

内生增长最强劲的整机企业，教练机、轻多机、无人战机将持续超预期

投资要点：

● 收入进入高增长期，静待利润释放

公司 2013 年收入增长 28%，2014 年前三季度收入增长 41%，L15 订单驱动公司收入进入高增长期符合我们此前判断。军品采购体制的改革已经提上日程，预计 2015 年初将有实质性的进展，国内航空整机毛利率仅为 8%，大幅低于国外平均 20%-30% 的水平，军品采购市场化以后国内整机企业盈利能力将有较大改善空间，公司业绩将大幅提升。

● 预计利剑无人战机进度将大幅超市场预期

利剑无人战机 2012 年底下线，2013 年底首飞成功，远超国外同类机型进度。根据国外经验不排除首飞后 1-2 年内就获得军方订单（如捕食者等），我们预计利剑无人战机将大幅超市场预期。无人战机代表未来战斗机的发展方向，根据最新的美国空军发展路线图，未来无人战机比例将提高至 90%，我们预计未来我国空军装备的半数以上来自无人机，因此公司的发展空间巨大。参考国外同类机型和国内三代机价格，预计利剑单价约在 2-3 亿元左右，预计未来 10-15 年我国无人战机需求 1000 架以上，利剑一旦立项列装公司市值将有巨大提升空间。

● 成飞集成方案被否对洪都航空的影响分析

成飞集成注入方案包括沈飞、成飞和洪都科技，成飞集成方案被否原因为科工局该方案实行后，将消除特定领域竞争，形成行业垄断。预计未来沈飞和成飞将注入不同上市公司不同或单独上市，洪都科技由于和洪都航空关联交易较多，预计未来注入洪都航空概率较大。

● 洪都航空是内生增长最强劲的整机企业

对于整机类企业，持续推出新机型的能力以及是否有采购量大的主力机型的型号的意义将大于一次性注入。此前我们推荐洪都航空主要是基于公司的现有及未来产品，没有考虑任何资产注入预期。洪都上市公司有自己的飞机设计所，这在中航系统是唯厂所合一的上市公司，累计生产飞机超过 5000 架，具有强大的整机制造能力和研发能力，强 5、K8、L15、轻多、利剑、将来可能的四代教练机等就是例子。我们推荐的逻辑主要是其内生增长和核心竞争力，公司 L15 教练机和轻多在国内外均有广阔的市场空间，公司现有目前处于高速增长阶段，未来 3 年收入和利润复合增速超过 50%。资产注入方面，洪都集团层面教练机总装、导弹总装和无人机总装有注入上市公司的预期。

● 投资建议：维持公司“推荐”评级

我们判断公司未来 10 年将迎来持续的高增长，教练机、轻型多用途战斗机、无人战斗机将接力推动公司高增长。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.20、0.45、0.70 元，对应动态 PE 为 150、68、44 倍。

洪都航空（600316.SH）

推荐 维持评级

分析师

陈显帆 机械军工行业分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

王华君 机械军工行业分析师

☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

特此鸣谢

李辰

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据 时间 2014.12.21

A 股收盘价(元)	29.75
A 股一年内最高价(元)	35.05
A 股一年内最低价(元)	14.95
上证指数	3108
市净率	4.38
总股本（百万股）	717.11
实际流通 A 股（百万股）	676.45
总市值（亿元）	213

相关研究

公司点评——洪都航空（600316）：成飞集成不同资产注入方案对洪都航空的影响分析

公司点评——洪都航空（600316）：洪都“利剑”无人作战机成功首飞，无人战机将打开公司中期成长空间

洪都航空：飞鹰：教练机、战斗机、无人机齐飞 2013-1-25

洪都航空：预计新一代无人飞机试飞日期临近，股价上行空间打开 2013-3-7

洪都航空：2012 年业绩超预期，开始交付大飞机结构件，大额搬迁补贴可期 2013-3-26

洪都航空（600316）：业绩取得改善，下半年业绩将大幅增长 2013-8-22

公司点评——洪都航空（600316）：预计收入利润确认集中在第四季度，获 0.48 亿元专项补贴

2013-10-28

附录 1：洪都航空投资五要素

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、K8 教练机收入未来平稳下降，年交付量 20-25 架间；L15 教练机 2014-2016 年国内交付教练机量为 12-16、24-30、36-48 架。

2、无人战斗机预计在 2016 年左右开始交付。无人战机代表未来战斗机的发展方向，根据最新的美国空军发展路线图，未来无人战机比例将提高至 90%，我们预计未来我国空军装备的半数以上来自无人机，因此公司的发展空间巨大。

3、利剑无人战机 2012 年下线，2013 年底首飞成功，远超国外同类机型进度。根据国外经验不排除首飞后 1-2 年内就获得军方订单（如捕食者等），我们预计利剑无人战机将大幅超市场预期。参考国外同类机型和国内三代机价格，预计利剑单价约在 2-3 亿元左右，一旦立项列装公司市值将有巨大提升空间。

4、大飞机业务在 2015 或 2016 年开始贡献利润；

我们与市场不同的观点：

- 1、教练机国内采购进程将快于市场预期；
- 2、衍生机型将可能大幅超预期；
- 3、无人机的采购进程、采购量、单价将大幅超预期；
- 4、具备自己的设计研究院，具备不断推出新机型能力；
- 5、教练机、战斗机、无人机齐飞，公司进入中期业绩拐点

公司估值与投资建议：

维持公司“推荐”评级，我们判断公司未来 10 年将迎来持续的高增长，教练机、轻型多用途战斗机、无人战斗机将接力推动公司高增长。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.20、0.45、0.70 元，对应动态 PE 为 150、68、44 倍。公司教练机在手订单饱满，业绩有望超预期。

股票价格表现的催化剂：

军品采购市场化政策、业绩、订单

主要风险因素：

订单低于预期；

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：北方创业（600967.SH）、海特高新（002023.SZ）、潍柴重机（000880.SZ）、天奇股份（002009.SZ）、威海广泰（002111.SZ）、鼎汉技术（300011.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、中航电子（600372.SH）、洪都航空（600316.SH）、隆华节能（300263.SH）、南风股份（300004.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、新天科技（300259.SZ）、林州重机（002534.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn