

2020年01月17日

洪都航空 (600316.SH)

动态分析

L15 获国家大奖，军工核心资产投资价值高

投资要点

事件描述：2020年1月10日，洪都公司研制的“L15高级教练机(AJT)研制项目”荣获2019年度国家科技进步奖一等奖，是国家层面对于公司研发能力的高度肯定。

◆ **国家科技进步奖是对公司研发能力的高度肯定：**公司L15教练机项目能够获得国家科技进步一等奖，是对公司研发体系、研发能力、研发成果的高度肯定。L15教练机是公司自主研发的新一代双发超音速高级教练机，运用大量先进技术。在实际操作中，L15具有操纵敏捷、大迎角机动性强的特点。能充分满足第三代战斗机飞行员的战斗入门训练和基础改装训练，同时也能满足四代战斗机的入门训练。

◆ **L15高级教练机谱系完善，市场前景广阔：**L15项目本身可以划分为：高级教练型AJT、战斗入门级LIFT和战斗机中队伴随型三个版本，更好地贴合了我军飞行员训练实际需求。其极高的拓展性使得经过简单改装就能执行武装侦察、空中防御、近距支援、反恐、反毒等工作，对于东南亚、非洲等国性价比极高。因而海内、海外市场前景十分广阔。

◆ **洪都航空是我国教练机、飞航导弹的军工核心资产。**公司生产的初教6、K8中级教练机、L15高级教练机贯穿中国空军的整个培训体系。伴随解放军加大作战训练力度，对先进教练机需求将加速增长。2019年，公司公告了资产置换方案，将装入导弹资产，置出盈利能力不强的航空零部件业务。资产置换完成后，公司自身盈利能力将大幅提高，未来几年，L15和新型导弹的新订单，将保证公司高成长型。

◆ **投资建议：**首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。我们预测公司2019、2020、2021年EPS分别为0.16、0.23和0.34元。对应PE为91、63、43倍，首次覆盖给予“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示：**1，军方教练机需求不及预期；2，海外市场拓展不及预期

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,530.0	2,417.8	2,611.2	3,394.6	4,243.2
同比增长(%)	-31.3%	-4.4%	8.0%	30.0%	25.0%
营业利润(百万元)	-14.7	173.2	140.0	198.6	290.2
同比增长(%)	-26.8%	-1275.7%	-19.1%	41.8%	46.1%
净利润(百万元)	30.7	148.4	115.5	167.6	245.6
同比增长(%)	177.9%	383.6%	-22.1%	45.1%	46.6%
每股收益(元)	0.04	0.21	0.16	0.23	0.34
PE	345.0	71.3	91.6	63.2	43.1
PB	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

国防军工 | 航空军工 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2020-01-16)

14.76元

交易数据

总市值(百万元)	10,584.61
流通市值(百万元)	10,584.61
总股本(百万股)	717.11
流通股本(百万股)	717.11
12个月价格区间	9.88/19.10元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.14	-0.56	17.06
绝对收益	10.15	2.64	36.65

分析师

王轶铭

 SAC 执业证书编号：S0910519030001
 wangyiming@huajinsec.cn

相关报告

内容目录

一、L15 教练机获国家科技进步奖，公司研发技术的高度肯定.....	3
1、公司研发技术卓越，产品性能优异.....	3
2、教练机谱系完善，市场需求广阔.....	4
二、投资建议:首次给予“买入-A”.....	4
风险提示:	5

图表目录

图 1: L15 设计特点一览表.....	3
图 2: L15 战斗入门级 LIFT 版本.....	4
图 3: 我国海空军历年招飞录取人数 (2016-2019).....	4
表 1: “猎鹰”与“山鹰”技术参数对比.....	4

一、L15 教练机获国家科技进步奖，公司研发技术的高度肯定

事件描述：

2020 年 1 月 10 日在国家科学技术奖励大会上，由航空工业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“L15 高级教练机（AJT）研制项目”荣获 2019 年度国家科技进步奖一等奖。

1、公司研发技术卓越，产品性能优异

国家科学技术进步奖主要授予在技术研究、技术开发、技术创新、推广应用先进科学技术成果、促进高新技术产业化，以及完成重大科学技术工程、计划等过程中做出创造性贡献的中国公民和组织。公司 L15 教练机项目能够获得国家技术进步一等奖，是对公司研发体系、研发能力、研发成果的高度肯定，同时也表明公司教练机对我国飞行员培养起到了关键性作用。

L15 教练机（又称“猎鹰”）是洪都公司自主研制的新一代双发超音速高级教练机，于 2006 年 3 月首飞成功。该机具有典型的第三代战斗机特征，在设计上采用了大边条翼气动布局、高度翼身融合体结构，运用了先进的电传飞控系统和基于开放式数据总路线技术的综合航电系统，是国产教练机的顶尖水平。

图 1: L15 设计特点一览图



资料来源：新浪军事，华金证券研究所

在实际操作中，L15 具有操纵敏捷、大迎角机动性强的特点。能充分满足第三代战斗机飞行员的战斗入门训练和基础改装训练，同时也能满足四代战斗机的入门训练。其长达 1 万小时的机体设计寿命使得训练效费比明显。

与 L15 的主要竞争对手贵州飞机公司的“山鹰”教练机相比，猎鹰教练机在操纵性和大迎角性能上以压倒性优势胜出，且机体寿命更长，双发的设计布局也带来更高的安全性。从技术层面来讲，山鹰教练机处于二代喷气教练机水平，而 L15 猎鹰达到了三代半的水平。

表 1：“猎鹰”与“山鹰”技术参数对比

项目	L15 猎鹰教练机	山鹰教练机
类型	双发双座超音速教练机	单发双座超音速教练机
机长（米）	12.3	14.5
翼展（米）	9.5	8.3
最大航程（千米）	3100	1600
最大起飞重量（千克）	11500	9800
最大速度（马赫）	1.6	1.6
实用升限（米）	16500	16000
设计使用寿命（小时）	10000	8000

资料来源：新浪军事、华金证券研究所

L15 猎鹰教练机获得国家科技进步奖正是对其技术水平的高度肯定，其超过 1 万小时的设计使用寿命对于教练机这种高频度使用的机种具备极高的性价比优势。伴随着我国三代机大规模换代需求，我们对于 L15 教练机的市场前景十分看好。

2、教练机谱系完善，市场需求广阔

为结合空军实际训练需求，洪都公司建立了一套完整的训练机谱系。L15 项目本身可以划分为：高级教练型 AJT、战斗入门级 LIFT 和战斗机中队伴随型三个版本，可以满足入门训练、高级训练和伴随训练几个不同的训练任务种类。近年来伴随着舰载机需求的提升和三代机大规模换代工作的实施，我国海空军招飞人数不断增长，预计国内市场上 L15 教练机空间广阔。

图 2：L15 战斗入门级 LIFT 版本



资料来源：百度百科，华金证券研究所

图 3：我国海空军历年招飞录取人数（2016-2019）



资料来源：空军招飞网，中国军网，华金证券研究所

在海外市场上，L15 教练机由于具备极强的拓展性，在满足空军训练任务之外，经过少量改装即可执行武装侦察、空中防御、近距支援、反恐、反毒等工作，能够很好的满足东南亚、非洲等地区国家的实际需求。其 1300 万美元左右的售价相比其他三代改机型更是颇具性价比。事实上 L15 教练机近年来已经远销乌拉圭、赞比亚等国家，在未来国际市场空间完全打开后，潜在市场需求巨大。

二、投资建议:首次给予“买入-A”

洪都航空（600316）是中国教练机研制和生产的核心资单位，初教 6、K8 中级教练机、L-15 高级教练的谱系齐全。公司资产置换后，将装入空对面导弹总装资产，置出盈利能力不强的航空零部件加工资产。公司已经度过业绩的最低点，新型号和新订单保证公司未来 3-5 年业绩的持续增长。

我们预测公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.16、0.23 和 0.34 元。对应 PE 为 91、63、43 倍，首次覆盖给予 “买入-A” 投资评级。

风险提示：

- 1，军方教练机需求不及预期；
- 2，海外市场拓展不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,530.0	2,417.8	2,611.2	3,394.6	4,243.2	年增长率					
减:营业成本	2,334.7	2,296.9	2,454.6	3,089.1	3,818.9	营业收入增长率	-31.3%	-4.4%	8.0%	30.0%	25.0%
营业税费	7.1	2.8	4.9	6.7	7.1	营业利润增长率	-26.8%	-1275.7	-19.1%	41.8%	46.1%
销售费用	20.4	26.0	18.5	30.3	37.8	净利润增长率	177.9%	383.6%	-22.1%	45.1%	46.6%
管理费用	188.1	98.3	78.3	119.9	138.6	EBITDA 增长率	35.6%	63.9%	0.5%	45.8%	28.5%
财务费用	66.8	62.0	3.7	60.7	75.9	EBIT 增长率	98.7%	270.3%	-15.7%	80.4%	41.2%
资产减值损失	12.2	-1.7	9.1	6.5	4.6	NOPLAT 增长率	61.6%	347.7%	-38.3%	79.4%	41.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.2%	6.1%	-18.5%	59.9%	-23.4%
投资和汇兑收益	78.5	175.0	97.9	117.1	130.0	净资产增长率	-3.1%	-0.7%	6.5%	1.3%	3.7%
营业利润	-14.7	173.2	140.0	198.6	290.2	盈利能力					
加:营业外净收支	50.5	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	毛利率	7.7%	5.0%	6.0%	9.0%	10.0%
利润总额	35.8	171.3	138.1	196.7	288.3	营业利润率	-0.6%	7.2%	5.4%	5.9%	6.8%
减:所得税	4.3	22.0	16.6	24.6	35.8	净利润率	1.2%	6.1%	4.4%	4.9%	5.8%
净利润	30.7	148.4	115.5	167.6	245.6	EBITDA/营业收入	7.5%	12.9%	12.0%	13.5%	13.9%
						EBIT/营业收入	1.8%	7.0%	5.5%	7.6%	8.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.4%	49.5%	51.2%	60.1%	56.3%
货币资金	260.7	640.2	1,520.5	882.6	1,103.2	负债权益比	93.9%	97.9%	104.9%	150.4%	128.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.96	1.12	1.60	2.01	1.42
应收帐款	1,030.7	830.5	1,004.7	1,572.7	1,584.1	速动比率	0.61	0.34	0.86	0.63	0.60
应收票据	237.4	57.9	798.1	260.4	817.0	利息保障倍数	0.69	2.75	39.22	4.27	4.82
预付帐款	15.3	41.7	1.2	59.1	19.7	营运能力					
存货	3,472.9	3,636.3	2,860.2	6,121.2	4,889.0	固定资产周转天数	279	311	311	253	207
其他流动资产	26.7	27.1	18.3	24.0	23.1	流动营业资本周转天数	314	340	267	328	321
可供出售金融资产	296.3	79.7	297.0	224.3	200.3	流动资产周转天数	801	765	788	802	736
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	145	139	127	137	134
长期股权投资	309.9	310.2	310.2	310.2	310.2	存货周转天数	495	529	448	476	467
投资性房地产	33.6	32.7	32.7	32.7	32.7	总资产周转天数	1,436	1,431	1,402	1,266	1,091
固定资产	2,012.8	2,169.3	2,339.3	2,432.6	2,455.6	投资资本周转天数	836	929	804	721	627
在建工程	1,513.5	1,538.5	1,246.8	1,013.4	826.7	费用率					
无形资产	163.5	163.4	154.4	145.5	136.6	销售费用率	0.8%	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	174.7	145.0	85.2	132.5	118.2	管理费用率	7.4%	4.1%	3.0%	3.5%	3.3%
资产总额	9,548.1	9,672.3	10,668.6	13,211.3	12,516.5	财务费用率	2.6%	2.6%	0.1%	1.8%	1.8%
短期债务	-	530.5	-	206.1	332.7	三费/营业收入	10.9%	7.7%	3.8%	6.2%	5.9%
应付帐款	1,992.5	1,125.3	2,674.1	2,280.0	3,459.8	投资回报率					
应付票据	279.9	397.0	386.1	631.0	569.4	ROE	0.6%	3.0%	2.2%	3.2%	4.5%
其他流动负债	304.1	2,611.7	810.9	1,326.4	1,563.2	ROA	0.3%	1.5%	1.1%	1.3%	2.0%
长期借款	-	-	-	2,238.7	133.2	ROIC	0.8%	3.4%	2.0%	4.3%	3.8%
其他非流动负债	2,048.4	119.7	1,590.3	1,252.8	987.6	分红指标					
负债总额	4,624.8	4,784.2	5,461.4	7,934.9	7,046.0	DPS(元)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.05
少数股东权益	16.9	17.1	23.2	27.7	34.6	分红比率	30.4%	5.8%	18.1%	18.1%	14.0%
股本	717.1	717.1	717.1	717.1	717.1	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
留存收益	4,015.9	4,155.0	4,466.9	4,531.5	4,718.7						
股东权益	4,923.3	4,888.1	5,207.2	5,276.3	5,470.4						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	31.4	149.3	115.5	167.6	245.6	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	145.8	143.9	170.6	199.0	222.6	EPS(元)	0.04	0.21	0.16	0.23	0.34
资产减值准备	12.2	-1.7	-	-	-	BVPS(元)	6.84	6.79	7.23	7.32	7.58
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	345.0	71.3	91.6	63.2	43.1
财务费用	71.5	63.8	3.7	60.7	75.9	PB(X)	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9
投资损失	-78.5	-175.0	-97.9	-117.1	-130.0	P/FCF	-20.6	33.5	12.7	-18.7	45.3
少数股东损益	0.7	0.9	6.0	4.5	6.9	P/S	4.2	4.4	4.1	3.1	2.5
营运资金的变动	103.5	357.8	1,116.5	-3,331.0	1,801.1	EV/EBITDA	61.5	38.8	33.8	29.9	19.6
经营活动产生现金流量	286.6	539.0	1,314.5	-3,016.4	2,222.1	CAGR(%)	76.3%	19.1%	113.2%	76.3%	19.1%
投资活动产生现金流量	209.1	52.3	1,314.5	-3,016.4	2,222.1	PEG					
融资活动产生现金流量	-191.2	-97.5	-159.4	139.8	104.0	ROIC/WACC	4.5	3.7	0.8	0.8	2.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn