

2014年11月24日

东睦股份 (600114)

——内生增长动力强，上调16年盈利预测，上调目标价至22.8元，买入！

报告原因：调研上市公司

买入

维持

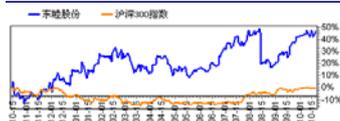
市场数据:	2014年11月21日
收盘价(元)	15.14
一年内最高/最低(元)	17.82/9.28
上证指数/深证成指	2357/8204
市净率	4.1
息率(分红/股价)	1.00
流通A股市值(百万元)	2513

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2014年09月30日

每股净资产(元)	3.67
资产负债率%	20.97
总股本/流通A股(百万)	377/166
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《东睦股份(600114)2014年三季度报预增点评——前三季度业绩增长超预期，短期目标价20元，买入！》

2014/10/14

证券分析师

叶培培 A0230511040055 ARG353
yep@swsresearch.com
徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人

徐若旭
(8621)23297818x7427
xurx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,140	18	73	94	0.36	28.1	9.9	42	15
14Q1-Q3	902	6	99	90	0.26	30.9	7.2		
2014E	1,302	14.2	135	84.0	0.37	31.2	9.3	42.1	18.3
2015E	1,505	15.5	214	58.0	0.57	32.7	13.5	26.7	14.9
2016E	1,851	23.1	353	65.2	0.94	37.9	19.5	16.2	10.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **抢夺外资厂商市场份额，产品竞争力强壁垒高。**公司目前粉末冶金零件产品的主要竞争对手为GKN（英国），米巴（奥地利），住友（日本）等，在与外资厂商的竞争中，依靠迅速的生产反馈机制，低廉的成本和更卓越的产品开发技术，东睦占据优势地位，即使在后发劣势，产品价格不具有明显优势的情况下，东睦股份也能成功胜出，目前已成为五大VVT/VCT零部件的主流供应商，这是2014年切实发生的事情。鉴于汽车零部件供应的粘性，技术生产能力和固定资产投资能力与规模，东睦股份在粉末冶金行业拥有极强的进入壁垒，是公司未来独享进口替代红利的关键。
- **VVT等新产品国产化进程刚刚起步，变量泵真空泵接力新产品。**按50%VVT渗透率，保守按每车1套估计，中国一年1600万辆乘用车，对应800万套每年的新增需求。按东睦提供的产品单价80-120元/套计算，每年新增的VVT对应粉末冶金产值大约在8亿元左右，按2014年东睦单VVT业务量接近1.5亿元测算，目前市场份额占比约18.75%。由于东睦是主流5家VVT生产商的主角供应商，未来潜在的市场占有率可以高达50%-60%，这点上来说，我们可以看出东睦对应的VVT领域的粉末冶金供应的增长还有很大空间。2015年变量泵升级（产品单价10元/套上升至70元/套）也将带来显著的新产品收入，类似的真空泵等也均会成为下一个高速增长的新产品利润点。
- **新产品投放提升生产效率，折旧维持不变产出大幅增加提升效率。**由于新产品普遍具有高附加值的特性，东睦股份在保持每年1.1-1.2亿元折旧不变的基础上，单位产出值显著增加，这将有助于公司在维持较低的销售增速的同时带来高速的利润增长，报表表现形式为毛利率大幅改善，另外原材料铁粉降价和财务费用节省亦对上述因素有所贡献。
- **收购科达磁电丰富公司产品系列，并产生互助作用。**收购科达磁电令公司产品由铁基粉末冶金产品拓展至磁性材料粉末，从粉末冶金结构件拓展至粉末冶金功能件，是对公司现有产品的补充，打破投资者对公司下游空间天花板的担忧。基于产品协同效应和依赖前期的技术储备，科达磁电未来拥有广阔前景。

- **上调16年盈利预测，买入评级。**公司未来股价上涨依旧主要依托快速的内生增长。基于公司行业竞争业态的优化，将获得高于我们原先预期的市场份额，我们上调公司2016年盈利预测，给予公司14-16年EPS0.37/0.57/0.94元（原先为0.37/0.57/0.74元），考虑到公司2015年58%以上的增速、新产品的环保属性、外延式并购带来确定的业绩增长、产品极强的壁垒和广阔的行业进口替代空间，我们给予公司2015年一定估值溢价40X，对应短期目标价22.8元，维持买入评级！

表1：利润表预测

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	969	1,140	1,302	1,505	1,851
营业总成本	923	1,049	1,141	1,256	1,442
营业成本	729	820	895	1,008	1,149
营业税金及附加	9	9	11	13	15
销售费用	36	43	47	54	67
管理费用	101	123	139	155	187
财务费用	45	50	46	23	19
资产减值损失	3	3	3	3	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	47	91	161	249	410
营业外收支	6	2	4	4	3
利润总额	52	93	164	252	413
所得税	9	12	21	32	52
净利润	43	81	144	220	360
少数股东损益	5	8	8	7	7
归属母公司所有者净利润	38	73	136	214	353

表2：主要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.19	0.36	0.57	0.94
每股经营现金流	0.48	0.59	0.65	0.90	1.15
每股净资产	1.72	1.97	3.85	4.21	4.80
ROIC	5.4	8.4	11.0	14.7	27.1
ROE	5.8	9.9	9.3	13.5	19.5
毛利率	24.8	28.0	31.3	33.0	37.9
EBITDA Margin	19.8	21.7	25.6	27.3	30.6
EBIT Margin	9.4	12.4	15.9	18.0	23.1
收入同比增长	(3.5)	17.6	14.2	15.5	23.1
净利润同比增长	(34.8)	93.6	84.8	57.5	65.2
资产负债率	54.9	52.5	35.4	34.8	32.1

净资产周转率	1.49	1.54	0.90	0.95	1.02
总资产周转率	0.61	0.67	0.55	0.59	0.66
有效税率	17.4	12.7	12.7	12.7	12.7
股息率	0.0	0.0	0.4	1.4	2.2
估值指标(倍)					
P/E	150.6	77.8	42.1	26.7	16.2
P/B	8.8	7.7	3.9	3.6	3.2
EV/Sale	6.7	5.6	4.5	3.8	2.9
EV/EBITDA	33.7	26.0	17.7	14.0	9.3

资料来源：公司年报，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。