

前度刘郎今又来——解读洪都航空

2018年11月20日

推荐/维持

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：

洪都航空的资产置换公告表示：“本次资产置换将有利于公司优化资产结构，丰富产品线，增加收入来源，增强持续盈利能力，提升国际、国内市场竞争力。”洪都集团作为中航工业集团六大主机厂之一，近年来受工厂搬迁和产品升级完善的影响，效益偏低，正处在爬坡过坎期。洪都集团能翻过眼前这座山吗？我们围绕公告再次做出深入解读。

观点：

➤ 优化资产结构。

按照中航工业集团的要求，主机厂要逐步将一些非关键零部件生产扩散出去，通过社会配套、社会化生产，精干主业，促进企业做强做优做大。

我们此前在调研中了解到，主机厂将非核心零部件外包生产以来，明显提升了利润水平。据调研，某主机厂将某整机型号外包近 5000 个品种的零部件，生产成本降低一半。这符合“小核心，大协作”的要求，并将全行业推广。这既给了民营企业可观的订单和发展机会，又降低了自身负担，一举两得。

目前，洪都航空部分零部件制造业务人员负担较重，工资成本居高不下。这部分业务转移至集团后，相关成本由集团承担。不排除这部分零部件业务未来由民营企业承担。

➤ 丰富产品线，增加收入来源。

洪都航空目前产品线包括教练机生产和导弹部件生产。从“丰富产品线，增加收入来源”的角度看，将导弹总装资产置换进上市公司是不错的选择。

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。

根据我们梳理，目前洪都集团的主要防务业务为导弹总装，以中短程空地导弹为主，主要产品包括鹰击、上游、天龙、海鹰系列在内的岸舰、舰舰、空舰巡航导弹等。洪都集团已形成了“近-中-远”系列化发展

的导弹产品谱系，目前已具备亚跨音速精确制导技术，并正在进一步拓展超音速制导能力。如果这部分资产置入，可有效提升上市公司业绩，并提供持续造血能力。

➤ 洪都航空前景展望。

按照洪都集团“训效、攻击、打击”三位一体的发展战略，我们重点从教练机和 C919 大飞机两方面梳理一下。

1、教练机 L15 前景光明

L-15（教练-10）是洪都自主研发的一款性能优良的高级教练机，还可以充当假想敌飞机。其缺点是由于配置较高（2 台涡扇发动机、1 万小时的机体寿命）导致售价偏高（8000 万人民币左右）。

目前，L15 的市场需求比较乐观。国内已定型为教练-10 高教机，批量交付空军和海军航空兵，并随不同客户的具体要求不断更新改进（比如海航舰载的特殊要求做改动）。在海外市场，L15 同韩国 T50 和俄罗斯雅克 130 相比也有价格优势。

但 L15 列装进度没有预期那么快，主要因素有二：一是公司搬迁导致产能释放不足影响交付，二是空军一直在摸索新一代高教训练体系，对教-10 的技术细节要求也在不断修改，因此拉长了列装进程。另外，军方还希望包括发动机在内的设备实现全国产，这关系到全寿命周期的后续问题。同时，L-15 自身也在做多型号的系列化、谱系化工作，包括海军型、战斗型、表演型等。

此外，大批量上 L15 的前提是空（海）军要把原来的三级训练体制改成二级，沿用现有三级体制，L15 的优势也难以体现。以教 10 为基础的一整套训效体系中，教 10 飞机本身只是其中一环，模拟器等其他智能化教学设备也是其中一环。我们认为，洪都研发的远不止是教 10 飞机本身，而正是这一套完整的未来高级训练体系。

上市公司近年主业亏损的主要原因是厂区搬迁新建航空城的投入和折旧成本较高，老产品 K8 和新产品 L15 的年交付量尚不足以覆盖成本折旧，也影响了获得研制费补偿。目前洪都的飞机自动化装备线柔性改造大部分已经完成了，但受搬迁的影响，产能还没有充分释放，大大影响了交付。公司现在是三线作战，“边建边搬边生产”。如果在 2019 年全部搬迁完毕，产能会有很大的释放，一年可以生产 60 架 L15。

洪都航空曾在 2009 年实现 2 亿利润，2010 年实现 1.46 亿利润，此后多年长期维持在 8000 多万利润上下，且主要源自非经常损益。预计未来 L15 高教机的总生产量不会小于 500 架。2006 年高峰期洪都一年生产 100 多架飞机（K8、初教 6），这一盛况预计在 2019 年搬迁完成后重现。

2、C919 大飞机——打造国产大飞机的第二总装和试飞基地

今年 10 月 27 日，C919 大飞机 102 架机转场南昌瑶湖机场进行试飞。公开信息显示，新建的南昌瑶湖机场占地 4000 亩，已达到国际机场标准，主要目的就是为承接 C919 试飞，进而争取将 C919 大飞机的总装研制逐步过渡到南昌航空城，实现江西航空梦——“航空产业大起来、航空研发强起来、江西飞机飞起来、航空小镇兴起来、航空市场旺起来”。

南昌航空城总投资达 300 亿元，总占地面积 25 平方公里。为满足大型客机研制能力的需求，洪都自筹资金在南昌航空城建立了一套能够满足 C919 研制任务的生产线，建设大部件装配等厂房近 20 万平方米，购置的大型自动化装配生产线、自动钻铆机器人、蒙皮镜像铣设备以及数控蒙皮滚弯机、喷丸强化机 12 米阳极化生产线、12 米退火实效炉等重大技改条件和设备全部投入使用。

目前，洪都集团负责制造 C919 大飞机的前机身和中后机身，业务量占整个机体制造份额的 25% 以上。前机身部段包括前段客舱、前货仓和再循环风扇舱，包含 1600 多项零件，涉及近 2000 项工装；中后机身部段全长 9.5 米、高 4 米，共由 9 块壁板组成，涉及 4000 余项零件。这两个部段都采用了以铝为基、加入适量锂的第三代铝锂合金材料制造，在国内民机应用上属首次。

在国际转包项目上，洪都集团目前承接了波音 747-8 飞机尾段隔框组件和波音 787 飞机发动机吊舱扭力盒零组件的生产任务。

总体来看，洪都集团作为中航工业集团六大主机厂之一，近年来受工厂搬迁和产品升级完善的影响，效益偏低，正处在爬坡过坎期。“只有翻过这座山，才能让他们听见你的故事。”让我们共同期待洪都集团在军民融合的道路上越走越宽广。

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，维持公司“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。