

公司简评 洪都航空 (600316.SH)

► 2009 年 3 月 10 日

L15 和资产整合尚需等待

谨慎推荐 首次评级

分析师: 鞠厚林 ✉: juhoulin@chinastock.com.cn ☎: 010-66568946

1. 事件

近期中航工业集团下属各业务板块进行了持续的整合。洪都航空作为国内教练机的重要生产企业之一,其目前的发展状况和未来在集团中的定位,是投资者关注的两大关键点。

2. 我们的分析与判断

1) K8 和军教 8 仍将是增长的重要动力。K8 教练机面向国际市场,主要客户为发展中国家,未来两年的出口将会稳定增长。公司的产品通过中航技出口,有利于公司回避汇率波动和价格波动的风险,但毛利率会受到一定影响。军教 8 面向国内市场,属于二代教练机,未来两年将保持正常的需求水平,我们预计 2011 年以后,军教 8 的需求量可能出现回落的趋势。

2) L15 教练机目前仍处于飞行试验阶段,预计 05 架将会在今年上半年完成试飞,06 架和 07 架完成试飞后,才基本完成飞机的技术定型,然后通过试生产阶段,完成飞机的工艺定型,才有可能进入小批量生产阶段。我们预计从技术和工艺的角度看,L15 可以批量生产的时间很可能在 2010 年。

需求方面,根据战机和教练机的发展趋势,L15 的立项和采购是必然趋势。不过立项的时间有不确定性。目前 L15 的资料处于相关部门论证阶段,这一阶段尚需一定时间,确定立项后,还要经过相关部门的会签,才可以采购。立项时间在较大程度上与军方需求的紧迫性和培训体制等因素相关。因此 L15 立项需要较长时间,预计不早于 2010 年。

总体上看,我们认为公司 L15 的批量生产还需要等待,预计在 2010 年以后成为公司的重要增长点。

3) 在新的中航工业集团中,洪都集团与沈飞集团和成飞集团划入防务板块,该板块只有洪都航空和成飞集成两家上市公司。我们认为,洪都航空有可能成为未来资产整合的重要平台,具有较大的规模扩张潜力。由于行业的特殊属性,目前我们对大规模资产整合的时间进程不抱有过高的希望,不过在条件成熟的情况下,公司先对洪都集团的部分资产进行整合的可能性是存在的。

3. 投资建议

我们预计 2009 年和 2010 年公司每股收益分别为 0.35 元和 0.47 元。动态市盈率分别为 41 倍和 31 倍,与同行业公司相比估值水平略高。按 2010 年 30 倍市盈率,并根据公司资产整合的潜力给予 10% 的溢价,公司合理估值为 15.5 元。给予“谨慎推荐”评级。

洪都航空 (600316.SH) 关键指标预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1153	1783	1560	1865	2220
销售收入增长率(%)	84.70%	54.64%	-12.51%	19.55%	19.03%
净利润(百万元)	82	116	116.49	123.55	165.91
净利润增长率(%)	43.80%	41.46%	0.42%	6.06%	34.29%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.46	0.33	0.35	0.47
PE(X)	45.1	31.3	43.7	41.2	30.7
PB(X)	2.4	1.9	2.9	2.7	2.5
PS(X)	4.4	2.9	3.3	2.7	2.3
ROE(%)	5.4%	6.1%	6.7%	6.6%	8.1%

注：净利润为归属母公司的净利润

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
优势	公司是生产教练机的重点企业之一，在国内和出口市场上占据重要地位，公司研发的 L15 是国内领先的三代教练机，竞争优势明显。公司是中航集团重要的资本整合平台之一，未来可能整合集团优质资产。	4.8
劣势	公司目前的主导产品增长空间有限，L15 仍处于研制和定型阶段，2009 年难以形成利润增长点。	4.6
机会	我国未来几年处于战机换代的时期，歼 10 等三代战机的列装量将持续增加，公司的 L15 未来增长空间很大。中航集团的资产整合正在加速，公司在防务板块，未来可能有较大的成长空间。	4.7
威胁	金融危机对公司的出口业务带来风险。国内业务的增长也将受到经济形势和国家财政政策的影响。	4.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.6
供应商力量	供应商主要为系统内企业和有相应资质的企业，合作关系较为紧密，公司的谈判力量较强。	4.6
新进入壁垒	航空制造技术壁垒和资质壁垒高，客户关系基本确定，其他公司新进入这个领域的可能性很小。	4.7
客户力量	军品客户主要为特种用户，谈判力量较强，但对价格敏感性不高，因此公司有一定的谈判能力。	4.5
替代产品	替代品的价格明显高出教练机，而且针对性和实用性不如教练机，因此教练机的市场空间基本不会受影响。	4.9
竞争对手	主要竞争对手为原一航集团的企业，新中航成立后，竞争形势将大为缓和，对公司的发展十分有利。	4.3

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908