

2020年06月23日

洪都航空 (600316.SH)

动态分析

教练机+导弹双轮驱动、订单饱满保证高景气

投资要点

事件描述: 根据航空工业新闻报道: 2020年上半年, 航空工业洪都向优质高效实现“时间过半、任务过半”目标奋力推进。航空工业洪都已经完成数十架飞机转场、试飞交付任务, 外贸型号交付创业采用“云”验收模式, 1-5月份产值工时同比提升50%。

◆ **高教-10高级教练机进入批量列装阶段。** 近几年来, 以歼20、歼16、歼15等先进作战飞机批量列装空、海军。原来从作战部队选拔优秀飞行员, 作为歼20等先进作战飞机飞行员的培训方法不能持续。空军、海军都开始加大直接从航校培训新型战机飞机员的力度。公司的高教-10在气动性能、航电设备、操作模拟等方面都可以很好的完成4代机和3代半战机飞行员的培训任务。

◆ **老当益壮, 传统产品初教-6焕发新的活力。** 初教-6是一款经典的初级教练机。2019年2月28日, 初教6飞机获得中国民航局的TC/PC(型号合格证/生产许可证)。初教-6获得适航认证后, 有望获得更多的订单, 焕发新的活力。根据中航工业的新闻, 我们分析公司在2020年上半年完成转场交付任务的数十架飞机中, 初教-6的新增订单也应该为公司业绩增长提供了新的动力

◆ **导弹资产给公司业绩成长带来新动力。** 解放军空军和海军越来越强调进攻能力, 对地对舰打击力量建设是发展的重点。歼-16、歼-15、歼-10C、轰6N、歼轰7都需要装备空对空导弹。解放军训练实弹训练频率日益增加。库存需求也在增长。公司置入导弹资产后, 业绩增长有单一的教练机业务转变为导弹、飞机业务双轮驱动。

◆ **投资建议: 维持“买入-A”评级。** 公司是市场上唯一同时拥有飞机和导弹业务的上市公司。我们上调公司盈利预测, 公司2020、2021、2022年EPS分别为0.25、0.40和0.59元。对应PE为61、39、26倍, 维持“买入-A”投资评级。

◆ **风险提示:** 1、后续新型号研制进度不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,418	4,420	7,322	9,110	11,217
YoY(%)	-4.4	82.8	65.7	24.4	23.1
净利润(百万元)	148	83	181	288	424
YoY(%)	383.6	-44.1	118.2	59.4	47.0
毛利率(%)	5.0	5.9	8.2	9.7	10.9
EPS(摊薄/元)	0.21	0.12	0.25	0.40	0.59
ROE(%)	3.1	1.7	3.5	5.4	7.3
P/E(倍)	75.0	134.3	61.6	38.6	26.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	6.1	1.9	2.5	3.2	3.8

国防军工 | 航空军工 III

投资评级

买入-A(维持)

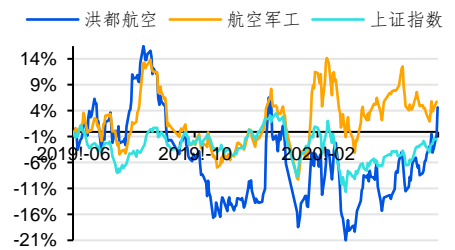
股价(2020-06-23)

15.52元

交易数据

总市值(百万元)	11,129.62
流通市值(百万元)	11,129.62
总股本(百万股)	717.11
流通股本(百万股)	717.11
12个月价格区间	11.30/17.97元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.96	11.35	-0.56
绝对收益	12.35	19.35	-1.78

分析师

王轶铭

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

相关报告

洪都航空: L15 获国家大奖, 军工核心资产投资价值高 2020-01-17

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

内容目录

一、洪都优质高效推进“时间过半、任务过半”	4
-----------------------------	---

1、公司教练机订单任务饱满	4
2、置入导弹业务为公司成长提供新引擎	5
二、投资建议:上调业绩预测，维持“买入-A”	6
风险提示:	6

图表目录

图 1: 洪都航空的高级教练机: 高教-10	4
图 2: 国庆阅兵上的歼-20	4
图 3: 洪都航空的初教六飞机	5
图 4: 初教六获得民航适航认证	5
图 5: 中国第一款飞航式反舰导弹“上游-1 号” (1967 年定型)	5
图 6: 洪都集团研制的上游-2 型导弹 (1989 年定型)	5
图 7: 歼轰-7 装备的空对面导弹	6
图 8: 空对面导弹近照	6

一、洪都优质高效推进“时间过半、任务过半”

事件描述：

根据航空工业新闻报道：2020年上半年，航空工业洪都坚定全年科研生产任务目标不动摇，在常态化疫情防控前提下，聚焦科研、批生产、外场服务保障和改革攻坚任务，狠抓客户接装、供应链、关键零部件制造，坚守质量安全底线，向优质高效实现“时间过半、任务过半”目标奋力推进。航空工业洪都已经完成数十架飞机转场、试飞交付任务，外贸型号交付创业采用“云”验收模式，1-5月份产值工时间同比提升50%。

1、公司教练机订单任务饱满

洪都航空（600316）在飞机领域的主要产品是各型教练机。公司教练机覆盖了从初级、中级、高级教练机全产品线，代表型号分别是初教-6、K-8、高教-10。

高教-10高级教练机进入批量列装阶段。近几年来，以歼20、歼16、歼15等先进作战飞机批量列装空、海军。原来从作战部队选拔优秀飞行员，作为歼20等先进作战飞机飞行员的培训方法不能持续。空军、海军都开始加大直接从航校培训新型战机飞机员的力度。公司的高级教练机型号：高教-10在气动性能、航电设备、操作模拟等方面都可以很好的完成4代机和3代半战机的前期培训工作。伴随高教-10近两年已经进入批量列装阶段，洪都航空（600316）经营最困难的时候已经过去。

图 1：洪都航空的高级教练机：高教-10



资料来源：百度百科，华金证券研究所

图 2：国庆阅兵上的歼-20



资料来源：兵器知识，华金证券研究所

老当益壮，传统产品初教-6焕发新的活力。初教-6飞机作为中国自行研制的高性能初级教练机，是中国航空院校用于飞行员筛选、初级培训的国产机型。初教6飞机于1958年首飞，1962年定型服役。自1962年定型后交付部队以来，总计飞行约1000万飞行小时，没有出现一起因为设计、制造质量问题引起的重大飞行事故。

2019年2月28日，初教6飞机获得中国民航局的TC/PC（型号合格证/生产许可证）。初教-6获得适航认证后，有望获得更多的订单，焕发新的活力。根据中航工业的新闻，我们分析洪

都航空（600316）在 2020 年上半年完成转场交付任务的数十架飞机中，初教-6 的新增订单也为公司业绩增长提供了新的动力。

图 3：洪都航空的初教六飞机



资料来源：百度百科，华金证券研究所

图 4：初教六获得民航适航认证



资料来源：中国新闻网，华金证券研究所

2、置入导弹业务为公司成长提供新引擎

洪都航空（600316）在 2019 年通过资产置换，将盈利能力不强的机体结构件制造业务剥离上市公司，置换进入上市公司的是洪都集团的导弹生产业务。通过这次资产置换，也可以看出公司管理层做大做强上市公司，提升上市公司盈利能力的决心。

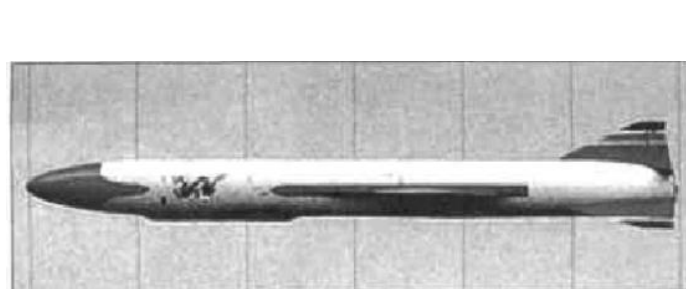
洪都集团是中国传统的反舰导弹研制生产基地。在航空工业体系内，与其他飞机主机厂只研制生产飞机不同，洪都集团在研制生产飞机以外，还有历史悠久的导弹研制生产业务。洪都集团的导弹业务可以上溯到上世纪 50-60 年代。中国第一款飞航式反舰导弹“上游-1 号”就是诞生在南昌。

图 5：中国第一款飞航式反舰导弹“上游-1 号”（1967 年定型）



资料来源：《舰载武器》，华金证券研究所

图 6：洪都集团研制的上游-2 型导弹（1989 年定型）



“上游”-2 号固推导弹

资料来源：《舰载武器》，华金证券研究所

导弹资产给洪都航空业绩成长带来新动力。解放军空军和海军越来越强调进攻能力，对地对舰打击力量建设是发展的重点。歼-16、歼-15、歼-10C、轰 6N、歼轰 7 都需要装备空对面导弹。解放军训练越来越强调实战化，实弹训练频率日益增加。此外为了准备应付日益复杂的安全环境，导弹装备也必须保持足够的库存。我们认为公司置入导弹资产后，业绩增长由单一的教练机业务转变为导弹、飞机业务双轮驱动。

图 7：歼轰-7 装备的空对面导弹



资料来源：腾讯网，华金证券研究所

图 8：空对面导弹近照



资料来源：腾讯网，华金证券研究所

二、投资建议:上调业绩预测，维持“买入-A”

洪都航空（600316）的高教-10 是解放军培养 4 代机和 3 代半新型战机的重要装备，现在已经进入批量列装阶段。初教-6 伴随解放军飞行员培训体制改革和获得民航适航证，这款经典初级教练机将焕发新生。导弹业务伴随解放军强调对地、对舰攻击能力，增加实战化训练和补充库存，未来 5 年将维持高景气度。

公司是市场上唯一同时拥有飞机和导弹业务的上市公司。我们上调公司盈利预测，公司 2020、2021、2022 年 EPS 分别为 0.25、0.40 和 0.59 元。对应 PE 为 61、39、26 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：

- 1、后续新型号研制进度不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5234	6383	4130	8821	7050	营业收入	2418	4420	7322	9110	11217
现金	640	557	732	911	1122	营业成本	2297	4158	6719	8223	9997
应收票据及应收账款	888	2260	1401	3155	2454	营业税金及附加	3	3	5	6	7
预付账款	42	54	92	90	134	营业费用	26	21	35	44	54
存货	3636	2617	1223	3476	2236	管理费用	98	121	200	248	306
其他流动资产	27	895	682	1190	1104	研发费用	48	50	84	128	179
非流动资产	4439	2053	2047	1894	1711	财务费用	62	59	61	110	154
长期投资	310	309	309	309	309	资产减值损失	-2	0	-2	-1	-2
固定资产	2169	631	711	727	690	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	220	116	99	82	66	投资净收益	175	0	0	0	0
其他非流动资产	1739	998	927	776	647	营业利润	173	100	224	358	527
资产总计	9672	8436	6177	10715	8761	营业外收入	11	27	22	24	23
流动负债	4664	3406	974	5233	2862	营业外支出	13	24	21	22	21
短期借款	531	650	113	1973	1202	利润总额	171	103	226	360	529
应付票据及应付账款	1522	2429	0	2741	591	所得税	22	20	43	69	101
其他流动负债	2612	326	860	519	1068	税后利润	149	84	182	291	428
非流动负债	120	49	50	49	50	少数股东损益	1	1	2	3	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	148	83	181	288	424
其他非流动负债	120	49	50	49	50	EBITDA	333	269	364	561	780
负债合计	4784	3455	1024	5282	2912						
少数股东权益	17	17	19	21	25	主要财务比率					
股本	717	717	717	717	717	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	3140	3147	3147	3147	3147	成长能力					
留存收益	1015	1150	1314	1571	1951	营业收入(%)	-4.4	82.8	65.7	24.4	23.1
归属母公司股东权益	4871	4964	5134	5412	5825	营业利润(%)	1275.7	-42.1	123.5	59.5	47.3
负债和股东权益	9672	8436	6177	10715	8761	归属于母公司净利润(%)	383.6	-44.1	118.2	59.4	47.0
						获利能力					
						毛利率(%)	5.0	5.9	8.2	9.7	10.9
						净利率(%)	6.1	1.9	2.5	3.2	3.8
						ROE(%)	3.1	1.7	3.5	5.4	7.3
						ROIC(%)	2.2	1.9	3.6	4.4	6.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.5	41.0	16.6	49.3	33.2
						流动比率	1.1	1.9	4.2	1.7	2.5
						速动比率	0.3	1.1	2.9	1.0	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.5	1.0	1.1	1.2
						应收账款周转率	2.3	2.8	4.0	4.0	4.0
						应付账款周转率	1.4	2.1	6.0	6.0	6.0
						估值比率					
						P/E	75.0	134.3	61.6	38.6	26.3
						P/B	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
						EV/EBITDA	39.2	42.0	29.1	21.9	14.5

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn