

航空航天设备

署名人: 李勤

S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

洪都航空

600316

推荐

猎鹰即将腾飞

6-12个月目标价: 36.50元

当前股价: 32.03元

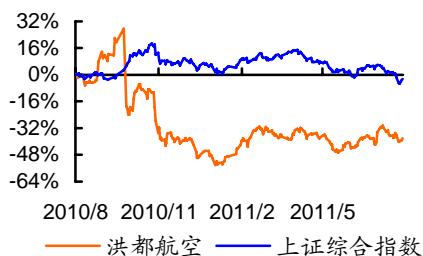
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2593.17
总股本(百万)	717
流通股本(百万)	676
流通市值(亿)	217
EPS (TTM)	0.17
每股净资产(元)	6.58
资产负债率	25.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洪都航空	6.70	0.63	11.66
上证综合指数	-5.86	-8.82	-8.28



相关报告

- 《洪都航空-公告否认防务资产注入, 面临调整压力》2010-11-11
- 《洪都航空-3季报业绩下降, 关注高级教练机的进展》2010-10-28
- 《洪都航空-国内外航空产品此消彼涨, 投资收益是中期业绩增长的主要因素》

投资要点:

- **L15 猎鹰将批量生产** L15 猎鹰是公司重点发展的三代高级教练机, 在全球三代机逐渐普及的情况下, 三代教练机市场将逐渐打开, 预计未来 10 年国内市场 L15 教练机需求量 200 架左右, 加上出口可望达到 400 架, 总需求量有望达到 600 架。
 - **公司是国内最具活力的飞机生产商** 洪都航空是中国市场化程度最高的飞机制造公司, 洪都航空原属于中国航空工业二集团, 在资金供给、支持力度、重视程度、待遇上低于中航一集团。公司原有拳头产品强 5 攻击机是 60 年代产品, 在新型作战体系下, 攻击机的作用越来越小, 洪都航空基本上没有得到重点型号的研制经费支持。K8 是洪都航空自筹资金研发的产品, 从经济上来讲是中国最为成功的产品, 远销中东非洲等国家, 是我国仅有的几个能赚钱的外销机种, 曾经销售给埃及 120 架, 创造了中国其他机种难以匹敌的辉煌经济业绩。
 - **猎鹰具有很广阔的市场价值** 猎鹰同样也是洪都航空自筹资金发展的产品, 目前采用乌克兰进口发动机, 公司同样希望通过国际市场带动国内市场。由于全球三代飞机逐渐普及, 就是非洲等第三世界国家新购对象也都倾向于第三代飞机, 因此 L15 的外销仍然是很有市场的。中国的第三代歼 11、歼 10 飞机的飞行员目前都是用战斗机原型进行训练, 非常浪费, 消耗主力战机寿命, 虽然空军原来并不准备采购 L15, 但是在 L15 优良的性能展示出来以后, 空军购买意向浓厚, 与 K8 一样 L15 也是通过产品性能的市场化运作吸引客户, 显示了洪都航空不同于中国其他传统飞机制造企业的特质。
 - **放开低空飞行管制将极大扩展公司未来发展前景** 中国低空飞行管制将在未来 10 年逐步放开, 这将极大地刺激中国人驾驶飞机的热情, 公司自 50 年代以来生产初教 6 共 2600 余架, 培养了数以万计的飞行员, 被誉为中国飞行员的摇篮, 中国逐步放开低空飞行管制将极大地刺激公司初教 6 甚至初教 7 的销量, 提升公司的目标市场容量。
 - **盈利预测与投资建议** 我们预计洪都航空 2011、12、13 年每股收益可以达到 0.37, 0.53, 0.73 元/股, 按 13 年 50 倍 PE 估算, 合理价值 36.50 元, 给予推荐评级。
- 风险提示:**
- 公司 L15 仍然等待乌克兰加力型发动机成功, 存在很大技术风险, 军方采购量波动较大,

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1716	2517	3368	4719
同比(%)	8%	47%	34%	40%
归属母公司净利润(百万元)	146	275	382	524
同比(%)	-26%	88%	39%	37%
毛利率(%)	14.7%	16.9%	18.8%	19.4%
ROE(%)	3.1%	5.7%	7.3%	9.1%
每股收益(元)	0.20	0.38	0.53	0.73
P/E	153.25	81.40	58.71	42.73
P/B	4.75	4.62	4.28	3.89
EV/EBITDA	96	52	37	27

资料来源: 中投证券研究所

目录

1、L15 将成为公司龙头产品	3
2、三代教练机市场广阔	4
3、K8 教练机中期内仍然是公司支柱	8
4、通用航空市场正在逐步打开	10
5 盈利预测	13

图表目录

图表 1：猎鹰 L15 教练机	3
图表 2、猎鹰 L15 教练机	3
图表 3、全球战机需求一览表	4
图表 4、全球主要三代教练机基本情况	7
图表 5：K8 教练机	9
图表 6、国庆 60 周年阅兵，K8 飞跃天安门广场	9
图表 7：洪都航空营业收入构成	10
图表 8、洪都航空境内外收入构成	10
图表 9、低空开放的步骤	11
图表 10：初教 6	12
图表 11、初教 6	12

1、L15 将成为公司龙头产品

长期以来，中国飞行员的训练基本遵循从初级教练机、中级教练机到作战飞机的路子。首先是在航校/训练基地接受两种级别的教练机训练：初级教练机和中级教练机。对所有的飞行员来说，初教6都是飞行的基础，这种这简单的初级教练机非常可靠耐用；然后飞行学员按照未来的方向，主要分为歼击机、强击机、运轰机三个大方向。歼击机飞行员将在 K8 飞机上进行中级训练，主要为上歼-7、歼-8 飞机做准备；强击机飞行员上歼教-5；运轰机的飞行员则在运轰教-7（运7 改型）上进行训练。

由于作战方式的改变，由强击机对地面目标如坦克等进行近距离攻击的模式已经被武装直升机和多用途歼击机所逐渐替代，专门的强击机适用范围逐渐缩小。所以针对强-5 的教练机需求也日渐减少。

2010 年左右，中国空军逐渐形成以苏-27/30 和国产三代歼-10 为主干、部分歼-8II 系列为补充的空战力量。

图表 1：猎鹰 L15 教练机



资料来源：公司年报

图表 2、猎鹰 L15 教练机



三代机为主的空军，现有的训练机型就显得力不从心了。从初级、中级教练机到三代战斗机之间的技术跨越太大，现有的教练机飞行性能与三代战斗机的性能差异过大，基本不能或很难完成训练上的过渡。目前三代战斗机都将装备一定比例的同型双座飞机（比如苏-27 对应苏-27UB、歼-10 对应双座型歼-10），而有些型号本身就是双座型（比如歼轰-7 和苏-30），这样飞行员在进入作战部队后依然可以得到双座机的训练，因此，未来采用“航校初级-航校/训练基地中级-作战部队高级”这样的三级训练体制将会在成本上更有优势，训练周期也能相应缩短，但这对中/高级教练机的要求比较高。

在三代教练机出现以前，中国的飞行员基本上是用主战飞机当教练机用，成本相当昂贵，损耗非常大，极大地消耗了主力战机的寿命。目前国产歼 10 和歼 11 仍然有许多问题需要逐步完善，因此廉价而实用的三代教练机就成为中国空军的需求日益显现出来。

洪都航空针对国内外对三代高级教练机的需求，适时地提出了 L15 (猎鹰) 的研制计划。L15 的发动机采用乌克兰扎波罗热市“伊夫琴科-进步”国家企业的 AI-222-25F，该发动机推力强大，但加力型的量产仍在等待。目前 L15 已经接近成功，只等乌克兰方面提供合格的发动机。

2001 年 2 月，洪都集团公司董事会正式立项研制 L15 高教机。

2003 年 1 月，国防科工委批准 L15 高教机出口产品立项研制。

2003 年 3 月，中航第二集团公司批准 L15 高教机出口立项研制。

2004 年 1 月，中航第二集团公司批准 L15 高教机立项研制。

2006 年，“猎鹰” L15 高级教练机 01 架成功实现了首飞

2008 年 03 架又于 2008 年首飞成功

2008 年 猎鹰参加珠海航展，首次以公开飞行表演的形式全新亮相，并连续飞行 13 个架次

2009 年 11 月 猎鹰参加迪拜航展并进行飞行表演，这是 L15 首次在国外作飞行表演，并成为中国航空工业唯一一款以实物参展的飞机。

2010 年 10 月 06 架猎鹰首飞。

2、三代教练机市场广阔

三代战机相对于二代战机具有难以匹敌的优势，一旦开战，二代战机必然成为相当于三代战机的靶机。从 1991 年代海湾战争，到波黑战争、科索沃战争、伊拉克战争，多次证明了这一点。

第二代战机技术特点是飞行速度实现了超音速，追求高空高速，采用后掠翼、装加力喷气涡喷发动机和简单的雷达瞄准具，开始装备近距离空空导弹，但主要作战武器仍是大口径航炮，主要作战方式仍是近距离格斗，具有较突出的机动性能和爬升率。典型的二代战机有美国的 F102、F106 截击机，F104、F4 战斗机、苏联的 MIG21、MIG23、法国幻影 5、中国的歼 7、歼 8 等

第三代战机的特点是：装备涡轮风扇发动机、先进相控阵雷达、电传操纵控制系统，具备超视距空战能力，兼备对地攻击能力，相对放弃了部分高空高速性能，突出低空低速性能，具有二代战机无法匹敌的机动性。典型的三代战机有美国的 F14、F15、F16、F18，俄罗斯的苏 27，苏 30，MIG-29，法国的阵风、欧洲的台风以及中国歼 10 等。

未来 10 年全球在役和购买的三代战机约有 9000 架左右，按战机和教练机 3: 1 的常用比例，全球三代教练机初步估计约需 3000 架。如果洪都航空能获得 15% 左右的市场份额也应该有 450 架左右。

目前全球计划订购的军机已经达到了 9000 架，当然这中间包括目前仍处在研发阶段的 F35，美国计划采购 1763 架（空军），680 架（海军）。其他各种机型皆已开始量产。其中 95% 以上是 3 代以上战机。

图表 3、全球战机需求一览表

数量	机型	状态	备注
----	----	----	----

美洲					
加拿大	60	F-35	需求		
美国	496	F/A18-E/F	交付	FA18,F14	
	226	F/A18-E/F	未知		
	84	EA18-G	交付	EA6	
	183	F-22A	交付	F15	
	197	F-22A	未知		
	1763	F-35	需求	空军各种机型	
	680	F-35	需求	海军、海军陆战队各种机型	
	欧洲				
法国					
	37		正在交付		
	23		正在交付	海军	
	82		需求	海军	
	152		需求	空军	
德国	180	台风	正在交付	替换F-4F	
意大利	97	台风	正在交付	替换F-16	
	131	F-35	需求		
俄罗斯	58	苏-34	正在交付	替换苏-24	
	50	苏-34	需求	替换苏-24	
	?	T50	需求	第五代战斗机	
英国	232	F-35A	正在交付狂 风	狂风	
	38	“台风” F-35B		海鹞GR.9	
以色列					
	102	F-16I	交付		
	100	F-35	需求		
沙特	72	“台风”	需求		
亚洲					
澳大利亚					
	24	F-18	订购		
	100	F-35	需求	取代F/A-18	
印度	230	苏-30MKI	需求		
	126	M-MRCA	交付中		
	?	幻影2000	需求		
	20	美洲虎IS	需求		
	200?	LCA	交付中		
	40-50	舰载型LCA	需求	取代米格-21比斯	
	12+4	米格-29K	需求		
	30	米格-29KUB	KUB订购	取代海鹞	
日本	60 ~ 100+	F-X	订购	取代虎式或者F-1	
	86	F-2	需求	取代F-4E或者F-15J	
	8	F-2	交付中		
	18	苏-30MKM	需求		

巴基斯坦	150	JF-17	需求
	100	JF-17	交付中
	18	F-16CD	订购
	18	F-16CD	需求
	18	F-16AB	交付中
	25—36	歼-7PG	需求

资料来源：《飞行国际》

世界各国航空机构对高级教练机的市场需求进行了积极预测：

意大利和巴西联合组建的 AMX 国际公司预测未来 20 年，教练机有 3200 架需求。

德国宇航公司（DASA）预测未来 15 年，高级教练机有 2500 架需求。

洛克希德-马丁公司和韩国航空航天工业公司预测未来 20 年，高级教练机有 3000 架需求。

美国专门提供航空航天及防务等信息并专注于长期预测的国际 / DMS 公司预测未来 10 年全球战斗机、攻击机和喷气教练机产量将达到 3369 架，其中高级教练机将占 50% 以上。

俄罗斯预测，电传操纵教练机潜在市场有 3000 架，本国需要 800 架。

已采购或准备采购第三代飞机的第三世界国家，由于经济原因难以购置西方国家新研制的高级教练机，DMS 公司预测仅拉美国家就需要 142 架高级教练机。

目前东南亚、非洲等国家也开始认识到三代战机的重要性，也纷纷采购三代战机，为了节省成本，也必然需要采购物美价廉的三代教练机。尤其是巴基斯坦，是中国的传统客户，也是洪都航空的传统客户，采购 L15 的可能性相当大。洪都航空有望通过国外市场打开国内市场，重新复制 K8 成功的经验。

国内目前在役和计划服役的歼 10、歼 11 战机可能有 600 架左右，需要的三代教练机数量可能在 200 架左右。

由于许多国家主战航空武器装备都在快速更新换代，这对飞行员的训练提出了更新、更高的要求。新一代先进的战斗机都装有电子飞行显示、控制系统，通过卫星或先进的地面辅助设备导航等，因此需要具有高水平的飞行员来驾驶这些飞机，因而各国都把包括教练机、飞行模拟器及其地面系统在内的综合训练系统摆在军事采购计划的重要地位。

高性能的先进战斗机单价的急剧上涨和军费预算开支膨胀的压力，使得军队难以大量采用双座同型教练机进行训练，而趋向于采购价格相对便宜的教练机来进行高性能战斗机的飞行训练，降低训练费用。

各国目前在役的高级教练机大多是 20 世纪 60 至 70 年代研制的飞机，由

于其气动布局、涡喷发动机、机械操纵、寿命短等一系列固有缺陷，其性能无法与第三代、第四代战斗机匹配，而且大部分将达到使用寿命，因而难以满足高效费比地训练第三代、第四代战斗机飞行员的要求。具体表现在：

- 1、无法完成第三代、第四代战斗机大迎角高机动训练科目；
- 2、需要在第三代、第四代战斗机同型教练机上重新适应电传操纵训练；
- 3、使用涡喷发动机，耗油率高，难以保证一次起落完成两个训练科目，增加了训练时间；
- 4、机体与发动机翻修期和总寿命短，训练效费比低；
- 5、飞行性能与第三代、第四代战斗机性能不匹配，淘汰率高；

而具有三代机特点的新一代高级教练机，如 T50、MAKO、雅克 130 等正处于研制和试飞阶段，各国军方现役机种中第三代战斗机的数量也在不断增加，为了提高训练质量、降低训练费用、减少换装前线战斗机所需要的训练时间，使飞行员平稳自然地过渡到现代战斗机上，需要一种设备配置合理、性能优良，既保持与前代教练机衔接合理，又充分满足未来先进战斗机使用要求的新型通用高级教练机，世界上正在形成新一代高级教练机研制热潮。

目前国内与猎鹰竞争的是贵州航空公司的高教-9（或 FTC2000），也就是山鹰。山鹰教练机在性能上与猎鹰有较大差距。严格来说山鹰仍然属于 2 代或 2 代半教练机

高教-9 采用双三角翼正常布局，座舱内安装了多个多功能显示器，在风挡侧面装有训练用模拟空中加油管。虽然外形改变很大，还是可以看出这架飞机还是建立在歼-7 系列的基础上，这在某种程度上限制了飞机性能扩展的余地。山鹰的主要系统及设备动力装置为一台黎阳公司生产的 WP-13F(C)涡轮喷气发动机，最大推力 4400 公斤，全加力推力 6450 公斤。该发动机是 WP-13F 的一种改型，首翻期 300 小时，总寿命 900 小时。对出勤率要求高的教练机而言，山鹰选用耗油率高、噪音大的涡喷发动机是十分明显的弱点，相比于目前国外发展的几种新型中、高级教练机几乎都选用涡扇发动机。贵航表示，山鹰留有改装涡扇发动机的余地，也有这个打算，发动机可能选用 RD-93，但换装 RD-93 对机身改动过大，同时换装所带来的成本上涨也将大大降低其在国内，国际竞争中的价格优势。

总体而言，高教-9 是一个追求廉价、进度的产物。从其性能指标看，其用途目标似乎比较明显，就是尽量模拟苏-27 飞机的性能。其相对于猎鹰的优势在于量产时间早，价格低廉。但如果猎鹰能够及时推出，山鹰快速推出的优势也就不存在了。

图表 4、全球主要三代教练机基本情况

参数	T-50	MAKO	YAK-130	L15
生产国家	美韩	欧洲	俄罗斯	中国
发动机推力	1 × 8081	1 × 9000	2 × 2500	2 × 4200
最大起飞重量	13485	13000	9500	9800
正常起飞重量	8890	9030	6500	6800
最大马赫数	1.4	1.5	0.95	1.4
实用升限M	16800		13500	16000
最大可用迎角			35度	>30度

最大过载	+8/-3	+8/-3	+8/-3	+8/-3
着陆速度KM/H			175	220 ~ 234
起飞滑跑距离 m		450	310	200 ~ 238
着陆滑跑距离 m		760	485	593 ~ 669
寿命（飞行小时）hr	10000		10000	10000
价格（万美元）	2000	1800 ~ 2200	1500	1200

资料来源：千龙军事网 中投证券研究所

3、K8 教练机中期内仍然是公司支柱

K8 教练机可以说是洪都航空最成功的飞机，其产量目前虽然还比不上公司另一个重大标志性产品强-5，但是强-5 是改革开放前完全计划体制的产品，由国家立项、投资，空军也无可选择地购买。而 K8 教练机则是洪都航空公司市场化运作的结果，自筹资金，自找销路，靠技术和产品质量打出一片新天地。成为我国出口量最大的一种机型。

1982 年洪都集团公司开始研制 K-8 中级教练机，结合我国具体情况，洪都集团提出“提高训练效率，降低训练费用”的研制思路，基本性能要求和适应不同国家需要的两种训练体制。1986 年，洪都与巴基斯坦合作研制教-8。巴基斯坦方面投资了 25%，并负责生产前机身等部位。K-8 的英文编号 K-8 的 K 即代表中巴交界的卡拉昆仑山 Karakorum，而非教练机的 L 字头。

1987 年 7 月，K-8 开始具体设计。89 年 1 月开始制造原型机，共制造 5 架原型机(3 架试飞，2 架用于静力试验)，001 与 003 号原型机分别于 1990 年 11 月 26 日和 91 年 10 月首飞。K-8 分为国内型和外销型号。2001 年 K-8 飞机研制获国家科技进步一等奖。

洪都提出了“高低速兼顾；良好的机动性能和失速特性；良好的视野和舒适的座舱环境”等具体计划，并确定了以世界现代科技的综合为 K-8 研制的基础，而非一味强调自力更生。因此 K-8 初生时，已经大量借鉴国外的先进经验和成熟技术。

图表 5: K8 教练机



图表 6、国庆 60 周年阅兵，K8 飞跃天安门广场



资料来源：公司年报

K-8 在开始研制的时候必须为适应巴基斯坦空军的要求而设计。所以配置方案选择马丁·贝克座椅、西方电子飞行仪表系统、仪表着陆系统、塔康导航系统及电台等国际航空市场上的成熟产品，与美国宇航设备公司合作配装了高效环控系统，与美国盖瑞特公司合作设计进排气系统。K-8 的疲劳寿命为 8000 飞行小时。1994 年 9 月，巴基斯坦空军接受了 6 架预生产型飞机(图)，到 96 年年底为止，共生产 21 架。

K-8 成功出口到巴基斯坦、缅甸、赞比亚、纳米比亚等国家，为国家赚取了不少外汇，是我国仅有的几个能赚钱的外销机种之一。

1999 年洪都航空集团击败捷克著名的 L39 和意大利的 S-211A，与埃及签署和埃及签署了合同，一次性出口 80 架 K-8E 飞机的生产组装线，这也是中国航空工业出口数量最多、金额最大的项目，后又追加了 40 架飞机的合同。目前 K-8E 已全面进入埃及初级训练层面，实现了替代 L39 的目标。

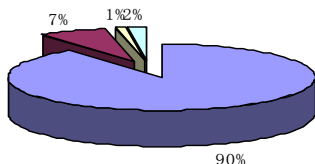
K-8 出口型装一台 TFE731-2A 涡轮风扇喷气发动机，推力 16.01 千牛。

80 年代末推出 K8 时，国内主力空军机型以二代及二代不到的 J6 和 J7 为主。K8 这种中教机可以非常好的模拟训练低空低速的战术机动动作，但当时空战思想还停留在陈旧的“高空高速截击”上，并且当时空军中“飞行训练费效比”的概念也不清晰，所以空军没有大量采购。但现在中国国空军已经成为 K8 教练机系列产品的最大用户。

图表 7：洪都航空营业收入构成

洪都航空2010年营业收入构成

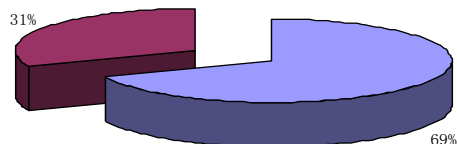
■ 航空产品 ■ 技术协作 □ 通航服务 □ 车轴产品



图表 8、洪都航空境内外收入构成

洪都航空境内外收入

■ 境内 ■ 境外



资料来源：公司年报

2010年，K-8飞机已对外出口交付270余架，占据全球中级教练机市场70%以上的份额。近10年来，K8系列飞机出口交付占到全世界同类教练机出口贸易总量的70%。

1999年K8出口埃及时，单价为350万美元左右，现在约500万美元/架。

全球各国，尤其第3世界国家，仍然具有大量的二代战机，所以性能优异的中级教练机仍有广泛的需求，同时中国空军即使大量装备三代战机，但作为初级教练机和高级教练机之间过渡，中级教练机也还是存在一定的需求。因此K8教练机未来很长一段时期内仍然是支持公司业绩的支柱产品。

4、通用航空市场正在逐步打开

2010年11月，国务院、中央军委印发《关于深化我国低空空域管理改革的意见》，对深化我国低空空域管理改革作出部署。这样，大众期盼已久的低空开放正式拉开帷幕。

《意见》指出，低空空域是通用航空活动的主要区域，深化低空空域管理改革，是大力发展通用航空、繁荣我国航空业的重要举措，是促进我国经济社会发展的迫切需要。适时、有序地推进和深化低空空域管理改革，有利于充分开发利用低空空域资源，促进通用航空事业、航空制造业和综合交通运输体系的发展，对全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化建设具有十分重要的意义。

《意见》确定了深化低空空域管理改革的总体目标、阶段步骤和主要任务。

总体目标

通过5至10年的全面建设和深化改革，在低空空域管理领域建立起科学的理论体系、法规标准体系、运行管理体系和服务保障体系，逐步形成一整套

既有中国特色又符合低空空域管理规律的组织模式、制度安排和运作方式，充分开发和有效利用低空空域资源。

图表 9、低空开放的步骤

阶段	时间	任务
试点阶段	2011年前	在局部地区进行改革试点，探索低空空域管理改革的经验做法，为全面推进低空空域管理改革奠定基础；
推广阶段	2011-2015年	在全国推广改革试点，逐步形成政府监管、行业指导、市场化运作、全国一体的低空空域运行管理和服务保障体系；
深化阶段	2016-2020年	进一步深化改革，使低空空域管理体制机制先进合理、法规标准科学完善、运行管理高效顺畅、服务保障体系完备可靠，低空空域资源得到科学合理开发利用。

资料来源：《关于深化我国低空空域管理改革的意见》

国务院和中央军委的《意见》对繁荣我国通用航空业有着划时代的意义。由于长期以来的低空领域管制，我国通用航空业规模相当小，低空领域开放将开启一个具有宏大规模的新兴产业。

美国的通用飞机数量约 23 万架，其中以交通为主要功能的，约占 90%，通航飞行员 50 万名；通用航空机场 1.68 万个，约占全国各类机场的 96%；通用航空年飞行 2800 余万小时，约占民用航空总飞行时间的 80%；每年提供超过 126.5 万个工作岗位，年产值超过 1500 亿美元。

即使是像南非和巴西这样的发展中国家，也拥有 10000 架以上的通用航空飞机。

而中国通用航空飞机不足 1000 架（截至 2009 年底）；颁证通用航空机场 70 多个，直接从业人员 8000 多人，年产值 17.9 亿元人民币，我国通用飞机在册数量仅占全部航空器的 13%左右，每百万人拥有不足 0.5 架，国产化程度不足 40%。

随着中国经济的快速发展，中国人的财富迅速增长，全国有 96 万千万富豪和 6 万亿富豪，未来私人螺旋桨固定翼飞机和直升机将成为中国新富豪的追逐目标，同时还会有大量次级富豪追求小型固定翼飞机和直升机的驾照。

保守估计，2015 年中国将需要 1997 架作业通用飞机和 1415 架培训及私人飞机，复合增长率 21%，中国通用飞机到 2020 年市场保有量总架数为 10000 架左右。

洪都航空一直是我国初级教练机的重点生产厂家，公司生产的初教 6 已经为我国培养了数以万计的飞行员，被誉为我国飞行员的摇篮。至今仍然是我国空军和海军航空兵初级教练机的绝对主力。

初教-6 安全可靠，除中国空军大量使用外，装备国家还有：阿尔巴尼亚、孟加拉、柬埔寨、朝鲜、坦桑尼亚和赞比亚等国。共生产各型飞机 2600 余架，其中出口 200 架左右。初教-6 的主要型别有：初教-6 原型机、初教-6 生产型、初教-6 甲型、初教-6 乙型和改型农业飞机“海燕”等。

图表 10：初教 6



图表 11、初教 6



资料来源：中投证券研究所整理

在美国，不少航空爱好者也购入了二手的军用初教-6 或全新的“海燕”自娱自乐。美国爱好者还曾专门邀请中国相关的设计师前往美国座谈。目前，洪都集团与中国航空技术进出口公司共同投资组建了专营海燕螺旋桨飞机出口业务的伊格莱特公司。据报道，美国试验飞机协会有 120 多架初教-6，澳大利亚有 50 多架初教-6。

初教 6 作为一种实用的初级飞机，能够满足普通航空爱好者的航空梦，而且相当廉价。单价仅 20-26 万美元左右。可以想象，在低空领域逐步开放以后，这样物美价廉的飞机应该是不愁客户的。

1998 年洪都航空工业公司针对已经生产 40 年的初教-6 的种种不足，又在雅克-152K 基础上研制初教 7。2007 年初教 7 立项，2009 年首飞。预计单价 200 万人民币左右。民用航空单位和个人完全买的起、用得起。

开放低空领域，将为初教 6、初教 7 这类初级教练机及其衍生机型打开市场，刺激公司未来民用航空器的销售。

5 盈利预测

我们认为公司的 K8 等传统军品业务未来几年能够保持 15-20%左右的增长率，K8 仍然是公司业绩的支柱产品，L15 将逐步获得订单，在技术和市场成熟以后将会有较大增长。

图表、盈利预测假设

	2010	2011E	2012E	2013E
航空产品	1073.26	1787.91	2545.49	3792.77
YOY%	20.00%	66.59%	42.37%	49.00%
技术协作	83.62	100.35	120.41	137.27
YOY%	20.00%	20.00%	14.00%	20.00%
通航服务	13.26	15.91	19.09	22.14
YOY%	20.00%	20.00%	16.00%	20.00%
车轴产品	24.78	29.74	35.69	41.39
YOY%	20.00%	20.00%	16.00%	20.00%
毛利率				
航空产品	17.96%	20.00%	21.80%	21.80%
技术协作	29.47%	29.47%	29.47%	29.47%
通航服务	21.40%	21.40%	21.40%	21.40%
车轴产品	25.22%	25.22%	25.22%	25.22%

资料来源：中投证券研究所

预计 2011、2012、2013 年洪都航空 EPS 可以达到 0.37, 0.53, 0.73 元，按 13 年 50 倍 PE 估算，合理价值 36.50，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4670	5596	6557	8126
现金	2583	2583	2583	2583
应收账款	424	623	833	1167
其它应收款	4	5	7	10
预付账款	48	68	89	123
存货	1243	1777	2322	3230
其他	368	540	722	1012
非流动资产	1650	1634	1731	1760
长期投资	383	303	343	323
固定资产	814	883	944	997
无形资产	11	8	6	4
其他	442	439	437	436
资产总计	6320	7230	8288	9885
流动负债	1494	2323	3000	4074
短期借款	0	331	496	723
应付账款	736	1052	1375	1912
其他	758	941	1129	1439
非流动负债	107	56	56	56
长期借款	0	0	0	0
其他	107	56	56	56
负债合计	1601	2379	3056	4130
少数股东权益	3	3	3	2
股本	717	717	717	717
资本公积	3405	3405	3405	3405
留存收益	594	726	1107	1632
归属母公司股东权益	4716	4847	5229	5753
负债和股东权益	6320	7230	8288	9885

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	89	-171	-142	-199
净利润	146	275	381	524
折旧摊销	58	54	62	69
财务费用	-23	-1	18	33
投资损失	-93	-103	-113	-124
营运资金变动	-25	-441	-464	-745
其它	26	44	-25	45
投资活动现金流	-226	-16	-6	5
资本支出	14	120	120	120
长期投资	-306	0	0	0
其他	-519	104	114	125
筹资活动现金流	1658	188	148	194
短期借款	0	331	166	227
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	364	0	0	0
资本公积增加	2228	0	0	0
其他	-934	-143	-18	-33
现金净增加额	1520	0	0	-0

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	1716	2517	3368	4719
营业成本	1464	2091	2733	3801
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	17	16	27	34
管理费用	186	201	269	377
财务费用	-23	-1	18	33
资产减值损失	1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	-1	-0	-0
投资净收益	93	103	113	124
营业利润	163	312	433	597
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	168	316	438	602
所得税	22	41	56	78
净利润	146	275	381	524
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	146	275	382	524
EBITDA	199	366	513	699
EPS (元)	0.20	0.38	0.53	0.73

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	8.5%	46.7	33.8	40.1
营业利润	-28.0	90.9	38.8	37.9
归属于母公司净利润	-25.6	88.3	38.6	37.4
获利能力				
毛利率	14.7	16.9	18.8	19.4
净利率	8.5%	10.9	11.3%	11.1%
ROE	3.1%	5.7%	7.3%	9.1%
ROIC	8.4%	14.5	16.2	17.3
偿债能力				
资产负债率	25.3	32.9	36.9	41.8
净负债比率	0.00	13.89	16.24	17.51
流动比率	3.13	2.41	2.19	1.99
速动比率	2.27	1.62	1.39	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.37	0.43	0.52
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	2.32	2.34	2.25	2.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.38	0.53	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	-0.24	-0.20	-0.28
每股净资产(最新摊薄)	6.58	6.76	7.29	8.02
估值比率				
P/E	153.2	81.40	58.71	42.73
P/B	4.75	4.62	4.28	3.89
EV/EBITDA	96	52	37	27

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434