式锁定航油价格,降低飞行成本。三是积极利用网络平台,改变传统的服务方式以减少运营费用。

总之,负债经营虽然能给上市航空公司的运营和发展提供资金支持,但必须看到,它同时会给上市航空公司带来财务风险。可见,负债经营犹如一把“双刃剑”,只有合理使用这把剑,航空公司才能获得更大的发展。

#### 主要参考文献

- 邱道欣.我国企业负债经营的现状与对策分析[J].开发研究,2013(4).
- 卢双娥.试论企业负债经营及其风险控制[J].企业家天地,2008(12).
- 曹超.我国上市航空公司财务风险防范研究[D].上海:华东师范大学,2011.
- 田利军,谢旻.基于因子分析法的航空公司核心竞争力评价[J].财会月刊,2013(18).
- 李义超.我国上市公司融资结构实证分析[J].数量经济技术经济研究,2003(6).
- 李晓津,司倩,邓骥.国内外航空公司经营绩效的灰色综合评价[J].系统科学学报,2014(1).
- 李春玲,刘梁.航空公司财务危机预警模型研究[J].财会通讯,2015(1).
- 杨君岐,闻迪.油价波动下航空公司资产减值行为研究[J].财会通讯,2015(4).