

洪都航空（600316）：L15高教机获国家科技进步一等奖 打开市场空间

2020年01月13日

强烈推荐/维持

洪都航空 公司报告

报告摘要：

【事件】：

1月10日上午，由洪都公司作为第一完成单位，洪都公司总经理、L15总设计师张弘作为第一完成人的项目《L15高级教练机（AJT）研制》荣获国家科学技术进步一等奖。

【主要观点】：

1、获奖标志 L15 高教机市场空间打开。截至目前，航空工业集团的强 5（洪都）、歼 8（沈飞）、歼 10（成飞）三大型号都获得了国家科技进步特等奖，K8（洪都）和 L15（洪都）两大型号都获得国家科技进步一等奖。L15 飞机从 2006 年首飞至今，不断改进不断完善，获奖是其成为继初教 6、强 5，K8 后，洪都又一个“爆款”飞机的标志和信号。预计 L15 除教练机型号外，还可能成为舰载教练机、新型对地攻击机、轻型战斗机的发展平台，国内市场空间在 400 亿元以上，海外市场空间在 300 亿元以上。L15 有望超越 K8 飞机内销（400 多架）和出口（300 多架）的纪录。

2、主业进入盈利拐点。2018 年洪都航空主业亏损 0.94 亿元，主要靠非经常收益盈利，主要原因是搬迁改造、L15 改型升级和人员负担较重等。目前公司已完成资产置换和航空城搬迁，进入满负荷生产状态。上市公司本次将 4000 余名员工置换给集团，预计一年仅工资成本就节约 3 亿元以上。预计洪都 2019 年主营业务扭亏为盈，2020 年按 35 架 L15 和 20 架 K8 的交付目标测算，再考虑导弹增量，利润增速至少可达 100% 以上。

3、投资建议：我们保守按正常情况下飞机年产 60 架（20 架 K8+40 架 L15）贡献 2.8 亿净利润、导弹年贡献 3000 万净利润计算，公司可实现净利润 3.1 亿元/年。如考虑外贸出口订单则利润规模更大，年利润峰值可达 5 亿元以上。考虑到无人攻击机等新型号和后续外延资产注入的可能性，公司市值增长空间广阔。预计 2019 年~2021 年公司营收分别为 45 亿元、58 亿元和 74 亿元；净利润分别为 0.94 亿元、2.4 亿元和 3.4 亿元，EPS 分别为 0.13 元、0.34 元、0.47 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 2,530.02 | 2,417.80 | 4,482.03 | 5,837.18 | 7,382.96 |
| 增长率（%） | -31.25% | -4.44% | 85.38% | 30.24% | 26.48% |
| 归母净利润（百万元） | 30.68 | 148.37 | 94.05 | 241.34 | 336.12 |
| 增长率（%） | 177.89% | 383.59% | -36.61% | 156.60% | 39.27% |
| 净资产收益率（%） | 0.63% | 3.05% | 2.00% | 5.28% | 7.55% |
| 每股收益（元） | 0.04 | 0.21 | 0.13 | 0.34 | 0.47 |
| PE | 340.89 | 70.52 | 111.24 | 43.35 | 31.13 |
| PB | 2.13 | 2.15 | 2.22 | 2.29 | 2.35 |

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） | 14.59-10.68 |
| 总市值（亿元） | 104.63 |
| 流通市值（亿元） | 104.63 |
| 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 | 2.15 |

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

Zhuys@dxzq.net.cn

一、L15 飞机特点简介

L15 飞机一机多能，是典型的三代战机。该机集三轴四余度数字式电传飞行控制系统、翼身融合气动布局等当今世界高端航空技术于一身，具有优良的飞行性能和机动能力，**具备典型的第三代战斗机的特征**，主要用于第三代战斗机及其改进型飞机飞行员的训练，能够承担与先进战斗机相衔接的起落、特技、仪表、编队等技术训练任务和武器使用、空/地目标攻击、单机/多机战术等基础战术训练任务，形成装备以后能有效减少三代机消耗，大幅降低培养三代机飞行员成本。

L15 可作为攻击机使用。2019 年国庆阅兵期间官方对于 L15 的介绍称：“教-10 加挂武器后，可以执行空战任务”。由于 L15 在设计之初便考虑到了多种应用功能，因此，该机具有非常广泛的适用范围，不仅可以装备于空军训练基地，用于基础改装训练和战术训练，而且可以装备飞行学院，进行高级驾驶技术训练和部分专门训练，甚至可以装备作战部队，用于部分作战改装训练。L15 飞机改装后可执行武装侦查、空中防备、近距离空中援助、反恐、反毒等任务。根据同等定位高级教练机在国际军贸市场上的订单看，部分空军力量较为薄弱或军机谱系不完整的国家确实也将高级教练机作为战斗机使用。

L15 改型的舰载教练机和对地攻击机值得关注。国产航母“山东号”已经下水，配套的舰载教练机是目前急需型号。从 L15 的多功能定位，优异的改装适应性以及在国内高级教练机市场上的垄断地位，有报道预测，舰载教练机有望在 L15 平台上诞生。同时，有报道预测，接替强 5 的对地攻击机新型号也有可能出于 L15。

二、L15 飞机研制历程简单回顾

自从上个世纪 90 年代以来，我国先后引进和仿制生产了苏-27 系列战斗机，随着装备数量的不断增加，第三代战斗机飞行员的训练任务日益繁重。虽然，现役新型战斗机的性能可以满足飞行员训练的要求，但由于价格不菲，使得部队难以大量从事新飞行员的训练，而趋向于采购价格相对便宜的教练机来进行高性能战斗机的飞行训练。然而，空军现役的高级教练机以歼教 7 飞机为主，其在气动布局、动力装置、操纵系统、使用寿命等方面存在一系列固有缺陷：无法完成第三代战斗机的大迎角机动训练科目，需要在第三代战斗机的同型教练机上重新适应电传操纵系统；涡喷发动机耗油率高，难以保证一次起落完成两个训练科目，增加了训练时间；机体与发动机翻修期和总寿命短，训练效费比低。正是由于歼教 7 飞机的总体性能根本无法与第三代战斗机相匹配，导致了飞行员训练和选拔过程中淘汰率高，难以满足高效费比的训练要求。

因此，研制新一代高级教练机正在成为一个迫在眉睫的需要。洪都公司经过充分研究和论证后认为，新研制教练机应不仅可以保持与上一代教练机衔接合理，同时还能充分满足未来先进战斗机使用要求，使飞行员平稳顺畅地过渡到第三代战斗机，从而有效地提高飞行训练质量、降低训练费用，大大减少换装一线战斗机所需的训练时间。正是在这一背景下，L15 高教机应运而生。

图 1: L15 首飞



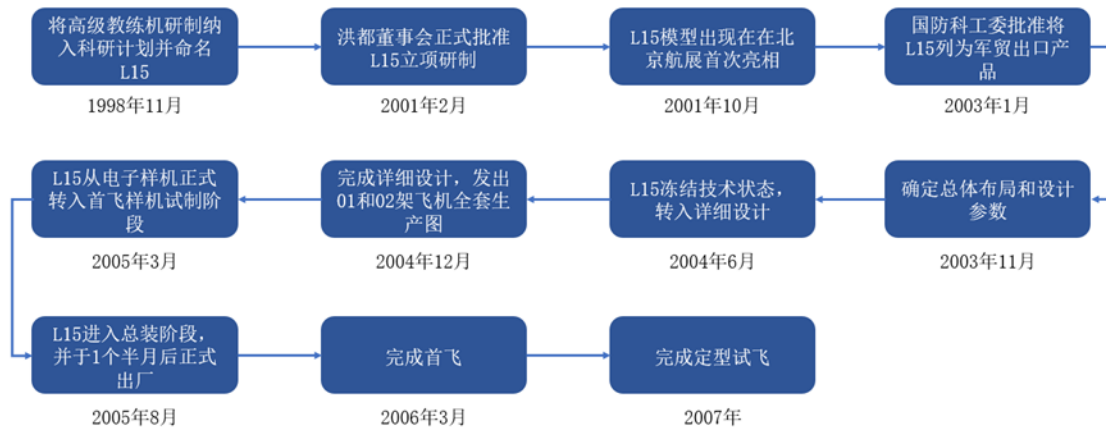
资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 2: L15 首飞纪念



资料来源：公开网络，东兴证券研究所

图 3: L15 研制历程



资料来源: 《“猎鹰”亮翅——L15 高级教练机的设计与研制》、东兴证券研究所

三、L15 在国内外教练机市场极具竞争力

L15 优势明显, 具有高性价比。首先, L15 在临盆阶段采用了国内成熟的加工工艺, 降低了加工成本, 在一定程度上增加了价格竞争力。其次, L15 机身的高开敞率和机内的自检测功能降低了使用维护成本。最后, L15 的机体设计寿命达 10000 小时, 而且能满足第三代战斗机飞行员的战斗入门训练和战术基础改装训练飞机, 有很高的训练效费比。

国外市场, L15 出口潜力巨大。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。因为 L15 可以搭载不同功能的武器装备, 所以能够在训练之余, 为这些国家解决国内叛乱反动势力的威胁。而价格方面, 我们可以根据对外销售订单情况推算单价。

表 1: 四种型号教练机价格推算

| 机型 | 项目 | 总金额 | 推算单价 |
|---------|----------------------------------|--------|--------------------|
| T-50 | 2011 年 4 月, 印尼订购了 16 架 T-50 | 4 亿美元 | 2500 万美元 |
| M-346 | 2012 年 7 月, 以色列购买了 30 架 M346 教练机 | 10 亿美元 | 3333 万美元 |
| Yak-130 | | | 媒体估计 1200~1400 万美元 |
| L-15 | 赞比亚购买 6 架 L15 | 1 亿美元 | 1667 万美元 |

资料来源: 公开新闻、东兴证券研究所

国际教练机市场中, 中、俄、美韩、意四方的水平几乎持平, L15 的主要竞争对手为雅克 130、T-50 和 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 的双发提升了安全系数。韩国的 T-50 大量采用欧美的先进技术, 深受许多国家青睐。相较 T-50 售价约 2500 万美元, L15 仅需约 1600 万美元, 价格优势明显。

四、洪都航空拥有机弹一体的显著优势

2019 年, 洪都集团完成将导弹资产注入洪都航空。公司最新研发的 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。

洪都航空 12 月份公告称全年拟增加向关联人洪都公司销售货物 8.5 亿元, 我们认为这体现了资产置换完成后公司导弹产品的收入规模, 有望贡献 3000 万元左右的净利润。加上公司置换后将大幅减亏, 我们预计公司主业 2019 年扭亏为盈。2020 年利润有望同比翻番。同时, 公司的 L-15 高教机和导弹最近频获外军好评, 阿联首空军显示出较强的采购意向。

五、投资建议:

2018 年洪都航空主业亏损 0.94 亿元, 盈利主要靠非经常收益, 这主要受搬迁改造、L15 改型升级、人员负担重等因素影响。目前公司已完成资产置换和航空城搬迁, 进入满负荷生产状态。上市公司本次将 4000 余名员工置换给集团, 一年仅工资成

本就节约 3 亿元以上。预计洪都 2019 年主营业务扭亏为盈，2020 年按 35 架 L15 和 20 架 K8 的交付目标测算，再考虑导弹增量，利润增速至少可达 100% 以上。

预计 L15 除教练机型号外，还可能成为舰载教练机、新型对地攻击机、轻型战斗机的发展平台，国内市场空间在 400 亿元以上，海外市场空间在 300 亿元以上。L15 有望超越 K8 飞机内销（400 多架）和出口（300 多架）的纪录。我们保守按飞机年产 60 架（K8 飞机 20 架+L15 飞机 40 架）贡献 2.8 亿净利润、导弹年贡献 3000 万净利润计算，公司正常情况可实现净利润 3.1 亿元/年。如考虑外贸出口订单则利润规模更大，年利润峰值可达 5 亿元以上。考虑到无人攻击机等新型号和后续外延资产注入的可能性，公司市值增长空间十分广阔。

综上，我们预测公司 2019 年~2021 年公司营收分别为 45 亿元、58 亿元和 74 亿元；净利润分别为 0.94 亿元、2.4 亿元和 3.4 亿元，EPS 分别为 0.13 元、0.34 元、0.47 元，对应 PE 分别为 110X、43X、31X。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 | 3376 | 4384 | 5564 |
| 货币资金 | 261 | 640 | 2266 | 2542 | 899 | 营业成本 | 2335 | 2297 | 3230 | 4038 | 5076 |
| 应收账款 | 996 | 831 | 877 | 1219 | 1477 | 营业税金及附加 | 7 | 3 | 7 | 9 | 11 |
| 其他应收款 | 35 | 2 | 3 | 4 | 5 | 营业费用 | 20 | 26 | 34 | 44 | 53 |
| 预付款项 | 15 | 42 | 71 | 112 | 167 | 管理费用 | 188 | 98 | 135 | 175 | 223 |
| 存货 | 3473 | 3636 | 3613 | 5020 | 9010 | 财务费用 | 67 | 62 | 61 | 60 | 27 |
| 其他流动资产 | 0 | 25 | -148 | -422 | -760 | 研发费用 | 0 | 48 | 84 | 123 | 156 |
| 非流动资产合计 | 4504 | 4439 | 4502 | 4526 | 4333 | 资产减值损失 | 12.16 | -1.69 | -1.69 | -1.69 | -1.69 |
| 长期股权投资 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 2012.80 | 2169.26 | 3622.48 | 3650.96 | 3254.44 | 投资净收益 | 78.50 | 175.02 | 175.02 | 175.02 | 175.02 |
| 无形资产 | 163 | 163 | 270 | 266 | 262 | 加:其他收益 | 6.08 | 4.40 | 4.40 | 4.40 | 4.40 |
| 其他非流动资产 | 89 | 55 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | -15 | 173 | 114 | 224 | 308 |
| 资产总计 | 9548 | 9672 | 11262 | 13107 | 15274 | 营业外收入 | 168.04 | 11.21 | 11.21 | 11.21 | 11.21 |
| 流动负债合计 | 2576 | 4664 | 4567 | 5494 | 7505 | 营业外支出 | 117.55 | 13.12 | 13.12 | 13.12 | 13.12 |
| 短期借款 | 0 | 531 | 0 | 0 | 847 | 利润总额 | 36 | 171 | 112 | 222 | 306 |
| 应付账款 | 1573 | 1125 | 1416 | 1967 | 2649 | 所得税 | 4 | 22 | 13 | 27 | 37 |
| 预收款项 | 65 | 79 | 207 | 385 | 625 | 净利润 | 31 | 149 | 99 | 195 | 269 |
| 一年内到期的非流 | 2 | 1902 | 1902 | 1902 | 1902 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动负债合计 | 2048 | 120 | 844 | 1644 | 1644 | 归属母公司净利润 | 31 | 148 | 98 | 195 | 268 |
| 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% | 85.38% | 30.24% | 26.48% |
| 实收资本(或股本) | 717 | 717 | 717 | 717 | 717 | 营业利润增长 | -26.83% | -1275.7 | -36.59% | 152.41% | 38.86% |
| 资本公积 | 3140 | 3140 | 4018 | 4018 | 4018 | 归属于母公司净利润 | -36.61% | 156.60% | -36.61% | 156.60% | 39.27% |
| 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% | 6.05% | 10.17% | 10.53% |
| 负债和所有者权益 | 9548 | 9672 | 11262 | 13107 | 15274 | 净利率(%) | 1.24% | 6.17% | 2.12% | 4.15% | 4.56% |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 总资产 | 0.32% | 1.53% | 0.67% | 1.86% |
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 0.63% | 3.05% | 2.00% | 5.28% | 7.55% |
| 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% | 66% | 65% | |
| 折旧摊销 | 300.60 | 296.88 | 0.00 | 396.52 | 396.52 | 流动比率 | | | | 1.08 | 1.08 |
| 财务费用 | 67 | 62 | 57 | 62 | 60 | 速动比率 | | | | 0.35 | 0.38 |
| 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 | 0.38 | 0.43 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | -191 | -97 | -350 | -359 | -127 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 1.40 | 1.79 | 2.53 | 2.15 | 2.17 |
| 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 | 0.13 | 0.34 | 0.47 |
| 筹资活动现金流 | -295 | 441 | 855 | 585 | 584 | 每股净现金流(最新) | -0.39 | 0.55 | 1.61 | -1.66 | 0.22 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 6.84 | 6.79 | 6.57 | 6.38 | 6.20 |
| 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 | 340.89 | 70.52 | 111.24 | 43.35 | 31.13 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 878 | 0 | 0 | P/B | 2.13 | 2.15 | 2.22 | 2.29 | 2.35 |
| 现金净增加额 | -277 | 396 | 1626 | 275 | -1643 | EV/EBITDA | 34.30 | 23.03 | 32.33 | 21.14 | 19.15 |

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 |
| 公司 | 洪都航空（600316）：资产置换顺利交割，“机弹一体”小沈飞扬帆起航 | 2019-11-25 |

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

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。