

洪都航空 (600316): 拐点已现 蓄势待发

——洪都投资逻辑再梳理

2019年07月29日

强烈推荐/维持

洪都航空 公司报告

报告摘要:

洪都航空是我们团队重点覆盖标的,公司与大股东洪都集团资产置换顺利进行,导弹资产助力公司业绩近在眼前;公司生产的L15教练机近期已获得可观的空军和海军订单,未来三年订单饱满;同时在公司完成搬迁后产能将大幅释放,今年以来公司基本面可谓是多点开花。

我们对洪都航空主要推荐逻辑再次梳理:

1、公司资产置换进展顺利。大股东中航科工已披露8月23日的股东大会将审议资产置换方案。我们预计资产置换将在年内完成,优质导弹资产注入上市公司,同时甩掉大量人员负担和低效资产。由此公司轻装上阵,并获得可观现金,完全具备投资其它优质防务资产的条件。

2、洪都主打产品L15“猎鹰”高教机已获得可观的空军和海军订单,未来三年订单饱满。据媒体报道,目前,空军已经开始接装全新批次的“猎鹰”,并装备了更完善的雷达和航电系统。新一批次的“猎鹰”正在脉动式生产线上总装,即将交付空军和海军。预计下一阶段“猎鹰”将换装侧杆和大尺寸触摸屏,“无缝”衔接歼-20训练标准。“猎鹰”的舰载版本据悉也正在研制。可以说“猎鹰”这个项目已经到了全面开花结果的时候,未来很可能还有更多新的改进、衍生版本,L15战机将为祖国做出更多、更大的贡献。

3、出口方面,L15AW外贸升级型已经在试飞阶段,为交付新的国外用户做好准备,阿联酋等国表现出较强的购买意向。L15B全状态型也处于试飞阶段。从历史来看,洪都建厂近70年来生产的初教6、强5和K8这三款飞机都取得了国内列装和外贸出口的巨大成功。上世纪50年代诞生的初教6生产了3000架,至今仍在交付服役,今年又获准进入民航市场,老树再发新芽;上世纪70年代诞生的强5飞机国内服役了50多年,生产了1000多架,同时出口了几百架;上世纪90年代诞生的K8服役至今,出口了300多架,还出口了整条生产线。我们相信历经坎坷磨难的L15飞机即将迎来海外市场的春天。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2530	2418	3203	4450	5990
增长率(%)	-31.25%	-4.44%	32.46%	38.94%	34.63%
归母净利润(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:

交易数据

52周股价区间(元)	15.1-9.9
总市值(亿元)	108.28
流通市值(亿元)	108.28
总股本/流通A股(万股)	71711/71711
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.82

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

分析师: 王习

010-66554034

Wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518010001

研究助理: 张卓琦

010-66554018

Zhangzq_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480117080010

4、生产组织方面，公司下半年全部搬迁至航空城后，飞机产能将大幅释放，终结过去5年多来边搬迁、边生产的不利局面，实现全面达产、超产。L15高教机也具备转型轻型战斗机和战备值班战斗机的有利条件。

5、导弹方面，空对地支持此前是空军弱项，按照进攻型空军的要求，打火箭弹已不可持续。当前军方对于智能弹药、各类精确与简易制导弹药的订货量快速上升。公司的拳头型号产品将搭上空地（舰）导弹大规模订货的顺风车。

6、C919大飞机方面，目前，洪都集团和上市公司负责制造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。C919大飞机在2021年投入商业运营，初期年产量约在50架以上。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。南昌航空城有可能成为C919大飞机的第二研制总装试飞基地。

6、外部支持方面，航空工业领导近期频繁视察洪都，提出要求：要聚焦主业、大胆规划、敢于畅想；要加快推进债转股，有效降低负债水平等。南昌高新区已发行首期10亿元航空科创城专项债，用于服务南昌航空城的基础设施建设。洪都集团债转股进展顺利。

7、估值计算：洪都航空作为市值最小的主机厂（108亿），近年业绩不佳主要受搬迁改造、产品升级、人员负担等因素影响。资产置换完成走上正轨后，我们按照飞机年产30架贡献2.8亿净利润、导弹年贡献8000万净利润计算，公司正常情况实现净利润3.6亿元/年。考虑到无人战斗机等新型号和后续外延扩张的可能性，给予50倍PE，公司市值目标180亿元。

投资建议：

我们预测公司2019年~2021年公司营收分别为32亿元、45亿元和60亿元；净利润分别为1.9亿元、2.7亿元和3.6亿元，EPS分别0.27元、0.38元、0.50元，对应PE分别为65X、46X、35X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

资产置换进展不顺利，L15生产进度不及预期。

附表：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%	1275.7	14.31%	45.24%	37.66%
资本公积	3140	3140	4018	4018	4018	归属于母公司净利润	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		1.48	1.56	1.46
财务费用	67	62	57	62	60	速动比率	0.61		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(最新摊薄)	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	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
公司	洪都航空（600316.SH）：首家大中型导弹公司横空出世	2019-06-03
公司	洪都航空（600316.SH）：新高教机交付量提升明显	2019-05-30
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

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，六年证券从业经验，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，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。