



洪都航空 (600316): 进入历史性拐点

2020年07月22日

强烈推荐/维持

洪都航空

公司报告

1. 主力机型教练 10 具备“多功能性+廉价”特质，预计十四五期间订单饱满

L15 飞机一机多能，效费比高。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，具备典型的三代战斗机特征。主要用于三代战机及其改进型飞机飞行员的训练，能够承担与先进战机相衔接的起落、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。

从需求角度看，我们认为教练 10 (L15) 因其“多功能性+廉价”，将催生海军大量需求。2019 年 3 月 10 日，空军首次披露歼-20 和教-10 编队飞行图景。一方面，教练 10 和歼-20“同框出镜”，表明教 10 能够无缝衔接歼-20 的训练标准。我们预计 L15 的一项功能定位或将成为歼-20 傷机，一架歼-20 或将配置若干架 L15。未来随着歼-20 的列装将带动 L15 的需求增长；另一方面，教练 10 在低空机动性、地空生存力、操纵品质、外挂能力等方面都十分优异，这使得其具备改为轻型多用途战斗机的潜力，将拥有众多衍生型号，我们预计舰载教练机或将立项研制。此外，在强-5 逐步退役过程中，新型对地攻击机也有望立项研制。

2. 公司处在历史重要拐点，“国内+海外”需求空间较大

从产能供给角度看，公司在跨越盈亏平衡点后，未来业绩弹性较大。我们判断 2019 年公司交付 L15 数量较少，或已邻近盈亏平衡点。预计从 2020 年开始，公司交付的 L15 和 K8 飞机数量将有较大幅度增长。国内方面，考虑到未来 L15 的潜在发展平台包括主战机型的僚机、舰载教练机、新型对地攻击机以及轻型战斗机，我们假设十四五的需求量将达到 500 架，同时假设每架 L15 的价格为 1 亿元，则国内市场空间约为 500 亿元。

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。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,417.80	4,419.72	6,733.55	7,798.90	8,921.71
增长率 (%)	-4.44%	82.80%	52.35%	15.82%	14.40%
归母净利润 (百万元)	148.37	82.87	207.07	274.26	354.58
增长率 (%)	383.59%	-44.15%	149.88%	32.45%	29.29%
净资产收益率 (%)	3.05%	1.67%	4.12%	5.37%	6.80%
每股收益(元)	0.21	0.12	0.29	0.38	0.49
PE	110.92	198.53	79.48	60.01	46.42
PB	3.38	3.32	3.27	3.22	3.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

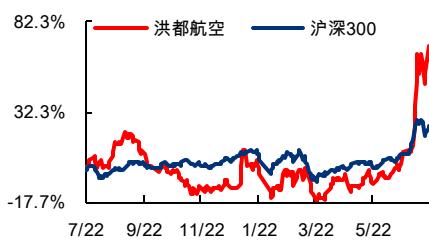
公司是国内专业生产教练机和通用飞机的企业，也是我国首家以明确大批出口定单的整架飞机为主营产品的高科技外向型企业，主营航空产品和军品加工，2019 年与洪都集团进行资产置换，注入导弹资产。目前是我国唯一同时具备飞机与导弹研制生产能力的上市公司。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间 (元)	23.99-11.72
总市值 (亿元)	164.58
流通市值 (亿元)	164.58
总股本/流通 A 股 (万股)	71,711/71,711
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.2

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 zhuyish@dxzq.net.cn
执业证书编号：S1480119070040

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

回顾历史，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。强 5 系列飞机自 1968 年投产，至 2012 年停产，共生产了 1000 余架，出口 300 余架。截至目前 K8 飞机一共出口了 14 个国家总计 304 架，并且在国外建立了 3 条合作生产线和 3 条大修线，开创了中国航空工业成套技术出口的先河。作为中国最能赚钱的飞机，近 10 年来 K8 及其延伸系列产品的出口交付量占到全世界同类教练机出口贸易总量的 70%。

L15 可以搭载不同功能的武器装备，能够在训练之余，为客户解决国内叛乱等反动势力的威胁。考虑到 L15 与海外高级教练机如雅克 130 存在价格优势，预计 L15 海外市场需求数量也将达到数百架，市场空间为数百亿元。

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

3. 飞机总装+空面导弹唯一平台，导弹受益实战训练量增加

洪都航空已完成与洪都集团的资产置换，置入空面导弹优质资产，主要产品包括鹰击、海鹰、上游、天龙系列在内的空面导弹等。洪都已形成了“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。

近年来，我军推动实战化训练和演习制度，各类消耗型武器装备使用量大幅增加。导弹类装备本质上属于消耗类武器装备，其具备一定的消费品属性，将受益于我国实战训练量的提升。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。

4. 投资建议：

在经营生产高峰阶段，我们按照飞机年产 60 架贡献 4.2 亿净利润、导弹年贡献 8000 万净利润计算，公司在大批量生产高峰阶段有望实现净利润 5 亿元/年。考虑到公司作为飞机总装+空面导弹的唯一平台，给予 50 倍 PE，公司目标市值 250 亿元。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 67.34 亿元、77.99 亿元和 89.22 亿元，归母净利润为 2.07 亿元、2.74 亿元和 3.55 亿元，对应当前股价 PE 分别为 79 倍、60 倍和 46 倍，维持“强烈推荐”评级。

5. 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					利润表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
流动资产合计	5234	6383	6652	7692	8783	营业收入	2418	4420	6734	7799	8922			
货币资金	640	557	673	780	892	营业成本	2297	4158	6253	7192	8161			
应收账款	831	2142	1845	2137	2444	营业税金及附加	3	3	13	16	18			
其他应收款	2	807	1229	1424	1629	营业费用	26	21	61	70	80			
预付款项	42	54	85	121	162	管理费用	98	121	184	213	223			
存货	3636	2617	2570	2956	3354	财务费用	62	59	18	16	45			
其他流动资产	25	20	20	20	20	研发费用	48	50	67	78	89			
非流动资产合计	4439	2053	2012	1969	1925	资产减值损失	-1.69	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	310	309	309	309	309	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	2169	631	585	538	489	投资净收益	175.02	0.25	0.25	0.25	0.25			
无形资产	163	116	109	102	96	加: 其他收益	4.40	4.01	4.01	4.01	4.01			
其他非流动资产	55	30	30	30	30	营业利润	173	100	233	309	401			
资产总计	9672	8436	8665	9662	10708	营业外收入	11.21	27.38	27.38	27.38	27.38			
流动负债合计	4664	3406	3571	4485	5424	营业外支出	13.12	24.28	24.28	24.28	24.28			
短期借款	531	650	148	637	1142	利润总额	171	103	236	312	404			
应付账款	1125	1490	2056	2365	2683	所得税	22	20	28	37	48			
预收款项	79	1	-38	-84	-136	净利润	149	84	208	275	355			
一年内到期的非流动负债	1902	2	2	2	2	少数股东损益	1	1	1	1	1			
非流动负债合计	120	49	44	44	44	归属母公司净利润	148	83	207	274	355			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E				
负债合计	4784	3455	3615	4529	5468	成长能力								
少数股东权益	17	17	18	19	19	营业收入增长	-4.44%	82.80%	52.35%	15.82%	14.40%			
实收资本(或股本)	717	717	717	717	717	营业利润增长	-1275.71	-42.06%	132.24%	32.76%	29.50%			
资本公积	3140	3147	3147	3147	3147	归属于母公司净利润增长	149.88%	32.45%	149.88%	32.45%	29.29%			
未分配利润	823	945	986	1041	1112	获利能力								
归属母公司股东权益合计	4871	4964	5026	5109	5215	毛利率(%)	5.00%	5.92%	7.13%	7.78%	8.52%			
负债和所有者权益	9672	8436	8660	9657	10703	净利率(%)	6.17%	1.89%	3.09%	3.53%	3.98%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	1.53%	0.98%	2.39%	2.84%	3.31%			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	3.05%	1.67%	4.12%	5.37%	6.80%			
经营活动现金流量	52	25	809	-148	-73	偿债能力								
净利润	149	84	208	275	355	资产负债率(%)	49%	41%	42%	47%	47%			
折旧摊销	296.88	236.32	0.00	62.04	63.47	流动比率	1.87	1.86	1.72	1.62	1.62			
财务费用	62	59	18	16	45	速动比率	1.11	1.14	1.06	1.00	1.00			
应收账款减少	0	0	297	-292	-308	营运能力								
预收帐款增加	0	0	-40	-46	-52	总资产周转率	0.25	0.49	0.79	0.85	0.88			
投资活动现金流量	-97	-98	-26	-26	-26	应收账款周转率	3	3	3	4	4			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.79	3.38	3.80	3.53	3.53			
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	175	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.12	0.29	0.38	0.49			
筹资活动现金流量	441	-14	-666	281	212	每股净现金流(最新摊薄)	0.55	-0.12	0.16	0.15	0.16			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.79	6.92	7.01	7.12	7.27			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	110.92	198.53	79.48	60.01	46.42			
资本公积增加	0	7	0	0	0	P/B	3.38	3.32	3.27	3.22	3.16			
现金净增加额	396	-87	117	107	112	EV/EBITDA	34.30	41.88	50.05	41.39	32.43			

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
公司事件点评报告	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	2020-01-13
公司事件点评报告	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
公司报告	洪都航空 (600316) : “利剑”出鞘，所向披靡——洪都航空阅兵装备解读	2019-10-08
公司事件点评报告	洪都航空 (600316) : 拐点已现 蓄势待发——洪都投资逻辑再梳理	2019-07-30
行业普通报告	国防军工行业报告：极具吸引力的科技成长板块正在崛起	2020-07-20
行业普通报告	国防军工行业：军工进入三年强周期	2020-07-08
行业普通报告	国防军工行业报告：财务指标视角下基本面选股	2020-06-14
行业深度报告	国防军工行业：空天信息产业——低轨卫星通信网络呼之欲出	2020-03-29
行业普通报告	国防军工行业：北斗三号组网在即，应用场景全面开花	2020-03-10
行业普通报告	国防军工行业：新航司成立，拉动国产大飞机需求	2020-02-27
行业普通报告	国防军工行业：5G 无人机 数字天空的重要载体	2020-02-24
行业事件点评报告	国防军工行业：太空竞赛 一触即发	2020-02-20

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

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

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年加入东兴证券研究所。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526