

洪都航空(600316)

报告日期: 2023年02月26日

L15 将出口阿联酋, 军品和军贸业务为 2023 年主要增长点

——洪都航空点评报告

投资要点

□ 事件: L15 将出口阿联酋! 与运 20、“鹞鹰” 共同亮相阿布扎比防务展。

1) **阿布扎比国际防务展:** 2月20日在阿联酋首都阿布扎比开幕, 是西亚和北非地区规模最大、最具影响力的防务展, 也是全球顶级军工和防务装备展览之一。

2) **公司产品 L15 教练机:** 公司新一代轻型战斗攻击教练机, 用于第4代和第5代战斗机飞行员训练, 以及对空作战和对地攻击任务, 具有高训练效能、强作战能力和低全寿命周期费用特点。中、高级教练机已成为全球军贸市场交易主体。

3) **2021 年中国军售世界第二:** 据 2022 年 12 月 SIPRI 发布数据, 8 家中国军企武器销售总额为 1090 亿美元, 同比增长 6.3%, 占据全球市场份额的 18%, 仅次于美国排名第二。

□ 公司 2023 关联交易额稳健增长, 军品和军贸业务为 2023 年主要增长点。

1) **2023 年关联交易预计金额:** 2023 年关联交易预计金额为 105.4 亿, 较 2022 年关联交易实际发生金额 (未经审计) 101.1 亿, 增加 4%。主要系预计销售量增加导致的关联销售额增加 11% (2023 预计 78.5 亿, 2022 实际 70.8 亿)、预计委托洪都公司及所属子公司加工任务增加导致的关联劳务增加 148% (2023 预计 1.7 亿, 2022 实际 0.7 亿)、预计 2023 年将与中航财务重新签订《金融服务框架协议》导致的最高存款限额增加 41% (2023 年预计 7.0 亿, 2022 年实际 5.0 亿)。

2) **军品业务:** 2023 年向洪都公司及所属子公司关联销售额为 73.5 亿, 较 2022 年实际发生金额 (未经审计) 69.9 亿, 增加 5%, 主要系预计销售量增加导致。我们预计 2023 年公司军品业务收入将稳健增加。

3) **军贸业务:** 2023 年向中航技关联销售额为 4.4 亿, 较 2022 年实际发生金额 (未经审计) 0.89 亿, 增加 394%, 主要系预计销售量增加导致。中航技主要从事航空器及相关装备进出口业务, 我们预计受到 2022 年产品交付计划调整影响, 2023 年公司军贸业务收入将大幅增加。

□ 投资建议与盈利预测:

公司教练机和防务产品受“内需+外贸”双重驱动。根据 2022 年关联交易额执行情况 and 2023 年关联交易额, 我们调整了公司盈利预测。预计 2022-2024 年公司归母净利润 1.0、1.4、1.7 亿元, 同比-33%、+38%、+23%, EPS 为 0.14、0.19、0.24 元, PE 为 196、143、116 倍, PS 为 2.7、2.2、1.9 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 产品交付计划推迟; 采购货物计划调整等风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7214	7288	9068	10397
(+/-) (%)	42%	1%	24%	15%
归母净利润	151	101	139	171
(+/-) (%)	14%	-33%	38%	23%
每股收益(元)	0.21	0.14	0.19	0.24
P/E	131	196	143	116
P/S	2.8	2.7	2.2	1.9
P/B	3.8	3.7	3.6	3.5
ROE	2.9%	1.9%	2.6%	3.1%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 杨雨南
执业证书号: S1230522110003
yangyunan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 27.70
总市值(百万元)	19,864.07
总股本(百万股)	717.11

股票走势图



相关报告

- 《【浙商国防】洪都航空: 航空工业洪都持续推进国企改革; 公司有望受益-20220626》
2022.06.26
- 《【浙商国防】洪都航空: 2021 年扣非归母净利润增长 34%; 合同负债、关联交易预示高速增长-20220331》
2022.03.31
- 《【洪都航空】前三季度营收同比增长 43%; 教练机+导弹龙头成长有望提速-20211030》
2021.10.30

附录 1：可比重点公司盈利预测

表1：洪都航空市值为航空主机厂最小，2022-2024 年公司 PE 为 196、143、116 倍

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ
600760.SH	中航沈飞	1146	22.1	28.7	36.1	52	40	32	9.3
600893.SH	航发动力	1225	14.8	19.5	26.4	83	63	46	3.2
000768.SZ	中航西飞	734	10.1	14.9	19.4	73	49	38	4.5
600038.SH	中直股份	267	3.7	8.6	11.6	73	31	23	2.8
	平均值	843	12.7	17.9	23.4	70	46	35	5.0
600316.SH	洪都航空	199	1.0	1.4	1.7	196	143	116	3.8

注：市值截止日期为 2 月 24 日，洪都航空、中航沈飞、航发动力、中航西飞、中直股份均为浙商国防已覆盖标的

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

附录 2：公司产品 L15 将出口阿联酋，L15 为新一代轻型战斗攻击教练机

图1：L15 将出口阿联酋，亮相阿布扎比防务展



资料来源：航空工业公众号，浙商证券研究所

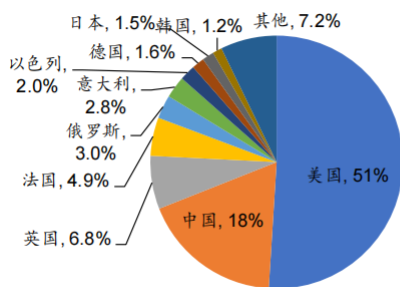
图2：L15 为新一代轻型战斗攻击教练机



资料来源：航空工业洪都公众号，浙商证券研究所

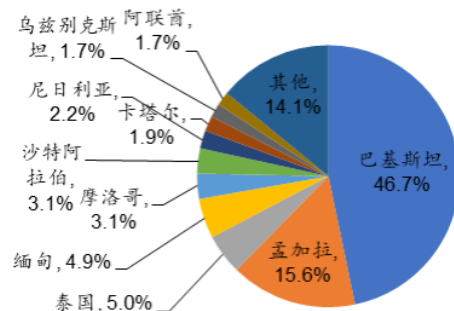
附录 3：2021 年中国军售世界第二，2017-2021 客户主要为巴基斯坦、孟加拉等

图3：2021 年中国军售占据全球市场份额的 18%



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

图4：2017-2021 年我国军贸客户主要为巴基斯坦、孟加拉等



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

附录 4：公司是国内唯一同时具备初、中、高级教练机产品研发和生产能力的企业

表2：公司初、中、高级教练机产品分别为初教 6、K8 教练机以及 L15 高级教练机

教练机类型	型号	主要用途	制造商
初级教练机	初教 6	入门训练	航空工业洪都
中级教练机	教 8 (K-8) 教练机	培养飞行学员获得基本飞行能力	航空工业洪都
	歼教-7	歼-7 等二代战斗机的飞行培训	航空工业贵飞
高级教练机	歼教-9	可承担二代机战术训练任务，也能满足大部分三代机训练需要	航空工业贵飞
	教 10 (L-15)	三代机及以上的飞行培训	航空工业洪都

资料来源：公司年报，中国军网，航空工业集团官网，浙商证券研究所整理

附录 5：公司 2022 年度日常关联交易的预计和执行情况（万元）

表3：洪都航空 2022 年关联交易实际发生金额（未经审计）为 101.1 亿，较 2022 关联交易预计金额 177.6 亿，下降 43%

关联交易类别	关联人	2022 年度预计金额	2022 年度实际发生金额（未经审计）	预计金额与实际发生金额差异较大的原因
向关联人购买原材料	采购货物 洪都公司及所属子公司	34000.00	16493.99	部分采购计划推迟
	采购货物 中航国际及所属公司	10500.00	1895.12	部分采购计划推迟
	采购货物 航空工业下属公司	450000.00	208601.45	部分采购计划推迟
	向关联人购买原材料小计	494500.00	226990.56	
向关联人购买燃料和动力	生产保障及公用工程支出 洪都公司及所属子公司	4600.00	2412.69	
	向关联人购买燃料和动力小计	4600.00	2412.69	
向关联人销售产品、商品	销售货物 洪都公司及所属子公司	1130000.00	699182.73	调整产品交付计划
	销售货物 洪都商飞	300.00	4.22	
	销售货物 中航技	32000.00	8914.81	调整产品交付计划
	销售货物 航空工业下属公司	1000.00	113.5	
	向关联人销售产品、商品小计	1163300.00	708215.26	
向关联人提供劳务	受托加工 洪都公司及所属子公司	30000.00	12707.54	提供劳务低于预计
	受托加工 航空工业下属公司	3000.00	1835.29	
	提供劳务 洪都公司及所属子公司	1500.00	668.54	
	提供劳务 航空工业下属公司	700.00	349.06	
	向关联人提供劳务小计	35200.00	15560.43	
接受关联人提供的劳务	委托加工 洪都公司及所属子公司	5500.00	3772.09	
	委托加工 洪都商飞	4600.00	2762.78	
	委托加工 航空工业下属公司	2000.00	418.31	
	接受劳务 航空工业下属公司	800.00	30.06	
	接受关联人提供的劳务小计	12900.00	6983.24	
委托关联人购买固定资产	购建固定资产 洪都公司及所属子公司	1700.00	74.49	
	购建固定资产 中航国际及所属公司	4300.00	96.44	固定资产投资计划调整
	购建固定资产 中航规划	6500.00	623.78	
	购建固定资产 航空工业下属公司	2500.00	406.26	
	委托关联人购买固定资产小计	15000.00	1200.97	
在关联人的财务公司存款	中航财务	50000.00	49556.89	
	在关联人的财务公司存款小计	50000.00	49556.89	
租赁收入	洪都公司及所属子公司	500.00	169.06	
	租赁收入小计	500.00	169.06	
租赁支出	洪都公司及所属子公司	400.00	53.49	
	租赁支出小计	400.00	53.49	
	合计	1776400.00	1011142.59	

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

附录 6：公司 2023 年度日常关联交易预计金额和类别（万元）

表 4：洪都航空 2023 年关联交易预计金额为 105.4 亿，较 2022 年关联交易实际发生金额（未经审计）101.1 亿，增加 4%

关联交易类别	关联人	2023 年度预计金额	占同类关联交易业务比例 (%)	2022 年度实际发生金额（未经审计）	占同类关联交易业务比例 (%)	2023 年度预计金额与 2022 年度实际发生金额差异较大的原因
向关联人购买原材料	采购货物 洪都公司及所属子公司	6000.00	3.94	16493.99	7.27	预计采购量减少
	采购货物 互连科技	9600.00	6.31			
	采购货物 中航国际及所属子公司	500.00	0.33	1895.12	0.83	
	采购货物 航空工业下属公司	136000.00	89.42	208601.45	91.90	预计采购量减少
向关联人购买原材料小计		152100.00	100.00	226990.56	100.00	
向关联人购买燃料和动力	生产保障及公用工程支出 洪都公司及所属子公司	3200.00	100.00	2412.69	100.00	
	向关联人购买燃料和动力小计		3200.00	100.00	2412.69	100.00
向关联人销售产品、商品	销售货物 洪都公司及所属子公司	735000.00	93.59	699182.73	98.72	预计销售量增加
	销售货物 中航技	44000.00	5.60	8914.81	1.26	预计销售量增加
	销售货物 洪都商飞	300.00	0.04	4.22	0.00	
	销售货物 互连科技	4900.00	0.62			
	销售货物 航空工业下属公司	1100.00	0.14	113.50	0.02	
向关联人销售产品、商品小计		785300.00	100.00	708215.26	100.00	
向关联人提供劳务	受托加工 洪都公司及所属子公司	18500.00	89.16	12707.54	81.67	
	受托加工 中航技	1000.00	4.82	-	0.00	
	受托加工 航空工业下属公司	900.00	4.34	1835.29	11.79	
	提供劳务 洪都公司及所属子公司	-	0.00	668.54	4.30	
	提供劳务 航空工业下属公司	350.00	1.69	349.06	2.24	
向关联人提供劳务小计		20750.00	100.00	15560.43	100.00	
接受关联人提供的劳务	委托加工 洪都公司及所属子公司	16000.00	92.49	3772.09	54.02	预计委托加工任务增加
	委托加工 洪都商飞	300.00	1.73	2762.78	39.56	
	委托加工 航空工业下属公司	800.00	4.62	418.31	5.99	
	接受劳务 航空工业下属公司	200.00	1.16	30.06	0.43	
接受关联人提供的劳务小计		17300.00	100.00	6983.24	100.00	
委托关联人购买固定资产	购建固定资产 洪都公司及所属子公司	550.00	12.36	74.49	6.20	
	购建固定资产 中航国际及所属子公司	1200.00	26.97	96.44	8.03	
	购建固定资产 中航规划	2400.00	53.93	623.78	51.94	
	购建固定资产 航空工业下属公司	300.00	6.74	406.26	33.83	
委托关联人购买固定资产小计		4450.00	100.00	1200.97	100.00	
在关联人的财务公司存款	中航财务	70000.00	100.00	49556.89	100.00	公司预计 2023 年将与中航财务重新签订《金融服务框架协议》，调增每日最高存款限额。
在关联人的财务公司存款小计		70000.00	100.00	49556.89	100.00	
租赁收入	互连科技	50.00	14.29			
	洪都公司及所属子公司	300.00	85.71	169.06	100.00	

关联交易类别	关联人	2023 年度预计金额	占同类关联交易业务比例 (%)	2022 年度实际发生金额 (未经审计)	占同类关联交易业务比例 (%)	2023 年度预计金额与 2022 年度实际发生金额差异较大的原因
租赁收入小计		350.00	100.00	169.06	100.00	
租赁支出	洪都公司及所属子公司	300.00	100.00	53.49	100.00	
租赁支出小计		300.00	100.00	53.49	100.00	
合计		1053750.00	/	1011142.59	/	

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15929	18104	20750	22989
现金	899	3845	4428	5398
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	5272	4746	6325	7200
其它应收款	2	4	4	5
预付账款	6690	6393	6157	6021
存货	3003	3040	3764	4294
其他	63	75	71	70
非流动资产	1972	1827	1732	1623
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	353	324	329	335
固定资产	1295	1245	1174	1091
无形资产	99	63	37	7
在建工程	41	11	6	5
其他	185	184	186	184
资产总计	17901	19931	22482	24612
流动负债	12604	14535	16945	18905
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5386	4591	6206	7089
预收账款	0	7288	7255	7278
其他	7218	2657	3484	4538
非流动负债	56	53	55	54
长期借款	0	0	0	0
其他	56	53	55	54
负债合计	12660	14588	17000	18958
少数股东权益	1	1	1	2
归属母公司股东权益	5240	5341	5480	5651
负债和股东权益	17901	19931	22482	24612

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	221	2888	509	891
净利润	152	101	139	172
折旧摊销	85	97	97	98
财务费用	(8)	(31)	(56)	(69)
投资损失	(12)	(4)	(6)	(7)
营运资金变动	421	2759	1058	1221
其它	(416)	(34)	(724)	(523)
投资活动现金流	44	50	6	16
资本支出	31	(3)	(7)	0
长期投资	(42)	28	(5)	(6)
其他	55	25	18	23
筹资活动现金流	(551)	8	68	62
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(550)	0	0	0
其他	(1)	8	68	62
现金净增加额	(286)	2946	583	970

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7214	7288	9068	10397
营业成本	7018	7104	8796	10035
营业税金及附加	0.6	0.6	0.7	0.8
营业费用	16	23	29	33
管理费用	63	82	102	117
研发费用	84	95	136	177
财务费用	(8)	(31)	(56)	(69)
资产减值损失	7	0	3	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	12	4	6	7
其他经营收益	131	103	101	95
营业利润	178	121	164	201
营业外收支	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
利润总额	173	115	159	195
所得税	21	14	19	24
净利润	152	101	139	172
少数股东损益	0.2	0.1	0.2	0.2
归属母公司净利润	151	101	139	171
EBITDA	244	180	197	222
EPS (最新摊薄)	0.21	0.14	0.19	0.24

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	42%	1%	24%	15%
营业利润	20%	-32%	36%	22%
归属母公司净利润	14%	-33%	38%	23%
获利能力				
毛利率	2.7%	2.5%	3.0%	3.5%
净利率	2.1%	1.4%	1.5%	1.6%
ROE	2.9%	1.9%	2.6%	3.1%
ROIC	2.6%	1.4%	1.6%	1.9%
偿债能力				
资产负债率	71%	73%	76%	77%
净负债比率	0%	0%	0%	0%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.0	2.7	3.5	3.3
应付账款周转率	1.9	1.7	1.9	1.8
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.14	0.19	0.24
每股经营现金	0.3	4.0	0.7	1.2
每股净资产	7.3	7.4	7.6	7.9
估值比率				
P/E	131	196	143	116
P/B	3.8	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA	111	89	79	65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>