

## 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）、2021 年公开发行公司债券第一期 (品种一、品种二) 跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：高哲理 [zlgao@ccxi.com.cn](mailto:zlgao@ccxi.com.cn)

项目组成员：陈小鹏 [xpchen@ccxi.com.cn](mailto:xpchen@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 05 月 28 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 [2021] 跟踪 0486 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”、“21 东航 01”、“21 东航 02”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**

**二零二一年五月二十八日**

**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”、“21东航01”、“21东航02”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、得到政府和股东的大力支持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、航油价格和汇率波动风险仍存、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经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

东方航空（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,367.65	2,829.36	2,824.08	2,921.15
所有者权益合计（亿元）	593.52	703.97	569.12	535.43
总负债（亿元）	1,774.13	2,125.39	2,254.96	2,385.72
总债务（亿元）	1,331.05	1,630.90	1,851.80	1,992.84
营业总收入（亿元）	1,149.30	1,208.60	586.39	133.95
经营性业务利润（亿元）	22.85	30.53	-165.11	-57.20
净利润（亿元）	29.41	34.83	-125.54	-41.13
EBITDA（亿元）	228.96	315.48	109.81	--
经营活动净现金流（亿元）	223.38	289.72	12.11	3.13
收现比(X)	1.09	1.07	0.96	1.08
营业毛利率(%)	10.90	11.30	-20.74	-33.15
应收类款项/总资产(%)	2.80	2.69	1.27	1.51
资产负债率(%)	74.93	75.12	79.85	81.67
总资本化比率(%)	69.16	69.85	76.49	78.82
总债务/EBITDA(X)	5.81	5.17	16.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.00	5.39	1.90	--

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均依据新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的带息负债调整至短期债务核算，将“长期应付款”（2018 年）中的带息负债及“租赁负债”（2019 年~2021 年 3 月末）调整至长期债务核算。

## 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较好的发展态势。

**■ 突出的行业地位。**公司是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）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。

**■ 政府和股东的大力支持。**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，2020 年公司收到补贴共计 53.48 亿元。此外，作为控股股东的中国东方航空集团有限公司（以下简称“东航集团”）亦给予公司大力支持。2021 年 2 月，公司发布公告称，将向东航集团非公开发行 A 股股票，拟募集不超过 108.28 亿元的资金，对公司补充流动性并降低财务杠杆率将产生有利影响。

**■ 未来强劲的助推动力。**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% 的航空旅客业务量，或将助推公司航空运输服务业务未来进一步增长。

## 关注

**■ 财务杠杆依然高企。**2020 年以来，受疫情影响，公司加大融资力度，债务规模持续增长，且受重大亏损影响，公司所有者权益规模大幅下降，财务杠杆率进一步抬升。截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别达到 81.67% 和 78.82%，已处于行业较高水平。

**■ 航油价格和汇率波动风险。**航油为公司主要运营成本之一，且公司美元债务规模始终较大，公司整体盈利能力受航油价格波动、汇率变动影响较大。

**■ 资本支出压力仍存。**由于航空运输业资本密集型的产业特性，公司未来几年在飞机购置及基地建设方面仍将投入大量资金，资本支出压力仍存。

**■ 疫情短期内冲击公司经营业绩及流动性。**受疫情影响，航空出行需求大幅萎缩，公司大幅削减航班运力，2020 年及 2021 年一季度公司均出现重大亏损，经营活动净现金流亦大幅下滑；同时，由于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，严重影响公司再融资能力等。

## 同行业比较

2020 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)	经营活动净现 金流(亿元)
东方航空	20,632.45	11,699.74	56.71	2,824.08	79.85	586.39	-125.54	12.11
南方航空	33,892.28	20,804.88	61.39	3,261.15	73.98	925.61	-118.20	90.49
中国国航	23,685.73	13,285.14	56.09	2,840.71	70.50	695.04	-158.22	14.08

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

**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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 东航 01	AAA	AAA	2020/05/25	30.00	30.00	2019/08/20~2024/08/20	--
20 东航 01	AAA	AAA	2020/05/25	20.00	20.00	2020/04/28~2023/04/28	--
21 东航 01	AAA	AAA	2021/02/26	30.00	30.00	2021/03/12~2031/03/12	票面利率选择权、回售条款、回拨选择权条款
21 东航 02	AAA	AAA	2021/02/26	60.00	60.00	2021/03/12~2027/03/12	票面利率选择权、回售条款、回拨选择权条款

## 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”发行总额为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”发行总额为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，根据公司2020年年度报告，募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

“21东航01”和“21东航02”发行总额分别为30.00亿元和60.00亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务及补充流动资金，该期债券（品种一、品种二）已于2021年3月12日成功发行。截至2021年4月末，“21东航01”募集资金未使用，“21东航02”募集资金已按募集说明书列明用途使用20.08亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有

较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财

政策平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

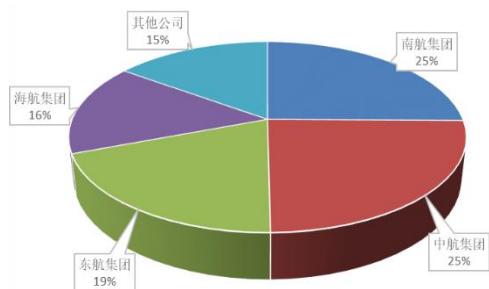
## 近期关注

**2020年，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，航空客运需求严重受创，但国内民航运输业务已逐步恢复；长期需求驱动力仍较为坚挺，航空运输市场需求仍具备一定的增长空间**

供给端来看，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、东方集团、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2019年末，我国共有航空公司62家，较上年末净增2家，其中中国有控股公司48家，民营和民营控股公司14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2019年末，国内民航全行业运输飞机在册架数3,818架，比上年底增加179架，总运力快速增长。

图1：2019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，中诚信国际整理

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2019年末，我国共有定期航班航线5,521条，国内航线4,568条，其中港澳台航线111条，国际航线953条。按重复距离计算的航线里程为1,362.96万公里，按不重复距离计算的航线里程为948.22万公里。通航城市方面，截至2019年末，我国定期航班国内通航城市234个（不含香港、澳门、台湾）。

需求端来看，近年来，国内经济下行压力导致民航业增速逐步放缓，2020年疫情带来的恐慌情绪及疫情全球扩散对航空等外部依存度较高的行业产生了巨大冲击，短期内对航空运输业需求冲击较大。2020年中国民航完成运输总周转量798.5亿吨公里，旅客运输量4.18亿人次，货邮运输量676.6万吨，分别同比下降38.3%、36.7%和10.2%。2020年航空客运、货运市场增速均受到疫情影响，但下滑程度呈现明显差异性；管控压力的陡增及居民出行意愿的削弱使得航空旅客量断崖式下跌，而温控药品尤其是疫苗等各类冷链货物等航空偏好型货物需求较高，货邮运输量受影响程度有限。根据民

航局在 2021 年全国民航工作会议上制定的预期指标，在疫情防控常态化背景下，2021 年将力争完成运输总周转量 1,062 亿吨公里、旅客运输量 5.9 亿人次、货邮运输量 753 万吨，分别恢复至疫情前 80% 以上、90% 左右以及与疫情前基本持平，努力实现航空企业减亏增盈。

图 2：2010~2020 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 1：2020 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	798.5	-38.3
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	587.7	-29.2
国际航线	亿吨公里	210.8	-54.5
旅客运输量	万人	41,776.8	-36.7
国内航线（含港澳台）	万人	40,820.3	-30.3
国际航线	万人	956.6	-87.1
货邮运输量	万吨	676.6	-10.2
国内航线（含港澳台）	万吨	453.5	-11.3
国际航线	万吨	223.1	-7.8
旅客周转量	亿人公里	6,311.2	-46.1
国内航线（含港澳台）	亿人公里	5,868.8	-31.1
国际航线	亿人公里	442.4	-86.1
货邮周转量	亿吨公里	240.2	-8.7
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	67.9	-13.6
国际航线	亿吨公里	172.3	-26.4
正班客座率	%	72.9	-10.2pts
正班载运率	%	66.5	-5.1pts

资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

2020 年初爆发的疫情成为全球黑天鹅事件，疫情的全球扩散对航空运输业造成较大负面影响。受疫情防控政策及旅客出行意愿骤降影响，票价及载运人次的下滑使得航司营收同比大幅缩减，而较大规模的经营成本费用及刚性成本持续支出使得航司面临较严重的业绩亏损。从具体航司运营数据来看，2020 年国内三大航及海南航空客运量指标同比

均存在较大降幅。

表 2：2020 年主要航司运营数据同比增幅情况

	中国国航		南方航空	
	当年累计完成数	同比变化(%, pts)	当年累计完成数	同比变化(%, pts)
收入客公里(百万)	109,830.07	-52.90	153,440.11	-46.15
载运人次(千人次)	68,687.07	-40.28	96,856.04	-36.12
客座率(%)	70.38	-10.64	71.46	-11.35
收入吨公里(百万)	13,285.14	-47.62	20,804.88	-36.23
综合载运率(%)	56.09	-12.61	61.39	-8.88
		东方航空		海南航空
		当年累计完成数	同比变化(%, pts)	当年累计完成数
收入客公里(百万)	107,273.25	-51.63	57,105.63	-60.72
载运人次(千人次)	74,621.21	-42.73	37,032.00	-54.67
客座率(%)	70.54	-11.52	74.28	-9.10
收入吨公里(百万)	11,699.74	-48.04	5,964.47	-59.20
综合载运率(%)	56.71	-10.60	76.49	-0.93

注：客座率和综合运载率的同比变化单位为 pts。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从复苏趋势来看，国内相关部门亦推出政策措施，起到了稳定剂作用，加速了航空业在后疫情时段生产经营的迅速恢复。得益于国内疫情防控及经济复苏，各类商务活动及客运需求出现较强幅度反弹。2020 年四季度，运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别恢复至上年同期的 76.3%、84.2%、95.8%，其中国内航线运输恢复至 94.5%。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容乐观，部分国家和地区出现疫情反复甚至进一步恶化的情况。在此背景下，国际航线 2020 年全年运输指标均较上年大幅下滑，且 2021 年一季度国际航线的旅客运输量和周转量同比下降幅度超过 2020 年全年，成为各航司经营亏损的重要原因之一。总体来看，当前国内民航运输业务已逐步恢复，但国际航线旅客运输量恢复严重滞后，需密切关注国外疫情及国际航线的恢复状况。

长期来看，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。随着人均收入水平

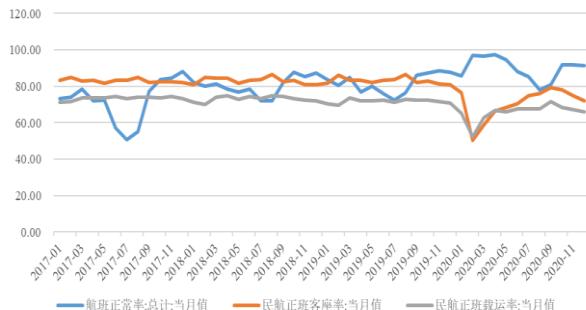
提高、居民收入累计效应及居民消费结构的调整，航空运输的市场基础仍较大且不断扩大，航空客运需求仍具备一定韧性；而实体经济和制造业的发展、运输时效性和储存可靠性的要求、跨境电商企业的发展以及航空物流公司加大信息化投入，或将进一步带来大量的航空货运需求。

**中诚信国际认为，中国航空运输业供给端始终保持较快发展，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，短期内航空客运需求严重受创，但目前国内民航运输业务已逐步恢复；长期来看，在人均收入水平提高和居民消费结构调整等持续作用下，航空运输市场需求仍具备一定的增长空间。**

### **疫情对国内航空运输业运营形成较大冲击，但目前已得到较好恢复，疫苗普及将进一步催化航运整体修复；受供需关系影响，国内票价整体处于较低水平，旺季催化将成为航空票价修复关键**

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。受疫情爆发影响，2020 年 1 月民航运营效率指标大幅下滑，当期正班客座率和载运率均下降至约 50% 水平。随着国内疫情好转，航空运输业整体运营效率得以修复，正班客座率和载运率在 2020 年 9~10 月基本恢复至疫情前水平。但受疫情出现波动性反复影响，运营效率阶段性波动尚存。新冠肺炎疫苗普及将进一步催化航空运输整体修复，预计 2021 年底国内航空运输业运营效率将恢复至疫情前水平。

**图 3：2017 年~2020 年 12 月国内航空运输业运营效率**



资料来源：wind，中诚信国际整理

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。2019 年初，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。

2020 年以来，国内客运票价受疫情冲击较大，目前仍处于后疫情恢复阶段，国际航线回流及国内疫情的零星反复，均加剧了国内航线的供给过剩，与供需高度相关的票价整体仍处于较低水平，旺季催化将成为国内票价修复关键。目前，国际航线尚处于恢复中，其票价和盈利能力由于航班极度稀缺而保持较高水平，但随着后续国际航班量的逐步恢复，或亦将重新经历国内先量后价的修复过程。

整体来看，2020 年初疫情对国内航空运输业运营效率形成较大冲击，随着疫情控制及疫苗普及，未来运营效率预计将逐渐恢复至疫情前水平；受供需关系影响，国内票价整体处于较低水平，旺季催化将成为航空票价修复关键。

### **航油成本及汇率波动对航司盈利水平影响明显，航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上缓解航**

## 司亏损压力；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。2020年，阶段性原油价格处于历史低位，人民币兑美元汇率阶段性升值，一定程度上缓解了航司亏损压力。

航油成本是航空公司占比最高的成本项。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，国际油价整体走势先扬后抑，下半年行情震荡。2020年，上半年受OPEC减产谈判破裂影响，国外疫情全球扩散，多国封锁使得原油需求大幅减少，使得国际原油价格大幅下滑，推动航油成本大幅下降。2020年下半年以来，经济反弹伴随全球需求逐步复苏，推动国际原油价格回升，航油成本较上半年有所反弹，但整体仍处于历史低位。

图4：2012年1月~2021年1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，并且各航司利用金融衍生工具对冲手段较少，汇兑损益将直接影响公司利润。2019年初期，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。2020年，受新冠疫情对国际国内冲击不对称性及全球流动性过剩

等因素影响，美元兑人民币汇率呈现先升后贬趋势，2020年5月以后，美元兑人民币汇率进入了较长的下行周期。航司汇兑损失整体为负，一定程度上缓释航司盈利亏损压力。未来一段时期内，人民币汇率走势仍具有一定的不确定性，航空运输业仍将面临一定的汇兑风险。

图5：2011年~2021年1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，航油成本及汇率波动对航司盈利水平影响明显，航油价格走弱及汇率环境改善在一定程度上缓解航司亏损压力；未来不确定的油价和汇率仍将给航空业带来一定挑战。

**2020年，疫情对公司客运业务产生较大不利影响，公司旅客运输量和周转量大幅下滑；2021年以来，受益于国内疫情的有效控制，旅客出行意愿增加，公司运力投放有所增长，但整体运营效率仍低于疫情前水平**

公司客运业务在国内外具有很强的竞争实力。近年来，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。2020年以来，受疫情冲击影响，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上年大幅下滑，疫情给公司整体经营带来较大不利影响。2020年，公司旅客周转量和旅客运输量分别为1,072.73亿客公里、7,462.12万人次，同比分别下降51.63%和42.73%。得益于国内疫情的有效控制，航空运输业已逐步复苏，旅客需求呈上升趋势。2021年一季度，公司实现旅客周转量245.19亿客公里，同比下降1.23%，旅客运输量1,763.55万人次，同比增长28.56%。但2020年以

来，公司客运公里收益及客座率均明显低于疫情前水平。

表 3：2018 年~2021 年 3 月公司航空客运业务情况

主要指标	2018	2019	2020	2021.3
收入客公里 (亿客公里)	2,014.86	2,217.79	1,072.73	245.19
乘客人数 (万人次)	12,119.97	13,029.74	7,462.12	1,763.55
客运公里收益 (元)	0.538	0.522	0.492	0.432
客座率 (%)	82.29	82.06	70.54	65.87

资料来源：公司年度报告及公告，中诚信国际整理

机队方面，2020 年，公司围绕主力机型共引进飞机 13 架，退出飞机 11 架。截至 2021 年 3 月末，公司机队共拥有客机 730 架，其中 285 架客机为自筹资金购置，192 架客机以经营租赁方式运营，253 架客机以融资租赁方式运营，机型构成中窄体客机占比仍较大。截至 2020 年末，公司主力机型平均机龄约 7.1 年，在三大航中年轻化程度最高。

表 4：截至 2021 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	7	-	8
A330 系列	30	21	5	56
宽体客机合计	44	45	5	94
A320 系列	137	134	71	342
B737 系列	102	73	116	291
窄体客机合计	239	207	187	633
支线客机合计	2	1	-	3
客机合计	285	253	192	730

注：1、飞机机队中不包括公司自有和托管的 9 架公务机；2、截至 2021 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：公司公告，中诚信国际整理

航线方面，截至 2020 年末，公司航线网络通达 170 个国家、1,036 个目的地，航线网络布局多元化程度高。受疫情及相关政策影响，2020 年，公司以发展国内航线为主，新开上海至张掖、恩施、普洱，重庆至杭州等国内航线，加密北京至上海、西安、广州、深圳、成都、重庆、宁波等航线。

<sup>1</sup> 国家民航总局于 2020 年 3 月 26 日发布《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，要求“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”。

运营效率方面，受疫情影响，2020 年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，运营效率大幅下滑。同期，公司飞行公里数和航班数量同比分别下降 35.72% 和 31.98%，飞机日利用率较上年减少 3.53 小时至 6.02 小时。2021 年以来，因国内疫情控制得较好，旅客出行意愿逐渐恢复，公司运力投放增加，运营效率亦得到提升。2020 年 1~3 月，公司飞行公里数和航班数量同比增长 26.63% 和 35.24%，飞机日利用小时亦较上年同期增加 1.46 小时至 6.47 小时，但仍大幅低于疫情前水平。

表 5：2018 年~2021 年 3 月公司运输能力及效率情况

主要指标	2018	2019	2020	2021.3
飞行公里数 (亿公里)	13.69	14.67	9.43	2.52
飞机日利用率 (小时)	9.43	9.55	6.02	6.47
航班数量 (万架次)	92.33	98.83	67.22	17.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2020 年，公司国内客运业务受疫情影响程度显著小于国际和地区；2021 年以来，国内客运业务运营情况已明显好转，但受制于国外疫情反复，国际客运业务仍继续下滑，且其收入贡献度进一步下降**

分区域来看，公司客运业务国内运营情况最佳，可用座公里、收入吨公里、旅客运输量和客座率指标方面，近年来均为国内 > 国际 > 地区。疫情冲击下，2020 年国内、国际和地区的各项运营指标均大幅下滑，国内客运业务可用座公里、收入吨公里、旅客运输量和客座率同比分别下降 21.54%、31.35%、33.92% 和 11.83pts，降幅小于国际和地区，主要系国内疫情控制较为迅速，2020 年二季度国内航空业已开始逐步恢复所致。2021 年一季度，公司国内客运业务运营指标同比增速大多已实现由负转正，可用座公里、收入吨公里和旅客运输量同比增长均超过 50%，预计国内客运业务将于 2021 年内得到较好恢复。但受制于国外疫情反复，民航局对国际航线的“五个一”<sup>1</sup>政策管控仍未放松，国际

和地区客运业务上述各类指标仍在继续下滑，中诚

信国际将对公司国际业务经营恢复情况保持关注。

表 6：2018 年~2021 年 3 月公司分区域客运业务情况

相关指标	2018		2019		2020		2021.3	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率
可用座公里（百万座公里）	244,841.00	8.34%	270,254.00	10.38%	152,066.39	-43.73%	37,225.43	1.43%
其中：国内	154,059.34	9.21%	171,684.04	11.44%	134,701.52	-21.54%	35,992.96	57.07%
国际	84,408.13	6.87%	92,162.42	9.19%	16,463.08	-82.14%	1,093.00	-91.72%
地区	6,373.52	7.15%	6,407.53	0.53%	901.78	-85.93%	139.46	-76.43%
收入吨公里（百万吨公里）	20,358.36	9.15%	22,518.00	10.61%	11,699.74	-48.04%	2,995.67	14.86%
其中：国内	12,267.28	9.04%	13,559.38	10.53%	9,308.22	-31.35%	2,345.43	57.76%
国际	7,590.43	9.31%	8,485.44	11.79%	2,341.90	-72.40%	641.84	-40.92%
地区	500.65	9.57%	473.19	-5.48%	49.63	-89.51%	8.39	-76.04%
旅客运输量（千人次）	121,199.70	9.37%	130,297.36	7.51%	74,621.21	-42.73%	17,635.47	28.56%
其中：国内	101,226.48	9.29%	109,006.37	7.69%	72,032.99	-33.92%	17,529.23	53.25%
国际	16,104.28	9.73%	17,581.34	9.17%	2,238.86	-87.27%	61.49	-96.93%
地区	3,868.94	10.10%	3,709.64	-4.21%	349.36	-90.58%	44.76	-83.73%
客座率（%）	82.29	1.23pts	82.06	-0.23pts	70.54	-11.52pts	65.87	-1.77pts
其中：国内	83.67	0.71pts	83.25	-0.42pts	71.42	-11.83pts	66.91	-0.33pts
国际	79.72	1.99pts	80.09	0.37pts	64.44	-15.65pts	34.03	-34.61pts
地区	82.99	3.00pts	78.75	-4.24pts	50.79	-27.96pts	46.91	-14.24pts

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：公司年度报告及公告，中诚信国际整理

国内基地方面，东方航空在全国共设立了 16 个航空基地，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架次占有率。此外，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% 的航空旅客业务量。公司将稳步推进北京核心枢纽建设，作为主基地航空公司按计划转场北京大兴国际机场，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。同时，公司还将稳步推进成都、青岛、武汉等重要商务市场基地项目建设。

分区域收入贡献来看，受全球疫情爆发及“五个一”政策影响，2020 年公司国外航线收入占比较上年下降 9.48 个百分点至 21.87%，为公司收入贡献第二大市场。从国内市场来看，公司运力最为集中的华东地区对公司收入贡献最大，占 2020 年航空客运收入的 27.50%；此外，西南市场、华北市场、华南市场以及西北市场对公司的收入贡献亦较为

突出。2021 年一季度，国外市场收入贡献度进一步下滑，华东市场贡献度遥遥领先，西南市场贡献度增幅最大。

表 7：2020 年及 2021 年 1~3 月公司航空客运业务分区域收入构成（亿元、%）

航线区域	2020		2021.1~3	
	收入	占比	收入	占比
华北	59.54	9.83	14.22	10.32
东北	26.03	4.30	6.37	4.62
华东	166.66	27.50	39.72	28.84
华南	56.54	9.33	14.99	10.88
华中	15.98	2.64	4.67	3.39
西南	87.94	14.51	22.48	16.32
西北	55.33	9.13	12.71	9.23
港澳台	5.43	0.90	0.89	0.65
国外	132.55	21.87	21.68	15.74

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，中诚信国际整理

**公司货运业务依旧为腹舱货运委托经营模式，因参与运输防疫物资，2020 年公司货运收入大幅增长**

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，货运业务不再作为公司核心业务进行运营。2020年以来，公司仍主要通过客运航线飞机腹舱进行货邮运输，但受疫情影响，公司货邮周转量和运输量均大幅下降。2020年，公司分别实现货邮周转量和运输量 2,200.06 百万吨公里、711.80 千吨，同比下降 25.96% 和 27.11%；实现货运收入 48.95 亿元，同比增长 27.94%，主要系公司通过执行非常规客机航班运输防疫物资所致。

表 8：2018 年~2021 年 3 月公司航空货物运输情况

项目	2018	2019	2020	2021.3
可用货邮公里 (百万吨公里)	7,900.78	9,132.69	6,946.47	2,371.88
其中：国内	2,740.72	3,215.85	2,754.78	786.06
国际	4,968.72	5,727.63	4,149.68	1,575.35
地区	191.34	189.21	42.01	11.47
货邮周转量 (百万吨公里)	2,588.34	2,971.40	2,200.06	810.17
其中：国内	886.08	951.33	774.38	198.87
国际	1,667.08	1,991.28	1,416.25	608.73
地区	35.19	28.78	9.43	2.58
货邮运输量 (千吨)	915.12	976.57	711.80	213.62
其中：国内	644.89	672.62	539.70	136.06
国际	240.00	279.44	163.20	74.98
地区	30.23	24.51	8.91	2.59

资料来源：公司年度报告及公告，中诚信国际整理

表 9：截至 2020 年末公司重大在建、拟建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	未来投资计划		
			2021	2022	2023
<strong>在建项目</strong>					
北京大兴国际机场东航基地项目	1,319,057	780,900	50,000	90,000	90,000
北京基地机务维修区联络道、排污接入配套项目	4,513	4,264	249	-	-
东航北京基地机务维修区及配套工程部分土地征用项目	4,950	4,950	-	-	-
青岛胶东机场东航山东分公司基地项目一期工程	187,063	170,169	3,300	13,594	-
山东分公司烟台蓬莱国际机场小型过夜基地一期建设项目	5,269	4,300	969	-	-
江西分公司昌北机场基地扩建项目	17,798	6,000	7,500	4,298	-
上海虹桥国际机场扩建工程东航基地（西区）二期配套项目	374,025	364,000	-	10,025	-
武汉天河机场东航基地一期项目（北区）*	41,373	40,273	1,100	-	-
东航武汉公司天河机场基地北区航食配餐楼附属工程*	2,586	2,128	458	-	-
江苏公司南京基地机库建设项目*	26,680	18,750	5,500	2,430	-
成都天府机场东航机务维修区项目 *	56,669	48,077	7,549	1,043	-
东航丽江基地建设项目*	5,033	5,033	-	-	-
<strong>小计</strong>	<strong>2,045,016</strong>	<strong>1,448,844</strong>	<strong>76,625</strong>	<strong>121,390</strong>	<strong>90,000</strong>
<strong>拟建项目</strong>					
浦东机场四期扩建工程东航基地生产辅助区迁建项目	408,000	-	2,000	65,000	65,000

浦东机场四期扩建工程东航基地机务维修区迁建项目*	236,000	-	80,000	52,000	52,000
佛山新机场（广州二机场）东航基地项目	92,000	-	-	500	5,000
厦门翔安机场东航基地项目	60,000	-	-	1,000	15,500
兰州中川机场扩建工程东航基地项目	25,500	-	5,000	8,000	8,000
兰州中川机场扩建工程东航技术公司机务维修区项目*	43,000	-	-	6,000	15,000
太原武宿机场东航基地扩建项目	37,834	-	1,000	9,000	9,000
济南遥墙机场东航基地迁建项目	39,000	-	7,400	6,000	6,000
虹桥西区综合保障用房项目	60,000	-	4,500	18,000	18,000
西安咸阳机场东航基地东货运区地服及后勤保障工程	57,840	-	5,500	10,128	20,256
合肥新桥机场生产保障业务用房项目	24,000	-	-	200	8,000
云南公司泸州机场小型过夜基地一期建设项目*	6,000	-	-	500	2,000
东航技术公司西北分公司基地子项目*	154,500	-	-	8,000	59,500
昆明长水机场扩建工程东航云南公司基地迁建项目*	501,624	-	-	30,000	180,000
云南培训中心二期项目*	20,000	-	-	1,500	11,000
中联航佛山航站改造项目*	5,000	-	4,000	1,000	-
江苏公司无锡综合业务楼项目*	7,150	-	-	1,500	4,500
<b>小计</b>	<b>1,777,448</b>	<b>-</b>	<b>109,400</b>	<b>218,328</b>	<b>478,756</b>
<b>合计</b>	<b>3,822,464</b>	<b>1,448,844</b>	<b>186,025</b>	<b>339,718</b>	<b>568,756</b>

注：1、2021年投资计划以董事会批准为准，2021年以后的投资计划为预估；2、带\*号为子公司投资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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2018~2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，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。

### 疫情对公司经营业绩冲击较大，2020年及2021年一季度公司均出现重大亏损，中诚信国际将持续关注并及时评估疫情对公司经营状况的影响

2020年，受疫情影响，旅客出行需求锐减，公司调整航班运力，运输周转量大幅下降，当期实现营业收入586.39亿元，同比下降51.48%。2021年一季度，公司实现营业收入133.95亿元，同比下降13.31%，降幅较2020年明显收窄，主要系国内疫情防控较好，旅客出行意愿已得到较大恢复所致。

公司营业成本中占比较高的成本主要系航油成本、机场起降费、职工薪酬、飞发及高周件折旧等，其中航油成本一般占比最高。2020年，受疫情

影响，公司运输周转量大幅下滑，航油成本及机场起降费亦大幅下降。其中，航油成本占营业成本的比重从2019年的31.90%下滑至2020年的19.55%，但职工薪酬和飞发及高周件折旧等固定成本降幅较少，使得公司营业成本降幅不及营业收入，2020年营业毛利率大幅下滑至-20.74%。公司其他业务主要包含地面服务和旅游服务，2020年受疫情影响，其他业务收入和成本均大幅下降，但成本支出降幅略高于收入，故其他业务毛利率小幅上升，但因其占比较小，对公司整体毛利率影响有限。2021年一季度，公司仍维持重大亏损状态，营业毛利率进一步下滑至-33.15%，主要系国际业务受疫情影响继续下滑，且春节期间“就地过年”<sup>2</sup>政策对公司当期国内客运业务造成较大不利影响所致。

表10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.3
航空客货运输业务	1,097.87	1,166.02	562.29	127.62
其他业务	51.43	42.58	24.10	6.33
<b>营业收入</b>	<b>1,149.30</b>	<b>1,208.60</b>	<b>586.39</b>	<b>133.95</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.3</b>
航空客货运输业务	10.36	10.78	-22.86	-36.52

注做好人民群众就地过年服务保障工作的通知》。

<sup>2</sup> 2021年1月初，因多地出现多点零星散发病例甚至局部聚集性疫情，各地陆续发出“春节期间非必要不返乡”的倡议，鼓励企事业单位职工就地过年。2021年1月25日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关

其他业务	22.38	25.69	28.67	34.91
<b>营业毛利率</b>	<b>10.90</b>	<b>11.30</b>	<b>-20.74</b>	<b>-33.15</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 11：2019~2020 年公司营业成本构成（亿元、%）**

	2019 成本	2019 占比	2020 成本	2020 占比
航空油耗	341.91	31.90	138.40	19.55
机场起降费	164.57	15.35	93.31	13.18
餐食及供应品	36.67	3.42	15.89	2.24
职工薪酬	197.42	18.42	169.97	24.01
飞发及高周件折旧	197.04	18.38	189.96	26.83
飞发修理	33.80	3.15	34.51	4.87
经营性租赁费	0.24	0.02	0.00	0.00
其他营运成本	68.71	6.41	48.80	6.89
其他业务支出	31.64	2.95	17.19	2.43
<b>营业成本合计</b>	<b>1,072.00</b>	<b>100.00</b>	<b>708.03</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

2020 年，公司期间费用大幅下滑，主要系一方面，受疫情影响，公司航空运输业务量减少，相应的代理业务手续费及订座费下降导致销售费用大幅下降；另一方面，当期公司实现较多汇兑损益，亦使得财务费用大幅减少所致。但因同期营业收入降幅更大，2020 年公司期间费用率上升 2.41 个百分点至 16.16%。截至 2020 年末，公司带息债务中美元债务（折合人民币）366.42 亿元，规模较上年末下降 21.27%。较大规模的美元负债使公司对汇率波动敏感性较强，2020 年公司实现汇兑损益 24.94 亿元，较上年增长 34.43 亿元。目前，公司美元债务规模仍较大，未来汇率波动仍将对公司盈利能力造成一定影响。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，营业成本、汇兑损益及其他收益等变动均对经营性业务利润影响较大。2020 年，受疫情影响，旅客出行需求大幅缩减，公司经营业绩大幅下滑，经营性业务利润较上年减少 195.64 亿元至-165.11 亿元，利润总额和 EBITDA 利润率同步下滑，总资产收益率由正转负。

整体来看，自 2020 年疫情爆发以来，旅客出行需求锐减，公司航班架次和投放运力均同比大幅下滑。疫情冲击下，公司 2020 年及 2021 年一季度均出现重大亏损，分别实现净亏损 125.54 亿元和 41.13

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压力，中诚信国际持续关注并及时评估疫情对公司经营状况的影响。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	60.58	63.48	32.15	6.76
管理费用（含研发）	33.55	39.44	36.42	7.50
财务费用	59.08	63.32	26.17	11.18
期间费用合计	153.21	166.24	94.74	25.44
期间费用率(%)	13.33	13.75	16.16	18.99
经营性业务利润	22.85	30.53	-165.11	-57.20
投资收益	2.38	3.68	-0.77	0.84
营业外损益	9.09	8.38	3.20	0.33
利润总额	38.67	43.02	-164.81	-55.92
净利润	29.41	34.83	-125.54	-41.13
EBITDA 利润率(%)	19.92	26.10	18.73	--
总资产收益率(%)	3.27	3.64	-3.99	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2020 年以来，受疫情影响，公司加大融资力度，资产规模及债务规模同步提升；同时，受重大经营亏损影响，公司所有者权益规模大幅下降，财务杠杆率进一步抬升，已处于行业较高水平**

公司资产主要由固定资产、在建工程及使用权资产等非流动资产构成，截至 2021 年 3 月末，非流动资产占比达到 89.32%。跟踪期内，公司资产规模整体呈扩大趋势，主要系货币资金等流动资产增加所致。具体来看，2020 年以来，公司货币资金规模快速增长，截至 2021 年 3 月末达到 157.05 亿元，主要系公司根据外部资金市场态势，预留资金用于支付日常运营所致。公司固定资产主要系飞机及发动机、房屋及建筑物、高价周转件等，2020 年以来，整体呈小幅增长趋势。在建工程主要系公司购买飞机的预付款以及在建基地项目，2020 年以来规模较为稳定。自 2019 年起，公司因执行新租赁准则确认经营租赁使用权，开始形成使用权资产；2020 年以来，使用权资产规模整体有所减少，主要系公司减少飞机和发动机的租赁所致。

公司负债主要由有息债务和应付账款构成，2020 年以来规模不断扩大，主要系有息债务规模逐年增长所致。具体来看，公司应付账款主要系应付

飞机及发动机修理费、起降费、系统服务费等费用，2020年以来呈小幅增长趋势。公司有息负债主要系银行借款、应付债券和租赁负债。随着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，近年来债务规模维持高位；且2020年以来，受疫情影响，公司经营业绩出现大幅下滑，为满足经营类支出需求并增强流动性，公司融资力度加强，债务规模上升速度较快。其中，银行借款规模增长尤快，主要系公司根据金融市场情况调整筹资结构所致。期限结构方面，2020年以来，公司短期债务攀升，且占比呈波动上升趋势，但长期债务占总债务的比重仍超过60%。

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。受疫情影响，2020年及2021年1~3月公司归属于母公司股东的净亏损分别为118.35亿元和38.05亿元，使得未分配利润大幅下滑，截至2021年3月末减少至12.37亿元，所有者权益亦同步下滑。在此背景下，2020年以来，公司财务杠杆率进一步上升，截至2021年3月末资产负债率和总资本化比率分别已达到81.67%和78.82%，处于行业较高水平。

**表13：近年来公司主要资产、权益及债务情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产</b>	<b>2,367.65</b>	<b>2,829.36</b>	<b>2,824.08</b>	<b>2,921.15</b>
非流动资产占比	93.27	93.02	92.03	89.32
货币资金	6.62	13.56	76.63	157.05
其他流动资产	57.90	80.06	85.88	86.69
固定资产	1,756.75	955.73	976.81	967.07
在建工程	265.54	201.30	206.85	205.50
使用权资产	-	1,273.61	1,168.42	1,171.11
商誉	90.28	90.28	90.28	90.28
<b>总负债</b>	<b>1,774.13</b>	<b>2,125.39</b>	<b>2,254.96</b>	<b>2,385.72</b>
应付账款	121.62	128.79	122.81	128.74
<b>总债务</b>	<b>1,331.05</b>	<b>1,630.90</b>	<b>1,851.80</b>	<b>1,992.84</b>
短期债务/总债务	0.29	0.26	0.39	0.30
短期借款	81.20	22.00	219.66	276.00
一年内到期的非流动负债	165.51	211.01	231.81	198.56
其他流动负债	148.78	189.14	267.50	122.32
长期借款	84.90	38.23	131.64	306.49
应付债券	173.77	227.81	175.81	265.23
租赁负债	0.00	946.85	821.78	819.35
<b>所有者权益</b>	<b>593.52</b>	<b>703.97</b>	<b>569.12</b>	<b>535.43</b>

实收资本	144.67	163.79	163.79	163.79
资本公积	267.60	342.98	342.98	342.98
未分配利润	161.81	175.70	49.16	12.37
资产负债率	74.93	75.12	79.85	81.67
总资本化比率	69.16	69.85	76.49	78.82

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，财务杠杆高企；加之2020年以来，受疫情影响，公司出现重大经营亏损，所有者权益大幅减少，公司财务杠杆进一步抬升。2021年一季度，公司发布公告称，将向控股股东东航集团非公开发行2,494,930,875股A股股票，募集不超过108.28亿元的资金。若发行成功，公司财务杠杆率或将有所下降，中诚信国际将对公司本次非公开发行股票及财务杠杆率的变化情况保持持续关注。

**2020年以来，疫情冲击下，公司经营活动现金流净流入规模大幅收窄，筹资活动现金流大规模净流入；2020年，公司EBITDA和FFO仍能有效覆盖利息支出，货币资金对短期债务的保障能力有所提升但仍较弱，公司面临较大的短期偿债压力**

现金流方面，2020年以来，疫情冲击下航空客运需求大幅萎缩，航班生产量大幅下降，公司经营活动现金流净流入规模大幅收窄。2020年，公司投资活动现金流净流出规模进一步扩大，主要系2019年公司售后回租业务实现较多现金流入，本期投资活动现金流入规模较上年减少所致。同期，公司筹资活动现金流由负转正，并大幅增长348.01亿元至114.26亿元，主要系受疫情冲击，为满足生产经营和流动性需要，公司加大融资力度所致。2021年一季度，公司继续保持大规模筹资活动净现金流入。

偿债指标方面，疫情冲击下，2020年公司经营业绩大幅下滑，EBITDA、FFO和经营活动净现金流亦同步下滑，加之公司债务规模进一步扩大，EBITDA、FFO和经营活动净现金流对债务本息的覆盖倍数大幅下降，但EBITDA和FFO仍能有效覆盖利息支出。短期偿债指标方面，2020年以来，受货币资金保有量上升影响，公司货币资金对短期

债务的保障能力有所提升，但仍处于较弱水平。截至 2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务仅为 0.26 倍，面临较大的短期偿债压力。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	223.38	289.72	12.11	3.13
投资活动净现金流	-127.8	-48.99	-62.83	-23.16
筹资活动净现金流	-135.58	-233.75	114.26	100.39
收现比	1.09	1.07	0.96	1.08
EBITDA	228.96	315.48	109.81	--
EBITDA/总债务	5.81	5.17	16.86	--
EBITDA 利息倍数	5.00	5.39	1.90	--
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.18	0.01	--
经营活动净现金流/利息支出	4.88	4.95	0.21	--
FFO	228.95	311.01	83.14	--
FFO/总债务	0.17	0.19	0.04	--
FFO 利息倍数	5.00	5.31	1.44	--
货币资金/短期债务	0.02	0.03	0.11	0.26

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，资产受限比重较低，且无对外担保情况

受限资产方面，截至 2020 年末，公司抵押资产账面价值折合人民币 175.15 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 6.20%。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

银行授信方面，截至 2020 年末，公司已签约但尚未使用的银行授信为 336.67 亿元，备用流动性充足。同时，公司作为上海、香港和纽约三地上市公司，融资渠道多元化程度高，具备较好的财务弹性。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 18 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

#### 作为国务院国资委控股的三大航空公司之一，公司

**自身具有明显的区位优势、完善的网络航线以及精简高效的机队结构，综合竞争实力强；同时股东背景雄厚，公司可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，一是具有很强的区位优势，作为国务院国资委控股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。2020 年，上海仍为中国最大的航空市场，公司在浦东机场和虹桥机场拥有最大市场份额，主基地区位优势明显。二是具有独特优势的枢纽和网络布局。公司以上海、北京为枢纽，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。三是精简高效的机队结构。截至 2020 年末，公司机队平均机龄 7.1 年，机龄优势位列世界前列，成为全球大型航空公司中拥有最精简高效机队的航空公司之一。

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，股东背景雄厚，可调动资源充足。2021 年一季度，公司发布公告称，将向控股股东东航集团非公开发行 2,494,930,875 股 A 股股票，募集不超过 108.28 亿元的资金。2020 年，东航集团收到增资款 310.00 亿元<sup>3</sup>，计入实收资本和资本公积，截至 2021 年 3 月末，东航集团账面货币资金余额为 587.13 亿元。

各级政府亦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 2020 年公司共获得资金补贴 53.48 亿元。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。

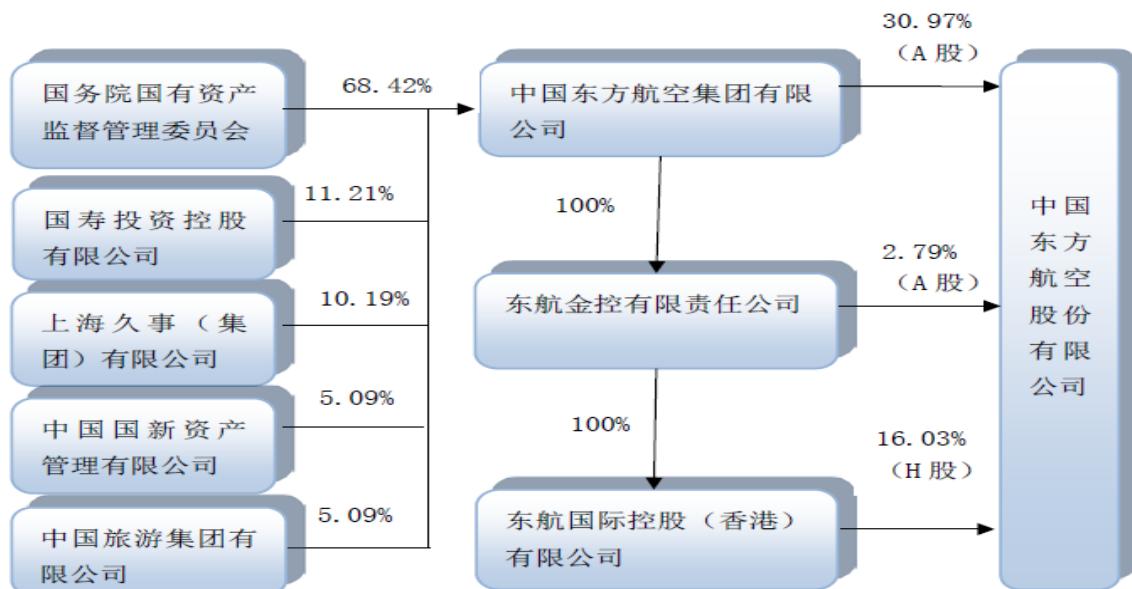
<sup>3</sup> 2020 年 11 月，东航集团分别收到中国旅游集团有限公司、上海久事（集团）有限公司、国寿投资保险资产管理有限公司及中国国新资产管理有限公司的投资款 50.00 亿元、100.00 亿元、110.00 亿元和 50.00 亿元，共计 310.00 亿元。

元，共计 310.00 亿元。

## 评级结论

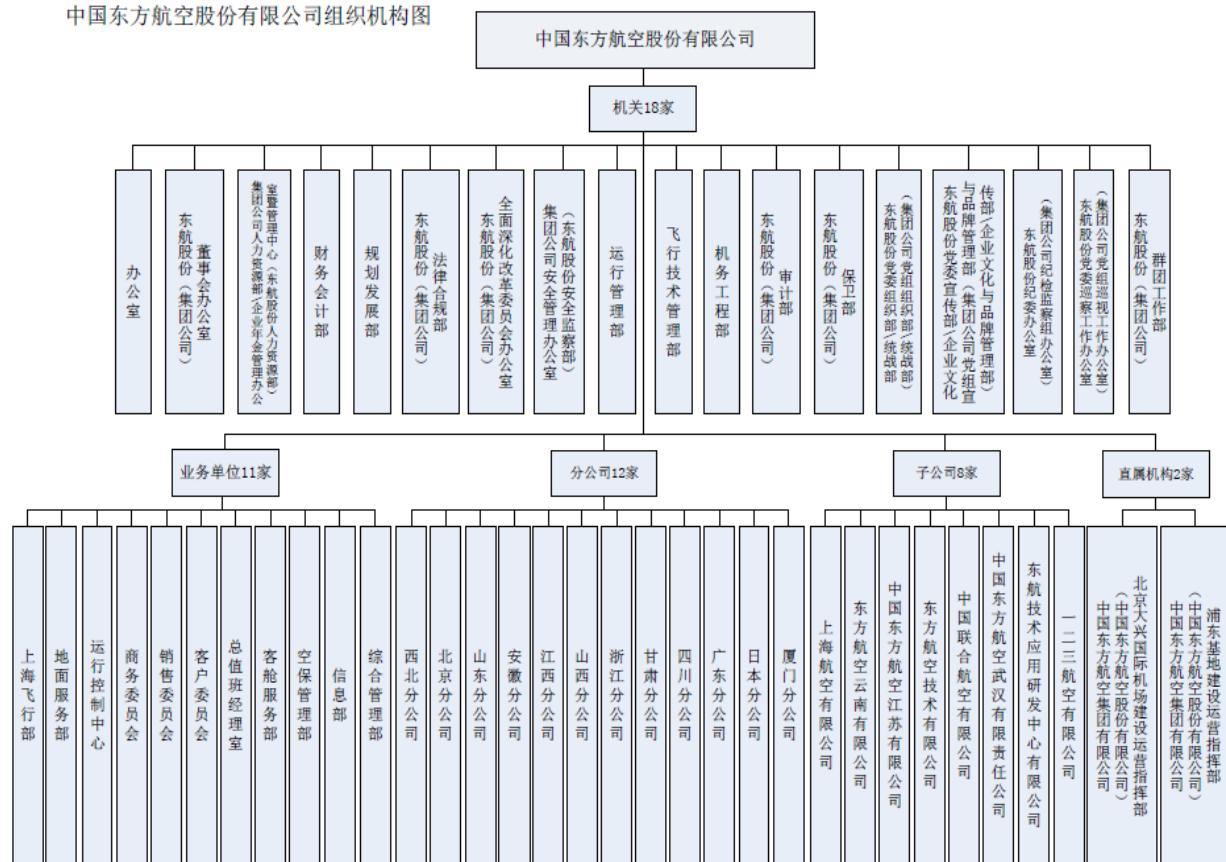
综上所述，中诚信国际维持中国东方航空股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 东航 01”、“20 东航 01”、“21 东航 01”、“21 东航 02”的债项信用等级为 **AAA**。

## 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 2021 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	一二三航空有限公司	100.00
5	东方航空云南有限公司	90.36
6	东航海外(香港)有限公司	100.00
7	中国联合航空有限公司	100.00
8	东航技术应用研发中心有限公司	100.00
9	东方航空技术有限公司	100.00
10	东方航空电子商务有限公司	100.00
11	中国东方航空武汉有限责任公司	60.00

中国东方航空股份有限公司组织机构图



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	66,200.00	135,600.00	766,300.00	1,570,500.00
应收账款	143,200.00	171,700.00	112,400.00	173,000.00
其他应收款	520,300.00	588,300.00	247,600.00	268,700.00
存货	195,000.00	240,700.00	205,400.00	209,600.00
长期投资	227,300.00	387,800.00	338,200.00	328,400.00
在建工程	2,655,400.00	2,013,000.00	2,068,500.00	2,055,000.00
无形资产	172,600.00	177,100.00	181,600.00	255,200.00
总资产	23,676,500.00	28,293,600.00	28,240,800.00	29,211,500.00
其他应付款	758,100.00	793,200.00	611,900.00	519,100.00
短期债务	3,917,500.00	4,180,100.00	7,225,700.00	6,017,700.00
长期债务	9,393,000.00	12,128,900.00	11,292,300.00	13,910,700.00
总债务	13,310,500.00	16,309,000.00	18,518,000.00	19,928,400.00
总负债	17,741,300.00	21,253,900.00	22,549,600.00	23,857,200.00
费用化利息支出	372,700.00	516,900.00	521,400.00	131,287.60
资本化利息支出	85,000.00	68,700.00	55,800.00	13,904.87
实收资本	1,446,700.00	1,637,900.00	1,637,900.00	1,637,900.00
少数股东权益	358,700.00	363,200.00	290,500.00	362,500.00
所有者权益合计	5,935,200.00	7,039,700.00	5,691,200.00	5,354,300.00
营业总收入	11,493,000.00	12,086,000.00	5,863,900.00	1,339,500.00
经营性业务利润	228,500.00	305,300.00	-1,651,100.00	-572,000.00
投资收益	23,800.00	36,800.00	-7,700.00	8,400.00
净利润	294,100.00	348,300.00	-1,255,400.00	-411,300.00
EBIT	759,400.00	947,100.00	-1,126,700.00	--
EBITDA	2,289,600.00	3,154,800.00	1,098,100.00	--
销售商品、提供劳务收到的现金	12,561,500.00	12,929,200.00	5,650,100.00	1,446,900.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,464,700.00	1,752,500.00	1,105,400.00	275,900.00
购买商品、接受劳务支付的现金	8,214,300.00	7,992,200.00	4,005,700.00	912,500.00
支付其他与经营活动有关的现金	747,700.00	843,200.00	565,500.00	140,000.00
吸收投资收到的现金	0.00	944,200.00	0.00	0.00
资本支出	2,619,400.00	759,000.00	724,700.00	265,400.00
经营活动产生现金净流量	2,233,800.00	2,897,200.00	121,100.00	31,300.00
投资活动产生现金净流量	-1,278,000.00	-489,900.00	-628,300.00	-231,600.00
筹资活动产生现金净流量	-1,355,800.00	-2,337,500.00	1,142,600.00	1,003,900.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	10.90	11.30	-20.74	-33.15
期间费用率(%)	13.33	13.75	16.16	18.99
应收类款项/总资产(%)	2.80	2.69	1.27	1.51
收现比(%)	1.09	1.07	0.96	1.08
总资产收益率(%)	3.27	3.64	-3.99	--
资产负债率(%)	74.93	75.12	79.85	81.67
总资本化比率(%)	69.16	69.85	76.49	78.82
短期债务/总债务(%)	0.29	0.26	0.39	0.30
FFO/总债务(X)	0.17	0.19	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	5.00	5.31	1.44	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.88	4.95	0.21	--
总债务/EBITDA(X)	5.81	5.17	16.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.58	0.75	0.15	--
货币资金/短期债务(X)	0.02	0.03	0.11	0.26
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.00	5.39	1.90	--

注：1、中诚信国际根据公司 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理；2、公司各期财务报表均依据新会计准则编制；3、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的带息负债调整至短期债务核算，将“长期应付款”（2018 年）中的带息负债及“租赁负债”（2019 年~2021 年 3 月末）调整至长期债务核算。

## 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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。