

# 洪都航空系列报告之四：“机弹一体”或助 L15 再现 K8 出口辉煌

2019 年 04 月 01 日

强烈推荐/维持

洪都航空

事件点评

## ——洪都航空（600316）事件点评

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

### 事件：

近年多架 L15 列装海空军，标志着国内市场对其认可度的提升。作为 K8 中级教练机的后续机型，L15 也采用 K8 “国内外齐头并进”的销售策略，预计总需求量不少于 500 架。本报告将从“机弹一体”模式、海外市场需求、国际主流高教机比较和公司产能桎梏消除等方面来分析 L15 的出口市场，我们认为其或将再现 K8 中级教练机出口的辉煌历史。

### 观点：

#### ➤ 1、“机弹一体”促发展，K8 辉煌或重现

洪都集团是前中航二集团的导弹研制中心，主要导弹品种包括上游、鹰击、天龙、海鹰等，是空面导弹的龙头企业。随着演习和训练量的不断增加，导弹需求量节节攀升，洪都导弹的国内和出口市场都很旺盛。在“机弹一体”理念的引领下，L15 的出口市场也将得到大幅提升。

L15 是洪都设计研发的一款单座双发超音速高级教练机，于 2006 年 3 月完成首飞。为了满足第四代和第五代战机的训练要求，L15 装备有先进的综合航电系统、数字飞控电传系统、集中显示与控制技术、水泡型玻璃座舱、机载无源相控阵火控雷达、国产光电瞄准吊舱等设备，性能完全能满足飞行员对第四代和第五代战机的技术要求。L15 满足 10000 飞行小时使用寿命，具有高可靠性和维修简易等特点，其性能远超国内之前所有高级教练机型号。

“机弹一体”是洪都公司近年推广的经营理念，即销售的 L15 高级教练机都挂载自己生产的导弹，以期达到相互促进的目的。据报道，去年年初一架 L15 在中国试飞院测试，其机翼下挂载了新型精确制导炸弹 TL-20，“小准狼”的挂载武器让 L15 成为强 5 更好的接班人。同年 9 月 18 日，L15 挂载 YJ-9E 和 TL-20 成功进行打靶飞行试验，标志着其已经具备打击水面目标的能力。值得一提的是，洪都的 TL-20 打破了美国在小直径制导炸弹领域的垄断，而且相比之下设计难度和制造成本都更低。随着作战能力的提升，L15 在国际市场上的竞争力也逐步增强。

图 1:挂载 TL-20 的 L15

图 2:YJ-9E 导弹



资料来源：洪都航空宣传片，东兴证券研究所



资料来源：百度图片，东兴证券研究所

K8 是洪都研制的一款中级教练机，是中国飞机史上第一款产品、技术全面出口的机型，拥有傲人的出口成绩。K8 至今共销售 700 余架，现在虽没有前几年爆发式的需求，仍保持全球每年几十架的订单。作为中级教练机 K8 的后续机型，**L15 沿用 K8 的模式，采取国内外齐头并进的策略。**

根据我们草根调研，L15 的利润率高于 K8，同时在使用维护方面继承了 K8 的优点——高开敞率机身和机内自检功能使维护人员和维护费用大幅减少。随着国内认可度的提高，L15 内部需求量的增加必将带动国外需求的增长，让处于观望态度的国家可以放心购买。我们认为，国际市场对新型高级教练机有着迫切需求，基于洪都公司在 K8 传统市场上优良的合作基础和销售前景，L15 有望重现 K8 的辉煌历史，在出口市场取得成功。

## ➤ 2、海外市场需求量大，机型对比优势明显

L15 采用完全三轴电传操纵系统和百分之百玻璃化座舱，能够直接培训歼-10、歼-11、枭龙和诸多西方战斗机的飞行员。而且 L15 已完成**多项机载武器试验**，除了前文提到的 YJ-9E 空舰导弹和 TL-20 小直径制导炸弹，还有激光制导炸弹、雷石-6 滑翔增程制导炸弹和航空火箭弹等。这些技术让 L15 的用途更加广泛，使用更加灵活，出口竞争力也大幅提升。

在国际教练机市场中，中、俄、美韩、意四方的水平几乎持平，L15 的主要竞争对手为俄罗斯的雅克 130、美韩合作的 T-50 和意大利的 M-346。L15 和 M-346 都是借鉴雅克 130 研制的，所以性能相近。但是，雅克 130 自服役以来已出现多起事故，2017 年先后 6 架发生恶性事故，其中 3 架为俄罗斯，3 架为孟加拉国。相比之下，L15 自首飞以来从未发生过安全事故，**安全系数显著提升**。而且从 K8 的出口情况来看，我们的**出口实力强于俄罗斯**。韩国的 T-50 大量采用欧美的先进技术，深受许多国家青睐。但相较于 T-50 售价约 2500 万美元，L15 仅需约 1300 万美元，**价格优势明显**。

目前 L15 的出口是通过中航技完成的，主要市场为东南亚、非洲、南美洲等**第三世界国家**，中东是潜在客户。中东对飞机的要求较高，但洪都有意向根据他们的要求进行小批量定制。除了日常的基础训练，因为 L15 可以搭载不同功能的武器装备，具备防空拦截、制空争夺等初级战斗机的功能，所以能够为这些国家解决国内叛乱反动势力的威胁，对中小国家空军而言是一款性价比极高的教练机。

根据网上公告，赞比亚是 L15 的第一个海外用户，于 2012 年订购了 6 架 AJT 版本的 L15，之后又追加了 6 架 AJT 版本和 12 架超音速版本的 L15。委内瑞拉在与雅克 130 对比之后，最终决定购入 24 架 L15（该计划最后因为经济原因搁浅）。去年，乌拉圭宣布购入 8 架 L15，标志着 L15 进入更为广阔的南美市场。

迄今为止，洪都的中级教练机 K8 已经出口到包括巴基斯坦、埃及、缅甸、赞比亚、纳米比亚等亚非拉的 13 个国家，占到全世界同类教练机出口贸易总量的 70%。考虑到训练的一体性，装备 K8 教练机的国家极有可能延续购买新一代 L15 教练机，可见 L15 的出口市场极具优势。

### ➤ 3、产能桎梏消除，出口前景可期

公司厂房搬迁前，L15 只有一条生产线，一年生产 4-5 架。目前，公司的自动化装备线柔性改造大部分已经完成，2018 年 12 月洪都公司在搬迁后的南昌航空城实现一个月交付 7 架 L15 的目标，刷新洪都公司新高教总装交付的历史记录。公司厂房搬迁完毕后，L15 产能将大幅提升。

2006 年高峰期洪都一年生产 100 多架飞机（初教 6、K8），搬迁后的厂区达 1 万亩，产能必将进一步提升。根据前期调查，L15 在十三五期间的总制造量预计不会少于 120 架，未来总架数不会小于 500 架。

另一方面，专门为 L15 项目自主研发的 WS-17 涡扇发动机现已基本完成主要部件的性能测试，实验结果满足设计指标要求。未来 L15 将实现全国产化，对外出口时不再有任何技术限制。

### 结论：

我们预计公司 2019-2021 营收为 32.0 亿元、44.5 亿元、59.9 亿元，归母净利润为 1.93 亿元、2.72 亿元、3.58 亿元，同比增长 29%、41%、32%，EPS 为 0.27 元、0.38 元、0.50 元，对应 PE 为 65X/46X/35X，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**军品订单不及预期，军品收入确认不及预期。

**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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	5044	5234	6760	8581	10941	<b>营业收入</b>	2530	2418	3203	4450	5990
货币资金	261	640	2266	2542	899	<b>营业成本</b>	2335	2297	2930	4071	5481
应收账款	996	831	877	1219	1477	营业税金及附加	7	3	3	7	6
其他应收款	35	2	3	4	5	营业费用	20	26	22	22	24
预付款项	15	42	71	112	167	管理费用	188	98	80	111	150
存货	3473	3636	3613	5020	9010	财务费用	67	62	57	62	60
其他流动资产	0	25	-148	-422	-760	资产减值损失	12.16	-1.69	9.11	5.60	3.20
<b>非流动资产合计</b>	4504	4439	4502	4526	4333	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	310	310	310	310	310	投资净收益	78.50	175.02	97.91	117.14	130.02
固定资产	2012.80	2169.26	3622.48	3650.96	3254.44	<b>营业利润</b>	-15	173	198	288	396
无形资产	163	163	270	266	262	营业外收入	168.04	11.21	73.49	84.24	56.31
其他非流动资产	89	55	0	0	0	营业外支出	117.55	13.12	50.00	60.23	41.12
<b>资产总计</b>	9548	9672	11262	13107	15274	<b>利润总额</b>	36	171	221	312	411
<b>流动负债合计</b>	2576	4664	4567	5494	7505	所得税	4	22	28	40	53
短期借款	0	531	0	0	847	<b>净利润</b>	31	149	193	272	358
应付账款	1573	1125	1416	1967	2649	少数股东损益	1	1	1	1	1
预收款项	65	79	207	385	625	归属母公司净利润	31	148	192	271	357
一年内到期的非	2	1902	1902	1902	1902	EBITDA	353	532	630	773	879
<b>非流动负债合计</b>	2048	120	844	1644	1644	<b>EPS (元)</b>	0.04	0.21	0.27	0.38	0.50
长期借款	0	0	800	1600	1600	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1893	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	4625	4784	5411	7138	9149	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	17	17	18	19	20	营业收入增长	-31.25%	-4.44%	32.46%	38.94%	34.63%
实收资本(或股	717	717	717	717	717	营业利润增长	-26.83%	-1275.71%	14.31%	45.24%	37.66%
资本公积	3140	3140	4018	4018	4018	归属于母公司净利润	29.39%	40.98%	29.39%	40.98%	32.01%
未分配利润	699	823	659	426	120	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	4906	4871	5833	5951	6106	毛利率(%)	7.72%	5.00%	8.50%	8.50%	8.50%
<b>负债和所有者权</b>	9548	9672	11262	13107	15274	净利率(%)	1.24%	6.17%	6.03%	6.10%	5.98%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.10%	0.32%	1.53%	1.70%	2.06%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	0.63%	3.05%	3.29%	4.55%	5.85%
<b>经营活动现金流</b>	209	52	1121	50	-2100	<b>偿债能力</b>					
净利润	31	149	193	272	358	资产负债率(%)	48%	49%	48%	54%	60%
折旧摊销	300.60	296.88	0.00	396.52	396.52	流动比率	1.96	1.12	1.48	1.56	1.46
财务费用	67	62	57	62	60	速动比率	0.61	0.34	0.69	0.65	0.26
应收账款减少	0	0	-47	-342	-258	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	128	178	240	总资产周转率	0.25	0.25	0.31	0.37	0.42
<b>投资活动现金流</b>	-191	-97	-350	-359	-127	应收账款周转率	3	3	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.40	1.79	2.52	2.63	2.60
长期股权投资减	0	0	80	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	78	175	98	117	130	每股收益(最新摊薄)	0.04	0.21	0.27	0.38	0.50
<b>筹资活动现金流</b>	-295	441	855	585	584	每股净现金流(最新	-0.39	0.55	2.27	0.38	-2.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.84	6.79	8.13	8.30	8.51
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	409.58	84.73	65.48	46.45	35.18
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	2.56	2.58	2.16	2.11	2.06
<b>现金净增加额</b>	-277	396	1626	275	-1643	EV/EBITDA	40.28	27.00	20.65	17.50	18.22

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。