



初教六市场容量或达3万架

——洪都航空（600316）点评

2019年03月01日

强烈推荐/维持

洪都航空

事件点评

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

事件：2月28日，洪都航空初教6飞机TC/PC（型号合格证/生产许可证）颁发活动在南昌瑶湖机场举行，标志着初教6飞机正式进入国内民用航空市场。预计公司2018-2020年归母净利润为1.50亿元、1.93亿元、2.80亿元，EPS为0.21元、0.27元、0.39元，对应PE为54X/42X/29X，维持“强烈推荐”评级。

观点：

1. 初教六“墙内开花墙外香”

在我国，初教六在部队服役期满后，一般有三种处理方式，第一种是继续留在部队或整机做静态教学使用，或被拆卸，零部件做教学使用；第二种是出售给国外的初教六飞机迷；第三种是被转到地方航校，继续用作初级教练机使用。

我国初教六服役结束的处理方式以第一种为主，第二种为辅，而用作初级教练机使用几乎已经停滞。因为民航局在2009年发文，不再对利用初教六进行初始飞行学习的人颁发私照，因此地方航校的固定翼飞行教学都以赛斯纳172为主，而初教六被闲置，故航校也不再引进初教六。

据粗略估算，目前在国外的初教六已达百架之多。这些飞机平日里除了进行私人娱乐、商务飞行外，还经常被一众初教六爱好者组成飞行编队到美国各地进行飞行表演。

2. 初教六未来民航市场容量或达3万架

初教六获得国内民航适航许可后，国际民航市场也将由此打开。我们从两方面来测算民航市场初教六的需求量。

首先，从存量市场看，在国内22所具备民航局培训资质的航空学校中，用于飞行员培训的固定翼飞机总计为572架，其中赛斯纳172最多，达到211架。如今，机械性能更高级的初教六获得准生证，适航取证后有望实现全面替代。

其次，在民航飞行培训过程中，初级教练机的培训总时间近似为180小时。按照初教六的设计寿命10000小时，一架初教六飞机可完成55名学员的训练。截至2017年我国在册飞行员为50504名，2016年的增长数量为4981名。根据我们测算，通航飞行员年均增长率为11%，那么2019年的预计增长量约为6628名，为这些飞行员提供初级训练则需要约120架初教六。即每年国内需求增量约为120架。

国际市场方面，以美国为例。美国有近万个机场，其中除去私人机场或者停机坪以外，多数机场及 FBO 都开放并有飞机出租和培训飞行的业务。大部分是小班授课，随到随学（大部分是一对一）。在美国获取私照的小时数平均在 55-65 小时之间，所需时间远低于中国。

对标美国航校中常用的两款机型：塞斯纳公司的 C172 和西锐公司的 SR20，它们在美国共计销售了 20624 架和 893 架，其中塞斯纳 C172 还出口了近 1 万架，累计生产了 3 万架。初教六作为军用飞机，从 1962 年至今累计生产了近 3000 架。如果民用市场放开，国际市场也放开，那么初教六将获得广阔的国内外市场空间。

3、国内通航机场数量快速增长

通用机场建设是与飞机生产、空域开放相配套的。目前美国可供通航飞机起降的机场超过 20000 座，而我国通航机场的数量仅有 400 座左右（包括临时起降点）。缺乏必要的停机场网点来提供通用飞行的服务，是制约中国通用航空产业发展的重要因素。为了推进通航产业的健康发展，国家针对通用机场的政策不断出台，多地将通用机场建设提上日程。2018 年，我国有 126 座通用机场获得颁证，是历年颁证总和的 1.7 倍。

表 1：近 10 年全国通用机场建设相关政策汇总

时间	文件/事件	内容
2010 年 5 月	《中国民用航空第十二个五年规划》	加快通勤机场的建设和布局
2012 年 6 月	《通用机场建设规范》	通用机场的建设规模和运行设施
2014 年 10 月	国务院常务会议	向地方政府全部或部分下放通用机场项目审批权限
2016 年 5 月	《关于促进通用航空业发展的指导意见》	到 2020 年建成 500 个以上通用机场，基本实现地级以上城市拥有通用机场或兼顾通用航空服务的运输机场，覆盖农产品主产区、主要林区、50% 以上的 5A 级旅游景区
2016 年 10 月	《关于鼓励社会资本投资建设运营民用机场的意见》	全面放开通用机场建设，对投资主体不作限制，并全面放开通用机场和其他市场主体之间的投资限制
2016 年 11 月	《关于做好通用航空示范推广有关工作的通知》	对于已纳入地方通用机场布局规划的项目，有关部门和地方积极支持加快推进前期工作
2017 年 2 月	《通用航空“十三五”发展规划》	再次提出通用机场建设目标为 500 个
2018 年 6 月	《全国民用运输机场布局规划》	到 2025 年，在现有含在建机场基础上，新增布局基础 136 个，全国民用运输机场规划布局 370 个，规划建成约 320 个
2018 年 8 月	《关于促进通用机场有序发展的意见》	对通用机场的布局规划、建设和升级等方面提出指导性建议

资料来源：前瞻产业研究院整理，东兴证券研究所

4. 零部件有望外包生产，降低售价扩大市场

初教六目前的单价约为 350 万元，存在较大的下降空间。如果通过改进航电系统，去掉不必要的军用课目培训系统，摆脱军品零部件定点配套实现社会化配套，实现与社会企业协作生产，初教六的售价或可降至 250 万元以下。这将进一步提高竞争优势，扩大市场占有率。

5. 投资建议

洪都航空是我们团队重点覆盖标的，我们自去年 11 月 1 日以来陆续发布多篇报告（《洪都航空(600316.SH)：

持续看好洪都航空基本面扭转带来的投资机会》、《洪都航空（600316.SH）：前度刘郎今又来》、《洪都航空（600316.SH）：系列报告之一，峰回路转，初教六适航取证开辟洪都新天地》、《洪都航空（600316.SH）：系列报告之二，L15 空军批量采购高峰或到来》。公司股价也表现优异。站在当前时点，我们仍然坚定看好公司，L15 教练机经受住考验走出低谷，大股东启动优质资产置入，公司迎来了景气向上的重大拐点。

我们预计公司 2018-2020 营收为 28.8 亿元、39.7 亿元、67.1 亿元，归母净利润为 1.50 亿元、1.93 亿元、2.80 亿元，同比增长 389%、29%、45%，EPS 为 0.21 元、0.27 元、0.39 元，对应 PE 为 54X/42X/29X，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

航空产品订单不及预期，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	5090	6639	11396	营业收入	3680	2530	2878	3972	6706
货币资金	712	261	427	437	738	营业成本	3468	2335	2669	3674	6203
应收账款	1003	996	959	1088	2036	营业税金及附加	4	7	8	6	7
其他应收款	3	35	39	54	92	营业费用	22	20	18	20	34
预付款项	23	15	42	79	141	管理费用	187	188	146	201	268
存货	3486	3473	3326	4580	7731	财务费用	43	67	53	54	58
其他流动资产	1	0	0	1	4	资产减值损失	16.86	12.16	10.02	5.60	3.20
非流动资产合计	4420	4504	4333	4373	4196	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	56.20	78.50	78.50
固定资产	1910.17	2012.80	3457.34	3502.15	3121.97	营业利润	-20	-15	31	89	211
无形资产	160	163	270	266	263	营业外收入	41.22	168.04	191.54	191.54	183.71
其他非流动资产	154	89	0	0	0	营业外支出	10.84	117.55	50.00	59.46	75.67
资产总计	10638	9548	9423	11011	15593	利润总额	10	36	172	221	319
流动负债合计	3502	2576	3064	4223	9340	所得税	-2	4	21	27	39
短期借款	0	0	226	437	3303	净利润	13	31	151	194	281
应付账款	2043	1573	1773	2442	4122	少数股东损益	2	1	1	1	1
预收款项	9	65	180	339	607	归属母公司净利润	11	31	150	193	280
一年内到期的非	202	2	2	2	2	EBITDA	285	353	442	551	676
非流动负债合计	2054	2048	845	1645	1645	EPS (元)	0.02	0.04	0.21	0.27	0.39
长期借款	0	0	800	1600	1600	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	3909	5868	10985	成长能力					
少数股东权益	17	17	18	19	20	营业收入增长	30.71%	-31.25%	13.76%	38.02%	68.81%
实收资本(或股	717	717	717	717	717	营业利润增长	-192.38%	-26.83%	-307.21%	192.25%	136.92%
资本公积	3140	3140	4018	4018	4018	归属于母公司净利润	388.69%	28.88%	388.69%	28.88%	44.65%
未分配利润	677	699	-453	-1938	-4087	盈利能力					
归属母公司股东	5065	4906	5323	4951	4414	毛利率(%)	5.77%	7.72%	7.27%	7.50%	7.50%
负债和所有者权	10638	9548	9423	11011	15593	净利率(%)	0.34%	1.24%	5.25%	4.89%	4.18%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净	0.10%	0.32%	1.59%		
						ROE(%)	0.22%	0.63%	2.82%	3.90%	6.33%
经营活动现金流	-647	209	917	17	-1511	偿债能力					
净利润	13	31	151	194	281	资产负债率(%)	52%	48%	41%	53%	70%
折旧摊销	261.60	300.60	0.00	380.18	380.18	流动比率	1.96	1.66	1.57	1.22	
财务费用	43	67	53	54	58	速动比率	0.61	0.58	0.49	0.39	
应收账款减少	0	0	37	-129	-947	营运能力					
预收帐款增加	0	0	115	159	268	总资产周转率	0.36	0.25	0.30	0.39	0.50
投资活动现金流	-420	-191	-141	-398	-179	应收账款周转率	4	3	3	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.86	1.40	1.72	1.88	2.04
长期股权投资减	0	0	296	0	0	每股指标(元)					
投资收益	40	78	56	78	78	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.04	0.21	0.27	0.39
筹资活动现金流	893	-295	-610	392	1991	每股净现金流(最新	-0.24	-0.39	0.23	0.01	0.42
应付债券增加	0	0	-1893	0	0	每股净资产(最新摊	7.06	6.84	7.42	6.90	6.15
长期借款增加	0	0	800	800	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	729.22	262.38	53.71	41.67	28.81
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	1.59	1.64	1.51	1.63	1.82
现金净增加额	-173	-277	166	10	301	EV/EBITDA	33.12	27.47	19.58	17.53	18.07

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。