

刘 荣 86-755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 王轶铭 86-755-82960334
 wangym@cmschina.com.cn

2009年7月30日

洪都航空(600316.SH)/33.68元

长期战略投资者可积极参与增发

工业·航天军工

目标估值:

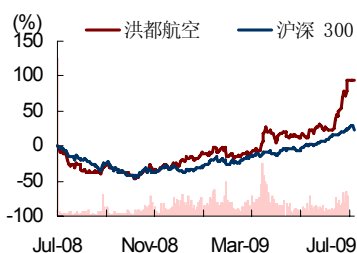
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3266
总股本(万股)	35280
已上市流通股(万股)	17539
总市值(亿元)	119
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	44.1%
主要股东	中国航空科技工业股份
主要股东持股比例	55.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	58	114	88
相对表现	38	29	61



相关报告

1、《航天军工行业 2009 年中期投资策略-行业发展良好,估值压力待缓解》2009/6/15

公司拟重启于 2008 年暂停的增发方案,以不低于 23.78 元/股向包括公司控股股东中航科工和关联方洪都集团在内的不超过十名特定投资者发行不超过 1.06 亿股,其中中航科工拟以 2.5 亿现金认购本次非公开发行的股票,洪都集团拟以不超过 5.5 亿元现金认购本次非公开发行的股票。

- **收购洪都集团飞机业务或将增厚 EPS:** 公司拟以 23.78 元/股增发价(对应 09 年 72 倍动态 PE)募集约 25 亿元,大股东和洪都集团以现金参与增发显示了对公司长期发展的信心。我们初步估算收购洪都集团飞机业务后,公司主营业务将增长 100%-200%,09 年可以增厚 EPS 约 0.07-0.13 元。
- **公司多个募投项目有良好市场前景:** L-15 是面向 21 世纪的下一代高级教练机,我国通用飞机广阔的市场潜力为 N5B 飞机提供良好的成长空间,公司在初教 6 上的成功也使得我们对新型初级教练机项目充满信心。我们看好募投项目中公司的 L-15 高级教练机项目、N5B 农林多用途飞机项目、新型初级教练机项目。
- **公司是防务事业部下重要资本平台。**中航工业成立后,洪都航空归属于防务事业部。由于历史原因,在防务事业部集中了中国航空制造业大量优质资产,公司后续资产注入想象空间依然十分巨大。
- **长期战略投资者可积极参与增发:** 尽管新机型的募投项目要 2-3 年后产生收益,但公司通过此次非公开增发可以显著提升公司长期竞争力和投资价值。我们建议长期战略投资者积极参与公司增发,分享中国航空制造业的黄金成长期。
- **首次给与“审慎推荐-A”投资评级:** 在公司教练机领域有核心竞争力,也将受益我国通用飞机的快速增长和大飞机项目,公司是防务事业部下的重要资本平台,后续资产注入预期依然强烈,应该给与一定估值溢价。我们预计公司 09、10、11 年业绩为 0.33、0.39、0.46 元(未考虑增发影响)。首次给与“审慎推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1783	1590	1908	2290	2748
同比增长	55%	-11%	20%	20%	20%
营业利润(百万元)	131	116	132	154	182
同比增长	68%	-12%	14%	17%	18%
净利润(百万元)	116	103	117	137	161
同比增长	41%	-11%	13%	17%	18%
每股收益(元)	0.46	0.29	0.33	0.39	0.46
PE	73.2	115.5	101.8	87.0	73.9
PB	4.5	6.9	6.6	6.2	5.9

资料来源:招商证券,注:业绩预测没有考虑增发影响

一、非公开发行方案简介

公司拟重启与 2008 年暂停的增发方案，以不低于 23.78 元/股（对应 09 年 72 倍动态 PE，未考虑增发影响）向包括控股股东中航科工和关联方洪都集团在内的不超过十名特定投资者发行不超过 1.06 亿股，其中中航科工拟以 2.5 亿现金认购本次非公开发行的股票，洪都集团拟以不超过 5.5 亿元现金认购本次非公开发行的股票。

表 1：2009 年非公开发行方案的募投项目

序号	项目	拟投资额（万元）
1	收购洪都集团飞机业务及相关资产	55,000
2	出口型 L15 高级教练机批生产能力建设技术改造项目	78,905
3	国外航空产品转包生产技术改造项目	30,395
4	喷气式高端公务机研制项目	32,875
5	N5B 型农林多用途飞机批生产能力技术改造项目	13,645
6	国内航空产品协作生产技术项目	4,950
7	新初级教练机研制保障条件建设技术改造项目	4,100
8	提高通用航空营运能力技术改造项目	4,996
9	特设基础条件补充建设技术改造项目	4,950
10	理化计量基础条件补充建设技术改造项目	4,585
11	补充流动资金	16,000
合计		250,401

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

公司曾经计划于 2008 年上半年实施本次非公开发行，后来由于市场环境发生变化，方案终止，此次重启方案主要有以下几点变化：

- 1、募集资金由 08 年的 18.94 亿增加到 25.04 亿元，剔除中航科工和洪都集团出资部分，拟向机构投资者募集资金由 08 年的 16.44 亿元增加到 09 年的 17.04 亿元。
- 2、洪都集团不是用资产认购股份，而是出资 5.5 亿元现金认购股份，但是在募投项目中增加拟投资 5.5 亿收购洪都集团飞机业务及相关资产。
- 3、将 08 方案中 K8 改进型扩产项目调整为高端公务机研制，拟投资金额维持约 3.29 亿不变。
- 4、由于中航起落架已经归中航飞机公司，公司将投资中航起落架公司项目改为补充流动资金，拟投资额有 1 亿增加到 1.6 亿。

表 2：08 年与 09 年非公开发行方案募集资金比较

序号	08 年方案	09 年方案
拟募集资金	18.94 亿	25.04 亿
拟发行股份	0.7 亿股	1.06 亿股
发行价	35.76 元/股	23.78 元/股
中航科工出资	2.50 亿（现金）	2.50 亿（现金）
洪都集团出资	3.50 亿（资产）	5.50 亿（现金）
机构投资者出资	16.44 亿	17.04 亿

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

表 3: 08 年与 09 年非公开发行方案募投项目比较

序号	09 年方案新增	涉及投资额 (万元)
新增	现金收购洪都集团飞机资产	55,000
	高端公务机研制项目	32,875
	补充流动资金	16,000
剔除	K8 改进型扩产改造	32,875
	投资参股中航起落架公司	10,000

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

二、非公开发行方案对公司影响

收购洪都集团飞机业务增厚 EPS 飞机目前公司教练机内贸部分, 先将教练机机体卖给洪都集团, 然后再由集团完成总装将产品交付军方。此次增发完成后, 集团不再从事教练机的生产, 业务模式将演变成集团与政府签订合同, 然后将合同移交给公司执行。洪都集团 2006、2007、2008 年销售收入分别是 20.66 亿元、25.16 亿元、29.11 亿元。我们初步预计增发完成后, 公司主营业务将增长 100%-200%, 09 年可以增厚 EPS 约 0.07-0.13 元。更准确的预测将在公司公布资产评估报告后给出。

表 4: 08 年 12 月 31 日洪都集团资产负债表

项目	金额 (万元)
流动资产	413,078
非流动资产	225,000
总资产	638,079
流动负债	499,017
非流动负债	73,611
总负债	572,628
所有者权益	65,450
负债和所有者权益	638,079

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

表 5: 08 年 12 月 31 日洪都集团利润表

项目	金额 (万元)
主营业务收入	291,082
主营业务成本	260,946
净利润	4,110

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

公司多个募集项目有良好的前景。L-15 是面向 21 世纪的下一代高级教练机, 我国通用飞机广阔的市场潜力为 N5B 飞机提供良好的成长空间, 公司在初教 6 上的成功也使得我们对新型初级教练机项目充满信心。我们看好募投项目中公司的 L-15 高级教练机项目、N5B 农林多用途飞机项目、新型初级教练机项目。

公司中标国产大飞机 C919 型飞机的机体结构商, 本次非公开增发拟投资项目中, 提高航空基础研制能力的项目 (例如: 国内航空产品协作生产技术项目、特设基础条件补充建设技术改造项目等) 对提高公司整体研制能力和持续发展能力有重要意义。

三、投资建议

1、盈利预测

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1783	1590	1908	2290	2748
营业成本	1673	1491	1777	2136	2566
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	6	2	2	2	3
管理费用	106	125	134	160	192
财务费用	10	-2	17	24	33
资产减值损失	1	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资收益	21	18	0	0	0
营业利润	131	116	132	154	182
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	129	114	132	154	182
所得税	14	13	15	18	21
净利润	116	102	117	137	161
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	116	103	117	137	161
EPS（元）	0.46	0.29	0.33	0.39	0.46

资料来源：招商证券研发中心；注：未考虑增发的影响

2、估值水平

A 股市场航天军工板块平均动态 PE 相对沪深 300 平均动态 PE 倍数的历史平均水平约为 2.93，尽管目前航天军工 09 年动态 PE 为 54 倍，但是航天军工板块动态 PE 相对市场基准的倍数处在一个历史低位。

表 7：国内航天军工重点上市公司估值比较表

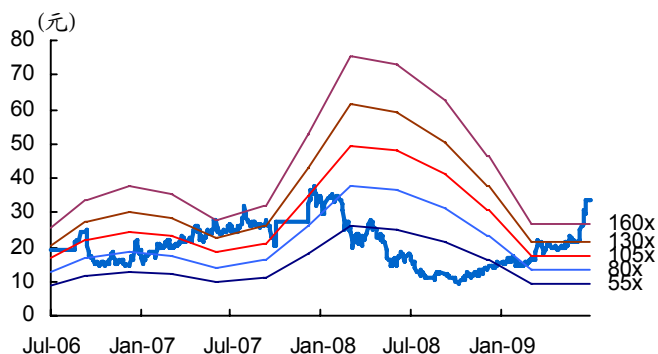
股票名称	最新收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
洪都航空	33.68	0.29	0.33	0.39	115.5	102.1	86.4	6.6	3.3%	119
西飞国际	13.56	0.16	0.17	0.23	86.3	79.8	59.0	3.8	2.3%	336
成发科技	25.85	0.51	0.70	0.81	50.8	36.9	31.9	6.5	9.6%	34
航空动力	22.00	0.27	0.37	0.55	82.5	59.5	40.0	6.3	10.5%	97
哈飞股份	18.85	0.29	0.32	0.38	64.5	58.9	49.7	4.9	7.5%	64
力源液压	17.84	0.33	0.41	0.57	54.1	43.9	31.4	3.6	6.2%	93
中航光电	18.65	0.42	0.57	0.71	44.6	33.0	26.3	5.2	12.2%	50
中兵光电	23.16	0.38	0.41	0.49	61.7	56.5	47.3	9.6	19.2%	103
火箭股份	10.69	0.23	0.37	0.43	46.2	28.7	24.7	3.1	8.2%	87
中国卫星	20.65	0.50	0.58	0.73	41.5	35.6	28.4	5.0	11.4%	73
平均					66.4	54.0	42.3	4.6	8.2%	1055

资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、投资建议

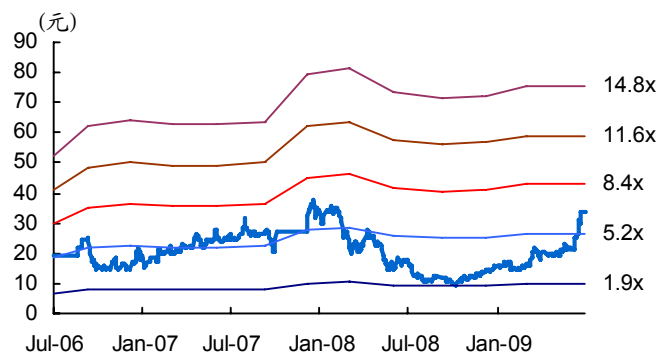
公司在教练机领域有核心竞争力，L-15“猎鹰”作为面向 21 世纪的高级教练机，是中国未来 20 年高级教练机的主力机型，K8 教练机的成功为 L-15 开拓国际市场打下良好基础。公司也将受益我国通用飞机的快速增长和我国大飞机项目。公司作为防务事业部下的重要资本平台，后续资产注入预期依然强烈。

图 1：洪都航空历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：洪都航空历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

我们建议长期战略投资者积极参与公司的增发，分享中国航空制造业的黄金成长期。我们预计公司 09、10、11 年业绩为 0.33、0.39、0.46 元（未考虑增发影响）。首次给与“审慎推荐-A”投资评级。

4、风险提示

新机型的研制如果出现技术和市场风险，会影响公司长期投资价值。防务事业部后续资产注入的时间和规模有不确定性。

附录、2008 年公司拟实施的方案

公司拟以不低于 35.76 元/股向包括公司控股股东中航科工和关联方洪都公司在内的不超过十名特定投资者发行不超过 0.7 亿股，其中中航科工拟以 2.5 亿现金认购本次公开发行的股票，洪都公司拟以洪都公司飞机业务相关资产 3.5 亿元参与认购，不足数额由现金补足。拟募集资金约为 18.94 亿元。

附表：2008 年非公开发行方案募投项目

序号	项目	
1	出口型 L15 高级教练机批生产能力建设技术改造项目	78,905
2	国外航空产品转包生产技术改造项目	30,394
3	K8 飞机改进该型扩充批量生产能力改造项目	32,875
4	N5B 型农林多用途飞机批生产能力技术改造项目	13,641
5	国内航空产品协作生产项目	4,952
6	新初级教练机研制保障条件建设技术改造项目	4,101
7	提高通用航空营运能力技术改造项目	4,996
8	特设基础条件补充建设技术改造项目	4,945
9	理化计量基础条件补充建设技术改造项目	45,82
10	投资参股中航飞机起落架有限责任公司	10,000
合计		189,391

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2835	2378	2609	2987	3440
现金	747	733	720	720	720
交易性投资	7	11	0	0	0
应收票据	211	24	19	23	27
应收款项	851	783	907	1088	1306
其它应收款	7	6	10	11	14
存货	891	778	905	1086	1303
其他	121	43	49	58	70
非流动资产	1126	900	678	709	738
长期股权投资	18	37	37	37	37
固定资产	563	578	611	643	673
无形资产	30	13	12	11	9
其他	516	272	19	18	18
资产总计	3962	3278	3287	3696	4178
流动负债	1763	1282	1462	1774	2144
短期借款	90	90	298	396	507
应付账款	912	436	527	633	759
预收账款	43	96	114	136	164
其他	719	661	523	610	714
长期负债	307	268	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	307	268	17	17	17
负债合计	2069	1551	1479	1791	2161
股本	252	353	353	353	353
资本公积金	1302	1085	1085	1085	1085
留存收益	334	286	368	463	576
少数股东权益	4	3	3	3	3
母公司所有者权益	1888	1724	1806	1901	2014
负债及权益合计	3962	3278	3287	3696	4178

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	265	149	69	47	49
净利润			117	137	161
折旧摊销			45	48	50
财务费用			17	24	33
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(137)	(170)	(205)
其它			28	9	10
投资活动现金流	(37)	(54)	155	(80)	(80)
资本支出			(80)	(80)	(80)
其他投资			235	0	0
筹资活动现金流	(271)	(68)	(237)	33	31
借款变动			66	98	112
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(35)	(41)	(48)
其他			(268)	(24)	(33)
现金净增加额	(42)	28	(13)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1783	1590	1908	2290	2748
营业成本	1549	1358	1622	1947	2336
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	6	2	2	2	3
管理费用	106	125	134	160	192
财务费用	10	(2)	17	24	33
资产减值损失	1	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	(2)	0	0	0
投资收益	21	18	0	0	0
营业利润	131	116	132	154	182
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	2	3	0	0	0
利润总额	129	114	132	154	182
所得税	14	13	15	18	21
净利润	116	102	117	137	161
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
母公司所有者净利润	116	103	117	137	161
EPS (元)	0.46	0.29	0.33	0.39	0.46

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	55%	-11%	20%	20%	20%
营业利润	68%	-12%	14%	17%	18%
净利润	41%	-11%	13%	17%	18%
获利能力					
毛利率	13.1%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利率	6.5%	6.5%	6.1%	6.0%	5.8%
ROE	6.1%	6.0%	6.5%	7.2%	8.0%
ROIC	6.0%	5.2%	6.3%	6.9%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	47.3%	45.0%	48.5%	51.7%
净负债比率	5.1%	7.1%	9.1%	10.7%	12.1%
流动比率	1.6	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.7	1.6	1.9	2.0	2.0
应收帐款周转率	1.6	1.9	2.3	2.3	2.3
应付帐款周转率	1.3	2.0	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.29	0.33	0.39	0.46
每股经营现金	1.05	0.42	0.20	0.13	0.14
每股净资产	7.49	4.89	5.12	5.39	5.71
每股股利	0.13	0.25	0.10	0.12	0.14
估值比率					
PE	73.2	115.5	101.8	87.0	73.9
PB	4.5	6.9	6.6	6.2	5.9
EV/EBITDA	13.6	16.7	12.7	10.9	9.3

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，航天、军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。