

航空航天设备

署名人: 真怡

S0960209110324

0755-82026856

zhenyi@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 47.52 元

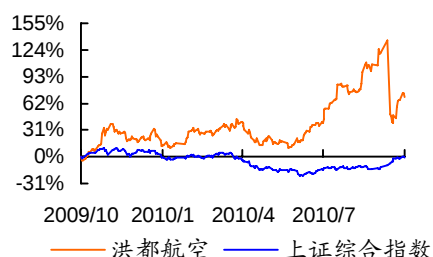
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	717
流通股本(百万)	564
流通市值(亿)	268
EPS (TTM)	0.29
每股净资产(元)	2.78
资产负债率	42.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
洪都航空	31.61	94.33	93.14
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



相关报告

《洪都航空-国内外航空产品此消彼涨, 投资收益是中期业绩增长的主要因素》

《洪都航空-毛利率提升和投资收益是业绩提升的主要原因》2010-4-12

《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

600316

推荐

3 季报业绩下降, 关注高级教练机的进展

投资要点:

- 公司公告了 10 年 3 季度业绩: 10 年 1-9 月营业收入 8.99 亿元, 同比下降 8%; 归属于上市公司股东的净利润 8,046 万元, 同比下降 28%; 10 年 1-9 月 EPS 0.18 元/股, 同比下降 43%。从第 3 季度的单季度数据来看, 收入完成 8.43 亿元, 环比增长 85%左右, 同比下降 11%左右; 单季度净利润 0.28 亿元, 环比增长 21%, 同比下降约 62%。从历史数据看, 公司的单季度数据起伏很大, 一般 4 季度是交付结算高峰期, 故 3 季度的数据并不一定能代表全年的趋势。
- 公司 1-9 月综合毛利率约 14%, 较上年同期下降约 3 个百分点, 这也是公司净利润下降幅度大于收入降幅的原因之一; 公司三项费用率以及资产减值损失率较上年同期数略减; 公司 10 年 1-9 月的投资收益为 5072 万元, 较上年同期下降约 13%, 而这部分收益约占公司利润总额的 54%, 对公司利润的影响较大。
- 按照公司订单情况, 我们预计公司 2010 年中级教练机交付量较 09 年将有所增长, 国外产品增幅将超过 50%; 高级教练机目前仍处于研制试飞阶段, 预计 2011 年基本型将开始小批量。考虑到公司前不久增发收购洪都集团资产完毕后, 我们认为作为关联交易的材料销售将进一步减少, 原来与洪都集团的受托加工业务将减少, 公司的飞机制造业务链将趋于完整, 国内航空产品收入将有增长。
- 10 月 26 日公司参与研制的猎鹰(L15)战斗入门型高级教练机在江西南昌青云谱机场成功实现首飞。这款战斗入门型飞机采用加力发动机, 主要承担战术飞行和作战使用等训练科目, 同时还可进入作战部队承担伴随训练任务, 是猎鹰飞机一机多型、系列化思路下的一种产品, 将开拓猎鹰飞机更广的产品系列。
- 我们维持前期的盈利预测, 预计 10-12 年 EPS 为 0.36、0.38、0.45 元, EPS 复合增长率约为 12%。我们看好公司初-中-高系列化教练机的发展前景以及中航防务板块的整合机会, 维持“推荐”评级。虽然近期由于前期涨幅较大, 公司估值提升有一定的压力, 但我们建议关注股价调整带来的投资机会。

风险提示:

- L15 最终批量订货时间具有不确定性; 关注高级教练机后续进一步放量配套发动机的解决方案。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1582	2189	2510	3199
同比(%)	-1%	38%	15%	27%
归属母公司净利润(百万元)	197	257	270	325
同比(%)	91%	31%	5%	20%
毛利率(%)	17.7%	18.9%	19.2%	19.0%
ROE(%)	9.9%	5.4%	5.4%	6.1%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.38	0.45
P/E	173.37	132.40	126.19	104.86
P/B	17.11	7.21	6.82	6.40
EV/EBITDA	121	93	81	65

资料来源: 中投证券研究所

教练机情况简介

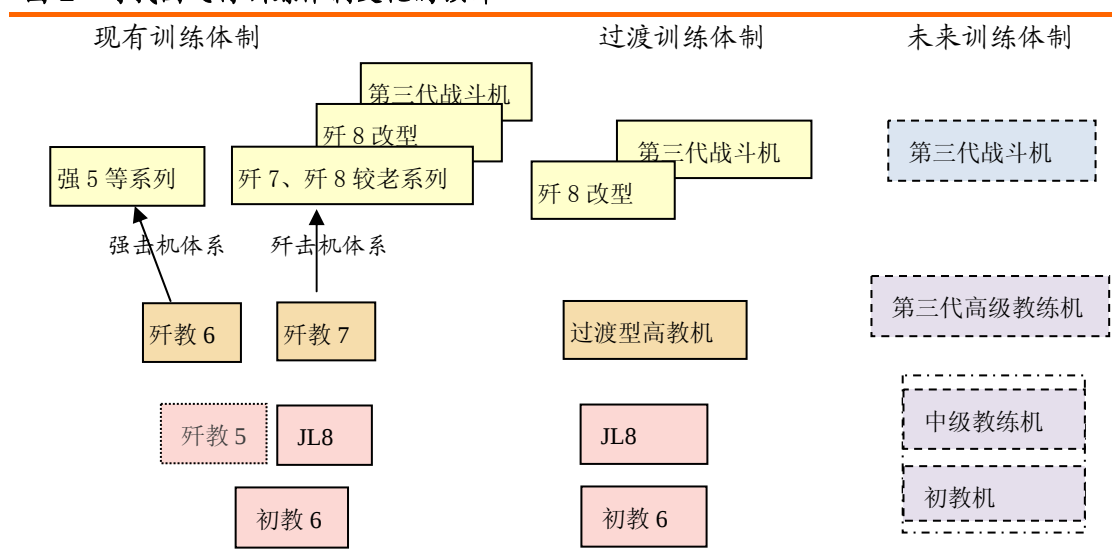
飞行训练用的教练机一般设有串列或并列 2 个座椅，有 2 套互相联动的操纵机构和指示仪表，分别供教员和学员使用。不同训练阶段需要学习的飞行科目不同，所对应的教练机级次也不同，通常分为：初级训练教练机、中级训练教练机和高级训练教练机三种。

初级训练教练机结构简单，一般为单发低速飞机，易于操纵，安全经济，便于**初学飞行者**掌握初级飞行技术，一般应用于航校训练层次的基础和初级阶段的训练。比如洪都航空的初教 6 等。这种教练机可用于各种航空俱乐部的飞行培训和训练，包括各种通用飞机的飞行（不包括直升机）。

中级教练机用以训练飞行员掌握亚音速飞机的飞行技术，相对于初级来说，训练科目较复杂，一般用于航校训练层次的部分初级和部分高级的飞行科目，比如洪都航空的 JL8 或 K8；

高级训练教练机用以训练飞行员掌握亚音速或超音速飞机的飞行技术，有的高级教练机还用于部分战术训练，必要时也能执行作战任务，多用于航校层次中的高级飞行阶段和改装层次的训练，有的也可以在作战训练阶段作为伴随教练机进行战术训练。比如洪都航空的猎鹰系列。

图 1 对我国飞行训练体制变化的预计



资料来源：中投证券研究所

一般来说，教练机占战斗机的比例约为 25%~30%；而高级教练机与初/中级教练机的比例约为 4: 6。

随着各国新一轮更新战术飞机装备周期的到来，也将带来教练机需求的新增长。据国际预测公司公布的一份市场预测，未来 10 年军用固定翼教练机交付数将持续走高，在 2004~2013 年间将交付 2238 架飞机，价值 175 亿美元；欧洲航空防务和航天(EADS)公司则对 2005~2025 年这 20 年间世界上高级教练机及轻型战斗机的市场进行了调查，认为需求数将有 2500~3 000 架。

猎鹰飞机从设计之初就采用了系列化发展的思路，目前教练型分为 AJT(高级教练)和 LIFT(战斗入门训练)递进的两种状态。

LIFT 状态采用加力发动机并采用与战术训练相关的系统和设备，飞机主要

承担战术飞行和作战使用等训练科目，可减少在同型机上的训练时间，同时飞机还可进入作战部队承担伴随训练任务，用于飞行员的技能恢复与保持训练。

洪都航空参与研制的 L15 高级教练机的项目从正式启动到现在已经是第 7 个年头。第一架样机是在 2006 年 3 月 13 号实现首飞。之后又陆续生产了两架试飞飞机，03 架在 2008 年首飞，05 架在 2009 年首飞。这些都是属于 AJT(高级教练)型飞机，后续的小批量将以此为基础实现型号研制工作由设计向工艺、制造全面转移。06 架就是为满足 LIFT 状态设计技术鉴定要求而研制，配装了加力型发动机，机头加大加长，改良了座舱，并对其他系统和结构进行了适应性改进。我们认为猎鹰系列飞机是一个飞机平台，在此平台上将会衍生出更多的产品系列。

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
流动资产	2464	5043	4439	5306	营业收入	1582	2189	2510	3199
现金	1072	1955	2443	853	营业成本	1301	1775	2028	2592
应收账款	478	1541	692	2131	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	3	9	5	13	营业费用	5	5	6	8
预付账款	55	71	90	114	管理费用	126	166	195	248
存货	767	1343	1067	2013	财务费用	-1	-14	-20	-15
其他	90	124	142	182	资产减值损失	-1	2	2	2
非流动资产	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	50	20	20
固定资产	581	1379	1862	2228	营业利润	227	303	318	382
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
资产总计	3475	6851	6711	7940	利润总额	227	303	318	382
流动负债	1195	1833	1424	2328	所得税	30	45	48	57
短期借款	0	0	0	0	净利润	197	257	270	325
应付账款	524	1054	661	1514	少数股东损益	0	0	0	0
其他	671	779	763	814	归属母公司净利润	197	257	270	325
非流动负债	285	285	285	285	EBITDA	269	351	402	504
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.36	0.38	0.45
其他	285	285	285	285					
负债合计	1480	2119	1709	2613	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	353	717	717	717	成长能力				
资本公积	1177	3317	3317	3317	营业收入	-0.6%	38.4%	14.6%	27.5%
留存收益	461	695	965	1290	营业利润	95.8%	33.6%	4.9%	20.3%
归属母公司股东权益	1991	4729	4999	5324	归属于母公司净利润	91.0%	30.9%	4.9%	20.3%
负债和股东权益	3475	6851	6711	7940	获利能力				
					毛利率	17.7%	18.9%	19.2%	19.0%
					净利率	12.4%	11.8%	10.8%	10.2%
					ROE	9.9%	5.4%	5.4%	6.1%
					ROIC	28.4%	9.7%	10.9%	7.4%
					偿债能力				
					资产负债率	42.6%	30.9%	25.5%	32.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.06	2.75	3.12	2.28
					速动比率	1.39	1.99	2.34	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.42	0.37	0.44
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.36	0.38	0.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	-1.13	1.44	-1.57
					每股净资产(最新摊薄)	2.78	6.59	6.97	7.42
					估值比率				
					P/E	173.37	132.40	126.19	104.86
					P/B	17.11	7.21	6.82	6.40
					EV/EBITDA	121	93	81	65

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

真怡, 中投证券研究所机械/军工行业分析师, 工学硕士。

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	北京	上海
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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	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