



——中国制造之先进制造：机械基础件：利君股份（002651）

核心观点

❖ 公司是建材和矿山辊压机及配套设备行业领先者，国内增量主要看水泥生料和矿山粉磨市场辊压机渗透率提升，公司辊压机后市场服务盈利能力强成长空间大。公司主要经营产品辊压机作为水泥、矿山行业粉磨系统的核心设备，是目前已知的最高效节能的粉碎设备之一，符合产业政策的发展方向，属于国家鼓励发展的产品。建材行业能耗指标升级推动设备的更新以及产能总量控制减量置换推动利用新建产能置换老产能是公司辊压机目前需求的主要来源，公司产品在水泥生料和矿山石料粉磨市场渗透率提升是公司未来重点发力的方向。下游建材行业尤其是水泥行业近几年竞争格局明显改善，集中度提升明显，行业景气度和盈利能力都较好。建材设备行业已经进入相对成熟期，属于典型的存量市场，主要是更新需求主导，国内新增需求有限，主要看国外市场拓展，但国内建材设备后市场空间巨大，且盈利能力较好。公司辊压机配件和维修服务毛利率都维持较高水平，彰显公司在粉磨设备市场的竞争地位。

❖ 公司重点布局和发展航空航天零部件以及工装设计和制造业务，规模和品类持续扩张，推动业务未来五年高速增长。公司的航空零件和工装设计制造业务主要包括结构零件，装配部件，工装和加工配套设备的设计和制造四大类产品和服务。公司现在以五大专业厂为主，一是零件制造厂，以上机金属结构零件为主；二是钣金厂，公司在钣金领域有核心独特优势，工厂工人一半都是钣金方向；三是装配厂，以装配部件为主；四是工装制造厂，提供工装和大型模具；第五是配套设备，包括下料（如切割铝材）等智能配套设备。2019年，公司为进一步推动航空航天业务的发展，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。德坤航空分别在成都温江区和成都新都区投资新设了全资子公司，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。公司通过两个孙公司在成都新都 and 温江新建基地，扩大规模以满足较为旺盛的需求，也同时继续加大研发投入扩张产品品类。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2020-2022 年，公司可实现营业收入 7.66（同比增长 11%）、8.67 和 10.11 亿元，以 2019 年为基数未来两年复合增长 14%；归属母公司净利润 1.99（同比增长 16%）、2.35 和 2.93 亿元，以 2019 年为基数未来两年复合增长 21%。总股本 10.18 亿股，对应 EPS0.20、0.23 和 0.29 元。

估值要点如下：2020 年 6 月 24 日，股价 4.80 元，总股本 10.18 亿股，对应市值 49 亿元，2020-2022 年 PE 约为 25、21 和 17 倍。公司辊压机及相关设备业务竞争优势明显，受益于建材和矿山行业产能置换和设备改造升级，设备服务后市场盈利能力强成长空间广大，航空航天零部件和工装设计和制造业务是未来增长的主要动力，我们首次覆盖给予“增持”评级。

❖ 风险提示：新产品研发和量产低于预期、建材和矿山设备行业景气度超预期下行。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	688	766	867	1011
+/-%	33%	11%	13%	17%
归属母公司净利润(百万)	178	199	235	293
+/-%	49%	16%	18%	25%
EPS(元)	0.17	0.20	0.23	0.29
PE	28.38	24.52	20.79	16.67

资料来源：公司 2020 一季报，，预测截止日期 2020 年 6 月 24 日，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 公司深度
所属行业 | 机械设备
报告时间 | 2020/6/29
前收盘价 | 4.80 元
公司评级 | 增持评级

分析师

孙灿

证书编号：S1100517100001
021-68595186
suncan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构	5
1.1.公司发展历程	5
1.2.控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构	5
1.2.1.公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化	5
1.2.2.控股股东和实际控制人：实际控制人是何亚民	5
二、主营业务结构和变化	6
2.1 主要业务和产品	6
2.1.1.主营业务概述	6
2.1.2.主营业务结构	6
2.1.3.收入、利润和盈利能力变化：	7
2.2 主营业务基本情况及变化	9
2.2.1 公司主要业务和产品布局	9
2.2.2 辊压机及其配件制造业务	10
2.2.3 航空零部件、工装及配套设备设计和制造业务	14
三、公司近年重大资本运作	18
3.1 公司近年重大资本运作	18
3.2IPO 发行主要情况	19
3.32015 年德坤航空收购	20
3.4 股权激励： 2018 年限制性股票激励	20
3.4.1.股权激励实施的关键流程和节点	20
3.4.2.股权激励方案的主要内容	21
四、投资建议	22
4.1 投资逻辑和观点	22
4.1.1. 公司是建材和矿山辊压机及配套设备行业领先者，国内增量主要看水泥生料和矿山粉磨市场渗透率提升，公司辊压机后市场服务盈利能力强成长空间大	22
4.1.2. 公司重点布局和发展航空航天零部件以及工装设计和制造业务，规模和品类持续扩张，推动业务未来五年高速增长	22
4.2 盈利预测与估值比较	23
4.2.1. 盈利预测	23
4.2.2. 估值比较	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



风险提示	25
盈利预测	26

图表目录

图 1: 2019 年业务分产品收入结构.....	7
图 2: 2019 年业务分产品毛利结构.....	7
图 3: 历年收入和毛利变化 (单位: 百万元)	7
图 4: 历年营业利润和归母净利润 (单位: 百万元)	7
图 5: 公司销售毛利率和净利率变化 (%)	8
图 6: 历年净资产和总资产收益率变化趋势 (%)	8
图 7: 公司资产负债率和资产变现能力合理 (%)	8
图 8: 公司主要业务和产品布局.....	9
图 9: 辊压机工作原理.....	11
图 10: 飞机钣金冲压件分类图表	16
表格 1. 公司 2020 年一季报前十大股东情况	5
表格 2. 公司的业务、产品和组织归属.....	10
表格 3. 国内外重要辊压机及配件生产企业	13
表格 4. 飞机钣金零件常用分类方法	15
表格 5. 航空航天钣金冲压件的基板工艺流程	16
表格 6. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态	18
表格 7. 2011 年 IPO 发行结果	19
表格 8. IPO 募投资金项目	19
表格 9. 2018 年股权激励实施的关键时间节点和内容	20
表格 10. 2018 年股权激励方案具体内容	21
表格 11. 公司分业务收入和毛利率假设	24
表格 12. 可比公司估值	25

一、公司发展历程、实际控制人和股权结构

1.1. 公司发展历程

公司成立于 1999 年 11 月，主营业务主要为向水泥粉磨系统提供配套设备选粉机。其间，公司凭借核心管理与技术团队多年的技术积累和行业经验，认为作为水泥粉磨系统核心设备的辊压机具有很好的发展前景，通过总结当时辊压机使用中存在的技术问题，并参考 1999 年颁布的辊压机国家标准，于 2003 年自主研发并成功生产出第一台辊压机。其后，公司一直专注于高效、节能、环保的辊压机及其配套设备的研发、制造和销售，致力于为水泥、矿山等生产领域提供粉磨系统的最佳解决方案。2009 年 7 月，公司以经审计的净资产折股，整体变更为股份有限公司。

利君股份于 2011 年 11 月 23 日在深交所上市，股票代码 002651。

1.2. 控股股东和实际控制人基本情况及最新股权结构

1.2.1. 公司最新股权结构：公司第一大股东未发生变化

2020 年一季报中，股东持股情况如下，何亚民持有公司股份 34.60%，仍是公司第一大股东及公司实际控制人。

表格 1. 公司 2020 年一季报前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (股)	占总股本比例(%)
1	何亚民	不变	352,039,997	34.60
2	何佳	不变	289,775,148	28.48
3	魏勇	不变	135,262,575	13.29
4	成都利君实业股份有限公司-第一期员工持股计划	不变	12,000,000	1.18
5	徐航	减少	7,110,000	0.70
6	林晓枫	不变	6,000,000	0.59
7	张乔龙	不变	5,464,802	0.54
8	张正浩	不变	2,400,000	0.24
9	沈传友	新进	1,040,200	0.10
10	领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)	不变	1,022,161	0.10
	合计	-	812,114,883	79.82

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

1.2.2. 控股股东和实际控制人：实际控制人是何亚民

截至 2020 年一季报，公司第一大股东何亚民及其一致行动人何佳共计持有公司股份 63.08%，何亚民是公司控股股东，实际控制人。此外何亚民还担任公司董事长，其一致行动人何佳担任副董事长。

二、主营业务结构和变化

2.1 主要业务和产品

2.1.1. 主营业务概述

公司主要从事的经营业务包括辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务和航空零件及工装设计制造业务。

辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务。公司主要从事研发、制造和销售高效、节能、环保的辊压机（高压辊磨机）及其配套设备，为下游领域提供高效节能的粉磨工艺系统为发展战略，致力于为水泥、矿山等行业领域提供粉磨系统的最佳解决方案。该板块业务主要产品用于水泥建材行业及矿山、冶金、化工等行业脆性物料的粉磨。

航空零件及工装设计制造业务。公司全资子公司成都德坤航空设备制造有限公司主营航空零件及工装设计制造业务，主要从事航空钣金零件的开发制造、航空精密零件数控加工、航空飞行器零部件的工装模具设计制造及装配、航空试验件及非标产品制造等，产品主要应用于军用、民用航空飞行器制造。

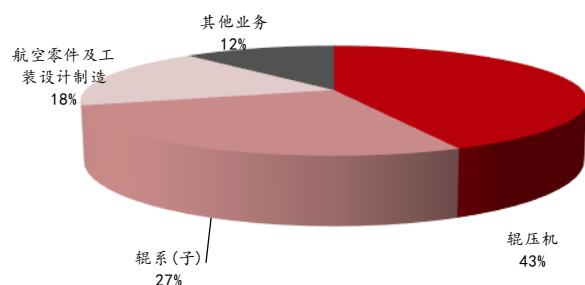
2.1.2. 主营业务结构

2019 年利君股份的主营业务结构：公司主营业务主要有辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务和航空零件及工装设计制造业务两个板块，其中，辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务主要包括水泥建材辊压机、矿山高压辊磨机、辊系（子）三类产品。

公司 2019 年实现总营业收入 6.88 亿元，其中辊压机、辊系（子）和航空零件及工装设计制造分别为 2.97、1.88、和 1.22 亿元，分别贡献了营业总收入的 43%、27%和 18%。

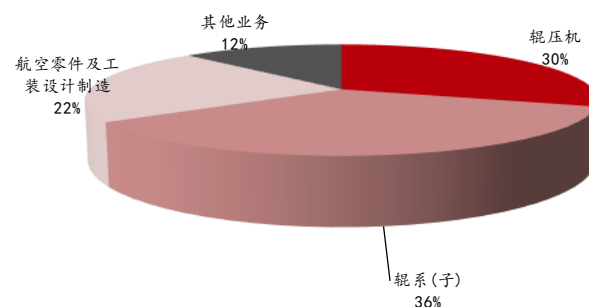
公司 2019 年实现总营业毛利 3.05 亿元，其中辊压机、辊系（子）和航空零件及工装设计制造分别为 0.91、1.09 和 0.67 亿元，分别贡献了营业总收入的 30%、36%和 22%。

图 1： 2019 年业务分产品收入结构



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 2： 2019 年业务分产品毛利结构

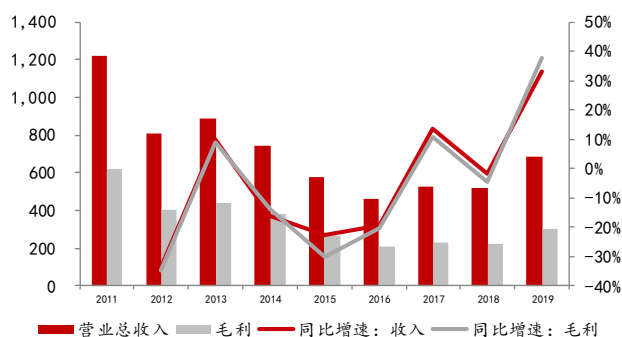


资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2.1.3. 收入、利润和盈利能力变化：

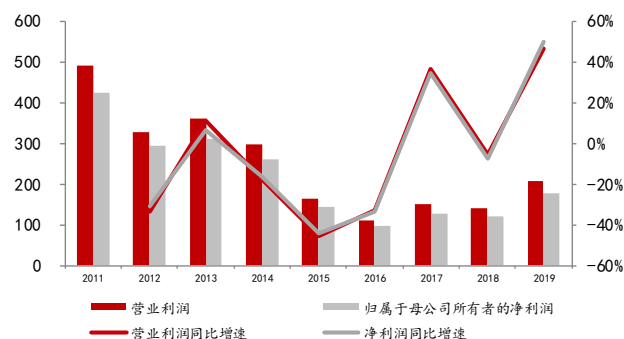
从收入和毛利结构来看，辊压机、辊系（子）和航空零件及工装设计制造三块业务收入在公司总营业收入中占据绝大部分，其中航空航天零部件和工装设计和制造业务 2019 年收入大幅增长，辊压机及辊子业务收入占比有所下行，但 2019 年受辊压机下游建材和矿山行业回暖，辊压机及辊子产品和服务收入有所恢复。

图 3： 历年收入和毛利变化（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

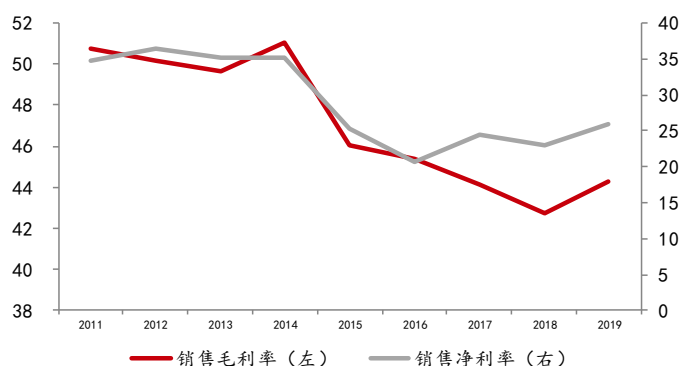
图 4： 历年营业利润和归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2019 年公司综合毛利率和净利率分别为 44.28%和 25.92%，相比 2018 年的 42.77%和 23.06%，毛利率和净利率都有明显上行，主要受辊压机及辊子业务行业景气恢复所致。

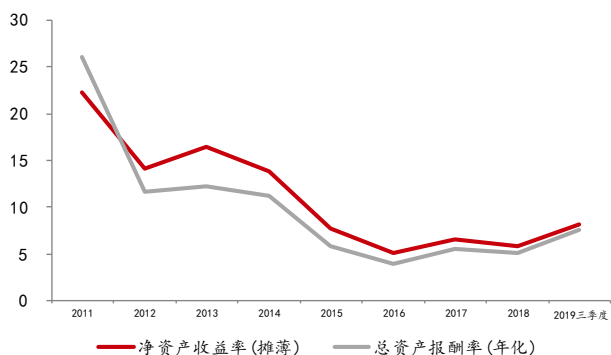
图 5： 公司销售毛利率和净利率变化（%）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

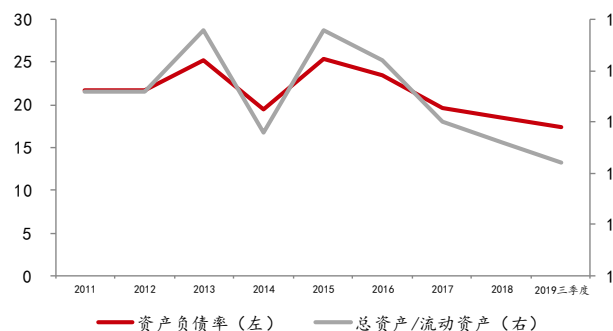
公司 2019 年资产负债率为 17.37%，基本上没有有息负债，账面现金充裕，可以充分支持公司未来 5 年内在航空航天零部件和工装设计和制造业务上可能的内外并举发力和扩张。

图 6： 历年净资产和总资产收益率变化趋势（%）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

图 7： 公司资产负债率和资产变现能力合理（%）



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2.2 主营业务基本情况及变化

2.2.1 公司主要业务和产品布局

公司主要从事的经营业务包括辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务和航空零件及工装设计制造业务。

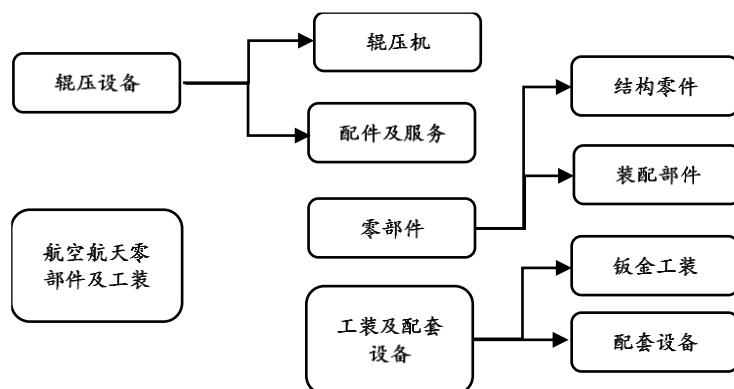
1. 辊压机（高压辊磨机）及其配套设备业务

公司主要从事研发、制造和销售高效、节能、环保的辊压机（高压辊磨机）及其配套设备，为下游领域提供高效节能的粉磨工艺系统为发展战略，致力于为水泥、矿山等行业领域提供粉磨系统的最佳解决方案。该板块业务主要产品用于水泥建材行业及矿山、冶金、化工等行业脆性物料的粉磨，辊压机（高压辊磨机）是目前已知的最高效、最节能的粉碎设备之一，具有处理量大、运转率高、稳定性好、有效提高金属回收率等特点。在水泥建材行业，辊压机粉磨系统设备作为一种高效节能的粉磨设备，已广泛应用于水泥生料、水泥熟料的粉磨中；在矿山行业，高压辊磨机可以起到细碎、超细碎和粗磨的作用，不但降低钢耗和电耗，而且能提高有效分选粒度范围的矿物解离度，从而提高金属回收率和精矿品位。

2. 航空零件及工装设计制造业务

公司全资子公司成都德坤航空设备制造有限公司主营航空零件及工装设计制造业务，主要从事航空钣金零件的开发制造、航空精密零件数控加工、航空飞行器零部件的工装模具设计制造及装配、航空试验件及非标产品制造等，产品主要应用于军用、民用航空飞行器制造。

图 8： 公司主要业务和产品布局



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 2.公司的业务、产品和组织归属

组织	关系	持股 (%)	业务性质	主要产品
四川利君科技实业有限公司	子公司	100	其他	辊压机相关
成都利君科技有限责任公司	子公司	100	制造业	辊压机相关
利君控股(新加坡)私人有限公司	子公司	100	贸易, 投资	
成都德坤航空设备制造有限公司	子公司	100	制造业	航空制造
成都德坤利国智能科技有限公司	孙公司	100	制造业	航空制造
成都德坤空天科技有限公司	孙公司	100	制造业	航空制造

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2.2.2 辊压机及其配件制造业务

1. 辊压机行业基本情况

1) 粉磨技术基础

粉磨技术的应用起源于人类的食物粉碎装置，如以兽力、风力及水力带动运转的轮碾机设备。随着蒸汽引擎的广泛应用，1790 年出现了第一套辊式磨，1858 年后又陆续出现了用于硬质原料破碎的鄂式破碎机、锤式破碎机及球磨机。1977 年，德国人 Schonert 发明了辊压机，开启了高效节能粉磨技术的新时代。

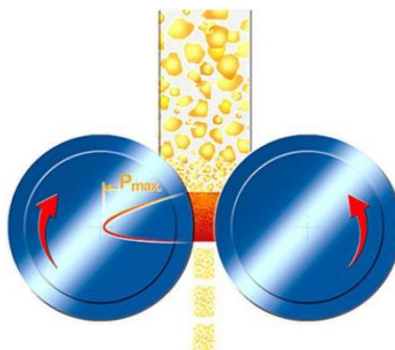
2) 辊压机产品简介

■ 辊压机的工作原理

公司主要产品为辊压机粉磨系统设备，其适用于水泥建材行业及矿山、冶金、化工等行业脆性物料的粉磨，是目前已知的最高效、最节能的粉碎设备之一，具有处理量大、运转率高、稳定性好、有效提高金属回收率等特点。

辊压机作为目前能效比较高的粉磨设备，其工作原理为高压料层粉碎。与传统的破碎机相比，辊压机由液压系统提供的挤压力使固定辊与活动辊之间的压力达到几百吨甚至上千吨，物料在该封闭的空间内相互挤压形成高压料层粉碎，从而达到高效节能。辊压机工作原理如下图所示，主要依靠两个水平安装且同步相向旋转的挤压辊进行高压料层粉碎，使被封闭的物料层在被迫向下移动的过程中受到的挤压力逐渐变大，直至被粉碎和挤压成密实料饼从机下排出。料饼的机械强度很低，含有大量的细粉，其中小于 90 微米的成品细小颗粒约占 20%-30%，而剩余 60%-70%的粗颗粒内部结构已被破坏，产生许多微裂纹，具备很高的易磨性。

图 9： 辊压机工作原理



资料来源：公司公告，公司网站，Wind，川财证券研究所

■ 辊压机的应用领域

辊压机为目前最高效、最节能的粉碎设备之一，不仅适用于水泥行业，而且适用于矿山、冶金、化工等行业脆性物料的粉磨，在这些行业均可达到节能降耗的效果。在矿山行业，辊压机可以代替圆锥破碎机或球磨机，应用于金属矿石的细破、粗磨流程中，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，提高极贫金属矿的回收率和精粉的质量。

在水泥建材领域，辊压机作为一种新型粉磨设备，技术含量较高，过去一直为国外企业所垄断。随着技术的不断突破和发展，目前我国辊压机生产企业技术水平已接近甚至超过了国外同类产品技术水平，具备完全独立的研发和生产能力，水泥辊压机的国产化比例也在不断提高；国产化水平不断提高，国内企业打破国外企业的垄断并取代其成为行业主流。

在冶金矿山领域，高压辊磨机主要取代圆锥破碎机应用于细碎，或者取代球磨机应用于粗磨。我国辊压机在矿山领域的应用要晚于国外，在技术实力方面，国外粉磨设备生产企业从事研发的时间较长，所积累的技术水平远远高于国内企业；同时，国外企业的规模较大、产品系列丰富，具有较高的品牌影响力，是客户选用其设备的最重要因素；但在市场定位方面，由于辊压机属于技术含量较高的产品，有别于其他传统制造业，国外企业并未将辊压机的生产制造转移到劳动力成本较低的国家，导致其生产成本较高，因此，在价格竞争方面，国内企业在国际市场上具有较强的竞争力。

2. 行业竞争格局

辊压机行业的主要企业在国内，辊压机系统设备生产企业主要有十多家，市场集中度较高，其中合肥肥西和中信重工竞争实力较强，其余企业的辊压机研发、生产实力相对较弱。在国外，辊压机粉磨系统设备生产企业主要集中在欧洲地区，

但基于成本高、服务难等因素，在与国内企业竞争中处于劣势。

1) 水泥辊压机市场的竞争分析

国产化水平不断提高，国内企业打破国外企业的垄断并取代其成为行业主流。

辊压机作为一种新型粉磨设备，技术含量较高，过去一直为国外企业如洪堡、魁伯恩、伯利休斯等所垄断。随着技术的不断突破和发展，目前我国辊压机生产企业技术水平已接近甚至超过了国外同类产品技术水平，具备完全独立的研发和生产能力，水泥辊压机的国产化比例也在不断提高。据中国水泥协会统计数据显示，截止 2009 年底，已有近 1,000 套国产辊压机应用在全国水泥生产线上，辊压机国产化比例达到 90% 以上。随着我国辊压机技术的不断成熟，凭借性价比优势和国家政策支持的大力推动，未来国产化比例将进一步提高。

■ 国内市场集中度较高。

在国内的辊压机市场，目前约有十多家生产企业，其中合肥肥西、中信重工、本公司是进入较早的企业之一，具有较强的技术实力和市场先发优势，其产品销量长期处于业内领先地位。其中在水泥市场，合肥肥西和公司市场占有率合计约 70%，且均保持高速发展的趋势。

2) 辊压机在矿山市场的竞争分析

■ 矿山辊压机技术含量高，仅有少数企业具备与国外企业竞争的能力

由于用于矿石采选领域的辊压机粉磨系统设备技术含量高，需要企业具有较强的自主研发和创新能力，所以目前国内掌握此技术并具有批量生产能力的企业主要有利君股份、合肥肥西、中信重工三家。2009 年，本公司率先将国产辊压机的应用领域拓展到矿山行业，当年销售数量 3 套，2010 年达到 16 套，截止 2011 年 9 月 30 日，本公司尚未执行的矿山行业订单约 1.8 亿元，具有较强的先发优势，国内市场占有率已领先于国内与国际竞争对手。

■ 矿山辊压机即将由初步应用步入高速增长阶段

在矿山领域，辊压机主要取代圆锥破碎机应用于细碎，或者取代球磨机应用于粗磨。我国辊压机在矿山领域的应用要晚于国外，2007 年，我国引进德国辊压机应用于马鞍山凹山矿，开启了国内矿山行业应用辊压机的历史，但其后并未大规模推广，其原因在于进口设备价格高，辊压机在矿山应用的配套系统及工艺设备未及时跟上。

3) 公司竞争优势

在水泥熟料粉磨细分市场，辊压机的应用时间较长，技术较为成熟，在多年竞争

过程中已形成相对稳定的竞争格局。

在水泥生料粉磨细分市场，公司自主创新研发了水泥生料终粉磨系统，并获得发明专利，成功将辊压机应用于水泥生料粉磨中，突破了辊压机只能在水泥熟料粉磨中成熟应用的局限，拓宽了辊压机的使用范围；该工艺系统具有稳定性好，使用寿命长，系统产量较高等特点，还能够有效降低水泥生料粉磨的电耗与金属消耗，打破了立磨机在水泥生料粉磨细分市场的垄断地位。

在矿山矿石粉磨细分市场，公司不断突破制约辊压机在矿山行业广泛应用的重要技术瓶颈，不断升级自主研发的辊面材料，优化辊面材料在矿石粉磨中的耐磨性，推动辊压机在矿山行业的应用。作为国内同行业中率先将辊压机应用于矿山行业的企业，在该细分市场公司亦有较为明显的市场先入优势。

综上所述，公司面临的行业竞争格局相对稳定。

4) 国际市场竞争情况

从技术实力来看，国外粉磨设备生产企业从事研发的时间较久，所积累的技术水平远远高于国内企业。同时，国外企业的规模也较大，产品系列丰富，已成为知名的跨国企业，如德国洪堡、伯利休斯、魁伯恩以及美卓、山特维克等。国外企业由于已经具有较高的品牌影响力，成为客户选用其设备的最重要因素。但从市场定位来看，由于辊压机属于技术含量非常高的产品，有别于传统的制造业，国外企业并未将辊压机的生产制造转移到劳动力成本较低的国家，导致其生产成本较高，因此，从价格竞争来看，国内企业在国际市场上具有较强的竞争力。目前，由于国内企业在国际市场上品牌知名度还不强，除具有较高技术、资金实力的企业外，国内企业很少参与国际市场竞争。随着国内企业在研发能力、资金实力、品牌影响等方面逐步增强，将会有越来越多的企业参与国际市场的竞争。

表格 3.国内外重要辊压机及配件生产企业

公司名称	所在地	主要业务和产品
合肥肥西	安徽合肥	是国内最早从事粉磨设备研发、生产的企业，1985 年从德国引进第一套辊压机，并一直致力于辊压机粉磨设备的研发和技术攻关工作，积累了丰富的技术、生产方面的经验。
鹏飞海安	江苏海安	水泥生产线工艺设计、设备制造，港股上市公司。
中信重工	河南洛阳	是中国最大的矿山机械制造企业、中国最大的重型机械制造企业之一。
唐山盾石	河北唐山	前身是唐山水泥机械厂，始建于 1910 年，是具有百年历史的水泥机械专业制造企业。
天津中天	天津	水泥生产线的设计，建设。
德国洪堡	德国	创建于 1856 年，总部德国，是世界上最大的水泥设备供

伯利休斯	德国	应商之一。拥有 150 年的丰富实践经验、雄厚的技术力量、先进精良的加工能力、以及大量专利技术，在国际同行业范围内具有较高知名度。 德国伯利休斯股份公司是蒂森克虏伯集团旗下的一家公司，拥有 150 多年的历史，在全球有 13 家子公司，是世界一流的工程设备制造商之一，主要从事水泥、矿产工业领域装备的制造。
魁珀恩	德国	创建于 1898 年，总部德国，魁珀恩公司已经发展为一家辊压机、成型机和高压磨辊机专业供应商，所制造的辊压机和高压辊磨机广泛用于细粒物料的成型压实以及固体物料的高压粉碎。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

2.2.3 航空零部件、工装及配套设备设计和制造业务

航空航天产业为国家重大战略性新兴产业，当前我国国防工业投入稳步增长，国家整体国防实力不断提高，国家在航空航天产业支持政策的逐步出台与实施及推动军民融合，将为公司航空航天产业的发展带来新的机遇。公司将持续加强与高校、科研院战略合作，通过技术升级、科研转化、项目孵化等措施不断增强公司综合研发实力，提高公司竞争优势。

1. 航空航天结构零部件

航空航天技术是高度综合的科学技术，它综合运用了基础科学和应用科学的最新成就，应用了工程技术的最新成果。航空航天技术既指进行航空航天活动所涉及的科学技术，又指研制航空航天飞行器所涉及的科学技术。

通常飞行器可分为三大类：航空器、航天器、火箭和导弹。飞行器的结构是飞行器受力部件和支撑构件的总称，对于飞机来说，包括机身、机翼、尾翼等，对导弹来说包括弹身、弹翼、舵面等。

■ 飞机结构

➤ 飞机机身

机身结构形式随着飞机的飞行性能要求不断变化，早期的飞机机身一般都是采用构架式，像桥梁结构由桁梁、横柱、支柱、斜柱(或张线)组成，外部蒙皮只起整形作用，不参与结构受力。

现代飞机要求重量轻，结构材料必须充分利用，为此将机身蒙皮与骨架牢固地连接在一起，成为像一个薄壁梁似的整体“梁式”机身，又由于

它采用了薄壁金属蒙皮，所以又称“薄壁式”机身。

➤ 飞机机翼

传统的机翼受力构件包括内部的骨架和外部的蒙皮，还有与机身连接的接头。随着飞机速度的提高，机翼结构形式的不断发展，机翼蒙皮也从布质蒙皮、层板蒙皮、金属铆接蒙皮、整体壁板蒙皮发展到了复合材料蒙皮等。

■ 导弹结构

➤ 弹身结构

弹身通常是一个细长体，由头部、圆柱段中部及尾部三部分组成。常见的弹身结构有蒙皮骨架式和整体式两种。

(1) 蒙皮骨架式弹身。是由蒙皮与骨架组成的，就蒙皮受力情况而论，蒙皮骨架式弹和无桁条式(硬式)两种。

(2) 整体式弹身。通常由几块整体板件连接而成。

➤ 弹翼的结构形式

蒙皮骨架式。蒙皮骨架式弹翼受力构件包括骨架、蒙皮和接头。

整体弹翼。指由上、替了桁条、翼梁、翼肋等构件的作用，这种形式的弹翼零件少、结构简单、装配协调容易、工艺性好、生产率高。

夹层弹翼。采用夹层壁板做蒙皮，具有重量轻、强度刚度大、构造简单的特点。

2. 航空航天钣金冲压零件

冲压加工经过长期的发展，现在已经形成大规模生产方式，生产过程逐步实现机械化、自动化，并且正向智能化、集成化的方向发展。在现代大型冲压企业中，已经很难找到当初冲压加工的原始痕迹。

钣金冲压件根据零件的相似性原则分为材料相似性零件、工艺相似性零件和结构相似性零件。材料相似性指材料品种、状态的相似性；工艺相似性指零件的加工方法、工艺装备和使用设备的相似性；结构相似性指零件的尺寸、形状、使用部位及零件上具有的结构要素的相似性。

表格 4.飞机钣金零件常用分类方法

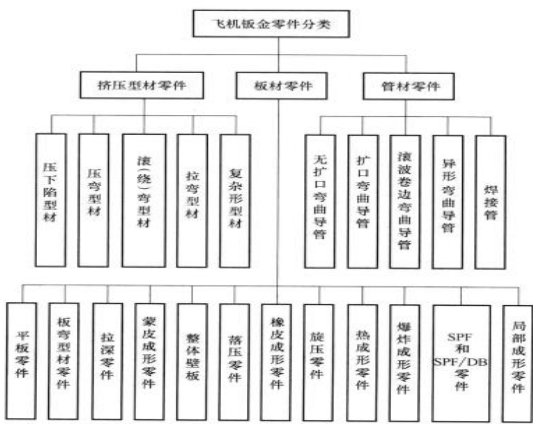
项目	内容
----	----

按材料品种	板材零件、管材零件、挤压型材零件
按材质种类	铝合金、镁合金、钢合金、钛合金、不锈钢、合金钢和普通钢板等零件
按零件结构特征	蒙皮、隔框、翼肋、梁、整流罩、带板和角材等零件
按工艺方法	下料、压弯、滚完、拉弯、绕弯、拉深、拉形、落压、旋压、闸压、橡皮成形、喷丸成形、包扎成形、局部成形。超塑性成形（SPF）及超塑性成形与扩散连接等零件。
按零件成形温度	冷成形零件、温热成形零件、热成型零件

资料来源：航空航天钣金冲压件制造技术_中国锻压协会编著，川财证券研究所

由于飞机钣金零件品种多、数量大、结构和成形方法复杂，所以，首先按材料相似性分为板材零件、管材零件和挤压型材三大类，在每种材料中，再根据结构相似性和工艺相似性，分为若干零件相似族。

图 10： 飞机钣金冲压件分类图表



资料来源：航空航天钣金冲压件制造技术_中国锻压协会编著，川财证券研究所

表格 5.航空航天钣金冲压件的基板工艺流程

项目	内容
平板件	平板件是指工程图样给定的平板零件和成形工艺要求的坯料或展开料。通常这类平板件，其工作内容还包括依据工程图样、坯料交付状态要求利用加工设备和模具在板料上加工出各类的孔(包括减轻孔)、加强窝、加强梗等。
下料	下料是钣金零件加工的第一道工序，通过对钣金板材、带材下料加工获得平板零件或毛料。按工作方式可分为手工下料和机床设备下料。手工下料包括手工划线和手工剪切；机床设备下料可分为剪切、铣切、冲切、锯割、火焰切割、激光切割、电火花线切割、高压水切割、等离子切割等。
排样	排样是指在下料前将平板件按外廓尺寸组合，排布在整张板材上，使其边角余量最少的布置方法，目的是提高原材料的利用率。排样的基本原则，一定要是同种的或不同种但材料牌号和规格相同的平板件才能组合(一般称为组合排样)；必须满足平板零件之间或平板零件与板料边缘之间合理余量要求。
剪切	常用剪切形式包括，平口剪、直圆盘剪、直圆盘剪、斜滚剪、多盘剪、振动剪、切断模剪和蚕食剪

冲裁	等。 冲裁是钣金件的分离工序之一，完成冲孔和裁件工序，获得零件内外形，借助冲裁模在压力机床上进行。冲裁适用于平板件的落料、冲孔和切断等工序。用于不适宜剪切、铣切的小零件的批量加工。生产效率高，但工装费用也高。
激光切割	激光切割是利用激光器做热源的一种无接触切割技术，采用红宝石、钕玻璃、CO ₂ 、氦、氖等做激光器。切割缝隙为 0.1~0.5mm，热影响区宽度仅为 1mm，切割精度高，工件变形小，无噪声污染，适用于钛合金、不锈钢、合金钢板料的各种曲线内外形零件。尺寸为 1300mm×2300mm。
电火花线切割(简称线切割)	是把工件和电极丝(钼丝、铜丝)各当做电极，并保持电火花线切割(简称线切割)适当距离，施加足够电压后，形成火花隙，对工件进行电蚀切割的加工方法。合金钢、工具钢、普通钢板制作的零件。料厚在 100mm 以内，外形尺寸为 40~500mm，一般用于模具制造。
变频振动精密下料	针对管料、型材下料，基于疲劳断裂机理，利用变化的激振力变频振动和在管料、型材表面 V 形槽的应力集中效应，通过变频器改变偏心块的旋转速度，控制在不同下料阶段的位移、振幅与激振力，实现管料、型材的精密下料。

资料来源：航空航天钣金冲压件制造技术_中国锻压协会编著，川财证券研究所

3. 航空航天工装及配套设备

航空航天工装产品主要是航空产品研制与生产过程中需要的各类工装。航空航天制造过程中使用的工装，按照工艺过程可以分为成形工装、装配工装、转运工装、切边工装等多种工装。按用途工装可以分为装配夹具（主要是型架）、夹具（包括专用夹具和组合夹具）、模具（包括金属模具和非金属模具）、刀具、量具、样板等几类。

不同的工装产品其结构的差异性非常大。简单的刀具、样板等产品只有一个零件组成，是一种单零件工装；一般的夹具和模具通常有几十、上百个零件组成，是一种多零件简单工装；而大型的复杂的型架通常有非常多的零件组成，其结构非常复杂，是一种多零件复杂工装。

由于工装产品是服务于航空产品，在航空产品研制与生产过程中处于设计过程的下游和制造过程的上游，其设计与生产受主机产品的影响很大，航空产品的设计更改和工艺更改都会影响到工装产品，具有被动接受航空产品设计与工艺更改的特点。而且规模效率低，除刀具具有一定的批量外，大部分工装是单件生产，具有多品种、单件、批量混合生产的特点。

由于工装具有被动接受航空产品设计与工艺更改，以及标准化程度低、单件生产等特点，使工装具有设计更改与工艺更改多的特点。

4. 公司在航空零部件、工装及配套设备设计和制造业务上的布局

1) 公司主要产品和服务

公司的航空零件和工装设计制造业务主要包括结构零件，装配部件，工装

和加工配套设备的设计和制造四大类产品和服务。公司现在以五大专业厂为主，一是零件制造厂，以上机金属结构零件为主；二是钣金厂，公司在钣金领域有核心独特优势，工厂 800 人一半都是钣金工人；三是装配厂，以装配部件为主；四是工装制造厂，提供工装和大型模具；第五是配套设备，包括下料（如切割铝材）等智能配套设备。

2) 航空航天业务经营主体

公司经营航空航天零件及工装设计和制造业务的是全资控股子公司成都德坤航空设备制造有限公司，公司主营航空零件及工装设计制造业务，其主要从事航空飞行器零部件开发制造、精密数控加工、钣金开发制造，航空试验件及非标产品制造，航空航天零部件的装配制造等，产品主要应用于军用、民用航空飞行器制造。

2019 年，公司为进一步推动航空航天业务的发展，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。德坤航空分别在成都温江区和成都新都区投资新设了全资子公司，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。

公司以德坤利国为投资主体投资新建航空航天智能化生产线项目，项目建成后 will 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。

德坤空天已入驻位于新都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零件及工装设计制造业务综合制造能力。

三、公司近年重大资本运作

3.1 公司近年重大资本运作

表格 6. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	开始时间
1	IPO 发行公告日	完成	2011/12/23
2	收购德坤航空 100% 股权	完成	2015/5/13
3	收购天海翔 51% 股权	中止	2018/1/5

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.2 IPO 发行主要情况

表格 7.2011 年 IPO 发行结果

关键项目	具体内容
发行股份总数	4100 万股，占发行后总股本的比例为 10%
发行价格	25 元/股
发行市盈率	17.61
募集资金	募集资金净额 9.78 亿元

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

表格 8.IPO 募投资金项目

序号	项目名称	主要内容	实际投资 (万元)
1	大型辊压机系统产业化 基地建设项目	20161206:结合当前经济形势及公司产品技术创新能力和自身生产经营实际情况，为保证募集资金的有效使用，切实维护股东利益，公司董事会同意终止募投项目大型辊压机系统产业化基地建设项目。	4.97/1.76
2	小型系统集成辊压机产 业化基地建设项目	20131211:拟终止对小型系统集成辊压机产业化基地建设项目的投资。	1.38/0.88
3	辊压机粉磨技术中心	20161206:公司拟对募集资金投资项目“辊压机粉磨技术中心”的建设时间及资金投入计划进行调整，将上述募投项目预计完成时间由 2017 年 12 月调整至为 2019 年 12 月 31 日。20180105:公司拟变更募投项目辊压机粉磨技术中心部分募集资金 10,000 万元和使用自有资金 5,300 万元，合计 15,300 万元，将用于收购广州天海翔航空科技有限公司 51%的股权。20181026:公司结合自身实际生产经营情况，为了降低募集资金的投资风险，以切实维护股东特别是中小股东利益，经公司审慎研究，拟终止募投项目辊压机粉磨技术中心。	1.10/0.16
	收购成都德坤航空设备制造有限公司股权	IPO 募投资金变更投向	2.65 /2.65
	小型系统集成辊压机产 业化基地建设项目节余 募集资金(含利息)	IPO 募投资金结余	0.56/0.56
	收购广州天海翔航空科 技有限公司 51%的股权		10/中止

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.3 2015 年德坤航空收购

公司 2015 年 8 月发布《关于收购成都德坤航空设备制造有限公司股权的公告》，披露公司以节余募集资金、超募资金、自有资金合计人民币 3.7 亿元现金收购成都德坤航空设备制造有限公司 100%股权。

2015 年 8 月 24 日，公司与德坤航空的股东林晓枫、徐航、刘勇在成都市签署了《成都德坤航空设备制造有限公司股权转让协议》。上述收购股权的交易不构成关联交易，也不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

成都德坤航空设备制造有限公司成立于 2008 年 12 月，主要从事航空飞行器零部件开发制造，涵盖航空钣金零件的开发制造；航空精密零件数控加工；工装、模具设计制造及装配；航空试验件及非标产品制造；是国内航空产业的配套零部件制造服务商。

德坤航空公司所制造的航空零部件应用于多型号军用飞机、大型运输机、无人机、导弹等。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，使公司钣金零件的加工及配套服务能力优势明显。

德坤航空公司目前已建立并通过了 ISO9001 质量管理体系、AS/EN9100 航空航天质量管理体系、GJB9001 国军标质量管理体系认证；具备武器装备科研生产单位三级保密资格（证书编号：SCC13052）。

3.4 股权激励：2018 年限制性股票激励

3.4.1. 股权激励实施的关键流程和节点

公司已于 2018 年 6 月 7 日公告限制性股票激励计划草案，本次采取一次授予分期解锁的方案。

表格 9.2018 年股权激励实施的关键时间节点和内容

重要节点	时间	对应公告
股权激励预案	2018/6/7	利君股份：第一期限限制性股票激励计划(草案)

股东大会审议	2018/6/30	第四届董事会第一次会议决议公告
限制性股票首次实施	2018/8/24	关于公司第一期限制性股票授予登记完成的公告

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

3.4.2. 股权激励方案的主要内容

表格 10.2018 年股权激励方案具体内容

关键要素	主要内容
授予方案	本计划股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股股票。本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为 1,500 万股，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，约占本激励计划签署时公司股本总额 100,250 万股的 1.50%。本计划授予的限制性股票授予价格为每 3.42 元，经 20171231 分红调整为 3.36 元。
授予条件	激励对象只有在同时满足下列条件时，才能获授限制性股票： (1) 公司未发生以下任一情形：①最近一个会计年度财务会计报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；②最近一个会计年度财务报告内部控制被注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告；③上市后最近 36 个月内出现过未按法律法规、公司章程、公开承诺进行利润分配的情形；④法律法规规定不得实行股权激励的；⑤中国证监会认定的其他情形。 (2) 激励对象未发生以下任一情形：①最近 12 个月内被证券交易所认定为不适当人选的；②最近 12 个月内被中国证监会及其派出机构认定为不适当人选的；③最近 12 个月内因重大违法违规行为被中国证监会及其派出机构行政处罚或者采取市场禁入措施的；④具有《公司法》规定的不得担任公司董事、高级管理人员情形的；⑤法律法规规定不得参与上市公司股权激励的；⑥中国证监会认定的其他情形。
解锁期	本激励计划的有效期为自限制性股票上市之日起至所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日止，不超过 48 个月。限制性股票授予后即行锁定。激励对象获授的限制性股票适用不同的限售期，分别为 12 个月、24 个月和 36 个月，限售期均自激励对象获授限制性股票上市之日起计算。
解锁条件	第一次解除限售，以 2014 年-2017 年全资子公司德坤航空营业收入平均数为基数，德坤航空 2018 年实现的营业收入与基数相比增长率不低于 30%，且德坤航空 2018 年实现的净利润不低于其 2014 年-2017 年净利润的平均数。第二次解除限售，以 2014 年-2017 年全资子公司德坤航空营业收入平均数为基数，德坤航空 2019 年实现的营业收入与基数相比增长率不低于 60%，且德坤航空 2019 年实现的净利润不低于其 2014 年-2017 年净利润的平均数。第三次解除限售，以 2014 年-2017 年全资子公司德坤航空营业收入平均数为基数，德坤航空 2020 年实现的营业收入与基数相比增长率不低于 90%，且德坤航空 2020 年实现的净利润不低于其 2014 年-2017 年净利润的平均数。

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

四、投资建议

4.1 投资逻辑和观点

4.1.1. 公司是建材和矿山辊压机及配套设备行业领先者，国内增量主要看水泥生料和矿山粉磨市场渗透率提升，公司辊压机后市场服务盈利能力强成长空间大

公司主要经营产品辊压机（高压辊磨机）作为水泥、矿山行业粉磨系统的核心设备，是目前已知的最高效节能的粉碎设备之一，符合产业政策的发展方向，属于国家鼓励发展的产品，具备良好的发展前景。

为实现节能减排目标，国家对高能耗、低产出行业加强管控，有效控制电力、钢铁、建材、化工等重点行业碳排放，鼓励传统制造业企业工艺技术装备更新改造，加快能源技术创新，推动粉磨设备主要向节能减排的方向发展。建材行业能耗指标升级推动设备的更新以及产能总量控制减量置换推动利用新建产能置换老产能是公司辊压机需求的主要动力，公司产品在水泥生料和矿山石料粉磨市场渗透率提升是公司重点发力的方向。

下游建材行业尤其是水泥行业近几年竞争格局明显改善，集中度提升明显，行业景气度和盈利能力都相对较好。建材设备行业已经进入相对成熟期，属于典型的存量市场，主要是更新需求主导，国内新增需求有限，主要看国外市场拓展。但建材设备后市场空间巨大，且盈利能力较好。公司辊压机配件和维修服务毛利率都维持较高水平，彰显公司在核心粉磨设备市场的竞争地位。

4.1.2. 公司重点布局和发展航空航天零部件以及工装设计和制造业务，规模和品类持续扩张，推动业务未来五年高速增长

公司的航空零件和工装设计制造业务主要包括结构零件，装配部件，工装和加工配套设备的设计和制造四大类产品和服务。公司现在以五大专业厂为主，一是零件制造厂，以上机金属结构零件为主；二是钣金厂，公司在钣金领域有核心独特优势，工厂 800 人一半都是钣金工人；三是装配厂，以装配部件为主；四是工装制造厂，提供工装和大型模具；第五是配套设备，包括下料（如切割铝材）等智能配套设备。

2019 年，公司为进一步推动航空航天业务的发展，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。德坤航空分别在成都温

江区和成都新都区投资新设了全资子公司，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。公司通过两个孙公司在成都新都 and 温江新建基地，扩大规模以满足较为旺盛的需求，也同时继续加大研发投入扩张产品品类。

4.2 盈利预测与估值比较

4.2.1. 盈利预测

1. 近期关键财务数据

公司 2019 年实现总营业收入 6.88 亿元，其中辊压机、辊系（子）和航空零件及工装设计制造分别为 2.97、1.88、和 1.22 亿元，分别贡献了营业收入的 43%、27%和 18%。

公司 2020 年第一季度实现营业收入 1.26 亿元，营业利润 3944 万元，归属母公司净利润 3326 万元；实现毛利率 42.17%，净利率 26.37%。

2. 盈利预测假设

收入：公司主营业务中辊压机产品收入增长主要看辊压机在水泥生料粉碎环节渗透率的提升速度和水泥行业产能减量置换的力度和节奏，我们预计近几年可以维持稳定的低速增长；辊系（子）属于辊压机的零部件维修和更换服务，属于典型的辊压机后市场，盈利能力较强空间广大，也是公司重点拓展的方向，我们预计未来收入增速较快。航空航天零部件及工装设计制造业务，既包括航空航天零件生产，部件装配，还包括相应工装及配套设备生产及服务业务，是公司未来几年重点研发和产能投入的方向，也是公司营收增长的主要来源。

毛利率：公司在辊压机及配套设备和服务业务行业中的竞争地位较好，该细分市场行业已进入成熟阶段，下游客户集中度较高，且景气度较高，我认为公司铸辊压机及配套设备和服务业务毛利率可维持高位。公司航空航天零部件及工装设计制造业务 2019 年受加大研发投入和研发人员激励影响，毛利率有所下行，我们预计 2020 年以后逐步修复到正常的 60%左右，未来受资本开支和新产品研发量产影响维持稳定。

3. 盈利预测结论

我们预计 2020-2022 年，公司可实现营业收入 7.66（同比增长 8%）、8.67 和 10.11 亿元，以 2019 年为基数未来两年复合增长 14%；归属母公司净利润 1.99（同比增长 12%）、2.35 和 2.93 亿元，以 2019 年为基数未来两年复合增长 21%。总股本 10.18 亿股，对应 EPS0.20、0.23 和 0.29 元。

表格 11.公司分业务收入和毛利率假设（单位：百万元/%）

指标	分业务	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
收入	辊压机	213	297	303	309	315
	同比增长	-29.14%	39.63%	2.00%	2.00%	2.00%
	辊系(子)	135	188	226	271	325
	同比增长	104.47%	38.91%	20.00%	20.00%	20.00%
	航空零件及工装	99	122	153	199	278
	同比增长	1.87%	23.28%	25.00%	30.00%	40.00%
	其他业务	69	80	84	89	93
	同比增长	12.20%	16.07%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	辊压机	28.68%	30.65%	30.55%	30.45%	30.35%
	辊系(子)	48.38%	58.03%	60.03%	60.03%	60.03%
	航空零件及工装	63.25%	54.98%	55.98%	59.98%	63.98%
	其他业务	45.77%	46.25%	46.25%	46.25%	46.25%

资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

4.2.2. 估值比较

2020 年 6 月 24 日，股价 4.80 元，总股本 10.18 亿股，对应市值 49 亿元，2020-2022 年 PE 约为 25、21 和 17 倍。公司辊压机及相关设备业务竞争优势明显，受益于建材和矿山行业产能置换和设备改造升级，设备服务后市场盈利能力强成长空间广大，航空航天零部件和工装设计和制造业务是未来增长的主要动力，我们首次覆盖给予“增持”评级。

表格 12. 可比公司估值

序号	代码	公司	股价 /元	市值/亿元		EPS/元			PE			PB	ROE
				总计	流通	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	最新	2019
可比	603308.SH	应流股份	19.50	95	85	0.15	0.38	0.54	130.10	50.78	35.97	2.62	2.34%
	000697.SZ	炼石航空	8.97	60	51	0.04			245.37			4.17	
	603131.SH	上海沪工	17.57	56	51	0.23	0.43	0.59	75.26	41.10	29.68	4.59	6.92%
	000818.SZ	航锦科技	23.17	160	157	0.73	0.62	0.76	31.76	37.45	30.68	5.75	11.20%
	300696.SZ	爱乐达	34.88	62	26	0.38	0.70	0.98	91.07	49.82	35.75	7.14	8.14%
	小计	算术平均							114.71	44.79	33.02	4.85	7.15%
		几何平均							92.98	44.42	32.90	4.60	6.20%

资料来源：Wind，川财证券研究所，数据更新于 2020/6/24

风险提示

航空航天新产品研发和量产低于预期；
毛利率超预期下行；
建材和矿山设备行业景气度超预期下行。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1911	2222	2523	2965	营业收入	688	766	867	1011
货币资金	554	719	917	1149	营业成本	383	413	450	500
应收和预付款项	295	485	396	629	营业税金及附加	8	10	12	14
存货	361	318	422	399	营业费用	46	46	52	61
其他流动资产	700	700	787	787	管理及研发费用	90	77	95	116
非流动资产	592	592	592	592	财务费用	-13	-15	-19	-24
长期投资	0	0	0	0	资产和信用减值损失	2	0	0	0
投资性房地产	46	46	46	46	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产和在建工程	165	165	165	165	其他收益、利得和损失	31	0	0	0
无形资产和开发支出	378	378	378	378	营业利润	206	234	276	345
其他非流动资产	3	3	3	3	其他非经营损益	4	0	0	0
资产总计	2503	2814	3114	3556	利润总额	210	234	276	345
流动负债	388	500	478	627	所得税	32	35	42	52
短期借款	1	0	0	0	净利润	178	199	235	293
应付和预收款项	387	500	478	627	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	178	199	235	293
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	215	220	258	322
其他非流动负债	1	1	1	1	EPS (元)	0.18	0.20	0.23	0.29
负债合计	389	502	479	628	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1018	1018	1018	1018	成长能力				
资本公积	358	358	358	358	营业收入	33.1%	11.4%	13.2%	16.6%
留存收益	826	1025	1260	1553	营业利润	46.5%	18.6%	18.0%	24.7%
归属母公司股东权益	2201	2400	2635	2928	归属于母公司净利润	49.7%	15.7%	18.0%	24.7%
负债和股东权益	2590	2902	3114	3556	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	44.3%	46.0%	48.1%	50.6%
单位:百万元					净利率(%)	25.9%	26.0%	27.1%	29.0%
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	7.8%	8.3%	8.9%	10.0%
经营活动现金流	116	151	179	209	ROIC(%)	10.1%	19.6%	22.2%	26.6%
税后经营利润	155	199	235	293	偿债能力				
折旧摊销	26	0	0	0	资产负债率(%)	15.6%	17.8%	15.8%	18.1%
利息费用	-4	-14	-18	-23	带息负债比率(%)	0.26%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	-2	0	0	0	流动比率	4.92	4.44	5.09	4.59
营运资金变动	-72	-34	-37	-61	速动比率	3.99	3.81	4.21	3.95
其他经营现金流	13	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-22	0	0	0	总资产周转率	0.27	0.27	0.29	0.29
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	3	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	1.06	1.30	1.07	1.25
其他投资现金流	-22	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-153	13	18	23	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	0.23	0.29
短期借款	-153	-1	-0	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.15	0.18	0.21
长期借款	0	14	18	23	每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.01	2.16	2.36
股权投资	0	0	0	0	估值比率				
支付股利	0	0	0	0	P/E	28.38	24.52	20.79	16.67
其他筹资现金流	0	0	0	0	P/B	2.22	2.04	1.85	1.67
现金净增加额	-59	165	198	232	EV/EBITDA	17	16	13	9

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C00004