

L15 教练机发放“准生证”进入批量生产交付阶段，业绩将迎高增长

投资要点：

● 洪都“猎鹰”教练机通过评审，进入批量生产交付阶段

1月9日，中航工业洪都公司官方网站发布消息，该公司研制的新型高级教练机“领先使用批次”首架机在空军试飞大队、军代表和厂方的评估后，通过“技术质量暨放飞评审”。据悉，这个评审相当于我国军机的“准生证”，该机的正式批量生产和大量交付部队可能随后就会开始。

● 预计2015年公司业绩高增长，2016年开始将迎来爆发式增长

我国战斗机从开始研制到部队正式列装一般需要经历设计、生产、首飞、鉴定试飞、试验、部队领先试用和技术鉴定评审到最终完成设计定型。关于“部队领先试用（使用）”：参考国内外战斗机研制过程，“部队领先试用”一般我们可以理解为进入小批量供货阶段，“完成设计定型”则代表进入大批量供货阶段。

我国第三代战斗机歼10于1998年01架首飞，1999年型号调整试飞，2003年开始续交付空军部队，开创了我国军机在设计定型前进行小批量生产并交付部队领先试用的先河。2005年底，歼10形成作战能力。教练9（山鹰）和教练10（L15）均参照了歼10这种模式。洪都L15于06年01架首飞、11年03架完成鉴定试飞，13年国内版本教练10首飞，2015年初通过“技术质量暨放飞评审”并领先使用部队。由于L15已于12年底获得12架海外订单，并于2013年交付客户使用，我们判断洪都L15机型已经比较成熟和公司已具备批量生产能力，预计完成设计定型并大批量列装的时间将短于歼10和山鹰，预计2015年公司业绩高增长，2016年开始将迎来爆发式增长。

● 预计利剑无人战机进度将大幅超市场预期，关注研制进展

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。

● 洪都航空是内生增长最强劲的整机企业、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143、63、40倍，维持“推荐”评级。

洪都航空（600316.SH）

推荐 维持评级

分析师

陈显帆 机械军工行业首席分析师

☎：(8621) 2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

王华君 机械军工行业首席分析师

☎：(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 2015.1.12

A股收盘价(元)	28.53
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	3285
市净率	4.2
总股本(百万股)	717.11
实际流通A股(百万股)	676.45

相关研究

公司点评——洪都航空（600316）：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

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 L15(教练 10)发展历程

（一）教练-10”是 L15 国内军队飞机机型列装编号。L15 正式被命名为教练-10 则代表着该机型被国内军队正式立项列装。比如 K-8 国内版本为教练-8，贵航山鹰为教练-9。

（二）洪都 L15 发展历程

- 1、1998 年-2003 年：方案论证及设计阶段；
- 2、2004 年：原型机详细设计阶段；原中航第二集团公司批准 L15 项目立项研制。
- 3、2005 年：首飞样机试制阶段
- 4、2006 年：01 架 L15 原型机首飞成功，改名为“猎鹰”，随后公开亮相进行汇报飞行和参加珠海航展以静态展出，年底 03 架原型机研制工作启动
- 5、2007 年-2008 年：03 架 L15 原型机研制及试飞成功，并首次进行航展飞行表演
- 6、2009 年：05 架原型机试飞成功，参加迪拜国际航展首次在国外作飞行表演，06 架加力型原型机开始研制
- 7、2010 年：06 架 L15 加力型原型机首飞成功，并在十几天后参加珠海航展作公开飞行表演
- 8、2011 年：L15 脉动生产线建成，03 架原型机完成某状态大过载鉴定试飞任务，梁光烈、景文春等军方领导先后视察洪都及 L15
- 9、2012 年：L15 AJT 综合保障方案通过评审，获得 12 架外销商业订单，实现向非洲客户销售 6 架的业绩，多批国外客户参观考察洪都和 L15。
- 10、2013 年 7 月：获国内军方订单并正式命名为教练-10 高级教练机。2013 年 6 月 29 日 L15 出厂试飞准备交付海外客户、2013 年 7 月 1 日 L15 国内版本“教练-10”成功首飞
- 11、2013 年底：公司 2012 年 11 月份珠海航展期间公司与中航技公司签订了 12 架 L15 的收购合同，2013 年底之前实现全部交付。
- 12、2015 年初：“领先使用批次”首架机通过“技术质量暨放飞评审”

附录 2：洪都“猎鹰”教练机通过评审 即将交付部队

网址链接：<http://mil.news.sina.com.cn/2015-01-10/1138817701.html>

1 月 9 日，中航工业洪都公司官方网站发布消息，该公司研制的新型高级教练机“领先使用批次”首架机在空军试飞大队、军代表和厂方的评估后，通过“技术质量暨放飞评审”。据悉，这个评审相当于我国军机的“准生证”，该机的正式批量生产和大量交付部队可能随后就会开始。据悉，洪都公司的 L-15(教练-10)教练机是我国新一代高级教练机，技术性能先进，可为三代机、四代机驾驶员提供更接近战斗机的飞行感受，不仅可节省战斗机飞行时数，降低飞行训练成本，也可以承担作战训练，如空战入门训练和对地攻击训练等。据网络报道，今年

7月1日,首架“领先使用批次”(在完全定型前首先交付军方评估试用的型号)型“猎鹰”教练机首飞。除了国内装备外,“猎鹰”高教机已经走出国门,委内瑞拉已经订购了“猎鹰”高教机,该机不仅将充实委内瑞拉空军教练机队,甚至可能取代该国空军早年购买的F-16A战斗机成为一种与俄制苏-30战斗机协同作战的轻型多用途战斗机。

中航工业程度公司官方网站1月9日报道,1月8日,公司高教机领先使用批首架飞机技术质量及放飞评审会在试飞站会议室召开。空军第四试飞大队队长阮明、中国人民解放军驻厂军事代表室副总代表张旻、公司副总经理张杰、老专家凌宝玉、江积祥出席会议。

会上成立了评审组,并听取了飞机设计所做的技术状态报告、检验部做的制造符合性报告和试飞站的机务、场务准备工作报告,并审查了相关资料。

评审组经过质询、讨论,认为飞机图样、技术条件等技术文件完整、齐全,符合标准化要求;飞机按照设计数模、技术规范和工艺指令要求完成了制造、装配和调试;机务场务准备就绪,同意高教机首架通过放飞评审。

张旻、阮明先后就此次放飞做了讲话。张旻表示,军代表室会在后续的工作中进一步做实,为试飞安全做出应有贡献。

张杰对军代表室、试飞大队以及老专家提出的宝贵意见表示了感谢。张杰指出,评审的过程就是学习提高的过程,希望在后期的工作中军代表、试飞大队、老专家继续为公司的飞机把关,让洪都的飞机走的更好、更顺畅。

观察者网军事评论员指出,洪都飞机制造公司是我国老牌的航空制造企业之一。该公司曾经研制了我国的第一架自行设计的喷气式教练机“歼教-1”;他们生产的“初教6”飞机曾为我国几代飞行员提供了“飞行初体验”,至今仍深受全世界飞行爱好者青睐;该公司研制的强-5攻击机是我国首型批量装备的自行设计的作战飞机,一度成为我军战术核弹最可靠的投掷平台,该型飞机的改进型号至今仍在解放军中服役。此外该公司还与沈飞合作研制了“利剑”攻击无人机,技术水平不亚于法国“神经元”或英国的“雷神”无人攻击机。

而L-15“猎鹰”(教练-10)高级教练机则是洪都公司研制的新一代高级教练机,该机具备超音速飞行能力,最大飞行速度可达1.4马赫。该型飞机可能与贵航公司的高教-9“山鹰”共同成为解放军主力的高级教练机。与在歼教-7飞机基础上深度改进而来的“山鹰”相比,全新设计的“猎鹰”性能更好,尤其是具备改为轻型多用途战斗机的潜力,业界猜测洪都研制“猎鹰”飞机的目标市场之一是接替强-5攻击机,成为我军的新一代强击机,为地面部队提供近距离空中支援。此外,“猎鹰”飞机也是一种面向国际市场的新型飞机,它具备与俄罗斯米格-AT、雅克-130;韩国T-50“金鹰”;意大利M-346;欧洲MAKO等型飞机争夺国际高级教练机/轻型多用途战斗机市场的潜力。目前,在国际市场同类机型中,“猎鹰”是第一个获得大笔订单的,委内瑞拉和非洲某国已经签订合同订购“猎鹰”。

附录3: 公司全面实现2014年度经营目标

http://www.hongdu.com.cn/news/xx_c.asp?id=1074

1月5日下午,中航工业洪都新年首次干部大会郑重宣布,经过全体干部员工的努力,公司已全面实现2014年度经营目标。

2014年是洪都公司夯实能力、完成占位、提升规模的关键之年，科研生产任务十分繁重。全体洪都人负重前行，力行担当，**最终超额完成年度经济指标，圆满完成中航工业航空装备下达的考核任务。**

2014年，洪都公司飞机导弹线积累了科研转批产的**稳定实力**；各项型号研制和基础科研、技术创新成果迭出；C919大型客机项目、先进智能产业、子公司实现重大突破；南昌航空工业城翻开了入驻启动新篇章；管理能力得到固化，顺利通过保密、6S等资质审核。公司基础科研能力、工艺攻关能力得到进一步提升。针对影响科研与生产的关键技术，洪都公司开展了广泛的技术交流与项目合作，确立了飞机数字化柔性装配、钣金数字化集成制造工程数据库技术、钛合金零件新型环保阳极氧化技术等一批关键制造工艺专项课题，进行技术研究和攻关。结合“猎鹰”高教机、C919国产大飞机等重大项目研制需要，洪都公司开展了34项高含金量课题研究，全力冲击国内外领先技术，尤其C919蒙皮镜像铣工艺、车铣复合数控加工、C919项目铝锂合金铬酸阳极氧化工艺、面向大型复杂壁焊接件的机器人自动焊接系统等研究，形成了一批高水平成果、专利和论文，加速了技术进步显性化。

附录4：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。

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：

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

将接力推动公司高速增长。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.20、0.45、0.70 元，对应动态 PE 为 143、63、40 倍，维持“推荐”评级。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）、威海广泰（002111.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）

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