

利君股份(002651)系列报告之一： 从航空零部件产业看德坤航空的 全行业布局

2021年1月4日

强烈推荐/首次

利君股份

公司报告

摘要：

利君股份的全资子公司德坤航空为航空零部件产业数个子行业的绝对龙头，从产业布局来看，德坤航空几乎完成了除复材加工领域之外的航空零部件所有环节的超前布局，相对竞争对手优势明显。未来或显著受益于主战机型放量和军工集团外包比例提升。

主要观点：

1. 航空航天零部件制造是航空航天制造业的基础性产业

根据前瞻产业研究院《中国民用飞机制造行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》，飞机制造业通常采取“整机制造商—多级供应商”的制造模式。产业链的第一级为整机制造商，主要从事产品设计、总装制造、市场营销、客户服务和适航取证环节；第二级为关键航空子系统制造商，所提供的子系统包括机体、发动机、航空电子等主要机载设备；第三级主要包括众多为产业链上层的整机与子系统制造商提供零部件与材料的供应商。

航空航天零部件制造是航空航天制造业的基础性产业，是实现航空航天材料向关键子系统和整机制造转变的重要环节。根据爱乐达招股说明书，广义的航空零部件是飞机各种零组件的总称，按照其在飞机结构上的位置和大类分可分为机体零部件、发动机零部件、航空电子部件、机载设备和其它几大类。狭义的航空零部件专指飞机机体零部件。飞机机体是指构成飞机外部形状和主要受力的部分，包括机身、机翼、尾翼、起落架等主要部件，并广泛涉及大梁、桁条、翼梁、翼肋、框类等主要零部件。航空零部件加工处于产业链中游，具有工序复杂、专业性强的特点

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	516.60	687.84	775.62	1,095.95	1,498.23
增长率(%)	-1.71%	33.15%	12.76%	41.30%	36.71%
归母净利润(百万元)	119.06	178.28	220.04	364.52	547.08
增长率(%)	-7.52%	49.73%	23.43%	65.66%	50.08%
净资产收益率(%)	5.82%	8.10%	6.76%	10.43%	14.19%
每股收益(元)	0.12	0.18	0.21	0.35	0.53
PE	75.92	50.61	42.79	25.83	17.21
PB	4.53	4.21	2.89	2.69	2.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是以专业从事水泥、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。主营业务是以粉磨系统的关键设备辊压机为核心，面向水泥生产、原矿开采后的矿物加工等多个应用领域，为客户提供高效节能的粉磨系统装备及配套的技术服务。子公司德坤航空主营航空航天零部件制造业务，具有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。

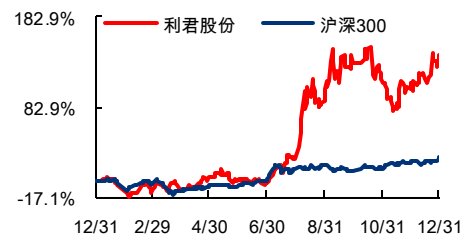
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间(元)	11.92-3.98
总市值(亿元)	119.26
流通市值(亿元)	61.52
总股本/流通 A 股(万股)	103,346/53,314
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.17

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王习

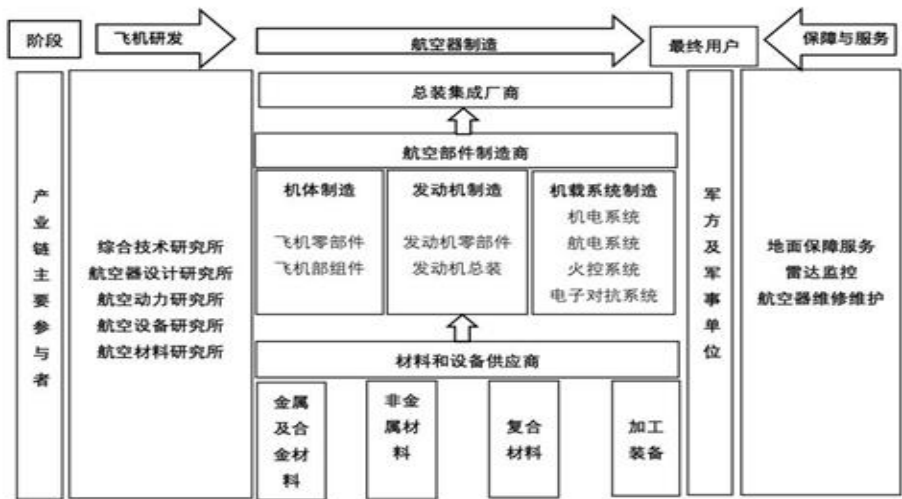
010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号

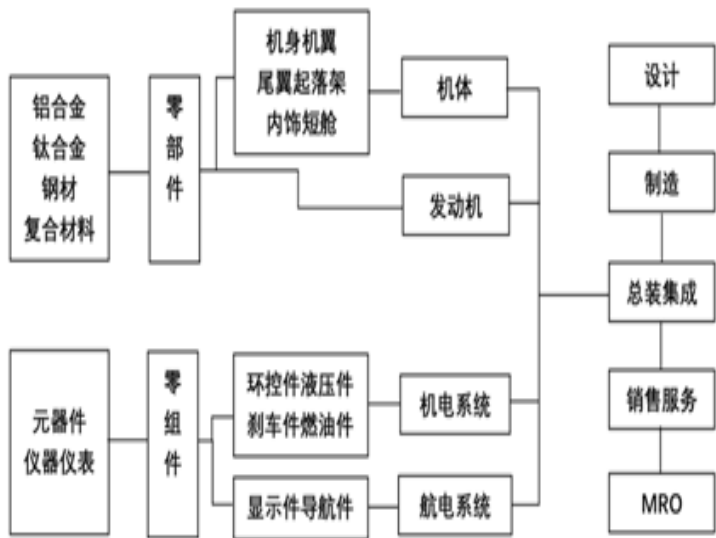
S1480518010001

图 1:飞机制造业的配套模式和层级



资料来源：立航科技招股说明书，东兴证券研究所

图 2:飞机制造产业链



资料来源：爱乐达招股说明书，东兴证券研究所

2. 航空零部件产业包括工装模具、数控加工、钣金、复材和部件装配

整个航空零部件产业包括工装模具、数控加工、钣金、复材和部件装配（部装）等数个子行业。在这些领域中，部装领域对于生产体系的把控较为严格，门槛相对较高，同时部装市场空间最大，也是很多民营企业发展的终极目标。

1) 工装模具：工装模具是用以磨削、研磨和抛光的工具。大部分的模具是用磨料加上结合剂制成的人造模具，也有用天然矿岩直接加工成的天然模具。

图 3: 工装模具



资料来源：互联网，东兴证券研究所

图 4: 钣金件



资料来源：互联网，东兴证券研究所

2) 钣金：钣金零件构成飞机机体和气动外形。钣金是针对金属薄板（通常在 6mm 以下）的一种综合冷加工工艺，包括剪、冲/切/复合、折、铆接、拼接、成型等，具有重量轻、强度高、成本低、大规模量产、性能好等特点。钣金成型是钣金重要的加工方式，是将钣金的平整区域弯曲至某一角度、圆弧状、拉伸、扭转等成型过程，一般分为冷成型与热成型两类。钣金零件形状复杂，质量控制严格，有一定的适用寿命要求，对成形后的零件有明确的力学性能和物理性能要求，与其他行业钣金零件相比技术要求更高，加工难度更大。钣金零件配套厂家数量少，集中度较高，处于外协的起步阶段。

3) 数控加工：是指在数控机床上进行零件加工的一种工艺方法，数控机床加工与传统机床加工的工艺规程从总体上说是一致的，但也发生了明显的变化。用数字信息控制零件和刀具位移的机械加工方法。它是解决零件品种多变、批量小、形状复杂、精度高等问题和实现高效化和自动化加工的有效途径。数控机床一开始就选定具有复杂型面的飞机零件作为加工对象，解决普通的加工方法难以解决的关键，它的最大特点是用穿孔带(或磁带)控制机床进行自动加工。

数控加工和钣金的区别：钣金是主要用于板材、型材、管材的一种综合冷加工工艺，而数控加工则主要用于预拉伸厚板与模锻毛坯，是通过机械设备对工件外形尺寸或性能进行改变的过程。数控加工主要处理强度高、厚度大的整体结构件；钣金主要处理尺寸大、厚度薄的复杂件。数控加工的图纸大部分是主机厂提供，自身并不需要设计资质，门槛相对较低。

图 5: 数控加工

图 6: 数控加工五轴机床



资料来源：互联网，东兴证券研究所



资料来源：互联网，东兴证券研究所

4) 复材加工：复合材料的含义有两种：广义的指由两个或多个物理相组成的固体材料，如纤维增强聚合物、钢筋混凝土、石棉水泥板、橡胶制品、三合板等。狭义的指用高性能玻璃纤维、碳纤维、硼纤维、芳纶纤维等增强的塑料、金属和陶瓷材料。制造飞机结构的传统材料包括铝、钢和钛。性能优势和减轻飞机结构重量是军用飞机复合材料发展的主要推动力。虽然商用飞机正日渐关注燃油经济性，但是复合材料发展的主要推动力是不断减少生产和维护成本。复合材料也用于替换老旧飞机上的金属部件。复合材料加工中涉及到基体与增强材料的选择、复合材料的界面以及增强材料的表面处理等基本原理。

图 7:复材加工



资料来源：互联网，东兴证券研究所

5) 部件装配（部装）：航空部件装配为产业链的总领性环节，技术含量较高。部件装配是将经过加工的两个或两个以上的机体零件，组合装配成有限范围的结构单元的工艺过程。航空部件装配需根据飞机构造、使用、维护和生产的要求，将飞机结构划分成许多独立的装配单元，并通过特定工装装配成包括机翼、尾翼、机身、发动机短舱、起落架、动力装置等在内的部件。装配企业需规划合理的定位方法、连接方法和工艺参数，以确保装配精准、可靠、稳定。部件装配不仅要符合机械工艺学的原理，

还要对每个部分的部件装配进行合理的分析。装配的过程不仅对装配精度有严格的要求，同时也要保障装配的进度。在进行部装的过程中，要综合考虑设备运行中各种各样不稳定的因素，将其融合到部件装配中，保障设备部装工作的效率。

图 8:飞机部件装配



资料来源：航空制造网，东兴证券研究所

3.公司全资子公司德坤航空为几大领域稀缺龙头，或将受益于十四五期间主战机型放量 and 航空集团外包比例提升

利君股份全资子公司德坤航空设备制造有限公司成立于 2008 年 12 月。从航空结构产业链布局来看，德坤航空几乎进行了除了复材加工领域之外的产业链所有环节的超前布局，相对竞争对手优势明显。德坤航空主营航空航天零部件制造业务，具有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。主要经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。

1) 工装设计与制造：德坤航空具备工装模具的设计资质和制造资质，包括飞机零件工装模具，飞机装配型架，运载火箭装配型架等，在该领域具有突出的专业优势，是该业务综合配套能力的重要保障。

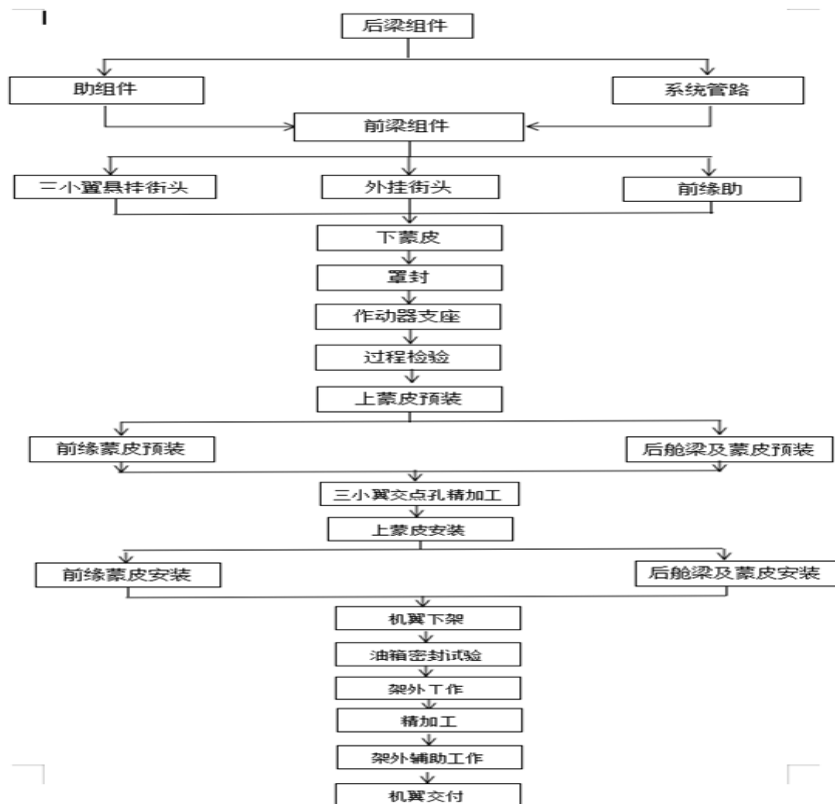
2) 数控精密加工：德坤航空拥有齐全的精密数控加工设备，承接业务包括军用飞机、民用飞机（波音 737、波音 767、IAI767 客改货、空客 320、空客 350、ARJ21、C919、C929、GA600、MA700 等）、无人机、航天装备、海洋装备等金属及非金属零件业务。

3) 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，产业规模在区域内居行业领先地位，已建立的航空钣金柔性生产线（含热处理特种工艺）全面运行后，年产能将逾百万件。

4) 部组件装配：德坤航空为航空航天主机厂主要的部组件装配供应商，该领域是公司航空航天制造产业链升级的重点发展方向，现有业务涉及多种军用飞机、无人机的金属及复材部段及部组件装配。

德坤航空为航空零部件部装领域龙头企业，同时也是工装模具和钣金领域的龙头企业，或将充分受益于主战机型放量集团外包比例提升。一方面，地缘政治局势紧张或会带动十四五期间主战机型需求放量，另一方面，集团为保证机型交付，或将大量的零部件加工业务外包给民营企业，十四五期间外包比例相较于十三五或显著提升。

图 8：飞机部件装配流程（某型号飞机机翼）



资料来源：立航科技招股说明书，东兴证券研究所

4.投资建议：航空零部件加工领域龙头

公司传统主业方面，辊压机未来看点较少，但未来辊压机后市场业务颇具看点，毛利率相对较高；军品方面德坤航空为航空零部件部装领域龙头企业，同时也是工装模具和钣金领域的龙头企业。公司将充分受益于主战机型放量集团外包比例提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.20 亿元、3.65 亿元和 5.47 亿元，对应当前股价 PE 约为 43 倍、26 倍和 17 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5.风险提示

主战机型列装低于预期风险；军品降价风险；民品业务市场波动风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1714	2056	3376	4161	4513	营业收入	517	688	776	1096	1498
货币资金	516	612	2876	4528	5970	营业成本	296	383	410	549	719
应收账款	189	259	288	410	558	营业税金及附加	8	8	8	11	15
其他应收款	6	8	9	12	17	营业费用	39	46	51	55	60
预付款项	23	24	29	34	41	管理费用	55	74	61	68	75
存货	287	361	392	521	686	财务费用	-14	-13	-14	-14	-13
其他流动资产	603	0	-309	-1438	-2855	研发费用	14.44	15.57	1.71	0.45	0.61
非流动资产合计	797	608	1191	1545	1682	资产减值损失	-0.04	-0.33	1.71	0.45	0.61
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	17.03	22.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	170.26	163.65	398.86	746.17	668.47	营业利润	141	206	257	427	642
无形资产	38	39	158	166	172	营业外收入	1.35	4.45	2.52	2.78	3.25
其他非流动资产	180	3	0	0	0	营业外支出	0.51	0.78	0.62	0.64	0.68
资产总计	2511	2664	4567	5707	6195	利润总额	142	210	259	429	645
流动负债合计	458	456	494	594	722	所得税	23	32	39	65	98
短期借款	0	1	0	0	0	净利润	119	178	220	365	547
应付账款	129	150	158	212	278	少数股东权益	0	0	0	0	0
预收款项	178	189	220	264	324	归属母公司净利润	119	178	220	365	547
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	每股收益	0.12	0.18	0.21	0.35	0.53
非流动负债合计	6	7	803	1603	1603	主要财务比率					
长期借款	0	0	800	1600	1600		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
负债合计	464	463	1298	2197	2326	营业收入增长	-1.71%	33.15%	12.76%	41.30%	36.71%
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业利润增长	-5.83%	46.52%	24.70%	66.05%	50.23%
实收资本 (或股本)	1018	1018	1033	1033	1033	归属于母公司净利润增长	23.43%	65.66%	23.43%	65.66%	50.08%
资本公积	375	388	1266	1266	1266	获利能力					
未分配利润	449	554	381	93	-338	毛利率 (%)	42.77%	44.28%	47.20%	49.95%	52.00%
归属母公司股东权益合计	2047	2201	3256	3496	3856	净利率 (%)	23.05%	25.92%	28.37%	33.26%	36.51%
负债和所有者权益	2511	2664	4567	5707	6195	总资产净利润 (%)	4.74%	6.69%	4.82%	6.39%	8.83%
现金流量表						ROE (%)	5.82%	8.10%	6.76%	10.43%	14.19%
单位: 百万元						偿债能力					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率 (%)	18%	17%	28%	39%	38%
经营活动现金流	95	116	533	1435	1870	流动比率	3.74	4.51	6.83	7.01	6.25
净利润	119	178	220	365	547	速动比率	3.11	3.72	6.03	6.13	5.30
折旧摊销	62.43	64.04	0.00	77.70	77.70	营运能力					
财务费用	-14	-13	-14	-14	-13	总资产周转率	0.21	0.27	0.21	0.21	0.25
应收账款减少	0	0	-29	-122	-148	应收账款周转率	3	3	3	3	3
预收账款增加	0	0	31	44	60	应付账款周转率	3.98	4.93	5.03	5.92	6.12
投资活动现金流	-349	86	71	-471	-255	每股指标 (元)					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.18	0.21	0.35	0.53
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.26	0.14	2.19	1.60	1.40
投资收益	17	22	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.01	2.16	3.15	3.38	3.73
筹资活动现金流	-10	-58	1660	689	-174	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	75.92	50.61	42.79	25.83	17.21
长期借款增加	0	0	800	800	0	P/B	4.53	4.21	2.89	2.69	2.44
普通股增加	15	0	16	0	0	EV/EBITDA	46.35	33.63	25.55	12.79	6.98
资本公积增加	40	13	878	0	0						
现金净增加额	-263	145	2264	1652	1442						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师：王习

军工行业首席分析师，中央财经大学学士，香港理工大学硕士，七年证券从业经验，2019 年国防军工行业水晶球上榜，2018 年国防军工行业水晶球入围，2019 年金牛奖国防军工行业第一名，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526