

洪都航空（600316）：资产置换顺利交割，“机弹一体”小沈飞扬帆起航

2019年11月25日

强烈推荐/维持

洪都航空 公司报告

报告摘要：

【事件】：

11月23日公司公告与洪都集团的资产置换已交割完毕，交割基准日为2019年7月31日。置出资产所产生的损益为-5128.8万元，由公司承担；置入资产所产生的损益为-705万元，由洪都集团承担。

【主要观点】：

1、导弹资产强势注入，军工企业血统更纯正

本次置入的资产范围主要为洪都集团拥有的防务产品相关资产、负债，具体包括飞龙机械厂、J01飞龙机械厂综合厂房及配套设施；教练机部装、总装资产；航空城南区飞机总装厂、飞机部装一、二厂及配套设施。具体资产主要包括流动资产、固定资产、无形资产等，负债包括流动负债。

天龙机械厂是国内空面导弹龙头企业，主要产品包括鹰击、海鹰、上游、天龙系列在内的岸舰、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。注入后上市公司后洪都航空将成为A股首家大中型空面导弹总装企业，军工企业“血统”更加纯正。

此次资产置换完成后，洪都航空将兼具飞机总装和导弹总装业务，是我国唯一一家既有飞机又有导弹的公司。据报道，最新研发的YJ-9E反舰导弹、TL-20小直径制导炸弹均可通过L15挂载投发，其中TL-20打破了美国在小直径制导炸弹领域的垄断，而且设计难度和制造成本都更低。目前空军批量采购L15呈现持续性、规模性的趋势，与置入公司的导弹业务相辅相成，使公司更具市场竞争力。

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	55.48	39.45	29.18
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：

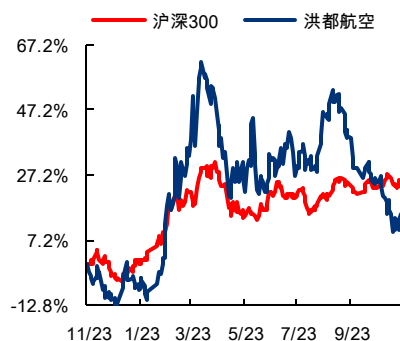
公司是国内专业生产教练机和通用飞机的企业，也是我国首家以明确大批出口定单的整架飞机为主营产品的高科技外向型企业，主营航空产品和军品加工。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	12.82-11.69
总市值(亿元)	91.93
流通市值(亿元)	91.93
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	2.11

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：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：朱雨时

010-66555574 Zhuysh@dxzq.net.cn

2、此次置换资产将重塑上市公司盈利水平

本次置出的资产主要为飞机零部件制造相关资产及负债，2018年1-11月，置出资产实现营收3.95亿元，亏损5362万元，严重拖累了上市公司的盈利能力。且从本次公告可知，置出资产产生的损益为-5128.8万元，置入资产所产生的损益为-705万元，可以说上市公司着实甩掉了拖累自身的“包袱”。本次注入资产的13亿评估值基本接近净资产金额，增值率仅有5%，从二级市场角度看置入资产有较大的溢价空间。虽然注入资产2017年实现10亿收入，利润仅有810万元，但实际盈利能力应远不止于此，随着实战军演的次数增多，导弹产品的市场需求也将同步提升。

具体资产负债方面，此次置换导致公司期末较期初总资产减少32.13%、归属上市公司股东净资产减少21.18%、固定资产减少72.69%，对公司起到了有效的瘦身健体效果；公司三季报中，因受资产置换影响，应付职工薪酬、其他应付款、长期应付款分别比上年年末下降66.17%，84.84%和91.25%，资产负债的改善也预示着公司未来现金流将有所改善。

表 1:公司三季报部分项目变化

项目	2019年9月30日	2018年12月31日	增减(%)	情况说明
固定资产	661,343,641.36	2,421,288,662.43	-72.69	主要受公司资产置换影响
在建工程	748,463,012.09	2,139,667,291.30	-65.02	主要受公司资产置换影响
无形资产	118,604,843.25	246,071,482.37	-51.80	主要受公司资产置换影响
长期待摊费用	1,827,165.18	5,560,609.41	-67.14	主要受公司资产置换影响
应付职工薪酬	55,574,146.97	164,270,900.21	-66.17	主要受公司资产置换影响
其他应付款	58,826,602.04	388,065,553.13	-84.84	主要受公司资产置换影响
长期应付款	6,177,256.80	70,607,636.71	-91.25	主要受公司资产置换影响
其他应收款	971,055,479.19	2,204,152.67	43,955.73	主要系公司尚未收到的资产置换对价增加

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

另外洪都集团应支付给公司的8.46亿元资产置换差额还未收到，若这笔费用落地，则公司的现金流情况将会大幅改善，洪都航空也将摆脱近几年“卖资产保盈利”的旧路。

3、公司半年报和三季报不及预期主要系公司前期订单数量多，投入较大引起

公司今年一季度起至三季度购买商品、接受劳务支付的现金分别同比增长166.49%，132.97%和23.40%，截至三季报公司经营产生的现金流量净额同比下降175.09%，预付款项同比增长719.67%，由此可见公司订单饱满生产任务繁重，同时根据以往公司新闻披露，主力产品L-15高级教练机的交付多集中在年末，考虑到亏损资产的置出与盈利能力较强的导弹资产注入也对公司接下来的盈利水平有较大的提升作用，因此我们认为公司全年业绩将扭转半年报和三季报颓势，实现可观增长。

投资建议：

根据上述分析我们预测公司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分别为0.27元、0.38元、0.50元，对应PE分别为55X、39X、29X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

L15生产进度不及预期，导弹产品生产交付不及预期。

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	1.46
财务费用	67	62	57	62	60	速动比率	0.61	0.69	0.65	0.26	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	55.48	39.45	29.18
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

首席分析师：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。

高级分析师：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

朱雨时

电子科技大学学士，中央财经大学硕士，2019年加入东兴证券。

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。