



陈欣：从波音看美国高端制造业的衰弱



文/新浪财经意见领袖专栏作家 陈欣 施文韵



波音的商用飞机业务陷于低迷，源自公司管理层和股东追逐短期利益、忽视研发投入与制造品质，从而造成产品竞争力下降。现在波音公司大量举债弥补其现金流缺口，带来了较高违约风险；公司被迫依赖较为稳定的军事业务支撑其运营，其价值将在更大程度上取决于美国政府对全球的影响。

波音公司（BA.NYSE）是全球领先的美国航空航天企业，但近年来其市场价值存在较大波动。波音的股价曾一度大幅上涨，在 2019 年初达到每股 446 美元的历史最高点。然而 2019 年波音 737MAX 机型被全球停飞，叠加 2020 年初新冠疫情爆发所带来的影响，其股价在 2020 年 3 月又曾

暴跌至每股 89 美元。

2021 年，波音公司实现营业收入 622.9 亿美元，亏损 42.9 亿美元；但相比 2020 年 581.6 亿美元的营收和 119.4 亿美元的亏损已大幅改善。然而，2022 年 1 季度，波音公司的财务表现再次恶化，公司营收同比下降 8%，亏损也同比扩大逾一倍，达到 12.4 亿美元；公司还宣布将暂停 777X 项目的生产工作直至 2023 年。波音的经营表现大幅差于预期，引发股票大跌。截至 2022 年 5 月 6 日收盘，波音公司的股价为 148.9 美元，对应市值为 881 亿美元。

当前国际经济和政治环境正处于关键的重塑期，我们应如何理解波音公司的价值与风险？

双寡头垄断面临结构性变化

长期以来，全球商用飞机市场被波音与空客所垄断，目前两家公司的市场份额合计约达 90%，但近年来这一市场面临着剧烈的结构性变化。

历史上，波音公司在商用飞机领域曾大幅领先，直至上世纪 90 年代，空客才开始成为波音的重要竞争对手。

近年来，空客不断从波音手中夺走市场份额。在全球运营的商业机队中，波音机队规模在 2006 年前后约为空客的 2 倍，但在 2018 年该比率就已缩减至 1.2。

在需求强劲的窄体机市场，双方的争夺尤为激烈，空客的 A320 系列

对波音的 B737 系列形成了直接威胁。2019 年波音 737MAX 的全球停飞更是加剧了这一趋势，大量航空公司取消了对波音的订单并转向空客，空客的交付量因而开始超越波音。

2019 年波音交付飞机的数量仅为 380 架，2020 年又进一步降低至 157 架；对比起来空客在 2019 年交付了 863 架飞机，在 2020 年则交付 566 架飞机，同样远高于波音，自此取得了世界最大飞机制造商的桂冠。在最新的数据中，波音与空客的全球商业机队规模比已接近 1: 1。

737MAX 凸显问题

波音公司丧失市场份额的重要原因之一就是其 2014 年推出的新一代产品 737MAX 频繁出现严重事故。

2018 年 10 月的印尼狮子航空空难和 2019 年 3 月的埃航空难涉及的机型都是波音 737MAX，整个世界为之震惊。出于对安全的考量，中国于 2019 年 3 月率先停飞了 737MAX，随后该机型陆续被美国、加拿大、英国等国停飞。随之而来的监管、罚款、诉讼和客户赔偿导致波音公司受损惨重。2019 年，波音公司亏损 6.4 亿美元，这也是其 20 年以来的首次年度净亏损，当年波音的总订单量仅有 246 架。

2020 年的新冠疫情冲击更是使波音陷入雪上加霜的困境，再度亏损高达 119.4 亿美元，其新增订单大幅跌至 184 架，不足同期空客订单数 383 架的一半。

波音也一直试图解决 737MAX 的安全隐患,并努力获得各国相关部门的认可。2021 年已有超过 170 个国家及地区同意复飞 737MAX,波音得以交付部分 737MAX,增加了 33.3 亿美元的相关收入,大幅改善了公司的经营状况,使得其商用飞机部门的运营亏损从 2020 年的 138.5 亿美元减少至 2021 年的 64.8 亿美元。

2021 年,波音公司的商用飞机新增订单为 909 架,超过了空客的 771 架,暂显复苏迹象;然而其交付量仅有 340 架,依然大幅落后于空客的 611 架。此外,波音截至 2021 年末的储备订单数量为 5136 架,仍大幅落后于空客的 7082 架。

2022 年 3 月,一架载有 132 名乘客和机组成员的东航波音 737-800 客机在广西坠毁,其原因尚待调查。但在东航失事当日,波音的股价下跌 3.59%,这再度显示了市场对事故原因与其产品相关的忧虑。

追逐短期利益削弱竞争力

波音面临的不少运营问题实际上体现了公司股东和管理层追逐短期利益的企业文化。

事实上,在上世纪九十年代波音并购竞争对手麦道之后,其企业文化发生了巨大的变化,波音原本偏工程师风格的企业文化被麦道亲华尔街的金融文化所瓦解。2018 年公司的董事会中来自金融界的董事为 4 人,已与制造业背景董事的人数相当。

出于对于股东短期利益和股价的追求，波音公司的管理层将有限的资金大量用于回购股票和现金分红。从 2013 至 2019 年，波音一共花费 434 亿美元回购股票，然而这 7 年中公司的累计会计利润不到 388 亿美元。与此同时波音还进行了高额现金分红，股利比率一度超过 40%。即使是在 2019 年 737MAX 停飞、公司亏损的情况下，波音仍坚持大额分红了 46.3 亿美元，同时还回购了 26.5 亿美元股票。

对公司股东长期进行巨额分配的后果是，波音的股东权益从 2013 年的 150 亿美元快速下滑为 2018 年的 4 亿美元，2019 年公司的股东权益已降至-83 亿美元，即资不抵债；2020 年巨额亏损后，波音的股东权益甚至低至-183 亿美元。长期的大额回购推高了股价，波音的股东通过现金分红和股票增值也获得了高额回报，而公司却形成了令人胆战心惊的债务高杠杆，运营风险主要转移给了债权人。2021 年末，波音公司的股东权益仍为-150 亿美元。

对比之下，2020 年末空客公司的股东权益为 65 亿欧元，2021 年末又大幅增加至 95 亿欧元，财务杠杆远低于波音。

由于资金更多被分配给了股东，波音在技术优化和创新上的投入相对不足。2019 年，波音公司的研发费用为 32.2 亿美元，研发费用率为 4.2%；而空客公司 2019 年的研发费用为 33.6 亿欧元，研发费用率为 4.8%。近两年波音的经营情况不佳，2021 年其研发费用下降至 22.5 亿美元，对应研发费用率仅有 3.6%；而空客 2021 年的研发费用率还进一步上升为 5.3%，

大大高于波音同期的水平。

而就在波音尚未走出低谷的困难时期，公司向管理层等员工支付的股权激励费用还在迅猛增加。2019 年，波音公司的股权激励费用为 2.6 亿美元，并在 2021 年暴涨至 9.9 亿美元。

经营性现金流恶化

波音在股东权益极低的情况下还能稳定运营，重要的原因之一是其可通过供应链的强势地位获得大量经营性现金流。然而，2019 年之后波音的经营性现金流开始恶化。

波音向航空公司等下游客户收取预收款，同时也通过应付款占用上游供应商资金，由此取得巨额现金以支持公司的日常经营生产活动。这部分无付息负债一度超过了波音的存货账面价值。

例如，波音向航空公司索取的预收款一般稳定在订单金额的 5% 左右，但公司采用了拖延交货的方法，要求航空公司提前数年就预付款项订购飞机，这样即可随着时间的推移积攒大量现金用于生产。在 2018 年之前，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42220

