

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



# 中國東方航空股份有限公司

## CHINA EASTERN AIRLINES CORPORATION LIMITED

(在中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：00670)

### 海外監管公告

此海外監管公告是根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

茲載列中國東方航空股份有限公司在上海證券交易所網站刊登的以下資料中文全文，僅供參閱：

承董事會命  
中國東方航空股份有限公司  
汪健  
公司秘書  
中華人民共和國，上海  
2020年5月26日

於本公告日期，本公司董事包括劉紹勇(董事長)、李養民(副董事長)、唐兵(董事)、王均金(董事)、林萬里(獨立非執行董事)、邵瑞慶(獨立非執行董事)、蔡洪平(獨立非執行董事)、董學博(獨立非執行董事)及袁駿(職工董事)。

**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）、2020 年公开发行公司  
债券（第一期）跟踪评级报告（2020）**

---

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 05 月 25 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。
- 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.ccxi.com.cn](http://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]跟踪 0330 号

## 中国东方航空股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 东航 01”、“20 东航 01”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

二零二零年五月二十五日



**评级观点：**中诚信国际维持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；维持“19 东航 01”、“20 东航 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了航空运输业广阔的发展前景、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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,274.64	2,367.65	2,829.36	2,865.30
所有者权益合计（亿元）	565.18	593.52	703.97	659.17
总负债（亿元）	1,709.46	1,774.13	2,125.39	2,206.13
总债务（亿元）	1,338.61	1,331.05	1,630.90	1,807.52
营业总收入（亿元）	1,017.21	1,149.30	1,208.60	154.54
经营性业务利润（亿元）	59.57	22.85	30.53	-56.60
净利润（亿元）	68.20	29.41	34.83	-41.91
EBITDA（亿元）	257.63	228.96	315.48	--
经营活动净现金流（亿元）	195.72	223.38	289.72	-61.26
收现比(X)	1.06	1.09	1.07	0.65
营业毛利率(%)	11.24	10.90	11.30	-20.01
应收类款项/总资产(%)	2.99	2.80	2.69	2.21
资产负债率(%)	75.15	74.93	75.12	76.99
总资本化比率(%)	70.31	69.16	69.85	73.28
总债务/EBITDA(X)	5.20	5.81	5.17	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.48	5.00	5.39	--

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，2017~2018 年长期应付款中的带息债务及 2019 年和 2020 年一季度租赁负债计入长期债务核算。

### 正面

■ **广阔的行业前景。**受人均收入保持增长、消费逐步升级、经济增长转型、产业结构升级等因素影响，目前中国航空运输业仍处于成长期，长期来看，国内航空市场需求的驱动力仍较为坚挺，中国航空运输业仍将保持稳健的发展态势。

■ **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 2019 年，公司收到补贴共计 63.24 亿元。

### 同行业比较

2019 年部分航空企业主要指标对比表

公司名称	可用吨公里 (百万公里)	收入吨公里 (百万公里)	综合载运率 (%)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
东方航空	33,455.55	22,518.00	67.31	2,829.36	75.12	1,208.60	34.83
南方航空	46,433.61	32,624.82	70.26	3,066.46	74.87	1,543.22	30.95
中国国航	36,917.59	25,363.67	68.70	2,942.54	65.55	1,361.81	72.52

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。**2019 年，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。**因经营发展及执行新租赁准则经营性租赁负债入表影响，2019 年公司债务规模增幅较大，财务杠杆进一步上涨，截至 2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 75.12% 和 69.85%，相对处于高位。

■ **航油、汇率波动风险。**航油是公司主要运营成本之一，且 2019 年公司美元债务规模增幅较大，公司整体盈利能力受航油价格、汇率变动影响明显。

■ **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。

■ **疫情短期冲击公司经营业绩及流动性。**受新冠肺炎疫情影响，航空出行需求大幅萎缩，公司大幅削减航班运力，2020 年一季度公司出现重大亏损，经营性现金流入亦大幅下滑；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且短期内难以恢复；公司融资渠道受限，严重影响债务偿还等。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
19 东航 01	AAA	AAA	30.00	2019/08/20~2024/08/20
20 东航 01	AAA	AAA	20.00	2020/04/28~2023/04/28

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 东航 01”发行总额 30 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于购买飞机、置换银行贷款、补充营运资金等，根据公司 2019 年年度报告，募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕；“20 东航 01”发行总额 20 亿元，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，该期债券已于 2020 年 4 月 28 日成功发行，截至 2020 年 4 月末募集资金尚未使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨

慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

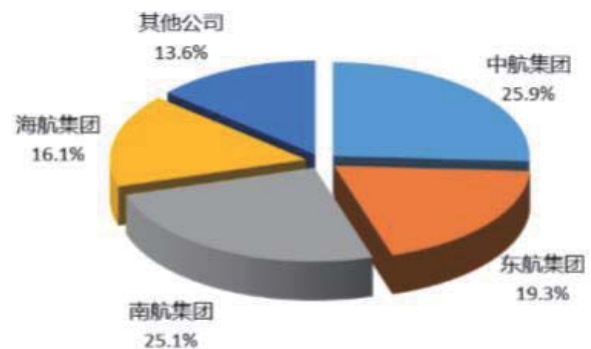
## 近期关注

### 2019 年，国内航空运输业增速整体放缓，但长期需求驱动力仍较为坚挺，同时受益于运力供给和航线发展保持较快增长，国内航空业总体仍呈稳健发展态势

经过多年发展和全行业重组改革，目前，中国航空运输业已初步形成了以中航集团、东航集团、南航集团三大航空集团为主导，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性、特色航空公司在各自专注的细分市场领域具有较强的市场竞争力，运输总周转量在国内航空市场占比亦呈不断增长趋势，行业竞争日趋激烈。截至 2018 年末，我国共有航空公司 60 家，其中国有控股公司 45 家，民营和民营控股公司 15 家；全货运航空公司 9 家，中外合资航空公司 10 家，上市公司 8 家。截至 2018 年末国内民航在册架数 3,639 架，比上年底增加 343 架，总运力快速

增长。

图 1：2018 年各航空（集团）公司运输总周转量比重



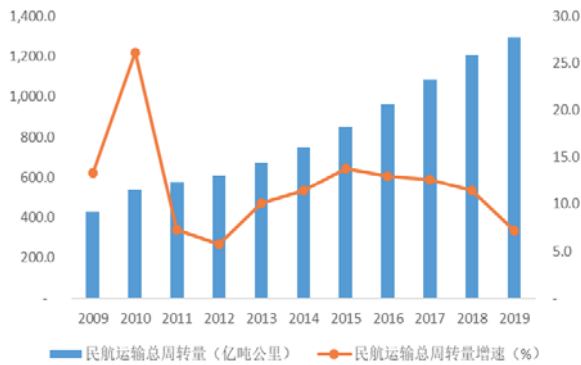
资料来源：中国民用航空局

中国航空运输业的航线数量和航线里程始终保持较快发展，根据中国民用航空局（以下简称“民航局”）统计，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。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）。

从行业需求来看，根据民航局统计，2019 年中国民航完成运输总周转量 1,293.2 亿吨公里，旅客运输量 6.6 亿人次，货邮运输量 753.2 万吨，同比分别增长 7.2%、7.9% 和 2.0%；民航旅客周转量在综合交通运输体系中的占比达 32.8%，同比提升 1.5 个百分点。受宏观经济下行压力加大、行业内部飞机和时刻资源不足以及部分机场跑道与停机位饱和和运营等多方因素影响，民航业发展增速整体放缓，且旅客吞吐量增幅自 2013 年以来首次低于 10%。根据民航局在 2020 年全国民航工作会议上制定的预期指标，2020 年预计完成运输总周转量 1,390 亿吨公里，旅客运输量 7.1 亿人次，货邮运输量 763 万吨，同比分别增长 7.5%、7.6% 和 1.3%，起降架次增速控制在 6% 左右，这意味着 2020 年的国内客货运量增速较 2019 年将进一步放缓，且受新型冠状病毒肺炎疫情影响，全国民航增速将较预期有所调整。



图 2：2009~2019 年我国民航运输总周转量及增速情况



资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

表 1：2019 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	1,293.2	7.2
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	829.5	7.5
国际航线	亿吨公里	463.7	6.6
旅客运输量	万人	65,993.0	7.9
国内航线 (含港澳台)	万人	58,567.9	6.9
国际航线	万人	7,425.1	16.6
货邮运输量	万吨	753.2	2.0
国内航线 (含港澳台)	万吨	511.2	3.1
国际航线	万吨	242.0	-0.3
旅客周转量	亿人公里	11,705.1	9.3
国内航线 (含港澳台)	亿人公里	8,520.2	8.0
国际航线	亿人公里	3,185.0	12.8
货邮周转量	亿吨公里	263.2	0.3
国内航线 (含港澳台)	亿吨公里	78.6	4.1
国际航线	亿吨公里	184.6	-1.3
正班客座率	%	80.8	0.00pts
正班载运率	%	70.7	-1.6pts

资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

航空运输业属于周期性和消费型行业，与宏观经济周期密切相关。尽管 2019 年增速有一定程度放缓，但中国经济进入高质量发展阶段，受人均收入保持增长、消费逐步升级、中等收入群体兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，目前中国航空运输业仍处于成长期，长期来看中国航空市场需求的驱动力仍较为坚挺，市场发

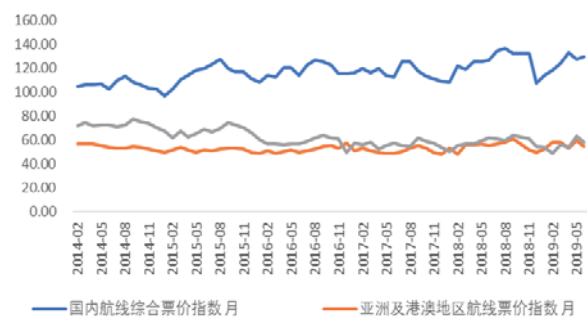
展潜力仍较大。国际航空运输协会 (IATA) 预计，2024 年中国旅客运输需求将超过美国，成为全球最大的航空客运市场；2035 年中国旅客数量将达到 13 亿人次。

总体来看，我国航空运输行业运力供给及航线开辟保持较快发展，但行业需求自 2019 年以来增速放缓，不过长期来看，国内航空市场需求驱动力仍较为坚挺，中国航空运输业仍将保持稳健的发展态势。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整体影响。

**受民航局控总量、调结构政策影响，2019 年航班正常率回升较快，但航班时刻收紧，三大航与其他航司运力投放增速出现分化；此外，国内航司仍较为依赖“降价保量”维持较高客座率指标，票价改革有望带动航企收入增长**

从运营效率来看，2017 年 9 月，民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构，提升航班正点率的若干政策措施》，提出从 2017 年冬春航季开始，对航班时刻进行总量控制和结构调整，进一步提升民航航班正点率。从 2020 年全国民航工作会议上披露的数据来看，控制航班总量政策的确促进了航班正常率的回升：2019 年在航班总量同比增长 5.57%、极端天气增多以及其他用户活动大幅增加的情况下，全国航班正常率达 81.65%，同比提高 1.52 个百分点，而 2018 年航班正常率是 80.13%。

图 3：2016 年~2020 年 2 月国内航空运输业运营效率



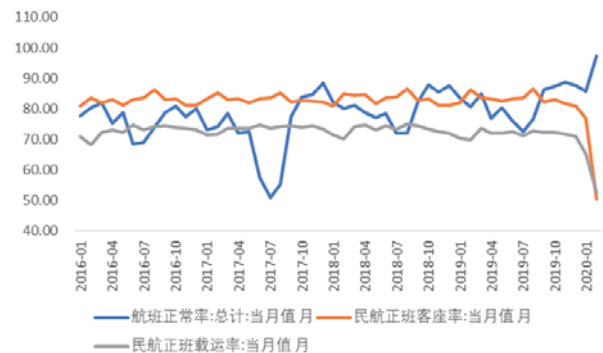
资料来源：wind，中诚信国际整理

但该政策措施也对航空公司的时刻资源争取、航线航班编排产生了诸多影响，控总量调结构政策的实施，使繁忙机场的时刻获取更难，这一方面有利于三大航等拥有更多好时刻的航司稳固核心市场的票价，也给“三四线市场”带来了结构性运力过剩的风险，航空公司盈利或进一步分化。因而 2020 年全国民航工作会议对于 2020 年的“控总量”政策提出新的提法：科学把控运行总量，区别对待高密度机场与中小机场、骨干航路与小流量航线、繁忙时段与非繁忙时段，结合各地区实际运行品质表现和保障资源能力，实施差异化航班时刻供给与配置措施，做到“运行总量精准控、航班时刻精细调”，不搞一刀切。

票价方面，2018 年初，《中国民用航空局国家发展改革委关于进一步推动民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，进一步扩大了市场调节票价航线范围，5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与经营的国内航线，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。

2018 年夏秋航季，国内各航空公司陆续在部分黄金航线上进行了调价。中国民航局数据显示，2018 年 11 月国内航线票价指数较 1 月上涨 24.8%，涨幅达 23.96%。2018 年底及 2019 年 1~2 月，受季节波动及高铁分流等多因素影响，国内航线票价指数走低，其中 2019 年 1 月国内综合票价指数仅为 114.0，各大航司通过采取“降价保量”的方式维持较高的客座率及载运率，以保证自身盈利能力；2019 年 3 月以来，国内航线票价指数呈回弹状态。在此次票价实行市场调节之前，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，票价提升有望更多的转化为收入的增长。

图 4：2014 年~2019 年 6 月票价指数走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

整体来看，民航局控总量、调结构政策一定程度上提升了航班正常率，但也加剧了各大航司运力投放增速和盈利的分化；2017 年票价改革以来，国内航线供需较为合理，后续如何通过票价提升转换为更高效益值得期待。

### 航油汇率波动对航司盈利水平影响明显，2019 年航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上对国内航司成本压力有所缓解；未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战

航空属于强周期行业，是供需、油价双重周期叠加汇率影响的结果。供需增速的相对变化影响了航空行业收益水平的波动，而油价和汇率则作用于航空成本端。2018 年油价成本的高企和汇兑损失对航空公司盈利造成重大利空，经营业绩下滑明显。2019 年油价和汇率同时逆转，油价威胁降低，人民币兑美元汇率阶段性升值，航空业景气度结构性改善，收益水平稳定。

航油成本是航空公司占比最高的成本项。2018 年，航空公司航油压力显著，国际油价在地缘政治和 OPEC 减产等因素的推动下震荡上行，全年布伦特原油现货价格均值在 71.1 美元/桶左右，受此影响，国内航司当年经营业绩出现明显下滑。2018 年底开始，油价出现下降趋势，2018 年 12 月份布伦特原油价格同比下降 9.99%。为疏导油价持续上行对行业利润影响，2018 年 6 月起，多家航司重新收取自 2015 年 2 月取消征收的国内航线燃油附加

费；但 2018 年四季度起，随国际油价连续下挫，2019 年 1 月起，多家航司暂免征收国内航线燃油附加费。

2019 年年初，原油价格止住跌势，2 月布伦特原油价格同比下降 1.98%，为 64.6 美元/桶；2 月至 11 月中旬，国际油价整体走势先扬后抑，下半年行情震荡。受 OPEC 减产谈判破裂影响，同时随国外新冠肺炎疫情持续发酵，多国封锁使得原油需求大幅减少，2020 年至今国际原油价格大幅下滑，3 月油价较年初 70 美元/桶左右已下跌超过 50%。在当前石油价格战和疫情持续发酵的背景下，面对全球市场需求锐减与美国能源部购买战略石油储备计划的停滞，短期内相关经济刺激计划难以对油价形成有力支撑。中诚信国际预计未来短期内国内油价仍将持续维持震荡状态，国际原油价格短期内强势反弹的可能性较低。

图 5：2015 年~2020 年 4 月布伦特原油现货价格走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

汇率是直接影响航空公司净利润的重要因素。航空公司采购飞机时，主要通过美元结算，造成美元负债在总负债中占比较高。2019 年以来，初期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；后期随中美贸易摩擦再度升级，美国对中国出口两次加征关税，而国内金融监管“补短板”及继续结构性去杠杆也压制了经济周期扩张，整体来看 2019 年人民币兑美元汇率先涨后跌，全年人民币对美元中间价小幅贬值 1.6%，这一波动幅度是近几年来最低的，远低于 2015 年（贬值幅度 6.12%）、2016 年（贬值幅度 6.83%）和

2018 年（贬值幅度 5.04%）。根据三大航 2019 年报显示，中国国航、东方航空、南方航空三大航 2019 年汇兑净损失分别为 12.11 亿元、9.08 亿元、14.72 亿元，分别比上年减少 11.66 亿元、11.32 亿元和 2.70 亿元。未来一段时期内，人民币汇率走势仍具有一定的不确定性，汇兑损益预期难度较大，航空运输业仍将面临一定的汇兑风险。

图 6：2014 年~2020 年 4 月美元兑人民币中间价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

总体而言，相较于 2018 年，2019 年航油价格的走弱及汇率环境的改善在一定程度上缓解了国内航司成本压力。目前航空公司利用金融衍生工具进行燃油、汇率风险对冲的操作较少，导致燃油及汇率价格波动对航空公司盈利水平影响明显，未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战。

**新冠肺炎疫情短期内对航空运输业冲击明显，但航空客运长期需求仍在；目前仍需关注国内供需错峰恢复导致需求外溢，国际疫情持续蔓延也使得航空业整体复苏周期可能拉长**

自 2019 年 12 月武汉发现首例新型冠状病毒肺炎患者，后续确诊规模不断增加，随即疫情从武汉扩散到全国。2020 年 1 月 30 日，世界卫生组织（WHO）宣布新型冠状病毒肺炎疫情为国际关注的突发公共卫生事件。相比 2003 年的非典，本次疫情传染性更高，疫情形势更为严峻，疫情的持续升级在短期内对本就增速放缓的航空运输业造成较大负面影响。

由于新冠疫情国内爆发期间恰逢航空公司高收益期的春运，随疫情持续升级，航空公司被迫削

减航班，人员流动及出行意愿骤降也使得航空公司客座率断崖式下跌；其次，航空公司属于高资金、高周转的重资产行业，飞机停机费用、固定资产折旧、飞机租赁费以及人工薪酬等成本费用刚性支出却无法随着运营的削减而下降；再者，疫情爆发后，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费用损失由航空公司最终承担，疫情期间航司办理的免费退票数量巨大，巨大的资金压力导致航司销售资金大幅流出，由此承担了巨大的业绩运营和财务压力。

国内情况来看，根据民航局数据显示，受疫情影响，1月航空运输市场出现负增长，国内民航业共完成运输总周转量101.0亿吨公里，同比下降4.9%；其中，旅客运输量5,060.2万人次，同比下降5.3%；完成货邮运输量60.6万吨，同比下降9.8%；航班正班客座率为76.7%，同比下降5.1%。2月疫情对行业冲击进一步加剧，航空市场大幅萎缩，当月共完成运输总周转量25.2亿吨公里，同比下降73.9%；完成旅客运输量834.0万人次，同比下降84.5%；完成货邮运输量29.7万吨，同比下降21.0%。具体航司运营数据来看，国内三大航及海南航空2月客运量指标同比降幅均超过80%。

**表 2：2020 年 1~2 月主要航司运营数据增幅情况（%）**

项目名称	中国国航			南方航空		
	1月	2月	累计	1月	2月	累计
收入客公里	-2.9	-80.5	-40.9	-2.42	-85.11	-46.04
载运人次	-4.1	-82.9	-43.1	-4.61	-86.38	-46.28
客座率	-3.3	-32.6	-10.9	-3.72	-38.11	-11.94
收入吨公里	-5.6	-76.8	-39.2	-4.44	-75.40	-37.03
综合载运率	-4.2	-18.5	-7.1	-5.02	-15.25	-7.09
项目名称	东方航空			海南航空		
	1月	2月	累计	1月	2月	累计
收入客公里	-1.28	-83.74	-42.72	-3.57	-93.02	-61.85
载运人次	-5.41	-87.48	-46.17	-4.32	-93.49	-64.82
客座率	-5.41	-34.24	-12.15	-6.84	-43.22	-15.5
收入吨公里	6.88	-80.40	-39.37	-3.09	-91.58	-59.76
综合载运率	-4.86	-21.45	-8.03	-8.06	-21.21	-11.94

资料来源：中诚信国际整理

但2月或是国内民航业及各大航司经营数据

“冰点”，3月以来，随国内疫情防控形势持续好转，各大航司也陆续复工复产，国内民航客运市场整体回暖的态势逐渐得以巩固。根据民航局召开的四月第四场新闻发布会，3月民航日均运输旅客45.83万人次，较2月环比增长69.8%；日均飞行班次6,538班，较2月环比增长20.5%；4月（截至4月21日）民航日均运输旅客进一步恢复至49.44万人次，较3月环比增长7.9%，约为去年同期旅客量的29%；日均飞行班次6586班，较3月环比增长1%，约为去年同期水平的41.6%。旅客量和航班执行率的稳步恢复为复工后刚需出行的释放提供了强有力的支撑，但出行需求错峰、错区域、错层次的恢复是否会导致需求外溢有待进一步观察。此外，疫情期间，国内相关部门推出五个方面十六条政策措施，促进民航业稳定发展，国家相关支持政策短期内起到了稳定剂作用，并加速了航空业在后疫情时段生产经营的迅速恢复。

相对于国内的疫情防控形势和防控结果，国际疫情形势则显得不为乐观，影响持续深化。随国外疫情持续蔓延，当前疫情防控重心也由区域防控转变为输入型防控，3月26日民航局宣布，国内每家航司至任一国家航线只能保留1条，每航线每周班次不超1班，调减航班自3月29日起开始执行；同日，外交部也发布公告，自3月28日0时起，暂停外国人持有效来华签证和居留许可入境。从2018年国内主要航司国内外收入占比来看，中国国航、东方航空、南方航空三大航空国际业务收入占比在28~38%之间。一段时期内，境外主要地区的新冠肺炎疫情未来发展形势、各国政策的调整以及各航空公司对于航空运力及其他资源的调整与调配能力，以及由此对国内航空业国际航线业务影响仍值得密切关注。

中诚信国际认为，新冠疫情短期内对航空运输业冲击明显，随着国内疫情控制及需求恢复，各类商务活动及客运需求预计将出现较强幅度反弹，航空客运长期需求仍在；但仍需关注国内供需错峰恢复导致需求外溢，国际疫情持续蔓延使得航空业整

体复苏周期可能拉长；此外，疫情冲击下国内民航业信用状况或将出现分化。

### 2019 年公司客运业务继续稳健发展，旅客运输量和周转量有所提升；但 2020 年一季度受疫情冲击明显，旅客人次、运力投放及运营效率大幅下滑

公司客运业务在国内外具有较强的竞争实力。随着新航线的开辟以及新运力的投入，公司整体运营规模逐步扩大，市场占有率处于相对领先地位，其中 2019 年旅客周转量为 2,217.79 亿客公里，旅客运输量超过 1.3 亿人次，分别比上年同比增长 10.07% 和 7.51%。受到民航业整体客座率增速放缓及航空公司竞争加剧的影响，2019 年公司客座率及客运公里收益小幅回落。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情冲击影响，旅客出行需求和出行意愿大幅降低，公司旅客周转量和载运人次较去年大幅下滑，客座率同比下滑 14.89 个百分点至 67.77%，给公司整体经营带来一定不利影响。

表 3：2017 年~2020 年 3 月公司航空客运业务情况

主要指标	2017	2018	2019	2020.3
收入客公里 (亿客公里)	1,831.82	2,014.86	2,217.79	248.37
乘客人数 (万人次)	11,081.14	12,119.97	13,029.74	1,370.28
客运公里收益 (元)	0.517	0.538	0.522	0.573
客座率 (%)	81.06	82.29	82.06	67.77

资料来源：公司提供

机队方面，2019 年，公司围绕主力机型共引进飞机 44 架，退出飞机 1 架。截至 2020 年 3 月末，公司机队共拥有客机 723 架，其中 262 架客机是自筹资金购置，199 架客机以经营租赁方式运营，262 架客机以融资租赁方式运营；机型构成中窄体客机占比仍旧较大；截至 2019 年末主力机型平均机龄约 6.4 年，在三大航中年轻化程度最高。

表 4：截至 2020 年 3 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	6	-	7
A330 系列	25	26	5	56

宽体客机合计	39	49	5	93
A320 系列	136	125	68	329
B737 系列	87	88	126	301
窄体客机合计	223	213	194	630
客机合计	262	262	199	723

注：1、飞机机队中不包括公司自有和托管的 11 架公务机；2、截至 2020 年 3 月末，公司共拥有 B737 MAX 8 飞机 14 架，因埃航坠机事件影响，该机型自 2019 年 3 月起暂时停飞，公司已于 2019 年 5 月向飞机制造商提出索赔，目前该机型仍处于停飞状态，复飞时间存在较大不确定性。资料来源：公司提供

航线方面，截至 2019 年末，公司航线网络通达 175 个国家、1,150 个目的地；在“一带一路”沿线 65 个国家中已通航 18 个国家的 40 个城市，共经营“一带一路”航线 137 条。其中 2019 年，公司主要新开上海至布达佩斯、西安至迪拜、青岛至巴黎、青岛至迪拜等航线；主要加密了上海至伦敦盖特威克、济南至运城、青岛至东京、南昌至大阪等航线。

运营效率方面，由于机队规模扩张和运力提升，公司 2019 年航班数量和飞行公里数持续上升。同时公司加强精细运行和精益管理，降低单位运营成本，2019 年飞机日利用率也回升至 9.55 小时/架。2020 年一季度，随疫情蔓延，公司及时调整运营策略，暂停或调整部分航班运营，调整运力投放，运营效率较同期大幅下滑。

表 5：2017 年~2020 年 3 月公司运输能力及效率情况

主要指标	2017	2018	2019	2020.3
飞行公里数 (亿公里)	12.49	13.69	14.67	1.99
飞机日利用率 (小时)	9.69	9.43	9.55	5.01
航班数量 (万架次)	87.14	92.33	98.83	12.94

资料来源：公司提供

### 2019 年公司国内客运华东地区运力集中，国际市场发展较为迅速；大兴机场通航将进一步助推公司运输服务特别是华北市场发展

分区域来看，公司国内业务周转量最高，增长较为稳定，其中 2019 年国内可用座位公里和运输总周转量增长率均超过 10%，主要系公司增加运力投入，同时根据市场和战略布局增加大机型引进，并积极开发和维护客户资源所致。随着公司布局全球网络航线、提升远程飞行能力的国际化发展需求战略逐步实施，公司国际客运周转量亦提升较快，

2019 年国际运输总周转量增长率为 11.79%，国际化战略成效逐步凸显，预计未来国际市场仍将保有较大增长空间。此外，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，2019 年公司地区

航线旅客运输量增长率下滑较大。2020 年一季度，在新冠肺炎疫情冲击下，公司累计可用座公里投入、累计载运旅客人次和客座率分别较去年同期下滑 44.35%、57.06% 和 14.89 个百分点。

**表 6：2017 年~2020 年 3 月公司分区域客运业务情况**

相关指标	2017		2018		2019		2020.3	
	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）	225,996.28	9.57%	244,841.00	8.34%	270,254.00	10.38%	36,647.31	-44.35%
其中：国内	141,067.10	8.97%	154,059.34	9.21%	171,684.04	11.44%	22,902.66	-45.66%
国际	78,980.87	10.96%	84,408.13	6.87%	92,162.42	9.19%	13,152.92	-40.37%
地区	5,948.32	5.99%	6,373.52	7.15%	6,407.53	0.53%	591.73	-54.38%
收入吨公里（百万吨公里）	18,856.10	8.79%	20,358.36	9.15%	22,518.00	10.61%	2,606.85	-51.66%
其中：国内	11,251.85	8.58%	12,267.28	9.04%	13,559.38	10.53%	1,486.57	-54.97%
国际	7,139.59	9.02%	7,590.43	9.31%	8,485.44	11.79%	1,085.27	-44.80%
地区	464.66	10.14%	500.65	9.57%	473.19	-5.48%	35.02	-72.15%
旅客运输量（千人次）	110,811.40	8.91%	121,199.70	9.37%	130,297.36	7.51%	13,702.77	-57.06%
其中：国内	92,621.36	10.00%	101,226.48	9.29%	109,006.37	7.69%	11,421.05	-56.89%
国际	14,676.05	2.46%	16,104.28	9.73%	17,581.34	9.17%	2,006.66	-54.97%
地区	3,513.99	9.27%	3,868.94	10.10%	3,709.64	-4.21%	275.06	-72.67%
客座率（%）	81.06	-0.17pts	82.29	1.23pts	82.06	-0.23pts	67.77	-14.89pts
其中：国内	82.96	0.80pts	83.67	0.71pts	83.25	-0.42pts	67.31	-15.93pts
国际	77.73	-2.10pts	79.72	1.99pts	80.09	0.37pts	68.87	-12.74pts
地区	79.99	2.54pts	82.99	3.00pts	78.75	-4.24pts	61.15	-20.96pts

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

国内基地方面，东方航空在全国共设立了 16 个航空基地，2019 年在上海浦东、上海虹桥、昆明和西安等城市仍具有较高的旅客吞吐量占比和起降航班次占有量。此外，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，未来客运业务特别是华北市场或将进一步发展。

**表 7：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、上表统计口径为东方航空、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

分区域收入贡献来看，由于公司航线布局进行战略调整及统计口径发生变化，2019 年国外航线收

入占比 31.35%，已成为对公司收入贡献最大的市场。国内来看，公司运力最为集中的华东地区对公司收入的贡献较大，占到 2019 年末航空客运收入的 23.04%；除此以外，西南市场、华南市场和华北市场对于公司的收入贡献也较为突出。

**表 8：2019 年~2020 年 3 月公司航空客运业务分区域收入构成（亿元、%）**

航线区域	2019		2020.1~3	
	收入	占比	收入	占比
华北	116.70	9.54	10.75	7.53
东北	49.13	4.01	5.54	3.88
华东	281.94	23.04	29.78	20.86
华南	100.39	8.20	11.47	8.04
华中	29.16	2.38	2.28	1.60
西南	137.11	11.20	14.73	10.32
西北	85.42	6.98	10.00	7.00
港澳台	40.29	3.29	3.33	2.33
国外	383.71	31.35	54.86	38.44

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

### 公司货运业务依旧为腹舱货运委托经营模式；2019 年转让旅游服务主要负责子公司股权

自东方航空物流股份有限公司（以下简称“东航物流”）股权转让后，货运业务不再作为核心业务进行运营，2019 年公司仍主要通过客运航线飞机腹舱进行货邮运输。2019 年，公司货邮周转量和运输量稳步提升，实现货运收入 38.26 亿元。

**表 9：2017 年~2020 年 3 月公司航空货物运输情况**

项目	2017	2018	2019	2020.3
可用货邮公里 (百万吨公里)	6,796.98	7,900.78	9,132.69	1,329.13
其中：国内	2,275.26	2,740.72	3,215.85	432.64
国际	4,344.94	4,968.72	5,727.63	875.80
地区	176.78	191.34	189.21	20.69
货邮周转量 (百万吨公里)	2,458.22	2,588.34	2,971.40	438.46

**表 10：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	36,2000	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

其中：国内	894.09	886.08	951.33	137.96
国际	1,527.14	1,667.08	1,991.28	297.12
地区	36.98	35.19	28.78	3.38
货邮运输量 (千吨)	894.26	915.12	976.57	140.10
其中：国内	645.88	644.89	672.62	96.76
国际	217.02	240.00	279.44	40.31
地区	31.36	30.23	24.51	3.04

注：2017 年航空货物运输数据为可比口径，且不包含 2017 年 1 月全货机货运数据。

资料来源：公司提供

公司其他业务主要以地面服务和旅游业务为主，2019 年分别实现收入 11.80 亿元和 8.78 亿元。其中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；2019 年 3 月，公司、上航国旅与绿地控股集团有限公司签订增资扩股协议，2019 年 5 月完成章程修改后，公司对其持股比例下降至 35%，上航国旅成为公司联营企业。

### 飞机购置和基地建设方面仍将保持较大规模资本支出

公司未来投资支出主要集中在飞机及发动机购置、基地建设等方面。具体来看，根据已签订的飞机及发动机协议，截至 2019 年末，公司预计未来飞机及发动机的资本开支总额约为 478.22 亿元，其中 2020~2022 年预计资本开支分别为约 183.88 亿元、124.42 亿元和 119.56 亿元。

基地建设方面，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。

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
<b>合计</b>		<b>3,454,958</b>	<b>1,451,121</b>	<b>255,880</b>	<b>524,488</b>	<b>398,636</b>

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

## 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 2017~2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报表，公司各期财务报表均按新会计准则编制，报告中各期财务数据均为审计报告期末数。

**公司整体盈利能力受航油成本及汇率变动影响明显，2019 年因油价下跌及汇兑损失减少，公司各项盈利指标小幅回升；新冠肺炎疫情对公司业绩冲击较大，一季度出现重大亏损**

航油成本是公司最大的运营成本，2019 年公司飞机燃油成本为 341.91 亿元，同比增长 1.52%，主要是由于公司加油量同比增长 6.80%，增加航油成本 22.89 亿元；平均油价同比降低 4.94%，降低航油成本 17.78 亿元；2019 年航油成本占公司营业成本的比重小幅降至 31.90%，航油用量及价格波动由此引发的航油成本变动是影响公司航空客货运输业务毛利率波动的主要原因。公司其他业务主要包含地面服务和旅游服务，其中 2019 年因出售上航国旅股权，相应减少其他业务支出，毛利率相应提

升，但其他业务收入占比较小，对公司整体毛利率影响有限。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司出现重大亏损，毛利率大幅下滑至-20.01%。

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.3
航空客货运输业务	10.72	10.36	10.78	-22.58
其他业务	21.48	22.38	25.69	33.81
<b>营业毛利率</b>	<b>11.24</b>	<b>10.90</b>	<b>11.30</b>	<b>-20.01</b>

资料来源：公司提供

表 12：近年来公司营业成本构成(亿元、%)

项目	2018 成本	2018 占比	2019 成本	2019 占比
航空油耗	336.80	32.89	341.91	31.90
机场起降费	149.14	14.56	164.57	15.35
餐食及供应品	33.83	3.30	36.67	3.42
职工薪酬	176.24	17.21	197.42	18.42
飞发及高周件折旧	134.96	13.18	197.04	18.38
飞发修理	37.38	3.65	33.80	3.15
经营性租赁费	43.06	4.21	0.24	0.02
其他营运成本	72.74	7.10	68.71	6.41
其他业务支出	39.92	3.90	31.64	2.95
<b>营业成本合计</b>	<b>1,024.07</b>	<b>100.00</b>	<b>1,072.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司年度报告

2019 年，公司期间费用和期间费用率较上年进一步上涨，其中财务费用中的汇兑损益是影响公司期间费用波动及盈利水平的重要因素。截至 2019 年



末，公司带息债务中美元债务（折合人民币）465.42亿元，较上年末增幅 63.22%，较大规模的美元负债使得公司对汇率波动敏感性较强，2019 年公司汇兑损益为-9.49 亿元，较上年下降 12.42 亿元。目前公司美元债务比重较大，未来汇率波动仍将对公司盈利能力造成一定影响。

公司经营性业务利润受营业成本、汇兑损益及其他收益等变动影响波动明显，其中 2019 年因汇兑损失减少及航线合作收入等其他收益增加有所回升。随资产和债务规模逐年扩大，公司费用化利息支出和折旧、摊销整体呈上升趋势，同时受利润总额回升影响，2019 年公司 EBIT 和 EBITDA 亦有所回升；EBITDA 利润率和总资产收益率较上年有所提升。公司整体盈利能力受航油成本和汇率变动影响明显。

此外，自 2020 年新冠肺炎爆发以来，旅客出行需求锐减，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；疫情冲击下，公司 2020 年一季度出现重大亏损，实现净利润-41.91 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、扶持政策和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。

**表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

项目	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	57.53	60.58	63.48	9.13
管理费用（含研发）	31.43	33.55	39.44	7.91
财务费用	12.61	59.08	63.32	19.48
期间费用合计	101.57	153.21	166.24	36.52
期间费用率(%)	9.99	13.33	13.75	23.63
经营性业务利润	59.57	22.85	30.53	-56.60
投资收益	20.54	2.38	3.68	-0.06
营业外损益	13.74	9.09	8.38	0.60
利润总额	86.20	38.67	43.02	-56.28
EBITDA 利润率(%)	25.33	19.92	26.10	--
总资产收益率(%)	5.40	3.27	3.64	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 随经营规模壮大及经营性租赁资产负债入账，2019 年公司资产和负债规模均持续增长；2019 年定向增发使得所有者权益也有所增加；但鉴于航空业资本密集型产业特性，财务杠杆依然高企

随着经营规模的扩大，以及公司在飞机引入、基地建设等方面的投入不断增加，同时因执行新租赁准则确认经营租赁使用权，2019 年公司资产总额稳步增加，尤其非流动资产规模整体上升较快。因将融资租赁资产转入使用权资产，2019 年末公司固定资产大幅下降 801.02 亿元至 955.73 亿元，同时因确认经营租赁使用权资产，2019 年末公司使用权资产增至 1,273.61 亿元；此外，2019 年因飞机交付及部分在建项目完工转入固定资产，公司在建工程减少 64.24 亿元至 201.30 亿元。截至 2019 年末，固定资产、在建工程和使用权资产占公司总资产的比例为 85.91%，为公司最重要的资产。公司流动资产整体变化不大，其中因增值税留抵税额增加，其他流动资产增加 22.16 亿元至 80.06 亿元。

2019 年公司负债规模亦大幅增加，其中非流动负债占比提升至 63.13%。公司负债以有息债务为主，包括银行借款、应付债券和租赁负债。其中因执行新租赁准则，公司确认经营租赁负债并将长期应付款中的融资租赁款转入租赁负债，因而 2019 年末公司长期应付款下降 681.20 亿元至 12.35 亿元，租赁负债大幅增至 946.85 亿元，占总负债的 44.55%；长期借款和应付债券因公司融资形式不同亦有所波动。流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债及以超短期融资券为主的其他流动负债变动相对较大。此外，2020 年一季度，公司主要通过发行超短期融资券快速融资，其他流动负债大幅增长 183.66 亿元至 372.80 亿元。

2019 年，公司分别发行 5.18 亿 H 股和 13.94 亿 A 股股票，引入上海吉祥航空股份有限公司和上海均瑶（集团）有限公司为战略投资者，实收资本增至 163.79 亿元，同时溢价部分计入资本公积，因而当年公司所有者权益大幅增长。

**表 14: 近年来公司主要资产情况 (亿元、%)**

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	46.56	6.62	13.56	70.44
其他流动资产	38.01	57.90	80.06	83.97
固定资产	1631.30	1756.75	955.73	942.70
在建工程	287.80	265.54	201.30	206.60
使用权资产	-	-	1,273.61	1,255.11
商誉	90.28	90.28	90.28	90.28
实收资本	144.67	144.67	163.79	163.79
资本公积	276.60	276.60	342.98	342.98
未分配利润	138.79	161.81	175.70	136.37

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

鉴于航空业资本密集型的产业特性, 公司购置飞机、建设航空基地等资本支出规模较大, 公司财务杠杆依然高企, 截至 2019 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 75.12% 和 69.85%, 处于行业较高水平; 尽管 2019 年公司进行定向增发使得权益增加, 但新租赁准则的执行仍使得公司债务规模及杠杆水平进一步攀升, 中诚信国际将对公司财务杠杆的变化情况保持关注。

### 2019 年公司主营业务获现能力依旧较强, 但短期内受疫情影响流动性承压; 投资活动净现金流净流出规模有所下降; 债务规模较大, 但债务结构相对合理; 整体偿债能力有待继续加强

2019 年公司经营活动净现金流保持增长, 收现比保持在较高水平; 但 2020 年一季度, 疫情冲击下航空客运需求大幅萎缩, 航班生产量大幅下降, 公司经营活动净现金流较同期降幅 214.83% 至 -61.26 亿元, 短期内公司流动性承压。2019 年, 公司飞机购置及基地建设等资金投入有所下降, 投资活动净现金流降幅较大, 但仍呈净流出状态。除对外借款外, 2019 年公司通过定向发行股票对外筹资, 但公司债务偿还及支付租赁款规模较大, 筹资活动净现金流缺口有所扩大。

随着公司陆续引进飞机以及在建项目的持续推进, 公司面临一定的资本支出压力, 近年来总债务维持高位; 且随着新租赁准则执行经营性负债入表, 2019 年末公司总债务规模大幅增长至 1,630.90 亿元。但公司长期债务占总债务的比例在 60% 以上

且比重有所提升, 债务结构保持良好状态。

2019 年以来, 公司总债务规模增幅较大, 但受益于当年航油价格下跌及汇兑损失减少, 公司整体盈利能力有所提升, 因而公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数较上年小幅回升, 且 EBITDA 目前仍可完全覆盖利息支出。公司经营获现情况较好, 2019 年经营活动净现金流依旧能覆盖债务利息, 且覆盖能力小幅增强; 但扣除利息支出、股利及必要资本支出后的自有现金流对债务的覆盖能力尚有待加强。2020 年一季度, 公司净利润大幅亏损, 经营活动净现金流大幅下滑, EBITDA 和经营性现金流入均无法对公司债务本息形成有效覆盖, 公司主要依赖外部融资渠道缓解自身流动性压力。

**表 15: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X、%)**

项目	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	195.72	223.38	289.72	-61.26
投资活动净现金流	-213.12	-127.80	-48.99	-14.03
筹资活动净现金流	47.08	-135.58	-233.75	131.86
收现比	1.06	1.09	1.07	0.65
总债务/EBITDA	5.20	5.81	5.17	--
EBITDA 利息倍数	6.48	5.00	5.39	--
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.17	0.18	--
经营活动净现金流/利息支出	4.92	4.88	4.95	-4.11
FCF/总债务	0.15	0.17	0.19	-0.14

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 公司备用流动性充足, 资产受限比例较低, 且无对外担保情况

受限资产方面, 截至 2019 年末, 公司抵押资产折合人民币 72.43 亿元, 主要为用于抵押借款的飞机及发动机, 占总资产的比重为 2.56%。

或有事项方面, 截至 2019 年末, 公司无对外担保。

银行授信方面, 截至 2019 年末, 公司已签约但尚未使用的银行授信为 500.61 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《企业信用报告》, 截至 2020 年 4 月 28 日, 公司无未结清不良信贷信息, 无欠息信息, 未出现逾期未偿还银行贷款的情况, 未出现过已发行债务融资工具到期

未偿付情形。

## 外部支持

**作为国有控股三大航空公司之一，公司自身具有明显的区位优势、双核心枢纽运营优势以及完善的网络航线，综合竞争实力较强；同时股东背景雄厚，得到股东和政府方多方面大力支持**

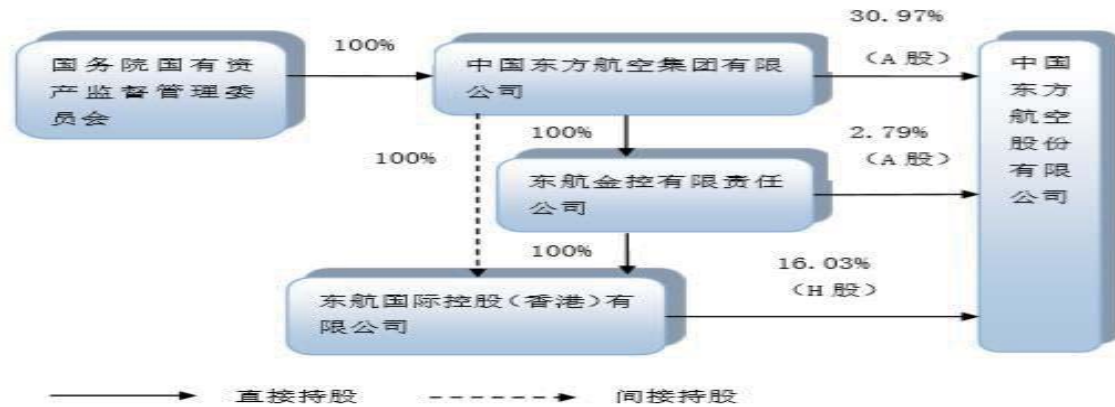
公司自身竞争优势明显，一是具有较强的区位优势，总部和运营主基地位于国际特大型城市上海。2019年，上海仍为中国最大的航空市场，浦东机场及虹桥机场旅客吞吐量突破 1.22 亿人次，公司在该两大机场拥有最大市场份额。二是具有京沪“两市四场”双核心枢纽运营优势，公司是大兴机场第一个通过竣工验收的基地航空公司，且公司旗下中联航成为在大兴机场首家正式运营的航空公司，作为天合联盟在大兴唯一的主基地航空公司，2019 年大兴机场通航将为公司带来新的发展机遇。三是具有独特优势的枢纽和网络布局。公司以上海、北京为核心枢纽，以东南亚门户昆明、国家“一带一路”倡议西北门户西安为区域枢纽，通过与天合联盟成员合作，构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络。

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，股东背景雄厚，可调动资源充足。各级政府也给予公司较大规模资金补贴，主要体现在合作航线补贴、航空枢纽港建设补贴、节能减排专项资金等方面，其中 2019 年公司共获得资金补贴 63.24 亿元，补贴力度进一步加大。此外，公司的发展还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”五个中心建设以及上海自由贸易港等政策优势，将进一步推动并提升公司在航空运输市场的影响力。

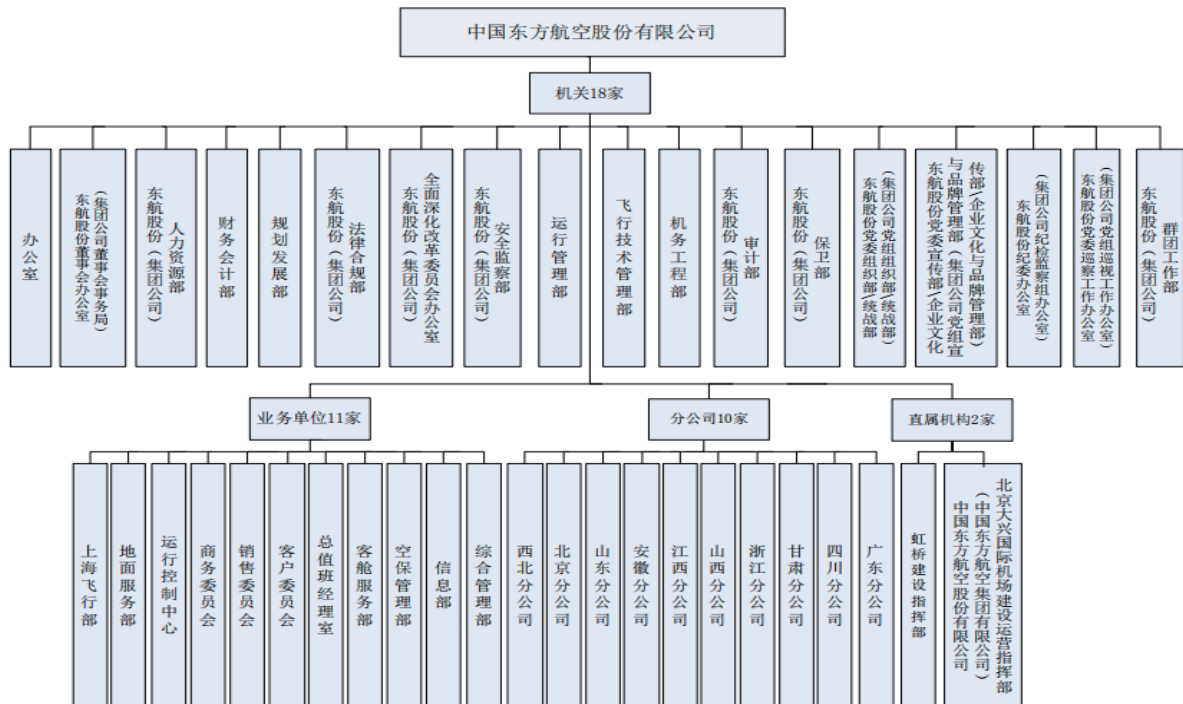
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“19 东航 01”、“20 东航 01”的债项信用等级为 **AAA**。

### 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 2020 年 3 月末)



序号	子公司名称	持股比例(%)
1	中国东方航空江苏有限公司	62.56
2	上海东方飞行培训有限公司	100.00
3	上海航空有限公司	100.00
4	东航大酒店有限公司	100.00
5	一二三航空有限公司	100.00
6	东方航空云南有限公司	90.36
7	东航海外(香港)有限公司	100.00
8	中国联合航空有限公司	100.00
9	东航技术应用研发中心有限公司	100.00
10	东方航空技术有限公司	100.00
11	东方航空电子商务有限公司	100.00
12	中国东方航空武汉有限责任公司	60.00



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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	465,600.00	66,200.00	135,600.00	704,400.00
应收账款	212,400.00	143,200.00	171,700.00	176,900.00
其他应收款	467,400.00	520,300.00	588,300.00	456,600.00
存货	218,500.00	195,000.00	240,700.00	258,000.00
长期投资	301,100.00	227,300.00	387,800.00	369,900.00
在建工程	2,878,000.00	2,655,400.00	2,013,000.00	2,066,000.00
无形资产	204,300.00	172,600.00	177,100.00	174,400.00
总资产	22,746,400.00	23,676,500.00	28,293,600.00	28,653,000.00
其他应付款	285,500.00	758,100.00	793,200.00	586,300.00
短期债务	5,152,300.00	3,917,500.00	4,180,100.00	6,142,000.00
长期债务	8,233,800.00	9,393,000.00	12,128,900.00	11,933,200.00
总债务	13,386,100.00	13,310,500.00	16,309,000.00	18,075,200.00
总负债	17,094,600.00	17,741,300.00	21,253,900.00	22,061,300.00
费用化利息支出	318,400.00	372,700.00	516,900.00	135,400.00
资本化利息支出	79,300.00	85,000.00	68,700.00	13,700.00
实收资本	1,446,700.00	1,446,700.00	1,637,900.00	1,637,900.00
少数股东权益	341,200.00	358,700.00	363,200.00	337,400.00
所有者权益合计	5,651,800.00	5,935,200.00	7,039,700.00	6,591,700.00
营业总收入	10,172,100.00	11,493,000.00	12,086,000.00	1,545,400.00
经营性业务利润	595,700.00	228,500.00	305,300.00	-566,000.00
投资收益	205,400.00	23,800.00	36,800.00	-600.00
净利润	682,000.00	294,100.00	348,300.00	-419,100.00
EBIT	1,180,400.00	759,400.00	947,100.00	-427,400.00
EBITDA	2,576,300.00	2,289,600.00	3,154,800.00	--
销售商品、提供劳务收到的现金	10,833,100.00	12,561,500.00	12,929,200.00	1,005,500.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,088,800.00	1,464,700.00	1,752,500.00	207,000.00
购买商品、接受劳务支付的现金	6,846,200.00	8,214,300.00	7,992,200.00	1,098,000.00
支付其他与经营活动有关的现金	969,000.00	747,700.00	843,200.00	118,600.00
吸收投资收到的现金	0.00	--	944,200.00	0.00
资本支出	2,468,900.00	2,619,400.00	759,000.00	140,300.00
经营活动产生现金净流量	1,957,200.00	2,233,800.00	2,897,200.00	-612,600.00
投资活动产生现金净流量	-2,131,200.00	-1,278,000.00	-489,900.00	-140,300.00
筹资活动产生现金净流量	470,800.00	-1,355,800.00	-2,337,500.00	1,318,600.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	11.24	10.90	11.30	-20.01
期间费用率(%)	9.99	13.33	13.75	23.63
应收类款项/总资产(%)	2.99	2.80	2.69	2.21
收现比(%)	1.06	1.09	1.07	0.65
总资产收益率(%)	5.40	3.27	3.64	--
资产负债率(%)	75.15	74.93	75.12	76.99
总资本化比率(%)	70.31	69.16	69.85	73.28
短期债务/总债务(%)	38.49	29.43	25.63	0.34
FFO/总债务(X)	0.15	0.17	0.19	-0.14
FFO 利息倍数(X)	5.04	5.00	5.31	-4.11
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.92	4.88	4.95	-4.11
总债务/EBITDA(X)	5.20	5.81	5.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.58	0.75	--
货币资金/短期债务(X)	0.09	0.02	0.03	0.11
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.48	5.00	5.39	--

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，2017~2018 年长期应付款中的带息债务及 2019 年和 2020 年一季度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

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	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
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

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。