

教练机摇篮，防务新龙头，有望迎来加速增长
买入（首次）

2022年01月05日

证券分析师 苏立赞

执业证号：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证号：S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,069	10,144	14,094	17,563
同比（%）	14.7%	100.1%	38.9%	24.6%
归母净利润（百万元）	133	303	455	599
同比（%）	60.0%	128.4%	50.1%	31.7%
每股收益（元/股）	0.18	0.42	0.63	0.83
P/E（倍）	307.57	92.70	61.74	46.89

投资要点

- **事件：**12月26日，航空工业洪都提前完成年度生产试飞任务，全年完成工时数较2020年提升21%，飞机转场交付百余架，部分飞机型号超额完成年度批产任务，多项攻关项目取得突破性成果。
- **教练机摇篮，防务新龙头：**洪都航空是国内主要的教练机研发生产基地，是我国唯一能研制初级、中级、高级教练机和进行服务保障的企业，当前教练机包括CJ6、K8、L15等。2019年，公司通过资产置换置入洪都集团导弹业务，公司主要业务拓展为教练机+导弹等。
- **新型航空装备加速列装，飞行员培养模式变革，公司高教机业务有望加速增长：**军队战斗力构成的主体性要素是人、武器装备以及人与武器装备的结合，飞行员是空中力量先进战斗力的重要组成部分。我国空军飞行员培养模式开启“初教机直上高教机”新模式，高级教练机重要性凸显。公司高教机L15具有典型的三代机特征，具备先进的数字飞控电传系统和综合航电系统，各项性能已达到世界先进水平，可用于训练第三、四代机飞行员，且具有很高的训练效费比。我国国防和军队建设持续推进，新型航空装备有望加速列装和更新换代，对于飞行员的需求将日益增长，公司高教机有望进入加速增长期。
- **受益于实战化训练水平提升，导弹业务有望快速增长：**近年来，中央军委多次强调加强实战化军事训练，提高训练实战化水平和打赢能力，如2019-2021年中央军委1号命令均强调加强实战化训练，2022年中央军委1号命令强调大力推进战训耦合。2021年6月24日，国防部在介绍2021年上半年全军军事训练工作时表示，各部队坚持实战练兵强能力，与往年同期相比，全军弹药消耗大幅增加。我们认为，随着实战化训练频次及强度不断加大，战备水平不断提高，对于导弹类消耗品的战训消耗及补库需求将不断提升，公司导弹业务有望迎来快速增长。
- **布局教练机改型和隐身无人机，有望打开长期成长空间：**据环球网2019年11月20日报道，L-15B新一代多功能战斗机亮相迪拜国际航空展，该机型可装备多种武器，具备较强的对空、对地作战能力。参考L15国际竞争对手T-50高教机改型出FA-50战斗机且已投入韩国空军实战部署的情况，我们认为，公司L15改型发展潜力大。据环球时报2021年9月27日报道，某型隐身无人机亮相珠海航展。无人化是武器装备发展的趋势，据观察者网2019年10月22日报道，该机由洪都公司生产，我们认为，未来其有望助力公司打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司教练机和导弹等业务发展前景，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.03亿元、4.55亿元和5.99亿元，EPS分别为0.42元、0.63元和0.83元，对应PE分别为93倍、62倍和47倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**订单及产品交付不及预期；盈利不及预期；市场波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.15
一年最低/最高价	29.08/63.18
市净率(倍)	5.45
流通 A 股市值(百万元)	28075.03

基础数据

每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	64.98
总股本(百万股)	717.11
流通 A 股(百万股)	717.11

洪都航空三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,691	15,863	18,385	20,712	营业收入	5,069	10,144	14,094	17,563
现金	1,186	5,455	4,105	4,095	减:营业成本	4,884	9,731	13,538	16,799
应收账款	756	1,363	1,817	2,168	营业税金及附加	1	2	3	4
存货	2,683	3,999	5,563	6,904	营业费用	14	27	38	47
其他流动资产	3,067	5,047	6,900	7,544	管理费用	70	100	139	173
非流动资产	1,981	1,932	1,896	1,871	研发费用	59	84	117	146
长期股权投资	310	310	310	310	财务费用	15	-39	-68	-55
固定资产	1,125	1,087	1,053	1,032	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	242	262	282	302	加:投资净收益	0	36	70	88
无形资产	112	104	97	91	其他收益	8	101	169	211
其他非流动资产	193	169	155	136	资产处置收益	114	0	0	0
资产总计	9,672	17,795	20,281	22,582	营业利润	149	378	569	750
流动负债	3,940	11,754	13,776	15,466	加:营业外净收支	2	1	-1	-2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	150	379	568	748
应付账款	2,896	3,199	4,451	5,523	减:所得税费用	17	70	104	137
其他流动负债	1,044	8,554	9,325	9,943	少数股东损益	1	6	9	12
非流动负债	602	602	602	602	归属母公司净利润	133	303	455	599
长期借款	550	550	550	550	EBIT	38	333	491	682
其他非流动负债	52	52	52	52	EBITDA	127	413	562	745
负债合计	4,542	12,355	14,377	16,068	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	18	24	33	45	每股收益(元)	0.18	0.42	0.63	0.83
归属母公司股东权益	5,113	5,416	5,870	6,469	每股净资产(元)	7.13	7.55	8.19	9.02
负债和股东权益	9,672	17,795	20,281	22,582	发行在外股份(百万股)	717	717	717	717
					ROIC(%)	0.6%	4.5%	6.2%	7.9%
					ROE(%)	2.6%	5.6%	7.7%	9.3%
					毛利率(%)	3.6%	4.1%	3.9%	4.4%
					销售净利率(%)	2.6%	3.0%	3.2%	3.4%
					资产负债率(%)	47.0%	69.4%	70.9%	71.2%
					收入增长率(%)	14.7%	100.1%	38.9%	24.6%
					净利润增长率(%)	60.0%	128.4%	50.1%	31.7%
					P/E	307.57	92.70	61.74	46.89
					P/B	7.98	5.18	4.78	4.34
					EV/EBITDA	315.37	56.12	43.68	32.95
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	-142	4,289	-1,357	-30					
投资活动现金流	902	7	35	48					
筹资活动现金流	-126	-28	-28	-28					
现金净增加额	632	4,269	-1,350	-9					
折旧和摊销	89	79	70	63					
资本开支	100	-30	-37	-41					
营运资本变动	-272	3,911	-1,848	-642					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>