



洪都航空：新高教机交付量提升明显

军工行业

2019年05月29日

强烈推荐/维持
洪都航空 公司报告

投资摘要：

事件：

《新华每日电讯》报道称，5月9日，数架L15高级教练机从南昌瑶湖机场呼啸腾空。中国航空工业洪都副总工程师崔彦勇表示，这是洪都航空公司今年转场交付的第三批高级教练机。

主要观点：

1、L15 高教机批量交付，空海军实现规模化采购

我们认为，上述报道表明空军已正式批量采购L15，而且采购具有持续性好、规模较大的特点。按照常规一个批次交付3-6架计算，目前或有10余架L15完成了交付。

洪都航空近年的L15年产量在20架左右，去年达到一个月交付7架的最高纪录。我们预计公司本次与大股东资产置换完成，以及脉动式总装生产线进一步加速后，L15年产量将大幅提升。以当前价格和利润水平计算，L15年产量超过25架即可实现盈利。L15是我国目前最先进的教练机，也是培养舰载机飞行员的唯一三代教练机，同时可作为战备值班用战斗机。除空军外，海军的招飞规模近几年也都在增长，可以预见海军对L15的需求也非常旺盛。

2、L15 雷达型列装，定位战斗型飞机

去年底，洪都公司披露了加装雷达的“新高教”。有推测称其安装的是与L-15B外贸型一样的X波段机械扫描雷达。最新批次的战机还取消了机头空速管，加装了新型火控雷达和航电设备，性能进一步提升。L15雷达型的列装，标志着这种先进高教机未来定位将更偏向于战斗以及战斗训练方面。

L15雷达型具有更加完善的火控系统，能更逼真地模拟我国空军歼-10C、歼-16等四代战机，甚至歼-20五代战斗机的高机动飞行和先进火控系统的特性，成为一种称职的战斗机先导教练机。在学员培训上更好地与我国先进战斗机相

财务指标预测

指标	17A	18A	19E	20E	21E
营业收入(百万)	2530	2418	3203	4450	5990
增长率(%)	-31.25%	-4.44%	32.46%	38.94%	34.63%
净利润(百万元)	31	149	193	272	358
增长率(%)	150.48%	380.64%	29.39%	40.98%	32.01%
净资产收益率(%)	0.63%	3.05%	3.29%	4.55%	5.85%
每股收益(元)	0.04	0.21	0.27	0.38	0.50
PE	409.58	84.73	65.48	46.45	35.18
PB	2.56	2.58	2.16	2.11	2.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是国内专业生产教练机和通用飞机的企业，也是我国首家以明确大批出口定单的整架飞机为主营产品的高科技外向型企业，主营航空产品和军品加工。

未来3-6个月重大事项提示：

- 1、公司披露资产置换方案
- 2、公司完成航空城搬迁
- 3、公司新高教机交付规模创新高

交易数据

52周股价区间(元)	19.10-7.50
总市值(亿元)	106.56
流通市值(亿元)	106.56
总股本/流通A股(万股)	71711/71711
流通B股/H股(万股)	0/0

公司指数走势图



资料来源：wind 东兴证券研究所

分析师：陆洲

Tel: 010-66554142

执业证书编号: S1480517080001

分析师：王习

Tel: 010-66554034

执业证书编号: S1480518010001

分析师：张卓琦

Tel: 010-66554018

执业证书编号: S1480117080010

接，缩短换装训练时间，提高训练质量。

出口方面，目前若干第三世界国家都采购 L15 作为入门级战斗机使用，加强了作战能力的升级版 L15 或将迎来更多海外订单。

3、歼 20 专属伴随训练版 L15 推出，需求有望进一步扩大

2018 年底，航空工业披露了 L15 正在研制歼 20 的专属伴随训练版本。从网络披露的图片看，专属伴随训练版的 L15 将操纵杆移至侧面，与歼 20 操纵杆布局相似。同时，大尺寸触摸屏幕和与歼 20 类似的航电系统也研制中。歼 20 作为最新隐身战机，训练成本相对较高，因此专属的伴随训练战机就成了飞行员保持日常飞行小时数，进行日常和战斗训练的不二之选。专属版 L15 也将充当起歼 20 飞行员“孵化器”的作用。

4、盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年营收为 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。

5、风险提示

航空装备订单不及预期，交付不及预期。

表 1：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
流动资产合计	5044	5234	6760	8581	10941	营业收入	2530	2418	3203	4450	5990
货币资金	261	640	2266	2542	899	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	-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
资产总计	9548	9672	11262	13107	15274	利润总额	36	171	221	312	411
流动负债合计	2576	4664	4567	5494	7505	所得税	4	22	28	40	53
短期借款	0	531	0	0	847	净利润	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
一年内到期的非流	2	1902	1902	1902	1902	EBITDA	353	532	630	773	879
非流动负债合计	2048	120	844	1644	1644	EPS (元)	0.04	0.21	0.27	0.38	0.50
长期借款	0	0	800	1600	1600	主要财务比率					
应付债券	1893	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4625	4784	5411	7138	9149	成长能力					
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(或股本)	717	717	717	717	717	营业利润增长	34.68%	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	177.89%	383.59%	29.39%	40.98%	32.01%
未分配利润	699	823	659	426	120	获利能力					
归母公司股东权益	4906	4871	5833	5951	6106	毛利率(%)	7.72%	5.00%	8.50%	8.50%	8.50%
负债和所有者权益	9548	9672	11262	13107	15274	净利率(%)	1.24%	6.17%	6.03%	6.10%	5.98%
现金流量表	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%
经营活动现金流	209	52	1121	50	-2100	偿债能力					
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
应付帐款的变化	0	0	-47	-342	-258	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	128	178	240	总资产周转率	0.25	0.25	0.31	0.37	0.42
投资活动现金流	-191	-97	-350	-359	-127	应收账款周转率	3	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.40	1.79	2.52	2.63	2.60
长期股权投资减少	0	0	80	0	0	每股指标(元)					
投资收益	78	175	98	117	130	每股收益(最新摊)	0.04	0.21	0.27	0.38	0.50
筹资活动现金流	-295	441	855	585	584	每股净现金流(最)	-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)	6.84	6.79	8.13	8.30	8.51
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	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
现金净增加额	-277	396	1626	275	-1643	EV/EBITDA	40.28	27.00	20.65	17.50	18.22

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	国防军工：国产民用大飞机制造产业研究	2019-05-09
公司	洪都航空（600316.SH）：“机弹一体”或助 L15 再现 K8 出口辉煌	2019-04-02
公司	洪都航空（600316.SH）：L15 高教机首飞 13 周年之展望和预测	2019-03-22
公司	洪都航空（600316.SH）：初教六市场容量或达 3 万架	2019-03-01
公司	洪都航空（600316.SH）：初教六通航市场空间达百亿	2019-03-01
公司	洪都航空（600316.SH）：洪都航空系列报告之二，L15 空军批量采购高峰或到来	2019-02-22
公司	洪都航空（600316.SH）：峰回路转，初教六适航取证开辟洪都新天地	2019-02-19
公司	洪都航空（600316.SH）：前度刘郎今又来	2018-11-21
公司	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	2018-11-19

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

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017年加入东兴证券军工组。

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，主要研究军工领域。

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。