

证券研究报告—动态报告/公司快评

机械设备

利君股份 (002651)

买入

工业机械

重大事件快评

(首次评级)

2021年07月01日

合伙人模式的激励出台，无需再担忧，业绩持续高增长

证券分析师：花超

huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521040001

事项：

- 1) 29 日晚间，公司发布转让全资子公司部分股权给员工持股平台的公告，公司以 1 元/股的转让价格将持有的全资子公司成都利君环际智能装备科技有限公司 30% 的股权给员工持股平台-共青城立宇投资合伙企业(有限合伙)。本次交易完成后，公司将持有利君环际 70% 股权，立宇合伙持有利君环际 30% 股权。
- 2) 29 日晚间，公司发布对全资孙公司增资暨引入员工持股平台的公告，公司全资子公司成都德坤航空设备制造有限公司对全资孙公司成都德坤空天科技有限公司增资 500 万元，同时引入员工持股平台-共青城太航基业投资合伙企业(有限合伙)以货币出资方式对德坤空天增资人民币 1,500 万元，本次对德坤空天合计增资 2,000 万元，协商确定本次价格为 1 元/股。本次增资完成后，德坤空天注册资本增加至人民币 5,000 万元，德坤航空持有德坤空天 70% 股权，太航合伙持有德坤空天 30% 股权。

国信军工观点：1) 合伙人制度模式出台，利益通过长效激励共享绑定，发展无阻。2) 航空零部件制造业务专业覆盖全面，是可预期的领头羊企业。3) 公司辊压机业务已经不是过往不拖累的预期，有望超预期。4) 风险提示：军品业务放量不及预期；民品业务需求不及预期。5) 投资建议：我们预计公司 2021-2023 年净利润为 3.3 亿元、5.6 亿元和 8.0 亿元，对应 PE 为 38X、23X 和 16X，给予“买入”评级。

评论：

■ 合伙人制度模式出台，利益通过长效激励共享绑定，发展无阻

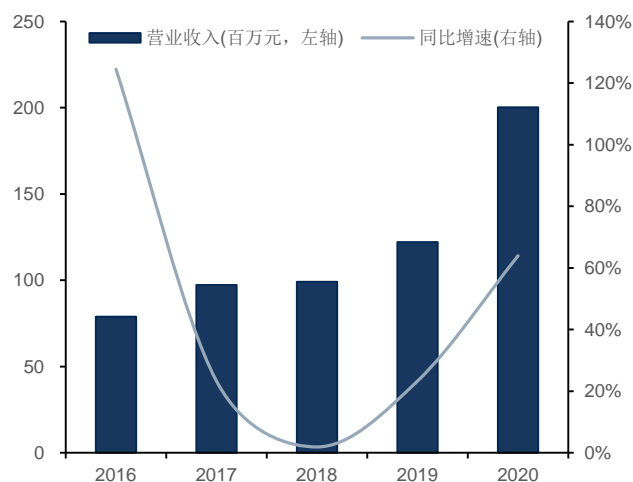
全资子公司德坤航空对全资孙公司成都德坤空天增资 500 万元，同意引入员工持股平台-太航合伙。本次增资完成后，德坤航空持有德坤空天 70% 股权，太航合伙持有德坤空天 30% 股权。太航合伙全体合伙人为全资子公司军工业业务德坤航空的核心管理人员。本次对全资孙公司德坤空天实施增资暨引入员工持股平台事项实现了与军工业业务条线的深度绑定，做到了利益共享的长效激励机制。本次增资完成后，全资子公司德坤航空对德坤空天的持股比例将由 100% 变更为 70%，德坤空天为公司控股孙公司，德坤空天仍纳入公司合并报表范围。

另外，原主业方面，公司同样引入了员工持股平台立宇合伙，绑定核心员工。具体实操上公司转让全资子公司成都利君环际智能装备公司 30% 的股权给员工持股平台立宇合伙。本次交易完成后，公司仍持有利君环际 70% 股权，立宇合伙持有利君环际 30% 股权。立宇合伙全体合伙人为非军工业业务的核心员工，公司辊压机等主业正处于行业上升，公司市占率提升的再次发展期，此时点绑定公司核心员工有利于支撑原主业。

■ 航空零部件制造业务专业覆盖全面，是可预期的领头羊企业

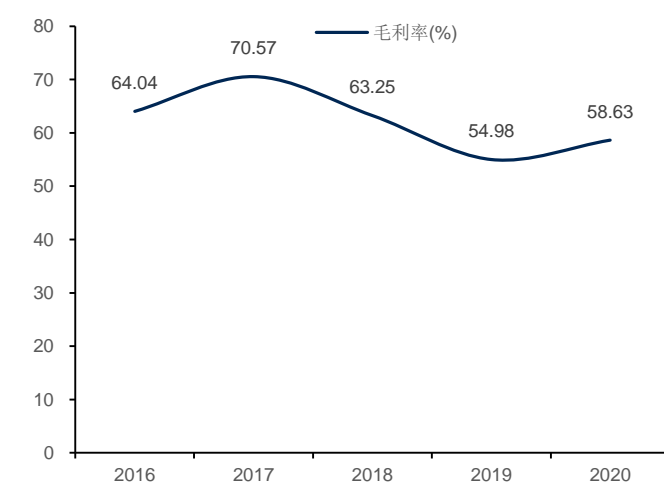
公司目前是航空零部件加工制造与双主业并肩发展，军工业务主要以德坤航空为经营主体，其是航空航天主机厂钣金零件的核心供应商，多个航空航天主机厂的部组件装配核心供应商，已形成航空航天主机厂专业覆盖全面（工装、机加、钣金、部装）、服务项目广泛的综合服务供应商，产品应用于波音、空客、IAI、中国商飞等民用飞机，多种型号军用飞机以及运载火箭等，尤其是受益成都某主机厂先进战机快速上量的同时，外协量也大幅增加。钣金领域格局更为稳定，行业内公司较少，公司作为最大的钣金承接企业，较大受益。同时作为为数不多的几家部件装配企业，公司起步早，储备多，处于领先地位。综合看，德坤航空未来几年将呈现出连续高速增长态势，有望发展成不管是产业规模还是及工程技术能力的航空零部件制造的领头羊企业、军民融合的领先企业。

图 1：航空零件及工装设计制造收入及其增速



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航空零件及工装设计制造毛利率

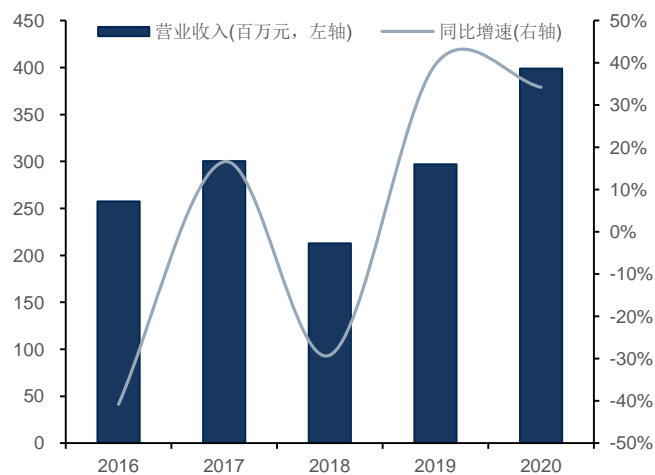


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 公司辊压机业务已经不是过往不拖累的预期，有望超预期

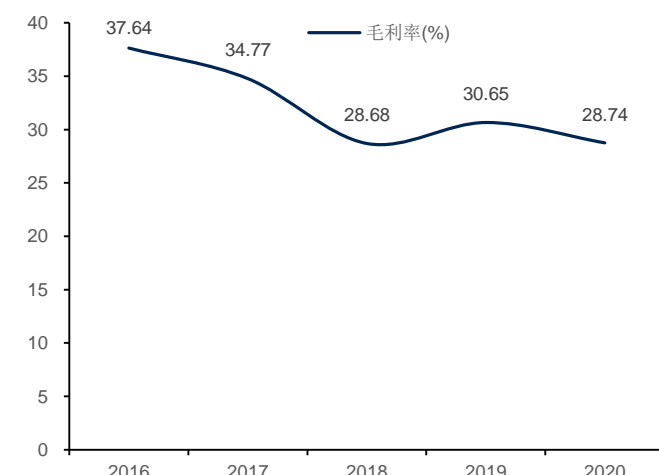
公司辊压机（高压辊磨机）主要应用于水泥建材、冶金矿山行业，公司是国内首家将辊压机（高压辊磨机）应用于矿山行业的企业，高压辊磨机不但能够降低电耗和金属消耗，而且能够提高金属矿石的破碎效率，经过多年的发展，公司产品在国内水泥建材行业占有较大市场份额。目前在水泥、矿山行业受益行业、环保等驱动均呈现出向行业龙头集中，小厂向大厂集中的快速趋势，公司辊压机不但能够降低电耗和金属消耗，而且能够提高金属矿石的破碎效率，在行业内粉碎设备中的占比正在提升，同时公司辊压机逐渐达到国外设备水平，也在逐步实现国产替代趋势。综合看，公司辊压机业务已经不是过往不拖累的预期，有望超预期。

图 3：辊压机收入及其增速



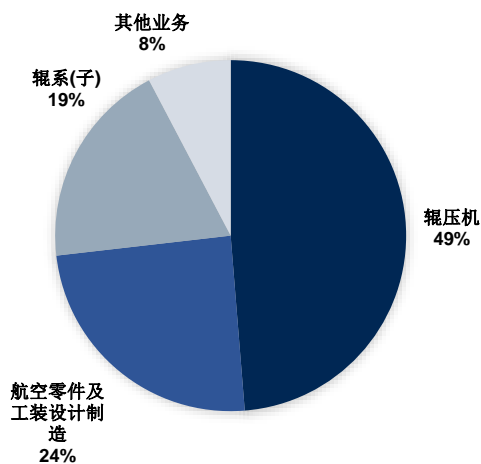
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：辊压机毛利率



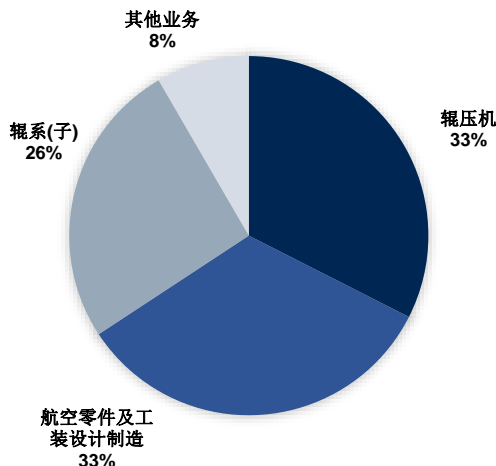
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2020 年利君股份分业务产品收入



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年利君股份分业务产品毛利



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (21/6/29)	总市值 (亿元)	EPS			PE			ROE (21E)	PEG (21E)
				20A	21E	22E	20A	21E	22E		
002651	利君股份	12.23	126	0.19	0.32	0.54	65.94	37.93	22.86	12.66	0.39
同类公司											
300696	爱乐达	40.99	95	0.68	0.96	1.39	59.92	42.87	29.58	18.93	0.61
300733	西菱动力	21.49	37	0.09	0.94	1.38	231.88	22.90	15.56	11.95	0.07
002560	通达股份	6.10	32	0.30	0.36	0.49	20.26	17.01	12.41	7.50	0.30
	均值	20.20	72.65	0.32	0.64	0.95	94.50	30.18	20.10	12.76	0.34

资料来源: 国信证券经济研究所整理

■ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

公司军工业务（航空零件及工装设计制造业务）主要以德坤航空为经营主体，其是航空航天主机厂钣金零件的核心供应商，多个航空航天主机厂的部组件装配核心供应商，已形成航空航天主机厂专业覆盖全面（工装、机加、钣金、部装）、服务项目广泛的综合服务供应商。受益于成都某主机厂先进战机快速上量的同时，外协量也大幅增加。综合看，德坤航空未来几年将呈现出连续高速增长态势，我们预计公司 2021-2023 年航空零件及工装设计制造业务增速为 105.2%、102.1%、58.5%；毛利率伴随先进机型的快速上量，规模效应的逐步体现有望带动该业务毛利率进一步提升。

公司辊压机业务经过多年的发展，公司产品在国内水泥建材行业占有较大市场份额。目前在水泥、矿山行业受益行业、环保等驱动均呈现出向行业龙头集中，小厂向大厂集中的快速趋势，在行业内粉碎设备中的占比正在提升，同时公司辊压机逐渐达到国外设备水平，也在逐步实现国产替代趋势。综合看，公司辊压机业务有望超预期。我们预计公司 2021-2023 年辊压机业务增速为 30.0%、32.5%、32.3%；毛利率业务相对保持稳定，规模优势也有望体现。

公司期间费用方面伴随营收带动增长，公司的规模效应逐步体现、因此期间费用率中管理费用率、销售费用率呈现下降趋势，财务费用端在目前预付模式改变的情况下，公司大概率会收到不菲的预付款项，财务费用进一步改善，21 年财务费用率也有望呈现出下降态势。

表 2: 公司 3 年营业收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
辊压机					
收入	297.2	398.9	518.6	687.2	908.8
增速 (%)	39.6	34.2	30.0	32.5	32.3
毛利率 (%)	30.7	28.7	31.5	30.5	32.6
航空零件及工装设计制造					
收入	122.2	200.4	411.2	831.1	1317.0
增速 (%)	23.3	63.9	105.2	102.1	58.5
毛利率 (%)	55.0	58.6	60.1	61.8	62.2
辊系(子)					
收入	188.1	156.6	180.2	211.4	252.7
增速 (%)	38.9	-16.8	15.1	17.3	19.5
毛利率 (%)	58.0	58.4	58.5	57.2	58.3
其他业务					
收入	80.3	63.1	60.3	71.3	75.4
增速 (%)	16.1	-21.5	-4.4	18.4	5.7
毛利率 (%)	80.3	63.1	60.3	71.3	75.4
合计收入	687.8	818.9	1170.3	1801.0	2553.9
增速 (%)	33.1	19.1	42.9	53.9	41.8
毛利率 (%)	44.3	43.1	46.5	48.7	50.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 3: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	819	1170	1801	2554
营业成本	466	600	857	1207
销售费用	41	61	87	128
管理费用	103	129	188	253
财务费用	(10)	9	29	41
营业利润	222	381	646	924
利润总额	224	384	649	927
归属于母公司净利润	192	333	563	805
EPS	0.19	0.32	0.55	0.78
ROE	8%	13%	19%	23%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

按假设前提, 我们预计公司 21-23 年归属母公司净利润 3.3/5.6/8.0 亿元, 增速分别为 73%/69%/43%。每股收益分别为 0.32/0.55/0.78 元。

■ 投资建议:

我们预计公司 2021-2023 年净利润为 3.3 亿元、5.6 亿元和 8.0 亿元, 对应 PE 为 38X、23X 和 16X, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	452	800	1200	1600
应收款项	235	417	617	840
存货净额	399	509	700	952
其他流动资产	273	351	450	511
流动资产合计	1954	2732	3688	4695
固定资产	212	360	499	616
无形资产及其他	81	77	73	69
投资性房地产	729	729	729	729
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2978	3899	4989	6110
短期借款及交易性金融负债	0	552	966	1149
应付款项	213	270	373	508
其他流动负债	389	483	690	967
流动负债合计	602	1305	2028	2624
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	8	10	13	16
长期负债合计	8	10	13	16
负债合计	610	1316	2041	2639
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2368	2584	2949	3470
负债和股东权益总计	2978	3899	4989	6110

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.19	0.32	0.55	0.78
每股红利	0.06	0.11	0.19	0.27
每股净资产	2.29	2.50	2.85	3.36
ROIC	11%	15%	20%	23%
ROE	8%	13%	19%	23%
毛利率	43%	49%	52%	53%
EBIT Margin	24%	32%	36%	37%
EBITDA Margin	28%	35%	39%	40%
收入增长	19%	43%	54%	42%
净利润增长率	8%	74%	69%	43%
资产负债率	20%	34%	41%	43%
息率	0.5%	0.9%	1.6%	2.2%
P/E	65.9	37.9	22.4	15.7
P/B	5.3	4.9	4.3	3.6
EV/EBITDA	58.0	34.5	20.8	15.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	819	1170	1801	2554
营业成本	466	600	857	1207
营业税金及附加	9	11	16	23
销售费用	41	61	87	128
管理费用	103	129	188	253
财务费用	(10)	9	29	41
投资收益	20	20	21	20
资产减值及公允价值变动	3	1	2	2
其他收入	(11)	0	0	0
营业利润	222	381	646	924
营业外净收支	2	3	3	3
利润总额	224	384	649	927
所得税费用	32	51	85	122
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	192	333	563	805

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	192	333	563	805
资产减值准备	21	12	13	13
折旧摊销	28	34	54	76
公允价值变动损失	(3)	(1)	(2)	(2)
财务费用	(10)	9	29	41
营运资本变动	(321)	(204)	(166)	(107)
其它	(21)	(12)	(13)	(13)
经营活动现金流	(105)	163	450	772
资本开支	(97)	(190)	(199)	(199)
其它投资现金流	104	(60)	(66)	(72)
投资活动现金流	8	(249)	(265)	(271)
权益性融资	38	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(61)	(117)	(198)	(283)
其它融资现金流	20	552	413	183
融资活动现金流	(64)	435	215	(100)
现金净变动	(161)	348	400	400
货币资金的期初余额	612	452	800	1200
货币资金的期末余额	452	800	1200	1600
企业自由现金流	(218)	(39)	256	588
权益自由现金流	(198)	506	643	735

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032