

中国东方航空股份有限公司 2020 年公开 发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：盛蕾

lsheng@ccxi.com.cn



项目组成员：齐鹏

pqi@ccxi.com.cn



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 04 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1129D 号

中国东方航空股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任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 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月十五日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
中国东方航空股份有限公司	不超过 20 亿元	3 年	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	偿还公司债务及补充营运资金

评级观点：中诚信国际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；评定“中国东方航空股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了民航机场业广阔的发展前景、公司突出的行业地位、得到持续的政府支持、自身稳健的运营发展和未来强劲的助推动力等方面优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司财务杠杆依然高企、航油和汇率波动风险依然存在、后续面临资本支出压力以及疫情短期内或将冲击公司业绩和流动性等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

东方航空（合并口径）	2016	2017	2018	2019.9
总资产（亿元）	2,100.51	2,274.64	2,367.65	2,813.43
所有者权益合计（亿元）	500.96	565.18	593.52	717.17
总负债（亿元）	1,599.55	1,709.46	1,774.13	2,096.26
总债务（亿元）	1,208.76	1,338.61	1,331.05	1,596.85
营业总收入（亿元）	985.60	1,017.21	1,149.30	934.00
经营性业务利润（亿元）	6.31	59.57	22.85	51.77
净利润（亿元）	49.65	68.20	29.41	47.81
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	207.03
收现比(X)	1.10	1.06	1.09	1.05
营业毛利率(%)	16.21	11.24	10.90	14.59
应收类款项/总资产(%)	3.26	2.99	2.80	2.83
资产负债率(%)	76.15	75.15	74.93	74.51
总资本化比率(%)	70.70	70.31	69.16	69.01
总债务/EBITDA(X)	5.55	5.20	5.81	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.32	6.48	5.00	--

注：1、公司各期财务报表均依据新会计准则编制；2、中诚信国际将公司各期报表中其他流动负债中的带息债务计入短期债务核算，长期应付款中的带息债务计入长期债务核算，将公司 2019 年三季报中租赁负债计入长期债务核算。

正面

■ **广阔的行业前景。**随我国经济 and 国民收入持续增长，居民商务、旅游活动需求旺盛，中长距离及国际航线需求增长，民航机场业整体发展前景广阔。

■ **突出的行业地位。**公司是国务院国有资产监督管理委员会实际控制的三大航空公司之一，公司总部和运营主基地位于国际特大型城市上海，具有突出的行业地位和区域优势。

■ **持续的政府支持。**公司发展持续得到中央和地方政府通过合作航线补贴等多种方式的大力支持，其中 2018 年，公司收到补贴共计 54.30 亿元。

同行业比较

2018 年部分航空企业主要指标对比表					
公司名称	可用客公里（百万座公里）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	净利润（亿元）	营业总收入（亿元）
东方航空	244,841.00	2,367.65	74.93	29.41	1,149.30
南方航空	314,420.95	2,466.55	68.30	34.56	1,436.23
中国国航	273,600.29	2,437.16	58.74	82.01	1,367.74

注：“南方航空”为“中国南方航空股份有限公司”简称；“中国国航”为“中国国际航空股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

■ **稳健的运营发展。**近年来，随公司积极开辟新航线及增加运力投入，公司机队规模和市场占有率始终保持在行业领先地位，客运相关业务经营情况稳健，营业总收入亦持续增长。

■ **强劲的助推动力。**2019 年 9 月，北京大兴机场正式通航，公司作为该机场主基地航空公司，将承担其 30% 航空旅客业务量，或将助推公司未来航空运输服务业务进一步增长。

关注

■ **财务杠杆依然高企。**鉴于航空业资本密集型的产业特性，公司财务杠杆依然高企，截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.51% 和 69.01%，高于同行业水平。

■ **航油、汇率波动风险。**航油是公司主要运营成本之一，且公司保有一定量的美元债务，航油价格、人民币对美元汇率波动仍将对公司盈利造成一定影响。

■ **资本支出压力仍然存在。**由于航空公司重资产的特质，公司未来几年在飞机购置和基地建设方面仍将投入大量资本支出，资本支出压力仍然存在。

■ **疫情短期或将冲击公司经营业绩及流动性。**受 2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情影响，疫情期间公司航班架次和投放运力均同比大幅下滑，短期内公司经营业绩和经营性现金流入或将出现下滑；同时由于前期经营类支出规模仍保持高位，短期内公司流动性或将承压。

评级展望

中诚信国际认为，中国东方航空股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东方长期信用状况显著恶化；政府及股东方对公司支持意愿减弱；受行业或特殊因素影响，航空出行需求超预期下行或航油成本超预期上涨，大幅侵蚀公司利润水平。

发行主体概况

中国东方航空股份有限公司是由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。公司所发行的H股股票，于1997年分别在香港联合交易所有限公司和纽约证券交易所上市（股票代码：00670.HK）；公司所发行的A股股票，于1997年在上海证券交易所上市（股票代码：600115.SH）。经过数次定向增发，截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本增至163.80亿元¹，东航集团对东方航空直接持股比例30.97%，间接持股比例合计为18.83%²；东航集团对东方航空最终表决权比例为49.80%，为第一大股东；东航集团为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）100%控股，因而国务院国资委为公司实际控制人。

股份质押方面，截至2019年9月末，东航国际累计质押公司H股股份14.50亿股，累计质押股数占其持股比例的55.21%，占总股本的10.02%；上海励程信息技术咨询有限公司（以下简称“励程信息”）持有公司4.66亿股（占比2.84%）的A股、上海均瑶（集团）有限公司（以下简称“均瑶集团”）持有公司3.12亿股（占比1.90%）的A股、上海吉道航企业管理有限公司（以下简称“上海吉道航”）持有公司5.89亿股（占比3.60%）的A股均已全部质押，质押数量均为各自持股的100%。2020年3月7日，公司发布相关公告，上海吉道航质押股份已全部解除质押。

资本运作方面，2019年8月29日，公司完成向上海吉祥航空股份有限公司（以下简称“吉祥航空”）全资子公司上海吉祥航空香港有限公司非公开发行H股517,677,777股。2019年9月3日，公司完成向吉祥航空及其控股股东均瑶集团、上海吉道航和中国国有企业结构调整基金股份有限公司等非公开发行A股1,394,245,744股份，引入吉祥航空和均瑶集团为公司战略投资者。此外，公司控股股东东航集

团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”）认购吉祥航空非公开发行A股也已完成。上述发行完成后，东航产投持有吉祥航空15%股份，吉祥航空和均瑶集团及其关联方合计持有公司约10.07%股份。公司与吉祥航空总部均位于上海，都以航空运输服务为主；双方交叉持股对于加强和深化双方的资本加业务的战略合作关系及共同打造上海航空枢纽和服务上海“五个中心建设”具有重要意义。截至本报告出具日，根据公司公告显示，公司注册资本变更为163.80亿元，尚未完成工商变更；本次非公开发行A股及非公开发行H股完成后，东航集团对公司的合计持股比例已下降至49.80%，仍保持相对较高比例。

公司及子公司主要经营国内和经批准的地区、国际航空客、货、邮、行李运输业务及延伸服务；通用航空业务；航空器维修；航空设备制造与维修；国内外航空公司的代理业务；行业相关材料、设备与技术进出口业务；旅游服务；宾馆业务及与航空运输有关的其他业务。

截至2018年末，公司总资产2,367.65亿元，所有者权益593.52亿元，资产负债率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，经营活动净现金流223.38亿元。

截至2019年9月末，公司总资产2,813.43亿元，所有者权益717.17亿元，资产负债率74.51%；2019年1~9月，公司实现营业总收入934.00亿元，净利润47.81亿元，经营活动净现金流207.03亿元。

本期债券概况

公司本次债券发行规模不超过154亿元（含154亿元），采用分期发行方式。本期债券发行规模不超过20亿元（含20亿元），期限为3年，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。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。

¹ 截至2019年9月末，尚未完全完成工商变更。

² 东航集团全资子公司东航金控有限责任公司（以下简称“东航金控”）对东方航空持股比例为2.79%；HKSCC NOMINEES LIMITED对东方航空持有的4,701,784,955股中（持股比例28.71%），东航国际控股（香港）有限公司（以下

简称“东航国际”）以实益拥有人的身份持股2,626,240,000股（占比55.86%），而东航金控拥有东航国际100%权益，因而东航集团通过东航金控对东方航空间接持股比例合计为18.83%。

宏观经济与政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的最大的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会

议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

航空行业分析

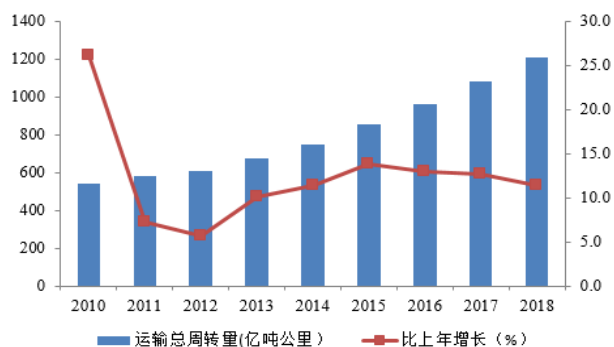
2018年，在人均收入水平提高和消费升级持续作用下，航空需求旺盛，我国民航继续保

持平稳增长；由于进一步扩大票价自主定价范围，国内航空运输业竞争日益激烈

从行业发展阶段来看，目前中国民航运输业处于快速成长期，发展潜力大。2018年，在中国经济运行稳中向好的态势下，加之人均收入水平提高和消费升级的持续作用，航空需求保持旺盛，国内、国际航线均保持高速增长，航空业继续保持平稳增长。

从行业需求角度来看，2018年，全行业完成运输总周转量1,206.53亿吨公里，比上年增长11.4%。其中，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%，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%。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%；完成货邮周转量262.50亿吨公里，比上年增长7.8%。需要注意的是，近三年受制于空域限制导致的时刻资源不足和部分枢纽机场跑道与停机位饱和运营，全行业总周转量增速有所放缓。

图 1：2010~2018 年民航总周转量及同比增长率



资料来源：《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

旅客运输方面，2018年，全行业完成旅客运输量61,173万人次，比上年增长10.9%。国内航线完成旅客运输量54,806.50万人次，比上年增长10.5%，其中港澳台航线完成1,127.09万人次，比上年增长9.8%；国际航线完成旅客运输量6,367.27万人次，比上年增长14.8%。

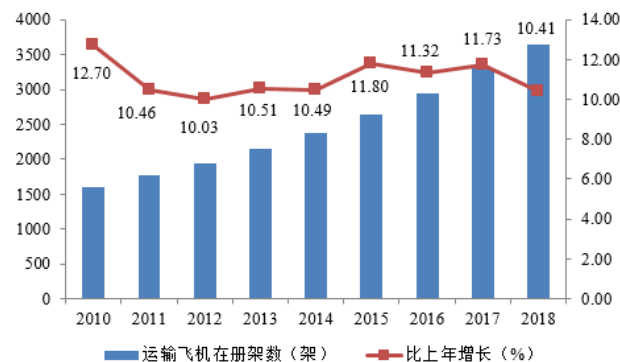
货邮运输方面，2018年，全行业完成货邮运输量738.51万吨，比上年增长4.6%。国内航线完成货邮运输量495.79万吨，比上年增长2.5%，其中港澳

台航线完成23.48万吨，比上年下降2.8%；国际航线完成货邮运输量242.72万吨，比上年增长9.3%。

从行业运营效率来看，2018年，正班客座率平均为83.2%，与上年持平；同期，正班载运率平均为73.2%，比上年降低0.3个百分点。

从行业供给角度来看，截至2018年末，民航全行业运输飞机期末在册架数3,639架，比上年度增加343架；同期末，通用航空企业注册航空器总数达到2,495架，其中教学训练用飞机692架。

图 2：2010~2018 年我国民航业运输机队规模



资料来源：《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

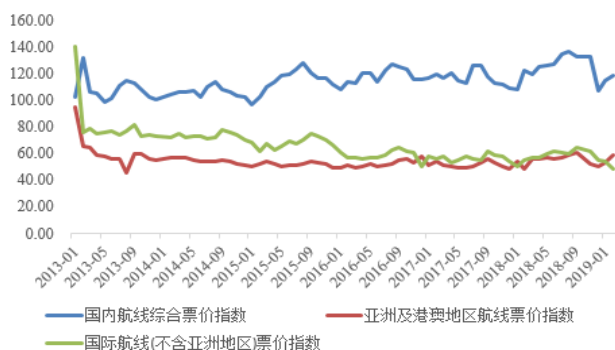
截至2018年末，我国共有定期航班航线4,945条，国内航线4,096条，其中港澳台航线100条，国际航线849条。按重复距离计算的航线里程为1,219.06万公里，按不重复距离计算的航线里程为837.98万公里。通航城市方面，截至2018年末，我国定期航班国内通航城市230个（不含香港、澳门、台湾）。我国航空公司国际定期航班通航65个国家的165个城市，国内航空公司定期航班从32个内地城市通航香港，从14个内地城市通航澳门，大陆航空公司从48个大陆城市通航台湾地区。

航空票价方面，中国民用航空局（以下简称“民航局”）和国家发展与改革委员会（以下简称“国家发改委”）在2013年取消国内航空旅客运输价格下浮幅度，2014年相邻省份之间与地面主要交通形成竞争的部分短途航线旅客客运票价实行市场调节价；2016年，进一步扩大试产调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价由航空公司依法自主制定。2017年12月，5家以上（含5家）航空运输企业

参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。

目前航空票价主要受市场供求、竞争及经营成本等的影响，呈现季节波动但整体趋于稳定态势。2017年以来国内航线供需关系较为合理，票价指数保持在较高水平，国际航线运力投放过快情况有所改善，票价指数止跌企稳。

图 3：2013~2019 年 2 月航空票价指数走势

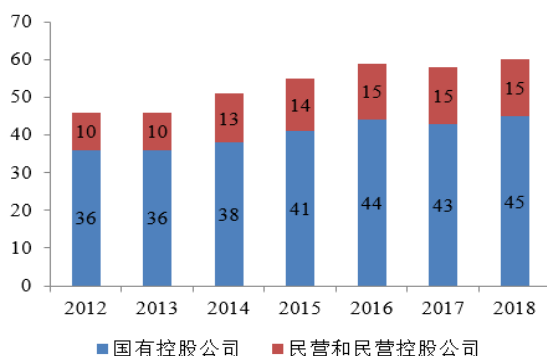


注：无 2014 年 1 月数据

资料来源：wind 资讯，中诚信国际整理

国内行业竞争方面，由于市场准入放松，我国运输航空公司总数由2012年末的46家增加至2018年末的60家，比2017年末增加2家，其中国有控股公司45家，民营和民营控股公司15家。经过多年的发展和全行业的重组改革，目前，中国航空运输业已经初步形成了以中航集团、南航集团和东航集团为主导，多家航空公司并存的竞争格局。尽管三大国有控股航空集团目前仍占据了国内航空客货运输市场较大的份额，但海航集团和其他区域、特色航空公司的运输周转量在国内航空市场中的占比呈不断增长趋势，行业竞争日益激烈。

图 4：2012~2018 年运输航空公司数量（家）



资料来源：《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

表 1：2013~2018 年各航空（集团）公司运输总周转量占比（%）

主要运输集团	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中航集团	28.1	27.9	27.6	27.2	26.4	25.9
南航集团	26.0	26.4	26.3	25.3	25.2	25.1
东航集团	23.1	21.5	20.9	20.5	19.7	19.3
海航集团	12.5	13.4	13.6	14.8	15.5	16.1
其他公司	10.2	10.8	11.6	12.2	13.1	13.6

注：中航集团包括中国国航、国货航、深圳航空、山东航空、昆明航空、西藏航空、国航内蒙古公司、大连航空和北京航空；东航集团包括东航、中货航、上海航空联合航空、东航江苏、东航武汉和东航云南；南航集团包括南航、厦门航空、南航河南航空、贵州航空、汕头航空、重庆航空、河北航空、珠海航空和江西航空；海航集团包括海南航空、首都航空、天津航空、金鹏航空、大新华航空、祥鹏航空、西部航空、长安航空、福州航空、乌鲁木齐航空、北部湾航空、桂林航空和新华航空。

资料来源：《民航行业发展统计公报》，中诚信国际整理

总体来看，未来我国航空运输行业运力和需求的同步增长将使得中国航空运输业保持良好的发展态势。同时中诚信国际也将继续关注航空运力增长、需求结构变化以及日益激烈的竞争环境对我国航空业发展的影响。

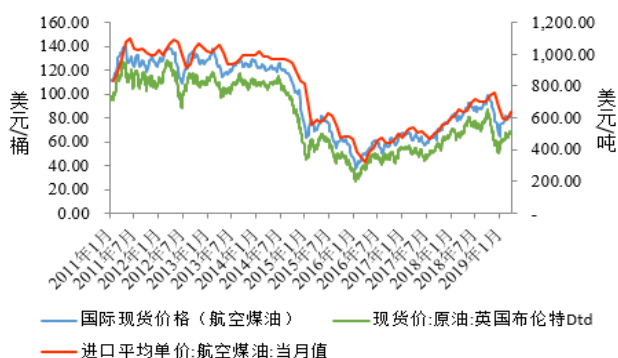
2017 年以来航油价格震荡回升，人民币兑美元汇率呈双向波动趋势，波动的油价和汇率给航空业带来一定挑战

航油成本是航空公司的主要成本，占航空公司运营总成本的 30%~50%，航空煤油价格自 2016 年 1 月达到低点后开始震荡回升。

2015 年 3 月下旬以来的中东地缘政治危机等因素的影响，国际市场油价波动剧烈，但由于石油输出国组织（以下简称“OPEC”）为扩大产出巩固市场份额，在国际经济低迷的形势下不愿减产，造成整体上国际油价呈下跌趋势，2016 年 1 月，布伦特原油现货月均价跌至 30.70 美元/桶，创金融危机以来的新低。随着 OPEC 内部以及与非 OPEC 产油国在减产方面达成协议，布伦特原油现货月均价在 2016 年末达到 53.59 美元/桶，较年初上涨 74.56%。2017 年上半年，受美国加大页岩油产量及 OPEC 延长限产协议的影响，布伦特原油价格开始快速下跌；下半年，在国际经济逐步复苏、原油需求相对稳定以及产油国集体限产等多重因素下，布伦特原油价格于四季度基本突破 60 美元/桶。2018 年前三季度，布伦特原油价格延续之前走势持续回升，并一度突

破 80 美元/桶，但四季度因世界最大石油出口国沙特阿拉伯释放信号表示本国石油产量已达历史新高，同时美国原油库存持续增加，布伦特原油价格大幅回落，并于年末收报于 50.34 美元/桶。2019 年一季度，受美国活跃石油钻井平台减少以及 OPEC 减产影响，布伦特原油价格重新震荡上行。受原油价格波动影响，国际航空煤油价格和国内进口航空煤油平均单价整体上呈相同变化趋势，在 2018 年四季度大幅回落之后，亦整体呈震荡上行趋势，分别回升至 2019 年 3 月的 80.83 美元/桶和 633.81 美元/吨。

图 5：2011 年 1 月~2019 年 3 月布伦特原油现货价格和航空煤油价格走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

国内油价方面，航油价格总体处于国家发改委控制之下。2011 年 7 月国家发改委明确航空煤油出厂价格逐步实行市场定价，出厂价格按照不超过新加坡市场进口到岸完税价的原则，由供需双方协商确定。2015 年 3 月，国家发改委决定进一步推进航空煤油出厂价格市场化改革，不再公布航空煤油进口到岸完税价格，改由中石油、中石化、中海油和中航油集团公司按现行原则办法自行计算、确认。

为进一步促进航空运输企业节能降耗，有序推进国内民航旅客票价改革，2015 年 3 月 24 日，国家发改委[2015]571 号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规定：自 2015 年 4 月 1 日起，将收取民航国内航线旅客运输燃油附加依据的航空煤油基础价格，由现行每吨 4,140 元提高到每吨 5,000 元，即国内航空煤油综合采购成本超过每吨 5,000 元时，

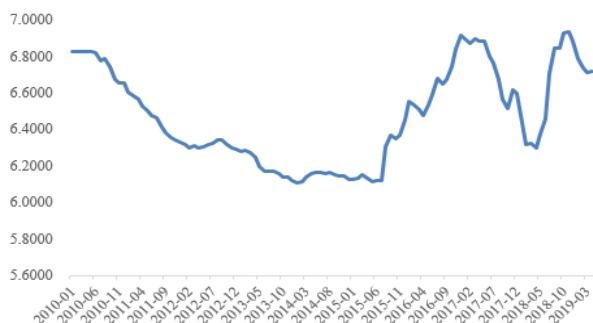
航空运输企业方可按照联动机制规定收取燃油附加。民航国内航线旅客运输燃油附加单位收取率等其他规定，仍按照（发改价格[2009]2879 号）和（发改价格[2011]2219 号）执行。

为疏导油价持续上行对行业利润的影响，2018 年 6 月起，多家航空公司先后重新收取自 2015 年 2 月取消征收的国内航线旅客运输燃油附加费，收费标准为无论航段里程，每位旅客统一收取人民币 10 元；2018 年 10 月起，收费标准变更为 800 公里（含）以下航线燃油附加最高标准由 10 元/人调整至 20 元/人，800 公里以上航线燃油附加最高标准均由 10 元/人调整至 30 元/人；2018 年 11 月，收费标准变更为 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。2018 年四季度，随着国际油价连续下挫，自 2019 年 1 月起，多家航空公司宣布将暂时免征国内航线机票燃油附加费。

汇率风险方面，自 2015 年“8·11 汇改”后人民币对美元汇率呈现了一轮单边下跌，在美元指数疲软、宏观审慎调控和“逆周期因子”等政策的调节下，2017 年打破单向下跌，汇率在 9 月份以前呈现升值的态势，8 月底、9 月初人民币加速升值，9 月中旬后开始有涨有跌的双向波动。进入 2018 年之后，尽管“逆周期因子”调整淡化，人民币仍保持升值势头，但近期受中美贸易摩擦、美联储加息等因素影响，人民币对美元汇率转向贬值态势。2018 年下半年以来，受美联储加息预期、我国央行去杠杆和抑制泡沫政策的强化、以及欧美财政政策 and 税收政策的不确定性影响，加之央行将继续加强对人民币汇率预期管理人民币汇率，防止人民币出现较强的单边行情，人民币汇率保持双向波动趋势。

汇率波动导致各大航空公司不同程度的汇兑损益。未来一段时间内，未来人民币汇率走势仍将具有一定的不确定性，汇兑损益不可预期，航空运输业将面临一定的汇率风险。

图 6：2010 年 1 月~2019 年 4 月美元兑人民币汇率平均汇率走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

2018 年，航油价格持续走高，虽在年底大幅回落，但 2019 年以来重新震荡回升，同时人民币汇率尚不存在持续升值的基础，双边波动趋势将更明显。未来，不确定的油价和汇率仍给航空业带来一定挑战。

民航发展基金征收减半的政策实施，有效释放各航司利润空间，将进一步助力行业的发展

民航发展基金属于政府性基金，2012 年 4 月 1 日起开始征收，是国家为统筹机场建设经费向旅客及航空公司征收的费用。其中，旅客端按旅客数量征收，国内航班每人征收 50 元，国际航班每人征收 90 元；航空公司端则根据飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金。

2019 年 5 月 8 日，民航局发布《关于统筹推进民航降成本工作的实施意见》[民航发(2019)27 号]（以下简称“意见”），意见指出，为降低民航企业成本负担，进一步优化民航营商环境，将向航空公司收取的民航发展基金征收标准，在现行的基础上下调 50%，新的征收标准从 2019 年 7 月 1 日起正式实施。在早期机场建设过程中，民航发展基金在基础设施建设和航线补贴方面发挥了重要作用，但近年来随着国内机场建设的日趋完善和居民出行意愿的增加，民航发展基金的作用正逐步弱化。此次民航发展基金征收减半的意见出台，将直接降低各航空公司的成本，增厚其利润，同时也降低了旅客所支付的票价，一定程度上也将刺激航空出行需求，

对行业有显著的正面意义。

高铁对航空运输业中短途市场形成竞争压力，“空铁联运”推动高铁与航空运输协调发展

在我国航空运输业发展的同时，近年国家大力投资高速铁路建设，这在中短途市场加剧了航空与高铁的竞争。根据《中长期铁路网规划》，规划期为 2016 年~2025 年，远期展望到 2030 年，我国将打造以沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间 1~4 小时交通圈、城市群内 0.5~2 小时交通圈。根据国际经验，铁路在 800 公里以下的短途市场中占有绝对优势，而航空公司主要控制着 800 公里以上的长途市场，因此随着高速铁路网的逐渐建成，航空业在短途市场将面临一定的分流，同时也对航空公司票价产生了一定的抑制作用。

但从另一角度来看，高铁加速了经济活动的频率，对航空市场也有一定的推动作用，且我国高速铁路运营十年来，航空业已逐步消化高铁造成的冲击，形成“空铁联运”的新局面，进而促进居民出行需求的增长，逐步形成互利共赢局面。

从需求角度来看，我国经济将转入次高速增长期，在人均收入水平提高和消费升级的带动下，航空需求有望稳定增长。从供给角度来看，国内航空公司运力总体保持较快增长，各航空公司飞机采购保持较大规模，新设航空公司政策逐渐放开，带动运力规模较快增长。总体来看，未来我国航空运输业总体供求格局将保持稳定，各航空公司资本结构及盈利能力不会发生明显变化，同时中诚信国际也将持续关注未来航油价格及人民币汇率波动、高铁网络的搭建以及飞机购置计划对航空运输行业的影响。

新型冠状病毒肺炎疫情对于航空运输业短期冲击强烈，随疫情结束需求集中释放，未来一段时期内民航客运量仍具备持续增长的空间

2020 年春节期间，新型冠状病毒肺炎疫情以武

汉为中心向全国蔓延。此次疫情恰逢航空公司高收益期的春运，对本就增速放缓的航空运输业造成较大负面影响。此次疫情对航空运输最直接的影响主要体现在航司客运周转量和客座率；航空公司被迫削减航班，国内武汉航班基本暂停，人员流动及出行意愿骤降使得航空旅客量断崖式下跌，因而新型冠状病毒疫情短期内对航司客运周转量影响剧烈。根据交通运输部公布的2020年春运数据，春运前二十四日（1月10日~2月2日），全国民航发送旅客3,482.0万人次，下降20.0%。另外，为控制人员流动，民航管理局调整机票退改签政策，因疫情影响取消行程的退改签费用损失由航空公司最终承担，这一政策进一步提升了航空公司的运营成本。

此外，北京时间2020年1月31日凌晨，世界卫生组织（WHO）正式发布声明，认定新型冠状病毒肺炎疫情为突发公共卫生事件，尽管世界卫生组织总干事强调“没有任何理由采取不必要的限制旅游和贸易措施”，但多个国家及地区对于我国国内公民采取相关出入境限制措施，英国航空、法国航空等多家外国航空公司纷纷调整在华运力，停飞或减少与中国往来航班，出境游等国际航线需求明显受限。

总体来看，新型冠状病毒肺炎疫情对于航空运输业短期冲击强烈，但长期趋势相较稳定，随疫情结束需求集中释放，未来一段时期内民航客运量仍具备持续增长的空间，强劲的航空需求反弹或将冲减部分负面影响。

竞争及抗风险能力

雄厚的股东背景和较强的支持力度

公司控股股东东航集团是我国三大航空运输集团之一，是隶属于国务院国资委管理的中央企业。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9月末，东航集团总资产3,529.85亿

元，所有者权益848.23亿元，资产负债率75.97%；2018年及2019年1~9月，东航集团分别实现营业收入1,279.49亿元和1,076.36亿元，净利润分别为49.84亿元和64.23亿元。

作为东航集团下属的航空业务核心运营平台，公司能够在经营管理及资金等方面得到东航集团的大力支持。其中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，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。

除股东支持外，从航线补贴来看，公司发展也得到了中央政府和地方政府大力支持，主要体现在给予合作航线补贴、航空枢纽港建设补贴、节能减排专项资金等方面。2016年~2018年，公司计入营业外收入和其他收益的补贴收入分别为45.31亿元、49.41亿元和54.30亿元。

明显的区域优势和完善的网络航线

公司具有明显的区位优势。作为国有控股三大航空公司之一，公司总部和运营主基地位于国际特大型城市上海。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小时左右，飞往亚洲主要城市时间在2至5小时内，航程适中；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、90%的人口、93%的GDP产出地和东亚大部分地区。2019年，上海仍为中国最大的航空市场，浦东机场及虹桥机场旅客吞吐量突破1.2亿人次，公司在该两大机场拥有最大市场份额，主基地区位优势明显。公司旗下东航江苏和东航浙江分公司分别在江苏、浙江两省具有基地运营优势和较强的影响力。

公司目前也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、陕西、江苏等15个省市设有分子公司，航线网络通达国内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，以及欧洲巴黎、伦敦、罗马等国际城市。公司还通过与天合联盟成员的合作增加联程中转机

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，网络航线日益完善。

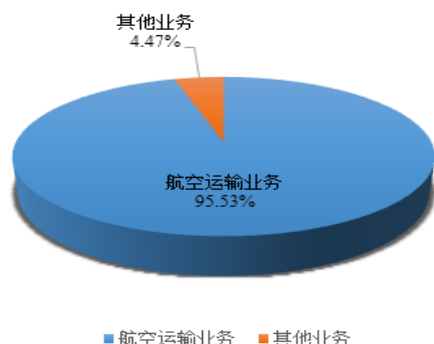
此外，公司的发展受惠于国家实施长江经济带战略和中国（上海）自由贸易区、上海推进国际“经济、金融、航运、贸易、科创”五个中心建设以及有望建成的上海自由贸易港。公司积极打造上海核心枢纽，不断优化完善航线网络结构，以进一步提升在上海乃至长三角航空运输市场的影响力。

综上，公司股东背景雄厚，股东方及中央和地方政府也一直给予公司有力支持，公司自身也具备明显的区域优势和日益完善的网络航线，国家对上海的相关战略及支持政策也将进一步推动并提升公司在航空运输市场的影响力，因而东方航空具备极强的竞争及抗风险能力。

业务运营

东方航空的主营业务为航空运输业务，其他业务主要为地面服务以及旅游业务。近年来公司收入稳步增长，2016年~2018年，公司营业总收入分别为985.60亿元、1,017.21亿元、1,149.30亿元。其中2018年，公司航空运输业务收入1,097.87亿元，占营业总收入的95.53%；其他业务收入51.43亿元，占营业总收入的4.47%。2019年1~9月，公司实现营业总收入934.00亿元，其中航空运输业务占比96.29%。

图 7：2018 年公司收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

航空运输业务

客运业务

公司航空运输业务主要为客运业务和货运业务。东方航空的客运业务包括国内、国际和地区（香港、澳门、台湾）客运服务，其中国内业务是公司主要业务。受益于近年来国内航空运输业的高速发展，公司机队规模和新开辟航线持续扩张，客运能力相应提升，航空客运业务稳健发展，是目前公司最主要的业务构成和利润来源。2016~2018年及2019年1~9月，公司航空客运收入分别为832.53亿元、908.12亿元、1,039.61亿元和853.82亿元，保持了较快增长速度。

随着新航线的开辟以及新运力的投入，公司的旅客周转量、运输乘客数量和票价指数均保持持续增长，2016~2018年及2019年1~9月，公司分别实现旅客周转量1,675.29亿客公里、1,831.82亿客公里、2,014.86亿客公里和1,665.63亿客公里；运输乘客人数分别为10,174.16万人次、11,081.14万人次、12,119.97万人次和9,792.01万人次；客运公里收益分别为0.515元、0.517元、0.538元和0.534元。此外，近年来公司新开航线数量较多，大多仍处于培育期，使得客座率相应有所波动，2016~2018年及2019年1~9月，公司客座率分别为81.23%、81.06%、82.29%和82.57%。

表 2：2016 年~2019 年 9 月公司航空客运业务情况

主要指标	2016	2017	2018	2019.9
收入客公里（亿客公里）	1,675.29	1,831.82	2,014.86	1,665.63
乘客人数（万人次）	10,174.16	11,081.14	12,119.97	9,792.01
客运公里收益（元）	0.515	0.517	0.538	0.534
客座率（%）	81.23	81.06	82.29	82.57

资料来源：公司提供

分区域来看，公司国内业务周转量最高，增长较为稳定，2016~2018年及2019年1~9月，公司可用座位公里分别为206,249.27百万座位公里、225,996.28百万座位公里、244,841.00百万座位公里和201,715.15百万座位公里，其中，公司国内可用座位公里分别为129,459.68百万座位公里、141,067.10百万座位公里、154,059.34百万座位公里和

128,383.55百万座位公里。随着公司实施国际化战略，逐渐加开国际航线，公司国际客运周转量有所提升；但由于地缘政治因素，国内航空公司在国际市场的投放力度均逐年增强，各航空公司竞争日趋激烈，公司近年来国际业务增长率有所波动。2016~2018年及2019年1~9月，公司国际可用座位公

里分别增长28.79%、10.96%、6.87%和7.97%；国际收入吨公里分别增长14.98%、9.02%、9.31%和9.77%；国际旅客运输量分别增长16.78%、2.46%、9.73%和8.97%。此外，2019年三季度，受香港局势影响，旅客需求减少以及公司调减香港航线运力，地区航线旅客运输量增长率也有所下滑。

表 3：2016 年~2019 年 9 月公司分区域客运业务情况

相关指标	2016		2017		2018		2019.9	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率
可用座位公里 (百万座公里)	206,249.27	13.45%	225,996.28	9.57%	244,841.00	8.34%	201,715.15	10.87%
其中：国内	129,459.68	6.97%	141,067.10	8.97%	154,059.34	9.21%	128,383.55	12.66%
国际	71,177.37	28.79%	78,980.87	10.96%	84,408.13	6.87%	68,268.39	7.97%
地区	5,612.22	1.87%	5,948.32	5.99%	6,373.52	7.15%	5,063.21	6.36%
收入吨公里 (百万吨公里)	19,712.88	10.62%	18,856.10	8.79%	20,358.36	9.15%	16,730.37	10.35%
其中：国内	10,398.46	7.57%	11,251.85	8.58%	12,267.28	9.04%	10,110.60	11.09%
国际	8,804.77	14.98%	7,139.59	9.02%	7,590.43	9.31%	6,240.81	9.77%
地区	509.65	2.72%	464.66	10.14%	500.65	9.57%	378.95	1.40%
旅客运输量 (千人次)	101,741.64	8.49%	110,811.40	8.91%	121,199.70	9.37%	97,920.11	8.06%
其中：国内	84,201.92	7.37%	92,621.36	10.00%	101,226.48	9.29%	81,688.34	8.10%
国际	14,323.71	16.78%	14,676.05	2.46%	16,104.28	9.73%	13,252.54	8.97%
地区	3,216.02	4.00%	3,513.99	9.27%	3,868.94	10.10%	2,979.23	3.20%
客座率 (%)	81.23	0.73pts	81.06	-0.17pts	82.29	1.23pts	82.57	-0.33pts
其中：国内	82.16	0.93pts	82.96	0.80pts	83.67	0.71pts	83.49	-0.84pts
国际	79.83	0.49pts	77.73	-2.10pts	79.72	1.99pts	81.04	0.73pts
地区	77.45	1.41pts	79.99	2.54pts	82.99	3.00pts	80.12	-3.01pts

注：1、收入吨公里指标按照每人 90kg 计算；2、表中增长率数据为同比变化。

资料来源：公司提供

机队方面，近年来，受益于我国民用航空运输市场的快速发展，东方航空不断扩大机队规模并优化机队结构。2018 年，公司共引进飞机 67 架，退出飞机 14 架；2019 年，公司共引进飞机 45 架，退出飞机 1 架。截至 2019 年 9 月末，公司机队共拥有客机 706 架，其中 262 架客机是自筹资金购置，196 架客机以经营租赁方式运营，248 架客机以融

资租赁方式运营。从机型构成看，公司窄体客机的占比仍旧较大，截至 2019 年 9 月末，公司共有 614 架窄体客机和 92 架宽体客机。公司机龄较老的 B767 机型已经基本实现退出，机队结构得到了进一步精简，截至 2019 年 6 月末平均机龄仅为 6.1 年，在三大航中年轻化程度最高。

表 4：截至 2019 年 9 月末东方航空机队情况（架）

机型	自置	融资租赁	经营租赁	合计
B777 系列	10	10	-	20
B787 系列	3	7	-	10
A350 系列	1	5	-	6
A330 系列	25	26	5	56
宽体客机合计	39	48	5	92
A320 系列	136	112	68	316

B737 系列	87	88	123	298
窄体客机合计	223	200	191	614
客机合计	262	248	196	706

注：飞机机队中不包括公司自有和托管的 15 架公务机。

资料来源：公司提供

此外，截至2019年9月末，公司拥有B737 MAX 8飞机共14架，其中上海航空有限公司（以下简称“上海航空”）拥有11架，东方航空云南有限公司（以下简称“东航云南”）拥有3架。上海航空B737 MAX 8飞机执行的航线主要以虹桥、浦东始发航线为主，东航云南B737 MAX 8飞机执行的航线主要以昆明始发航线为主。自中国民航局从2019年3月11日宣布B737 MAX 8飞机停飞至2019年4月30日，该机型的停飞已经导致公司共取消了大约2,600班航班，给公司收益造成了较大影响。2019年5月21日，公司就B737 MAX 8机型停飞事件向飞机制造商波音公司提出索赔。

未来，2020年~2021年公司分别计划引进飞机61架和18架；同期，公司分别计划退出飞机13架和14架。从投资规模的角度来看，根据已签订的飞机及发动机协议，截至2018年末，公司预计未来飞机及发动机的资本开支总额约为709.98亿元，其中2019年实际引进飞机和发动机资本开支约213.9亿元，2020~2021年预计资本开支分别为247.35亿元和118.09亿元。由于航空公司重资产的特质，公司未来仍将面临较大的投资压力。

基地方面，东方航空在全国共设立了16个航空基地，其中在上海浦东、上海虹桥、昆明和西安等城市均具有较高的飞机停放数量、旅客吞吐量占比和起降航班次占有率。此外，2017年2月，公司北京大兴机场基地项目已获得国家发改委核准批复。公司作为北京大兴机场主基地航空公司，按照承担北京大兴机场航空旅客业务量30%的目标进行基地建设。2019年9月，北京大兴机场正式通航，公司将把握京津冀协同发展，特别是国家设立雄安新区的发展机遇，积极争取航线和时刻资源，依托天合联盟合作平台，构建国际化航线网络布局，为旅客提供便捷、高效、优质的出行服务。

表 5：截至 2019 年末公司各基地运力分布情况

城市	旅客吞吐量占比 (%)	起降航班班次占有率 (%)
上海浦东	36.3	36.4
上海虹桥	47.8	50.7
昆明	37.2	40.6
西安	29.4	30.9
北京	18.3	19.3
南京	25.2	25.5
成都	12.9	13.8
太原	29.1	29.0
广州	10.1	9.9
武汉	21.1	21.7
青岛	20.5	21.6
杭州	10.0	10.0
兰州	21.6	21.5
合肥	21.7	22.8
宁波	22.1	22.5
南昌	16.4	16.4

注：1、上表统计口径为中国东方航空股份有限公司、上海航空有限公司、中国联合航空有限公司（三家简称“东上联”，统计不含货航）；2、起降航班班次占有率的计算：东上联在机场的量/机场总量*100%。

资料来源：公司提供

从航线方面看，近年来，公司航线数量逐年增长，2018年，公司新开辟航线168条，其中新开航线主要为上海至斯德哥尔摩、上海至伦敦盖特维克、上海至迪拜、上海经西安至圣彼得堡、上海经西安至马德里、北京至深圳等航线；加密航线主要为上海至成都、上海至广州、上海至重庆、上海至西安、北京至广州、北京至成都、上海至澳门等航线。截至2018年末，公司已开辟航线1,174条，其中国内航线948条，国际航线192条，地区航线34条；2019年以来，公司新开上海至布达佩斯、日本花卷、仰光、曼德勒等国际航线和上海至信阳、武当山等国内航线，加密上海至马德里、布拉格、成都、呼和浩特等国际、地区和国内航线；截至2019年6月末，公司航线网络通达175个国家和地区的1,150个目的地。

目前，公司航线覆盖较为全面，在国内外均有一定的市场地位，且保持较为稳定的发展趋势。其中公司运力最为集中的华东地区对公司收入的贡

献最大，占到2018年末航空客运收入的26.70%。除此以外，国外市场、西南市场和华北市场对于公司的收入贡献也较为突出，2018年末分别占到公司航空客运收入的23.80%、12.10%和11.10%。2018年以来，由于公司航线布局进行战略调整及统计口径发生变化，导致公司2018年末华东地区收入占比较上

年下滑9.10个百分点，而国外航线收入占比同比上涨10.30个百分点。2019年9月末，华东地区收入占比继续下滑，国外航线收入占比增至30.91%，保持了较高的增长趋势。总体来看，公司较为多元化的航线布局和国外航线较高的收入贡献体现出了公司在同行业内较好的经营规模和较高的竞争力。

表 6：2016 年~2019 年 9 月公司航空客运业务分区域收入构成（亿元）

航线区域	2016		2017		2018		2019.1-9	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华北	103.22	11.90%	109.07	11.60%	109.40	11.10%	88.56	9.40%
东北	22.82	2.60%	24.93	2.60%	27.20	2.80%	38.99	4.14%
华东	306.62	35.50%	338.23	35.80%	264.10	26.70%	216.61	22.99%
华南	70.21	8.10%	81.83	8.70%	80.90	8.20%	78.69	8.35%
华中	45.04	5.20%	48.31	5.10%	38.40	3.90%	22.75	2.41%
西南	113.06	13.10%	122.44	13.00%	120.10	12.10%	105.39	11.19%
西北	66.49	7.70%	73.79	7.80%	77.80	7.90%	67.27	7.14%
港澳台	16.30	1.90%	17.68	1.90%	35.00	3.50%	32.75	3.48%
国外	120.10	13.90%	127.80	13.50%	235.30	23.80%	291.24	30.91%

注：公司航空客运业务分区域收入为结算数据，不含燃油及补贴收入；国际及地区数据按航线分类，国内数据按始发站分类。

资料来源：公司提供

运营效率方面，由于运力的提升，公司近年来航班数量持续上升，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月分别为 82.24 万架次、87.14 万架次、92.33 万架次和 60.49 万架次。此外，受制于民航局的宏观调控，一方面，各地大型机场的时刻有所收紧，另一方面，为保证航班正常率，民航局拉长了标准航段时间，使得近年来飞机日利用率有所下降，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月分别为 9.72 小时/日、9.69 小时/日、9.43 小时/日和 9.56 小时/日。总体来看，公司的总体运营效率在行业内仍处于较高水平。

表 7：2016 年~2019 年 9 月公司运输能力及效率情况

主要指标	2016	2017	2018	2019.9
飞行公里数（亿公里）	11.86	12.49	13.69	10.97
飞机日利用率（小时）	9.72	9.69	9.43	9.56
航班数量（万架次）	82.24	87.14	92.33	60.49

资料来源：公司提供

总体来看，东方航空作为国有控股三大航空公司之一，客运业务在国内外均具有很强的竞争实力。近年来，随着公司积极开辟新航线及增加运力投入，公司机队规模和市场占有率始终处于领先地位，客运业务稳发展。未来，随着北京大兴机场基地的投入使用，公司旅客周转量或将继续得到提升。

货运业务

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影响，2016 年 11 月，公司将持有的东方航空物流股份有限公司（以下简称“东航物流”）100%股权转让至东航集团下属全资子公司东航产投。2017 年 1 月 1 日，为避免东航物流股权转让完成后公司经营的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》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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司货运相关收入分别为 59.48 亿元、36.21 亿元、36.27 亿元和 27.50 亿元。

表 8: 2016 年~2019 年 9 月公司航空货物运输情况

项目	2016	2017	2018	2019.9
可用货邮公里（百万吨公里）	6,535.18	6,796.98	7,900.78	6,733.47
其中：国内	2,163.17	2,275.26	2,740.72	2,363.51
国际	4,224.47	4,344.94	4,968.72	4,215.13
地区	147.54	176.78	191.34	154.83
货邮周转量（百万吨公里）	2,495.43	2,458.22	2,588.34	2,095.46
其中：国内	927.40	894.09	886.08	683.37
国际	1,530.17	1,527.14	1,667.08	1,389.60
地方	37.86	36.98	35.19	22.50
货邮运输量（千吨）	929.26	894.26	915.12	697.41
其中：国内	668.64	645.88	644.89	483.02
国际	228.59	217.02	240.00	195.36
地方	32.03	31.36	30.23	19.03

注：2016 年~2017 年公司航空货物运输数据为可比口径。其中，2016 年运营数据不包含 2016 年 2 月至 12 月全货机货运数据，2017 年运营数据不包含 2017 年 1 月全货机货运数据。

资料来源：公司提供

整体来看，东航物流股权转让交易完成后，公司将专注从事航空客运业务。未来，公司的货运业务将不再作为核心业务进行运营，运营模式将全部为腹舱货运委托经营。

其他业务

公司其他业务主要以地面服务以及旅游业务为主。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司其他业务收入分别为 74.96 亿元、49.68 亿元、51.43 亿元和 34.67 亿元，其中地面服务收入分别为 28.50 亿元、13.23 亿元、12.11 亿元和 8.09 亿元；旅游业务收入分别为 31.13 亿元、23.22 亿元、21.73 亿元和 9.25 亿元。其中 2017 年公司其他业务收入较 2016 年减少 33.72%，主要由于 2017 年转让东航物流股权后，地面服务收入大幅减少所致。

公司旅游业务主要由子公司上海航空国际旅游（集团）有限公司（以下简称“上航国旅”）负责运营，主要经营入境旅游、出境旅游、国内旅游、国内外包机及机票代理、商务会展、汽车服务、因私出入境服务、境外就业服务等业务，尤为擅长承办国际性大型会展、包机、游船、文体和富有个性化的休闲自助旅游等项目。公司积极拓展与全球旅游行业知名品牌的合作，与携程达成多领域的全方位合作，以资本为纽带建立起“航空+互联网”合作新模式；与上海迪士尼达成战略合作，设计推出迪士尼主题彩绘客机和“机票+门票”打包旅游度假产

品，积极开展官网专区营销。

公司董事会于 2018 年 8 月 30 日审议通过了《关于上海航空国际旅游（集团）有限公司改革工作整体方案的议案》，同意以通过产权交易所公开挂牌方式交易、以不低于经备案的上航国旅净资产评估值为基础，引入 1 名战略投资者对上航国旅进行增资扩股，在增资扩股完成后，公司持股比例调整为 35%。2019 年 3 月初，经公司审核同意，上航国旅最终确认产生意向投资者 1 家，为绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”），增资金额为 2.51 亿元。公司（含上航国旅）与绿地集团于 2019 年 3 月 19 日签署了增资协议。2019 年 5 月 17 日，公司已完成公司章程的修改，并于 2019 年 6 月 12 日完成工商变更登记，上航国旅变更为公司联营企业，公司对其持股比例为 35%。

项目建设

近年来，东方航空为了更好的提高服务质量和范围，在基地建设和相关保障方面持续保持较大规模的投入。截至 2019 年末，公司包括北京大兴机场东航基地项目在内的重大在建及拟建项目共计 20 个，总投资预计 345.50 亿元，全部自筹，已完成投资 145.11 亿元，2020~2022 年，公司每年计划投资规模分别为 25.59 亿元、52.45 亿元、39.86 亿元，有一定的投资压力。

北京大兴机场东航基地项目是公司目前最重

要的在建项目，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》和民航局《关于北京新机场航空公司基地建设方案有关事项的通知》，北京大兴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；公司作为北京大兴机场主基地航空公司，按照承担北京大兴机场航空旅客业务量 30% 的目标进行基地建设。2017 年 2 月，公司北京大兴机场东航基地项目已获得国家发改委核准批复。北京大兴机场于 2019 年 9 月 25 日正式通航。截至 2019 年末，该项目总投资 131.91 亿元，已完成投资 75.29 亿元，仍有一定的投资缺口。

表 9：截至 2019 年末公司重大在建、拟建项目情况（万元）

序号	项目名称	总投资	已投资	未来投资计划		
				2020	2021	2022
1	北京大兴机场东航基地项目	1,319,057	752,900	90,000	90,000	90,000
2	虹桥机场西航站区东航基地二期配套项目	374,025	36,200	3,000	9,025	0
3	成都天府机场东航机务维修区项目	56,669	41,576	6,500	8,992	0
4	青岛胶东机场东航基地项目一期工程	187,063	159,004	14,666	13,593	0
5	北京人才公租房回购项目	84,099	84,099	0	0	0
6	东航武汉公司天河机场基地北区一期项目	41,373	32,092	8,181	1,100	0
7	江苏公司南京机场机库项目	26,680	9,450	9,300	8,278	0
8	江西分公司昌北机场基地扩建项目	17,798	6,000	4,000	8,000	4,298
9	云南公司丽江基地建设项目	6,032	4,000	1,033	0	0
10	东航技术公司西北分公司基地项目*	321,500	0	500	59,500	35,000
11	西安咸阳机场东航基地东货运区地服及后勤保障工程*	41,200	0	7,000	14,000	14,000
12	虹桥西区综合保障楼项目*	55,000	0	1,000	18,000	18,000
13	云南长水机场东航基地扩建项目*	501,624	0	500	180,000	120,000
14	云南培训中心二期项目*	20,000	0	0	1,500	11,000
15	北京培训中心项目*	20,000	0	0	1,500	11,000
16	江苏公司无锡综合业务楼项目*	6,500	0	0	1,500	4,500
17	济南遥墙机场东航基地项目*	50,000	0	200	8,000	16,000
18	兰州中川机场扩建工程东航基地项目*	30,000	0	0	13,500	13,500
19	太原武宿机场东航基地扩建项目*	70,000	0	0	8,000	25,000
20	上海浦东机场东航机务区迁建项目*	226,338	0	110,000	80,000	36,338
合计		3,454,958	1,451,121	255,880	524,488	398,636

注：1、带星号项目尚未立项；2、云南公司丽江基地建设项目总投资内 998.68 万元由东方航空食品投资有限公司出资；3、东航武汉公司天河机场基地北区一期项目和江苏公司南京机场机库项目两个项目概算已经批复，总投资由立项投资估算更改为概算投资。

资料来源：公司提供

总体来看，除飞机和发动机购置外，公司未来在项目建设方面也面临一定投资压力，但北京大兴机场投入运营后，公司航空运输服务业务或将得到进一步提升。

管 理

产权结构

截至报告出具日，东航集团为公司控股股东，直接持股比例 30.97%，间接持股比例 18.83%，最终表决权 49.80%；国务院国资委为公司实际控制人；同期末，公司纳入合并报表的一级控股子公司共 12

家。

法人治理结构

公司严格按照境内外上市规则和相关法规的有关要求，不断完善由股东大会、董事会、监事会和管理层构成的现代法人治理架构，形成权力机构、决策机构、监督机构和经营管理者之间的制衡机制。股东大会、董事会、监事会和管理层按照《公司章程》赋予的职责，依法独立运行。董事会下设提名与薪酬委员会、审计和风险管理委员会、规划发展委员会和航空安全与环境委员会，协助和支持董事会运作。公司董事会由 8 名董事构成，其中有 5 名独立董事。公司股东大会、董事会、监事会和

管理层按照《公司章程》赋予的职责，依法独立运行，履行各自权利和义务，近年来公司治理水平不断提高。

管理水平

公司重视内部控制体系的建设，依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规、规定和《公司章程》，制定并不断完善了一系列的内部控制制度，从制度层面规范了公司治理结构、重大决策管理、基础管理和审计监督等事项所应遵循的原则，保证了公司业务的发展，业绩的稳步增长。

基本建设投资管理方面，公司规划发展部是公司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公司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它资料，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。项目建议书批准后，才可编报可行性研究报告，可行性研究报告的编制需以批准的项目建议书为依据，投资额不能超过批准的项目建议书中投资估算的10%。若项目建设规模或建设内容有重大变化或概算超过原批准建议书的10%，则作为新项目重新编报项目建议书。

融资管理制度方面，按照公司制定的《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须建立贷款审批制度，当因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公司的八家合作银行申请。

对外担保管理制度方面，公司只为公司成员单位提供融资担保，未经公司董事会授权，公司及子公司不得对公司以外的单位提供融资担保。原则上，只有公司下属子公司能要求公司为其提供担保，孙公司及更低层次的公司不得越级向公司提出担保要求。对合营、合资、合作等子公司经营性融资，一般不提供担保，特殊情况需经公司董事会同意。

财务资金管理方面，公司以规避资金使用风险，

提高资金使用效益为核心目标，制定了《资金管理规范》；同时公司借助工商银行、建设银行、中国银行的网上结算系统建立了内部资金结算平台，以提高整体公司的资金集中管理能力，提升资金管理效率，降低资金成本。

总的看来，公司作为中国航空行业的领先者，法人治理结构健全、内部组织结构完善、管理支付较为健全，拥有良好的治理结构和内控体系，为公司安全高效的运营提供了保障。

战略规划

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。

按照公司十三五总体发展思路要求，结合自身实际和公司“世界一流”和“幸福东航”两大战略目标，公司确定了互为支持、形成合力的关键发展目标。

安全运行目标方面，东方航空要实现持续安全，安全管理水平、运营可靠性达到国际领先水平，杜绝飞行事故；建立与世界级先进航空公司相适应的安全管理体系和运行保障体系，全面落实“法制安全、人文安全、科技安全”，进一步提升安全管理水平，增强风险管控能力。

发展规模及主要生产指标方面，到2020年，以自购、融资租赁和经营租赁形式实现运输机队规模增长达到822架，年均增幅9.1%；东方航空实现运输总周转量286亿吨公里，旅客运输量1.52亿人次，货邮运输量160万吨，以2015年为基准年，年均递增速分别为9.92%、10.11%、2.72%。

市场营销及航线网络目标方面，到2020年，全面建成以上海为核心枢纽，以北京、昆明、西安为战略门户枢纽，其它主要基地为重要支撑的枢纽网络型运营模式；重要枢纽市场掌控力明显提升，取得上海地区42%、北京地区20.7%、昆明地区39%、

西安地区32.3%的市场份额。

经营能力及运营效率目标方面，通过定向增发、企业债、资产证券化等多种手段降低资产负债率。努力提升运营效率，力争2020年客座率提升到81%。继续提高座公里收入水平，力争“十三五”末座公里收入达到0.42元/座公里（不含税及燃油）。

服务品牌及模范央企目标方面，以客户需求为导向，以国际视野为标杆，以信息技术为支撑，建设中国服务最好、国内主流旅客首选的航空公司，到2020年，国内航线服务水平达到行业最佳，国际航线服务水平比肩世界一流。

管控能力目标方面，加强战略管控能力，强化战略执行力，更大发挥战略解码作用，保证年度工作与公司的决策部署保持高度一致。规范管理模式，在集团公司允许的前提下，根据下属单位业务、属性等不同特点，实行以运营管控为主、同时探索开展战略管控及财务管控为辅的分类管控模式，以更好适合各下属单位的实际发展需求。

幸福东航目标方面，共享企业发展成果，将东方航空打造成“企业发展前景更加喜人，核心竞争力更加突出，持续盈利能力更加强健，品牌价值更加卓越，制度设计更加合理，员工职业空间更加广阔，薪酬福利管理科学化水平逐步提高，企业信心指数和员工幸福指数进一步提升，注重绿色发展，勇于承担社会责任”的优质国有企业和上市公司。

综上，公司的战略规划目标明确，主业定位清晰，并根据自身的特点进行了合理的战略布局和投资计划，有利于未来公司的长远发展。

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）审计并出具的无保留意见的2016~2018年审计报告及未经审计的2019年前三季度报表，公司财务报表均按新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。2018年末和2019年9月末公司报表项目口径同“财会[2018]15号文件”前报表项目口径。

资本结构

随着运力的投入以及机队规模的扩大，公司资

产规模逐年增长，2016~2018年及2019年9月末，公司资产总额分别为2,100.51亿元、2,274.64亿元、2,367.65亿元和2,813.43亿元。资产结构方面，公司资产以非流动资产为主；2016~2018年及2019年9月末，非流动资产占总资产比重分别为92.44%、91.96%、93.27%和93.26%。

流动资产方面，公司流动资产主要由其他流动资产、其他应收款、存货和应收账款组成，2018年末，上述科目分别占公司流动资产比为36.35%、32.66%、12.24%和8.99%。2016~2018年及2019年9月末，公司其他流动资产分别为20.43亿元、38.01亿元、57.90亿元和65.96亿元，主要为增值税留抵税额，2018年由于运营规模扩大，公司增值税留抵税额较2017年末增加18.22亿元。2016~2018年及2019年9月末，公司其他应收款分别为42.13亿元、46.74亿元、52.03亿元和53.14亿元，公司其他应收款主要为应收出口退税、应收航线补贴和应收购买飞机及发动机回扣款，截至2018年末，公司其他应收款中应收航线补贴为20.92亿元、应收购买飞机及发动机回扣款13.99亿元以及应收出口退税9.79亿元。公司存货主要为航材消耗件及普通器材，2016~2018年及2019年9月末，分别为22.48亿元、21.85亿元、19.50亿元和23.93亿元；公司应收账款主要为应收货运销售款和应收机票销售代理的机票销售款，同期末，公司应收账款分别为26.30亿元、21.24亿元、14.32亿元和26.37亿元。

非流动资产方面，2016~2018年及2019年9月末，公司非流动资产分别为1,941.63亿元、2,091.71亿元、2,208.33亿元和2,623.73亿元，主要由固定资产、在建工程、商誉和长期股权投资构成。公司固定资产和在建工程主要系飞机、飞机预付款、发动机、替换件、基地基础设施等构成。2016~2018年及2019年9月末，公司固定资产分别为1,507.51亿元、1,631.30亿元、1,756.75亿元和898.16亿元；同期末，公司在建工程分别为257.55亿元、287.80亿元、265.54亿元和223.74亿元。2019年9月末，公司固定资产较上年末下降858.59亿元，主要由于公司执行新租赁准则，将融资租赁飞机资产转入使用权资产。同时，因确认经营租赁使用权，2019年9月末公司使用权资产增至1,309.78亿元。公司商

誉主要为公司吸收合并上海航空所产生的商誉，2016~2018年及2019年9月末均为90.28亿元。公司长期股权投资主要为对下属子公司及参股公司的股权投资，2016~2018年及2019年9月末，分别为20.60亿元、22.11亿元、22.73亿元和26.80亿元，其中，2018年主要为对东航集团财务有限责任公司、上海普惠飞机发动机维修有限公司、上海科技宇航有限公司、上海民航华东凯亚系统集成有限公司以及对东方航空食品投资有限公司的股权投资。

随着公司加大飞机采购力度，公司负债规模亦有所增长。2016~2018年及2019年9月末，公司总负债分别为1,599.55亿元、1,709.46亿元、1,774.13亿元和2,096.26亿元。流动负债方面，公司流动负债以短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、其他流动负债、合同负债和其他应付款为主。

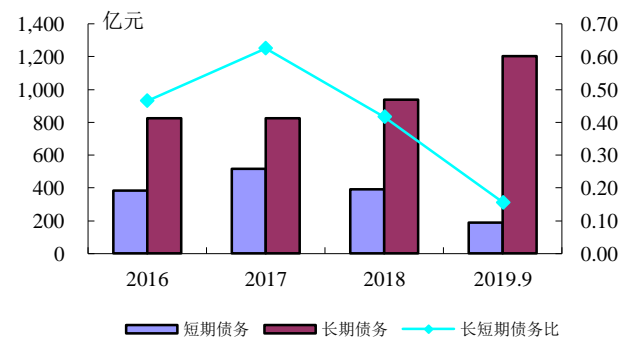
2016~2018年及2019年9月末，公司短期借款分别为99.83亿元、249.59亿元、81.20亿元和22.00亿元，主要为信用借款和担保借款。2016~2018年及2019年9月末，公司一年内到期的非流动负债分别为102.89亿元、153.91亿元、165.51亿元和166.72亿元，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。公司应付账款主要为应付机场起降服务费、航油和飞机大修费用。2016~2018年及2019年9月末，公司应付账款分别为108.11亿元、110.36亿元、121.62亿元和145.39亿元，呈逐年上升趋势。公司其他流动负债主要为尚未完成兑付的超短期融资券，2016~2018年及2019年9月末，分别为170.00亿元、100.00亿元、148.78亿元和207.51亿元。公司短期融资方式主要为短期借款和发行超短期融资券，2018年~2019年9月末，公司主要借助发行超短期融资券方式进行短期融资，故当期公司其他流动负债有所增长。公司票证结算科目主要为公司负有履约义务的预收销售票款，2016年~2017年末，公司票证结算分别为76.77亿元和70.43亿元。2018年，公司执行经修订的《企业会计准则第14号-收入》，将公司负有履约义务的预收销售票款转入合同负债科目，2018年~2019年9月末，公司合同负债分别为88.11亿元和77.30亿元。2016~2018年及2019年9月末，公司其他应付

款分别为34.55亿元、28.55亿元、63.92亿元和70.77亿元，其中2018年公司其他应付款大幅增长主要为应付长期资产购置款和应付工程款增长所致。

非流动负债方面，2016~2018年及2019年9月末，公司非流动负债分别为918.76亿元、906.21亿元、1,043.52亿元和1,354.50亿元，主要以长期应付款、应付债券和长期借款为主。公司长期应付款主要为应付租赁公司的融资租赁飞机款项，2016~2018年及2019年9月末，公司长期应付款分别为585.14亿元、607.46亿元、693.55亿元和15.10亿元，其中2019年9月末的大幅下降主要为公司实行新租赁准则，将融资租赁及经营租赁飞机产生的负债计入租赁负债所致，截至2019年9月末，公司租赁负债为926.24亿元。公司应付债券主要为公司及下属子公司发行的公司债、境外债券和中期票据，2016~2018年及2019年9月末，分别为172.86亿元、197.87亿元、173.77亿元和236.33亿元。2016~2018年及2019年9月末，公司长期借款分别为106.04亿元、49.24亿元、84.90亿元和40.56亿元，主要以信用借款和以飞机和应收账款作为抵押物的抵押借款为主。

债务结构方面，2016~2018年及2019年9月末，公司总债务分别为1,208.76亿元、1,338.61亿元、1,331.05亿元和1,596.85亿元。债务结构方面，公司债务以长期债务为主；2016~2018年及2019年9月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.47倍、0.63倍、0.42倍和0.33倍。

图8：2016年~2019年9月公司债务结构情况



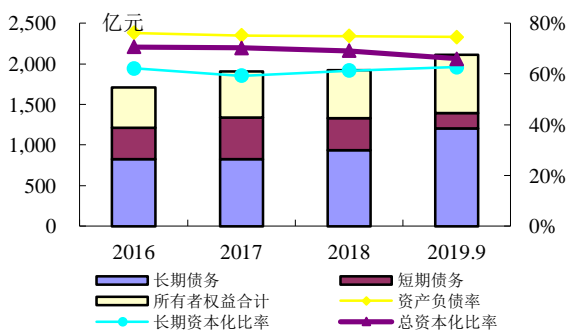
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016~2018年及2019年9月末公司所有者权益持续增加，分别为500.96亿元、

565.18 亿元、593.52 亿元和 717.17 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2016 年，公司以每股人民币 6.44 元向励程信息、中国航空油料集团公司、中国远洋海运集团有限公司、财通基金管理有限公司在内的 4 名特定投资者非公开发行人民币普通股新股，共募集资金 85.40 亿元，其中股本共计 13.27 亿元，剩余溢价 72.13 亿元转入资本公积。由于此次定向增发，公司 2016~2018 年末的实收资本均为 144.67 亿元，资本公积均为 267.60 亿元。2019 年 8 月底，公司分别向 H 股和 A 股发行对象发行 517,677,777 股 H 股股票和 1,394,245,755 股 A 股股票，股票发行后，公司注册资本和实收资本增至 163.79 亿元。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司未分配利润分别为 84.48 亿元、138.79 亿元、161.81 亿元和 188.83 亿元，其中 2018 年末，公司未进行现金分红和资本公积金转增股本，留存的未分配利润将用于补充公司日常运营资金，满足公司主营业务的发展所需。

资本结构方面，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 76.15%、75.15%、74.93% 和 74.51%；同期，总资本化比率分别为 70.70%、70.31%、69.16% 和 69.01%。鉴于航空业资本密集型的产业特性，公司财务杠杆依然高企，且高于同行业水平。

图 9：2016 年~2019 年 9 月公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，随着东方航空规模的不断壮大、利润的持续积累以及经营性租赁资产负债入账，公司的资产和负债规模均持续增长。2019 年公司虽在 A 股和 H 股增发股票，使得所有者权益有所增加，但鉴于航空业资本密集型的产业特性，公司财务杠杆水平依然高企。

盈利能力

在国内经济增速放缓的形势下，航空业整体运营情况良好，2016 年~2019 年 9 月，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 934.00 亿元，保持逐年稳健增长。公司主营业务为航空运输业务，同期，公司航空运输业务收入分别为 910.64 亿元、967.63 亿元、1,097.87 亿元和 899.33 亿元。公司其他业务收入主要为地面服务和旅游服务收入，为公司收入提供有效补充，2016~2019 年 9 月，分别为 74.96 亿元、49.68 亿元、51.43 亿元和 34.67 亿元。按照突出主业的原则，公司将确保将核心资源和管理精力集中到主业，以民用航空运输收入为主的收入结构将进一步强化。

航油成本是公司营业成本的重要组成部分，且公司保有一定量的美元债务，航油价格、人民币对美元汇率波动仍将对公司盈利造成一定影响。2016~2018 年，公司航油成本分别为 196.26 亿元、251.31 亿元和 336.80 亿元，随着公司拥有飞机数量的增长以及国际航油价格的波动，航油成本也呈攀升趋势。其中，2018 年，公司航油成本同比增长 34.02%，主要是由于公司加油量同比增长 7.28%，增加航油成本 18.29 亿元；且平均油价同比提高 24.93%，增加航油成本 67.20 亿元。毛利率方面，2016~2019 年 9 月，公司综合毛利率分别为 16.21%、11.24%、10.90% 和 14.59%，整体盈利能力受航油价格波动影响较大。

表 10：2016 年~2019 年 9 月公司营业总收入及毛利率（亿元、%）

业务板块	2016		2017		2018		2019.9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
航空客货运输业务	910.64	15.96	967.53	10.72	1,097.87	10.36	899.33	13.87
其他业务	74.96	19.16	49.68	21.48	51.43	22.38	34.67	33.27
合计	985.60	16.21	1,017.21	11.24	1,149.30	10.90	934.00	14.59

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2016年~2019年9月，公司期间费用合计分别为151.05亿元、101.57亿元、153.21亿元和125.68亿元，近年来公司期间费用的波动主要为公司财务费用中的汇兑损益所致。截至2018年末，公司带息债务中美元债务（折合人民币）285.15亿元，虽然公司为应对汇率波动风险，减少了美元负债，但公司对于汇率波动的敏感性仍然较强。2016~2018年，公司汇兑损益分别为-35.74亿元、20.01亿元和-21.91亿元。2018年汇兑损益较上年减少209.50%，主要为汇率波动及公司调整债务结构，人民币债务比重和长期债务比重加大导致的融资成本增加等因素叠加所致；2016年~2019年9月，公司财务费用分别为63.93亿元、12.61亿元、59.08亿元和55.72亿元。公司业务规模较稳定，销售费用和管理费用较为稳定。2016年~2019年9月，公司期间费用收入占比分别为15.33%、9.99%、13.33%和13.46%，整体来看，在公司营业总收入保持每年增长的情况下，公司期间费用收入占比仍存在一定波动。

表11：2016年~2019年9月公司期间费用分析（亿元）

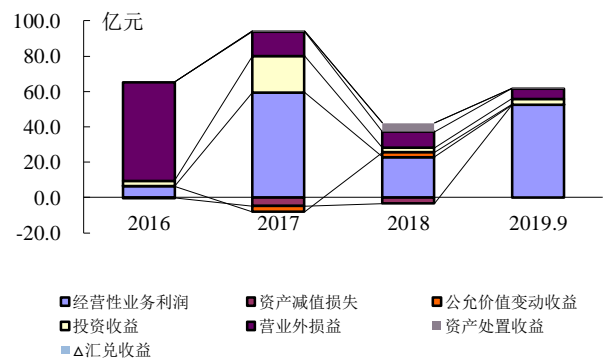
主要指标	2016	2017	2018	2019.9
销售费用	56.93	57.53	60.58	44.68
管理费用	30.19	31.43	32.20	24.56
研发费用	-	-	1.35	0.72
财务费用	63.93	12.61	59.08	55.72
期间费用合计	151.05	101.57	153.21	125.68
营业总收入	985.60	1,017.21	1,149.30	934.00
期间费用收入占比	15.33%	9.99%	13.33%	13.46%

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2016年~2019年9月，公司利润总额分别为65.07亿元、86.20亿元、38.67亿元和60.95亿元，呈波动趋势。2016年~2019年9月，公司经营性业务利润分别为6.31亿元、59.57亿元、22.85亿元和51.77亿元。其中，2017年公司经营性业务利润较2016年增长53.26亿元，主要因为2017年公司将38.84亿元合作航线收入转计其他收益以及航线补贴合计增加7.11亿元所致；2018年，公司经营性业务利润由于成本上升和汇兑损失而

下滑61.64%。此外，2018年公司投资收益较2017年减少18.16亿元至2.38亿元，主要为2017年公司与控股股东东航集团下属全资子公司东航产投签署《东航物流股权转让协议》，向东航产投转让公司持有的东航物流100%股权，从而获得一次性处置收益17.54亿元。2019年前三季度，受益于油价回调与汇率回落双重影响，公司成本压力有所减轻，盈利能力有所提高。

图10：2016年~2019年9月公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

此外，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，自2020年1月末疫情爆发以来，公司航班架次和投放运力均同比下滑幅度较大，另截至2月23日，公司累计为超过500万人次办理退票手续，免除退票费金额约14亿元；且经营类支出规模仍保持高位，未来一段时间内公司仍面临一定的经营生产压力。截至目前，公司正通过内部合理调配资源、及时调整生产经营计划、降本增效、节支挖潜等措施，外部积极与其股东、各级政府以及供应商就财政补贴、扶持政策 and 订单延期交付等问题进行协商，用以缓解疫情期间公司经营业绩下滑带来的影响。

总体来看，公司在其主基地的市场份额保持稳定的基础上实现客运收入的稳步增加，盈利能力有所提高，但公司债务对汇率敏感，航油价格波动对于公司营业成本影响较大，近三年汇兑损益的波动及航油成本的上升对公司利润水平影响较大；此外受疫情影响，短期内公司经营业绩或将出现下滑。未来，中诚信国际将持续关注宏观经济走势和行业竞争、燃油价格变化、汇兑损益及新型冠状病毒肺

炎疫情对公司客座率、票价水平及利润水平的影响。

现金流

经营活动净现金流方面,2016年~2019年9月,公司经营活动净现金流分别为248.93亿元、195.72亿元、223.38亿元和207.03亿元。其中,2017年公司经营活动净现金流大幅下降,主要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,以及航油成本上升所致;2018年,随着公司收入水平上升,公司经营活动净现金流同比增长14.13%。此外,受2020年初新型冠状病毒肺炎疫情影响,预计2020年一季度公司经营活动现金流入较往年同期将下滑,短期内公司或将流动性承压。

投资活动现金流方面,2016年~2019年9月,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-371.80亿元、-213.12亿元、-127.80亿元和-94.86亿元,近年来,公司投资活动现金流净流出总体呈增加趋势,主要是由于公司支付飞机及发动机等固定资产的现金支出增加所致。此外,2018年公司收到其他与投资有关的现金较2017年增加71.74亿元主要为公司收到74.83亿元飞机购买返还款所致。

筹资活动现金流方面,2016年~2019年9月,公司筹资活动净现金流分别为46.34亿元、47.08亿元、-135.58亿元和-103.42亿元。其中,2018年公司筹资活动净现金流大幅下降,主要由于公司经营现金流增加,筹资需求降低所致。

表12: 2016年~2019年9月公司现金流分析(亿元)

主要指标	2016	2017	2018	2019.9
经营活动现金流入	1,217.02	1,223.22	1,403.40	1,077.41
经营活动现金流出	968.09	1,027.50	1,180.02	870.38
经营活动净现金流	248.93	195.72	223.38	207.03
投资活动现金流入	15.36	34.41	134.50	19.34
投资活动现金流出	387.16	247.53	262.30	114.20
投资活动净现金流	-371.80	-213.12	-127.80	-94.86
筹资活动现金流入	1,342.70	773.99	717.81	519.00
其中: 吸收投资	85.40	-	-	94.39
借 款	1,257.30	773.99	717.75	424.26
筹资活动现金流出	1,296.36	726.91	853.39	622.42
其中: 偿还债务	1,170.28	576.29	701.58	397.28
筹资活动净现金流	46.34	47.08	-135.58	-103.42
现金及等价物净增加	-73.85	29.21	-39.70	8.88

资料来源: 公司财务报告

总体来看,公司获现能力较好,但受疫情影响短期内存在一定流动性压力,投资活动及筹资活动现金流随公司投融资策略呈现一定波动。

偿债能力

偿债指标方面,2016~2018年及2019年1~9月,公司经营活动净现金流/总债务分别为0.21倍、0.15倍、0.17倍和0.17倍;2016~2018年,公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为7.22倍、4.92倍和4.88倍,经营活动净现金流对债务本金覆盖能力偏弱但能够较好地覆盖利息支出。2016~2018年,公司总债务/EBITDA分别为5.55倍、5.20倍和5.61倍,EBITDA利息保障系数分别为6.31倍、6.48倍和5.00倍,EBITDA对公司债务本息的覆盖能力均较强。公司未来还本付息压力依然较大,中诚信国际对此保持持续关注。

表13: 2016年~2019年9月公司偿债能力分析

主要指标	2016	2017	2018	2019.9
短期债务(亿元)	383.92	515.23	391.75	393.72
长期债务(亿元)	824.84	823.88	939.30	1,203.13
总债务(亿元)	1,208.76	1,338.61	1,331.05	1,596.85
经营活动净现金流(亿元)	248.93	195.72	223.38	207.03
EBITDA(亿元)	217.74	257.63	228.96	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.21	0.15	0.17	0.17
总债务/EBITDA(X)	5.55	5.20	5.81	-
EBITDA利息保障系数(X)	6.31	6.48	5.00	-
经营活动净现金流利息保障系数(X)	7.22	4.92	4.88	4.83

注: 2019年三季度中经营活动净现金流/总债务为年化指标。

资料来源: 公司财务报告

债务到期方面,截至2019年9月末,公司总债务为1,596.85亿元,其中短期债务为393.72亿元。公司存在一定的短期偿债压力。

受限资产方面,截至2019年9月末,公司抵押资产折合人民币41.96亿元,主要为用于抵押借款的飞机及发动机,占净资产的比重为5.85%。

或有事项方面,截至2019年9月末,公司无对外担保。

银行授信方面,截至2019年9月末,公司共获得各类金融机构提供的授信折合人民币627.20

亿元，尚未使用的授信折合人民币 488.96 亿元，充足的授信将为公司提供融资便利。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2019 年 9 月末，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

评级展望

中诚信国际肯定了民航机场业发展前景广阔、公司突出的行业地位、各级政府持续给予公司大力支持、自身核心业务稳健运营发展以及未来北京大兴机场投运或将助推客运业务进一步提升等因素对公司发展的积极影响；同时，中诚信国际也关注到公司财务杠杆依然高企、航油价格和汇率波动风险仍然存在、未来公司仍面临较大投资压力以及疫情短期内或将冲击公司业绩和流动性等因素对公司未来整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

结论

综上所述，中诚信国际评定中国东方航空股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国东方航空股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于中国东方航空股份有限公司 2020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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等要素，以对本次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，本公司将于本次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，自本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

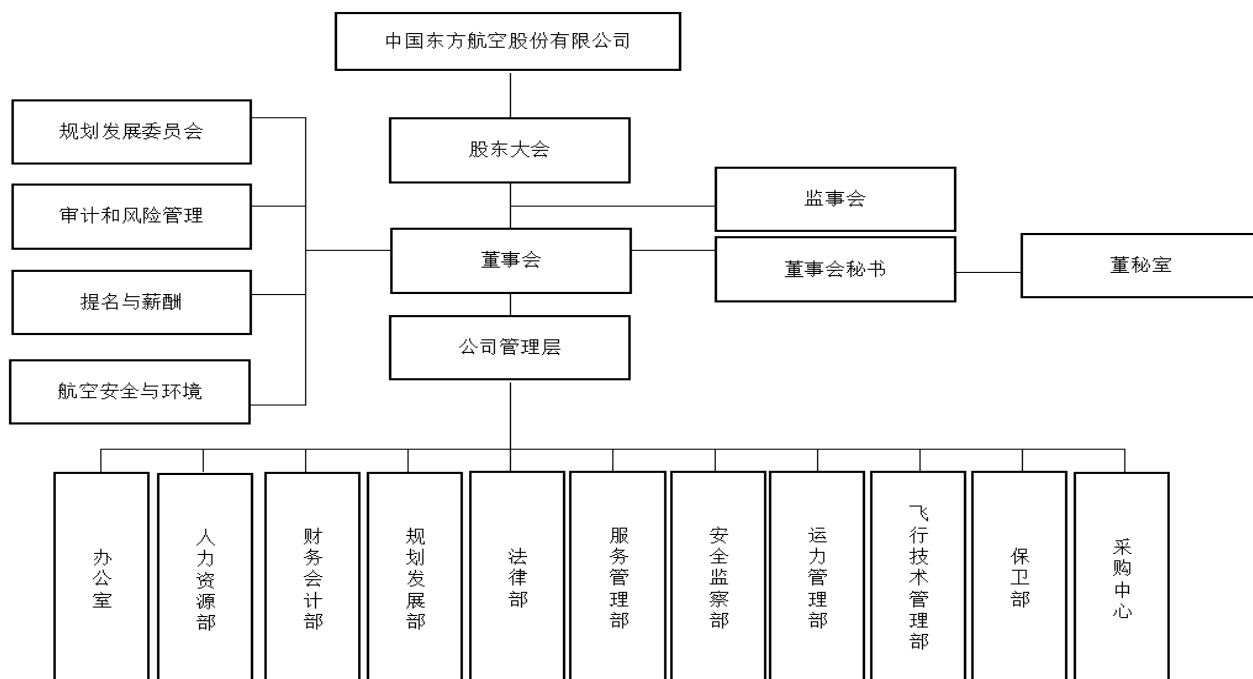
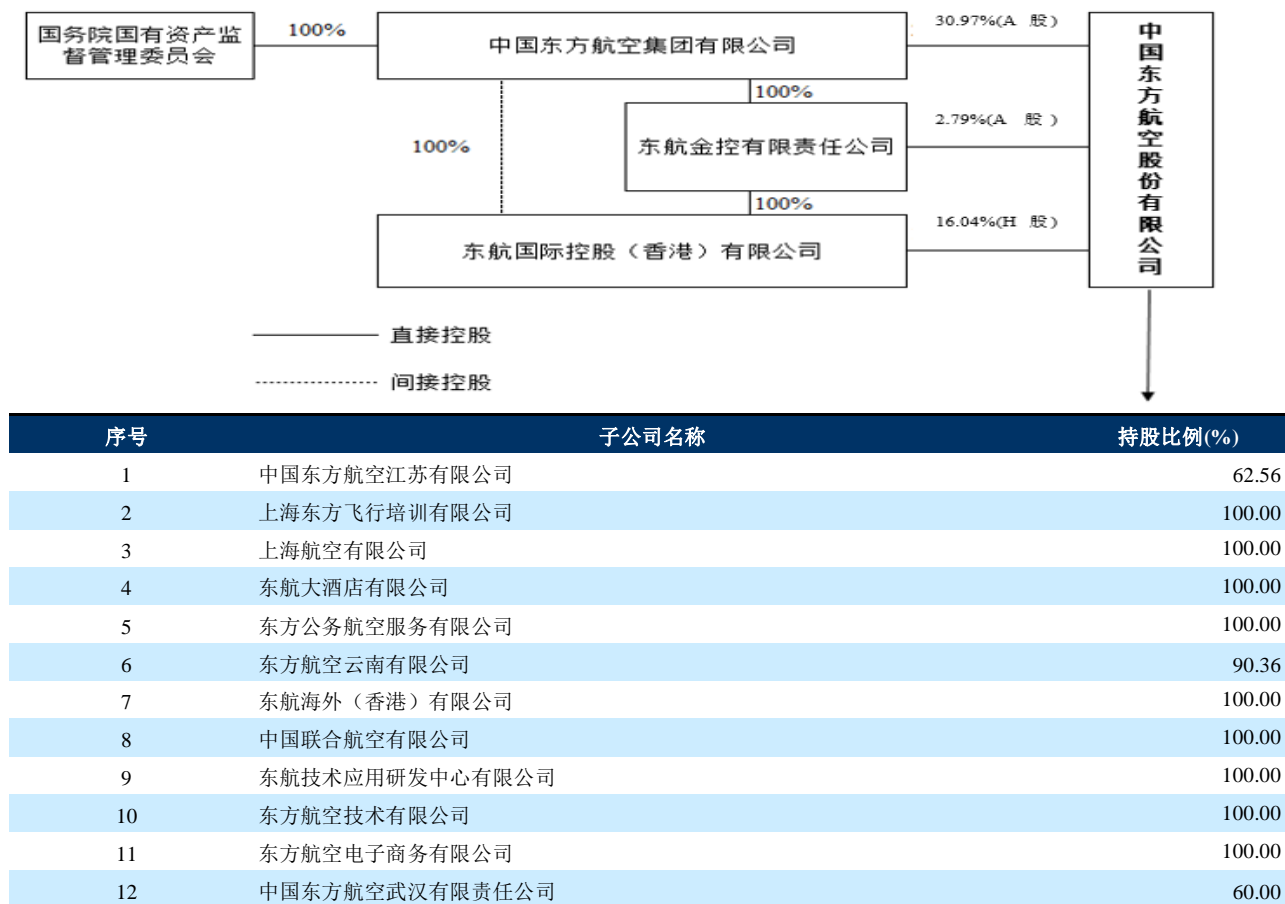
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年4月15日

附一：中国东方航空股份有限公司股权结构及组织结构图(截至 2019 年 9 月末)



资料来源：公司提供

附二：中国东方航空股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	173,800.00	465,600.00	66,200.00	154,900.00
应收账款	263,000.00	212,400.00	143,200.00	263,700.00
其他应收款	421,300.00	467,400.00	520,300.00	531,400.00
存货	224,800.00	218,500.00	195,000.00	239,300.00
可供出售金融资产	64,500.00	80,000.00	0.00	0.00
长期股权投资	206,000.00	221,100.00	227,300.00	268,000.00
在建工程	2,575,500.00	2,878,000.00	2,655,400.00	2,237,400.00
无形资产	241,800.00	204,300.00	172,600.00	172,800.00
总资产	21,005,100.00	22,746,400.00	23,676,500.00	28,134,300.00
其他应付款	345,500.00	285,500.00	639,200.00	707,700.00
短期债务	3,839,200.00	5,152,300.00	3,917,500.00	3,937,200.00
长期债务	8,248,400.00	8,233,800.00	9,393,000.00	12,031,300.00
总债务	12,087,600.00	13,386,100.00	13,310,500.00	15,968,500.00
总负债	15,995,500.00	17,094,600.00	17,741,300.00	20,962,600.00
费用化利息支出	272,900.00	318,400.00	372,700.00	383,200.00
资本化利息支出	71,800.00	79,300.00	85,000.00	45,139.56
实收资本	1,446,700.00	1,446,700.00	1,446,700.00	1,637,900.00
少数股东权益	291,000.00	341,200.00	358,700.00	375,100.00
所有者权益合计	5,009,600.00	5,651,800.00	5,935,200.00	7,171,700.00
营业总收入	9,856,000.00	10,172,100.00	11,493,000.00	9,340,000.00
经营性业务利润	63,100.00	595,700.00	228,500.00	517,700.00
投资收益	32,200.00	205,400.00	23,800.00	31,900.00
营业外收入	568,700.00	141,900.00	97,700.00	59,200.00
净利润	496,500.00	682,000.00	294,100.00	478,100.00
EBIT	923,600.00	1,180,400.00	759,400.00	992,700.00
EBITDA	2,177,400.00	2,576,300.00	2,289,600.00	--
销售商品、提供劳务收到的现金	10,801,300.00	10,833,100.00	12,561,500.00	9,760,700.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,075,200.00	1,088,800.00	1,464,700.00	1,004,900.00
购买商品、接受劳务支付的现金	6,460,700.00	6,846,200.00	8,214,300.00	6,238,000.00
支付其他与经营活动有关的现金	722,200.00	969,000.00	747,700.00	544,300.00
吸收投资收到的现金	854,000.00	0.00	0.00	943,900.00
资本支出	3,871,500.00	2,468,900.00	2,619,400.00	1,127,600.00
经营活动产生现金净流量	2,489,300.00	1,957,200.00	2,233,800.00	2,070,300.00
投资活动产生现金净流量	-3,718,000.00	-2,131,200.00	-1,278,000.00	-948,600.00
筹资活动产生现金净流量	463,400.00	470,800.00	-1,355,800.00	-1,034,200.00
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率（%）	16.21	11.24	10.90	14.59
三费收入比（%）	15.33	9.99	13.33	13.46
应收类款项/总资产（%）	3.26	2.99	2.80	2.83
收现比（X）	1.10	1.06	1.09	1.05
总资产收益率（%）	4.55	5.40	3.27	--
流动比率（X）	0.23	0.23	0.22	0.26
速动比率（X）	0.20	0.20	0.19	0.22
资产负债率（%）	76.15	75.15	74.93	74.51
总资本化比率（%）	70.70	70.31	69.16	69.01
长短期债务比（X）	0.47	0.63	0.42	0.33
经营活动净现金流/总债务（X）	0.21	0.15	0.17	--
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.65	0.38	0.57	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	7.22	4.92	4.88	4.83
总债务/EBITDA（X）	5.55	5.20	5.81	--
EBITDA/短期债务（X）	0.57	0.50	0.58	--
货币资金/短期债务（X）	0.05	0.09	0.02	0.04
EBITDA利息倍数（X）	6.32	6.48	5.00	--

注：1、公司各期财务报表依据新会计准则编制；2、中诚信国际将公司各期财务报表中其他流动负债中的带息债务计入短期债务核算，长期应付款中的带息债务计入长期债务核算，将公司2019年三季报中租赁负债计入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用-研发费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

期间费用合计=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用

期间费用收入比=(财务费用+管理费用+研发费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (费用化利息支出+资本化利息支出)

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。