

# 737MAX 停飞事件发酵，国内航司短期影响有限

## ——交通运输行业周报 20190317

行业周报

### ◆核心观点:

**737MAX 停飞对国内航司短期影响有限。**国内运输飞机总数大约 3400 架，737max 目前国内保有量 96 架，占有率不到 3%。市场有观点认为停飞带来的供给下降会导致机票价格上涨，我们认为短期影响有限。我们把飞机航线分为两个部分，盈利航线与不盈利航线。737MAX 停飞，航司通常情况下会把不盈利航线的飞机调动至盈利航线。对于盈利航线，供给没有减少，票价不变；不盈利航线有较多是供给过剩航线，运力减少带来的票价上涨弹性较低，考虑到暑运之前是国内航空市场淡季，整体来看对国内航司短期影响不大。

**737MAX 停飞对国内航司长期影响有待观察。**根据目前媒体报道分析，波音未来会修复 737MAX 飞机的软件 bug，不需要对飞机进行大规模的维修或改装。考虑到埃航空难后波音已经开始解决相关问题，我们预计停飞事件在未来半年内可以尘埃落定。假设停飞事件在未来半年内解决，国内航司的新 737MAX 飞机交付时间可能会延误 3-6 个月，三大航机队规模较大，少量飞机延迟交付的冲击较小；假设停飞事件在半年内无法圆满解决，国内航司必定会选择替代方案，把未交付的 737MAX 订单转换为其他机型，这样可能会造成未来两年国内航司机队扩张速度下降，具体影响程度取决于波音、空客的替代机型产能。

### ◆投资建议:

737MAX 停飞事件发酵，如果波音公司不能在短期给出令市场满意的解决方案，供给短缺预期升温可能带动机票涨价预期上升进而推高航空股股价，建议关注航空板块。

### ◆数据回顾:

2019 年第十二周，交通运输行业指数有所回升，涨了 3.41%。沪深 300 指数涨幅为 2.39 个百分点。分子行业看，机场、航运、高速和航空都有不同程度的上涨，涨幅分别为 2.67%，3.74%，4.12%，4.52%；公交板块领跑行业，周涨幅达到了 7.89%。

航运周度数据梳理：（1）波罗的海干散货指数 BDI 报收于 730 点，周涨幅 12.48%；（2）BDTI 收于 737 点，周跌幅 0.67%；（3）中国沿海干散货运价指数 CCBFI 收于 995.34 点，周跌幅 2.26%；（4）中国出口集装箱运价指数 CCFI 收于 821.04 点，周跌幅 1.14%。

### ◆风险分析:

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降。

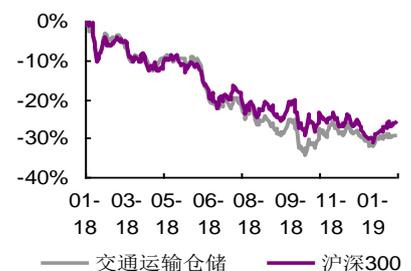
## 增持（维持）

### 分析师

陆达 (执业证书编号：S0930518120004)  
021-52523798  
[luda@ebsec.com](mailto:luda@ebsec.com)

程新星 (执业证书编号：S0930518120002)  
021-52523841  
[chengxx@ebsec.com](mailto:chengxx@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

铁路改革步步为营，估值修复行情可期——广深铁路（601333.SH）投资价值分析报告……2019-03-12  
从基建角度看收费公路新修订稿——《收费公路管理条例(修订草案)》点评……2018-12-24  
合纵连横进入新时期，三大航各自突围——航空行业深度研究报告……2018-12-19

## 1、周报观点及新闻回顾

### 1.1、737MAX 停飞事件发酵，对国内航司短期影响有限，长期影响有待观察

**737MAX 停飞事件回顾。**2019 年 3 月 10 日，埃塞俄比亚航空一架波音 737MAX 飞机失事，这是 2018 年 10 月 29 日狮航波音 737MAX 飞机失事后第二起与波音 737MAX 飞机有关的空难。随着事件不断发酵，中国、澳大利亚、欧洲、美国、加拿大等国家和地区先后宣布停飞波音 737MAX 飞机。

**737MAX 停飞原因分析。**根据媒体报道分析，此次埃航 737MAX 飞机失事原因可能是由于飞机驾驶系统软件设计不合理，与狮航失事原因有相似之处。虽然波音在狮航失事后更新了 737MAX 飞行操作手册，并要求对飞行员进行相应培训，但埃航空难的发生让大家意识到波音做的补救工作还不够。尽管波音、FAA 坚持 737MAX 飞机在硬件上没有问题，但在中国、欧洲先后宣布停飞后，美国、加拿大最终选择停飞 737MAX。

**737MAX 停飞对国内航司短期影响有限。**目前国内运输飞机总数超过 3400 架，737MAX 国内保有量 96 架，占有率不到 3%。

表 1：中国 737 MAX 机队分布

公司	737MAX 数量	2019 年 2 月底机队总数	737MAX 占比
中国国航	15	637	3.45%
深圳航空	5		
昆明航空	2		
东方航空	3	686	2.04%
上海航空	11		
南方航空	24		
厦门航空	10	843	4.03%
海南航空	11		
福州航空	2		
祥鹏航空	3	472	3.39%
山东航空	7		
九元航空	1		
奥凯航空	2	124 (包含 3 月交付的 737 MAX8)	5.65%
		17 (吉祥、九元共运营 88 架飞机)	1.14%
		31	6.45%

资料来源：民航资源网，各公司公告，光大证券研究所

市场有观点认为停飞带来的供给下降会导致机票价格上涨，我们认为短期影响有限。我们把飞机航线分为两个部分，盈利航线与不盈利航线。737MAX 停飞，航司通常情况下会把不盈利航线的飞机调动至盈利航线。对于盈利航线，供给没有减少，票价不变；不盈利航线有较多是供给过剩航线，运力减少带来的票价上涨弹性较低，考虑到暑运之前是国内航空市场淡季，整体来看对国内航司短期影响不大。

**737MAX 停飞对国内航司长期影响有待观察。**根据目前媒体报道分析，波音未来会修复 737MAX 飞机的软件 bug，不需要对飞机进行大规模的维修或改

装。考虑到埃航空难后波音已经开始解决相关问题，我们预计停飞事件在未来半年内可以尘埃落定。

假设停飞事件在未来半年内解决，国内航司的新 737MAX 飞机交付时间可能会延误 3-6 个月，三大航机队规模较大，少量飞机延迟交付的冲击较小；假设停飞事件在半年内无法圆满解决，国内航司必定会选择替代方案，把未交付的 737MAX 订单转换为其他机型，这样可能会造成未来两年国内航司机队扩张速度下降，具体影响程度取决于波音、空客的替代机型产能。

## 1.2、顺丰发布 18 年报，建议长期关注

本周五顺丰发布 2018 年年报，报告期公司实现收入 909.43 亿，同比增长 27.60%，扣非净利润 34.84 亿，同比下滑 5.92%。分收入看来，高端时效产品占总收入 58.67%，但增速仅为 14.30%；电商件为主的经济件占总收入 22.43%，增速达到 37.63%；其他新业态快运、冷运、同城、国际件等分别增长 83%、85%、172%、29%，保持了较快速度增长。同时，总营业成本同比增长 31.17%，高于收入增速，其中占比 58% 的外包成本增长 41.98%；综合来看顺丰 2019 年毛利率为 17.92%，同比下降 2.15 个百分点。我们认为 18 年顺丰业绩反映出公司当前面临两方面压力：一方面是加盟快递在逐步向高端件延伸对顺丰增速产生负面影响，另一方面是顺丰的新业务仍在培育期盈利能力较弱。我们认为由于新业务仍处于发展期，经历阵痛在所难免，但物流作为规模效应极强的行业，未来随着体系成熟且业务量增长，顺丰的几项新业务有望逐个实现盈利，为公司带来新的增长点，建议长期关注。

## 1.3、铁路改革步步为营，估值修复行情可期-推荐广深铁路 (601333.SH)

**新建铁路虽有分流，收入增长仍可期待。**广深一带铁路布局密集，公司客运业务虽受新建铁路分流，但我们认为公司收入仍有增长空间，主要原因如下：1、运营线路中自主定价业务部分，收入有上涨空间；2、路网清算收入受益于铁路货运新清算准则实施，公司 18 年上半年路网清算收入同比增长 63%，未来有望保持增长；3 公司目前接受其他铁路单位委托运营合计 9 条铁路，受益于粤港澳大湾区未来新建高速铁路和城际铁路的投入运营，公司提供铁路运营服务的区域可能会继续扩大。

**营收成本局部承压，悲观预期充分反应。**公司 18 年收入、成本主要受到以下因素冲击：1、广深港高铁香港段通车冲击公司直通车业务；2、公司 2017 年开始对自有动车组进行大修，其中 17 年完成 13 组、18 年完成 7 组，短期成本有较大提升。我们分析认为 1、直通车业务收入占比较低（2018 年上半年收入占比仅为 2.77%），虽受高铁冲击但影响有限；2、预计 18 年公司固定资产折旧与维修及线路绿化费用合计与 2017 年持平，19 年维修及线路绿化费用能减少 1 亿以上，大修对公司成本的冲击有望减弱。

**铁路改革步步为营，利好兑现有望加速。**土地资源综合开发方面，2018 年 8 月公司委托广铁置业公司开展广州东货场土地综合开发项目前期工作；京沪高铁上市是铁路系统公司证券化的标志性事件，公司有望受益于铁路系

统公司证券化率整体提升；铁路普通客运票价近 24 年未作上调，如果基本票价率上调，公司盈利弹性巨大。

铁路在中国属于垄断行业，广深铁路未来营收仍有增长空间；公司是铁路客运唯一上市公司，随着铁路改革逐渐深入，公司或从中受益。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 11.65 亿、17.70 亿、13.62 亿，对应 EPS 分别为 0.16、0.25、0.19 元。我们给予 A 股 2019 年 1 倍 PB 估值，对应股价 4.30 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 1.4、重点行业新闻回顾

### 波音计划未来一周到 10 天内发布 737MAX 升级软件

2019 年 3 月 16 日，据外媒报道，航空业界消息人士透露，美国波音公司将为 737 MAX 系列客机的防失速系统(MCAS)升级软件。报道称，上述防失速系统与 2018 年 10 月印尼狮子航空坠机事故有所牵连，但消息人士指出，目前该系统是否与埃塞俄比亚航空失事相关尚不得而知。这名消息人士表示，软件升级仅需大约 2 小时即可完成安装。

新闻来源：中国新闻网

### 波音：暂停 737MAX 交付 但生产照常进行

美国当地媒体 ktvz 报道，当地时间 3 月 14 日晚些时候波音公司宣布暂缓 737MAX 交付的决定。波音公司表示，鉴于美国 and 全球其他国家都暂停 737MAX 飞机运行，波音将暂缓 737MAX 交付。不过，波音公司同时宣布仍保持 737MAX 的生产进度，

新闻来源：民航资源网

### 迪拜国际机场连续 4 年成为国际客运量最大机场

国际机场理事会近日发布的报告显示，阿联酋迪拜国际机场 2018 年国际客运吞吐量超过 8880 万人次，连续第 4 年成为全球国际客运量最大的国际机场。

新闻来源：新华网

### 海航控股出售葡萄牙航空 9%股权及 2 架飞机

14 日晚间，海航控股（600221，SH）宣布以共计 5500 万美元的价格，向两个受让方共计转让全资孙公司 Hainan Airlines Civil Aviation Investment Limited（以下简称 Hainan Airlines Civil Aviation）全部股权，后者的底层资产对应葡萄牙航空公司 9%股权。与此同时，海航控股也宣布以 2750 万美元出售 2 架自有 B737-800 飞机。

新闻来源：公司公告

### 国泰航空 2018 年净利润 23 亿港元

国泰航空公布全年业绩，2018 年，国泰航空全年营业收入为 1110.6 亿港元，同比上涨 14.2%。股东应占溢利达 23.45 亿港元，与上年同期亏损 12.59 亿港元相比，实现扭亏为盈。每股基本盈利为 59.6 港仙。也扭转此前两年亏损局面。

新闻来源：公司公告

### 埃塞俄比亚航空飞机坠机，多国停飞 737 MAX 飞机

面对不断加剧的压力，美国总统特朗普于 3 月 13 日表示，美国政府将下令停飞波音 737 MAX 飞机，直到收集到更多关于埃塞俄比亚航空飞机坠机的信息。

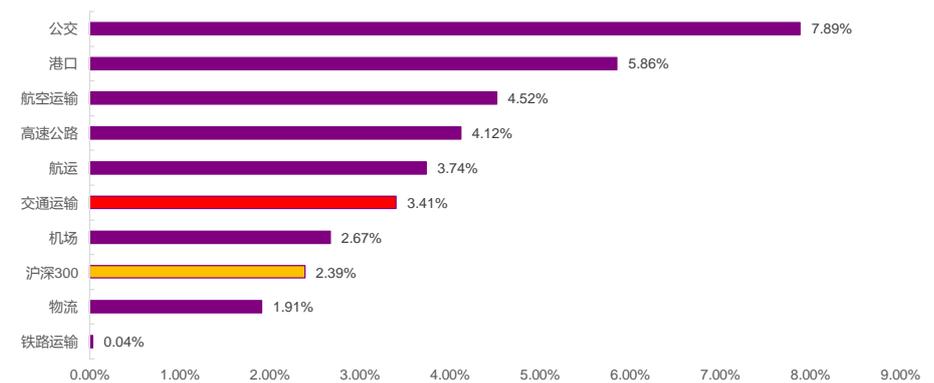
到目前为止，美国、加拿大、欧洲、澳大利亚、中国等国家或地区宣布波音 737 MAX 飞机停飞。

新闻来源：CCTV 等

## 2、行情回顾

2019 年第十二周，交通运输行业指数有所回升，涨了 3.41%。沪深 300 指数涨幅为 2.39 个百分点。分子行业看，机场、航运、高速和航空都有不同程度的上涨，涨幅分别为 2.67%，3.74%，4.12%，4.52%；公交板块领跑行业，周涨幅达到了 7.89%。

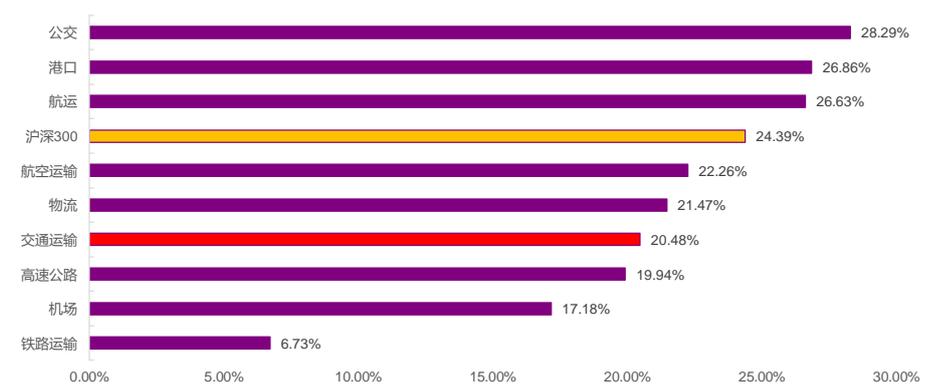
图 1：周度涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019 年前十二周，交运板块上涨 20.48%，落后沪深 300 指数 3.91 个百分点，但所有子板块均继续保持正收益，其中航运、港口和公交三大板块表现相对优秀，年初至今分别上涨 26.63%、26.86%和 28.29%。

图 2：2019 年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3、航运周度数据跟踪

图 3：波罗的海干散货指数报收于 730，周涨幅 12.48%（数据截止 2019/03/15）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：波罗的海原油油轮运价指数报收于 737，周跌幅 0.67%（数据截止 2019/03/14）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：中国沿海干散货运价指数收于 995.34，周跌幅 2.26%（数据截止 2019/03/15）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：中国沿海集装箱运价指数收于 821.04，周跌幅 1.14%（数据截止 2019/03/15）



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 4、风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼