

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

2009年11月23日

洪都航空(600316.SH)/35.61元

猎鹰迪拜圆满亮相，新一代高教机前景广阔

工业·航天军工

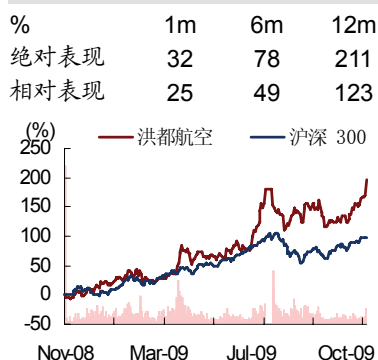
目标估值：41-45元

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3308
总股本(万股)	35280
已上市流通股(万股)	35280
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	126
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	46.4%
主要股东	中航科工股份有限公司
主要股东持股比例	55.3%

股价表现



相关报告

- 1、《洪都航空(600316)-长期战略投资者可积极参与增发》2009/7/30
- 2、《洪都航空(600316)-K8 教练机订单饱满，静待 L15 投放市场》2009/10/28

L-15“猎鹰”高级教练机在迪拜国际航空展圆满亮相，本文详细分析了 L-15 符合我军和世界高级教练机需求的原因，介绍了未来高级教练机的市场需求和 L-15 最新的研制情况。维持“审慎推荐-A”投资评级，6 个月目标估值 41-45 元。

- **L-15 高教机成为迪拜国际航展明星：**军用飞机成为迪拜国际航空展的主角。航展上，中航工业重点推荐公司的 L-15 高级教练机。航展上的飞行表演充分展示了飞机的优异性能。当年 K8 教练机也是通过国际航展打入国际教练机市场。通过迪拜航展，不少国际客户表示出购买 L-15 高教机的意向；
- **采购新一代高级教练机是大势所趋：**用高级教练机完成高级训练和基础改装训练是世界趋势。并且其后续衍生出来的攻击机或轻型战斗机型号，在低烈度战争中有很高的费用效能比。为节省训练费用、提高训练效果，中国空军训练体制面临改革，这也需要装备大量新一代的高级教练机；
- **L-15 满足 21 世纪教练机的性能要求：**L-15 采用了第三代战斗机设计中经典的中等后掠角梯形机翼、翼身融合加前机身拱形边条设计，能够很好的模拟第三代战斗机的飞行特性和操纵性能。同时装备了 4 余度电传操纵系统和平显等先进的航电设备，有利于学员熟悉第三代战斗机各种先进系统的使用，满足 21 世纪新一代高级教练机的性能需求；
- **L-15 有望 2010 年完成试飞。**目前 L-15 高级教练机试飞状况良好，我们估计已经完成了约 60%以上的试飞科目，如果试飞顺利，将会转场到西安阎良的试飞院做最后的定型试飞。如果 L-15 高级教练机在 2010 年中完成定型，将对公司 2010 年业绩的产生积极影响；
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**我们预测公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.48、0.50、0.67 元。公司基本面发展良好，将在未来 2 年将进入快速发展期，同时作为中航防务公司的资产整合平台，未来有资产重组的可能，公司应该享受更高溢价，看好公司长期价值。维持“审慎推荐-A”，未来 6 个月目标区间为 41-45 元。

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	3053	3969
同比增长	55%	-11%	20%	60%	30%
营业利润(百万元)	131	116	190	258	346
同比增长	68%	-12%	64%	36%	34%
净利润(百万元)	116	103	168	229	306
同比增长	41%	-11%	64%	36%	34%
每股收益(元)	0.46	0.29	0.48	0.50	0.67
PE	77.4	122.1	74.6	71.4	53.3
PB	4.8	7.3	6.8	3.7	3.5

资料来源：招商证券；注：2010年预测考虑增发摊薄

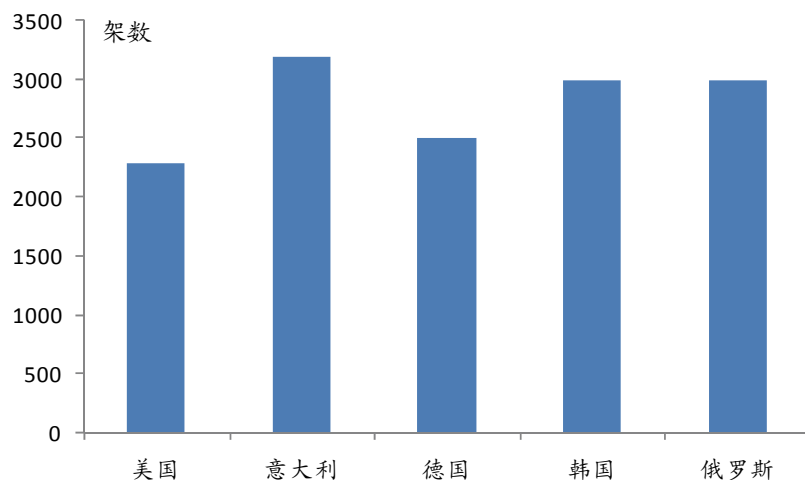
一、L-15 成为迪拜航展明星

军用飞机成为本届迪拜航展重点。2009 年 11 月 19 日，第 11 届迪拜国际航空展闭幕，来自全球 48 个国家和地区的约 900 家厂商参展，成交金额约 140 多亿美元。本届迪拜航展成交额大幅下降的主要原因是，商用飞机销售受经济危机影响，各航空公司纷纷减少了新飞机的订单。但是，海湾地区独特的地缘政治气氛促使军用飞机在近几届迪拜国际航展中逐步走俏。本届迪拜航展上，来自中国、美国、俄罗斯、法国等国的各种军用飞机都出现在了本届迪拜国际航空展上，引起不少海湾国家的兴趣。

中航工业迪拜航展重点推荐 L-15 高级教练机。在本次迪拜航展上，中航工业派出了 200 余人的参展团队。洪都航空研发的新一代高级教练机 L-15 猎鹰，是中航工业唯一一款以实物参展的飞机，并在迪拜航展开幕式上成功的进行了飞行表演。在为期 5 天的迪拜航展中，L-15 每天进行了一个架次的飞行表演，充分展示了飞机在垂直机动、水平机动、大迎角飞行、小速度飞行等方面的优异性能。中航工业面向 21 世纪的高级教练机 L-15 成为迪拜航展的明星。

未来全球高级教练机市场需求大。世界主要高级教练机的研制单位均预测在未来 20 年中，全球高级教练机市场需求达到 2,000-3,000 架。L-15 “猎鹰”高级教练机从设计之初就瞄准了全球市场，公司主要产品初教 6 和 K-8 教练机已经在国际市场上获得成功，在客户中良好的口碑为 L-15 进入国际市场打下坚实的基础。

图1：未来20年世界高级教练机市场不同的预测结果



数据来源：中航工业、招商证券研发中心

L-15 高级教练机迪拜航展后前景看好。新型飞机参加国际航展是开拓市场的重要手段。公司的明星产品 K8 中级教练机就是在 1992 年参加新加坡国际航展，并进行飞行表演后，逐步打开了国际市场。据估计，K8 累计出口订单约 320 架，已交付约 180 余架，在手订单近 140 架。我们有理由相信，L-15 高级教练机将和 K8 中级教练机一样，凭借在国际航展上的优良表现，占据未来国际高级教练机市场约 600 架的份额。通过迪拜航展，已有不少国内外客户对 L-15 表示出浓厚兴趣和购买意向，并对该机型的设计理念以及它能够满足第三代战斗机飞行员培训要求的特性给予广泛好评。

二、L-15 是面向 21 世纪的高级教练机

L-15 “猎鹰”高级教练机符合市场需求。进入 21 世纪后，装备第三代战斗机的发展中国家越来越多，由于经济原因这些国家难以购置西方国家新研制的高级教练机。高性价比的 L-15 在这样的市场上有很强竞争力。并且其后续衍生出来的攻击机或轻型战斗机型号，在低烈度战争中有很高的费用效能比。这些特点对广大发展中国家有巨大的吸引力。我们认为，L-15 “猎鹰”高级教练机具有良好的市场前景。

表 1：世界主要国家战斗机飞行员训练体制

训练阶段	教练机类型	教练机型			训练时间 (小时)	训练科目技能
		美国	英国	中国		
航校训练	筛选\初级教练	初级教练机	T3A 萤火虫	初教 6	20-30	初级驾驶技术
	基础训练	中级教练机	T6A 巨嘴鸟	K8	120-140	基本驾驶技术
	高级训练	高级教练机	T38A 鹰		80-100	高级驾驶技术
部队训练	基础改装训练	战斗入门教练机	T38C 鹰 LIFT		30-50	截击、空战、空中射击、轰炸等
	作战改装训练	同型战斗教练机	装备 2、3 代战斗机的同型双座教练机		30	掌握作战飞机特性和战斗技能的飞行
	战备训练				200	保持提高技战术水平

资料来源：招商证券

用高级教练机完成高级训练和基础改装训练是世界趋势。用战斗机的同型教练机作为高级教练机，新飞行员要多花 30 小时左右的训练时间才能够完成改装。由于装备费用和维修费用较高，训练效果不理想，这一做法已经逐渐被世界各国空军放弃。美国为首的西方国家早已经采用高级教练机及其衍生的战斗入门教练机完成高级训练和基础改装训练。延续前苏联训练模式的俄罗斯也在悄然改革自己的训练体制，俄罗斯研制的新一代高级教练机雅克-130 已经开始交付部队。

表 2：各国正在研制的新一代高级教练机

参数	L-15	雅克-130	MaKo	T-50	M-346
国家/区域	中国	俄罗斯	欧洲	韩国+美国	意大利
发动机	2 台	2 台	1 台	1 台	2 台
	AL-222K-25F	DV-2S	F414-GE-400	F404-GE-102	F124-GA-200
单台发动机推力 (KN)	41.16	21.58	98	78.7	27.8
空重 (kg)		4,600	6,200		4,610
最大起飞重量 (kg)	9500	6,500	13,000	1,1975	9,500
最大平飞速度 (km/h)	1,715	1,037	1,600	1,715	1,255
最大爬升率 (m/s)	150	50		167.6	106
实用升限 (m)	16,000	13,000	14,400	14,500	13,715
航程(km)	3,100	2,546	3,700	1,851	1,890
外挂点		7	7	7	9
挂载能力(kg)		3,000	4,500	4,000	

资料来源：招商证券

各国纷纷研制新一代高级教练机。空军使用、维护、训练费用在近 20 年来不断攀升，为了提高训练/作战效费比，节省全寿命使用成本，以及满足第三代以及正在研制的第

四代战斗机的飞行员培训需要，一些国家纷纷研制新一代高级教练机，例如：中国的 L-15 “猎鹰”，俄罗斯的雅克-130、美\韩国的 T-50、欧洲联合研制的 Mako，以及意大利的 M346。新研制的下一代高级教练机，一般具有以下特点：

表 3：新一代教练机的典型特点

序号	特点	措施	作用
1	先进气动布局、结构材料技术	1、使用高推重比发动机 2、使用边条翼、翼身融合技术等先进气动布局 3、大量使用复合材料	获得与第三代战斗机相接近的飞行机动性和起降性能
2	选装先进航空电子设备和人机界面	1、4 余度电传操纵系统 2、对空对面武器管理系统 3、平显、多显、仪表着陆系统等	使学员熟悉各种先进系统的使用和管理，缩短培训时间，降低费用
3	一机多型、系列化	兼顾攻击机或轻型战斗机任务	降低全寿命使用成本、拓展市场

资料来源：招商证券

中国空军训练体制需要新的高级教练机。中国空军训练体制的沿革延续前苏联的训练体制，经过初级教练机和中级教练机的训练阶段之后，直接在同型教练战斗教练机上进行高级训练和基础改装作战改装训练。没有专门的承担高级训练和基础改装训练的高级教练机和在高级教练机基础上衍生出来的战斗入门教练机。考虑到第 3 代战斗机开始批量装备中国空军，为节省训练费用、提高训练效果，同时为了培养第 4 代战斗机的飞行员预先做好准备，中国空军需要装备新一代的高级教练机。

图 2：猎鹰“L-15”高级教练机三视图



资料来源：招商证券研发中心

图 3：山鹰高级教练机三视图



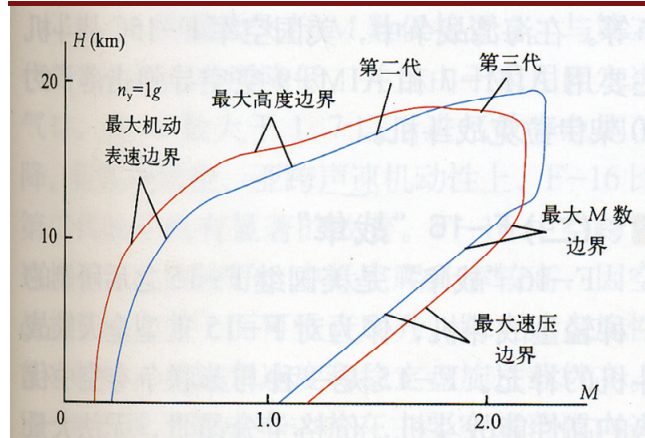
资料来源：招商证券研发中心

L-15 高级教练机适合新世纪对高级教练机的要求。目前中国航空工业研制了两款新型高级教练机：L-15 “猎鹰”和“山鹰”。“山鹰”在原来歼教 7 上发展而来，是基于第二代战斗机平台的教练机。由于第 3 代战斗机在气动特性和操纵性能与第 2 代战斗机有很大不同，尽管“山鹰”在歼教 7 的基础上做了许多改进，但是我们认为“山鹰”更适合做培养歼 7、歼 8 战斗机飞行员的高级教练机。

L-15 具备新一代高级教练机的主要特点。L-15 在设计时采用了多种先进技术。例如，采用了第三代战斗机设计中经典的中等后掠角梯形机翼、翼身融合加前机身拱形边条设计，能够很好的模拟第三代战斗机的飞行特性和操纵性能。同时装备了 4 余度电传操纵系统和平显等先进的航电设备，有利于学员熟悉第三代战斗机的各种先进系统的使用。并且，在设计初始就采用系列化设计思想。我们认为，L-15 是适合 21 世纪战斗机飞行

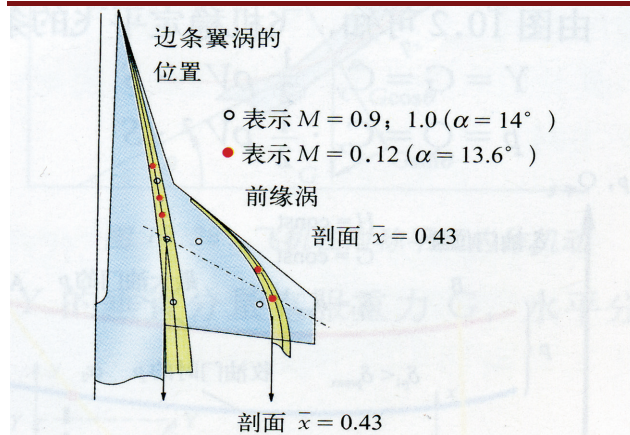
员训练的高级教练机。

图 4：第三代和第二代战斗机飞行特性的差异



资料来源：招商证券研发中心

图 5：第三代飞机边条翼的特点



资料来源：招商证券研发中心

L-15 高级教练机有望 2010 年完成试飞。目前 L-15 高级教练机试飞状况良好，已经完成了约 60%以上的试飞科目，如果试飞顺利，将会转场到西安阎良的试飞院做最后的定型试飞。目前，L-15 “猎鹰”高级教练机的 03 架、05 架飞机正在进行 AJT（高级教练型）状态基本型试飞定型，公司也正加紧 L-15 飞机战斗 LIFT（战斗入门型）状态的研制工作。并且为后续发展攻击机和轻型战斗机的衍生型号预留了改进空间。如果 L-15 高级教练机在 2010 年中完成定型，将对公司 2010 年业绩的产生积极影响。

三、估值和投资建议

1、业绩预测

09 年下半年公司连续签订 K8 中级教练机的出口大单，目前公司 K8 中级教练机的在手订单约为 140 架。我们估计公司 K8 年最大产能在 40 架左右。仅考虑外贸订单，公司在未来 3 年公司该项业务就可以保证 20% 以上的增长速度。我们预计 09 年公司航空制造主业的营业收入和利润应该可以保持 20% 左右的增长。

表 4：洪都航空业绩预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1783	1590	1908	3053	3969
营业成本	1549	1358	1618	2583	3354
营业税金及附加	1	1	2	3	4
营业费用	6	2	2	3	4
管理费用	106	125	134	214	278
财务费用	10	(2)	12	(8)	(17)
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	50	0	0
营业利润	131	116	190	258	346
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	190	258	346
所得税	14	13	22	30	40
净利润	116	102	168	229	306
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	116	103	168	229	306
EPS (元)	0.46	0.29	0.48	0.50	0.67

资料来源：招商证券研发中心、注：2010 年预测考虑增发摊薄

此外，由于 09 年股市表现较好，公司投资收益增加明显，仅前 3 季度投资收益约为 5900 万元。处于谨慎原则，我们假设全年投资收益约 5000 万元。综合而言，公司 09 年 EPS 增幅将大于 50%，约为 0.48 元。剔除投资收益影响，09 年 EPS 约 0.35 元。

2010 年公司完成增发后，洪都集团的飞机制造资产将全部装入上市公司，营业收入将实现大幅增加。增发完成后，公司财务费用也将下降。此外，我们预计 L-15 高级教练机有望小批量投入市场。考虑增发摊薄后，公司 2010 年 EPS 约为 0.50 元。

2、估值水平

目前，公司 09 年动态 PE 为 79.1 倍，面临一定的估值压力。但是，公司作为中航防务公司下的重要资本平台，市值规模依然远低于西飞国际这样的公司。公司未来存在将成飞集团和沈飞集团旗下符合条件的歼击机制造资产注入上市公司的可能。2011 年将是中航工业 3 年完成专业公司上市时间表的阶段性节点，随着中国国防工业自信心不断增强，届时歼击机制造资产注入的概率较大。在航空制造业中，公司估值依然处于一个合理的水平。

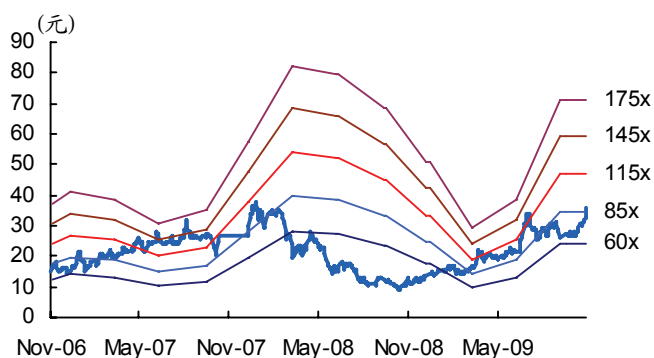
表 5: 国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	11.22 收盘价	08EPS	09EPS (E)	10EPS (E)	08PE	09PE	10PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
洪都航空	35.61	0.29	0.48	0.50	122.1	74.2	71.2	6.8	7.7%	126
西飞国际	13.08	0.16	0.17	0.23	83.3	76.9	56.9	3.7	1.8%	324
成发科技	24.59	0.51	0.70	0.81	48.3	35.1	30.4	5.7	14.1%	32
航空动力	24.74	0.27	0.37	0.56	92.8	66.9	44.2	7.0	8.6%	109
哈飞股份	19.32	0.29	0.35	0.42	66.1	55.2	46.0	5.0	7.6%	65
力源液压	21.38	0.33	0.39	0.45	64.8	55.1	47.2	4.1	7.2%	111
中航光电	19.69	0.42	0.55	0.69	47.1	35.9	28.5	5.1	11.8%	53
中航光电	22.89	0.38	0.41	0.49	61.0	55.8	46.7	5.9	14.8%	114
航天电子	12.51	0.23	0.29	0.35	54.1	43.1	35.7	3.5	7.4%	101
中国卫星	22.09	0.50	0.58	0.71	44.4	38.1	30.9	5.1	12.5%	78
平均					69.2	56.9	45.6	4.6	8.1%	1113

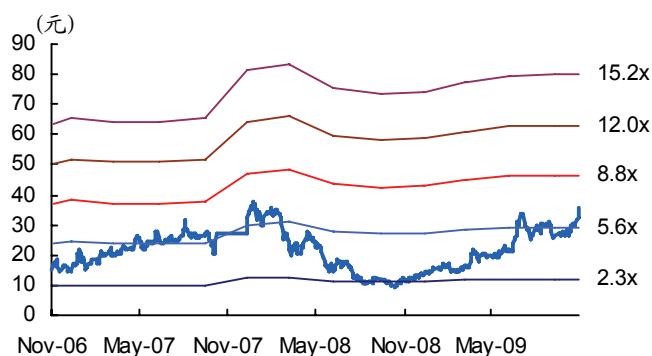
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

3、投资建议

维持“审慎推荐-A”投资评级。受 L-15 在迪拜航展上的优异表现和市场对公司资本运作的预期, 公司股价在过去一周内上涨幅度高于市场平均水平。我们预测公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.48、0.50、0.67 元。公司基本面发展良好, 将在未来 2 年将进入快速发展期, 同时作为中航防务公司的资产整合平台, 未来有资产重组的可能, 公司应该享受更高溢价, 看好公司长期价值。维持投资评级为“审慎推荐-A”, 未来 6 个月目标区间为 41-45 元。

图 6: 洪都航空历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 洪都航空历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

4、风险提示

当市场调整时, 公司面临较大的估值压力。

L-15 高级教练机试飞进度有可能低于预期。

防务公司旗下资产整合具有不确定性。

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	2580	5641	6337
现金	747	733	720	2639	2436
交易性投资	7	11	0	0	0
应收票据	211	24	19	31	40
应收款项	851	783	888	1451	1886
其它应收款	7	6	10	15	20
存货	891	778	895	1428	1855
其他	121	43	49	77	101
非流动资产	1126	900	680	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	21	18	18
资产总计	3962	3278	3260	6350	7075
流动负债	1763	1282	1398	1890	2400
短期借款	90	90	237	90	90
应付账款	912	436	526	840	1090
预收账款	43	96	113	181	235
其他	719	661	522	780	986
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	1415	1907	2417
股本	252	353	353	459	459
资本公积金	1302	1085	1085	3417	3417
留存收益	334	286	404	564	778
少数股东权益	4	3	3	3	3
母公司所有者权益	1888	1724	1842	4440	4654
负债及权益合计	3962	3278	3260	6350	7075

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	265	149	91	(232)	(47)
净利润			168	229	306
折旧摊销			45	48	50
财务费用			12	(8)	(17)
投资收益			(50)	0	0
营运资金变动			(110)	(526)	(406)
其它			26	26	19
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)	(259)	2230	(75)
借款变动			5	(147)	0
普通股增加			0	106	0
资本公积增加			0	2332	0
股利分配			(51)	(69)	(92)
其他			(213)	8	17
现金净增加额	(42)	28	(13)	1919	(202)

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	3053	3969
营业成本	1549	1358	1618	2583	3354
营业税金及附加	1	1	2	3	4
营业费用	6	2	2	3	4
管理费用	106	125	134	214	278
财务费用	10	(2)	12	(8)	(17)
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	50	0	0
营业利润	131	116	190	258	346
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	190	258	346
所得税	14	13	22	30	40
净利润	116	102	168	229	306
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
母公司所有者净利润	116	103	168	229	306
EPS (元)	0.46	0.29	0.48	0.50	0.67

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	55%	-11%	20%	60%	30%
营业利润	68%	-12%	64%	36%	34%
净利润	41%	-11%	64%	36%	34%
获利能力					
毛利率	13.1%	14.6%	15.2%	15.4%	15.5%
净利率	6.5%	6.5%	8.8%	7.5%	7.7%
ROE	6.1%	6.0%	9.1%	5.2%	6.6%
ROIC	6.0%	5.2%	8.6%	4.9%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	52.2%	47.3%	43.4%	30.0%	34.2%
净负债比率	5.1%	7.1%	7.3%	1.4%	1.3%
流动比率	1.6	1.9	1.8	3.0	2.6
速动比率	1.1	1.2	1.2	2.2	1.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6
存货周转率	1.7	1.6	1.9	2.2	2.0
应收帐款周转率	1.6	1.9	2.3	2.6	2.4
应付帐款周转率	1.3	2.0	3.4	3.8	3.5
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.29	0.48	0.50	0.67
每股经营现金	1.05	0.42	0.26	-0.51	-0.10
每股净资产	7.49	4.89	5.22	9.68	10.14
每股股利	0.13	0.25	0.14	0.15	0.20
估值比率					
PE	77.4	122.1	74.6	71.4	53.3
PB	4.8	7.3	6.8	3.7	3.5
EV/EBITDA	20.5	25.3	15.1	12.5	9.8

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。