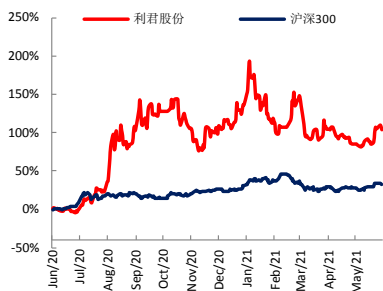


国防军工

## 航空制造产业链覆盖全面，军民双主业发展前景广阔

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	10.33/5.33
总市值/流通(亿元)	101.69/52.46
12个月最高/最低(元)	14.95/8.59

### 相关研究报告:

《2021年军工策略: 军工迎来景气周期, 板块估值重构, 行情料将继续演绎》

### 证券分析师: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519070002

### 证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

### 证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

### 报告摘要

**辊压机龙头进军航空制造，军民双主业发展齐头并进。**利君股份成立于1999年，是一家专业从事水泥、矿山行业粉磨工艺及核心设备研发、制造、销售和服务的高新技术企业。2015年，公司收购“德坤航空”100%股权进入军工领域，确立了军民双主业发展格局。近五年来，公司营业收入的年复合增长率为15.36%，归母净利润的年复合增长率为18.89%，综合毛利率水平维持在40%以上。其中，军工业业务营收占比从17.08%提升至24.47%，未来将成为公司最主要的收入和利润来源，使公司整体盈利能力得到进一步提升。

**航空制造产业链覆盖全面，充分受益行业高景气。**利君股份全资子公司“德坤航空”成立于2008年，是航空航天主机厂专业覆盖全面、服务项目广泛的综合服务供应商，产品主要应用于波音、空客、IAI、中国商飞等民用飞机、多种型号军用飞机以及运载火箭等。德坤航空的主营业务包括钣金零件加工制造、部组件装配、工装设计与制造和数控精密加工四大板块，已具备较为完善的航空航天产业链制造加工能力，未来将充分受益于行业的高景气。

**辊压机行业领导者，后装市场前景广阔。**公司是以辊压机为核心向客户提供高效节能粉磨系统装备及配套技术服务的行业龙头企业。后装市场——辊系（子）是水泥用辊压机及配套和矿山用高压辊磨机及配套产品的核心集成部件。相较于整机的更新迭代，部件寿命较短，替换频率较快。后装市场前景广阔，将成为公司利润的主要增长点。

**盈利预测与投资评级:**预计公司2021-2023年的净利润为3.15亿元、5.14亿元、7.04亿元，EPS为0.30元、0.50元、0.68元，给予“买入”评级。

### ■ 主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	818.94	1,256.90	1,898.80	2,483.82
净利润(百万元)	191.68	314.98	514.13	704.22
摊薄每股收益(元)	0.19	0.30	0.50	0.68

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

**风险提示:** 军品订单不及预期; 辊压机市场需求下降。

## 目录

一、 辊压机龙头进军航空制造，军民双主业发展齐头并进 .....	4
(一) 收购“德坤航空”进入军工领域，确立双主业发展格局 .....	4
(二) 军工业务占比快速提升，整体盈利能力持续增强 .....	7
二、 航空制造产业链覆盖全面，充分受益行业高景气 .....	9
(一) 钣金：形状复杂、品种繁多，手工技艺要求高 .....	11
(二) 部装：周期长、难度大，技术壁垒较高 .....	13
(三) 工装：产业链必备环节，外协比例较大 .....	15
(四) 机加：设备依赖程度高，外协比例较大 .....	17
三、 辊压机行业领导者，后装市场前景广阔 .....	20
四、 盈利预测及估值 .....	22
五、 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	4
图表 2: 公司股权结构 .....	5
图表 3: 子公司最新财务概况 .....	5
图表 4: 公司业务具体情况 .....	6
图表 5: 利君股份 2016-2020 年营业收入情况 .....	7
图表 6: 利君股份 2016-2020 年归母净利润情况 .....	7
图表 7: 利君股份 2016-2020 年毛利率情况 .....	7
图表 8: 利君股份 2016-2020 年费用率情况 .....	7
图表 9: 利君股份 2020 年收入结构 .....	8
图表 10: 利君股份 2020 年毛利结构 .....	8
图表 11: 利君股份 2016-2020 年收入结构 .....	8
图表 12: 利君股份 2016-2020 年毛利结构 .....	8
图表 13: 军用飞机制造产业链 .....	9
图表 14: 德坤航空 2016-2020 年营业收入情况 .....	10
图表 15: 德坤航空 2016-2020 年净利润情况 .....	10
图表 16: 德坤航空业务概况 .....	10
图表 17: 飞机钣金零件 .....	11
图表 18: 飞机制造中钣金加工常用的材料 .....	12
图表 19: 航空钣金专用设备 .....	12
图表 20: 飞机部件装配特点 .....	13
图表 21: 飞机机翼部件装配工艺流程 .....	14
图表 22: 工装设计制造流程 .....	15
图表 23: 柔性化工装概览 .....	16
图表 24: 飞机工装专用模块 .....	17
图表 25: 飞机工装通用模块 .....	17
图表 26: 机加与钣金在歼击机中的应用 .....	18
图表 27: 机加件的类型 .....	18
图表 28: 水泥生产工艺流程 .....	20
图表 29: 采用辊压机的新型选矿工艺流程 .....	20
图表 30: 利君股份 2016-2020 年辊系(子)业务营收情况 .....	21
图表 31: 利君股份 2016-2020 年辊(子)业务毛利情况 .....	21

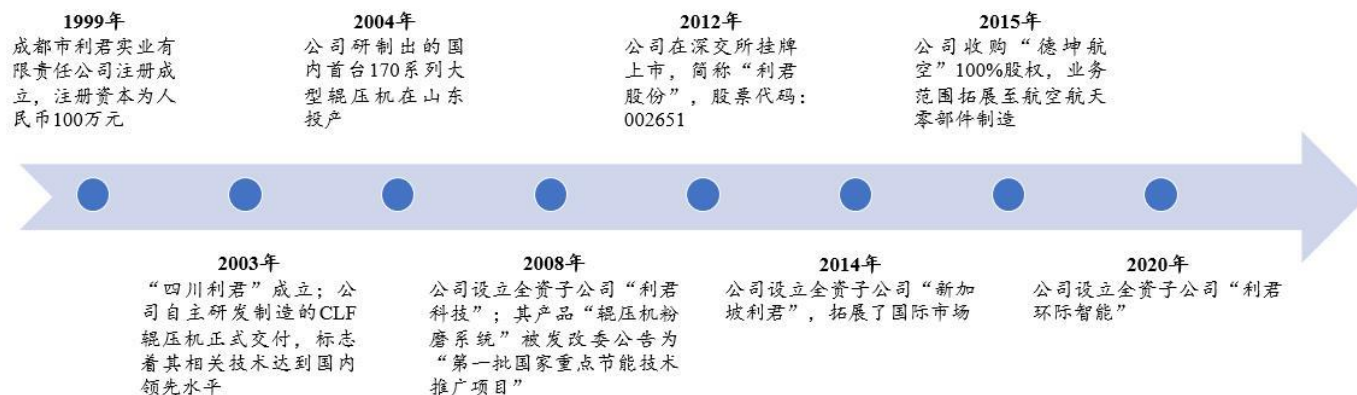
## 一、辊压机龙头进军航空制造，军民双主业发展齐头并进

成都利君实业股份有限公司（简称“利君股份”）成立于1999年，是一家专业从事水泥、矿山行业粉磨工艺及核心设备研发、制造、销售和服务的高新技术企业。公司于2012年1月6日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码：002651。

### （一）收购“德坤航空”进入军工领域，确立双主业发展格局

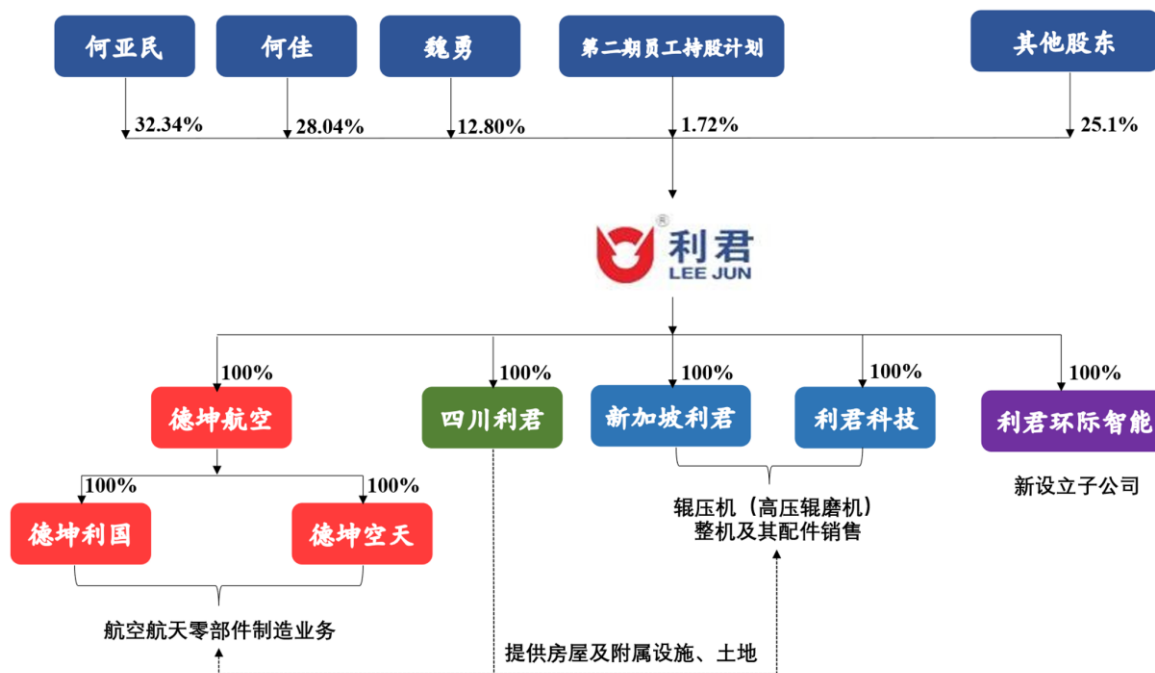
利君股份的前身是“成都市利君实业有限责任公司”，主营业务是以辊压机为核心的粉磨系统装备及配套的技术服务。公司于2003年成功自主研发第一台水泥辊压机并投放市场，2004年在山东投产了国内首台170系列大型辊压机。2015年，公司收购“德坤航空”100%股权进入军工领域，确立了军民双主业发展格局。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

截至 2020 年年报，公司第一大股东及实际控制人是何亚民，持股比例为 32.34%；何佳与何亚民系一致行动人，持股比例为 28.04%。目前，利君股份旗下共有 5 家全资子公司。其中，军工业务由德坤航空及其子公司德坤利国、德坤空天负责具体经营，其他子公司则承担粉磨系统及其配套设备制造和其他业务。

图表 3：子公司最新财务概况

子公司名称	持股比例	财务数据最新披露时间	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
德坤航空	100%	2020 年	20,072.45	6,384.61
利君科技	100%	2020 年	10,244.12	2,757.40
四川利君	100%	2020 年	190.48	89.70
新加坡利君	100%	2020 年	936.31	-72.29
利君环际智能	100%	--	--	--

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

具体来看，军工业务主要包括航空航天工装模具设计及制造、航空数控零件精密加工、航空钣金零件加工制造及航空航天部组件装配等；粉磨系统及其配套设备制造业务的主要产品是辊压机（高压辊磨机），主要应用于水泥建材行业及矿山、冶金、化工等行业工业原料的粉磨。

图表 4：公司业务具体情况

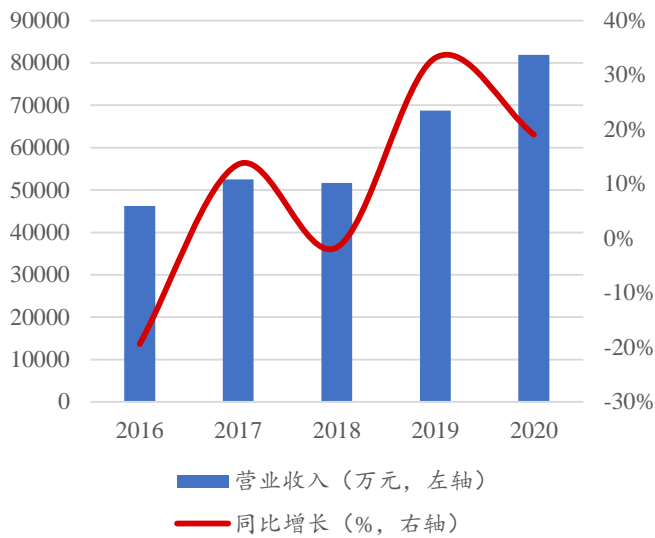
业务类型	业务细分	业务说明
航空航天零 部件制造	钣金零件加工制造	下料、冲压、液压、落压、旋压、型材、蒙皮、导管、钣铆、焊接、热处理特种工艺及无损检测等
	部组件装配	现有业务涉及若干型号军用飞机、无人机、运载火箭的金属及复材部段、组件装配
	工装设计与制造	飞机、运载火箭零件工装模具；飞机、运载火箭装配型架等
	数控精密加工	军用飞机、民用飞机、无人机、航天装备、海洋装备等金属及非金属零件加工业务
粉磨系统及其配套设备 制造	水泥建材	CLF系列辊压机；V型选粉机；SRV&XR型选粉机等
	冶金矿山	CLM辊压机；干式磁选机等
	EPC总包	国内外以高压辊磨机及其粉磨技术应用为核心的工程总承包项目
	备品备件	柱钉辊等

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

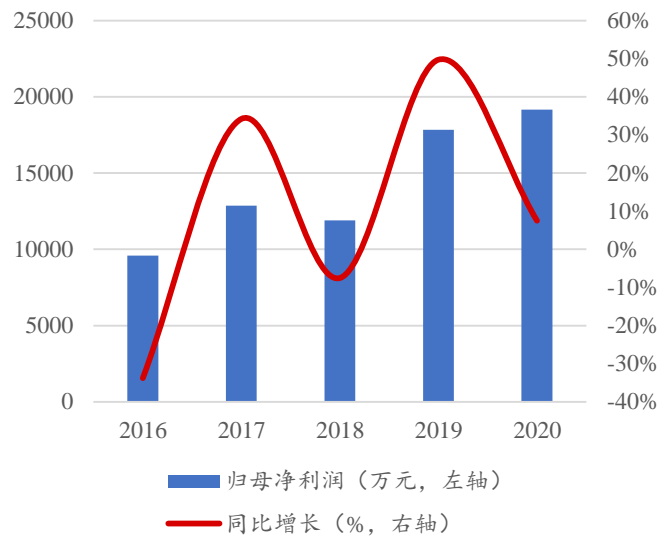
## (二) 军工业务占比快速提升，整体盈利能力持续增强

近五年来，公司整体盈利情况基本保持平稳增长态势。2016-2020 年公司营业收入的年复合增长率为 15.36%，归母净利润的年复合增长率为 18.89%，综合毛利率水平维持在 40% 以上。

图表 5：利君股份 2016-2020 年营业收入情况



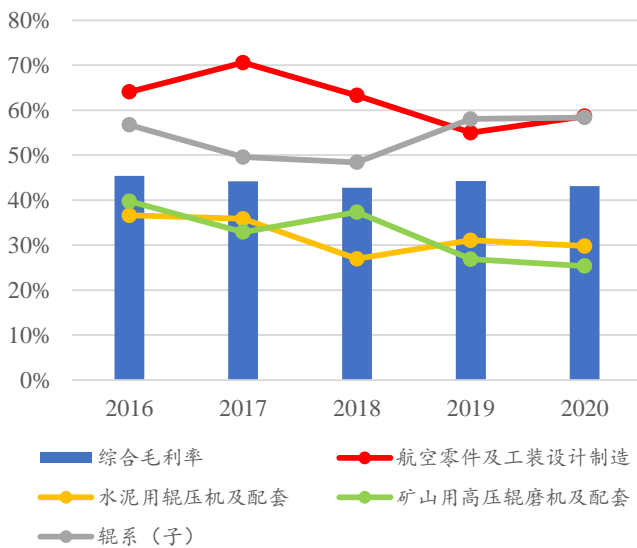
图表 6：利君股份 2016-2020 年归母净利润情况



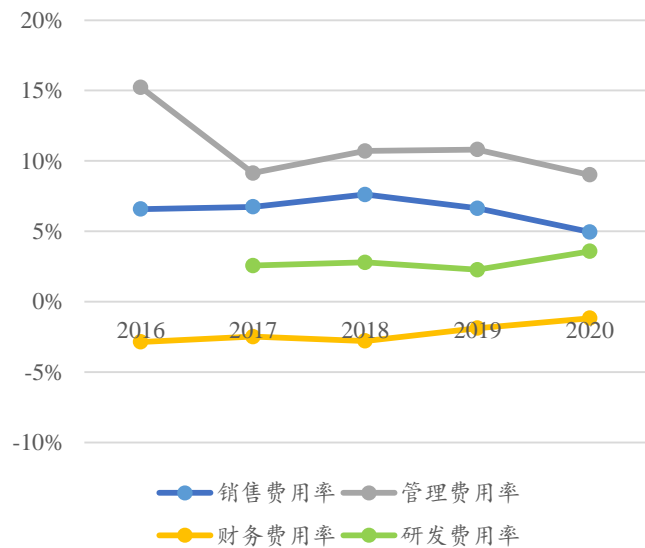
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 7：利君股份 2016-2020 年毛利率情况



图表 8：利君股份 2016-2020 年费用率情况



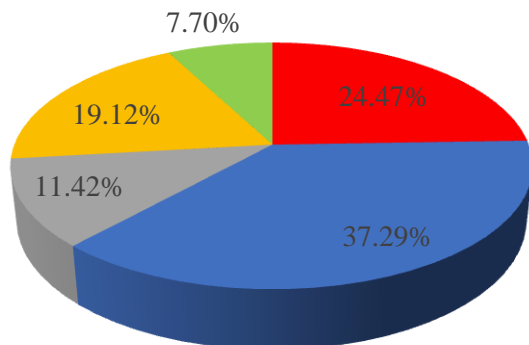
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理



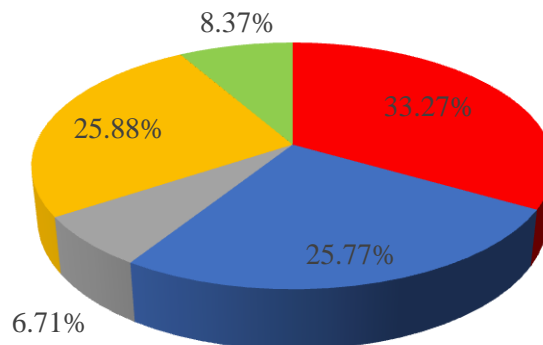
公司自 2015 年收购“德坤航空”以来，军工业务 2016-2020 年营业收入的年复合增长率高达 26.21%，营业收入占比从 17.08% 提升至 24.47%，毛利占比提升至 33.27%。我们认为，军工业务或将成为公司未来最主要的收入和利润来源，使公司整体盈利能力得到进一步提升。

图表 9：利君股份 2020 年收入结构



■ 航空零部件制造 ■ 水泥用辊压机及配套  
■ 矿山用高压辊磨机及配套 ■ 辊系 (子)  
■ 其他业务

图表 10：利君股份 2020 年毛利结构

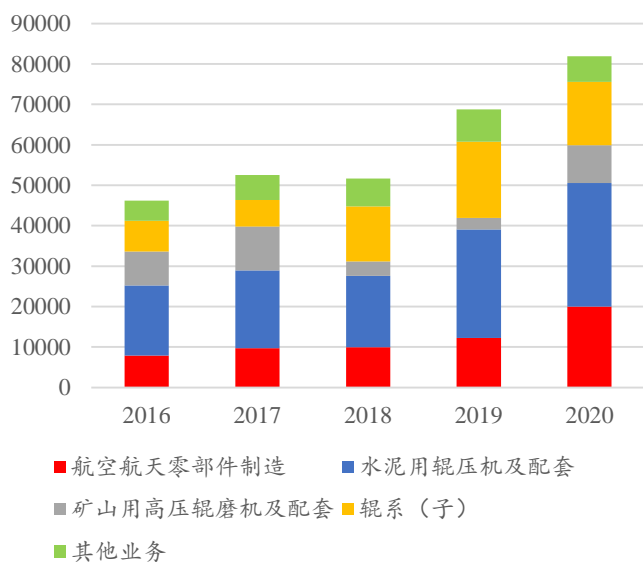


■ 航空零部件制造 ■ 水泥用辊压机及配套  
■ 矿山用高压辊磨机及配套 ■ 辊系 (子)  
■ 其他业务

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

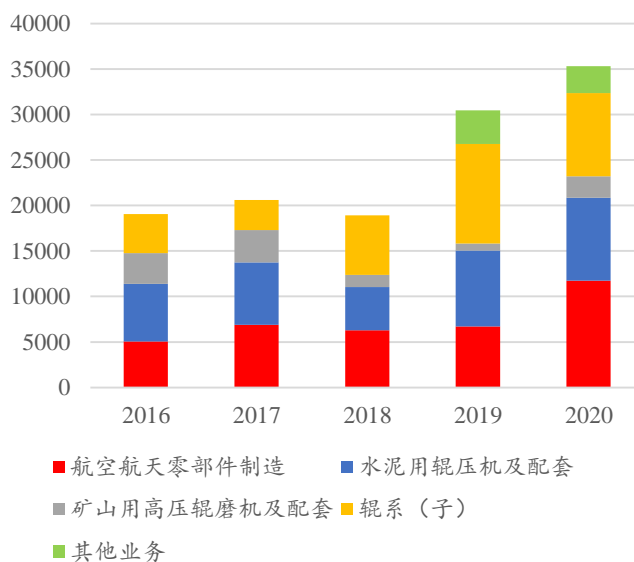
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 11：利君股份 2016-2020 年收入结构



■ 航空零部件制造 ■ 水泥用辊压机及配套  
■ 矿山用高压辊磨机及配套 ■ 辊系 (子)  
■ 其他业务

图表 12：利君股份 2016-2020 年毛利结构



■ 航空零部件制造 ■ 水泥用辊压机及配套  
■ 矿山用高压辊磨机及配套 ■ 辊系 (子)  
■ 其他业务

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

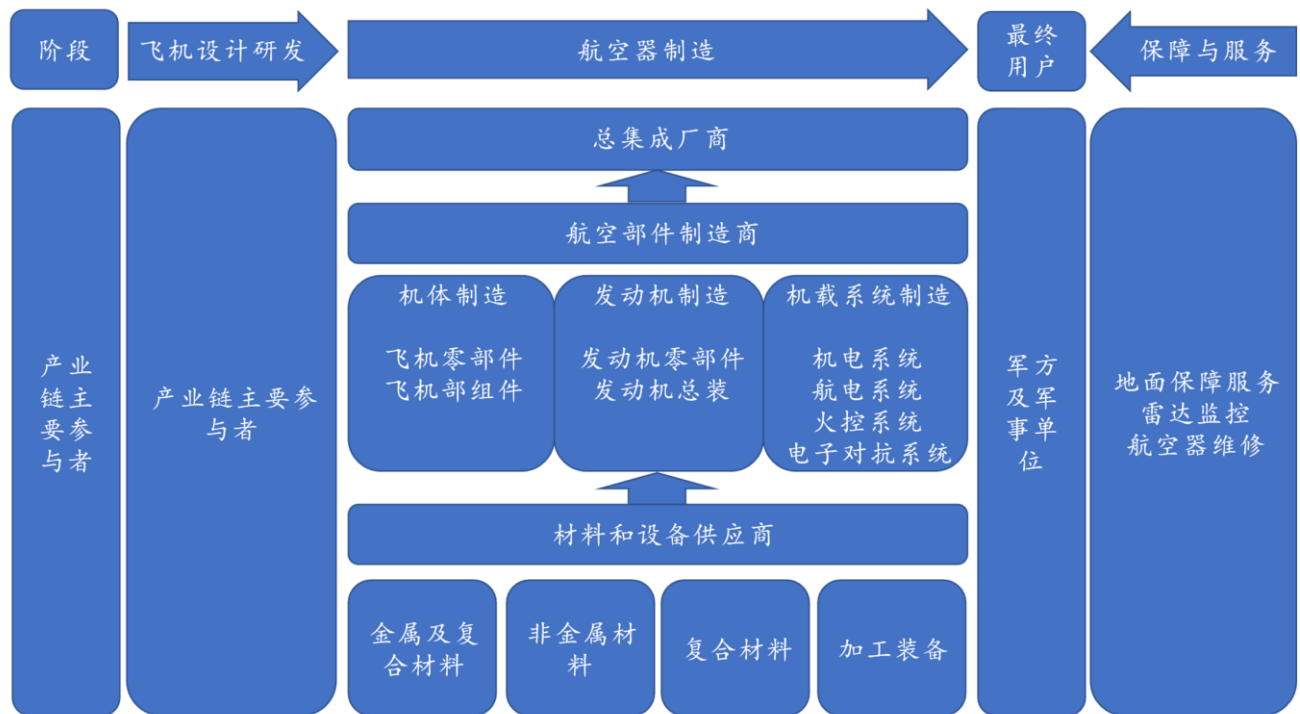
资料来源：公司年报，太平洋证券整理



## 二、航空制造产业链覆盖全面，充分受益行业高景气

军用飞机制造主要分三个阶段：飞机设计研发、航空器制造、保障与服务。在航空器制造阶段，航空部件制造商主要负责机体制造、发动机制造和机载系统制造等。

图表 13：军用飞机制造产业链

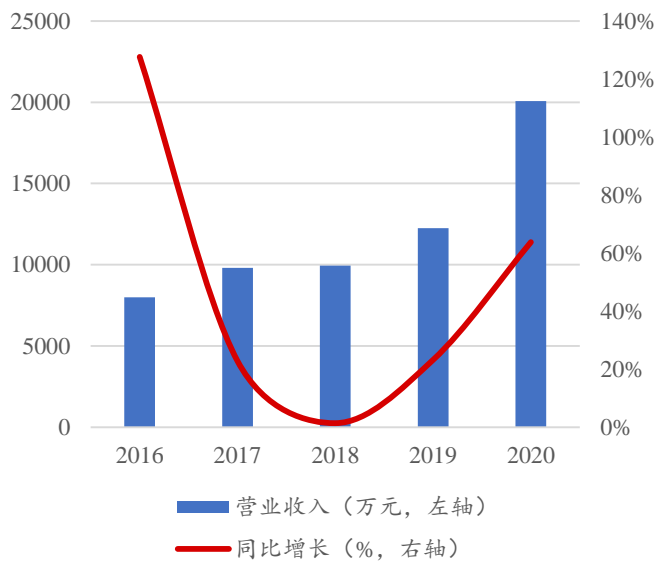


资料来源：立航科技招股说明书，太平洋证券整理

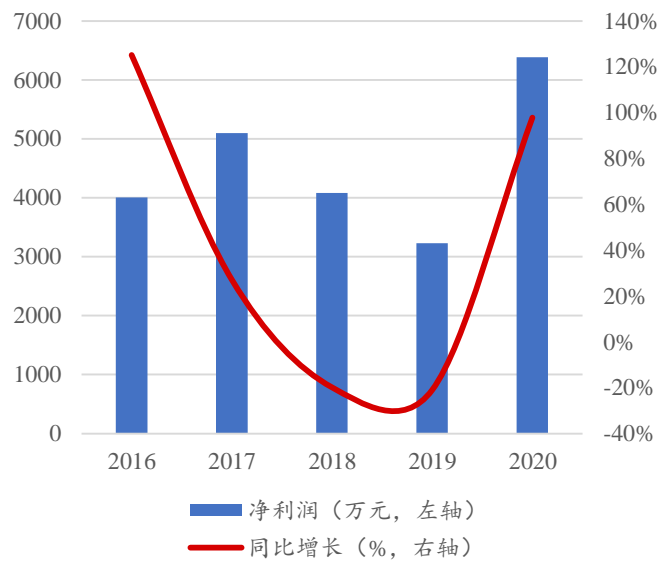
利君股份全资子公司“德坤航空”成立于2008年，具备完善的航空航天制造产业链，是航空航天主机厂专业覆盖全面、服务项目广泛的综合服务供应商。德坤航空的主营业务包括航空航天工装模具设计及制造、航空数控零件精密加工、航空钣金零件加工制造及航空航天部组件装配等，产品主要应用于波音、空客、IAI、中国商飞等民用飞机、多种型号军用飞机以及运载火箭等。

2020年，德坤航空实现营业收入2.01亿元，较上年同期增长63.78%；净利润6,384.61万元，较上年同期增长97.83%。营业收入和净利润均为近五年来的最高峰，业绩快速增长的主要原因系公司通过综合布局不断完善产业链，优势产品产能规模得到提升，受托加工业务订单大幅增加，结算进度加快所致。

图表 14：德坤航空 2016-2020 年营业收入情况



图表 15：德坤航空 2016-2020 年净利润情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

为进一步推动航空航天业务的发展，公司成立了航空航天事业发展中心，统筹协调产业部署和业务发展规划。2019 年，德坤航空分别在成都温江区和新都区投资新设了成都德坤利国智能科技有限公司和成都德坤空天科技有限公司两家全资子公司。目前，德坤利国投资新建的航空航天智能化生产线项目主体工程已完工，已进入设备安装调试阶段，本项目建成后将促进公司航空航天零部件制造的信息化与智能化水平，进一步提升生产效率和生产规模。德坤空天入驻于新都区的四川成都航空产业园，该园区是航空零部件检验检测制造加工于一体的专业化航空产业配套集中发展区，公司将通过产业集群、供应链融合以提升航空航天零部件制造业务综合能力。

图表 16：德坤航空业务概况

主营业务	说明
钣金零件加工制造	德坤航空为航空航天主机厂钣金零件核心供应商，产业规模及工程技术能力在军民融合企业中居领先地位。德坤航空钣金专业齐全，涵盖下料、冲压、液压、落压、旋压、型材、蒙皮、导管、钣铆，焊接、热处理特种工艺及无损检测等。航空钣金柔性生产线全面运行后，具备钣金零件成品交付能力，年产能将逾百万件
部组件装配	德坤航空已发展为多个航空航天主机厂的部组件装配核心供应商，现有业务涉及若干型号军用飞机、无人机、运载火箭的金属及复材部段、组件装配。该业务的发展使公司具备了部组件整体交付能力，提升了公司在航空航天零部件制造产业链的核心竞争优势

<p>工装设计与制造</p>	<p>德坤航空具备工装模具的设计资质和制造资质，包括飞机、运载火箭零件工装模具，飞机、运载火箭装配型架，在该领域具有突出的专业优势，是公司业务从工序外协加工向零部件综合配套升级的重要保障</p>
<p>数控精密加工</p>	<p>德坤航空拥有齐全的精密数控加工设备，承接业务包括军用飞机、民用飞机（波音 737、波音 767、IAI767 客改货、空客 320、空客 350、ARJ21、C919、C929、GA600、MA700 等）、无人机、航天装备、海洋装备等金属及非金属零件加工业务</p>

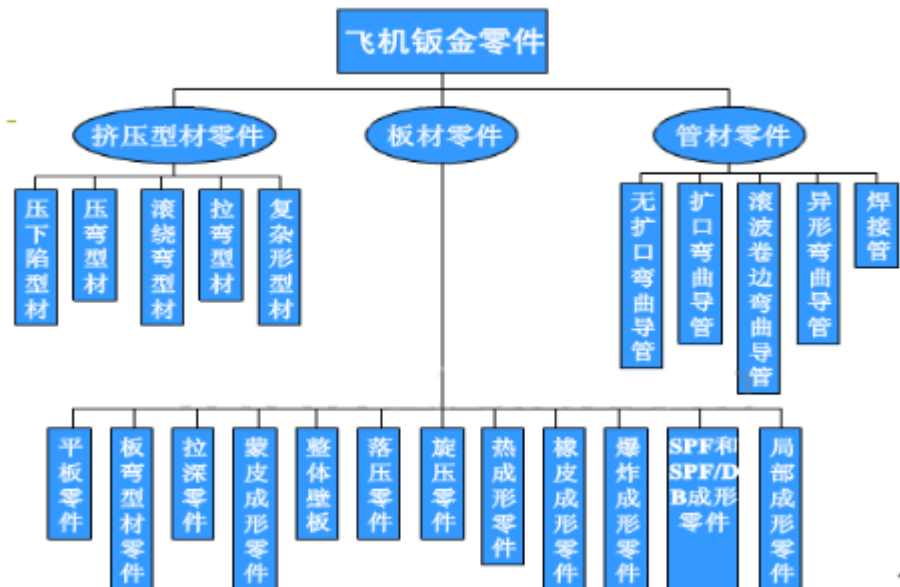
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

具体来看，德坤航空的主营业务包括钣金零件加工制造、部组件装配、工装设计与制造和数控精密加工四大板块，已具备较为完善的航空航天产业链制造加工能力，未来将充分受益于行业的高景气。

### （一）钣金：形状复杂、品种繁多，手工技艺要求高

钣金零件构成飞机机体的框架和气动外形，零件尺寸大小不一、形状复杂、选材各异、产量不等、品种繁多。目前，国产小型飞机钣金件大约有 6000 项，大型飞机钣金件大约有 20000 项。据统计，钣金零件约占飞机零件数量的 50%，钣金工艺装备占全机制造工艺装备的 65%，其制造工作量占全机工作量的 20%。

图表 17：飞机钣金零件



资料来源：飞机钣金零件制造工艺，太平洋证券整理

在航空制造领域，由于飞机、导弹、发动机的结构和功能特殊，所以钣金结构件

的应用比较广泛，例如飞机的壁板、导弹的外壳，发动机的叶片。其中，蒙皮材料一般使用铝合金，机身其他部件会用到少量的镁合金、钛合金、锆钼钨合金等。




图表 18：飞机制造中钣金加工常用的材料

材料名称	特点	使用部位
铝合金	比重在 2.7 左右的轻金属,有利于提高飞行速度和高度,增加装载量	蒙皮、肋条、前机闸、飞机框架
镁合金	比铝更轻,比重约 2.1-2.3	油泵壳体、活门壳体
钛合金	比重大,强度高,熔点约为 1660℃	喷口、发动机、燃烧室、涡轮轴、加固件、强化部位、防弹部位
锆钼钨合金	耐高温性,可以保障发动机正常运作	发动机

资料来源：先进钣金成型技术在航空制造领域的应用，太平洋证券整理

钣金零件的制造是以专用设备为主、配合手工技艺和经验操作来实现的。钣金专用设备对零件成形质量具有决定性作用，这些设备的研制周期长、技术含量高、投资规模大、社会需求量小、设备利用率低且更新较慢，这就要求技术工人必须具有良好的手工技艺和操作经验。

图表 19：航空钣金专用设备

设备名称	图例
蒙皮纵拉机	
转臂式拉弯机	
橡皮囊液压成形机床	

资料来源：国外航空钣金专用制造技术与装备发展，太平洋证券整理

德坤航空是国内钣金加工领域的龙头企业，专业覆盖下料、冲压、液压、落压、旋压、型材、蒙皮、导管、钣铆，焊接、热处理特种工艺及无损检测等。作为空客、波音及商飞的国内转包配套零部件制造服务商，为各大型客、货机及国内支线飞机(ARJ

项目)的机体结构提供配套产品。公司成功承制了中国商飞 C919 部分主要零部件外包加工，在行业内首创用先进加工工艺解决部分钣金零件成型的加工难题。航空钣金柔性生产线全面运行后，具备钣金零件成品交付能力，年产能将逾百万件，钣金零件加工及配套服务能力优势十分明显。

## (二) 部装：周期长、难度大，技术壁垒较高

航空部件装配是将各零件或组合件按产品技术要求相互准确定位，并用规定的连接方法装配成部件或产品的过程。由于飞机具有结构复杂、零件数量庞大等特点，而且其大部分由钣金件和尺寸大、刚性小的壁板类零件组成，需要采用大量夹具和装配工艺装备支撑定位来保证其装配精度。因此，飞机部件装配是一个环节复杂、劳动量大、周期长，且需要具备较高技术要求的过程。

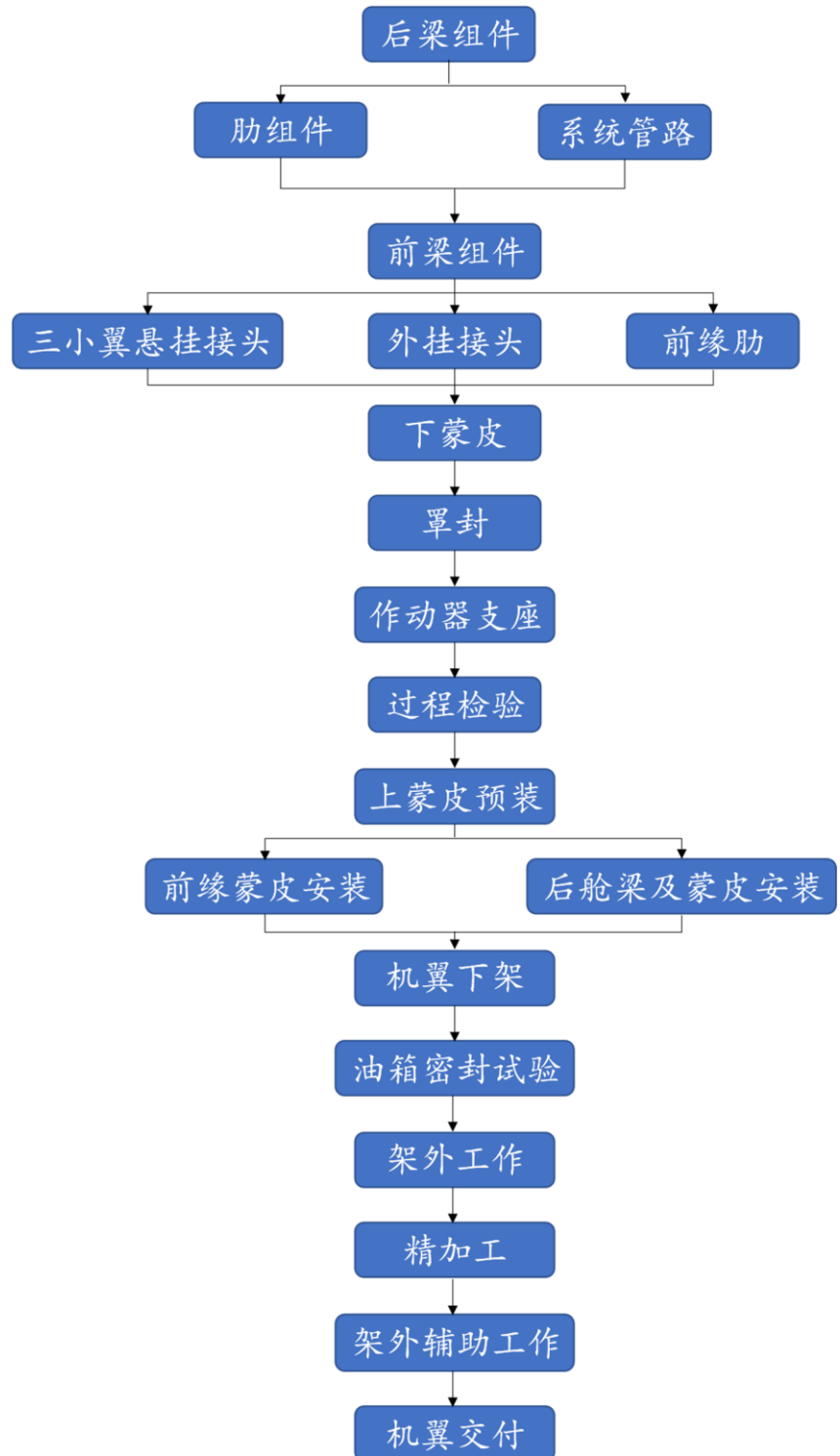
图表 20：飞机部件装配特点

特点	说明
劳动量大、周期长	飞机部件装配过程占用了大约 40%-50% 的产品制造费用和工时
装配环节繁复	飞机外形复杂、零件多、尺寸大、传递环节多，装配过程中需要采用一定协调互换的方法保证装配环节的误差积累在要求范围内
大量装配夹具、装配工艺装备以及标准工装	需要使用尺寸大、结构复杂的装配型架和夹具，对零件进行定位和夹紧，防止在装配时造成零件或装配体的变形
互换协调方案	飞机部件高度的互换性和协调性可以减少装配工作量和工时，提高装配质量

资料来源：基于 DELMIA 的通航产品装配工艺仿真技术研究与应用，太平洋证券整理

例如，机翼在飞机结构中具有十分重要的作用，在装配过程中也较为复杂。机翼通常是由翼梁、纵墙、桁条、翼肋和蒙皮等构件组成。机翼的基本受力构件包括纵向骨架、横向骨架和蒙皮。

图表 21：飞机机翼部件装配工艺流程



资料来源：立航科技招股说明书，太平洋证券整理



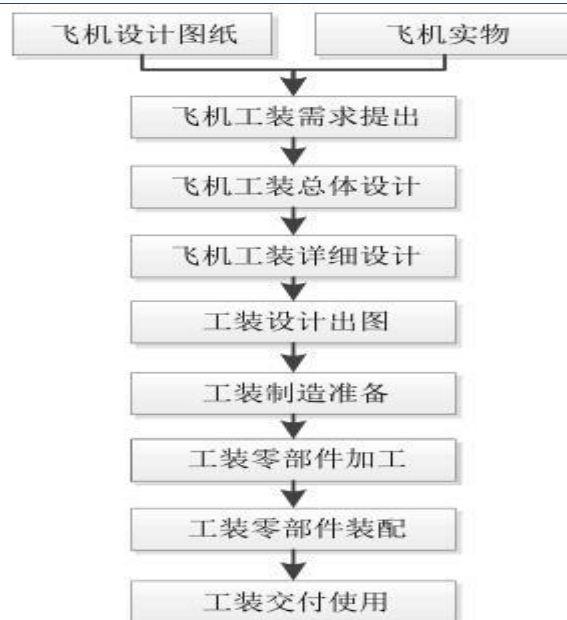
在飞机制造过程中，大多数的时间都投给了部件装配，约占飞机制造总劳动量的50%以上。而且，部装对准确度要求较高，如果稍有不慎就可能出现失误，导致飞机变形或材料损毁。此外，航空部件装配对零件设计、制造等前序环节也有较高的要求。

德坤航空现已发展为多个航空航天主机厂的部组件装配核心供应商，现有业务涉及若干型号军用飞机、无人机、运载火箭的金属及复材部段、组件装配。该业务的发展使公司具备部组件整体交付能力，从而进一步提升了公司在航空航天零部件制造产业链的核心竞争优势。

### (三) 工装：产业链必备环节，外协比例较大

工艺装备简称“工装”，是制造产品所需的刀具、夹具、模具、量具和工位器具的总称，可分为通用工装和专用工装。在飞机制造行业中还包括比较常用的样板、标工、型架等。单架飞机的各类工约为1-2万项，占用整个飞机研制生产周期的1/3左右。

图表 22：工装设计制造流程



资料来源：航空维修中工装设计与制造模式的探讨，太平洋证券整理

目前，航空工装的发展主要有以下几个特点：数字化、柔性化、标准化、模块化、并行化和快速化。

数字化：工装数字化技术就是在工装的设计与制造过程中采用数字量传递尺寸的方法，即 CAD/CAM/CAI 技术，以飞机产品的三维数学模型为依据，利用计算机设计出工装的三维实体模型，采用数控加工的方法制造工装零、组件，并应用先进的计算



机辅助测量技术进行工装的安装与检测，这是一种先进的工装设计、制造、安装与检测的一体化新技术。

**柔性化：**航空工装的柔性主要体现在工装可重组模块化上，一套工装可以适合多种零件制造或多种部件装配。其突出特点是工装具有通用性、准备时间短、综合成本低，特别适合飞机快速研制、敏捷制造、以及多品种小批量生产。

图表 23：柔性化工装概览

名称	说明
行列式高速柱柔性工装	行列式高速柱工装适用于壁板及翼梁装配，如波音飞机727、737、777、C-17等飞机翼梁的装配和空客A330系列机翼壁板的装配。A380壁板及翼梁装配也采用了此类工装。
多点阵成形真空吸盘柔性工装	多点阵成形真空吸盘工装由一组立柱吸盘组成，吸盘在程序控制下移动定位，生成与装配件曲面完全符合并均匀分布的吸附点阵，能精确、可靠地定位和夹持壁板。该工装广泛应用于戴姆勒-奔驰宇航、波音、MD及EADS等公司的军、民用飞机生产。
移动装配生产线技术	波音公司将飞机放在由传送链移动的轮车生产线上，使飞机沿生产线移动装配。目前，波音公司已经在移动装配生产线上连续建造了波音717、737、757等单通道飞机。该技术大大缩短了民用飞机交付时间。
多点阵成形工装	将传统整体拉形模具离散成规则排列的基本单元体矩阵，形成多点式、可数字化控制的模具。美国Warner Robbins空军后勤基地将该装置用于飞机机身与机翼蒙皮的制造。

资料来源：航空工装的现状与发展，太平洋证券整理

**标准化：**工装标准化是提高产品质量的重要保证。工装设计制造标准化包括标准件使用、定位件标准化、夹紧件标准化、零部件标准化、工装设计规范化、工装制造规范化、工装安装和使用规范化等内容。具有共性的零部件进行标准化处理，可以规范和简化设计、降低制造成本。通过将优化的工装结构标准化，统一设计理念和办法，使优化的方案得到推广，避免设计和制造中的协调问题、重复和低级错误出现。

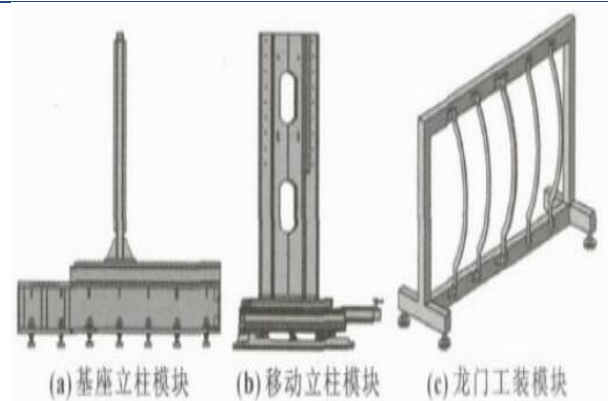
**模块化：**飞机装配工装、转运工装、切边工装、成形工装等均可以采用模块化设计。首先从装配需求功能出发设计和选用专用模块，然后以设计的专用模块为基础，根据功能要求增加其他通用模块，并设计模块接口，使之成为一个符合装配需求的产品。

**并行化：**航空工装设计与飞机设计并行完成，对于部件对接工装、转运工装等的支撑定位方式由过去的外形支撑定位改为多支点支撑定位，定位点需要具备足够的刚度以保证各支点间准确的相对位置和相对于部件的准确位置。

图表 24：飞机工装专用模块



图表 25：飞机工装通用模块



资料来源：基于模块化设计的柔性装配工装关键技术研究，太平洋证券整理 资料来源：基于模块化设计的柔性装配工装关键技术研究，太平洋证券整理

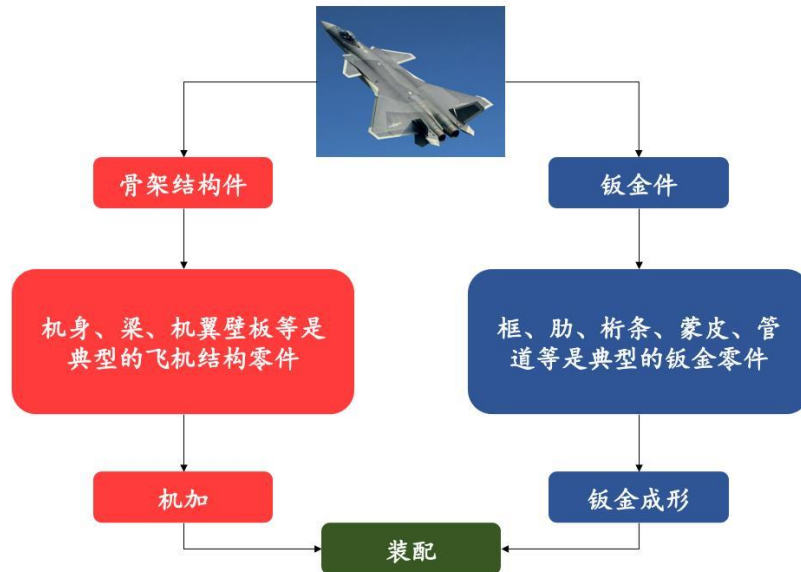
**快速化：**工装快速设计主要从几个方面提高设计速度。一是通过建立和使用标准件库提高设计效率；二是通过对结构工装分类，采用模块化设计思想，对每一类进行典型结构进行参数化，将若干操作步骤归纳为一个过程由程序完成，减少人为操作步骤；三是通过标准件组合方式实现工装的快速设计和制造；四是利用人工智能技术、工装知识库和专家系统提高工装设计效率和质量。

德坤航空具备工装模具的设计资质和制造资质，包括飞机、运载火箭零件工装模具，飞机、运载火箭装配型架，在该领域具备较强的专业优势，是公司从工序外协加工向零部件综合配套升级的重要保障。

#### (四) 机加：设备依赖程度高，外协比例较大

机械加工是指通过数控机床设备对毛坯件的进行切削加工的过程。航空零部件的加工标准较为严苛，将数控技术运用于航空制造行业能够满足飞机零部件加工的要求，便于设计精密度、耐磨、减震、零部件大小尺寸以及规格等数据，提升零部件加工的切削效果。机加零件对于数控机床等设备和技术要求较高，而且这类设备往往价值量较大，所以加工难度更大、制造水平要求更高，会在一定程度上增加公司经营成本。此外，由于主机厂对机加业务的外协开放较早，因此涉足该领域的公司也比较多。

图表 26：机加与钣金在歼击机中的应用



资料来源：飞机机加零件测量检验与数据管理，太平洋证券整理

机加件作为飞机上的关键和主要受载部件，在飞机结构中应用广泛且形式复杂多样。在飞机制造领域，根据使用和工艺特点大体可分为以下 7 类：整体零件类、盒形类、叉耳类、轴筒类、圆盘类、型材类和附加类。

图表 27：机加件的类型

类型	说明
整体零件类	大量用于飞机结构件，包括隔框、翼梁、翼肋、壁板等。该类零件结构形式较复杂，外形轮廓尺寸大
盒形类	用于纵横向构件交点处的连接，包括角盒、接头等
叉耳类	常用于结构连接件和系统构件，包括叉耳接头、耳片、支座、摇臂等
轴筒类	包括缓冲器外筒、中间筒、活塞、推杆等
圆盘类	包括盖、环、隔板等
型材类	这类零件多为长形件，如梁凸缘、铰链等
附加类	这一类并非单独的零件，而是基于整体或某些零件的附加特征，如孔、槽、凸台等

资料来源：基于知识工程的飞机机加件快速设计模块开发，太平洋证券整理

技术性能先进的现代飞机决定了飞机结构件必须强度高、刚度大、重量轻，因此要尽可能多地采用整体结构件，如大型整体壁板、整体框等，以及钛合金、复合材料的结构件。此外，高强度合金钢的梁、肋和接头类的零件也是结构复杂、数量众多，这些都使得需要机械加工的工作量大为增加。

德坤航空拥有齐全的精密数控加工设备，承接业务包括军用飞机、民用飞机（波音 737、波音 767、IAI767 客改货、空客 320、空客 350、ARJ21、C919、C929、GA600、MA700 等）、无人机、航天装备、海洋装备等，机加在公司整体业务中占比较小。

### 三、辊压机行业领导者，后装市场前景广阔

目前，辊压机已广泛适用于水泥、矿山、冶金等行业工业原料粉磨，是已知最高效、最节能的粉磨设备之一，具有提产降耗、配置灵活、环保高效等突出优势。在水泥建材行业，辊压机已广泛应用于水泥生料、熟料的粉磨中，在保证水泥质量的同时节能 30% 以上。在矿山冶金行业，辊压机已可以代替圆锥破碎机或球磨机用于细破及部分磨矿工艺，能效比高达 55%，电耗相较于传统的破磨方式降低约 30%。同时，其破碎比是常规破碎设备的 2-3 倍，极大程度上简化磨矿作业，实现“多破少磨”的目标。

图表 28：水泥生产工艺流程



资料来源：利君股份招股说明书，太平洋证券整理

图表 29：采用辊压机的新型选矿工艺流程

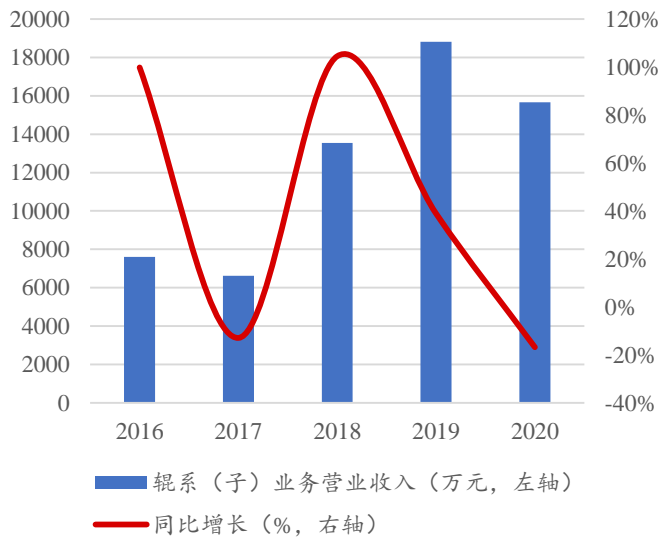


资料来源：利君股份招股说明书，太平洋证券整理

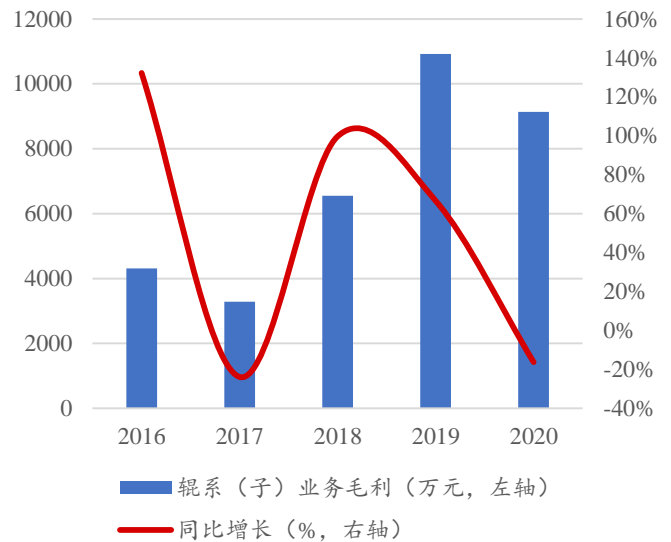
国产辊压机打破国外企业垄断局面，逐步实现进口替代，国内市场集中度较高。在水泥辊压机市场，由于技术壁垒较高，过去一直为国外企业所垄断。随着我国辊压机生产企业核心技术的攻关与突破，国产化水平不断提升。矿山领域，国外企业辊压机应用较早，在技术水平与经验积累方面远远高于国内。近年来部分国内龙头企业突破核心技术瓶颈，并凭借价格优势在国际市场占据一席之地。目前国内辊压机设备生产企业仅有十余家，其中合肥肥西、中信重工与本公司作为先入者，在产品质量与技术革新方面具有较强竞争优势，国内市场高度集中。

“十四五”开局之年，基础设施建设拉动水泥建材、矿山冶金等行业稳步发展。水泥建材、矿山冶金行业的发展与公路、铁路、保障性住房等固定资产投资密切相关。交通运输部在 2021 年全国交通运输工作会议上披露，随着扩大内需战略的深入实施，以及助推交通固定资产投资保持高位运行，预计今年将完成交通固定资产投资 2.4 万亿元左右。在中国经济发展的新阶段，持续的基础设施建设投资将保障水泥建材、矿山冶金等行业稳中有进，从而带动对辊压机的需求。

图表 30：利君股份 2016-2020 年辊系(子)业务营收情况



图表 31：利君股份 2016-2020 年辊系(子)业务毛利情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

后装市场为辊系（子）市场，是水泥用辊压机及配套和矿山用高压辊磨机及配套产品的核心集成部件。相较于整机的更新迭代，部件寿命较短，替换频率较快，后装市场得以持续发力。近五年来，辊系（子）业务营收占比由 6.64% 快速提升至 19.12%，毛利率也从 48.79% 提升至 58.37%。后装市场前景广阔，将成为公司利润的主要增长点。

#### 四、盈利预测及估值

公司作为国内辊压机和航空制造领域的龙头企业，未来将充分受益行业的高景气，随着军工业务占比的快速提升，公司有望迎来业绩拐点。预计公司 2021-2023 年的净利润为 3.15 亿元、5.14 亿元、7.04 亿元，EPS 为 0.30 元、0.50 元、0.68 元，给予“买入”评级。

#### 五、风险提示

军品订单不及预期；辊压机市场需求下降。



资产负债表(百万)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	451.56	12.57	57.45	24.84
交易性金融资产	-	-	-	-
应收和预付款项	253.58	875.76	830.34	1,401.41
其他应收款(合计)	582.08	384.23	641.55	582.08
存货	399.13	1,749.38	1,496.38	2,749.40
其他流动资产	850.09	1,194.40	1,194.40	1,194.40
长期股权投资	-	-	-	-
金融资产投资	-	-	-	-
投资性房地产	43.23	37.18	31.13	25.09
固定资产和在建工程	212.36	172.61	132.86	93.11
无形资产和开发支出	420.41	411.09	401.77	392.45
其他非流动资产	347.15	-2,380.98	-2,440.59	-3,689.26
资产总计	2,977.51	4,779.15	4,470.31	6,206.67
短期借款	-	909.32	-	951.03
交易性金融负债	-	-	-	-
应付和预收款项	580.11	929.83	1,170.62	1,459.79
长期借款	-	-	-	-
其他负债	29.83	2,706.60	1,905.96	4,154.73
负债合计	609.94	1,863.21	1,194.68	2,434.89
股本	1,033.46	1,033.46	1,033.46	1,033.46
资本公积	379.65	379.65	379.65	379.65
留存收益	954.46	1,147.53	1,462.68	1,894.34
归属母公司股东权益	2,367.57	2,560.64	2,875.79	3,307.45
少数股东权益	-	-	-	-
股东权益合计	2,367.57	2,560.64	2,875.79	3,307.45
负债和股东权益合计	2,977.51	4,423.85	4,070.47	5,742.34

利润表(百万)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	818.94	1,256.90	1,898.80	2,483.82
减:营业成本	465.84	665.91	953.96	1,206.39
营业税金及附加	8.91	13.68	20.66	27.02
营业费用	40.56	62.25	94.04	123.01
管理费用	73.78	113.23	171.06	223.76
研发费用	29.28	44.94	67.90	88.82
财务费用	-9.66	-14.83	-22.41	-29.31
资产减值损失	-3.12	-0.00	-0.00	-0.00
加:投资收益	20.28	-	-	-
公允价值变动损益	-	-	-	-
其他经营损益	-32.40	-	-	-
营业利润	230.51	371.73	613.60	844.13
加:其他非经营损益	12.97	11.33	11.33	11.33
利润总额	243.48	383.06	624.93	855.46
减:所得税	29.44	53.24	88.39	121.93
净利润	214.04	329.81	536.54	733.53
减:少数股东损益	-	-	-	-
归母净利润	191.68	314.98	514.13	704.22

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBIT	204.53	413.17	670.42	914.96
EBITDA	232.54	468.47	725.72	970.08
NOPLAT	198.62	343.56	562.22	770.08
净利润	191.68	314.98	514.13	704.22
EPS	0.19	0.30	0.50	0.68
BPS	2.29	2.48	2.78	3.20

经营性现金流	148.57	-1,219.09	1,164.92	-698.39	PE	53.05	32.29	19.78	14.44
投资性现金流	-301.50	11.62	11.62	11.62	PEG	0.98	0.50	0.31	0.39
融资性现金流	-23.04	768.49	-1,131.66	654.16	PB	4.30	3.97	3.54	3.07
现金增加额	-182.24	-438.99	44.88	-32.61	PS	12.42	8.09	5.36	4.09

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。