

中美第一阶段经贸协议文本达成一致，航司或受益于汇率企稳

——交通运输行业周报 20191215

行业周报

◆核心观点

737MAX 今年无法复飞，波音公司压力巨大。波音公司在12月12日承认，2019年波音公司将无法获得美国联邦航空管理局的批准将737 MAX复飞。波音将与美国联邦航空局合作，按照他们的要求和时间表，将努力在2020年让737Max恢复飞行。

理论上737MAX复飞会增加行业供给，在其他因素不变的情况下，会带来机票价格的下降。但综合考虑航空公司的运营模式，只要机票价格高于航班的变动成本即可产生边际贡献，而且在航空需求旺季，供给增加能给航司带来巨大的增量收益。所以整体来看，如果737MAX复飞，对航司来说是“利大于弊”。

中美第一阶段经贸协议文本达成一致，人民币汇率短期有望企稳。今年以来，人民币汇率波动受中美贸易争端的影响较大。中美第一阶段经贸协议文本达成一致后，人民币汇率短期有望企稳。以人民币美元汇率中间价计，2018年人民币兑美元汇率贬值幅度约5%，今年以来人民币兑美元汇率贬值幅度约2.22%，航司汇兑损益边际改善明显，三大航由于经营租赁进表导致对人民币汇率的敏感程度更高。

◆投资建议

737MAX今年无法复飞，供需弱平衡格局继续维持；中美第一阶段经贸协议文本达成一致，人民币汇率短期有望企稳，航司或直接受益，我们维持行业“增持”评级，推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空。

◆数据回顾

2019年第五十周，交通运输行业指数上涨0.96%。沪深300指数上涨1.69%，跑赢交通运输行业指数低0.72个百分点。分子行业看，所有子行业中仅物流、公交出现下跌；航空、航运、公路行业涨幅居前，跌幅分别为2.86%、1.61%、1.38%。

航运周度数据梳理：（1）波罗的海干散货指数报收于1355，周跌幅13.03%；（2）波罗的海原油油轮运价指数报收于1440，周涨幅9.51%；（3）中国沿海干散货运价指数报收于1199.98，周涨幅3.76%；（4）中国沿海集装箱运价指数报收于836.55，周涨幅1.68%。（数据截止2019/12/13）

◆风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降；中美贸易摩擦持续发酵，人民币汇率出现巨幅波动；原油价格大幅上涨。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
601111	中国国航	8.93	0.51	0.58	0.70	15	14	12	增持
600029	南方航空	6.86	0.24	0.45	0.57	27	15	11	增持
600115	东方航空	5.45	0.19	0.32	0.42	25	16	12	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月13日

增持（维持）

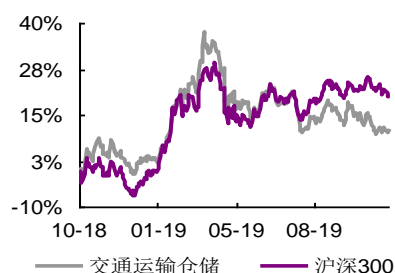
分析师

程新星（执业证书编号：S0930518120002）

021-52523841

chengxx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

把握区位优势，布局核心资产——交通运输行业2020年投资策略报告

.....2019-11-30

10月客运运营数据略有下滑，未来有望改善——航空运输业2019年10月经营数据点评

.....2019-11-17

香港事件负面影响有限，三大航运营数据保持平稳增长——航空运输业2019年9月经营数据点评

.....2019-10-16

大器晚成，未尝不可——机场行业框架研究深度报告

.....2019-09-22

1、周报观点及新闻回顾

1.1、737MAX 今年无法复飞，波音公司压力巨大

波音公司在 12 月 12 日承认，2019 年波音公司将无法获得美国联邦航空管理局的批准将 737 MAX 复飞。波音将与美国联邦航空局合作，按照他们的要求和时间表，将努力在 2020 年让 737Max 恢复飞行。

由于 737MAX 复飞的不确定性，波音一直保持着每月 42 架的生产速度，波音计划在 737MAX 复飞后将产量提升至 47 架，之后再逐步提升至每月 57 架。波音今年前 11 个月交付了 345 架飞机，相较于去年同期的 704 架减少了一半。

737MAX 复飞不断推迟，给波音公司带来了巨大的经济损失，同时也在不断消耗公众对波音公司以及 737MAX 飞机本身的信心。对于波音公司来说，公司无法在短时间设计制造出一款新的机型来代替 737MAX，不惜一切代价推进 737MAX 复飞是公司唯一的选择。结合今年以来波音公司的工作进展以及各大监管机构的态度，我们认为 737MAX 在 2020 年复飞是大概率事件。

理论上 737MAX 复飞会增加行业供给，在其他因素不变的情况下，会带来机票价格的下降。但综合考虑航空公司的运营模式，只要机票价格高于航班的变动成本即可产生边际贡献，而且在航空需求旺季，供给增加能给航司带来巨大的增量收益。所以整体来看，如果 737MAX 复飞，对航司来说是“利大于弊”。

1.2、中美第一阶段经贸协议文本达成一致，人民币汇率短期有望企稳

12 月 13 日，中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。待完成法律审核、翻译校对等必要的程序后，会正式签署协议。

12 月 15 日，国务院关税税则委员会决定，对原计划于 12 月 15 日 12 时 01 分起加征关税的原产于美国的部分进口商品，暂不征收 10%、5% 关税，对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。除上述措施外，其他对美加征关税措施继续按规定执行，对美加征关税商品排除工作继续开展。

今年以来，人民币汇率波动受中美贸易争端的影响较大。中美第一阶段经贸协议文本达成一致后，人民币汇率短期有望企稳。以人民币美元汇率中间价计，2018 年人民币兑美元汇率贬值幅度约 5%，今年以来人民币兑美元汇率贬值幅度约 2.22%，航司汇兑损益边际改善明显，三大航由于经营租赁进表导致对人民币汇率的敏感程度更高。

18 年底，人民币兑美元汇率每升值或贬值 1%，会导致国航、东航、南航 18 年底净利润增加或减少 2.28 亿、1.78 亿、1.95 亿元；19 年 6 月底，

国航、东航、南航的人民币汇率弹性分别上涨至 4.80 亿、3.13 亿、5.17 亿元。

表 1：三大航外币负债占比变化

公司	币种	2019 年 6 月底		2018 年 12 月底		2016 年 6 月底		2017 年 12 月底	
		负债金额 (百万)	负债占比	负债金额 (百万)	负债占比	负债金额 (百万)	负债占比	负债金额 (百万)	负债占比
国航	美元	60,411	44.19%	66,023	48.43%	37,102	37.48%	38,719	40.84%
	人民币	74,682	54.63%	68,549	50.28%	60,379	60.99%	54,831	57.84%
	其他	1,609	1.18%	1,757	1.29%	1,511	1.53%	1,249	1.32%
	合计	136,702	100%	136,329	100%	98,991	100%	94,799	100%
东航	美元	48,882	28.67%	28,515	21.51%	32,108	24.02%	36,809	28.17%
	欧元	3,313	1.94%	3,566	2.69%	5,279	3.95%	4,921	3.77%
	人民币	110,277	64.68%	92,497	69.77%	88,422	66.14%	83,880	64.19%
	其他	8,032	4.71%	8,001	6.03%	7,878	5.89%	5,059	3.87%
	合计	170,504	100%	132,579	100%	133,687	100%	130,669	100%
南航	美元	77,740	42.66%	33,677	26.59%	39,968	32.11%	39,875	34.31%
	人民币	99,088	54.37%	87,333	68.96%	78,701	63.23%	70,201	60.41%
	其他	5,410	2.97%	5,628	4.44%	5,792	4.65%	6,135	5.28%
	合计	182,238	100%	126,638	100%	124,461	100%	116,211	100%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

1.3、重点行业新闻回顾

11 月航空客运市场增速略有回升，航空货运市场保持良好增长态势

中国民航局公布 11 月运营数据，我国航空运输市场总体保持增长态势。11 月，全行业完成运输总周转量 107.1 亿吨公里，同比增长 6.1%，其中，国内、国际航线分别完成 68.5 亿吨公里、38.6 亿吨公里，同比分别增长 5.5%、7.0%。1-11 月，全行业共完成运输总周转量 1184.7 亿吨公里，同比增长 7.4%。

航空客运市场增速略有回升。11 月，全行业共完成旅客运输量 5305.8 万人次，同比增长 6.0%，增速较上月提高 0.7 个百分点。其中，国内、国际航线分别完成 4715.4 万人次、590.4 万人次，同比分别增长 4.7%、17.3%。1-11 月，全行业共完成旅客运输量 6.1 亿人次，同比增长 8.1%。

航空货运市场保持良好增长态势。11 月，全行业共完成货邮运输量 70.0 万吨，同比增长 5.7%，增速较上月提高 0.4 个百分点，其中，国内、国际航线分别完成 47.6 万吨、22.3 万吨，同比分别增长 7.3%、2.3%。1-11 月，全行业共完成货邮运输量 681.3 万吨，同比增长 1.5%。

截至 11 月底，全行业机队规模达到 6433 架。其中，运输飞机为 3786 架，通用航空器为 2647 架。11 月，全行业运输飞机日利用率为 9.2 小时，同比持平；正班客座率为 81.5%，正班载运率为 71.7%。11 月份，民航业实现运输航空飞行 101 万小时，同比增长 4.5%；通用航空飞行 9.7 万小时，同比增长 18.7%。未发生运输航空事故，全行业安全生产继续保持平稳态势。截至 11 月底，全行业运输航空实现持续安全飞行 111 个月、7965 万小时。

11 月份，民航业共保障各类飞行 481105 班，日均 16037 班，日均同比增加 2.73%，日均环比下降 2.34%。全国航班正常率 88.70%，同比提高 3.3 个百分点，环比提高 1.5 个百分点；机场放行正常率 89.44%，同比提高 3.32 个百分点，环比提高 0.72 个百分点。

11 月份航班延误的主要原因是空域用户活动、不利天气和航空公司自身原因，其中，空域用户活动原因占全部延误航班的 42.60%，天气原因占 34.22%，公司自身原因占 18.27%。

(新闻来源：民航总局)

民航总局预测，2020 年春运民航旅客运输量将再创历史新高

根据预测，2020 年春运民航旅客运输量将再创历史新高，预计达 7900 万人次，同比增长约 8.4%。高峰期间，民航日均保障航班量将在 1.6 万架次以上，增长率居各运输方式之首。

从截至目前的预订数据来看，2020 年春运期间民航全市场旅客预订量 931.57 万人次，同比增长 13.9%，增速较上年同期大幅提升 10.9 个百分点。其中，国内市场同比增长 23.95%，增速较上年同期大幅提升 21.24 个百分点；国际市场同比增长 9.54%，增速较上年同期上升 4.98 个百分点；港澳台市场同比下降 18.95%，较上年同期预订量大幅回落。

预计 2020 年春运民航出境目的地国家旅客预测量排名前三的为日本、泰国、韩国。出境目的地国家旅客运输量同比增长排名前三的为菲律宾、越南、日本。此外，中法航线旅客也将平稳持续增长。但中美、中澳航线可能将迎来近四年首次运力和旅客预订量增长同步下滑。

(新闻来源：民航总局)

国际航空运输协会预期 2020 年全球航空运输业净利润将同比上涨

国际航空运输协会预期 2020 年全球航空运输业净利润将达 293 亿美元，高于 2019 年的净利润——259 亿美元（6 月份预测为 280 亿美元）。如达成预期，2020 年将成为全球航空运输业连续盈利的第 11 年。主要原因是全球经济增速回升以及成本的改善。

亚太航空公司受益于全球贸易和航空货运的温和复苏，2020 年预期净利润 60 亿美元，高于 2019 年的 49 亿美元，净利润率 2.2%。亚洲仍是全球制造中心，众多亚洲航空公司相当一部分销售收入源于货物运输。贸易战或将告一段落；贸易关税亦不可逆转。因此，贸易和货运量将温和增长。预计每位旅客的净利润为 3.34 美元。

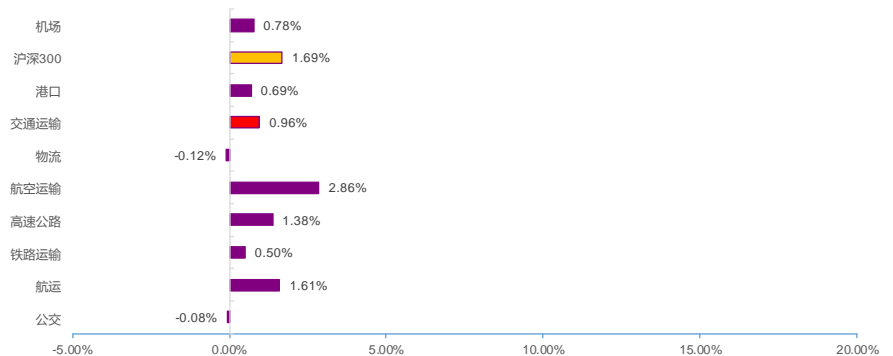
从全球范围看来，每位离港旅客创造的平均净利润为 6.20 美元（2019 年为 5.42 美元）。2019 年，北美地区航空公司盈利能力显著提升，使得航空公司可以在每一位旅客身上获得 6.0% 的净利润率，达到 16 美元。相比之下欧洲航空公司在每位旅客身上只能获得 3.6% 净利润率，即 6.40 美元，亚太地区航空公司在这一数据上则只能达到 2.2%，只有 3.34 美元。

(新闻来源：IATA)

2、行情回顾

2019年第五十周，交通运输行业指数上涨0.96%。沪深300指数上涨1.69%，跑赢交通运输行业指数低0.72个百分点。分子行业看，所有子行业中仅物流、公交出现下跌；航空、航运、公路行业涨幅居前，跌幅分别为2.86%、1.61%、1.38%。

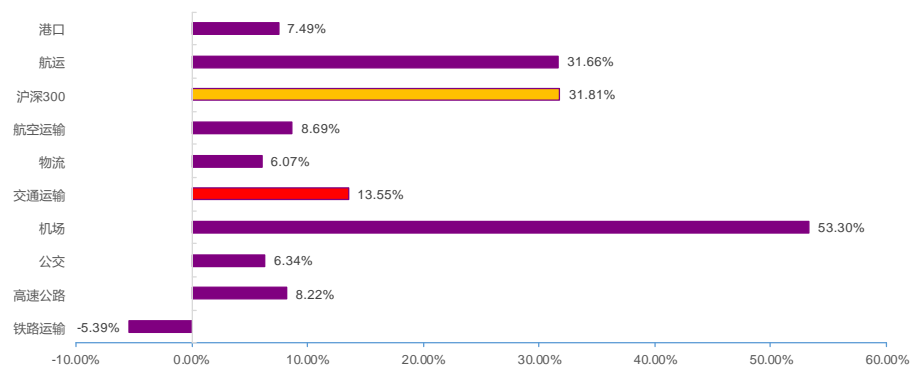
图1：交运子行业周度涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

2019年前五十周，交运板块上涨13.55%，涨幅低于沪深300指数18.25个百分点。除铁路运输外，其他子板块均继续保持正收益，其中机场、航运和航空三大板块表现最为优秀，年初至今分别上涨53.30%、31.66%和8.69%。

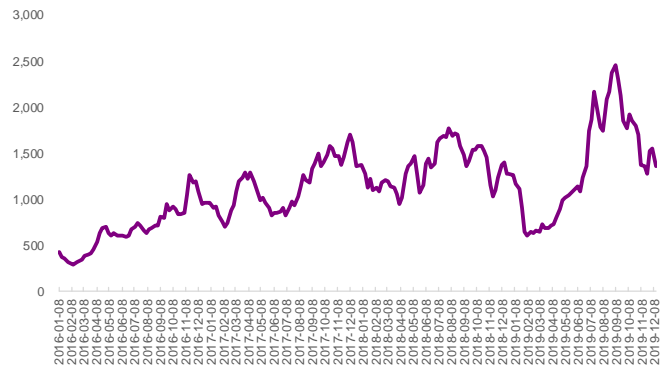
图2：交运子行业2019年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所

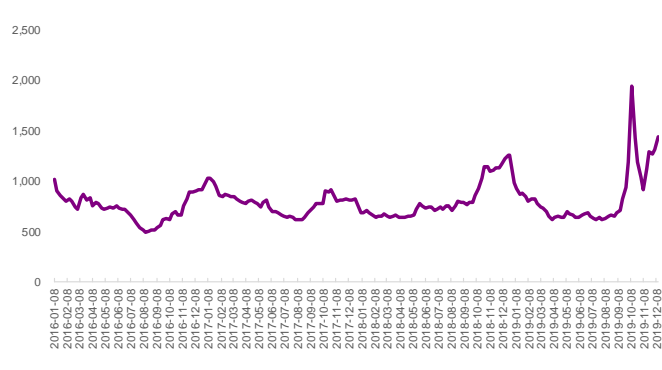
3、航运周度数据跟踪

图 3: 波罗的海干散货指数报收于 1355, 周跌幅 13.03% (数据截止 2019/12/13)



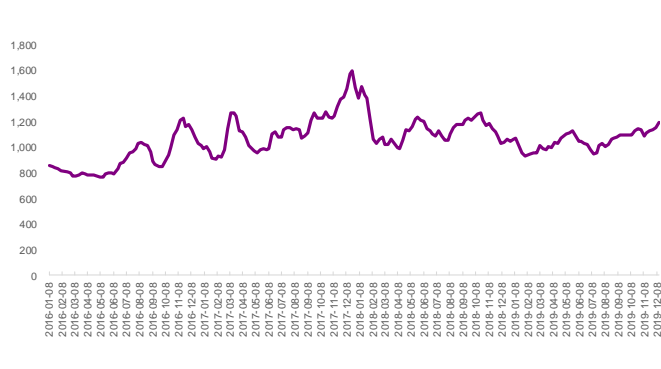
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 波罗的海原油油轮运价指数报收于 1440, 周涨幅 9.51% (数据截止 2019/12/13)



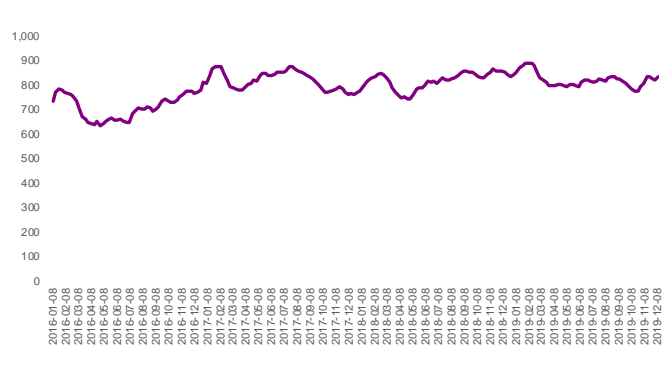
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 中国沿海干散货运价指数报收于 1199.98, 周涨幅 3.76% (数据截止 2019/12/13)



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报收于 836.55, 周涨幅 1.68% (数据截止 2019/12/13)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

4、投资建议

737MAX 今年无法复飞, 供需弱平衡格局继续维持; 中美第一阶段经贸协议文本达成一致, 人民币汇率短期有望企稳, 航司或直接受益, 我们维持行业“增持”评级, 推荐收入成本弹性较大的中国国航、东方航空、南方航空。

5、风险分析

宏观经济大幅下滑导致的行业需求下降; 中美贸易摩擦持续发酵, 人民币汇率出现巨幅波动; 原油价格大幅上涨。

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见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