

方正证券研究所证券研究报告

洪都航空(600316)

公司研究

国防军工行业

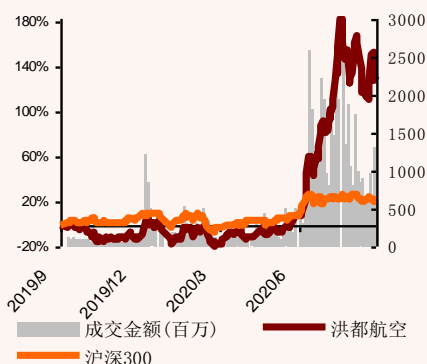
公司投资价值分析报告

2020.09.27/推荐(首次)

首席军工分析师：孟祥杰
 执业证书编号：S1220519110009
 E-mail mengxiangjie@foundersec.com

联系人：吴坤其
 E-mail: wukunqi@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点：

1、以教练机+防务产品为主业。公司是国内主要的教练机研发生产基地，当前主要产品为 CJ6 初级教练机、K8 基础教练机、L15 高级教练机。2019 年，公司与洪都公司进行了资产置换，公司置出航空产品（含大飞机）零部件制造业务，置入洪都公司相关防务产品研发及制造业务，公司主要业务由单一教练机拓展为教练机+防务产品。

2、航空产品制造业务营业收入占主导，教练机业务为主要毛利来源，盈利能力存在改善潜力与空间。公司当前主营业务可细分为教练机、其他航空产品、非航空产品三大业务。营业收入方面，教练机业务占主导。2019 教练机营业收入达到 26.91 亿，占同期公司营收比重 60.89%；其他航空产品营收达到 13.31 亿，占比为 30.11%。利润方面，教练机业务贡献主要毛利润，2019 年该业务毛利占比达 52.81%。拖累盈利能力的零部件制造业务资产已完成置出，同时新置入的防务资产具备相对更好的盈利能力，公司整体盈利能力存在进一步提升潜力。

3、公司作为航空工业专业化产业布局中的教练机研发、维修与服务保障基地，目前已拥有谱系较为齐全的初级教练机、基础教练机、高级教练机系列化产品，性能领先。在军贸市场拓展与民航突破等背景下，教练机业务发展可期。

(1) 公司教练机产品类型齐全。公司是国内主要的教练机研发生产基地，主要从事教练机系列产品的设计、研制、生产、销售、维修及服务保障等。当前公司的主要的教练机产品为 CJ6 初级教练机、K8 基础教练机和 L15 高级教练机，分别用于新学员的体验飞行、学员的基本驾驶术训练以及开展高机动等方面飞行的训练，使飞行学员掌握较为全面的飞行技能。同时，公司将教练机业务与服务保障结合，为客户提供集飞行员训练、地勤人员培训、训练保障为一体的训练解决方案。

(2) 公司教练机研发能力成熟，竞争优势明显。公司是目前国内唯一的同时具备初、中、高级教练机产品独立研制及生产能力的系统供应商。公司自主研发的 L15 高级教练机获得 2019 年度国家科技进步一等奖，其各项性能已达到世界先进水平，可满足第三代战斗机训练需求，整体技术标准上能与俄罗斯、意大利、韩国等国的先进同类产品相抗衡。据腾讯新闻 (<http://dwz.date/cCgH>)，L15 具有大边条翼气动布局、高度翼

身融合体结构、三轴四余度数字式电传操纵系统和基于开放式数据总路线技术的综合航电系统，具备一定的对地/对空攻击能力、高可靠性、良好的维护性、长寿命和卓越的效费比。

(3)军贸业务与民航市场突破有望共同奠定长期景气度向上基础。据公司 2019 年年报，飞行训练系统的核心是教练机，公司主要产品 L15 新一代高级教练机在研制过程中已经充分考虑并权衡了现代战争对飞行员技能训练的各种需求，实现了低成本复现先进战斗机的性能和系统功能。而随着各国第三、四代先进飞机的逐步配备，对飞行员技能训练及飞行训练装备的要求正在不断提高，飞行员必须适应全天候、全地理环境和复杂的信息化环境，各国对中、高级教练机的需求从质量和数量上都将有较大的增长。**更高性价比下公司具备持续进军并扩大军贸业务的基础。**据公司 2019 年年报，中、高级教练机已成为全球军贸市场交易的主体。从世界范围来看，初级教练机市场集中度较高，美国、巴西、瑞士等国占据优势地位。公司自主研制的 L15 高级教练机各项性能已达到世界先进水平，并可根据客户需求定制生产销售教练机产品并提供全方位训练保障服务。此外，**公司具备教练机设计与制造统一、主业专注的经营模式优势。**在国际市场上，中、高级教练机的主要生产商包括俄罗斯联合航空制造集团公司、意大利阿莱尼亚马基公司和韩国航空工业公司（与美国联合设立），但教练机多作为这些大型航空整机制造企业的系列产品之一，所占比重较轻，且设计与制造分离，技术力量相对其主产品来说薄弱。而公司（及洪都公司）几十年专注教练机领域，积累了丰富的研制生产经验，实现了设计与制造相结合，能够快捷有效地贴近市场和用户。**民航市场取得重要突破。**据公司 2019 年年报，初教 6 飞机取得 TC/PC 证，是我国第一个进行军转民的飞机型号，标志着初教 6 飞机正式进入国内民用航空市场，对促进全国民用航空产业发展和企业改革深度发展具有重要意义，我们看好民航长期发展、尤其是国产替代背景下的潜在成长空间。

4、完成置入防务资产，主要业务由单一教练机拓展为教练机+防务产品。据公司 2019 年 5 月 31 日公告，公司拟将零部件制造业务及相关资产负债与关联方江西洪都航空工业集团有限责任公司防务业务及相关资产负债进行置换。通过本次交易，公司将零部件业务及相关资产和负债予以剥离，有利于其优化资产结构、改善资产质量和财务状况，亦将有较为充足的资金储备以聚焦总体研发及制造等核心业务，有利于公司提升设计研发能力、增强核心竞争力。同时，公司将新增盈利能力较好的防务资产业务，丰富公司产品线，有利于公司增加收入来源、提高盈利能力。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在国内教练机研制领域的领导地位，以及完成资产置换后公司主业整体盈利能力及成长性均有较大提升，给予公司“推荐”评级。我们对公司 2020/21/22 年 EPS 预测分别为 0.23/0.36/0.51，对应 PE 分别为 148/93/67。

风险提示：存在新置入业务与原有主业协同性较弱、下游客户需求存在不确定性、军贸市场竞争激烈致盈利能力下滑等风险

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,419.72	6,850.57	9,795.60	12,291.87
(+/-) (%)	46.3%	55.0%	43.0%	25.5%
净利润	82.87	164.03	261.35	363.90
(+/-) (%)	-42.1%	97.9%	59.3%	39.2%
EPS(元)	0.12	0.23	0.36	0.51
P/E	112.76	147.77	92.74	66.61

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1: 公司分业务营收预测

业务	项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
航空产品	营收(万元)	122324.00	174872.34	402222.21	651237.98	950221.34	1203170.26
	YoY		42.96%	130.01%	61.91%	45.91%	26.62%
其他产品	营收	130678.47	66907.63	39750.00	33819.30	29338.24	26016.27
	YoY		-48.80%	-40.59%	-14.92%	-13.25%	-11.32%
合计	总营收	253002.47	241779.97	441972.21	685057.28	979559.58	1229186.53
	YoY				55.00%	42.99%	25.48%

资料来源: wind, 方正证券研究所(注: 2017、2018年航空产品取公司年报披露口径; 2019年航空产品取公司年报披露口径——教练机、其他航空产品——之和)

图表2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	EPS (基本)			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020	2021
000768.SZ	中航飞机	0.21	0.25	0.28	79.71	90.61	80.59
600038.SH	中直股份	1.00	1.23	1.49	47.81	43.81	36.30
600760.SH	中航沈飞	0.63	0.97	1.06	50.16	55.80	51.01
600893.SH	航发动力	0.48	0.57	0.72	45.17	67.56	53.49
平均值		-	-	-	55.71	64.45	55.35

资料来源: wind, 方正证券研究所(注: 航发动力 2020/21 EPS 为方正军工预测, 其余为 wind 一致预测; 收盘价选取 2020/09/25 收盘)

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,383.32	8,215.45	10,772.34	13,251.79	营业总收入	4,419.72	6,850.57	9,795.60	12,291.87
现金	556.56	768.54	1,466.78	2,422.50	营业成本	4,158.28	6,338.39	9,053.67	11,350.54
应收账款	2,142.24	2,737.74	3,547.88	4,020.96	营业税金及附加	2.84	7.66	9.17	11.65
其它应收款	806.92	642.61	891.00	1,054.07	营业费用	21.13	60.97	73.24	92.22
预付账款	54.23	78.87	109.55	135.07	管理费用	120.50	265.80	377.33	433.04
存货	2,616.93	3,737.91	4,448.70	5,264.79	财务费用	58.58	0.00	0.00	0.00
其他	206.44	249.78	308.43	354.41	资产减值损失	0.00	-0.21	-0.10	-0.12
非流动资产	2,053.11	2,325.47	2,447.56	2,428.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	309.39	309.39	309.39	309.39	投资净收益	0.25	0.69	0.98	1.14
固定资产	630.59	1,072.89	1,448.46	1,713.93	营业利润	100.35	197.40	316.35	441.85
无形资产	115.52	118.81	104.49	90.46	营业外收入	27.38	0.00	0.00	0.00
其他	997.60	824.37	585.21	315.13	营业外支出	24.28	0.00	0.00	0.00
资产总计	8,436.43	10,540.92	13,219.90	15,680.71	利润总额	103.44	197.40	316.35	441.85
流动负债	3,405.86	5,033.83	7,254.52	9,286.21	所得税	19.84	31.65	52.57	74.45
短期借款	650.00	551.77	464.21	387.97	净利润	83.61	165.75	263.78	367.40
应付账款	1,490.06	2,672.35	4,183.54	5,574.20	少数股东损益	0.74	1.72	2.42	3.50
其他	1,265.80	1,809.71	2,606.77	3,324.03	归属母公司净利润	82.87	164.03	261.35	363.90
非流动负债	49.19	49.19	49.19	49.19	EBITDA	206.77	30.53	34.94	102.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.12	0.23	0.36	0.51
其他	49.19	49.19	49.19	49.19					
负债合计	3,455.05	5,083.02	7,303.71	9,335.40	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	17.12	18.84	21.26	24.76	成长能力				
股本	717.11	717.11	717.11	717.11	营业收入	46.3%	55.0%	43.0%	25.5%
资本公积	3,147.21	3,147.21	3,147.21	3,147.21	营业利润	-40.7%	96.7%	60.3%	39.7%
留存收益	1,099.94	1,574.74	2,030.61	2,456.22	归属母公司净利润	-42.1%	97.9%	59.3%	39.2%
归属母公司股东权益	4,964.26	5,439.06	5,894.93	6,320.55	获利能力				
负债和股东权益	8,436.43	10,540.92	13,219.90	15,680.71	毛利率	5.9%	7.5%	7.6%	7.7%
					净利率	1.9%	2.4%	2.7%	3.0%
					ROE	1.7%	3.0%	4.4%	5.8%
					ROIC	1.0%	0.5%	0.9%	1.8%
					偿债能力				
					资产负债率	41.0%	48.2%	55.2%	59.5%
					净负债比率	69.4%	93.1%	123.5%	147.1%
					流动比率	1.87	1.63	1.48	1.43
					速动比率	1.07	0.86	0.85	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.65	0.74	0.78
					应收账款周转率	2.06	2.50	2.76	3.06
					应付账款周转率	2.97	2.56	2.34	2.21
					每股指标(元)				
					每股收益	0.12	0.23	0.36	0.51
					每股经营现金	0.04	0.16	0.62	0.87
					每股净资产	6.92	7.58	8.22	8.81
					估值比率				
					P/E	112.76	147.77	92.74	66.61
					P/B	1.88	4.46	4.11	3.83
					EV/EBITDA	45.68	787.17	665.31	217.34

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com