



信用等级通知书

信评委函字[2019]G093-F1号

中国东方航空股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国东方航空股份有限公司2019年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年八月九日

中国东方航空股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国东方航空股份有限公司
发行规模	本次债券发行规模为不超过人民币 154 亿元（含 154 亿元），采用分期发行方式。本期债券发行规模为不超过 50 亿元（含 50 亿元）；其中，基础发行规模为 30 亿元，可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年期
债券利率	本期债券采用固定利率形式，本期债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
募集资金用途	本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务及补充营运资金。

概况数据

东方航空	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	500.96	565.18	593.52	595.16
总资产（亿元）	2,100.51	2,274.64	2,367.65	2,800.12
总债务（亿元）	1,209.34	1,341.86	1,334.83	1,713.59
营业收入（亿元）	985.60	1,017.21	1,149.30	300.53
营业毛利率（%）	16.21	11.24	10.90	14.09
EBITDA（亿元）	217.74	257.63	228.96	-
所有者权益收益率（%）	9.91	12.07	4.96	14.58
资产负债率（%）	76.15	75.15	74.93	78.75
总债务/EBITDA（X）	5.55	5.21	5.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.32	6.48	5.00	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理；
3、中诚信证评在计算近三年总债务时，将“长期应付款”中的应付融资租赁款纳入债务指标中。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国东方航空股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了公司偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了公司极强的股东背景、运力投入持续扩张、主基地区位优势明显和持续稳定的政府支持等正面因素对公司及本期债券信用水平的支持作用。同时，中诚信证评也关注到公司资产负债率偏高、资本支出压力大、航油价格及人民币兑美元汇率的波动等因素可能对公司及本期债券信用状况造成的影响。

正面

- 极强的股东背景。公司控股股东中国东方航空集团有限公司是我国三大航空运输集团之一，隶属于国务院国有资产监督管理委员会，在资金、技术等方面实力较强。公司系控股股东旗下航空业务核心运营平台，2009 年以来，控股股东多次参与公司定向增发，在资金及经营管理等方面能够给予公司较大支持。
- 运力规模持续扩张，营业收入稳步增长。近年来公司积极增加运力投入，近三年及一期末的飞机总数分别为 581 架、627 架、680 架和 693 架，机队规模和市场占有率在行业内处于领先地位。同期，公司分别实现营业收入 985.60 亿元、1,017.21 亿元、1,149.30 亿元和 300.53 亿元，经营情况稳健。
- 主基地区位优势明显。公司以国内最大的航空市场-上海为主运营基地，2018 年上海浦东机场和虹桥机场旅客吞吐量合计超过 1.17 亿人

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月9日

次。2018年，公司在上述两场的旅客运输占有率分别为36.3%和48.8%，处于绝对领先地位。

- ▶ 持续稳定的政府支持。公司发展得到中央及各级地方政府的大力支持，2016~2018年获得的政府补贴收入分别为13.35亿元、10.57亿元和8.94亿元，合作航线收入分别为31.96亿元、38.84亿元和45.36亿元，系其主要的利润构成。

关注

- ▶ 资产负债率偏高。截至2019年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为78.75%和74.22%，高于同行业水平，中诚信证评持续关注公司未来财务结构的稳健性。
- ▶ 资本性支出压力长期存在。航空运输企业在机队结构优化、飞机引进、发动机及高价周转件购置等方面需求刚性较强，2019~2021年，公司分别计划引进飞机60架、61架和18架，根据已签订的飞机及发动机协议，2019~2021年预计资本开支分别约为291.87亿元、247.35亿元和118.09亿元。
- ▶ 燃油价格波动风险。航油系航空公司最主要营业成本之一，国际原油市场的供求关系、地缘政治等诸多因素将持续影响航油价格。燃油附加费的恢复征收及票价的上涨在一定程度上缓解了航空公司燃油成本的上升压力，但随着2016年下半年以来国际油价探底回升，近两年公司航空油料消耗金额分别为251.31亿元和336.80亿元，占营业成本的比重分别为27.83%和32.89%，对公司运营成本及盈利能力造成一定的负面影响。
- ▶ 汇率波动风险。受人民币兑美元汇率波动影响，近三年公司分别发生净汇兑损失35.43亿元、-20.01亿元和20.40亿元，同期净利润分别为49.65亿元、68.20亿元和29.41亿元。中诚信证评对公司面临的汇兑损失风险予以长期关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

中国东方航空股份有限公司（以下简称“东方航空”或“公司”）是由中国东方航空集团公司（后更名为“中国东方航空集团有限公司”，以下简称“东航集团”）于 1995 年 4 月独家发起设立的股份有限公司，公司设立时注册资本为 300,000 万元。1997 年 2 月，经国家体改委（1996）180 号文和国务院证券委员会（1997）4 号文批准，公司发行了 156,695 万股 H 股，并在美国和香港两地上市，发行完成后，公司总股本增加为 456,695 万股。1997 年，经中国民用航空局和中国证券监督管理委员会批准，公司向境内投资者发行 30,000 万股人民币普通股，总股本增至 486,695 万股。根据中华人民共和国商务部商资批[2006]2551 号文《商务部关于同意中国东方航空股份有限公司转股的批复》，公司于 2006 年 12 月进行股权分置改革。公司于 2009 年 6 月向东航集团的全资子公司东航国际控股（香港）有限公司（以下简称“东航国际”）定向增发 143,737.50 万股 H 股，并向东航集团非公开发行 143,737.50 万股 A 股，上述增发完成后，公司总股本增至 774,170 万股。2009 年 12 月，公司向东航国际定向增发 49,000 万股 H 股，并向东航集团及其他特定投资者非公开发行 135,000 万股 A 股，公司总股本增至 958,170 万股。2010 年 1 月 28 日，公司完成对上海航空股份有限公司（以下简称“上航股份”）的换股吸收合并，共发行 A 股股票 169,484 万股用于交换上航股份全部已发行股本，换股完成后，上航股份成为公司全资子公司，公司总股本增至 1,127,654 万股。2013 年 4 月，公司向东航集团及其全资子公司东航金控控股有限责任公司定向增发总计 69,886.5 万股 A 股；同年 6 月，公司向东航国际定向增发 69,886.5 万股 H 股，总股本增至 1,267,427 万股。2015 年 9 月，公司完成向达美航空发行 46,591 万股 H 股普通股；2016 年 6 月，公司完成向上海励程信息技术咨询有限公司、中国航空油料集团有限公司、中国远洋海运集团有限公司和财通基金管理有限公司发行 132,741 万股 A 股，总股本增至 1,446,759 万股。截至 2019 年 3 月末，公司总股本不变，控股

股东东航集团持股比例为 35.06%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司目前主要从事航空客货运输业务，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，分别实现营业收入 985.60 亿元、1,017.21 亿元、1,149.30 亿元和 300.53 亿元，其中主营业务收入占比均保持在 90% 以上。此外，公司其他业务收入包括地面服务、旅游和货物代理等，能够对公司收入和利润提供一定补充。

截至 2018 年末，公司总资产为 2,367.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 593.52 亿元，资产负债率为 74.93%；2018 年公司实现营业总收入 1,149.30 亿元，净利润 29.41 亿元，经营活动现金净流量 223.38 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 2,800.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 595.16 亿元，资产负债率为 78.75%；2019 年 1~3 月公司实现营业总收入 300.53 亿元，净利润 21.70 亿元，经营活动现金净流量 53.35 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国东方航空股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次债券发行规模为不超过人民币 154 亿元（含 154 亿元），采用分期发行方式。本期债券发行规模为不超过 50 亿元（含 50 亿元）；其中，基础发行规模为 30 亿元，可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 5 年期。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，本期债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务及补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

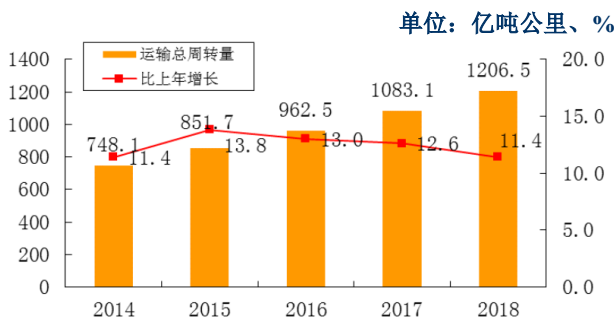
行业分析

在全球经济稳步复苏、中国经济运行稳中向好的态势下，近年来我国民航运输业主要指标实现了稳健增长。

我国民航业正处于高速发展阶段，在宏观经济

放缓的大背景下，消费升级促使民航运输增速仍连续保持在两位数。2016年，我国民航运输业全行业实现完成运输总量 962.51 亿吨公里，同比增长 13%；2017年，全年完成运输周转总量 1,083.08 亿吨公里，同比增长 12.6%。2016年，全行业完成旅客周转量 8,378.13 亿人公里，较上年增长 15.0%，完成旅客运输量 4.88 亿人，同比增长 11.9%；2017年全行业完成旅客总周转量 9,513.04 亿人公里，同比增长 13.5%，全年民航旅客总运输量 5.52 亿人，同比增长 13.0%。2013~2017年，国内民航运输业总周转量年均增长 12.2%。2018年，全行业完成运输总周转量 1206.53 亿吨公里，比上年增长 11.4%。国内航线完成运输总周转量 771.51 亿吨公里，比上年增长 11.1%，其中港澳台航线完成 17.51 亿吨公里，比上年增长 8.8%；国际航线完成运输总周转量 435.02 亿吨公里，比上年增长 12.0%。

图 1：2014~2018 年我国民航运输总周转量



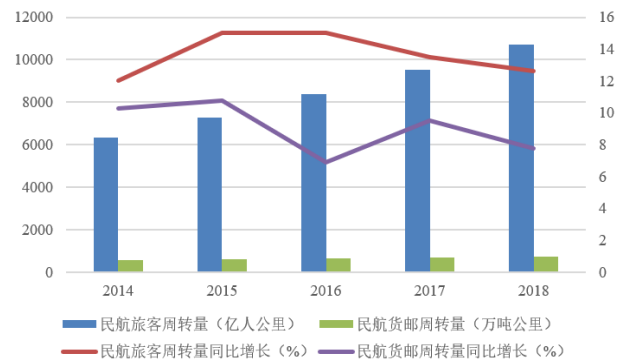
资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

客运方面，2017年我国民航运输业国内航线完成旅客周转量 7,036.53 亿人公里，比上年增长 13.2%，其中港澳台完成旅客周转量 148.25 亿人公里，比上年增长 2.9%。2013~2017年，全行业旅客周转量年均增长 13.6%。2018年全行业完成旅客周转量 10,712.32 亿人公里，比上年增长 12.6%；全行业完成旅客运输量 61,173.77 万人次，比上年增长 0.9%。

货邮方面，2017年我国民航运输业国内航线完成货邮周转量 72.97 亿吨公里，同比增长 1.2%，其中港澳台航线完成 3.05 亿吨公里，比上年增长 11.0%；国际航线完成货邮周转量 170.59 亿吨公里，比上年增长 13.9%。2013~2017年，全行业货邮周转量年均增长 8.2%。2018年，全行业完成货邮周转量 262.50 亿吨公里，比上年增长 7.8%；全行业

完成货邮运输量 738.51 万吨，比上年增长 4.6%。

图 2：2014~2018 年我国民航旅客及货邮周转量



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

运输效率方面，2017年，民航运输业在册运输飞机平均日利用率为 9.49 小时，比上年增长 0.08 小时。2017年，正班客座率和正班载运率分别为 83.2% 和 73.5%，同比分别提高 0.6 个百分点和 0.8 个百分点。2018年，全行业在册运输飞机平均日利用率为 9.36 小时，较上年减少 0.13 小时，全年正班客座率平均为 83.2%，与上年持平，正班载运率平均为 73.2%，同比降低 0.3 个百分点。

表 2：2018 年我国民航主要运输生产指标统计

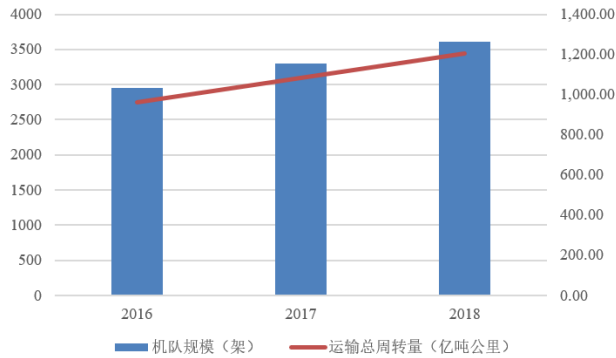
统计指标	计算单位	累计完成数	同比增长 (%)
运输总周转量	亿吨公里	1,206.4	11.4
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	771.5	11.1
国际航线	亿吨公里	434.9	12.0
旅客运输量	万人	61,171.2	10.9
国内航线 (含港澳台)	万人	54,804.5	10.5
国际航线	万人	6,366.7	14.8
货邮运输量	万吨	738.5	4.6
国内航线 (含港澳台)	万吨	495.8	2.5
国际航线	万吨	242.7	9.3
旅客周转量	亿人公里	10,711.6	12.6
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	7,889.4	12.1
国际航线	亿人公里	2,822.2	14.0
货邮周转量	亿吨公里	262.4	7.7
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	75.5	3.4
国际航线	亿吨公里	187.0	9.6
正班客座率	%	83.2	0.00pct
正班载运率	%	73.2	-0.3pct

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

机队方面，截至 2018 年底，民航全行业运输

飞机期末在册架数 3,639 架，比上年底增加 343 架。其中，客运飞机和货运飞机分别为 3,479 架和 160 架，同比分别增加 331 架和 12 架。

图 3：近三年我国民航机队规模及运输总周转量情况



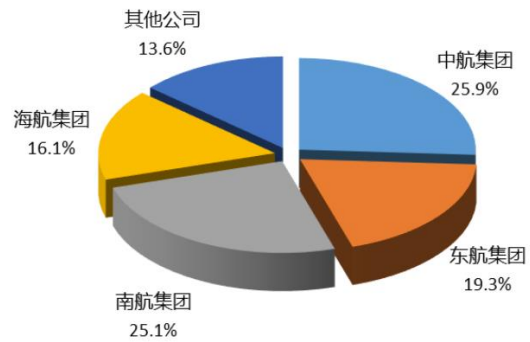
资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

航线网络方面，截至 2017 年末，我国共有定期航班航线 4,418 条，按重复距离计算的航线里程为 1,082.9 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 748.3 万公里。当年末，定期航班通航城市 224 个（不含香港、澳门、台湾）。我国航空公司国际定期航班通航 60 个国家的 158 个城市，国内航空公司定期航班从 30 个内地城市通航香港，从 12 个内地城市通航澳门，大陆航空公司从 46 个大陆城市通航台湾地区。截至 2018 年底，我国共有定期航班航线 4,945 条，国内航线 4,096 条，其中港澳台航线 100 条，国际航线 849 条。按重复距离计算的航线里程为 1,219.06 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 837.98 万公里。

行业竞争格局方面，截至 2018 年底，我国共有运输航空公司 60 家，比上年底净减 2 家。其中，国有控股公司 45 家，民营和民营控股公司 15 家。就运输周转量上来看，2018 年中航集团、东航集团、南航集团和海航集团运输总周转量分别为 312.53 亿吨公里、232.73 亿吨公里、303.34 亿吨公里和 194.42 亿吨公里，合计占比超过 85%，我国以四大航企为第一梯队的竞争格局较为稳定。

2018 年，其他航空公司共完成飞行小时 195.61 万小时，完成运输总周转量 163.51 亿吨公里，比上年增长 14.9%，完成旅客运输量 1.05 亿人次，比上年增长 16.8%，完成货邮运输量 125.73 万吨，比上年增长 8.9%。

图 4：2018 年我国各航空（集团）公司运输周转量比重



资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

航空安全方面，2018 年民航安全运行平稳可控，运输航空百万小时重大安全事故率滚动值为 0.013（世界平均水平为 0.153）。自 2010 年 8 月 25 日至 2018 年底，我国运输航空连续安全飞行 100 个月，累计安全飞行 6,836 万小时。2018 年我国共发生运输航空事故症候 568 起，同比下降 1.22%，其中运输航空严重事故症候 16 起，同比下降 23.81%。运输航空严重事故症候和人为责任原因事故症候万时率分别为 0.0139 和 0.0329，各项指标较好控制在年度安全目标范围内。

航空运输业属于周期性行业，与宏观经济周期密切相关。虽然中国经济增长速度放缓，但受人均收入保持增长、消费结构逐步升级、中产阶级兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，中国航空市场需求的驱动力依然很强，市场潜力巨大。中国民航局预计，到 2020 年我国需满足旅客运输量 7.2 亿人次的市场需求，这就意味着“十三五”期间我国航空市场仍有年均 10% 左右的增长速度。ITAT 预计，2024 年中国旅客运输需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035 年中国旅客数量将达到 13 亿人次。

行业关注

航空燃油价格波动对航空公司经营业绩的稳定性具有重要影响

图 5：2016 年至今布伦特原油价格走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

近年来航油价格随着国际原油价格呈大幅波动的趋势，在充分竞争的航空市场上，燃油价格风险很难直接或部分地转嫁给最终旅客。国际原油市场上的供求关系、美元汇率、地缘政治等诸多因素的综合影响使油价波动成为常态。自 2016 年四季度起，国际油价呈现探底回升趋势，由年初的 37.22 美元/桶上涨至年底的 56.82 美元/桶。2017 年 1~12 月，国际原油现货月平均价格中最高达到了 57.65 美元/桶，布伦特原油价格达到 63.66 美元/桶。作为航空公司第一大成本支出，燃油价格的上涨对航空公司的业绩有着直接的影响，2017 年中国国航、东方航空和南方航空的油料成本分别为 284.09 亿元、251.31 亿元和 318.95 亿元，同比分别增长 29.24%、28.05% 和 34.02%。

2018 年全年，航空公司航油压力显著，全年航空煤油进口到岸完税价格为 5,389 元/吨，同比提高 28.2%。当年中国国航、东方航空和南方航空航油成本分别为 384.81 亿元、336.80 亿元和 429.22 亿元，同比分别增长 35.45%、34.02% 和 34.57%。受此影响，国内航司当年经营业绩出现明显下滑。2018 年，全行业累计实现营业收入 10,142.5 亿元，比上年增长 18.5%，利润总额 536.6 亿元，比上年减少 122.7 亿元。其中，航空公司实现营业收入 6,130.2 亿元，比上年增长 14.5%，利润总额 250.3 亿元，比上年减少 160.4 亿元。

2018 年底开始，油价出现下降趋势，2018 年 12 月份和 2019 年 1 月份，布伦特原油价格同比分

别下降 9.99% 和 12.79%，2019 年 2 月，布伦特原油价格同比下降 1.98%，为 64.6 美元/桶。

燃油附加费是航企对冲油价的主要手段，燃油附加费可以在一定程度上降低燃油价格波动对盈利造成的影响。2015 年 2 月起，国内航线的燃油附加费取消，当年 4 月 24 日，国家发改委和民航局针对燃油附加费颁发《关于调整民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制基础油价的通知（发改价格【2015】571 号）》，将收取国内航线燃油附加费的航空煤油基础价格，由每吨 4,140 元提高到每吨 5,000 元。2016 年以来国际航油价格逐年走高，2018 年 5 月底突破国内燃油附加费起征点价格线，上半年，布伦特原油价格为 71.2 美元/桶，较 2017 年上半年平均价格提升 34.54%，航空煤油进口到岸完税价格同比提升 23.7%。受此影响，当年 6 月 4 日，包括中国国航、东方航空、南方航空、海航控股、春秋航空、奥凯航空在内的多家航空公司集体宣布自 6 月 5 日（出票日期/旅行日期）起，对国内航线燃油附加费征收标准进行调整。2018 年 10 月 31 日，中国民航网消息显示，近期国际市场油价持续上涨，依据民航国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油价格联动机制，800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准保持 20 元/人不变，800 公里以上航线燃油附加最高标准由 30 元/人调整至 50 元/人。2016 年下半年以来，在航油价格持续上涨的背景下，燃油附加费的恢复征收在一定程度上缓解了航空公司燃油成本的上升压力。2018 年 12 月，国内航空煤油出厂价下降，国内航企燃油附加费随之下调，东航、南航、海航等多家航空公司均对外宣布，国内航线燃油附加费征收标准将进行调整。自 2018 年 12 月 5 日（出票日期）起，800 公里以上航段每位旅客收取 30 元燃油附加费，800 公里（含）以下航段每位旅客收取 10 元燃油附加费。

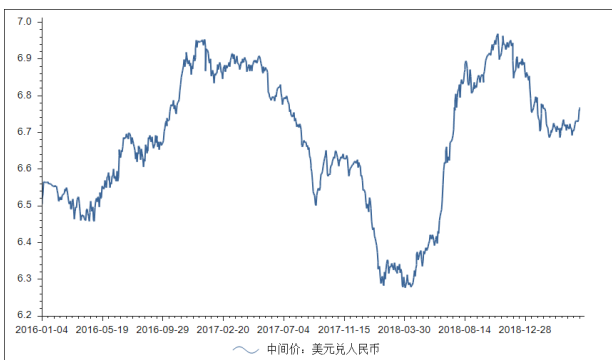
人民币汇率波动对航空公司业绩的影响

由于引进飞机的需求，航企长期拥有外币负债，并以美元为主；另一方面，航企部分燃油在国外采购，加之航材维修成本、海外机场起降费用、海外员工薪酬等也以美元计价，因此汇率对于航空公司的影响非常显著。2017 年，受国内经济企稳回

升、跨境经济流动趋于平衡、美联储加息和缩表及税改等综合影响，人民币汇率先贬后升，人民币兑美元中间价全年大幅升值 6.1%，利好国内航企盈利表现。但受中美贸易战持续发酵影响，2018 年 6 月起人民币大幅贬值，当年在岸人民币兑美元累计下跌 5.15%。根据三大航 2018 年年报显示，当年中国国航、东方航空和南方航空因人民币贬值而造成的汇兑净损失分别为 23.77 亿元、20.40 亿元和 18.53 亿元。

2019 年以来，中美贸易磋商节奏加快，引发市场对中美谈判的乐观预期，推动人民币升值，当年年初至 3 月 1 日，人民币升值 2.17%。长期来看，汇率本质上是由两国经济基本面决定，人民币贬值压力根源在于中美经济基本面的分化。但随着美国经济边际走弱，中国的最终需求逐渐企稳，中美的分化将逐渐收敛，人民币贬值压力有望减轻。此外，近年来航空公司不断降低美元负债，汇率波动的影响正在逐年减少，汇率敏感度随之降低。

图 6：2016 年至今美元兑人民币中间价走势



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

行业供给侧改革及票价改革影响

从供给来看，随着《航班正常管理规定》、《民航航班时刻管理办法》等政策的落实，2018 年我国民航业继续供给侧改革，当年全民航的航班起降架次同比增幅减少 2.9 个百分点，国内主辅协调机场的定期航班起降架次增幅均低于 10%，其中主协调机场的航班起降架次年度增幅仅 3.4%，低于 1978~2017 年期间全球的平均水平。受此影响，相对资源富足的非协调机场航班增幅亦呈下滑趋势。从区域来看，华南、华北和东北等地的机场相应增幅下滑程度超过 5%。另一方面，民航航班正点率因供给政策调整得到极大改善。2018 年，行业共保

障各类飞行 562.4 万班次，日均 15,409 班次，在航班总量同比增长 5.65% 的情况下，全国航班正常率达 80.13%，同比提高 8.46 个百分点，为 2010 年以来历史新高。

2019 年，民航工作总体思路仍将坚持以供给侧改革为主线，继续实施控总量调结构的宏观调控政策，贯彻落实新的《民航航班时刻管理办法》，着力实现运行总量与资源能力匹配，着力实现航班时刻的公平高效量化配置，着力形成推动民航高质量发展时刻资源配置长效机制。

票价方面，2018 年票价水平有所提升，2019 年供需紧平衡，票价预计稳中有升。对于航空运价，民用航空国内运输市场价格管制逐步放开，实行市场调节价航线数量不断增加。2018 年 1 月民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，核心航线票价也可上浮；另一方面，2018 年航班供给增速下降，而需求增速较快，因此进入旺季之后，国内航线票价有所上涨。2018 年国内航线综合票价指数从 2018 年 2 月以来均高于上年同期，2018 年 12 月国内航线综合票价指数略有回落。2018 年，调价后三大航司国内航线客公里收益均有所上涨，其中以国航收益最高，达 0.6 元/人公里、增长 2.57%，东航和南航分别为 0.56 元/人公里和 0.54 元/人公里，同比分别增长 4.09% 和 1.89%。

2017 年我国航空业客座率已经达到 83.2%，在此次全票价提升 10% 之前，航空票价普遍处于均衡价格，导致航空公司客座率较高，但无法通过提高票价转换为更高的收益，在票价市场化的进程中，票价提升将更多的转化为收入的增长。

埃航飞机失事导致涉事机型停飞造成的影响

受埃航坠机事件影响，2019 年 3 月 11 日 9 时，中国民航局发出通知，要求国内运输航空公司于 2019 年 3 月 11 日 18 时前暂停波音 737-8MAX 系列飞机的商业运行。波音 737MAX 停飞对我国航空运输业短期旺季的运力供给有一定影响。截至公告日，我国有 96 架波音 737MAX 飞机，占全行业机队规模（3,638 架）的 2.64%，比重较小。短期来看，波音 737MAX 停飞对我国航空运输业淡季的运力

供给影响较小，而对旺季的运力供给可能会有一定影响。长期来看，波音 737MAX 待交付订单中航空公司为直接客户的订单共计 104 架，租赁公司订单共计 299 架，若租赁公司机队均来自国内航空公司，则待交付订单占当期机队规模的 11.08%。值得注意的是，2019 年 3 月 25 日，中国航空器材集团公司与空中客车公司签署了 300 架客机的订单，包括 290 架 A320 系列窄体双发客机，以及 10 架 A350 XWB 宽体客机。新签订的空客飞机可以部分抵消波音 737MAX 停飞对我国航空运输业长期运力供给的影响。

环境保护对航空公司业绩的影响

近年来，随着民众环境保护意识的提升及各国政府对于环境保护日益重视，航空业带来的环境问题引起了广泛的关注。欧盟宣布从 2012 年 1 月 1 日起将对所有到、离欧盟机场的航班纳入碳排放交易体系，征收碳排放交易税。这种单方面决定征收碳排放税的行为遭到了包括中国、美国在内的航空大国的反对。由于未来各国可能采取针对欧盟的反制措施，普遍征收国际航空碳排放税的行为很可能提升航空运输成本、抑制市场需求，对航空行业发展和航空公司运营产生潜在影响。

总体而言，随着居民消费结构的升级、航空市场供需的改善和航线网络的完善，国内航空运输业运营效率和盈利水平有望继续提升，行业仍将维持较高的景气度。但中诚信证评也将持续关注航油价格及人民币汇率变动、民航业供给侧改革等因素对航空运输业发展的影响。

竞争优势

雄厚的股东背景以及较强的支持力度

公司控股股东东航集团是我国三大航空运输集团之一，是隶属于国务院国有资产监督管理委员会管理的中央企业。东航集团旗下约有 20 余家控股投资公司，经过多年来的调整优化和资源整合，基本形成了以航空运输核心主业为支撑，以航空食品、进出口、金融期货、广告传媒等业务为辅助的航空运输服务体系。截至 2019 年 3 月末，东航集团资产总额 3,337.44 亿元，所有者权益合计 703.39

亿元。2018 年和 2019 年 1~3 月，东航集团分别实现营业收入总收入 1,279.49 亿元和 337.78 亿元，净利润分别为 49.84 亿元和 28.87 亿元。

公司作为东航集团下属的航空业务核心运营平台，能够在经营管理及资金等方面得到集团的大力支持。2009 年，东航集团先后两次参与公司定向增发，合计向公司增资 100 亿元；2013 年 6 月，公司向东航集团全资附属公司东航国际定向增发总计 69,886.50 万股 H 股。

主基地区位优势明显，网络航线完善

公司总部和运营基地所在的上海市是国际特大型城市。上海位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时，飞往亚洲主要城市的时间在 2~5 小时内，航程适中。上海地区 2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源、93% 的 GDP 产出地和东亚大部分地区。目前上海已经成为中国最大的航空市场，2018 年浦东机场和虹桥机场旅客吞吐量分别为 7,400.63 万人次和 4,362.80 万人次，同比分别增长 5.7% 和 4.2%。2018 年，公司在上述两场的旅客运输占比分别达到了 36.3% 和 48.8%，主基地区位优势明显。

表 3：2016~2018 年浦东、虹桥机场旅客吞吐量及排名情况

单位：万人次

机场	2016		2017		2018	
	排名	吞吐量	排名	吞吐量	排名	吞吐量
浦东	2	6,600.24	2	7,000.12	2	7,400.63
虹桥	7	4,046.01	7	4,188.41	8	4,362.80

资料来源：中国民用航空局，中诚信证评整理

公司目前已经构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络。国内方面，公司在上海、北京、云南、陕西、江苏、浙江及安徽等 15 个省市设有分子公司，航线网络可通达中国全部省会城市和计划单列市。国际方面，公司目前可直达港澳台、日韩、东南亚的主要知名城市，以及欧洲的巴黎、伦敦、法兰克福、罗马等国际城市。此外，公司通过与天合联盟成员的合作以增加联程中转机会，拓展国际航线布局，在北美、欧洲、澳洲分别与达美航空、法荷航、Qantas 等加强了以航线联营、代号共享和中转联程为核心的业务合作。通过与天合联盟

成员航线网络的对接，截至 2018 年末，公司航线已延伸至全球范围内 175 个国家和地区的 1,150 个目的地城市。

公司未来发展将持续受益于国家实施长江经济带战略和中国（上海）自由贸易区、上海推进国际“经济、金融、航运、贸易、科创”五个中心建设以及有望建成的上海自由贸易港。公司积极打造上海核心枢纽，不断完善和优化网络结构，以进一步提高在上海乃至长三角航空运输市场的影响力。

业务运营

公司主要从事国内、国际和地区航空客、货、邮、行李运输业务及延伸服务。2016~2018 年，公司分别实现营业总收入 985.60 亿元、1,017.21 亿元

和 1,149.30 亿元，其中主营业务收入（航空客货运输及其他相关业务）分别为 910.64 亿元、967.53 亿元和 1,097.87 亿元，在营业收入中的比重分别为 92.39%、95.12% 和 95.53%。公司其他业务收入主要为地面服务收入和旅游服务收入等，近三年分别为 74.96 亿元、49.68 亿元和 51.43 亿元，2017 年公司转让东方航空物流有限公司（以下简称“东航物流”）100% 股权，导致当年其他业务收入同比下滑 33.72%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 300.53 亿元，同比增长 12.34%，其中航空客货运输收入为 280.90 亿元，收入占比为 93.47%。

表 4：2016~2019.Q1 公司营业收入及占比情况

单位：万元、%

项目	2016 年		2017 年		2018		2019.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	9,106,400	92.39	9,675,300	95.12	10,978,700	95.53	2,865,000	95.33
1、航空客货运输收入	8,920,100	90.50	9,443,300	92.84	10,758,800	93.61	2,809,000	93.47
2、其他相关业务	186,300	1.89	232,000	2.28	219,990	1.91	56,000	1.86
其他业务收入	749,600	7.61	496,800	4.88	514,300	4.47	140,300	4.67
营业收入	9,856,000	100.00	10,172,100	100.00	11,493,000	100.00	3,005,300	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

航空客运

受益于近年来国内航空运输业的高速发展，公司机队规模持续扩张，客运能力相应提升，航空客运业务发展稳健，是其最主要的业务构成及利润来源。近三年以及一期末，公司飞机总数分别为 581 架、627 架、680 架和 693 架，近三年可用座公里分别为 2,062.49 亿座公里、2,259.96 亿座公里和 2,448.41 亿座公里。在运力投入不断扩充的同时，公司积极提高客座率水平，近三年及一期乘客人数分别为 10,174.16 万人次、11,081.14 万人次、12,119.97 万人次和 3,187.77 万人次，同期客座率分别为 81.23%、81.06%、82.29% 和 82.58%。运营效率方面，受制于民航局宏观调控，国内各地机场尤其是一线机场时刻收紧，加之为保证航班正点率，民航局拉长了标准航段时间，导致公司飞机日利用率逐年下降，近三年及一期分别为 9.72 小时、9.69

小时、9.43 小时和 9.70 小时。

表 5：2016~2019.Q1 公司航空客运情况

单位：架、亿、万人次、%、小时

主要指标	2016	2017	2018	2019.1~3
机队规模	581	627	680	693
可用座位公里	2,062.49	2,259.96	2,448.41	658.09
乘客人数	10,174.16	11,081.14	12,119.97	3,187.77
客座率	81.23	81.06	82.29	82.58
飞机日利用率	9.72	9.69	9.43	9.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机队构成及航材采购

公司近年来持续优化机队结构，陆续退出 B767 机型，加快 A350-900、B787-9、A320NEO 等新机型的引进。公司将远程 B777 系列飞机主要投入跨太平洋航线，将中远程 A330 系列飞机投入中欧航线、中澳航线和国内商务干线，将 A320 系列和 B737 系列飞机投入国内及周边国家和地区的航线，不断提高机型与航线、运力与市场的匹配程度。2018 年

围绕主力机型，公司共引进飞机 67 架，退出飞机 14 架，年末共运营飞机 692 架，其中客机 680 架，托管公务机 12 架。近三年，公司平均机龄分别为 5.4 年、5.5 年和 5.7 年。2019 年 1~3 月，公司共引进 7 架飞机（1 架 A320NEO，3 架 B737-800，3 架 B787-9），3 月末飞机总数 693 架，平均机龄为 5.85 年，始终保持较为年轻的机队结构。

公司飞机引进方式包括自购、融资租赁和经营租赁三种。公司主要通过东航进出口有限公司向波音、空客公司采购飞机：在经营租赁方式下，公司与相关租赁公司（如 GECAS、AviationCapitalGroup）签订飞机经营租赁协议，租赁飞机期限通常为 10~12 年，在飞机交付前需支付 2 个月租金的定金或提供相应银行履约保函代替，并在租赁期内按月或者季度支付租金；公司融资租赁引进的飞机租赁期限约为 10~15 年，2017 年融资租赁款年利率为 1.34%~4.90%。关联交易方面，公司与东航国际融资租赁有限公司（以下简称“东航租赁”）于 2017 年 8 月签署了《飞机经营性租赁协议》，东航租赁向公司以经营租赁方式出租飞机 5 架，租金为每月不超过 38 万美元/架，租赁期限为 2017 年 8 月 21 日至 2029 年 12 月 14 日；2016 年 4 月，公司与东航租赁签署《2017~2019 年度飞机融资租赁框架协议》，向其以融资租赁方式引进飞机 28 架，租赁期限为 2016 年 9 月 6 日至 2027 年 6 月 28 日。截至 2019 年 3 月末，公司自购、融资租赁和经营租赁的飞机分别为 239 架、261 架和 193 架，近三年及一期经营租赁的飞机在机队规模中的占比分别为 23.13%、27.19%、27.46%和 27.85%。

表 6：2016~2019.Q1 公司机队情况（含货机）

	单位：架			
	自营	融资租赁	经营租赁	合计
2016	213	226	142	581
2017	247	235	145	627
2018	230	260	190	680
2019.Q1	239	261	193	693

注：上表机队数量不含公司托管的公务机。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

值得注意的是，截至 2019 年 3 月末，公司共拥有 B737 MAX 8 飞机 14 架，其中上海航空股份有限公司拥有 11 架，执飞航线以虹桥、浦东始发

航线为主；东方航空云南有限公司拥有 3 架，执飞航线以昆明始发航线为主。截至 2019 年 4 月 30 日，B737 MAX 8 的停飞已导致公司共取消了 2,600 多班航班，给公司收益造成一定影响。2019 年 4 月，公司已就波音 737-MAX 8 飞机长时间停飞以及订单无法按时交付所造成的损失，正式向波音公司提出索赔，双方将就此问题保持持续沟通，中诚信证评对此予以长期关注。

后续机队建设方面，公司未来将引进新一代 A350-900 和 B787-9 远程宽体客机，致力于进一步提升国际远程航线经营能力和收入水平，助推公司国际化战略的实施。2019~2021 年，公司分别计划引进飞机 60 架、61 架和 18 架，根据已签订的飞机及发动机协议，2019~2021 年预计资本开支分别约为 291.87 亿元、247.35 亿元和 118.09 亿元。

表 7：2019~2021 年公司飞机引进情况

	单位：架		
	2019	2020	2021
空客	30	34	4
波音	30	27	14
当年引进飞机合计	60	61	18

注：根据市场情况和公司运力规划，未来公司飞机的引进和退出计划在机型、数量和时间上可能会有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

航材采购方面，公司航油供应商主要为中国航空油料集团有限公司及其下属分公司、浦东国际机场航空油料有限责任公司、新加坡航油公司、BP、SHELL、CHEVRON 等公司，境外采购比例约为三分之一，通过先加油后付款的方式支付费用。此外，公司发动机维修方式分为两类，一为支付发动机定期检测维护费用，二为单一发动机境外修理，合作客户包括 AIR FRANCE、GE ENGINESERVICES、ROLLS-ROYCE、ST AEROSPACE ENGINES PTE LTD 等。

基地建设及航线布局

公司持续推进“枢纽网络运营”战略，以经济高度发达、出行需求旺盛的上海为核心枢纽，以地处东南亚门户的昆明、国家“一带一路”倡议西北门户的西安为区域枢纽，并通过与天合联盟成员合作，构建了覆盖全国、通达全球的航空运输网络。近年来，公司在上海、昆明和西安等枢纽市场保持了较

大的影响力，在北京、南京、成都和青岛等城市的竞争力也不断提高。2018年及2019年1~3月，公司在浦东和虹桥两场的停放飞机合计数均为181架，截至2019年3月末，公司在浦东机场的座位数占有率和起降航班次占有率分别为38.1%和41.0%，在虹桥机场的上述指标分别为49.4%和52.1%，均处于绝对领先的地位。同期末，公司在昆明、西安、北京、南京和成都的飞机停放数分别为64架、39架、28架、27架和26架。此外，公司在太原、广州、武汉、青岛、杭州等主要城市均安排过夜飞机停放，航空枢纽广泛分布于华东、华北、华中、华南、西南等地区，布局合理均衡，全国性优势明显。

表 8：2018~2019.Q1 公司基地及市场占有率情况

单位：架、%

基地城市	停放飞机		座位占有率		旅客运输占有率		起降航班班次占有率	
	2018	19.Q1	2018	19.Q1	2018	2018	19.Q1	
浦东	108	108	37.1	38.1	36.3	36.5	41.0	
虹桥	73	73	49.3	49.4	48.8	50.9	52.1	
昆明	64	64	39.0	39.3	37.4	40.0	41.0	
西安	39	39	29.6	29.9	28.5	30.1	30.8	
北京	28	28	12.7	12.7	13.0	13.5	14.1	
南京	27	27	25.3	26.8	24.7	25.0	28.5	
成都	26	26	12.9	11.8	12.8	13.8	13.5	
太原	16	16	28.7	28.5	28.3	28.0	28.8	
广州	15	15	9.8	9.3	10.2	9.9	10.3	
武汉	15	15	21.7	21.6	21.1	21.7	22.1	
青岛	14	14	21.2	22.9	20.8	21.7	24.0	
杭州	10	10	10.3	10.6	10.3	9.8	11.1	
兰州	10	10	22.9	22.1	22.8	22.5	22.3	
合肥	9	9	21.7	21.5	21.3	21.9	22.3	
宁波	11	11	22.2	20.7	21.9	22.3	21.8	
南昌	7	7	14.7	16.9	14.8	14.7	17.9	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在民航运输行业竞争日益激烈的情况下，公司积极争取北京新机场的航线和时刻资源，以保持主要市场的竞争力。根据国家发改委《关于北京新机场工程可行性研究报告的批复》，北京新机场位于永定河北岸，北京市大兴区榆垓镇、礼贤镇和河北省廊坊市广阳区之间，近期工程按2025年旅客吞吐量7,200万人次、货邮吞吐量200万吨、飞机

起降量62万架次的目标设计并建造。公司作为北京新机场主基地航空公司，按照承担北京新机场航空旅客业务量40%的目标进行基地建设。2017年2月，公司北京新机场基地项目已获得国家发改委核准批复，计划投资687.70亿元，预计于2019年下半年投运，资金来源主要为借款及自筹。截至2019年3月末，公司北京新机场基地项目已投资48.29亿元。

2019年4月底，中国民航局下发文件同意公司“京沪快线”留在首都机场运营，将东航在大兴国际机场的时刻占比从40%下调至30%，并对其转场奖励政策作出调整。京沪航线是全国最繁忙的交通线之一，需求量大、客源丰富、收益稳定，公司目前是京沪航线最大的承运人，两场运营有助于其稳定高质量的商务旅客。同时，公司正全力推进北京大兴国际机场基地工程建设和运营筹备各项工作，通过航线和时刻的优化构建北京枢纽网络。

航线网络方面，公司在上海、北京、云南、陕西、江苏、浙江、安徽等15个省市设有分子公司，航线网络可通达中国全部省会城市和计划单列市。国际航线方面，公司航线网络可直接通达港澳台、日韩、东南亚的主要知名城市和旅游目的地以及欧洲的巴黎、伦敦、法兰克福、罗马、莫斯科、布拉格、阿姆斯特丹、马德里、圣彼得堡，美洲的纽约、洛杉矶、旧金山、芝加哥、夏威夷、温哥华、多伦多，澳洲的悉尼、墨尔本、奥克兰等知名国际都市。此外，公司还通过与天合联盟成员的合作以增加联程中转机会，拓展国际航线布局，在北美、欧洲、澳洲分别与全球知名航空公司达美、法荷航、Qantas等加强了以航线联营、代号共享和中转联程等为核心的业务合作。

面对国际地缘政治不稳定因素、高铁网络化扩张和提速等问题，公司灵活调整运力投放，积极争取关键市场资源，优化航班编排。同时，根据欧美澳市场特点，公司季节性调整运力投放，近年来新开北京-杭州-悉尼、昆明-悉尼以及西安-武汉-悉尼航线；根据韩国市场变化，及时采取调减运力、改小航班机型等措施加以应对；服务国家“一带一路”倡议，新开上海-雅加达、上海-宿务、西安-布拉格、

深圳-甲米等航线。2018 年新开通上海-斯德哥尔摩、伦敦盖特维克、迪拜等国际航线，加密上海-成都、广州、澳门等国内及地区航线。围绕京津冀一体化战略，加强北京新枢纽航线网络规划研究，全力推进北京大兴国际机场东方航空基地工程建设和运营筹备各项工作，服务国家“一带一路”倡议，在沿线国家经营 131 条航线，构建“空中丝绸之路”。截至当年末，通过天合联盟合作伙伴，公司的航线网络可通达 175 个国家和地区的 1,150 个目的地。

随着投放运力的扩张，2016~2018 年，以及 2019 年 1~3 月，公司分别完成旅客周转量 1,675.29 亿客公里、1,831.82 亿客公里、2,014.86 亿客公里和 543.43 亿客公里，近三年客运收入分别为 832.53 亿元、908.12 亿元和 1,039.61 亿元。公司航线网络布局集中于国内，近三年国内业务收入占客运收入的比重分别为 64.80%、66.04% 和 65.97%。国内方面，公司积极打造上海核心枢纽，在上海乃至长三角航空运输市场的影响力不断提升，近三年，公司华东区域分别实现收入 306.62 亿元、338.23 亿元和 264.1 亿元。此外，公司在华北和西南地区的收入占比均维持在 10% 以上，东北、华南和西北地区的收入占比亦有不同程度的提升。

表 9：2016~2018 年公司客运业务分区域收入情况

单位：亿元、亿客公里、%

2016 年	客运收入		旅客周转量	
	金额	同比增减	规模	同比增减
国内	539.52	4.48	1,063.61	8.20
国际	262.22	10.96	568.21	29.60
地区	30.79	-1.60	43.47	3.80
合计	832.53	6.19	1,675.29	14.50
2017 年	客运收入		旅客周转量	
	金额	同比增减	规模	同比增减
国内	599.68	11.15	1,170.33	10.03
国际	274.70	4.76	613.91	8.04
地区	33.74	9.58	47.58	9.47
合计	908.12	9.08	1,831.82	9.34
2018 年	客运收入		旅客周转量	
	金额	同比增减	规模	同比增减
国内	685.82	14.36	1,289.06	10.15
国际	315.58	14.88	672.90	9.61
地区	38.21	13.25	52.89	11.16
合计	1,039.61	14.48	2,014.86	9.99

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

市场营销

2018 年，公司实现客运收入 1,039.6 亿元，同比增长 14.48%，客座率达到 82.29%，同比提升 1.23 个百分点，座公里收入为 0.443 元，同比增长 5.7%。公司加强运价的统一集中管理，完善大客户运价管理流程，实现运价管理“智能化、动态化、系统化”提升。公司以国际化战略为引领，深化联营合作，深入推进 OD 收益管理系统的应用，国际远程航线经营品质有所提升。2018 年，公司欧洲、北美、澳洲航线的座公里收入分别同比增长 5.4%、1.5%、0.3%。

公司着力发展各类转型产品和增值产品，积极推进产品升级和销售转型，通过继续拓展多式联运产品，完善“优选座位”和“升舱产品”，丰富套票产品和运价管理系统，为持续提升收益管理提供先进的管理工具。公司重视常旅客服务和体验，积极维护和发展常旅客会员、集团客户资源。截至 2018 年末，公司“东方万里行”常旅客会员人数已达到 3,963 万人，同比增长 18.8%，集团客户总数达到 9,283 家，同比增长 25.2%。此外，公司加强与境外 TMC（差旅管理公司）、OTA（在线服务商）代理、大客户等渠道合作，当年 TMC 销售收入同比增长 40.3%。

航空货运

公司主要通过客运航线飞机的腹舱进行货邮运输。与航空客运行业的良性发展相比，我国航空货运市场持续低迷，加之受国内外经济下行压力加大的影响，2016 年 11 月，公司将持有的东航物流 100% 股权转让给东航集团下属全资子公司东方航空产业投资有限公司（以下简称“东航产投”）。2017 年 1 月 1 日，为避免东航物流股权转让完成后公司经营客机腹舱业务与东航物流下属中国货运航空有限公司（以下简称“中货航”）的全货机业务构成同业竞争，公司与中货航签署《客机腹舱委托经营协议》，将客机腹舱业务委托其经营。2018 年 3 月，公司与中货航签订《客机腹舱承包经营协议》和《腹舱运营费用协议书》，将客机腹舱长期承包给中货航经营，公司向其收取承包费，获得承包经营收入，并向其支付运营费用。

表 10: 2016~2019.Q1 公司货运业务指标

单位: 亿吨公里、万吨

指标	2016	2017	2018	2019.1~3
可用货邮吨公里	94.40	70.57	79.01	22.23
货邮载运量	139.50	93.33	91.51	21.53
货邮载运吨公里	48.75	26.63	25.88	6.14

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司系我国国有三大航空运输企业之一, 综合实力雄厚, 机队规模及营业收入稳步增长。公司以上海为核心基地, 区域枢纽覆盖全国, 航线网络趋于全球化, 行业地位稳固, 具备很强的竞争实力和抗风险能力。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等一系列规范性文件的要求以及香港证券监管规则的要求, 建立了较为完善的公司治理结构和机制。公司设立股东大会、董事会和监事会, 董事会下设审计和风险管理委员会、规划发展委员会、提名与薪酬委员会、航空安全与环境委员会共 4 个专门委员会。

股东大会是公司的权力机构, 决定公司的经营方针和投资计划。公司董事会由 7~13 名董事组成, 设董事长 1 名、副董事长 1 名, 公司董事 (不含职工董事) 由股东大会选举产生, 职工董事由职工代表大会选举或罢免, 董事任期三年, 任期届满, 连选可连任, 董事会对股东大会负责。

公司设监事会, 监事会由 3~5 名监事组成, 任期三年, 可连选连任。公司监事会成员由股东代表和公司职工代表组成, 其中职工代表不少于三分之一, 股东代表由股东大会选举和罢免, 职工代表由职工民主选举和罢免。

公司设总经理一名, 由董事会聘任或者解聘, 设副总经理若干名, 协助总经理工作, 总经理和副总经理任期三年, 可连聘连任。公司总经理主要负责主持公司生产经营管理工作。同时, 针对日常经营需要, 公司下设办公室、人力资源部、财务会计部、规划发展部、法律部、服务管理部、企业管理部、安全监察部、运行管理部、飞行技术管理部、

保卫部、采购中心共 11 个职能部门。公司建立了绩效考核制度, 形成了较为合理的管理层和员工激励约束机制, 各部门间岗位职责明确, 配合有效。

内部管理

公司根据实际情况, 制定各项规章制度, 并适时进行各项制度的梳理、废止、修订和补充完善。目前, 公司内部控制制度包括会计制度、基本建设投资管理制度、技术改造投资管理制度、内部审计制度、融资管理制度、对外担保管理制度、财务资金管理制度、关联交易制度和下属子公司管理制度等, 覆盖了公司生产经营管理活动的各个层面和各个环节, 促进了管理水平的提高。

公司规划发展部是基本建设投资计划管理的主管部门, 投资额低于 5,000 万元的建设项目, 由各项目负责单位 (或申请单位) 编制项目建议书上报规划发展部和抄报公司有关部门, 并由公司审批。投资额规模在 5,000 万元以上的大中型项目, 先由项目的负责单位 (或申请单位) 向公司规划发展部报送项目建议书及其他资料, 经公司审查后编制项目建议书报送国家有关部门, 由国家有关部门审批。

内部审计方面, 公司按照国家有关规定, 建立内部审计机构, 制定相应制度, 在总经理领导下对公司及其全资子公司、控股企业, 以及分公司和代表处等分支机构的经营情况进行审计检查, 并定期提交内部审计报告。

融资管理方面, 按照制定的《中国东方航空集团公司货币资金管理制度》中的规定, 公司本部及下属各个投资公司建立了贷款审批制度, 当资金短缺时需按审批意见向金融机构申请贷款, 在同等条件下应优先向东航集团财务公司及集团的八家合作银行申请。

资金管理方面, 公司对全资控股子公司实行资金集中管理模式, 通过全面预算管理, 实行资金的统一筹划, 集中管理, 并通过以下四个方面进行管理: 1、统一银行开户管理, 确保货币资金安全; 2、统一资金调度, 强化资金运作监管; 3、统一资金信贷管理, 确保筹资效益和安全; 4、统一资金过程控制, 提高资金使用效率。对于非全资控股子公

司，通过公司内部银行管理模式，进行计划、组织、协调，促进公司内部资金使用效率和效益。

总体看，公司法人治理结构健全，内部组织结构完善，管理制度较为健全，目前已建立了良好的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

发展规划

公司以全面深化改革为主线，以国际化、互联网化为引领，围绕转型发展、品牌建设、能力提升，致力于实现“打造世界一流、建设幸福东航”的发展远景。公司深入推进“枢纽网络、成本控制、品牌经营、精细化管理、信息化”五大战略，充分运用互联网思维、客户经营理念和大数据分析手段，强化客户体验，加快从传统航空运输企业向现代航空集成服务商转型。

公司将积极响应国家战略，把握京津冀协同发展、“长三角一体化”战略、粤港澳大湾区建设、北京大兴国际机场正式运营等机遇，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚定信心，直面挑战，锐意创新，扎实工作，努力推动公司改革发展各项事业实现新的突破。2019年，公司将重点做好以下工作：

1、持续重视安全运营，强化安全管理水平。公司加强“三基”（抓基层、打基础、苦练基本功）建设，抓好安全生产领域的作风建设、能力建设和文化建设；加强重要领域和关键环节的风险防控，运行好新机型、新机场、新航线；加强科技手段的运用和过程控制，持续提升安全管理水平；强化安全责任的落实，确保安全形势持续平稳向好。

2、科学研判市场需求，持续提升营销能力。积极争取关键市场新增时刻资源，优化新增运力的投放，提高枢纽市场竞争力；加强市场预判和运价管控，扩大与全球伙伴的合作，提升国际航线收益品质；把握日韩航线机遇，打造环渤海湾面向日韩的航线网络；大力推进全网全通，加强长三角市场销售一体化联动，提升高舱收益水平；实施品牌运价体系，借助基础经济舱产品，积极拓展行李、升

舱、选座等辅营业务收入。

3、秉持真情服务理念，提供温馨舒适服务。大力提高航班正点率，建立高效的生产指挥体系；健全多层次的航班不正常处置体系，为旅客提供安心的候机体验；优化常旅客会员体系和服务标准，体现价值贡献和会员服务相匹配；优化线上集成服务，丰富官网和APP的应用功能，扩大自助渠道功能的覆盖范围。

4、全面深化改革转型，推进重大项目建设。体制机制和机构改革方面，进一步深化营销服务改革，优化海外营销中心建设，提升国际市场竞争力；推进下属子公司混合所有制改革，激发变革活力。数字化应用方面，持续开发东航钱包功能，拓展积分应用场景，加快收益制积分转型；优化集成服务，在官网和APP上集成更多增值服务产品。低成本航空方面，中联航提升辅营业务收入，巩固和提升低成本优势，形成与全服务航空功能协同、错位发展的航线网络布局。重大项目方面，积极把握北京大兴国际机场发展机遇，确保机场工程建设如期进行，按计划投入运营；稳步推进非公开发行股票项目，加强和深化与吉祥航空及均瑶集团在各领域的业务合作。

5、提升财务管理水平，着力加强成本管理。加快资金运营效率，增强资金收支预测的准确性和计划性；持续拓宽融资渠道，优化融资结构，降低公司资产负债率；采用精细化管理方式，科学控制各项成本支出。

6、增强风险防范意识，严控各大领域风险。优化债务结构，加强金融风险监控；加强旅客信息的保护，防范信息系统的安全风险；加强合规管理，强化境外法律风险管控；持续做好全面风险管理评估，针对重要领域和重大风险开展专项审计。

2018年7月，公司宣布了非公开发行A股及H股的重大资本项目，拟引入吉祥航空及其控股股东均瑶集团（“均瑶方面”）、中国国有企业结构调整基金股份有限公司为战略投资者。均瑶方面计划合计持有公司10%的股份。本次资本项目正在稳步推进之中。

此外，公司控股股东东航集团的全资子公司东

航产投已于 2019 年初完成了受让均瑶集团所持有的 7% 吉祥航空股份的交易，东航产投还宣布了参与认购吉祥航空非公开发行 A 股股票项目，东航产投计划合计持有吉祥航空 15% 股份。

东航集团和均瑶集团交叉持股是进一步加强和深化双方的资本加业务的战略合作关系，共同打造上海航空枢纽和服务上海“五个中心建设”的重要举措，有利于公司和吉祥航空进一步提升竞争力和可持续发展能力。

总体而言，公司战略规划清晰，符合自身发展的长期目标。

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

根据财政部《关于修订印发<企业会计准则第 21 号——租赁>的通知》（财会〔2018〕35 号）（以下简称“新租赁准则”），公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，除短期租赁和低价值租赁，公司根据首次执行本准则的累积影响数，调整 2019 年年初留存收益及财务报表其他相关项目金额，不调整可比期间信息。

资本结构

随着机队规模的持续扩张，公司资产规模逐年增长。2016~2018 年末，公司资产总额分别为 2,100.51 亿元、2,274.64 亿元和 2,367.65 亿元，三年复合增长率为 6.17%。2016 年 6 月，公司向中国航空油料集团有限公司、中国远洋海运集团有限公司等定向增发 132,741 万股 A 股，总股本增至 1,446,759 万元，加之大部分经营利润的留存，自有资本实力逐年增强。2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 500.96 亿元、565.18 亿元和 593.52 亿元。为满足资本性支出及日常经营资金需求，公司负债规模相应提升，2016~2018 年末，分别为 1,599.55 亿元、1,709.46 亿元和 1,774.13 亿元。财务杠杆方面，近三年末，公司资产负债率分别为 76.15%、75.15% 和 74.93%，总资本化比率分别为

70.71%、70.36% 和 69.22%。2016 年公司完成非公开发行股票，净资产规模的增加使其当年末财务杠杆水平有所回落，但仍维持在较高水平。

表 11：2019 年 3 月末国内航空行业主要公司财务指标

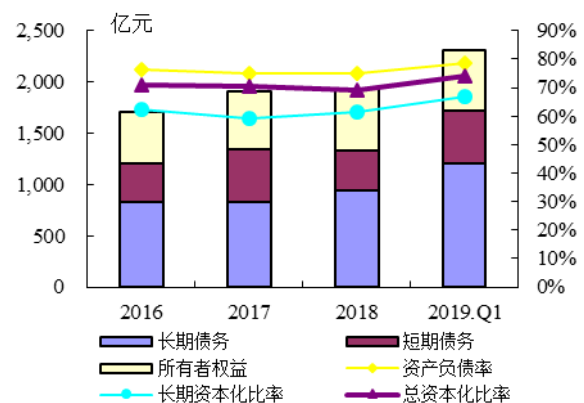
单位：亿元、%

	资产总额	负债总额	资产负债率
中国国航	2,811.78	1,839.84	65.43
东方航空	2,800.12	2,204.96	78.75
南方航空	2,957.58	2,185.80	73.91
海航控股	2,034.10	1,337.42	65.75

资料来源：各航空公司财报，中诚信证评整理

受会计政策变更影响，2019 年公司将融资租赁资产和负债转入使用权资产和租赁负债，导致一季度末资产规模和负债规模大幅增长。截至 2019 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,800.12 亿元、2,204.96 亿元和 595.16 亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为 78.75% 和 74.22%。

图 7：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 1,941.63 亿元、2,091.71 亿元和 2,208.33 亿元，占总资产的比重分别为 92.44%、91.96% 和 93.27%。2018 年末，公司非流动资产主要由长期股权投资 22.73 亿元、固定资产 1,756.75 亿元、在建工程 265.54 亿元、无形资产 17.26 亿元、商誉 90.28 亿元、长期待摊费用 18.32 亿元和其他非流动资产 13.45 亿元构成。公司 2018 年末长期股权投资主要为对合营企业的投资 5.57 亿元和对联营企业的投资 16.96 亿元，其中联营企业包括东方航空食品投资有限公司、东方航空进出口有限公

司、东方航空传媒股份有限公司和上海惠普飞机发动机维修有限公司等，公司近三年长期股权投资规模较为稳定。公司年末固定资产主要系飞机和发动机，2018年引进飞机数量和购买发动机规模的增加使得年末固定资产同比增长7.69%，在年末总资产中的占比为74.20%。公司年末在建工程系购买及改装飞机的预付款、空港物流中心、机库、机场及配套项目等，受转固影响，年末在建工程规模同比减少7.73%。公司年末无形资产主要为土地使用权、电脑软件和航班时刻使用权等，2017年公司转让子公司东航物流100%股权，导致土地使用权有所减少，年末无形资产同比下滑15.51%，2018年公司处置部分土地使用权，年末无形资产同比下滑15.52%。公司年末商誉系吸收合并上航股份时产生。公司年末长期待摊费用主要为飞行员养成费，其他非流动资产包括经营租入飞机保证金和购买长期资产的预付款等。近三年末，公司流动资产分别为158.88亿元、182.93亿元和159.32亿元，分别占总资产的7.56%、8.04%和6.73%。2018年末，公司流动资产包括货币资金6.62亿元、应收票据及应收账款14.36亿元、其他应收款52.03亿元、存货19.50亿元和其他流动资产57.90亿元。2018年，公司根据外部资金市场态势，加强资金管控，有计划调整货币存量，年末货币资金同比下滑85.78%；公司年末应收票据及应收账款同比下滑32.39%，主要系当年加快清算应收销售款所致；年末其他应收款主要为出口退税、航线补贴和购买飞机、发动机的回扣款等，2018年公司应收航线补贴规模的增加使得年末其他应收款同比增长11.32%；年末存货主要为航材消耗件和普通器材等；2018年，公司运营规模扩大，增值税留抵税额增加，年末其他流动资产同比增长52.33%。

截至2019年3月末，公司流动资产和非流动资产分别为190.61亿元和2,609.51亿元，分别占资产总额的6.81%和93.19%。公司期末流动资产包括货币资金19.10亿元、应收票据和应收账款28.05亿元、其他应收款52.72亿元、存货19.91亿元和其他流动资产65.85亿元。2019年，公司预留资金用于支付飞机及发动机的预付款，导致期末货币资

金较期初增长188.52%；受BSP清算日历周期影响，公司期末应收票据及应收账款同比增长95.33%。公司期末非流动资产包括长期股权投资24.23亿元、其他权益工具投资12.99亿元、固定资产832.55亿元、使用权资产1,332.10亿元、在建工程249.15亿元、无形资产17.08亿元、商誉90.28亿元、长期待摊费用18.17亿元和其他非流动资产17.92亿元。2019年公司执行新租赁准则，将融资租赁资产转入使用权资产，导致期末固定资产同比下滑52.61%。

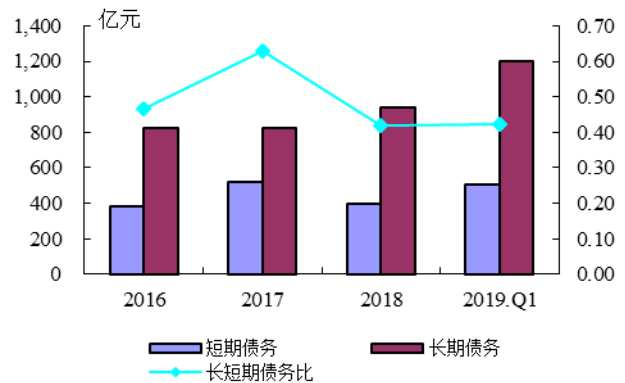
从负债结构来看，2016~2018年末，公司流动负债分别为680.79亿元、803.25亿元和730.61亿元，分别占总负债的42.56%、46.99%和41.18%。2018年末，公司流动负债包括短期借款81.20亿元、应付票据及应付账款121.66亿元、预收款项0.06亿元、合同负债88.11亿元、应付职工薪酬28.54亿元、应交税费20.65亿元、其他应付款75.81亿元、一年内到期的非流动负债165.51亿元和其他流动负债148.78亿元。2018年，公司调整债务结构，年末短期借款和其他流动负债（超短期融资券）同比变动幅度分别为-67.47%和48.78%；应付账款主要为应付起降费、应付飞机及发动机大修费、应付航油费等；预收款项包括预收旅游款和预收消费储值；票证结算（合同负债）系公司预售机位所得的票款，当年，公司执行经修订的《企业会计准则第14号-收入》，将负有履约义务的预收销售票款等转入合同负债；其他应付款包括票务销售代理人押金、代收航空税费、固定资产购买款和其他押金及质保金等，当年公司应付资产购买款以及应付工程建设款增加，年末其他应付款同比增长92.46%；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和长期应付款。2016~2018年末，公司非流动负债分别为918.76亿元、906.21亿元和1,043.52亿元，分别占负债总额的57.44%、53.01%和58.82%。2018年末，公司非流动负债包括长期借款84.90亿元、应付债券173.77亿元、长期应付款693.55亿元、长期应付职工薪酬28.22亿元、预计负债27.61亿元和其他非流动负债21.69亿元。2018年，债务期限结构的调整使得公司年末长期借款同比增长72.42%；年末长期应付款主要为应付融资租赁款，

近年来公司多通过融资租赁方式引进飞机及发动机，使得长期应付款规模逐年增长；其他非流动负债主要为常旅客奖励计划。

截至 2019 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 832.59 亿元和 1,372.37 亿元，分别占负债总额的 37.76% 和 62.24%。公司当期末流动负债主要包括短期借款 32.00 亿元、应付票据及应付账款 124.18 亿元、合同负债 74.66 亿元、应付职工薪酬 25.91 亿元、应交税费 21.30 亿元、其他应付款 77.19 亿元、一年内到期的非流动负债 193.79 亿元和其他流动负债 283.18 亿元。2019 年以来，公司持续调整债务结构，期末短期借款和其他流动负债较期初变动幅度分别为-60.59% 和 90.33%。当期末，公司非流动负债包括长期借款 51.41 亿元、应付债券 172.95 亿元、长期应付款 14.49 亿元、长期应付职工薪酬 28.43 亿元、预计负债 89.45 亿元、租赁负债 979.54 亿元和其他非流动负债 22.19 亿元。2019 年以来，公司调整债务结构，减少长短期借款，增加超短期融资券规模，期末长期借款较上年末下滑 39.45%；由于公司执行新租赁准则，将融资租赁负债转入租赁负债，期末长期应付款较上年末下滑 97.91%。

债务结构方面，受业务规模扩张的影响，公司有息负债规模呈上升趋势。2016~2018 年末，公司总债务分别为 1,209.34 亿元、1,341.86 亿元和 1,334.83 亿元，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.47 倍、0.63 倍和 0.42 倍。2019 年以来，因融资租赁资产及负债的并表，公司期末总债务规模增至 1,713.59 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 509.69 亿元和 1,203.90 亿元，期末长短期债务比为 0.42 倍。总体而言，公司债务结构较为合理，但资产负债率较高，资产以非流动资产为主，短期债务规模较大，财务结构稳健性有待提升。

图 8：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

盈利能力

航空运输业务是公司主要的收入构成和利润来源，近年来机队规模的不断扩张推动其营业收入的持续增长。2016~2018 年，公司营业总收入分别为 985.60 亿元、1,017.21 亿元和 1,149.30 亿元，其中主营业务收入分别为 910.64 亿元、967.53 亿元和 1,097.87 亿元，收入占比分别为 92.39%、95.12% 和 95.53%，整体经营稳健。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 300.53 亿元，同比增长 12.34%，其中主营业务收入为 286.50 亿元。

表 12：2016~2018 年公司主要成本项目情况

成本项目	单位：%		
	2016 年	2017 年	2018 年
航空燃料	23.76	27.83	32.89
机场起降费	14.87	14.68	14.56
飞发及高周件	13.46	13.79	13.18
折旧	-	17.91	17.21
职工薪酬	-	-	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2016~2018 年，公司营业毛利率分别为 16.21%、11.24% 和 10.90%，呈逐年下行趋势。具体来看，航空运输业务是公司核心的收入构成，2016 年以来国内航油价格触底回升，加之随着运营规模的扩大、旅客周转量的增加，公司起降费、餐食及供应品费用、飞发及高周件折旧等多项成本同比增加，对公司业务成本造成较大的压力。2016~2018 年，公司主营业务收入毛利率分别为 15.96%、10.72% 和 10.36%。2019 年 1~3 月，国际航油价格有所回落，加之夏秋航季票价政策改革的落地，公司票价呈上升趋势，对当期毛利率表现带

来一定的积极影响，公司当期营业毛利率回升至 14.09%。

表 13：2016~2019.1~3 公司营业收入构成和毛利率情况

单位：万元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	9,106,400	15.96	9,675,300	10.72	10,978,700	10.36	2,865,000	13.29
其他营业收入	749,600	19.16	496,800	21.48	514,300	22.38	140,300	30.29
营业收入/营业毛利率	9,856,000	16.21	10,172,100	11.24	11,493,000	10.90	3,005,300	14.09

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2016~2018 年公司期间费用分别为 151.05 亿元、101.57 亿元和 153.21 亿元，同期三费收入占比分别为 15.33%、9.99% 和 13.33%。2018 年，公司销售费用 60.58 亿元主要为职工薪酬和机票销售代理手续费等；管理费用 33.55 亿元包括职工薪酬、折旧费和研发费用等；受人民币贬值影响，2018 年公司发生汇兑损失 20.40 亿元（2017 年为汇兑净收益 20.01 亿元），此外，因债务结构调整，公司人民币债务及长期债务比重提高，导致融资成本相应增加，年末财务费用大幅增长至 59.08 亿元。2019 年 1~3 月，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 15.35 亿元、8.27 亿元和 2.13 亿元，2019 年以来，汇率环境有所改善，公司当期发生汇兑收益 10.54 亿元，当期期间费用合计 25.75 亿元，三费收入比为 8.57%。整体来看，近年来人民币汇率波动较为频繁，汇兑损益对公司最终盈利的影响仍值得关注。

表 14：2016~2019.1~3 公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	56.93	57.53	60.58	15.35
管理费用	30.19	31.43	33.55	8.27
财务费用	63.93	12.61	59.08	2.13
三费合计	151.05	101.57	153.21	25.75
营业总收入	985.60	1,017.21	1,149.30	300.53
三费收入占比	15.33	9.99	13.33	8.57

注：中诚信证评将公司 2018 年及 2019 年一季度“研发费用”计入“管理费用”

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、营业外损益和其他收益构成。2016~2018 年，公司利润总额分别为 65.07 亿元、86.20 亿元和 38.67 亿元，其中经营性业务利润分别为 6.31 亿元、10.16

亿元和 -31.45 亿元。2016~2018 年，公司资产减值损失分别为 0.29 亿元、4.91 亿元和 3.18 亿元，主要为固定资产减值损失和存货跌价准备。公司通过签订外汇远期合约来降低汇率波动风险，包括机票销售外汇收入、需以外汇支付的费用和借款等，2018 年发生公允价值变动损益 2.84 亿元。近三年，公司投资收益分别为 3.22 亿元、20.54 亿元和 2.38 亿元，2017 年公司向东航集团下属全资子公司东方航空产业投资有限公司转让持有的东航物流 100% 股权，实现投资收益 17.54 亿元。2016~2018 年，公司营业外损益分别为 55.81 亿元、13.74 亿元和 9.09 亿元，2017 年以来，公司根据修订后的企业会计准则修改财务报表，将与日常经营活动有关的政府补助和合作航线收入，从“营业外收入”项目调整至“其他收益”项目，近两年公司分别取得其他收益 49.41 亿元和 54.30 亿元，其中合作航线收入系公司为支持地方经济发展，加强和地方政府合作，根据双方协议约定合作经营航线、并根据协议所获得的收益。2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 28.75 亿元，包括经营性业务利润 16.02 亿元和其他收益 11.51 亿元。近三年及一期，公司分别实现净利润 49.65 亿元、68.20 亿元、29.41 亿元和 21.70 亿元，近三年所有者权益收益率分别为 9.91%、12.07% 和 4.96%，航油价格的上涨及人民币的持续贬值使得公司整体盈利对补贴收入和合作航线收入的依赖有所提高。

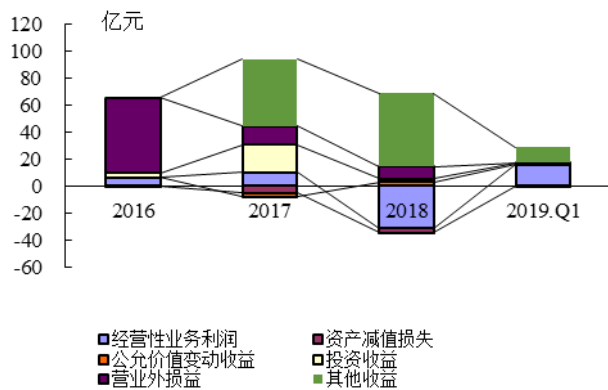
表 15: 2016~2018 年公司计入当期损益的补贴明细

单位: 亿元

项目	2016	2017	2018
航线补贴	4.00	2.95	4.41
政府专项补贴	6.30	5.91	3.75
其他	3.05	1.71	0.78
补贴收入合计	13.35	10.57	8.94
合作航线收入	31.96	38.84	45.36

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

图 9: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

整体来看, 国内航空行业仍处于高景气周期, 公司机队规模持续扩张, 经营发展状况稳健。在航油价格走高的情况下, 公司运营成本控制压力不断加大, 航空运输业务毛利率逐年下滑, 加之汇率波动带来的汇兑损失影响, 公司经营性业务获利能力一般, 但得益于稳定的政府补助及合作航线收入, 公司整体盈利情况表现良好。

偿债能力

从债务规模来看, 公司债务规模随着业务的扩张整体呈现上升趋势, 2016~2018 年末以及 2019 年 3 月末, 分别为 1,209.34 亿元、1,341.86 亿元、1,334.83 亿元和 1,713.59 亿元, 其中短期债务分别为 384.03 亿元、518.47 亿元、395.53 亿元和 509.69 亿元, 长短期债务比分别为 0.47 倍、0.63 倍、0.42 倍和 0.42 倍。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出及利润总额构成。近三年, 公司 EBITDA 分别为 217.74 亿元、257.63 亿元和 228.96 亿元。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看, 近三年 EBITDA 利息保障系数分别为 6.32 倍、6.48 倍和 5.00 倍, 同期总债务/EBITDA 分别为 5.55 倍、5.21

倍和 5.83 倍, 公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很高。

表 16: 2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	384.03	518.47	395.53	509.69
长期债务 (亿元)	825.31	823.39	939.30	1,203.90
总债务 (亿元)	1,209.34	1,341.86	1,334.83	1,713.59
EBITDA (亿元)	217.74	257.63	228.96	-
经营活动净现金流 (亿元)	248.93	195.72	223.38	53.35
总债务/EBITDA (X)	5.55	5.21	5.83	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.21	0.15	0.17	0.12*
EBITDA 利息保障倍数 (X)	6.32	6.48	5.00	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.22	4.92	4.88	-

注: 2019 年一季度带“*”指标经过年化处理。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面, 公司航空运输主业运营情况良好, 近年来经营性现金流均表现为大规模的净流入。2016~2018 年, 公司经营活动净现金流分别为 248.93 亿元、195.72 亿元和 223.38 亿元, 2017 年, 由于公司收到的增值税免除及抵扣额减少, 导致收到的税费返还减少, 加之航油成本的上升, 当年经营性现金流同比下滑 21.38%。2018 年公司收入规模持续增长, 当年经营性净现金流同比增长 14.13%。2019 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流为 53.35 亿元, 同比下滑 16.33%。近三年, 公司经营活动净现金/总债务分别为 0.21 倍、0.15 倍和 0.17 倍, 经营活动净现金/利息支出分别为 7.22 倍、4.92 倍和 4.88 倍, 经营活动净现金流对债务利息的覆盖能力较强。投资活动净现金流方面, 受机队规模扩张影响, 公司购买飞机及发动机等资本支出金额较大, 近三年及一期投资活动净现金流分别为 -371.80 亿元、-213.12 亿元、-127.80 亿元和 -65.13 亿元。

财务弹性方面, 公司与中国银行股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司和交通银行股份有限公司等多家银行保持着良好的合作关系, 截至 2019 年 3 月末, 公司各个银行授信总额 683.09 亿元, 尚未使用的授信额度折合人民币 548.89 亿元; 同时, 公司系 A 股及 H 股上市公司, 资本市场融资渠道通畅, 具备极强的财务弹性。

或有负债方面, 截至 2019 年 3 月末, 公司无

对外担保余额。

过往债务履约方面，根据公司提供的资料显示，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。根据公司提供的征信报告及相关资料显示，截至 2019 年 3 月末，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。公司及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

总体来看，近年来我国民航运输业发展情况良好，公司机队规模持续扩张，客运能力及运输周转量等逐年提升，为其收入规模的增长提供了良好的基础。2018 年以来，航油价格的持续上涨及人民币的贬值对公司整体业绩造成较大的不利影响。2019 年近期，油汇环境的改善对公司当期盈利形成一定利好，但航油成本以及汇率波动对公司未来盈利造成的影响仍值得长期关注。

结 论

综上，中诚信证评评定中国东方航空股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；评定“中国东方航空股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于中国东方航空股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

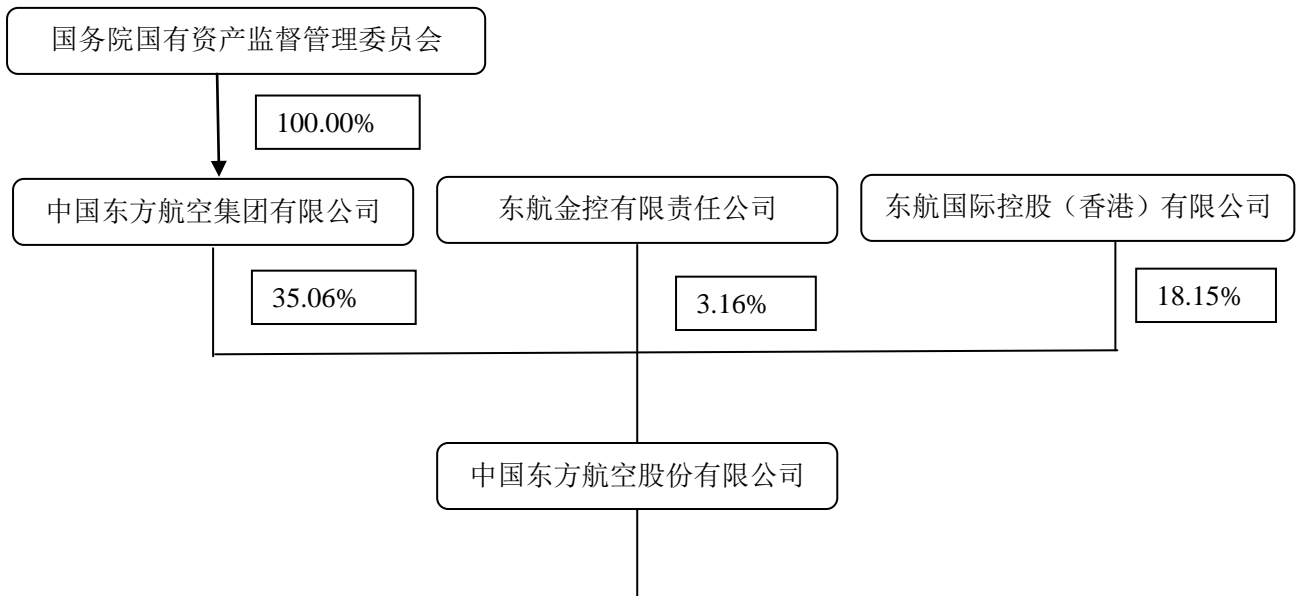
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

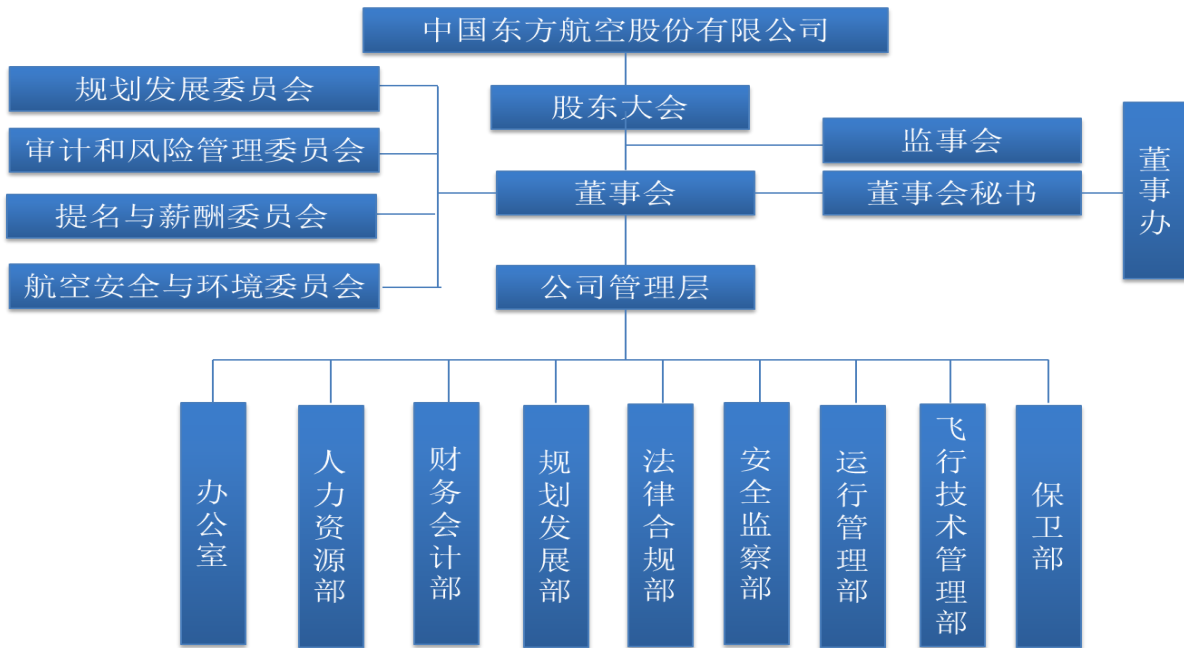
附一：中国东方航空股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



序号	主要子公司	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	中国东方航空江苏有限公司	200,000.00	62.56
2	上海东方飞行培训有限公司	69,400.00	100.00
3	上海航空有限公司	50,000.00	100.00
4	东航大酒店有限公司	7,000.00	100.00
5	东方公务航空服务有限公司	5,000.00	100.00
6	东方航空云南有限公司	366,200.00	65.00
7	东航海外（香港）有限公司	24,533.60	100.00
8	中国联合航空有限公司	132,000.00	100.00
9	东航技术应用研发中心有限公司	49,800.00	100.00
10	东方航空技术有限公司	430,000.00	100.00
11	东方航空电子商务有限公司	5,000.00	100.00
12	中国东方航空武汉有限责任公司	175,000.00	60.00
13	上海航空国际旅游（集团）有限公司	5,000.00	100.00

资料来源：公司提供

附二：中国东方航空股份有限公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中国东方航空股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	173,800.00	465,600.00	66,200.00	191,000.00
应收账款净额	263,000.00	212,400.00	143,200.00	280,500.00
存货净额	224,800.00	218,500.00	195,000.00	199,100.00
流动资产	1,588,800.00	1,829,300.00	1,593,200.00	1,906,100.00
长期投资	270,500.00	301,100.00	352,000.00	372,200.00
固定资产合计	17,682,700.00	19,221,200.00	20,295,300.00	10,889,400.00
总资产	21,005,100.00	22,746,400.00	23,676,500.00	28,001,200.00
短期债务	3,840,300.00	5,184,700.00	3,955,300.00	5,096,900.00
长期债务	8,253,100.00	8,233,900.00	9,393,000.00	12,039,000.00
总债务（短期债务+长期债务）	12,093,400.00	13,418,600.00	13,348,300.00	17,135,900.00
总负债	15,995,500.00	17,094,600.00	17,741,300.00	22,049,600.00
所有者权益（含少数股东权益）	5,009,600.00	5,651,800.00	5,935,200.00	5,951,600.00
营业总收入	9,856,000.00	10,172,100.00	11,493,000.00	3,005,300.00
三费前利润	1,573,600.00	1,117,300.00	1,217,600.00	417,700.00
投资收益	32,200.00	205,400.00	23,800.00	5,800.00
净利润	496,500.00	682,000.00	294,100.00	217,000.00
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,177,400.00	2,576,300.00	2,289,600.00	-
经营活动产生现金净流量	2,489,300.00	1,957,200.00	2,233,800.00	533,500.00
投资活动产生现金净流量	-3,718,000.00	-2,131,200.00	-1,278,000.00	-651,300.00
筹资活动产生现金净流量	463,400.00	470,800.00	-1,355,800.00	241,300.00
现金及现金等价物净增加额	-738,500.00	292,100.00	-397,000.00	119,900.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	16.21	11.24	10.90	14.09
所有者权益收益率（%）	9.91	12.07	4.96	14.58
EBITDA/营业总收入（%）	22.09	25.33	19.92	-
速动比率（X）	0.20	0.20	0.19	0.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.15	0.17	0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.65	0.38	0.56	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	7.22	4.92	4.88	3.37
EBITDA 利息倍数（X）	6.32	6.48	5.00	-
总债务/EBITDA（X）	5.55	5.21	5.83	-
资产负债率（%）	76.15	75.15	74.93	78.75
总资本化比率（%）	70.71	70.36	69.22	74.22
长期资本化比率（%）	62.23	59.30	61.28	66.92

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；2、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理；3、中诚信证评在计算近三年总债务时，将“长期应付款”中的应付融资租赁款按实际性质纳入债务指标中。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{经营性业务利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本合计} - \text{营业税金及附加} - \text{三费}$$

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

发行使用

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 上海市青浦区工业园区翔工业区7号3幢1层C区113室

法定代表人 闫衍

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

中诚信证券评估有限公司
2019年公开增信



登记机关



2017年11月15日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日



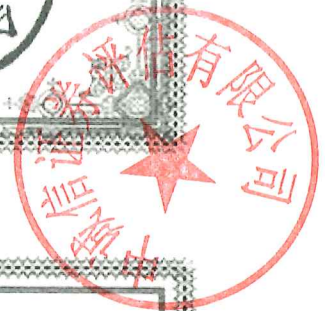
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141133809089033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶，证件号码:330922198708021027，于2015年11月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201512333298325033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培, 证件号码:412722198906206920, 于2014年02月23日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20140342434911042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培, 证件号码:412722198906206920, 于2014年04月27日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20140542882934042

