

中国东方航空股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：高哲理 zhlgao@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 05 月 24 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0313 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”和“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

二零二二年五月二十四日

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”和“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冲击影响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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,829.36	2,824.08	2,865.48	2,837.92
所有者权益合计（亿元）	703.97	569.12	549.10	466.69
总负债（亿元）	2,125.39	2,254.96	2,316.38	2,371.23
总债务（亿元）	1,630.90	1,851.80	1,955.50	--
营业总收入（亿元）	1,208.60	586.39	671.27	126.65
经营性业务利润（亿元）	30.53	-165.11	-184.70	-82.87
净利润（亿元）	34.83	-125.54	-132.84	-82.69
EBITDA（亿元）	315.48	109.81	110.17	--
经营活动净现金流（亿元）	289.72	12.11	56.92	-40.67
收现比(X)	1.07	0.96	1.08	0.98
营业毛利率(%)	11.30	-20.74	-19.24	-51.56
应收类款项/总资产(%)	2.69	1.27	1.18	1.40
资产负债率(%)	75.12	79.85	80.84	83.56
总资本化比率(%)	69.85	76.49	78.08	--
总债务/EBITDA(X)	5.17	16.86	17.75	--
EBITDA利息倍数(X)	5.39	1.90	1.75	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 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“租赁负债”调整至长期债务核算；4、2022 年一季度报表未经审计，相关指标无法计算。

正面

■ 广阔的行业前景。受人均收入保持增长、消费逐步升级、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，2021 年公司收到补贴共计 48.82 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，公司向东航集团非公开发行 A 股股票，募集资金 108.28 亿元；2022 年公司拟面向包括东航集团在内的不超过 35 名（含 35 名）特定投资者非公开发行不超过 5,662,332,023 股 A 股股票，募集资金总额不超过 150 亿元（含），有利于进一步增强公司流动性。

关注

■ 财务杠杆依然高企。2021 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继续下降，财务杠杆率进一步抬升。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率达到 83.56%，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。

■ 疫情冲击影响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，2020 年、2021 年及 2022 年一季度公司均出现重大亏损，经营活动净现金流较疫情前大幅下滑；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

2021 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	23,539.47	13,046.71	55.37	2,865.48	80.84	671.27	-132.84	56.92
南方航空	33,517.70	21,208.71	63.28	3,229.48	73.91	1,016.44	-110.11	133.71
中国国航	24,490.45	13,598.95	55.53	2,984.15	77.93	745.32	-188.29	128.88

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	2021/05/28	30.00	30.00	2019/08/20~2024/08/20	--
20 东航 01	AAA	AAA	2021/05/28	20.00	20.00	2020/04/28~2023/04/28	--
21 东航 01	AAA	AAA	2021/05/28	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	2021/05/28	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，根据公司2021年年度报告，募集资金已按募集说明书列明用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。

财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

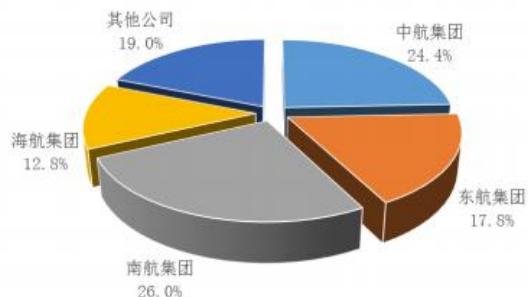
近期关注

随着疫情逐步常态化及宏观经济增速恢复，2021年民航运业主要运输生产指标迎来一定反弹，但整体尚未恢复至疫情前的水平；相较客运市场的低迷，航空货运在抗击疫情和助力经济恢复的过程中表现良好

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2020年末，我国共有航空公司64家，较上年末净增2家，其中国

有控股公司49家，民营和民营控股公司15家；全货运航空公司11家，中外合资航空公司9家，上市公司8家。截至2020年末，国内民航全行业运输飞机在册架数3,903架，比上年底增加85架，总运力持续增长。

图1：2020年各航空（集团）公司运输总周转量比重



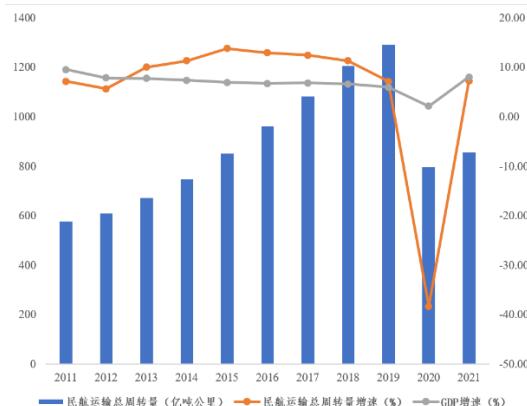
资料来源：中国民用航空局

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2020年末，我国共有定期航班航线5,581条，国内航线4,686条，其中港澳台航线94条，国际航线895条。按重复距离计算的航线里程为1,357.72万公里，按不重复距离计算的航线里程为942.63万公里。通航城市方面，截至2020年末，我国定期航班国内通航城市237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运业增速逐步放缓，2020年新冠肺炎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。2021年国内疫情常态化政策下，客运量及客座率有所回升，但尚未达到疫情前水平，整体呈现波动复苏态势。商务出行是行业需求端的相对刚性部分，本土疫情得到缓解后该部分需求迅速得到释放，而休闲旅行出游需求仍具较大的恢复及增长空间。2021年中国民航完成运输总周转量856.7亿吨公里，旅客运输量4.41亿人次，货邮运输量731.8万吨，分别同比增长7.3%、5.5%和8.2%。2020~2021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

增及人员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 2022 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，2022 年将力争完成运输总周转量 1,040 亿吨公里，旅客运输量 5.7 亿人次，货邮运输量 780 万吨，总体恢复至疫情前 85% 左右水平，航班正常率稳定在 80% 以上，千万级以上机场平均放行正常率和始发航班正常率力争达到 85%。在疫情不出现反复波动的情况下，力争实现行业整体扭亏增盈。目前，国内疫情防控形势仍然严峻，民航客运需求端亦面临较大压力。同时在“MU5735 空难”影响下，消费者对民航业的信心仍需时间恢复，民航业整体复苏的速度或将放缓。

图 2：2011~2021 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 1：2021 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	856.7	7.3
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	641.1	9.1
国际航线	亿吨公里	215.6	2.3
旅客运输量	万人	44,055.7	5.5
国内航线（含港澳台）	万人	43,908.0	7.6
国际航线	万人	147.7	-84.6
货邮运输量	万吨	731.8	8.2
国内航线（含港澳台）	万吨	465.1	2.6
国际航线	万吨	266.7	19.6
旅客周转量	亿人公里	6,529.7	3.5

国内航线（含港澳台）	亿人公里	6,439.1	9.7
国际航线	亿人公里	90.6	-79.5
货邮周转量	亿吨公里	278.2	15.8
国内航线（含港澳台）	亿吨公里	70.6	4.0
国际航线	亿吨公里	207.6	20.5
正班客座率	%	72.4	-0.5
正班载运率	%	66.9	0.4

资料来源：中国民用航空局，中诚信国际整理

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情成为全球的黑天鹅事件，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，航司面临较大的业绩亏损。从具体航司运营数据来看，2020~2021 年国内三大航及海南航空客运量指标较 2019 年存在较大降幅。

表 2：2020 年主要航司运营数据同比增幅情况

项目名称	中国国航		南方航空	
	当年累计完成数	同比变化 (%)	当年累计完成数	同比变化 (%)
收入客公里（百万）	109,830.07	-52.90	153,441.54	-46.15
载运人次（千人次）	68,687.07	-40.28	96,855.33	-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	20,803.63	-36.23
综合载运率（%）	56.09	-12.61	61.38	-8.88
项目名称	中国东航		海南航空	
	当年累计完成数	同比变化 (%)	当年累计完成数	同比变化 (%)
收入客公里（百万）	107,273.25	-51.63	57,105.63	-60.72
载运人次（千）	74,621.21	-42.73	37,031.95	-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

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 3：2021 年主要航司运营数据同比增幅情况

项目名称	中国国航		南方航空	
	当年累计完成数	同比变化 (%)	当年累计完成数	同比变化 (%)
收入客公里（百万）	104,625.58	-4.74	152,426.29	-0.66
载运人次（千人次）	69,045.17	0.52	98,504.66	1.70
客座率（%）	68.63	-1.75	71.25	-0.21
收入吨公里（百万）	13,598.95	2.36	21,208.71	1.94
综合载运率	55.53	-0.56	63.28	1.89

项目名称	中国东航		海南航空	
	当年累计完成数	同比变化(%)	当年累计完成数	同比变化(%)
收入客公里(百万)	108,803.69	1.43	62,615.63	9.65
载运人次(千)	79,099.06	6.00	41,299.34	11.52
客座率(%)	67.71	-2.83	74.69	0.41
收入吨公里(百万)	13,046.71	11.51	6,639.73	11.32
综合载运率(%)	55.42	-1.29	76.91	0.42

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大幅度反弹，2021年民航全年完成运输总周转量、旅客运输量和货邮运输量同比提高7.3%、5.5%和8.2%，分别恢复至2019年的66.3%、66.8%和97.2%。全年基本保持了航线航班总体稳定。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，2021年全年运输指标基本不到去年同期的20%。

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。

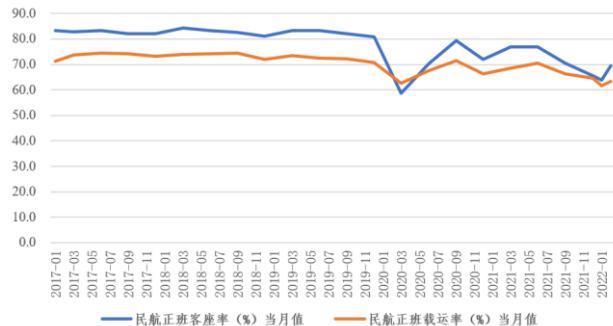
中诚信国际认为，中国航空运输业供给端始终保持较快发展，受疫情全球扩散及宏观经济增速放缓等因素叠加影响，短期内航空客运需求严重受创，但目前国内民航运输业务已逐步恢复；长期来看，在人均收入水平提高和居民消费结构调整等持续作用下，航空运输市场需求仍具备一定的增长空间。

新冠肺炎疫情对国内航空运输业运营形成较大冲击，受疫情反复影响，运营效率阶段性波动尚存，未来疫苗普及可能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。受新冠肺炎疫情爆发影响，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9~10月基本恢复至疫情前水平。2021~2022年初，国内疫情局部散发及各地鼓励就地过年政策出台，回家探亲、休闲度假等客流量大幅减少，当期正班客座率和载运率探底60%水平；受疫情反复影响，运营效率阶段性波动尚存，未来随着新冠肺炎疫苗普及可能进一步催化航空运输整体修复。

图3：2017~2021年国内航空运输业运营效率



资料来源：choice，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，国内客运票价受新冠肺炎疫情冲击较大，目前仍处于后疫情恢复阶段，国际航线回流及国内疫情的局部散发，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。而国际航线目前尚处于恢复中，目前国际航线的票价和盈利能力由于航班极度稀缺保持较高水平，但随着后续量的逐步恢复，或亦将重新经历国内先量后价的修复过程。

整体来看，2020 年初新冠肺炎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，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。2021 年以来油价大幅上涨，人民币汇率波动加剧，航司经营压力进一步加大。

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，国外新冠肺炎疫情全球扩散，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 下半年，经济反弹伴随全球需求逐步复苏，推动国际原油价格回升，航油成本较上半年所反弹，但整体仍处于历史低位。2021 年以来，受全球原油库存历史低位且持续去库、OPEC+ 联盟增产不及预期、

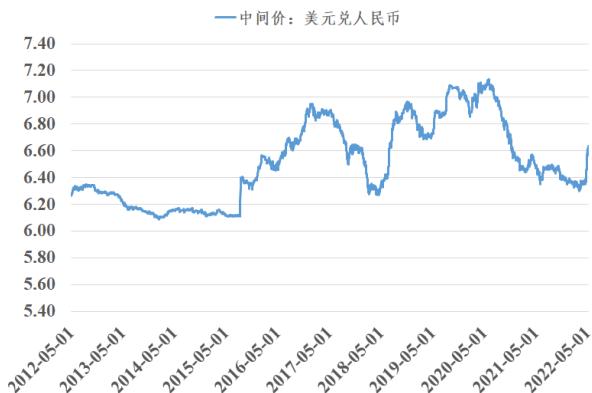
供给弹性下降及俄乌冲突的影响，国际油价强势上扬。未来油价受全球疫情走势、OPEC+ 产出政策和需求端的低迷多项因素影响，存在极大的不确定性；中诚信国际预计 2022 年油价仍将处于高位运行，航空公司将面临一定的成本压力。

图 4：2012 年 5 月~2022 年 1 月布伦特原油现货价格走势



资料来源：choice，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，国内疫情与主要发达经济体相比控制更好，企业复工复产进度较快，国内复苏较平稳，同时全球供应链问题使得我国出口韧性较强，美元兑人民币汇率下行，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。2022 年以来，美国连续加息，人民币面临的贬值压力有所上升，航司汇兑损失压力加大。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 5: 2012 年 5 月~2022 年 5 月美元兑人民币中间价走势


资料来源: choice, 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, 未来油价及汇率不确定性的将给航空业带来一定挑战。

2021 年以来公司产权结构及公司治理均未发生变化

跟踪期内, 公司产权结构及治理均未发生变化; 截至 2021 年末, 公司总股本为 188.74 亿股, 控股股东仍为中国东方航空集团有限公司, 直接持股比例为 40.10%, 实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司治理方面, 公司作为上海、香港和纽约三地上市公司, 按照有关法律、法规建立了健全、完善的公司治理结构, 包括股东大会、董事会、监事会和管理层等。

2022 年 3 月公司运营飞机失事, 中诚信国际对该事件调查的进展情况以及对公司的影响保持持续关注

2022 年 3 月 21 日, 公司发布公告称, 公司下属东方航空云南有限公司一架波音 737 客机在执行昆明—广州航班任务时, 于广西梧州上空失联; 目前, 已确认该飞机失事。事故发生后, 东方航空已将公司所有 737-800 飞机停飞¹。

截至目前, 失事飞机的黑匣子已经找到, 飞机

失事的原因仍在调查中。中诚信国际将持续关注该事项调查的进展情况以及该事项对公司未来经营及偿债能力等方面的影响。

2021 年, 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。2021 年以来, 得益于国内疫情的有效控制, 公司旅客周转量和载运人次同比有所恢复, 但受散点疫情频发以及防疫管控影响, 公司旅客周转量和载运人次较 2019 年仍大幅下滑, 疫情给公司短期的经营仍带来较大不利影响。2021 年, 公司旅客周转量和旅客运输量分别为 1,088.04 亿客公里、7,909.91 万人次, 同比分别增长 1.43% 和 6.00%。

表 4: 2019 年~2021 年公司航空客运业务情况

主要指标	2019	2020	2021
收入客公里 (亿客公里)	2,217.79	1,072.73	1,088.04
乘客人数 (万人次)	13,029.74	7,462.12	7,909.91
客运公里收益 (元)	0.522	0.492	0.531
客座率 (%)	82.06	70.54	67.71

资料来源: 公司年度报告及公告, 中诚信国际整理

机队方面, 2021 年, 公司围绕主力机型共引进飞机 33 架, 退出飞机 6 架。截至 2021 年末, 公司机队共拥有客机 758 架, 其中 261 架客机为自筹资金购置, 217 架客机以经营租赁方式运营, 274 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 2021 年末, 公司主力机型平均机龄约 7.7 年, 在三大航中年轻化程度最高。

表 5: 截至 2021 年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	10	-	11

¹ 2022 年 4 月 17 日, 公司旗下一架 737-800 客机执飞 MU5843 航班, 从昆明飞抵成都, 公司计划逐步恢复波音 737-800 的运营。

A330 系列	30	21	5	56
宽体客机合计	44	48	5	97
A320 系列	113	148	97	358
B737 系列	102	73	115	290
窄体客机合计	215	221	212	648
支线客机合计	2	5	-	7
客机合计	261	274	217	752

注：1、飞机机队中不包括公司自有的 6 架公务机；2、截至 2021 年末，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 2021 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，2021 年，公司以发展国内航线为主，新开武汉-乌鲁木齐、上海-安顺、成都天府-海口等国内航线，加密北京-广州、北京-成都、北京-杭州、上海-西安、成都-武汉等航线。

运营效率方面，2021 年以来，因国内疫情防控较好，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。2021 年，公司飞行公里数和航班数量同比增长 13.26% 和 11.08%，飞机日利用小时亦较上年增加 0.64 小时至 6.66 小时，但仍大幅低于疫情前水平。

表 6：2019 年~2021 年公司运输能力及效率情况

主要指标	2019	2020	2021
飞行公里数（亿公里）	14.67	9.43	10.68
飞机日利用率（小时）	9.55	6.02	6.66
航班数量（万架次）	98.83	67.22	75.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年以来，国内客运业务运营情况已有所好转，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。受益于疫情的有效控制，2021 年国内、国际和地区的各项运营指标均有所恢复，国内客运业务可用座公里、收入吨公里、旅客运输量分别同比增长 5.67%、11.51% 和 6.00%，客座率方面受防疫管控等因素影响同比小幅下降 2.83pts。此外，受制于国外疫情反复，民航局对国际航线的“五个一”²政策管控仍未放松，国际和地区客运业务上述各类主要指标仍在继续下滑，中诚信国际将对公司国际业务经营恢复情况保持关注。

表 7：2019 年~2021 年公司分区域客运业务情况

相关指标	2019		2020		2021	
	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）	270,254.00	10.38%	152,066.39	-43.73%	160,690.39	5.67%
其中：国内	171,684.04	11.44%	134,701.52	-21.54%	156,017.64	15.82%
国际	92,162.42	9.19%	16,463.08	-82.14%	3,941.92	-76.06%
地区	6,407.53	0.53%	901.78	-85.93%	730.83	-18.96%
收入吨公里（百万吨公里）	22,518.00	10.61%	11,699.74	-48.04%	13,046.71	11.51%
其中：国内	13,559.38	10.53%	9,308.22	-31.35%	10,323.79	10.91%
国际	8,485.44	11.79%	2,341.90	-72.40%	2,675.86	14.26%
地区	473.19	-5.48%	49.63	-89.51%	47.06	-5.18%
客运人公里（百万人公里）	221,779.11	10.07	107,273.25	-51.63	108,803.69	1.43
其中：国内	142,921.41	10.87	96,205.97	-32.69	106,605.49	10.81
国际	73,811.75	9.69	10,609.29	-85.63	1,788.51	-83.14
地区	5,045.95	-4.60	457.99	-90.92	409.69	-10.55
载运旅客人次（千人次）	130,297.36	7.51%	74,621.21	-42.73%	79,099.06	6.00%
其中：国内	109,006.37	7.69%	72,032.99	-33.92%	78,557.34	9.06%

² 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”。

国际	17,581.34	9.17%	2,238.86	-87.27%	267.21	-88.06%
地区	3,709.64	-4.21%	349.36	-90.58%	274.50	-21.43%
客座率 (%)	82.06	-0.23pts	70.54	-11.52pts	67.71	-2.83pts
其中：国内	83.25	-0.42pts	71.42	-11.83pts	68.33	-3.09pts
国际	80.09	0.37pts	64.44	-15.65pts	45.37	-19.07pts
地区	78.75	-4.24pts	50.79	-27.96pts	56.06	5.27pts

注：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。2021年围绕区域发展战略，公司顺利完成成都天府机场、青岛胶东机场基地建设和转场投运。

分区域收入贡献来看，受全球疫情爆发及“五个一”政策影响，2021年公司国外航线收入占比较上年下降16.34个百分点至5.53%。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2021年航空客运收入的32.04%；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。

表8：2020年及2021年公司航空客运业务分区域收入构成（亿元、%）

航线区域	2020		2021	
	收入	占比	收入	占比
华北	59.54	9.83	88.61	15.33
东北	26.03	4.30	31.89	5.52
华东	166.66	27.50	185.21	32.04
华南	56.54	9.33	61.78	10.69
华中	15.98	2.64	22.59	3.91
西南	87.94	14.51	92.90	16.07
西北	55.33	9.13	60.00	10.38
港澳台	5.43	0.90	3.05	0.53
国外	132.55	21.87	31.98	5.53

注：公司航空客运业务分区域收入为结算数据，2021年含燃油及补贴收入；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，2021年公司货运收入大幅增长

2021年以来，公司仍主要通过客运航线飞机腹舱进行货邮运输，该业务由东航集团下属东方航空

物流股份有限公司（以下简称“东航物流”）独家承包经营。受益于疫情期间参与运输防疫物资，公司货邮周转量和运输量均大幅增加。2021年，公司分别实现货邮周转量和运输量3,393.40百万吨公里、920.04千吨，同比增长54.24%和29.26%；实现货运收入83.09亿元，同比增长69.74%，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9：2019年~2021年公司航空货物运输情况

项目	2019	2020	2021
可用货邮公里 (百万吨公里)	9,132.69	6,946.47	9,077.33
其中：国内	3,215.85	2,754.78	3,093.45
国际	5,727.63	4,149.68	5,932.12
地区	189.21	42.01	51.76
货邮周转量 (百万吨公里)	2,971.40	2,200.06	3,393.40
其中：国内	951.33	774.38	865.28
国际	1,991.28	1,416.25	2,517.15
地区	28.78	9.43	10.96
货邮运输量 (千吨)	976.57	711.80	920.04
其中：国内	672.62	539.70	594.18
国际	279.44	163.20	314.80
地区	24.51	8.91	11.06

资料来源：公司年度报告及公告，中诚信国际整理

公司其他业务主要以地面服务和旅游业务等为主，2021年实现收入25.98亿元，同比小幅增长7.80%。

公司在飞机购置和基地建设方面仍将保持较大规模资本支出，具有一定资本支出压力

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2021年末，公司预计未来

飞机及发动机的资本开支总额约为 249 亿元，其中 2022~2024 年预计资本开支分别约为 95 亿元、80 亿元和 74 亿元。

基地建设方面，截至 2021 年末，包括北京大兴机场东航基地项目在内的公司重大在建及拟建项

目总投资共计 326.36 亿元，资金来源均为自筹，已完成投资 108.42 亿元，2022~2024 年每年分别计划投资 24.18 亿元、38.67 亿元、40.66 亿元，有一定资本支出压力。

表 10：截至 2021 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		
			2022	2023	2024
在建项目					
北京大兴国际机场东航基地项目	1,037,000	790,900	10,000	50,000	50,000
北京分公司机务维修区项目	26,904	25,224	1,680	0	0
北京分公司宿办楼补缴土地出让金	3962.14	0	3,962.14	0	0
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	0	4,950	0	0
青岛胶东机场东航山东分公司基地项目一期工程	187,063	173,469	0	13,594	0
江西分公司昌北机场基地扩建项目	17,798.35	12,400	3,172	2,226.35	0
江苏公司南京基地机库建设项目*	26,680	24,250	2,430.19	0	0
成都天府机场东航机务维修区项目 *	56,669	55,625.6	1,043.22	0	0
上海虹桥西区综合保障用房项目	60,848.7	2,376.1	5,000	20,000	20,000
上海航空浦东国际机场基地保障性租赁住房一期项目*	9,960.56	0	7,000	2,960.56	0
小计	1,431,836	1,084,245	39,238	88,781	70,000
拟建项目					
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	-	0	5,000	50,000
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	-	39,900	50,000	50,000
青浦研发中心科创园项目*	7,665		1,200	6,465	0
珠三角枢纽（广州新）机场东航基地项目*	92,000	-	1,000	40,000	40,000
厦门翔安机场东航基地项目	162,234	-	4,000	25,000	25,000
三亚凤凰国际机场东航基地项目	26,000		6,380	7,500	7,500
兰州中川机场东航基地地服保障区综合保障楼项目	12,957	-	7,935	3,000	1,662
兰州中川机场东航基地特种车库项目	7,300	-	3,400	3,000	900
太原武宿机场东航基地扩建项目	41,098	-	2,260	15,000	15,000
济南遥墙机场东航基地迁建项目	84,406	-	15,000	20,000	20,000
西安咸阳机场东航基地地服及后勤保障工程	32,060	-	5,500	10,000	10,000
西安咸阳机场东航技术公司基地项目*	154,500		0	34,500	37,500
云南公司昆明长水机场基地扩建项目*	84,841	-	5,000	25000	25000
技术公司昆明长水机场基地扩建项目*	462,592		100,000	50,000	50,000
中联航佛山航站改造项目*	6,000	-	4,000	2,000	0
江苏公司无锡综合业务楼项目*	7,150	-	0	1,500	4,000
江苏公司新综合食品大楼购置项目*	7,000	-	7,000	0	0
小计	1,831,803	-	202,575	297,965	336,562
合计	3,263,639	-	241,813	386,746	406,562

注：1.带*号为公司下属投资公司出资（或意向出资）项目；2.拟建项目投资以立项、概算批复为准。

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 2019~2020 年审计报告及经普华永道中天会计师

事务所（普通合伙）审计并出具无保留意见的 2021 年审计报告，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，2021 年公司仍呈现

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

2021年，国内疫情防控较好，旅客出行需求有所上升，公司运输周转量同比有所增加，但国际业务受疫情影响继续下滑，公司整体收入较疫情前仍有较大降幅，当期实现营业收入671.27亿元，同比增加14.48%，较2019年下滑44.46%。

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。2021年，受益于疫情防控较好，公司运输周转量大幅增加，航油成本及机场起降费亦大幅增长。其中，航油成本亦受油价上涨影响增幅相对较大，其占营业成本的比重从2020年的19.55%增至2021年的25.73%，职工薪酬和飞发及高周件折旧等固定成本相对变动不大，2021年营业毛利率同比小幅回升至-19.24%，亏损幅度有所缩减。公司其他业务主要包含地面服务和旅游服务，2021年成本支出降幅略高于收入，故其他业务毛利率有所上升，但因其占比较小，对公司整体毛利率影响有限。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
航空客货运输业务	1,166.02	562.29	645.29
其他业务	42.58	24.10	25.98
营业收入	1,208.60	586.39	671.27
毛利率	2019	2020	2021
航空客货运输业务	10.78	-22.86	-22.02
其他业务	25.69	28.67	49.88
营业毛利率	11.30	-20.74	-19.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：2019~2021年公司营业成本构成（亿元、%）

	2019 成本	2019 占比	2020 成本	2020 占比	2021 成本	2021 占比
航空油耗	341.91	31.90	138.40	19.55	205.93	25.73
机场起降费	164.57	15.35	93.31	13.18	102.51	12.81
餐食及供应品	36.67	3.42	15.89	2.24	16.55	2.07
职工薪酬	197.42	18.42	169.97	24.01	168.78	21.09
飞发及	197.04	18.38	189.96	26.83	190.91	23.85

高周件 折旧						
飞发修 理	33.80	3.15	34.51	4.87	37.83	4.72
经营性 租赁费	0.24	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他营 运成本	68.71	6.41	48.80	6.89	56.36	7.04
其他业 务支出	31.64	2.95	17.19	2.43	13.02	1.63
民航基 础设施 基金	--	--	--	--	8.52	1.06
营业成 本合计	1,072.00	100.00	708.03	100.00	800.41	100.00

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

2021年，公司期间费用同比有所增加，其中销售费用受电脑订座费标准降低及旅客结构变化影响，同比下降19.75%；财务费用同比增长48.26%，主要系公司2021年债务结构优化调整，较2020年利息支出增加以及汇兑收益减少所致。同期末期间费用率小幅下降1.05个百分点至15.11%。截至2021年末，公司带息债务中美元债务（折合人民币）305.84亿元，规模较上年末进一步下降。较大规模的美元负债使公司对汇率波动敏感性较强，2021年公司实现汇兑损益16.19亿元，较上年减少8.75亿元。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。2021年，受疫情影响，国内旅客出行需求缩减，同时叠加国际业务持续缩减影响，公司经营业绩持续下滑，经营性业务利润较上年减少19.55亿元至-184.70亿元，利润总额及EBITDA利润率同步下滑，总资产收益率下降至-4.12%。

整体来看，疫情冲击下，公司2021年持续亏损，当期净亏损132.84亿元，且经营类支出规模仍保持高位，2022年一季度公司净利润亏损82.69亿元，未来一段时间内公司仍面临一定的经营压力，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。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	63.48	32.15	25.80	5.54
管理费用（含研发）	39.44	36.42	36.80	8.79
财务费用	63.32	26.17	38.80	11.66
期间费用合计	166.24	94.74	101.40	25.99
期间费用率(%)	13.75	16.16	15.11	20.52
经营性业务利润	30.53	-165.11	-184.70	-82.87
投资收益	3.68	-0.77	0.09	-0.27
营业外损益	8.38	3.20	2.75	0.54
利润总额	43.02	-164.81	-175.13	-82.53
净利润	34.83	-125.54	-132.84	-82.69
EBITDA 利润率(%)	26.10	18.73	16.41	--
总资产收益率(%)	3.64	-3.99	-4.12	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 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 年末，非流动资产占比达到 90.26%。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，2021 年以来，公司货币资金规模快速增长，截至 2021 年末达到 129.62 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，2021 年以来，整体呈小幅下降趋势。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，2021 年以来规模有所下降。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；2021 年以来，使用权资产规模整体有所增加，主要系公司增加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，2021 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，2021 年同比小幅下降。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 2021 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，2021 年受益于公司债务结构调整，短期债务占比降至 0.32 倍，债务结构有所优化。

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。2021 年公司面向东航集团非公开发行 24.94 亿股 A 股股票，公司实收资本增至 188.74 亿元；但当期受疫情冲击较大，2021 年公司归属于母公司股东的净亏损为 122.14 亿元，使得未分配利润大幅下滑，截至 2021 年末减少至 -71.41 亿元，所有者权益亦同步下滑。在此背景下，2021 年以来，公司财务杠杆率有所上升，截至 2021 年末资产负债率和总资本化比率分别已达到 80.84% 和 78.08%，处于行业较高水平。截至 2022 年 3 月末，公司未分配利润进一步大幅下滑，所有者权益较上年末大幅减少，同期末资产负债率增至 83.56%，财务杠杆水平进一步上升。

表 14：近年来公司主要资产、权益及债务情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	2,829.36	2,824.08	2,865.48	2,837.92
非流动资产占比	93.02	92.03	90.26	90.11
货币资金	13.56	76.63	129.62	129.65
其他流动资产	80.06	85.88	92.28	86.56
固定资产	955.73	976.81	899.54	885.20
在建工程	201.30	206.85	154.72	155.94
使用权资产	1,273.61	1,168.42	1,246.63	1,233.08
商誉	90.28	90.28	90.28	90.28
总负债	2,125.39	2,254.96	2,316.38	2,371.23
应付账款	128.79	122.81	113.21	116.97
总债务	1,630.90	1,851.80	1,955.50	--
短期债务/总债务	0.26	0.39	0.32	--
短期借款	22.00	219.66	376.14	274.01
一年内到期的非流动负债	211.01	231.81	242.70	256.80
其他流动负债	189.14	267.50	2.16	232.15
长期借款	38.23	131.64	281.51	277.73
应付债券	227.81	175.81	226.41	177.99
租赁负债	946.85	821.78	821.26	794.94
所有者权益	703.97	569.12	549.10	466.69

实收资本	163.79	163.79	188.74	188.74
资本公积	342.98	342.98	419.34	419.34
未分配利润	175.70	49.16	-71.41	-149.01
资产负债率	75.12	79.85	80.84	83.56
总资本化比率	69.85	76.49	78.08	--

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 2021 年以来，受疫情影响，公司出现重大经营亏损，所有者权益有所减少，公司财务杠杆进一步抬升。中诚信国际将对公司财务杠杆率的变化情况保持持续关注。

2021 年，公司经营活动净现金流有所回升，筹资活动现金流由正转负；公司 EBITDA 和 FFO 均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，2021 年，在整体疫情有所控制的背景下，公司经营活动现金流净流入规模有所恢复；公司投资活动现金流转为净流入，主要系飞机引进数量增加，收到退回的飞机预付款增加以及公司发生飞机售后回租所致。同期，公司筹资活动现金流由正转负，主要系偿还债务所支付的现金较 2020 年大幅增加。

偿债指标方面，2021 年公司经营业绩有所回暖，EBITDA、FFO 小幅增加，经营活动净现金流增长较快，随着公司债务规模进一步扩大，EBITDA、FFO 对债务本息的覆盖倍数小幅下降，但仍能有效覆盖利息支出；经营活动净现金流对利息支出覆盖能力虽有所增强，但仍无法实现有效覆盖。短期偿债指标方面，2021 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 年末，公司货币资金/短期债务仅为 0.21 倍，面临较大的短期偿债压力。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	289.72	12.11	56.92	-40.67
投资活动净现金流	-48.99	-62.83	21.55	-7.84
筹资活动净现金流	-233.75	114.26	-25.26	48.55

收现比	1.07	0.96	1.08	0.98
EBITDA	315.48	109.81	110.17	--
总债务/EBITDA	5.17	16.86	17.75	--
EBITDA 利息倍数	5.39	1.90	1.75	--
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.01	0.03	--
经营活动净现金流/利息支出	4.95	0.21	0.91	--
FFO	311.01	83.14	87.65	--
FFO/总债务	0.19	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数	5.31	1.44	1.39	--
货币资金/短期债务	0.03	0.11	0.21	--

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 2021 年末，公司抵押资产账面价值折合人民币 231.29 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 8.07%。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。

银行授信方面，根据公司 2021 年年报，截至 2021 年末，公司有充足的未使用银行机构授信额度，备用流动性充足。

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 2022 年 3 月 11 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。2021 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。三是精简高效的机队结构。截至 2021 年末，公司机队平均机龄 7.7 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 年公司向控股股东东航集团非公开发行 2,494,930,875 股 A 股股票，募集资金 108.28 亿元。2020 年，东航集团收到增资款 310.00 亿元³，计入实收资本和资本公积，截至 2022 年 3 月末，东航集团账面货币资金余额为 551.87 亿元。

此外，2022 年 5 月 10 日，公司发布《中国东方航空股份有限公司 2022 年度非公开发行 A 股股票预案》，拟面向包括东航集团在内的不超过 35 名（含 35 名）特定投资者非公开发行不超过 5,662,332,023 股⁴A 股股票，募集资金总额不超过 150 亿元（含），拟投入募集资金 105 亿元用于引进 38 架飞机项目，剩余 45 亿元用于补充流动资金；其中，东航集团拟以现金方式认购本次非公开发行股票金额不低于人民币 500,000 万元。

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 2021 年公司共获得资金补贴 48.82 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。

评级结论

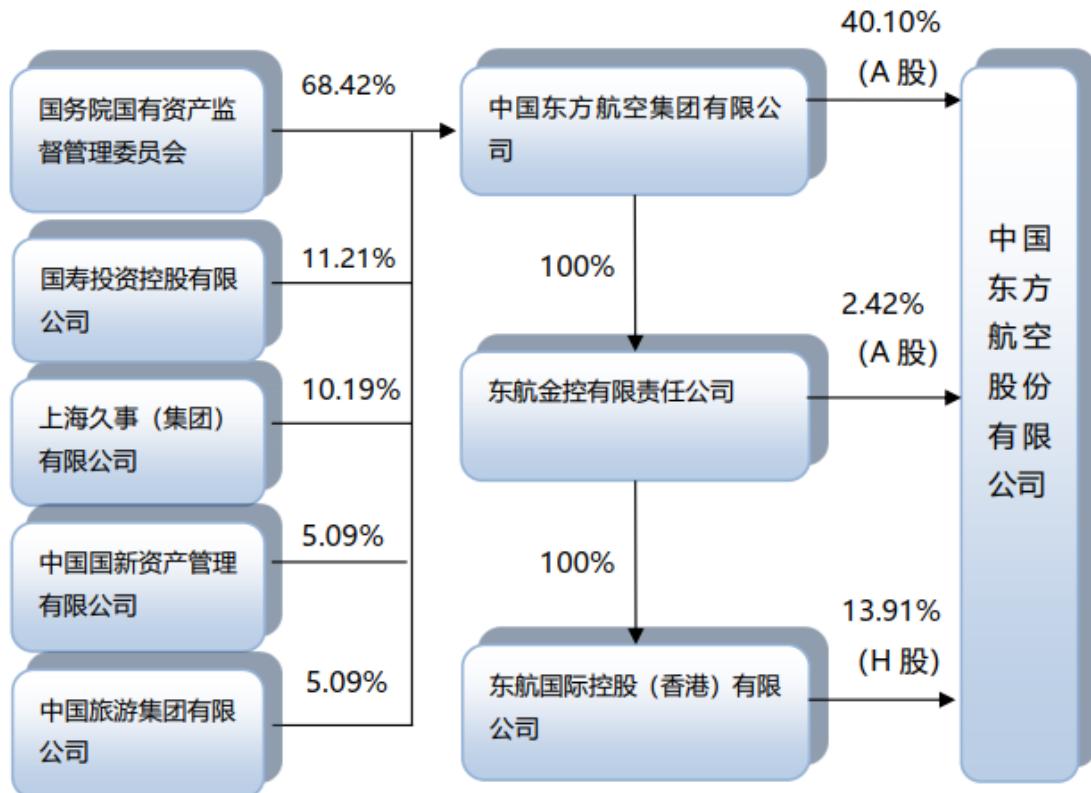
综上所述，中诚信国际维持中国东方航空股份

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”和“21 东航 02”的债项信用等级为 **AAA**。

³ 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。

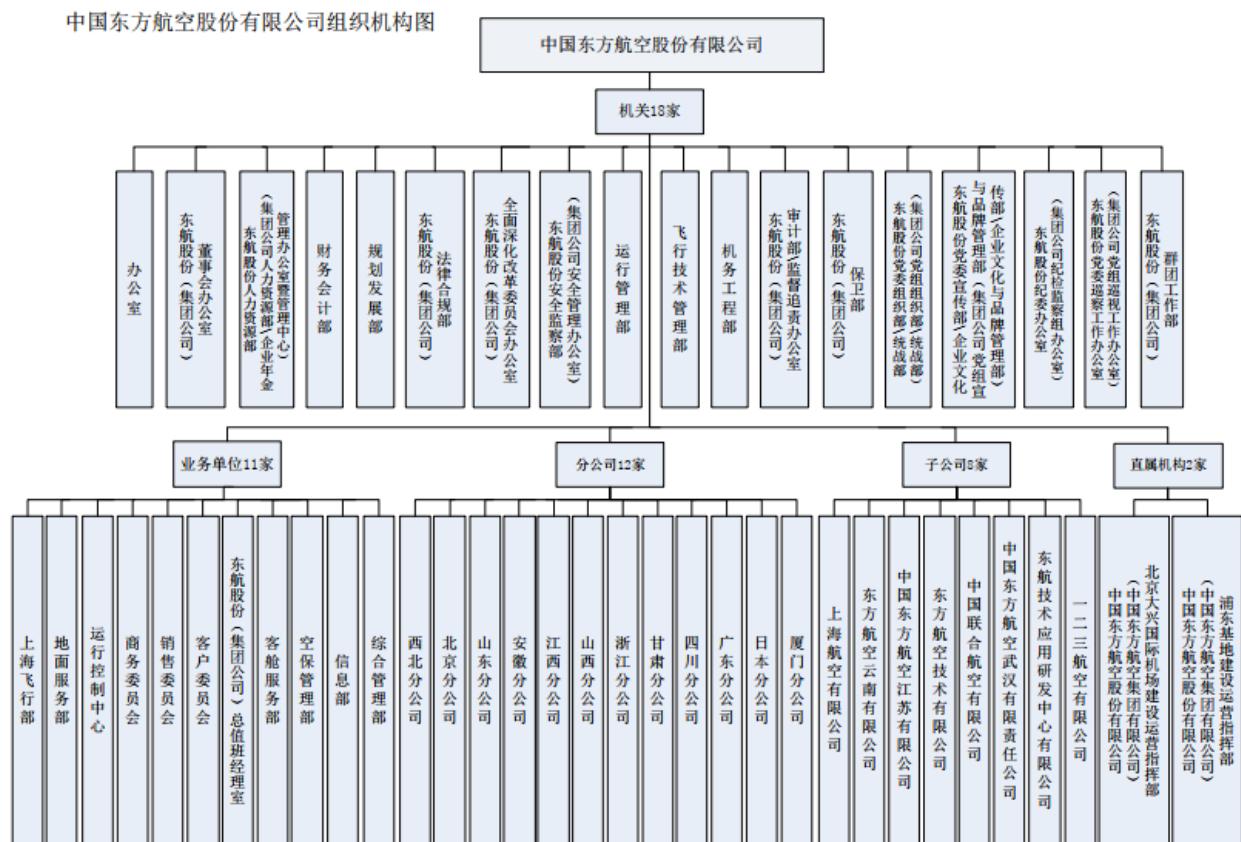
⁴ 本次非公开发行的发行数量将按照募集资金总额除以发行价格确定，同时不超过本次非公开发行前公司总股本的 30%。

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	东方航空云南有限公司	65.00
5	东航海外（香港）有限公司	100.00
6	中国联合航空有限公司	100.00
7	东航技术应用研发中心有限公司	100.00
8	东方航空技术有限公司	100.00
9	东方航空电子商务有限公司	100.00
10	中国东方航空武汉有限责任公司	60.00
11	一二三航空有限公司	100.00
12	上海东方飞机维修有限公司	60.00
13	上海上航实业有限公司	88.32
14	东方航空（汕头）经济发展有限公司	100.00

中国东方航空股份有限公司组织机构图



备注：1、在股份公司成立党委办公室，与集团公司党组办公室合署办公，同时与集团公司办公室合署办公。
2、浦东基地建设指挥部按东航股份虹桥建设指挥部部署，虹桥建设指挥部收尾工作完成后撤销挂牌。
3、东航股份总值班室的常驻挂牌集团公司总值班经理室，机构名称为集团公司（东航股份）总值班经理室，机构实体设在东航股份。

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	135,600.00	766,300.00	1,296,200.00	1,296,500.00
应收账款	171,700.00	112,400.00	97,400.00	149,800.00
其他应收款	588,300.00	247,600.00	239,700.00	248,400.00
存货	240,700.00	205,400.00	179,900.00	182,100.00
长期投资	387,800.00	338,200.00	271,800.00	265,200.00
在建工程	2,013,000.00	2,068,500.00	1,547,200.00	1,559,400.00
无形资产	177,100.00	181,600.00	265,500.00	263,000.00
总资产	28,293,600.00	28,240,800.00	28,654,800.00	28,379,200.00
其他应付款	793,200.00	611,900.00	387,000.00	374,800.00
短期债务	4,180,100.00	7,225,700.00	6,263,200.00	--
长期债务	12,128,900.00	11,292,300.00	13,291,800.00	--
总债务	16,309,000.00	18,518,000.00	19,555,000.00	--
总负债	21,253,900.00	22,549,600.00	23,163,800.00	23,712,300.00
费用化利息支出	516,900.00	521,400.00	581,239.88	146,200.00
资本化利息支出	68,700.00	55,800.00	47,534.89	--
实收资本	1,637,900.00	1,637,900.00	1,887,400.00	1,887,400.00
少数股东权益	363,200.00	290,500.00	353,700.00	302,800.00
所有者权益合计	7,039,700.00	5,691,200.00	5,491,000.00	4,666,900.00
营业收入	12,086,000.00	5,863,900.00	6,712,700.00	1,266,500.00
经营性业务利润	305,300.00	-1,651,100.00	-1,847,000.00	-828,700.00
投资收益	36,800.00	-7,700.00	900.00	-2,700.00
净利润	348,300.00	-1,255,400.00	-1,328,400.00	-826,900.00
EBIT	947,100.00	-1,126,700.00	-1,170,060.12	--
EBITDA	3,154,800.00	1,098,100.00	1,101,739.88	--
销售商品、提供劳务收到的现金	12,929,200.00	5,650,100.00	7,235,900.00	1,236,900.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,752,500.00	1,105,400.00	1,083,800.00	186,700.00
购买商品、接受劳务支付的现金	7,992,200.00	4,005,700.00	4,689,800.00	1,031,900.00
支付其他与经营活动有关的现金	843,200.00	565,500.00	549,300.00	139,600.00
吸收投资收到的现金	944,200.00	0.00	1,110,300.00	0.00
资本支出	759,000.00	724,700.00	1,080,700.00	125,800.00
经营活动产生现金净流量	2,897,200.00	121,100.00	569,200.00	-406,700.00
投资活动产生现金净流量	-489,900.00	-628,300.00	215,500.00	-78,400.00
筹资活动产生现金净流量	-2,337,500.00	1,142,600.00	-252,600.00	485,500.00
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	11.30	-20.74	-19.24	-51.56
期间费用率(%)	13.75	16.16	15.11	20.52
应收类款项/总资产(%)	2.69	1.27	1.18	1.40
收现比(%)	1.07	0.96	1.08	0.98
总资产收益率(%)	3.64	-3.99	-4.12	--
资产负债率(%)	75.12	79.85	80.84	83.56
总资本化比率(%)	69.85	76.49	78.08	--
短期债务/总债务(X)	0.26	0.39	0.32	--
FFO/总债务(X)	0.19	0.04	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	5.31	1.44	1.39	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.95	0.21	0.91	--
总债务/EBITDA(X)	5.17	16.86	17.75	--
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.15	0.18	--
货币资金/短期债务(X)	0.03	0.11	0.21	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.39	1.90	1.75	--

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 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“租赁负债”调整至长期债务核算；4、2022 年一季度报表未经审计，相关指标无法计算。

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
盈利能力	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
	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。