

航空航天设备

真怡 S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

洪都航空

600316

推荐

毛利率提升和投资收益是业绩提升的主要原因

公司公告了09年业绩：09年营业收入15.82亿元，同比下降0.55%；归属于上市公司股东的净利润1.97亿元，同比增长91.04%；09年EPS0.56元/股，同比增长91.05%。业绩略高于预期。公司公告了分配预案：每10股派0.30元（含税），每10股转增6股。

投资要点：

- 公司09年收入结构主要是航空产品（收入占比73%）、技术协作（5%）、通航服务（<1%）以及航空材料销售（21%）。总收入减少0.55%，其中，航空产品收入同比增长33%，航空材料销售收入下降48%，技术协作收入下降15%。航空产品包括境内产品（占比约63%）和境外产品（占比约37%）。航空产品的增长主要是境外产品收入大幅增长，增幅约95%，这主要是09年K8产品交付较少基数较低；境内产品收入增长12%。
- 公司09年新签K8出口合同88架，10年开始交付。按照公司订单情况，我们预计公司2010年K8飞机交付量将达20架左右，国外产品增幅将超过50%；L15目前仍处于研制试飞阶段，时间较原计划有所退后，预计2011年开始小批量。考虑到公司此次增发收购资产完毕后，作为关联交易的材料销售将进一步减少，而公司的飞机制造业务链将趋于完整，航空产品收入将有增长。
- 综合毛利率上升了3个百分点，主要是由于低毛利率水平的材料销售金额减少了48%，且材料销售毛利率提升了3.79个百分点；对公司业务影响最大的航空产品毛利率水平下降了1.81个百分点，其中境内航空产品毛利率下降了6.55个百分点，境外产品毛利率上升了10个百分点。公司净利润增速远高于收入增速的原因除了毛利率提升的原因外，更主要的原因在于公司投资收益，公司投资收益达7654万，这约占公司利润的34%，这部分收益不具有持续性。
- 假设L15在2011年小批量投产，考虑增发后的摊薄，公司10-12年EPS为0.50、0.57、0.64元，EPS复合增长率约为19%；给与6-12个月合理价格为24元，我们看好公司业务长期发展前景和整合机会，维持“推荐”评级，给与6-10个月的目标价格为40.00元。

6-12个月目标价：40.00元

当前股价：38.61元

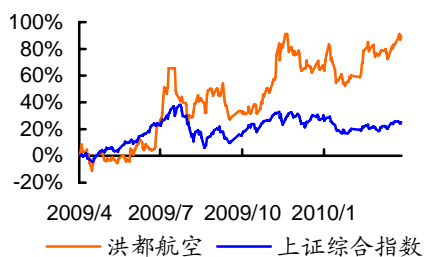
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3145.35
总股本(百万)	353
流通股本(百万)	353
流通市值(亿)	136
EPS (TTM)	0.41
每股净资产(元)	5.65
资产负债率	42.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洪都航空	3.60	15.36	42.16
上证综合指数	2.48	-1.58	8.02



相关报告

- 《洪都航空-飞机合同将在2010年开始影响公司业绩有限》2009-9-7
- 《洪都航空-中期收入下降、费用率提升造成业绩同比下降》2009-8-25
- 《洪都航空-增发预案较上次略有调整，短期内估值提升压力较大》2009-7-30

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1582	2126	2414	2845
同比(%)	-1%	34%	14%	18%
归属母公司净利润(百万元)	197	231	262	293
同比(%)	91%	18%	13%	12%
毛利率(%)	17.7%	19.2%	19.3%	19.0%
ROE(%)	9.9%	5.0%	5.4%	5.7%
每股收益(元)	0.43	0.50	0.57	0.64
P/E	90.12	76.65	67.73	60.54
P/B	8.90	3.84	3.63	3.43
EV/EBITDA	45	38	31	26

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2464	4870	4291	4882	<b>营业收入</b>	1582	2126	2414	2845
现金	1072	1913	2353	1057	营业成本	1301	1718	1949	2306
应收账款	478	1482	666	1846	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	3	9	5	11	营业费用	5	5	6	7
预付账款	55	71	89	110	管理费用	126	162	188	221
存货	767	1275	1042	1697	财务费用	-1	-14	-20	-16
其他	90	121	137	161	资产减值损失	-1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	1011	1807	2272	2634	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	53	53	53	53	投资净收益	77	20	20	20
固定资产	581	1379	1862	2228	<b>营业利润</b>	227	272	308	344
无形资产	12	11	10	8	营业外收入	1	0	0	0
其他	365	364	347	345	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	3475	6677	6563	7517	<b>利润总额</b>	227	272	308	344
<b>流动负债</b>	1195	1772	1396	2057	所得税	30	41	46	52
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	197	231	262	293
应付账款	524	1003	646	1288	少数股东损益	0	0	0	0
其他	671	769	750	769	<b>归属母公司净利润</b>	197	231	262	293
<b>非流动负债</b>	285	285	285	285	EBITDA	269	320	393	466
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.50	0.57	0.64
其他	285	285	285	285					
<b>负债合计</b>	1480	2057	1681	2342					
少数股东权益	3	3	3	3	<b>主要财务比率</b>				
股本	353	459	459	459	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	1177	3466	3466	3466	<b>成长能力</b>				
留存收益	461	692	954	1246	营业收入	-0.6%	34.4%	13.6%	17.9%
归属母公司股东权益	1991	4617	4879	5171	营业利润	95.8%	19.9%	13.2%	11.9%
<b>负债和股东权益</b>	3475	6677	6563	7517	归属于母公司净利润	91.0%	17.6%	13.2%	11.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	17.7%	19.2%	19.3%	19.0%
					净利率	12.4%	10.9%	10.8%	10.3%
					ROE	9.9%	5.0%	5.4%	5.7%
					ROIC	28.4%	8.9%	10.7%	7.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.6%	30.8%	25.6%	31.2%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.06	2.75	3.07	2.37
					速动比率	1.39	2.00	2.30	1.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.42	0.36	0.40
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.71	2.25	2.36	2.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.50	0.57	0.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	-1.61	2.14	-1.81
					每股净资产(最新摊薄)	4.34	10.06	10.63	11.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	90.12	76.65	67.73	60.54
					P/B	8.90	3.84	3.63	3.43
					EV/EBITDA	45	38	31	26

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

真怡, 工学硕士, 中投证券研究所军工行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434