

持续看好洪都航空基本面扭转带来的投资机会

2018年11月19日

推荐/首次

洪都航空

事件点评

——洪都航空（600316）事件点评

姓名	分析师 陆洲	执业证书编号：S1480517080001
	Email: luzhou@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554142
姓名	分析师 王习	执业证书编号：S1480518010001
	Email: wangxi@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554034
姓名	研究助理 张卓琦	执业证书编号：S1480117080010
	Email: Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554018

事件：

公司拟将部分零部件制造业务及资产与洪都集团相关防务产品业务及资产进行置换，置入资产与置出资产的差额由一方向另一方以现金补足。洪都集团与公司系同一实际控制人控制下的关联方。预计本次交易不构成重大资产重组。

观点：

我们认为，本次置换目的在于：中航工业集团大力挽救洪都航空，帮助上市公司轻装上阵，给予上市公司新的利润增长点。

➤ 洪都航空资产置换后将成为机弹一体的多元化军工标的。

目前，洪都集团从单一的教练机向兼具教练机、无人机、导弹产品多元化纵深化发展。在本次珠海航展上，洪都集团的产品 L15AW 教练机、L15B 教练机、YJ-9E 导弹、TL-20 制导弹药、TL-7/17 导弹模型同时展出，其中多款产品已经获得出口立项许可。

本次置出的部分零部件制造业务是洪都航空的包袱，该项业务亏损较多，尤其是人工成本居高不下。由洪都集团承担这部分人工费用可大大减轻上市公司压力，降低经营成本，提高效益。

目前，大部分军工上市公司股价处于历史低位，这为大股东开展资本运作提供了较好的腾挪空间。洪都航空突破了以往发行股份购买资产的方式，采用资产置换的形式，这是大股东对上市公司实实在在的输血。置换完成后，洪都航空将摆脱近几年“卖资产保盈利”的旧路，获得新生。

➤ 洪都集团导弹资产优质，成长性好。

洪都集团厂所合一，拥有 650 所（飞机研究所）和 660 所（导弹研究所）。公开信息显示，洪都 660 所是原中航二集团的导弹研发中心，已成功研制并定型装备部队 6 型海防导弹，2 型空地导弹，1 型舰载导弹。累计批产交付两千余枚海防导弹，近千枚空地导弹。从历史上看，660 所已与航天系统单位 PK 导弹项目并在部分领域获得成功。我们预计，洪都导弹业务的盈利能力远超飞机业务，将从根本上扭转上市公司亏损局面。

➤ 军工板块在洪都航空资产置换方案的带动下大涨，我们认为这反映了市场对于军工资产注入的期待。

首先，大股东资产注入是央企军工股重要的成长性来源。其次，与增发相当，资产置换是在当前市场规则下最直接、最有效的途径。预计明后年，这种大股东挽救、做实上市公司的军工企业会越来越多。参照洪都的脱困方案，中航电子（下属子公司有亏损企业）、贵航股份（主业平平）、航天机电（主业亏损）等公司存在较大的改善空间。持续推荐中航光电、航天电器、中航沈飞、内蒙一机、中直股份、中航飞机等军工白马。建议关注南洋科技、高德红外、卫士通等标的。

结论：

不考虑此次资产置换，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 0.37 亿元、0.42 亿、0.55 亿元，EPS 分别为 0.05 元、0.06 元、0.08 元，对应 PE 分别为 198X、175X、132X，首次覆盖给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：航空产品订单恢复不及预期，交付进度不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	6219	5044	4255	4608	5101	营业收入	3680	2530	2291	2509	2790
货币资金	712	261	340	372	413	营业成本	3468	2335	2138	2304	2549
应收账款	1003	996	764	836	930	营业税金及附加	4	7	7	8	8
其他应收款	3	35	31	34	38	营业费用	22	20	19	21	24
预付款项	23	15	14	12	10	管理费用	187	188	170	187	207
存货	3486	3473	2665	2872	3177	财务费用	43	67	28	54	50
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	16.86	12.16	12.16	12.16	12.16
非流动资产合计	4420	4504	4100	3696	3295	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	316	310	310	310	310	投资净收益	40.22	78.50	78.50	78.50	78.50
固定资产	1910.17	2012.80	3138.38	2750.49	2362.60	营业利润	-20	-15	-4	2	18
无形资产	160	163	147	132	119	营业外收入	41.22	168.04	168.04	168.04	168.04
其他非流动资产	154	89	89	89	89	营业外支出	10.84	117.55	117.55	117.55	117.55
资产总计	10638	9548	8355	8305	8396	利润总额	10	36	46	52	69
流动负债合计	3502	2576	3354	3392	3601	所得税	-2	4	9	10	14
短期借款	0	0	1018	900	891	净利润	13	31	37	42	55
应付账款	2043	1573	1331	1435	1587	少数股东损益	2	1	1	1	1
预收款项	9	65	90	118	149	归属母公司净利润	11	31	36	41	54
一年内到期的非	202	2	2	2	2	EBITDA	285	353	427	458	469
非流动负债合计	2054	2048	155	155	155	EPS (元)	0.02	0.04	0.05	0.06	0.08
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1888	1893	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	5556	4625	3509	3548	3756	成长能力					
少数股东权益	17	17	18	18	19	营业收入增长	30.71%	-31.25%	-9.43%	9.50%	11.20%
实收资本(或股	717	717	717	717	717	营业利润增长	-192.38%	-26.83%	-70.50%	-138.68%	999.46%
资本公积	3140	3140	3140	3140	3140	归属于母公司净利润	-85.88%	177.89%	17.93%	13.32%	32.77%
未分配利润	677	699	232	-297	-1000	获利能力					
归属母公司股东	5065	4906	4655	4565	4447	毛利率(%)	5.83%	6.66%	6.70%	8.16%	8.66%
负债和所有者权	10638	9548	8355	8305	8396	净利率(%)	0.34%	1.24%	1.61%	1.66%	1.98%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.10%	0.32%	0.43%	0.49%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	0.22%	0.63%	0.78%	0.90%	1.22%
经营活动现金流	-647	209	1085	267	207	偿债能力					
净利润	13	31	37	42	55	资产负债率(%)	52%	48%	42%	43%	45%
折旧摊销	261.60	300.60	0.00	387.89	387.89	流动比率	1.78	1.96	1.27	1.36	1.42
财务费用	43	67	28	54	50	速动比率	0.78	0.61	0.47	0.51	0.53
应收账款减少	0	0	233	-73	-94	营运能力					
预收账款增加	0	0	25	28	31	总资产周转率	0.36	0.25	0.26	0.30	0.33
投资活动现金流	-420	-191	66	66	66	应收账款周转率	4	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.86	1.40	1.58	1.81	1.85
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	40	78	78	78	78	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.04	0.05	0.06	0.08
筹资活动现金流	893	-295	-1073	-301	-232	每股净现金流(最新	-0.24	-0.39	0.11	0.04	0.06
应付债券增加	0	0	-1893	0	0	每股净资产(最新摊	7.06	6.84	6.49	6.37	6.20
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	648.70	233.41	198.00	174.72	131.59
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.41	1.46	1.54	1.57	1.61
现金净增加额	-173	-277	79	32	42	EV/EBITDA	30.00	24.95	18.35	16.79	16.28

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，军工行业分析师。历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

张卓琦

清华大学工业工程博士，3年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。