

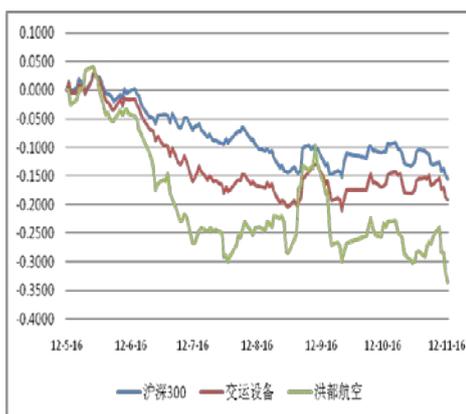
2012年11月18日

研究员: 侯卜魁  
 执业证书编号: S0910512040001  
 电话: 021-62448025  
 Email: houbokui@casstock.com

研究支持: 王宇飞  
 电话: 021-62446617  
 Email: wangyufei@casstock.com

当前价格: 10.35  
 总股本: 7.17亿  
 总市值: 74.21亿  
 流通市值: 69.97亿  
 流通比例: 94.33%

洪都航空(600316) 股价走势



财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1824.66	1978.01	2507.73	3282.61
(+/-)	6%	8%	27%	31%
净利润	83.37	94.23	138.99	193.24
(+/-)	-43%	13%	48%	39%
EPS(元)	0.12	0.13	0.19	0.27
P/E(倍)	91.53	80.97	54.90	39.49
P/B(倍)	1.68	1.64	1.60	1.53

# 洪都航空(600316): L-15 高级教练机获订单, 预计将提升公司业绩

评级: 增持(首次)

事件:

2012年11月13日, 公司与中航技进出口有限责任公司在珠海签订了《L15高级教练机收购合同》。合同主要内容是中航技向公司收购12架L15飞机。中航技是洪都航空公司实际控制人中航工业集团公司的下属子公司, 负责中国航空装备的进出口业务, 而国内飞机制造企业无权与海外客户直接签约, 所以与中航技签约, 实际上就是因为有海外客户订购。

点评:

- ◆ L15是洪都航空公司未来主打的航空产品, 是我国研制的具备国际先进水平的第三代高级教练机。L-15机动性能出色, 可以教练、战斗两用, 综合性能处于国际领先水平。该机型于2006年3月13日首飞, 但是由于发动机的问题一直未能量产, 为此我国和乌克兰展开合作, 共同开发AI-222系列涡轮风扇发动机, 近期已经进入收官阶段, 而此次珠海航展中航工业展出的“岷山”发动机则是以L-15高级教练机为装机对象, 中国自主研发的双转子加力型涡扇发动机, 其最大起飞推力达到了4700公斤力, 具有推重比高、飞行包线宽、起动高度高、加速性能好等突出特点。该型发动机已基本完成主要部件性能测验, 实验结果满足整机设计指标要求, 未来几年将具备装备L-15飞机的条件。可以说发动机问题的解决, 标志着L-15教练机将具备真正的国际竞争力, 而此次签约成功, 也是L-15走向国际市场的重要里程碑。
- ◆ 预计未来20年全球有1600架左右高级教练机的市场需求规模, L-15有望拿到25%左右的市场份额, 若按照每架飞机8000万的价格计算, 将为公司带来320亿元的营业收入。航空产品的收入约占公司70%左右, 为公司贡献了80%以上的利润, 而K-8和L-15教练机是公司主打的航空产品。2代教练机K-8已经占据同类型教练机约70%的市场份额, 也为洪都航空在国际市场赢得了良好的口碑, L-15教练机受国内外媒体和专家关注已久, 也是中国新型高级教练机的装备机型。与K-8相比, L-15有着更高的售价和利润率, 相信在解决发动机问题以后, 装备“中国心”的L-15教练机将拥有广阔的市场前景。

- ◆ **盈利预测及评级：** 我们认为市场当前股价已经涵盖对L-15教练机的部分预期，L-15教练机能否最终验证市场的预期是最为关键的因素，我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.13元、0.19元、0.27元，对应PE为81倍、55倍、39倍，综合考虑军工行业当前估值水平及公司未来发展前景，给予其“增持”评级。
- ◆ **风险提示：** L-15教练机发动机的选择存在一定风险，有可能导致L-15交付时间和交付数量低于市场预期。

图 1：L-15 高级教练机



资料来源：第九届中国航展，航天证券研发部

图 2：岷山发动机



资料来源：第九届中国航展，航天证券研发部

附注：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2073.59	2168.89	2086.41	1827.17	营业收入	1824.66	1978.01	2507.73	3282.61
应收票据及账款	986.39	897.47	1217.17	1619.07	营业成本	1550.59	1668.54	2060.36	2667.93
预付账款	125.85	136.43	99.20	140.24	营业税金及附加	1.00	0.79	1.00	1.31
其他应收款	2.18	3.29	3.59	5.08	销售费用	31.73	26.15	37.73	46.39
存货	1078.63	1160.68	1433.24	1855.88	管理费用	228.05	239.83	328.39	429.86
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-24.54	-4.62	-7.45	-6.85
<b>流动资产合计</b>	<b>4266.65</b>	<b>4366.75</b>	<b>4839.60</b>	<b>5447.44</b>	其他经营损益	0.67	-0.35	0.16	-0.10
长期股权投资	493.81	493.81	493.81	493.81	投资收益	31.91	47.98	56.68	61.97
固定资产	779.51	745.18	683.98	620.38	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	24.47	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>70.40</b>	<b>94.96</b>	<b>144.54</b>	<b>205.85</b>
无形资产	73.55	96.64	85.90	75.16	其他非经营损益	30.01	8.35	10.54	13.19
长期待摊费用	1.22	0.81	0.20	0.07	<b>利润总额</b>	<b>100.41</b>	<b>103.31</b>	<b>155.09</b>	<b>219.04</b>
其他非流动资产	255.48	242.18	262.29	334.38	所得税	16.89	9.03	16.06	25.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>1628.03</b>	<b>1578.61</b>	<b>1526.17</b>	<b>1523.81</b>	<b>净利润</b>	<b>83.52</b>	<b>94.28</b>	<b>139.03</b>	<b>193.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>5894.68</b>	<b>5945.37</b>	<b>6365.77</b>	<b>6971.26</b>	少数股东损益	0.15	0.05	0.03	0.17
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司净利润</b>	<b>83.37</b>	<b>94.23</b>	<b>138.99</b>	<b>193.24</b>
应付票据及账款	914.26	1018.73	1257.96	1628.92	EBITDA	145.92	194.45	246.00	312.22
其他流动负债	258.59	210.51	252.67	293.79	EPS(元)	0.12	0.13	0.19	0.27
<b>流动负债合计</b>	<b>1272.84</b>	<b>1229.25</b>	<b>1510.62</b>	<b>1922.71</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他非流动负债	56.23	56.23	56.23	56.23	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.23</b>	<b>56.23</b>	<b>56.23</b>	<b>56.23</b>	营业收入增长率	6.35%	8.40%	26.78%	30.90%
<b>负债合计</b>	<b>1329.07</b>	<b>1285.47</b>	<b>1566.85</b>	<b>1978.93</b>	净利润增长率	-42.77%	12.88%	47.46%	39.12%
股本	717.11	717.11	717.11	717.11	<b>盈利能力</b>				
资本公积	3296.25	3296.25	3296.25	3296.25	毛利率	15.02%	15.65%	17.84%	18.73%
留存收益	533.94	628.18	767.17	960.41	净利率	4.58%	4.77%	5.54%	5.89%
归属母公司权益	4547.31	4641.54	4780.53	4973.77	ROE	1.83%	2.03%	2.91%	3.89%
少数股东权益	18.30	18.35	18.38	18.55	<b>偿债能力</b>				
股东权益合计	4565.61	4659.89	4798.92	4992.32	资产负债率	22.55%	21.62%	24.61%	28.39%
<b>负债和股东权益合</b>	<b>5894.68</b>	<b>5945.37</b>	<b>6365.77</b>	<b>6971.26</b>	流动比率(倍)	3.35	3.55	3.20	2.83
					速动比率(倍)	2.50	2.61	2.25	1.87
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.31	0.33	0.39	0.47
					应收账款周转率	1.85	2.20	2.06	2.03
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.12	0.13	0.19	0.27
					每股净资产	6.34	6.47	6.67	6.94
					每股经营现金流	-0.38	0.25	-0.15	-0.34
					<b>估值指标</b>				
					PE	91.53	80.97	54.90	39.49
					PB	1.68	1.64	1.60	1.53
					EV / EBITDA	38.80	28.08	22.66	18.69

数据来源：同花顺 iFinD，航天证券研发部

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)