

公司研究/首次覆盖

2019年07月16日

有色金属/合金碳材 II

投资评级: 增持 (首次评级)

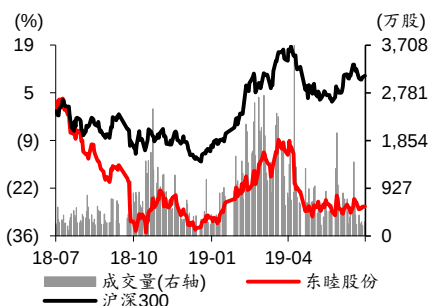
当前价格(元): 6.45
合理价格区间(元): 7.42~8.48

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

粉末冶金龙头重整待发, 成长可期

东睦股份(600114)

国内粉末冶金龙头, 重整待发, 未来成长可期

东睦股份作为粉末冶金龙头, 2018Q1-3 国内市占率约 28%, 公司组织架构独立, 10-18 年分红率维持 50% 左右。公司深耕粉末冶金多年, 在研发、技术、工艺、市场等优势造就了优异的产品性能和显著的成本优势。随着公司在汽车和家电粉末冶金、以及软磁产品的市场拓展, 公司凭借成本、管理和财务费用等降低, 市场份额和盈利水平有望提升。我们预计 18-20 年公司 EPS 为 0.53/0.60/0.70 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

深耕粉末冶金, 高质量、高成长、高分红

东睦股份系中日合资企业, 日方持有 14%, 国内管理层持有 16%, 无实际控制人。公司组织架构独立, 截至 2019Q1 已实施三期股权激励, 激发企业活力; 10-18 年公司分红率维持约 50%。公司作为国内粉末冶金龙头, 产品质量优异, 成本优势显著; 客户为全球一线汽车和家电零部件供应商, 市场份额有望扩大实现国产替代。随着公司折旧摊销比例降低、人力和财务费用减少, 我们预计 19-21 年盈利水平将持续提升。

粉末冶金业务: 深化汽车、家电市场, 国产替代持续增长

粉末冶金适用于难熔金属和小尺寸精密结构件, 17 年全球销售规模约 650 亿元, 日欧领跑全球, 国内少数合资厂商逐步进入合资汽车和高端家电供应体系。东睦股份作为国内粉末冶金龙头, 2018Q1-3 国内市占率约 28%, 核心产品包括 VVT/VCT、变速箱、油泵等汽车零部件、空调及冰箱压缩机, 客户为全球一线汽车和家电零部件供应商。公司粉末冶金业务持续维持高盈利水平, 一方面源于公司调整结构提高汽车结构件占比; 另一方面公司自主配比原料和全流程设计, 可消化原材料价格波动; 我们预计 19-21 年公司凭借高质量低成本优势, 将不断提升在国内合资品牌汽车的市场占比。

软磁业务: 国内铁硅软磁材料佼佼者, 积极拓展新能源、通讯等应用

东睦科达主要从事铁硅系软磁材料生产和销售, 适用于中高频大功率应用场景, 如新能源汽车和充电桩、空调、电源、光伏等领域。17 年我国金属磁粉芯产值约 200 亿元 (含元件), 12-17 年生产规模维持约 20% 增速。科达作为国内铁硅软磁材料头部企业之一, 拥有年产 3000 吨合金粉末生产线和 1000 万只铁硅铝磁粉芯、2 亿支铁粉芯生产能力, 近年着力拓展纯电动汽车、充电桩、太阳能、通讯等领域产品应用, 有望成为公司新增长点。

粉末冶金龙头蓄势待发, 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计 19-21 年 20.54/22.25/24.37 亿元, 归母净利润为 3.41/3.89/4.49 亿元。从材料性质看公司属于粉末冶金行业, 从材料主体应用领域看可归类为汽车结构件二级供应商。我们参考 19 年可比公司 wind 一致预期 PE 中位数 13X、均值 17X, 考虑到公司的日系背景和市场地位、稳健的财务管理以及高分红比例, 且未来盈利水平存在改善预期, 同时考虑到全球汽车销量下滑对订单的负面影响, 我们按照 19 年归母净利润给予 14-16XPE, 目标价 7.42-8.48 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 汽车销量、粉末冶金件国产替代进程、铁硅软磁需求不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	645.55
流通 A 股 (百万股)	639.18
52 周内股价区间 (元)	6.14-10.04
总市值 (百万元)	4,164
总资产 (百万元)	3,427
每股净资产 (元)	4.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,783	1,918	2,054	2,225	2,437
+/-%	21.49	7.59	7.09	8.31	9.52
归属母公司净利润 (百万元)	300.10	327.97	340.92	389.33	449.24
+/-%	70.65	9.29	3.95	14.20	15.39
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.51	0.53	0.60	0.70
PE (倍)	13.87	12.70	12.21	10.69	9.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

东睦股份：国内粉末冶金龙头，国产替代进行时	5
中日合资，组织结构独立	5
深耕粉末冶金，拓展软磁业务	5
业绩稳定增长，维持高分红率	7
多年积累转型，经营数据逐步向好	8
粉末冶金业务：汽车、家电市场佼佼者	10
粉末冶金行业：精密结构件优选工艺，日本欧洲引领市场	10
粉末冶金适用于难熔金属和小尺寸精密结构件	10
国内外粉末冶金行业保持增长态势，汽车零部件是主要应用领域	11
日欧企业领跑全球粉末冶金市场，国内合资背景厂商异军突起	14
国内粉末冶金企业的机会：国产替代	15
国内粉末冶金龙头，深化汽车、家电市场	18
国内粉末冶金龙头，近 5 年国内市场占比约 20%	18
盈利水平不断提升，定位国内中高端下游市场	19
软磁业务：扩建粉末产线，进军中高频、大功率能量转换市场	21
软磁行业：大功率能量转换，推升铁硅铝软磁需求	21
铁硅铝软磁能量损耗低，适用于中高频、大功率能量转换领域	21
17 年我国金属磁粉芯产值约 200 亿元（含元件），12-17 年生产规模复合增速约 20%	22
国内外软磁行业格局基本形成	23
东睦科达：铁硅系软磁材料佼佼者，品类丰富、技术积淀深厚	24
入股东睦科达，发挥协同优势，进军汽车、通信、新能源等市场	24
营收稳定增长，持续升级应用场景	25
发展铁硅系列合金磁粉芯，品类丰富	25
盈利预测与估值	28
盈利预测	28
估值	29
风险提示	29
PE/PB - Bands	29

图表目录

图表 1: 2019Q1 公司股权结构.....	5
图表 2: 公司产品对应的主要下游变迁过程.....	5
图表 3: 东睦股份历史沿革	6
图表 4: 公司主要产品示意图.....	7
图表 5: 2011-2018 公司营收与净利润情况	7
图表 6: 2013-2018 公司营收结构	8
图表 7: 2010-2018 公司分红金额和股利支付率.....	8
图表 8: 2009-2018 公司毛利率和净利率	9
图表 9: 2009-2018 公司 ROE 和 ROIC.....	9
图表 10: 2009-2018 公司折旧与摊销占营业成本比例	9
图表 11: 2012-2018 固定资产和分拆项目期末值和增速	9
图表 12: 2009-2018 公司人均营收	9
图表 13: 2009-2018 公司人力投入回报率	9
图表 14: 2009-2018 公司资产负债率.....	9
图表 15: 2009-2018 公司带息债务	9
图表 16: 粉末冶金行业流程图.....	10
图表 17: 粉末冶金产业链.....	10
图表 18: 各类金属加工方法的材料利用率和能耗对比	11
图表 19: 各类金属加工方法结构件的性能对比	11
图表 20: 全球粉末冶金行业生产总值年增长率	11
图表 21: 2013-2017 全球粉末冶金行业销售额	11
图表 22: 全球各区域粉末冶金制品产量占比和预测额	12
图表 23: 全球各区域粉末冶金制品销售额占比	12
图表 24: 我国粉末冶金行业销售额及其增长率	12
图表 25: 2018 全球粉末冶金制品占比	13
图表 26: 2018 年欧洲及日本地区粉末冶金制品的应用领域	13
图表 27: 2013-2018 年 1-9 月我国粉末冶金行业销售结构（亿元）	13
图表 28: 2018 及 2020 全球不同材料粉末冶金制品市场份额预测.....	13
图表 29: 2016 年亚洲铁基粉末冶金制品主要产量	14
图表 30: 2016 年亚洲铜基粉末冶金制品主要产量	14
图表 31: 2016 全球粉末冶金市场企业分布	14
图表 32: 国内粉末冶金主要生产厂商	15
图表 33: 2011-2018 年国内汽车销量及同比增速	15
图表 34: 2016 世界各国汽车保有量（单位：辆）	15
图表 35: 2017-2018 国内汽车市场各汽车品牌分化明显.....	16
图表 36: 2012-2018 年全球汽车零部件行业营业收入及同比增速	16
图表 37: 2012-2018 年全球汽车零部件行业净利润及同比增速	16
图表 38: 2012-2018 年 SW 汽车零部件行业营业收入及同比增速	17
图表 39: 2012-2018 年 SW 汽车零部件行业归母净利润及同比增速	17

图表 40: 2013-2018Q1-3 我国汽车和家电粉末冶金结构件销售额占比	17
图表 41: 2016 粉末冶金销售额中汽车结构件占比	17
图表 42: 2017 各国单车粉末冶金结构件用量	17
图表 43: 2013-2018Q1-3 公司粉末冶金销售额在国内占比稳定提升	18
图表 44: 2013-2018 东睦粉末冶金业务营收和毛利率	18
图表 45: 2014-2018 东睦粉末冶金产量和销量	18
图表 46: 2015-2018H1 公司粉末冶金业务的下游结构	19
图表 47: 2016 年公司主要客户和销售占比	19
图表 48: 东睦主要子公司基本介绍	19
图表 49: 2013-2018H1 公司汽车配件和压缩配件销售占比变化趋势	20
图表 50: 2013-2018 公司粉末冶金产品单位成本与废钢年均价格的关系	20
图表 51: 公司 2013-2018 研发支出	20
图表 52: 公司 2016-2018 研发人员情况	20
图表 53: 磁性材料的分类	21
图表 54: 各类软磁材料的性能对比	21
图表 55: 铁硅铝软磁材料产业链	22
图表 56: 2012-2016 国内软磁和硬磁元件产量和销量	23
图表 57: 2008-2016 国内金属软磁和铁氧体软磁元件销量和增速	23
图表 58: 2016 年金属软磁元件销售结构	23
图表 59: 2016 年铁氧体软磁元件销售结构	23
图表 60: 国外主要软磁企业	23
图表 61: 国内主要软磁企业	24
图表 62: 东睦科达股权结构 (2018-12-31)	24
图表 63: 东睦科达历史沿革	25
图表 64: 2016-2018 科达营收与增速	25
图表 65: 2016-2018 科达销量与毛利率	25
图表 66: 东睦科达主要产品分类和特点	26
图表 67: 2017-2018 科达主营成本构成	26
图表 68: 公司盈利预测主要假设	28
图表 69: 东睦股份可比公司估值表	29
图表 70: 东睦股份历史 PE-Bands	29
图表 71: 东睦股份历史 PB-Bands	29

东睦股份：国内粉末冶金龙头，国产替代进行时

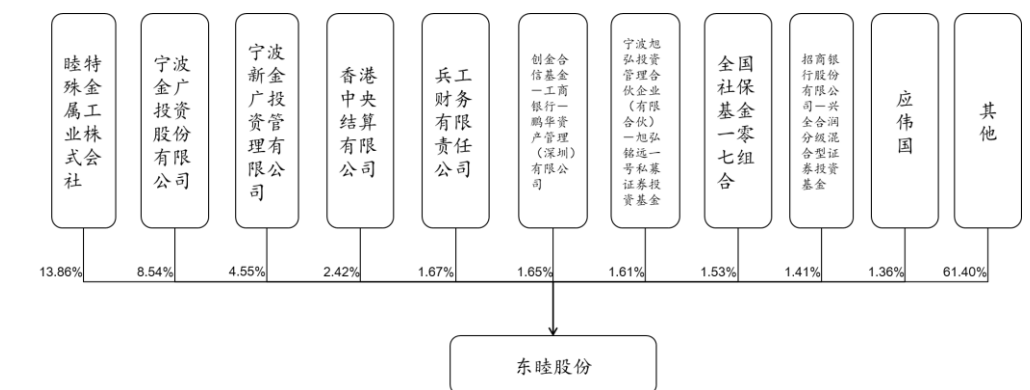
中日合资，组织结构独立

中日合资，股权分散。公司前身为成立于 1994 年 7 月 11 日的宁波东睦粉末冶金有限公司，系中日合资企业，2003-2006 投资和收购国内设立 6 家粉末冶金子公司，2004 年完成上市。根据 19 年一季报，国内管理层持有约 16% 的股权，日方睦金属持有 14%，其余主要股东为财务投资人；公司股权分散，无实际控制人，前十大股东股权合计 50%。其中金广投资、新金广投资以及旭弘投资均为东睦股份国内管理团队以及员工的持股平台，三者具有关联关系，但不构成一致行动关系。公司单一大股东睦金属为日资企业，单一大股东为池田修二，池田修二为公司副董事长。

组织结构独立，管理体系完善。公司拥有独立的生产、销售和研发体系及与主营业务相适应的供应、生产、销售和技术人员，具备独立开拓业务的能力。1994 年 7 月，公司前身东睦有限公司成立之日起，就建立了独立、完整的组织结构。2001 年 8 月，公司依法变更设立后，在机构的设置和运作方面继续保持了独立性：公司的生产经营和办公机构与控股股东及其他股东完全分开，不存在混合经营、合署办公的情形。

三期股权激励稳定团队，激发管理团队和骨干活力。截至 2019Q1，公司已实施了第三期股权激励，授予对象除公司高管、中层员工、核心技术人员外，覆盖范围进一步扩大到基层的优秀骨干人员；有利于稳定核心管理团队与核心技术骨干，调动员工创造性和主动性。

图表1：2019Q1 公司股权结构



资料来源：公司 2019 一季报、华泰证券研究所

深耕粉末冶金，拓展软磁业务

依托粉末冶金业务，深化产品附加值。公司最初从事粉末冶金的粗加工，2004 年之后加大研发力度，深化服务范围，现已将业务拓展为粉末冶金机械结构零件和软磁材料的设计、生产和销售，公司可以根据客户需求，定向进行材料配比、设计粉末冶金零件、定制非标准化零件组合部件等深加工服务。公司核心粉末冶金产品包括 VVT/VCT、变速箱、油泵等汽车零部件、空调及冰箱压缩机，软磁产品包括软磁金属磁粉芯等。通过多年技术经验沉淀，东睦主动拓宽客户需求，完成了从粗加工到提供定制服务的转变。

图表2：公司产品对应的主要下游变迁过程



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3：东睦股份历史沿革

时间	事件
2012 年 5 月	公司受让山西东晟粉末冶金技术咨询有限公司持有的山西东睦华晟粉末冶金有限公司 15%股权
2012 年 10 月	公司受让江苏省投资管理有限责任公司持有的南京东睦粉末冶金有限公司 19.11%股权
2012 年 11 月	控股子公司连云港东睦江河粉末冶金有限公司清算注销
2013 年 1 月	公司受让睦特殊金属株式会社持有的南京东睦粉末冶金有限公司 29.87%股权；公司受让睦特殊金属株式会社持有的公母（天津）粉末冶金有限公司 25%股权
2013 年 5 月	广东东睦新材料有限公司完成了工商登记等相关手续。注册资本为人民币 8,000 万元人民币
2013 年 8 月	公司的注册资本由 195,500,000 元人民币变更为 205,500,000 元人民币
2014 年 3 月	公司在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕非公开发行相关股份的权益登记及股份限售手续。发行股票数量：45,977,011 股，募集资金净额：572,737,035.67 元人民币；成立宁波东睦投资管理有限公司，公司首期出资额为 1,000 万元人民币
2014 年 4 月	连云港东睦新材料有限公司注册资本增加至 15,000 万元人民币
2014 年 9 月	公司受让浙江科达磁电有限公司 60%股权，并将其注册资本由人民币 980 万元增加至 3,000 万元
2014 年 12 月	公司的注册资本由 205,500,000 元人民币，变更为 377,215,517 元人民币
2015 年 6 月	转让了公司所持有的东睦（江门）粉末冶金有限公司 60%股权
2015 年 8 月	转让了公司所持有的宁波东睦达力电机有限公司全部 70%股权
2015 年 10 月	公司以自由资金与宁波龙湖置业发展有限公司、宁波新金广投资管理有限公司共同投资设立宁波东睦嘉恒投资管理有限公司，公司出资占注册资本的 50%
2016 年 7 月	东睦新材料集团股份有限公司收到中国证券监督管理委员会《关于核准东睦新材料今天股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】1321 号），核准公司非公开发行不超过 4,900 万股新股 34,582,132 股，发行价为每股人民币 17.35 元，共计募集资金 59,999.99 万元，坐扣承销和保荐费用 1,900.00 万元后的募集资金为 58,099.99 万元
2016 年 11 月	公司由主承销商海通证券股份有限公司采用非公开发行的方式，向 7 名特定对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票 3458 万股，共募集资金 6 亿元
2016 年 12 月	在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记手续
2017 年 8 月	公司召开第六届董事会第十四次会议，共识会同意将公司注册资本由 425,347,649 元变更为 436,347,649 元
2017 年 12 月	公司全资子公司——宁波东睦贸易有限公司完成武安不注销登记手续
2018 年 4 月	公司的注册资本由人民币 436,347,649 元，变更登记为人民币 645,794,521 元，注册资本增加 20,946,872 元

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2018Q1-3 公司粉末冶金制品销量和销售额占比超全国 1/4。根据中国机协粉末冶金协会数据，2018 年 1-9 月公司粉末冶金制品销售收入占该协会统计范围内生产厂家销售总额的 27.88%，粉末冶金制品销量占该协会统计范围内生产厂家总销售量的 29.75%，继续排名在国内粉末冶金行业的前列，公司已连续多年在国内粉末冶金行业中处于市场绝对领先地位。公司成功入选国家“第二批制造业单项冠军示范企业”，在粉末冶金行业生产技术和工艺国际领先，粉末冶金制品市场占有率位居全球前列。

删繁就简精主营，拓宽业务看软磁。2018 年来，公司在对非核心业务进行了缩减的同时，加大了对主营业务的投资与拓展。2017 年，公司清算并注销全资子公司宁波东睦贸易，同时逐步减少宁波东睦嘉恒的注册资本。14 年公司收购宁科达电磁，进军具有协调效应的软磁板块。此外，在 17 年与富奥汽车零部件股份有限公司，投资设立了长春东睦富奥新材料。同时公司加大投入新建了厂房与生产线，在 2018 年完成了对东睦科达和长春东睦富奥两厂的整体搬迁，并投入生产。

图表4： 公司主要产品示意图



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

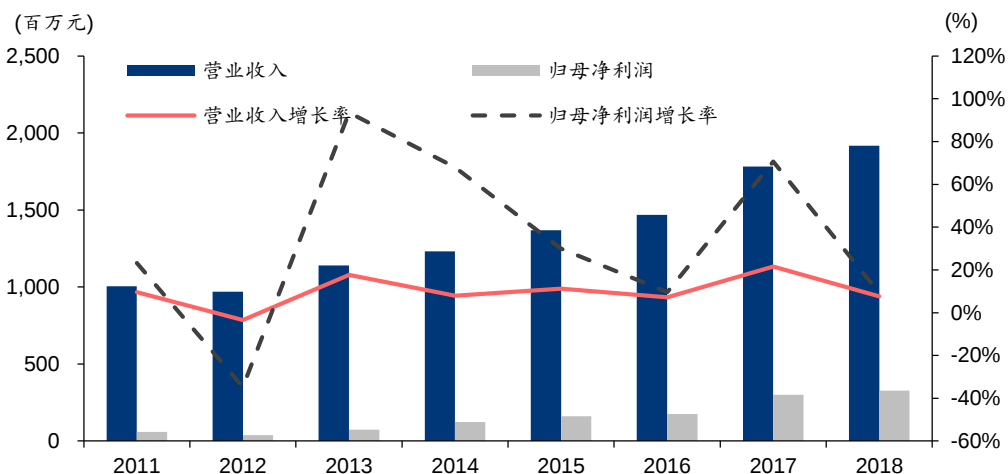
优秀的管理团队和人才培养平台。公司拥有一支经验丰富的领导团队和新材料开发设计工程人员队伍。公司设立了博士后工作流动站、国家级企业技术中心、浙江省东睦粉末冶金材料重点企业研究院和东睦学院，并与国内著名高校建立了良好的校企合作关系，为东睦股份打造优秀高效的管理团队奠定了坚实的基础。截至 2018 年底，公司拥有教授级高级职称人员 2 名，高级职称人员 24 名；拥有博士 5 名(外籍博士 1 名及归国博士 1 名)，硕士研究生学历人员 41 名，其中入选浙江省“千人计划”1 名，入选 2017 年宁波市领军和拔尖人才培养工程（第二层次）1 名。

系统的知识产权保护，为客户提供整体解决方案。公司拥有一大批具有自主知识产权的专利技术以及非专利技术，能系统性地支撑新材料开发、专用模具设计制造、材料检测分析、生产管理等，为客户提供良好的材料解决方案。公司核心技术来源为独立自主的技术创新和产品研发能力，坚持“引进—改造—发展”的原则，走吸收、综合、创新的道路，具备了较强的技术吸收消化和再创新能力。通过技术上的自主创新和研发，使得公司的粉末冶金新产品不断向高端市场发展，不断拓展新材料运用领域。

业绩稳定增长，维持高分红率

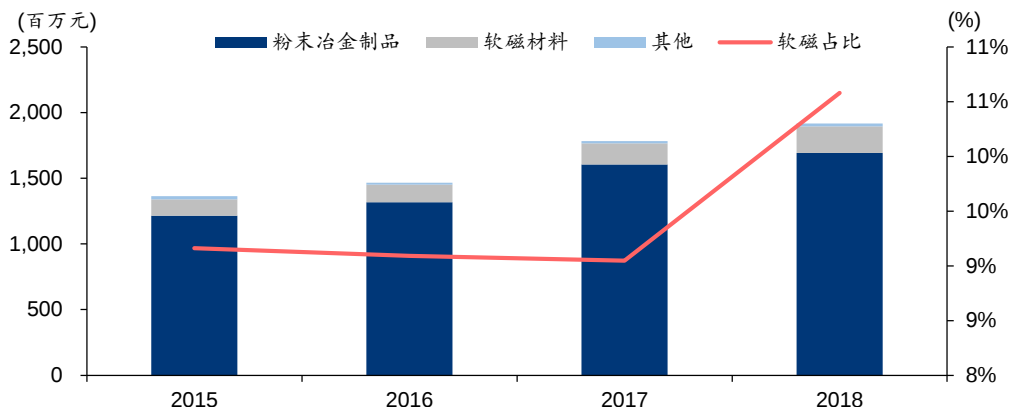
不断优化产品结构，拓展下游应用。受益于公司不断的技术突破、新品开发，公司产品结构得以持续优化，营收一直保持稳定的增长。

图表5： 2011-2018 公司营收与净利润情况



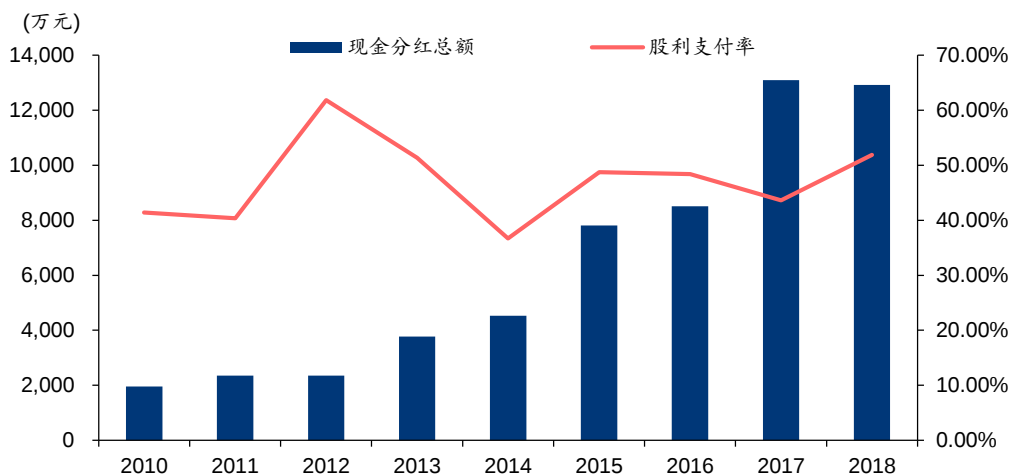
资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司主营业务为粉末冶金制品和软磁材料。2018 实现营业收入 19.18 亿元，同比增长 7.59%；归属于上市公司股东的净利润 3.28 亿元，同比增加 9.29%，产品（包括软磁材料）销售 5.74 万吨，同比增长 6.89%，其中粉末冶金制品占比约 89%，2015-2018 软磁占比基本维持在 10%左右。

图表6： 2013-2018 公司营收结构

资料来源：Wind、华泰证券研究所

重视股东回报，维持高分红率。2010-2018 公司分红率维持在 50%左右，处于行业领先地位；我们预计 2019-2021 年这一比例将维持。

图表7： 2010-2018 公司分红金额和股利支付率

资料来源：Wind、华泰证券研究所

多年积累转型，经营数据逐步向好

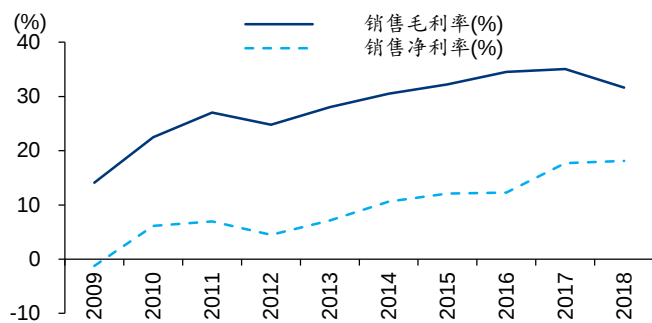
2009-2018 公司毛利率和净利率呈现逐步上升的趋势；ROE 和 ROIC 也逐年上升。我们预计未来公司毛利率和盈利水平随着营收的增长，有望进一步提升，这主要得益于：

1) 折旧和摊销和营业成本的比例降低。2009-2018 年公司折旧和摊销占营业成本的比例从 13%降低到约 9%，主要是由于固定资产提前折旧。2012-2018 年公司固定资产的增加，主要由于专用设备投入增加导致，公司预计 19-21 年专用设备的投资将稳定提升，房屋建筑等投资等增量较小。

2) 人均营收和人力回报率的提升，人力成本有望降低。2009-2018 公司人均营收不断提高，复合增速将近 15%；人力投入回报率 ROP 也显著提升。公司从 2015 年左右推进自动化流程改造，加大机器自动化程度，减少人力成本；同时公司因为股东关系继承了日系精益管理方式，不断完善生产工艺和流程。

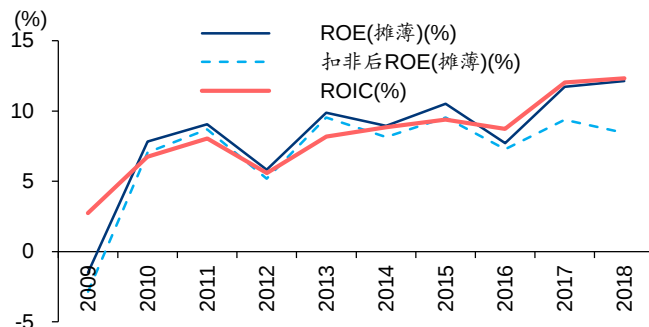
3) 财务费用降低。2009-2018 公司资产负债率从 54%降到 18%，带息负债从最高 6.28 亿元降到 17-18 年为 0；我们预计随着公司稳定盈利，财务费用将进一步降低。

图表8： 2009-2018 公司毛利率和净利率



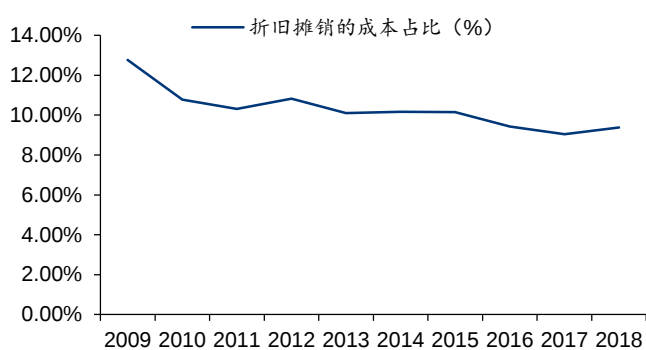
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 2009-2018 公司 ROE 和 ROIC



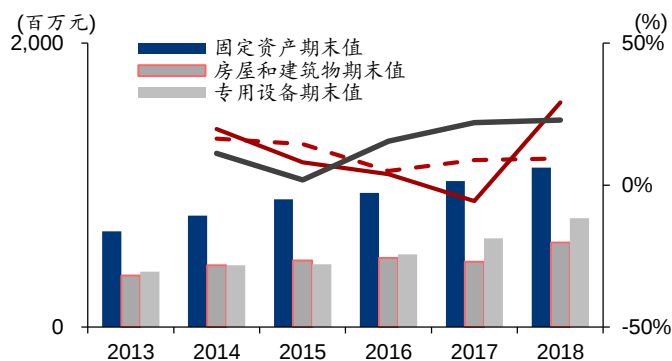
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 2009-2018 公司折旧与摊销占营业成本比例



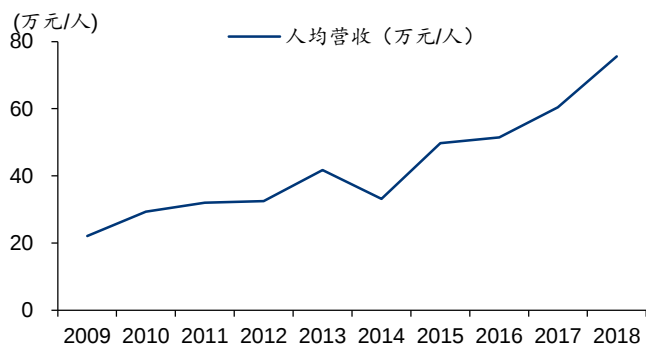
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2012-2018 固定资产和分拆项目期末值和增速



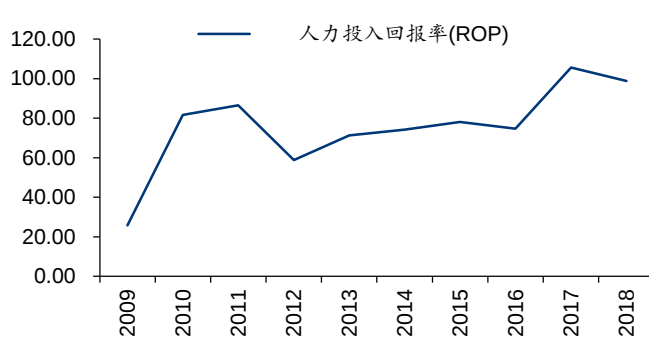
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 2009-2018 公司人均营收



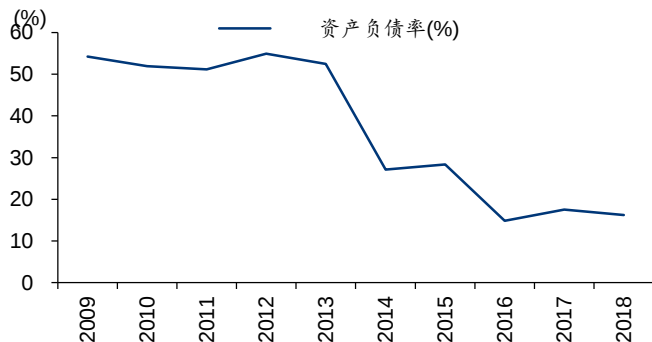
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 2009-2018 公司人力投入回报率



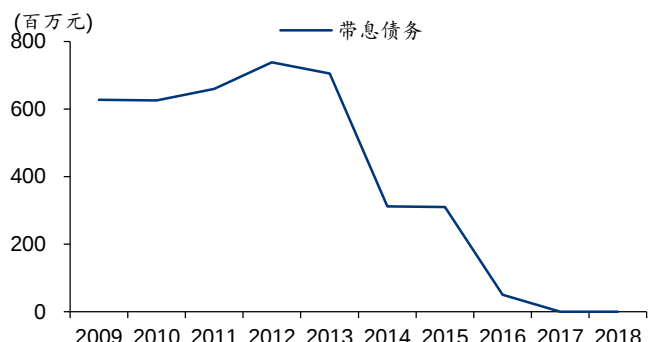
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 2009-2018 公司资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 2009-2018 公司带息债务



资料来源：Wind，华泰证券研究所

粉末冶金业务：汽车、家电市场佼佼者

粉末冶金行业：精密结构件优选工艺，日本欧洲引领市场

粉末冶金适用于难熔金属和小尺寸精密结构件

粉末冶金是制取金属粉末或用金属粉末(或金属粉末与非金属粉末的混合物)作为原料，经过成形和烧结，制造金属材料、复合材料以及各种类型制品的工艺技术。现今粉末冶金产品以铁基、铜基为主。原材料最常见的金属粉末是铁和钢，锡，镍，铜，铝和钛，以及耐火材料，如钨、钼和钽。

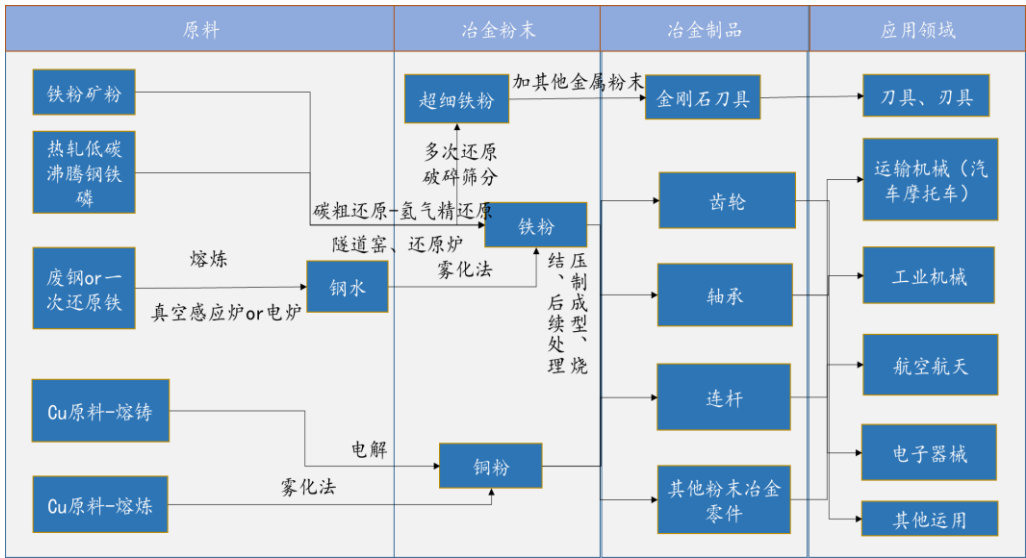
粉末冶金过程主要包括：1) 生产粉末：通过固态还原，化学，雾化和电解等方式来制造粉末；2) 压制成型：粉末在一定压力下，在磨具中压制成所需的形状；3) 烧结：在保护气氛的烧结炉中进行，粉末颗粒通过扩散、再结晶、熔焊、化合、溶解等系列物理化学过程，行程具有一定孔隙度的冶金产品；4) 后处理：烧结好的制件，通过打磨、抛光、挤压、淬火等方式进行后处理加工，得到成品。

图表16： 粉末冶金行业流程图



资料来源：粉末冶金协会、华泰证券研究所

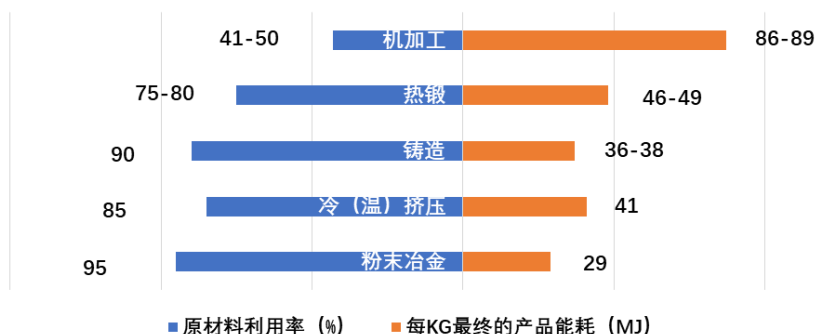
图表17： 粉末冶金产业链



资料来源：粉末冶金协会、华泰证券研究所

相比于其他冶金方法，粉末冶金适用于难熔金属和小尺寸精密结构件。粉末冶金方法跟其他加工方法相比，1) 从性能上看，其优点是材料致密度、均匀性能好；节材、成型效率很高、节能、绿色，且适用于难熔金属的冶炼。比如汽车连杆用粉末冶金比热锻造性能好。缺点是力学性能弱一些，强度、韧性差；压膜成本高；大件无法制备，因粉末的流动性不够。2) 从经济性看，粉末冶金的原材料利用率更高、能耗更低，经济型更好。综合看来，粉末冶金适用于高质量、特殊形态、难熔金属、大批量、小于 10 公斤、复杂结构件制备。

图表18： 各类金属加工方法的材料利用率和能耗对比



资料来源：粉末冶金协会、华泰证券研究所

图表19： 各类金属加工方法结构件的性能对比

	力学性能	复杂度	进度 (公差等级)
			OT 01-18
机加工	3	1	
热锻	1	5	11-12 级
铸造	5	3	13-14 级
冷(温)挤压	2	4	7-9 级
粉末冶金	4	2	7-8 级

资料来源：《金属加工与实训》，其中力学性能和复杂度数字表示强度洗漱，5 为力学和复杂度最高，1 为最低，华泰证券研究所

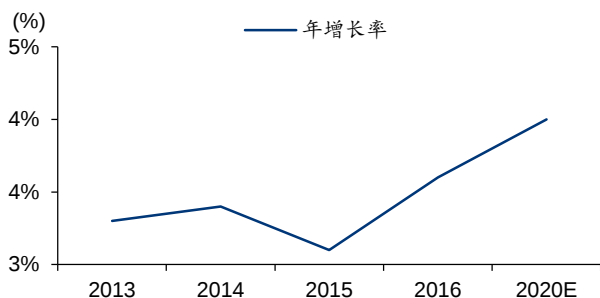
粉末冶金的难点在于全流程的设计和工艺控制。通过产业调研发现，粉末冶金的制备难点体现在：1) 全流程设计：粉末冶金工艺包括粉末、配方、性能需求、模具等全体系的研究，从而实现性能和成本的最优化；2) 压制过程的控制：主要通过数控机床、CNC 压机等方式进行成型，对实际生产经验的依赖比较严重；3) 烧结过程：主要体现在工艺参数的控制，比如炉腔的温度、传送带的速度、保护气氛的浓度等。

国内外粉末冶金行业保持增长态势，汽车零部件是主要应用领域

1) 全球粉末冶金行业保持增长，亚太地区是主要产销地

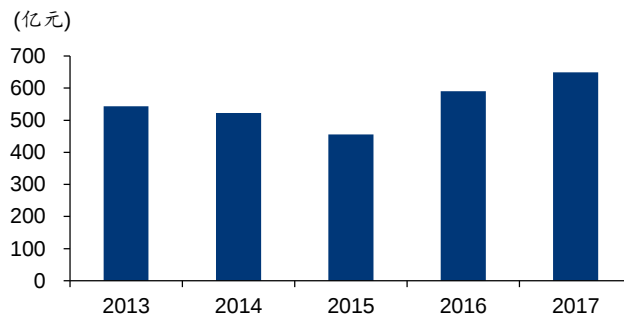
2017 全球粉末冶金销售规模约 650 亿元。根据 BBC Research 数据显示，2017 年全球粉末冶金龙头 GKN 的粉末冶金业务营收约 104 亿元，而 GKN 在全球的占比约 16%，由此推算 2017 全球粉末冶金市场销售规模为 650 亿元。2013-2016 年全球粉末冶金行业生产总产值年增速均超过 3%，并预计在 2020 年增速有望达到 4%。在 2014 和 2015 年，全球粉末冶金制品产量和销售额两项指标中，亚太地区占比均超过 40%；且未来随着中国、印度等国的粉末冶金市场不断扩容，亚洲市场份额在全球占比有望继续提升。

图表20： 全球粉末冶金行业生产总产值年增长率



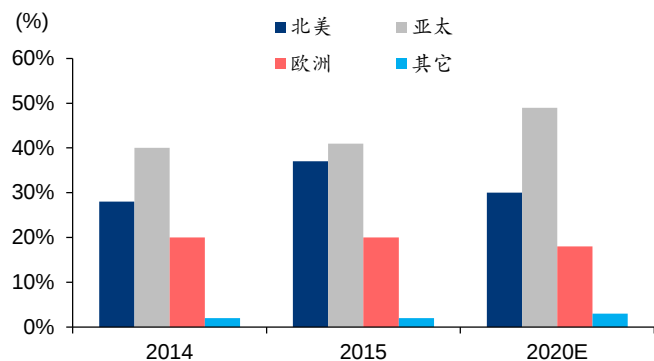
资料来源：BBC Research、华泰证券研究所

图表21： 2013-2017 全球粉末冶金行业销售额



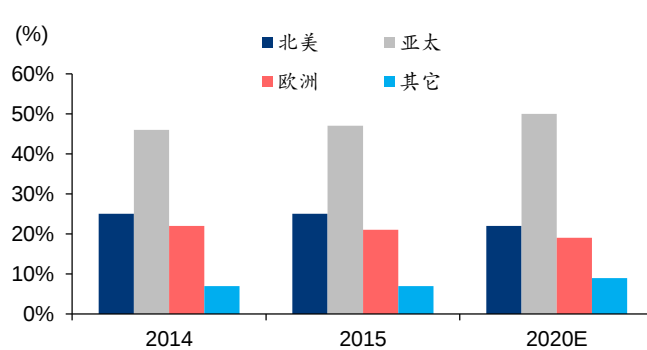
资料来源：BBC Research、华泰证券研究所

图表22: 全球各区域粉末冶金制品产量占比和预测额



资料来源: BBC Research、华泰证券研究所

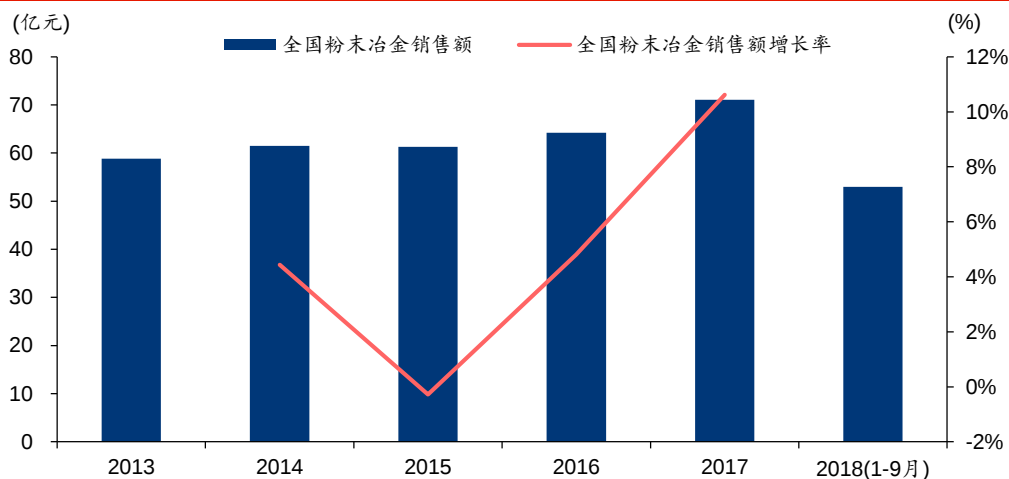
图表23: 全球各区域粉末冶金制品销售额占比



资料来源: BBC Research、华泰证券研究所

国内粉末冶金行业销售额保持增长态势。2013-2018Q3 国内粉末冶金行业市场规模呈现上升趋势,除 2015 年受汽车销量增速下降影响、行业增长率有所放缓之外,其余年份均保持稳定增速,其中 2016 年销售额达 71.07 亿元,同比增长 10.61%;2018 年 1-9 月销售额达 53.00 亿元。

图表24: 我国粉末冶金行业销售额及其增长率

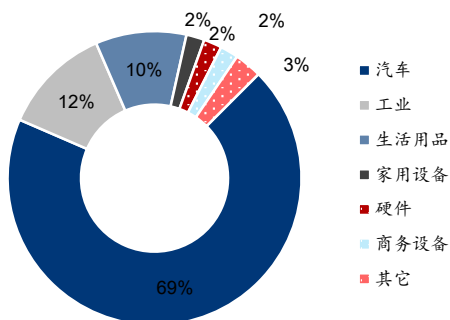


资料来源: 粉末冶金协会、华泰证券研究所

2) 汽车零部件是粉末冶金制品的主要应用领域,国内销售占比稳步提升

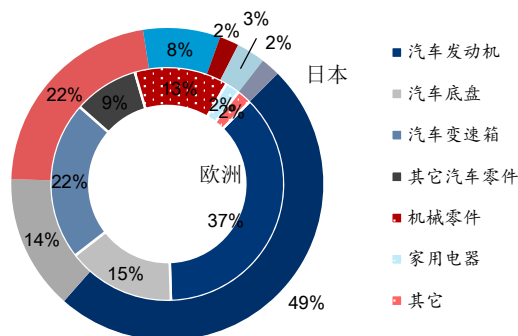
2018 全球约 69%粉末冶金产品用于汽车发动机、底盘和变速箱零件。粉末冶金制品广泛用于工业领域,包括汽车、工业、生活用品、家用设备等领域。根据金属粉末工业联合会(MPIF)的测算,2018 年全球约 69%的粉末冶金产品用于汽车行业。其中,大多数粉末冶金制造零件都集中在发动机零件、底盘和变速箱零件。除此之外,粉末冶金在工业、生活用品和家用设备等方面也有着广泛的应用。未来的粉末冶金应用包括高性能磁铁、互连器、H2 存储以及阳极和阴极等电池部件。

图表25： 2018 全球粉末冶金制品占比



资料来源：MPIF、华泰证券研究所

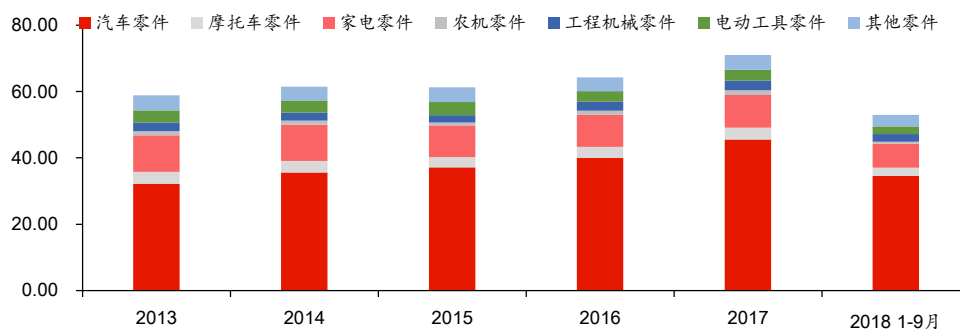
图表26： 2018 年欧洲及日本地区粉末冶金制品的应用领域



资料来源：JPMA、台湾粉末冶金协会、华泰证券研究所

国内粉末冶金市场以汽车和家电应用为主。从应用方向看来，国内粉末冶金市场以汽车和家电为主，汽车产业的发展是推动粉末冶金行业向前发展的主要动力。

图表27： 2013-2018 年 1-9 月我国粉末冶金行业销售结构（亿元）

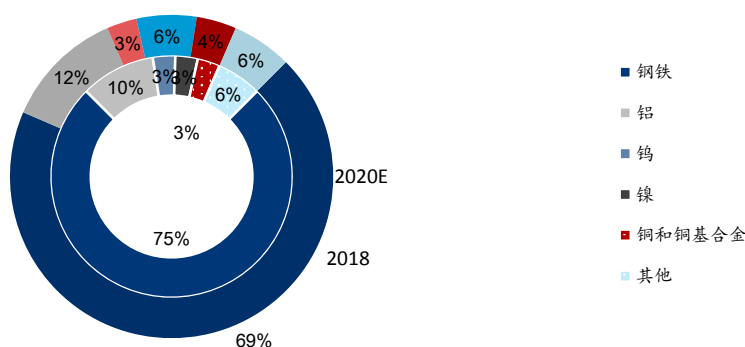


资料来源：粉末冶金协会、华泰证券研究所

3) 粉末冶金产品以铁基、铜基为主

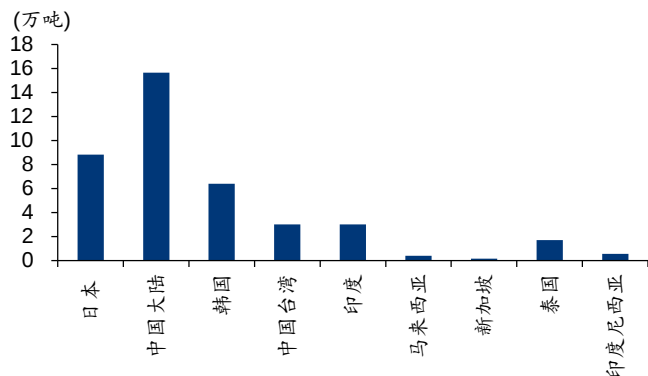
BBC Research 数据,2018 年全球粉末冶金制品中,钢铁粉末冶金制品占比达到了 75%,处于绝对领先地位;预计到 2020 年,钢铁粉末冶金制品将保持绝对市场地位,占比可达 69%。除此之外,铝基粉末冶金制品在市场中也有其一席之地,预计到 2020 年,市场份额可达 9%。从亚洲市场来看,趋势依旧不变,铁基、铜基粉末冶金制品产量远超其他材料粉末冶金制品。

图表28： 2018 及 2020 全球不同材料粉末冶金制品市场份额预测



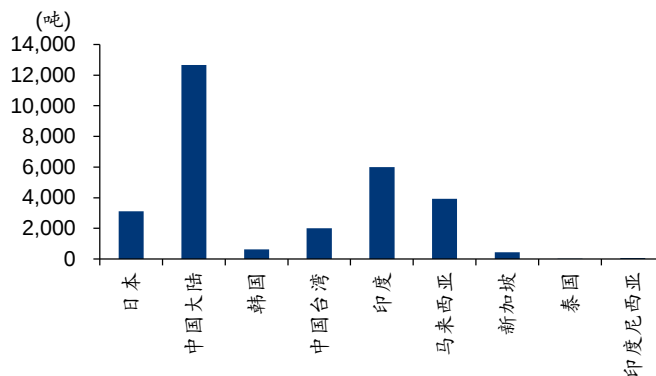
资料来源：BBC Research、华泰证券研究所

图表29： 2016 年亚洲铁基粉末冶金制品主要产量



资料来源：粉末冶金工业、华泰证券研究所

图表30： 2016 年亚洲铜基粉末冶金制品主要产量



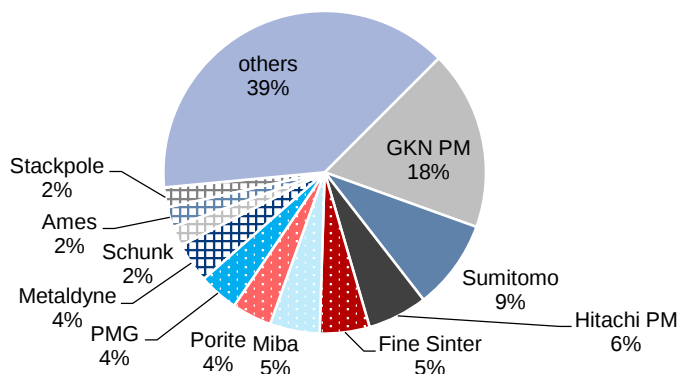
资料来源：粉末冶金工业、华泰证券研究所

日欧企业领跑全球粉末冶金市场，国内合资背景厂商异军突起

1) 全球格局

日本、欧洲企业领跑粉末冶金市场。GKN 公告显示，2016 年全球粉末冶金的主要产地集中在北美、欧洲以及东亚地区，其中国内市场成为亚洲粉末冶金市场的增长引擎，全球各大粉末冶金集团均在国内建厂开设分公司。**根据 GKN 公司测算，2016 年全球粉末冶金产品销售额约为 550 亿元。**其中销售额前十名的公司总销售额约占市场份额 60%。前十名的公司中，5 家公司为欧洲企业，4 家公司为日本企业，1 家公司为美国企业。GKN 公司为行业的领导者，2016 年其粉末部门销售额约 100 亿元，市场份额约占 18%，远高于第二名住友电工 9% 的市场份额。

图表31： 2016 全球粉末冶金市场企业分布



资料来源：GKN 年报、华泰证券研究所

18 年部分外资粉末冶金企业在国内建厂。根据合肥工业大学不完全统计，2018 年日本住友电工、日立、三菱、保来得等 12 家主要粉末冶金零件生产企业已在国内建立了独资或合资企业，台湾地区的主要粉末冶金零件生产厂，如青志、三林等也都在东莞、无锡、苏州一带建立了生产基地。

2) 国内格局

国内有少数企业掌握高端粉末冶金制品制备技术。目前我国大部分粉末冶金企业规模小，自主开发能力差，技术力量薄弱，在技术发展方面与世界先进水平仍有较大差距，粉末冶金产品主要集中在中低端零部件市场，利润薄弱。而高端产品比如：VVT、VCT、行星齿轮等则仅有少数企业可以实现规模化生产。根据 MPIF 的报告，国内掌握 VVT 技术的企业有：东睦股份、扬州保来得和重庆华孚，此外，江苏鹰球、上汽粉末冶金等也有涉足。其中 2017 年有日资背景的保来得在国内市占率排名第二，体量仅为东睦股份的一半。

图表32：国内粉末冶金主要生产厂商

厂商	介绍	产品应用领域
东睦股份	主要业务为粉末冶金机械结构零件和软磁材料的生产与销售，产品广泛应用于汽车、家电、摩托车、工程机械等产业	粉末冶金汽车零件主要用于发动机、变速箱、底盘等主要部件中；粉末冶金家电零件则主要用于空调压缩机和冰箱压缩机；粉末冶金摩托车零件主要用于摩托车发动机、离合器等部件。
扬州保来得	主要生产铁基、铜基含油轴承及小型铁基结构件，由于零件尺寸下，零件的单位重量价值相对较高。生产自动化程度较高，以外销为主	微电机、家用电器、电动工具、减震器、汽车发动机零件、医疗器械零件等
重庆华孚	以生产各种中、高强度粉末冶金零件和汽车用油泵、进气歧管为主的专业制造商，为长安、东安、嘉陵、建设、一汽、二汽、五菱、昌河等国内大型汽车配件、	汽车、摩托车
江苏鹰球	专业从事粉末冶金含油轴承、结构零件、不锈钢零件、金属粉末注射成型零件、软磁铁氧体磁芯的研发与生产	汽车、摩托车、计算机、无线通讯、自动化办公设备
上汽粉末冶金	隶属于上汽集团、为上海大众、上海通用、一汽大众、东风汽车等国内知名轿车制造厂及相关部件厂提供配套和优质服务	汽车、摩托车、家用电器、动力传动

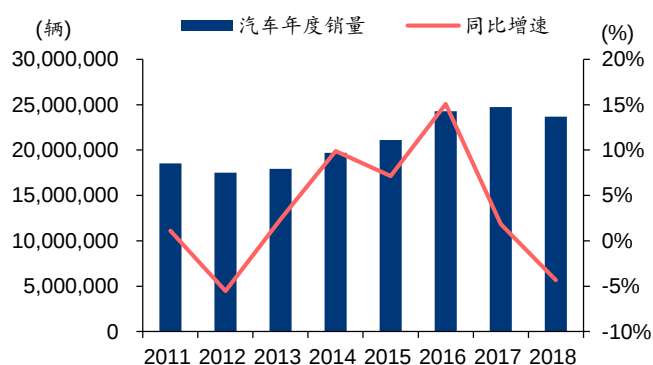
资料来源：各公司官网、华泰证券研究所

国内粉末冶金企业的机会：国产替代

1) 国内汽车销售承压，品牌分化加剧

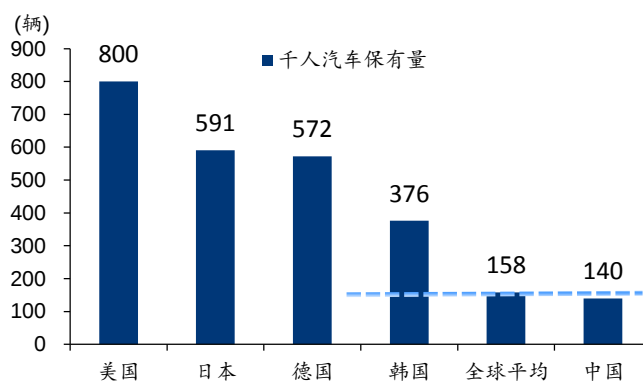
18 年国内汽车行业整体承压，但从人均汽车保有量来看，年度汽车销量仍有增长空间。18 年国内汽车产销量分别为 2781 万辆和 2808 万辆，同比分别下降 4.2% 和 2.8%；其中乘用车销售 2,371 万辆，同比下降 4.1%；商用车销售 437 万辆，同比增长 5.1%。但长远来看，虽然行业增速进入换挡期，汽车产业整体由高增长向高质量发展，考虑到我国千人汽车保有量仍处于较低水平，汽车行业仍有较大的增长空间。据国家统计局，2016 年，我国千人保有量为 140 辆；而 OICA 数据显示，2016 年全球汽车千人保有量已达 158 辆，美国、日本、德国、韩国等发达国家千人保有量分别为 800、591、572、376 辆。

图表33：2011-2018 年国内汽车销量及同比增速



资料来源：中汽协、华泰证券研究所

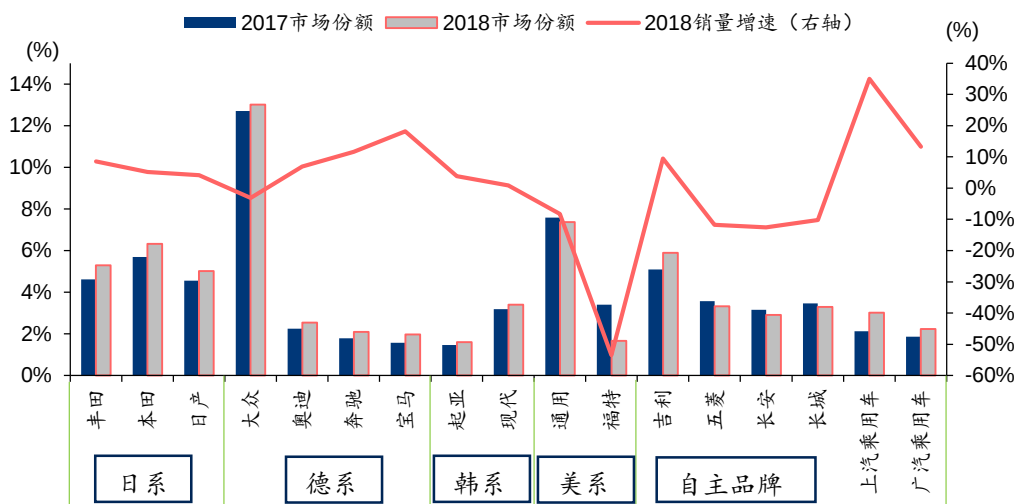
图表34：2016 世界各国汽车保有量（单位：辆）



资料来源：OICA、华泰证券研究所

2018 年国内汽车市场品牌分化趋势明显，德系品牌整体市场份额最大，日系三强销量保持增长。2018 年车市整体承压情况下，自主，合资车厂品牌分化趋势明显，日系、德系 2018 年市场份额同比提升；韩系品牌 2017 年基数较低，2018 年份额有所小幅恢复。美系自主品牌份额有所下降。同样系列内品牌分化也在持续，日系品牌中丰田、本田、日产份额持续上升，增长率保持稳定向上，自主品牌中不同梯队表现不一。根据华泰汽车团队预计，2019 年车市整体仍存在一定压力，品牌分化预计仍将持续。

图表35： 2017-2018 国内汽车市场各汽车品牌分化明显

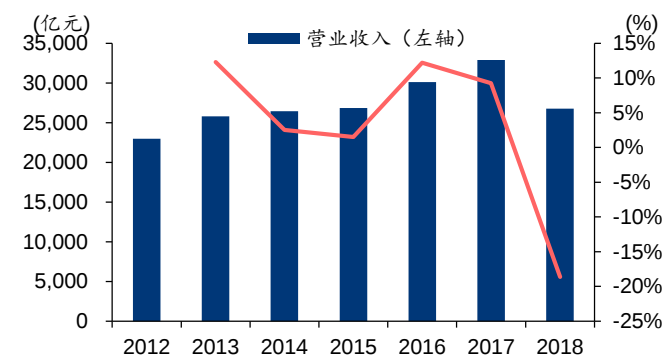


资料来源：盖世汽车网、华泰证券研究所

2) 2012-2018 国内汽车零部件营收整体保持增长态势

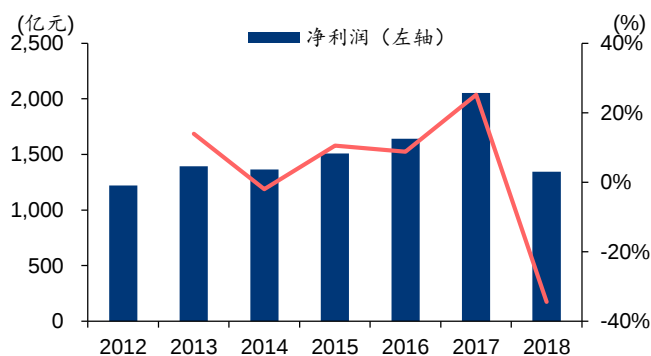
2012-2018 年汽车零部件行业保持增长，发展势头依旧强劲。受全球汽车销量变动的影响，2012-2017 年全球汽车零部件行业保持增长，其中营业收入年度复合增长率达 7.46%，净利润年度复合增长率达 10.94%；国内汽车零部件行业同样保持高速增长态势，其中营业收入年度复合增长率达 24.52%，归母净利润年度复合增长率达 24.63%。但 2018 年受到全球和国内整体汽车销量得影响，全球零部件营收同比下降 18.61%，净利润下滑 34.45%；国内 SW 汽车零部件营收仍保持增长态势，增速 13.61%，净利润有所下降，降幅 19.40%。我们认为，在 18 年全球汽车销量下滑的背景下，国内汽车零部件营收仍保持一定增幅，主要由于部分国内零部件企业全球份额在提升，国产替代进程持续。

图表36： 2012-2018 年全球汽车零部件行业营业收入及同比增速



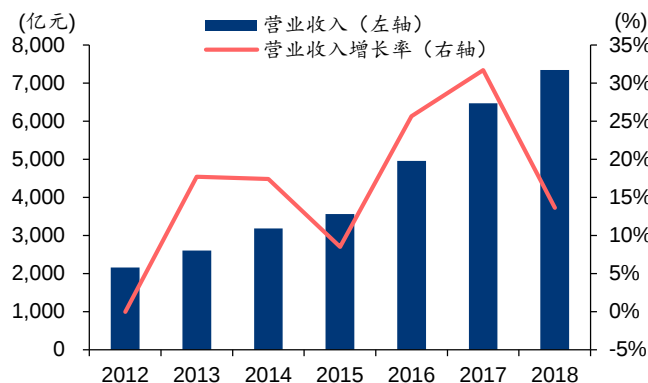
资料来源：Wind（全球汽车零部件）、华泰证券研究所

图表37： 2012-2018 年全球汽车零部件行业净利润及同比增速



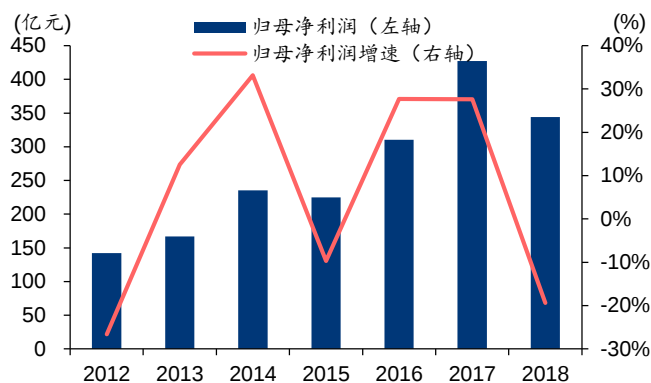
资料来源：Wind（全球汽车零部件）、华泰证券研究所

图表38: 2012-2018 年 SW 汽车零部件行业营业收入及同比增速



资料来源: Wind (SW 汽车零部件)、华泰证券研究所

图表39: 2012-2018 年 SW 汽车零部件行业归母净利润及同比增速

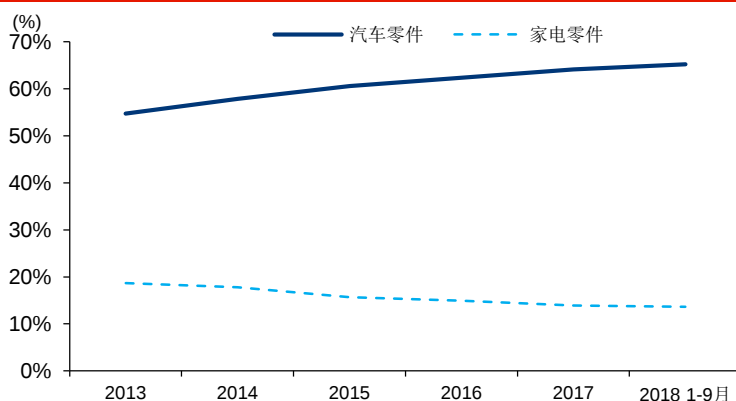


资料来源: Wind (SW 汽车零部件)、华泰证券研究所

3) 国内粉末冶金市场以汽车和家电应用为主，对标全球仍有空间

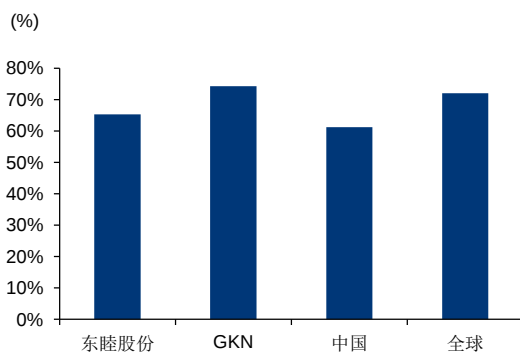
从应用方向看来，国内粉末冶金市场以汽车和家电为主，2013-2018 年 1-9 月汽车零件销售占比在稳步提升，是推动粉末冶金行业向前发展的主要动力。就 16 年销售额数据来看，跟国际发达国家相比，国内 63%左右的汽车销售额占比远低于国际水平 73%，我国粉末冶金汽车零件占比提升潜力大；而从 2017 年各国单车粉末冶金结构件用量看，中国明显低于北美、日本和欧洲。

图表40: 2013-2018Q1-3 我国汽车和家电粉末冶金结构件销售额占比



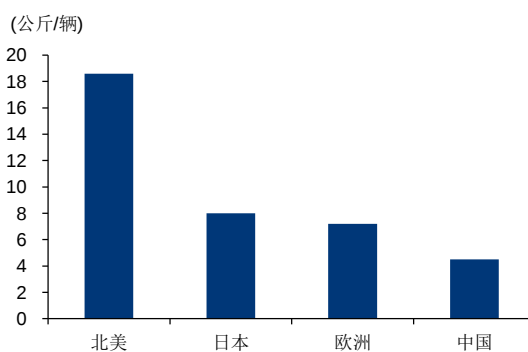
资料来源: 中国粉末冶金协会、华泰证券研究所

图表41: 2016 粉末冶金销售额中汽车结构件占比



资料来源: 中国粉末冶金协会、东睦、GKN 年报，（采用 2016 年数据主要由于国内应用结构数据占比仅更新到该年份），华泰证券研究所

图表42: 2017 各国单车粉末冶金结构件用量



资料来源: 中国粉末冶金协会、东睦、GKN 年报，华泰证券研究所

4) 部分国内优质厂商具备全球供货能力，成本价格优势成突破关键点

部分优质厂商已具备全球供货能力。部分自主优质民营企业依靠成本优势和配套能力，从国产替代过渡到全球供货，已成为具有国际竞争力的厂商。企业凭借优秀的生产水准突破壁垒进入全球供应商体系，如东睦股份已成为全球知名汽车零部件生产商，包括麦格纳、日本电装、爱信精机、博格华纳等一线客户。

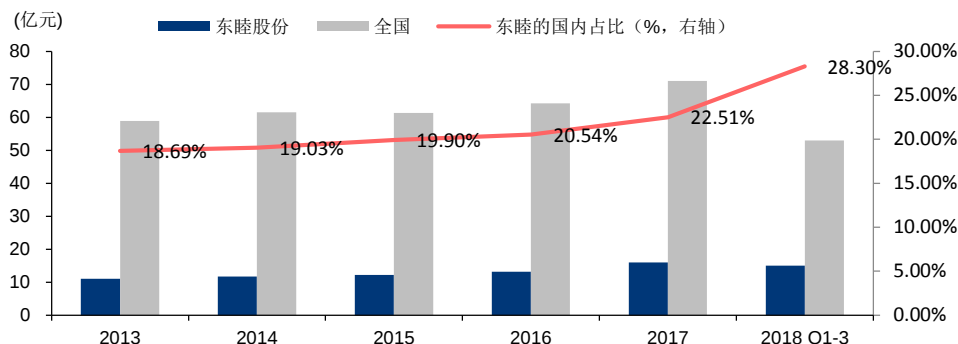
成本价格优势，突破配套壁垒的关键点。整车厂成本控制需求提高，国产汽车零部件价格优势凸显，整车厂寻求内资零部件配套的趋势已经形成。2016 年以来我国汽车销量增速放缓，2018 年更是出现了负增长。销量下降导致下游整车厂价格下行趋势严峻，为了应对激烈的市场竞争，压缩整车产品成本是当务之急。拥有较低的管理成本与劳动力成本优势，国内汽车零部件厂商有望把握这一机遇进入此前被国际厂商所垄断的细分领域。

国内粉末冶金龙头，深化汽车、家电市场

国内粉末冶金龙头，近 5 年国内市场占比约 20%

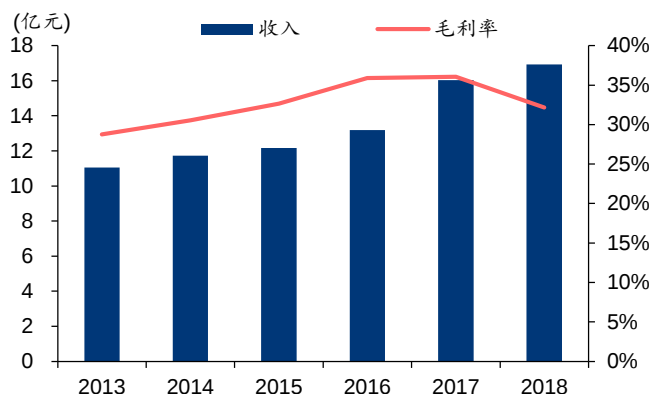
国内粉末冶金龙头，销售的占比逐年提升。公司专注粉末冶金结构件多年，经过长期的技术创新与市场开拓，从产量占比来看，公司目前已发展成为中国粉末冶金行业的领导者，根据中国粉末冶金协会数据，2013-2018Q3 东睦在国内粉末冶金市场销售占比逐年提升。

图表43： 2013-2018Q1-3 公司粉末冶金销售额在国内占比稳定提升



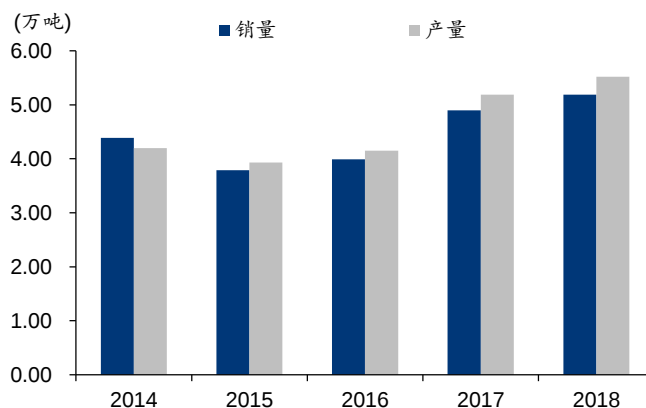
资料来源：公司年报、中国粉末冶金协会、华泰证券研究所

图表44： 2013-2018 东睦粉末冶金业务营收和毛利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

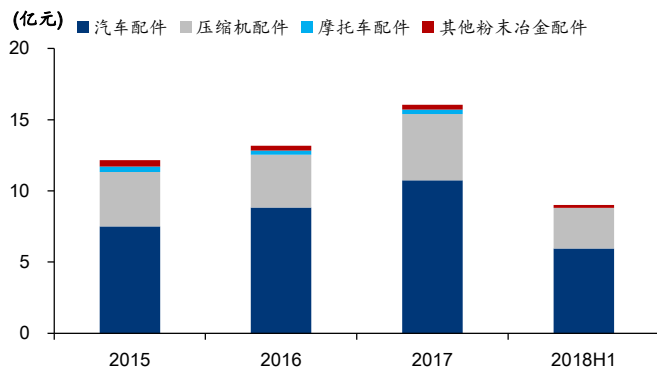
图表45： 2014-2018 东睦粉末冶金产量和销量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

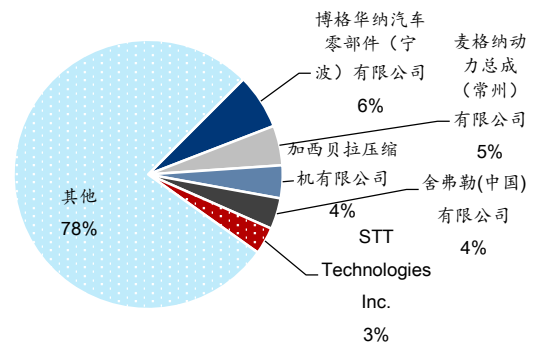
主要客户为全球一线汽车和家电零部件供应商，客户资源优质，品牌价值凸显。就下游而言，公司的粉末冶金汽车零件主要用于发动机、变速箱、底盘等主要高端部件中；粉末冶金家电零件则主要用于空调压缩机和冰箱压缩机；粉末冶金摩托车零件主要用于摩托车发动机、离合器等部件。公司产品在下游企业已形成品牌效应，被各大客户广泛认同，曾多次获得博格华纳的“年度供应商”称号，在国内及国际粉末冶金及相关产业界拥有较高的知名度和美誉度。

图表46： 2015-2018H1 公司粉末冶金业务的下游结构



资料来源：公司公告（客户结构数据仅更新到2018H1）、华泰证券研究所

图表47： 2016 年公司主要客户和销售占比



资料来源：公司年报（客户销售数据公司仅更新到2016年）、华泰证券研究所

完善的生产布局和服务保障能力。公司拥有以总部为研发中心、营销中心、管理中心、高端产品生产平台的平台，以及为实施“专业化生产，就近配套”的战略布局，建立了分布全国主要经济发达区域的控股子公司，其作为生产基地和服务窗口，为客户提供了更加便捷、专业的服务。

图表48： 东睦主要子公司基本介绍

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)	取得方式
天津东睦公司	天津	天津	制造业	100	设立
山西东睦公司	山西运城	山西运城	制造业	75	设立
长春东睦公司	吉林长春	吉林长春	制造业	70	设立
长春新材料公司	吉林长春	吉林长春	制造业	70	设立
连云港东睦公司	江苏连云港	江苏连云港	制造业	100	设立
广东东睦公司	广东江门	广东江门	制造业	60	设立
东睦投资公司	浙江宁波	浙江宁波	投资	100	设立
南京东睦公司	江苏南京	江苏南京	制造业	100	同一控制下合并
科达磁电公司	浙江湖州	浙江湖州	制造业	60	非同一控制下合并

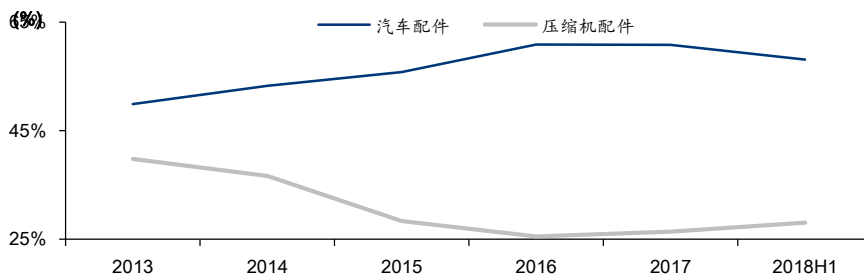
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利水平不断提升，定位国内中高端下游市场

2013-2018 公司盈利水平整体改善。2013-2017 年公司的粉末冶金业务毛利率从 28.74% 逐年抬升到 36.05%，盈利能力不断改善；2018 年毛利率下滑到 32.18%，我们认为主要由于原料成本抬升和汽车结构件占比的略微下滑。在成本等因素相对稳定情况下，公司整体盈利水平能够保持稳步提升，我们认为主要有如下几点原因：

1) **汽车配件占比不断提升，产品结构调整有利于提高整体盈利水平。**在公司主要产品结构中，汽车配件和压缩机配件合计占比区间为 84-90%，为公司粉末冶金的两个主要下游，从我们产业调研以及同行业对比了解的情况，通常汽车结构件产品毛利率高于家电压缩机产品。而从 2013-2017，东睦用于汽车结构件的比例呈现上升的趋势，从 50% 上升到 61%；家电压缩机则从 40% 下降到 26%。产品结构的调整有利于提高公司整体盈利水平。2018H1 汽车结构件比例略有下调，毛利率水平也有所影响。

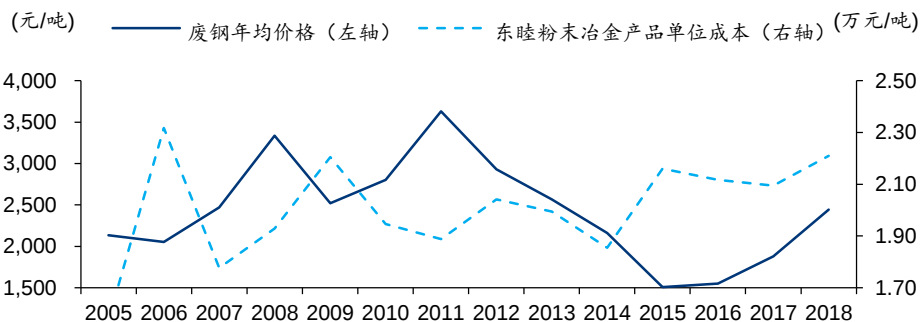
图表49： 2013-2018H1 公司汽车配件和压缩配件销售占比变化趋势



资料来源：公司公告，公司销售结构数据仅更新到 2018H1，华泰证券研究所

2) 自主配比原料和全流程设计，成本优势明显且可消化原材料价格波动。根据公司 18 年报，粉末冶金业务成本结构中原辅材料占比达 45.00%。其中主要原料为铁粉，铁粉价格我们参考废钢的综合指数。从 2005-2018 年废钢综合指数和公司粉末冶金单位成本关系可看出，公司单位成本的波动幅度小于废钢价格波动。我们认为主要由于，公司通过全流程的设计，在粉末的配方、整套工艺的调整等方面进行综合考量，尤其在粉末配比方面，做到成本可控。而国外多数粉末冶金企业是直接对外采购已配好的粉末进行加工，难以消化原料价格波动带来的业绩波动，跟公司相比也不具备原料成本的优势。

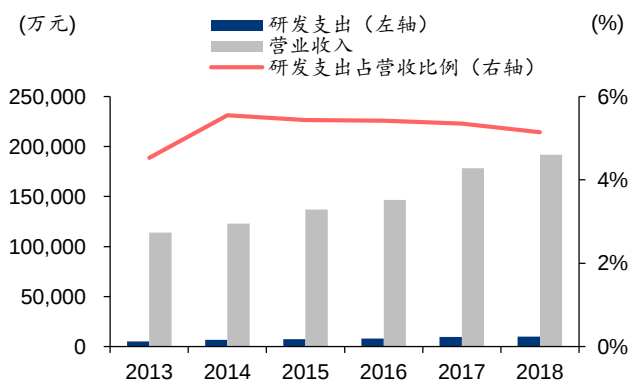
图表50： 2013-2018 公司粉末冶金产品单位成本与废钢年均价格的关系



资料来源：公司年报、中国钢铁工业协会，华泰证券研究所

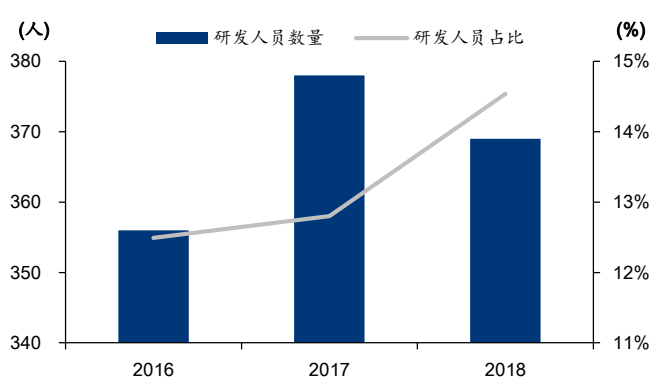
3) 加强技术研发和工艺管理，紧密跟踪和开发高端粉末冶金技术。公司具有六十年的粉末冶金专业生产经验，拥有一整套国际先进的粉末冶金生产技术和工艺。公司研发费用每年递增，多年保持在营收的 5% 以上。未来公司紧密跟踪粉末冶金技术向高强度、高精度、形状复杂、组合件、轻量化发展的方向，主要从事了铁基 TiC 增强复合材料的成型和烧结致密化技术、粉末冶金铝合金凸轮轴成形及烧结致密化技术、橡胶-铁基粉末冶金复合材料、低频用高磁通、高磁导软磁复合材料、电子换向永磁电机 SMC 软磁粉芯定子、齿轮快速烧结锻造全致密、烧结新型铝基含油轴承等技术的研发开发工作。

图表51： 公司 2013-2018 研发支出



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表52： 公司 2016-2018 研发人员情况



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

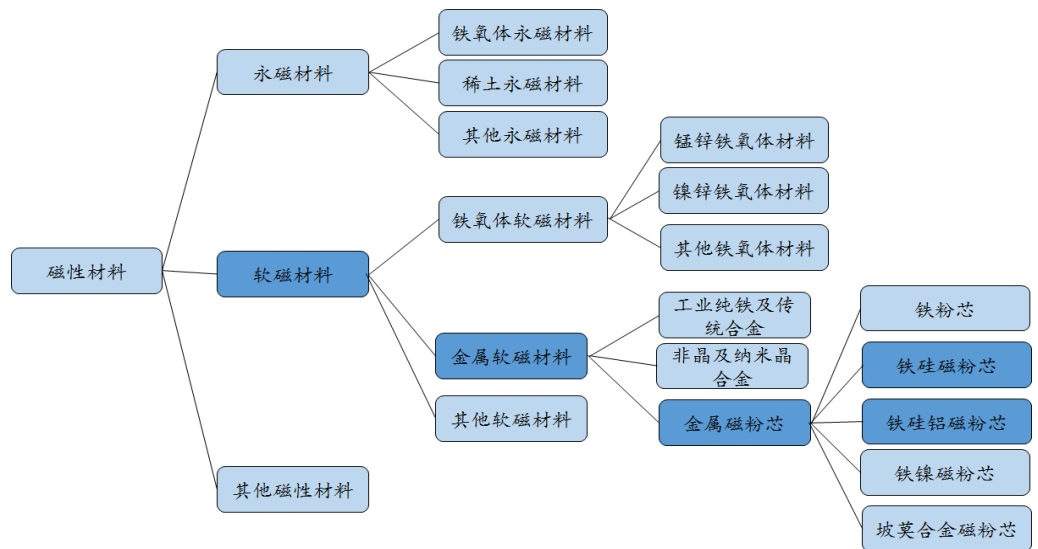
软磁业务：扩建粉末产线，进军中高频、大功率能量转换市场

软磁行业：大功率能量转换，推升铁硅铝软磁需求
铁硅铝软磁能量损耗低，适用于中高频、大功率能量转换领域

1) 软磁材料磁能量损耗低，磁场消失后磁性消失

软磁和永磁材料性能各异，应用于不同的电磁转换场合。磁材在磁场作用下具有强磁性，广泛用于电磁转换的领域。磁性材料按照被磁化的难易程度，可分为软磁材料及硬磁材料。软磁材料具有低矫顽力和高磁导率。通俗而言，在磁材作用下，软磁和硬磁都表现出磁性；当磁化场被去掉时，软磁材料磁性消失，硬磁材料磁性保留。

图表53： 磁性材料的分类



资料来源:稀土在线，华泰证券研究所

软磁应用广泛，能量损耗低，磁场消失后磁性消失。软磁材料最大特点是矫顽力 H_c 小，导磁率大，易被磁化，也易失掉磁性。这类材料在直流磁场中用于作各类铁磁装置(如电磁铁、继电器等)的铁芯，在交变磁场中可作发电机、变压器、电动机以及通讯技术中的各种频率元件，还可作磁屏蔽用。

软磁种类繁多，适用工作环境有所区分。软磁材料中，主要分为铁氧体软磁和金属软磁两类。金属软磁又包括非晶和纳米晶以及金属磁粉芯两类。以下列出了常见的两种软磁材料及其细分品种的主要磁学性能。

图表54： 各类软磁材料的性能对比

软磁种类	名称	材料主要成分	磁导率	Bs(mT)	最高工作温度(°C)	最高使用频率f(khz)
铁氧体软磁	锰锌铁氧体	Mn,Zn,Fe,O	1000~18000	510	125	1000
	镍锌铁氧体	Ni,Zn,Fe,O	15~2500	400	100	120000
	镁锌铁氧体	Mg,Zn,Fe,O	≤10	-	-	200000
金属磁粉芯	铁粉芯	Fe	3~100	1400	150	500
	铁硅铝粉芯	Al,Si,Fe	m26~125	1050	200	1000
	高磁通粉芯	Ni,Fe	14~160	1400	200	1000
	钕铁硼合金粉芯	Mo,Ni,Fe	14~550	800	200	1000

资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

2) 中高频环境下，铁硅类金属磁粉芯软磁材料是理想选择

在中高频工作条件下，铁硅类金属磁粉芯软磁材料是理想的材料之一。在合金金属软磁粉芯材中，金属铁镍类粉芯材料性能优异，但价格昂贵，在电能变化技术中尚难以大规模被采用。铁基非晶类粉芯材料虽然具有良好的磁芯损耗和饱和特性，但在技术上仍然存在可靠性、磁芯成型的压制性等结构性问题，短期内难以彻底解决，大批量生产和使用仍难以实现。通过对铁硅软磁粉或铁硅铝软磁粉的生产工艺改进，以及在压制磁芯时对绝缘材料、压制、退火等工艺的技术革新，现有铁硅类材料已具备可以和铁镍、铁镍钼类合金粉芯类似的高频损耗特征，同时具备较高的饱和磁通密度和良好的直流偏置特性。

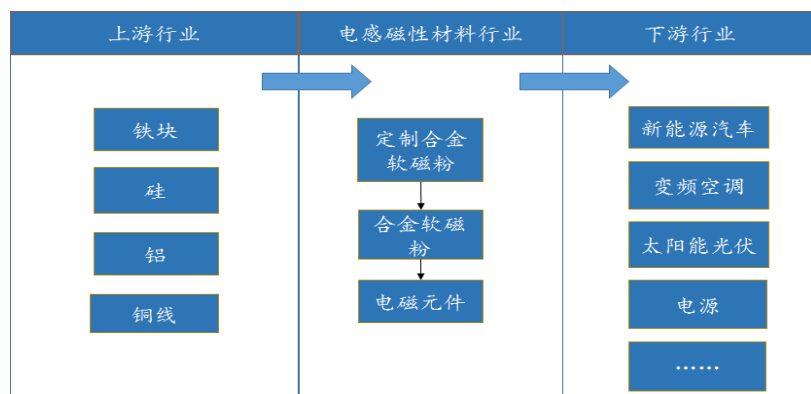
大功率能量转换对软磁材料提出了更高要求。为了适应新能源产业、新能源汽车产业、节能环保产业对大功率能量转换装置的技术要求，对功率电感来讲，合适的磁材应同时具备如下特点：1) 非常高的饱和磁通密度特性；2) 方便调节的等效磁路长度，结构上容易实现气隙微小化、均匀化，防止产生磁通泄露；3) 尽可能好的高频损耗特性；4) 优异的直流偏置特性，取得大电流时必要的电感量；5) 易于制作成各种特定的尺寸，对于大功率的应用，应易于形成大型尺寸。基于上述要求，在中高频工作条件下，铁硅类金属磁粉芯软磁材料是较为理想的选择之一。

3) 铁硅铝软磁广泛用于新能源汽车和充电桩、空调、电源、光伏等大功率应用

当前铁硅铝是合金软磁粉中用量最大、应用最广的品种。铁硅铝磁粉芯（sendust core）是二十世纪三十年代，由日本人增本亮和山本宏二人发明的。在几种合金粉芯中，铁硅铝磁粉芯因具有各种金属软磁粉芯的优良特性和较低的价格，成为目前三种合金系列的软磁粉芯中使用量最大、使用领域最为广泛的一种。

铁硅铝产业链：铁硅铝软磁主要原材料包括铁、硅、铝、铜铝导线等主料及氮气等辅料，上游为钢铁制造业、硅制造业、铝制造业以及铜制造业。下游应用较为广泛，主要包括新能源汽车及充电桩、变频空调、电源、光伏发电等行业。

图表55：铁硅铝软磁材料产业链



资料来源：稀土在线，华泰证券研究所

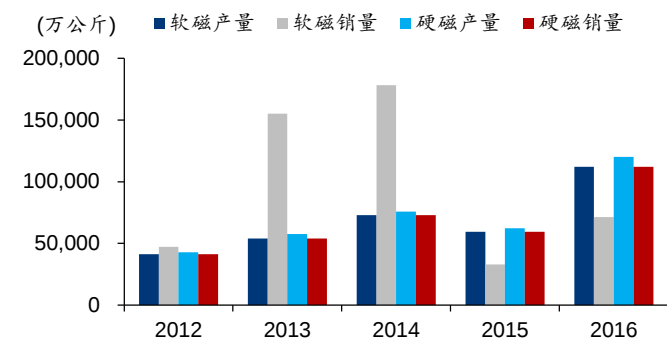
17 年我国金属磁粉芯产值约 200 亿元（含元件），12-17 年生产规模复合增速约 20%

16 年全国金属软磁元件占比 74%，其中金属磁粉芯销售占比 93%。根据中国电子信息产业统计年鉴，2016 年软磁元件销量 71.28 万吨，硬件元件销量 111.20 万吨。在软磁元件中，金属软磁 52.44 万吨，占比 73.57%；铁氧体软磁 18.84 万吨。在金属软磁元件中，金属磁粉芯销售占比 93%；铁氧体软磁中，锰锌铁氧体销售占比 98%。

我国金属磁粉芯发展迅速，12-17 年生产规模复合增速约 20%。据磁材协会介绍，在我国起步较晚，但发展较为迅速。据不完全统计，本世纪初国内金属磁粉心年产量只有几百吨，其中 95%为铁粉心，但由于其损耗较大，近几年来随着高频、高功率应用和 EMC 的更高要求，以及光伏、风电领域的需求增加，铁硅系、镍基坡莫合金系、非晶

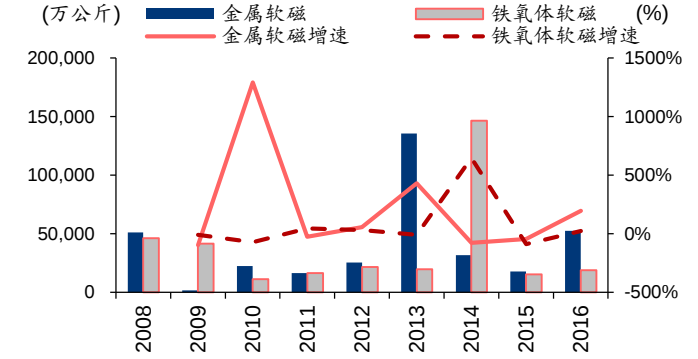
/纳米晶系金属 磁粉心迅速发展。2012-2017 年金属磁粉心产业生产规模基本以每年 20% 左右的速度增长，市场容量迅速扩大。17 年我国金属磁粉芯产业（包含生产企业、贸易企业、设备生产企业等）年产值约在 200 亿元左右。

图表56： 2012-2016 国内软磁和硬磁元件产量和销量



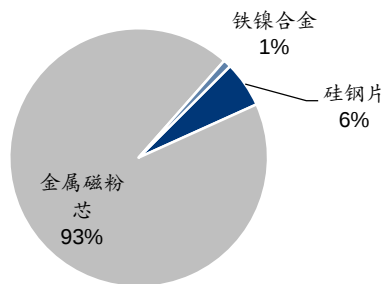
资料来源：中国电子信息产业统计年鉴、华泰证券研究所

图表57： 2008-2016 国内金属软磁和铁氧体软磁元件销量和增速



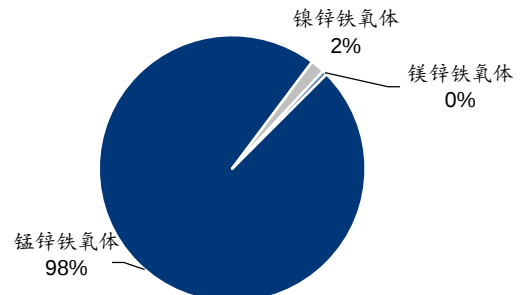
资料来源：中国电子信息产业统计年鉴、华泰证券研究所

图表58： 2016 年金属软磁元件销售结构



资料来源：中国电子信息产业统计年鉴、华泰证券研究所

图表59： 2016 年铁氧体软磁元件销售结构



资料来源：中国电子信息产业统计年鉴、华泰证券研究所

国内外软磁行业格局基本形成

软磁作为较为成熟的材料，主流软磁品种的国内外竞争格局已经形成；且产业呈现出逐步向国内转移的趋势。目前海外规模较大的包括韩国昌星，从事铁硅磁粉芯和合金粉末的研发和生产；以及美国的美磁，主要从事合金粉末开发。国内软磁按照品种分，铁氧体软磁规模较大的包括天通股份和横店东磁；金属软磁粉芯规模较大的企业包括东睦科达、铂科新材、新康达磁业等。

图表60： 国外主要软磁企业

公司简介	产品	应用领域
昌星 韩国昌星株式会社成立于 1980 年，注册资本金 688 亿韩元，主营业务为金属粉末，磁粉芯，导电浆料，复合金属带，粉末冶金和电抗器	环形磁粉芯和特殊形状磁粉芯	电子产品、飞机制造业、造船工业、汽车制造业、计算机行业、家电行业
美磁 美磁是世界电子行业中居领先地位的精密软磁元件和材料的供应商。	粉末磁芯，铁氧体磁芯和绕带磁芯	应用于各类型扼流圈，电感器，滤波器，变压器，使用替代能源的供电系统，电信，航空航天，汽车，军事，计算机，医疗等电子系统

资料来源：中国磁材网，华泰证券研究所

图表61：国内主要软磁企业

	公司简介	产品	规模/市场	应用领域
东睦科达	公司系东睦股份的控股子公司，2014 年完成股权受让，注册资本 3000 万元	合金磁粉芯，铁磁粉芯，定制磁粉芯	2018 年营业收入 2.07 亿元	纯电动汽车、充电桩、太阳能、通讯等领域
新康达磁业	南京新康达磁业成立于 1999 年，是铁氧体材料和磁性元件专业国家及行业标准的制订单位，产品以高技术含量和优良稳定的品质畅销海内外，其中特色产品大型铁氧体磁心的市场占有率居同行业首位。	锰锌铁氧体材料、锰锌铁氧体磁芯、金属磁粉芯材料、金属磁粉芯	2018 年营业收入 2.11 亿元	应用于新能源、通信、电磁兼容、汽车电子、绿色照明等领域
天通控股	天通控股创办于 1984 年，公司已形成电子材料、电子部品、智能装备和产业投资四大业务板块。	NFC 天线用柔性铁氧体磁片、无线充电用软磁铁氧体磁片、汽车电子用软磁磁心、汽车车载无线充电用磁片	2018 年软磁材料营收 6.58 亿元	手机、IC 卡、RFID、电动汽车等
横店东磁	1999 年成立，注册资本 16.5 亿，是一家集生产、经营、科研、技术开发及信息服务为一体的科技先导型国家大型企业、全国磁性行业的龙头企业。公司主要从事磁性电子元件的研发、生产和销售，被誉为“中国磁都”。	橡胶磁 磁片 磁条 电机磁条 注塑磁 电机磁环	2018 年磁材营收 31.09 亿元（含软磁和永磁）	汽车电子、无线充电、电动汽车、NFC、5G
铂科新材	铂科新材一直从事合金软磁粉、合金软磁粉芯及相关电感元件产品的研发、生产和销售，为下游用户电力电子设备或系统实现高效稳定、节能环保运行提供高性能软磁材料、模块化电感以及整体解决方案。	各种系列的磁芯产品，如 NPU、NPA、NPS 等	2017 年公司营业收入 3.39 亿元（2018 年末公布）	UPS、太阳能光伏逆变器、新能源汽车

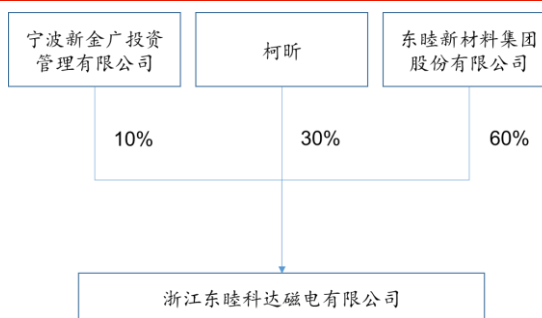
资料来源：Wind，各公司公告和网站，华泰证券研究所

东睦科达：铁硅系软磁材料佼佼者，品类丰富、技术积淀深厚

入股东睦科达，发挥协同优势，进军汽车、通信、新能源等市场

浙江东睦科达磁电有限公司系公司控股 60% 的子公司，注册资本为 3,000 万元，科达主营铁粉芯、合金磁粉芯等磁性材料的生产和销售，系东睦集团粉末冶金相关新业务的重要生产基地，集磁性材料规模生产和技术研发于一体的铁粉芯、合金磁粉芯等磁性材料生产、研发基地和营销窗口；2014 年 11 月 14 日科达正式完成其 60% 股权受让的工商登记变更，成为公司的控股子公司。

图表62：东睦科达股权结构（2018-12-31）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表63：东睦科达历史沿革

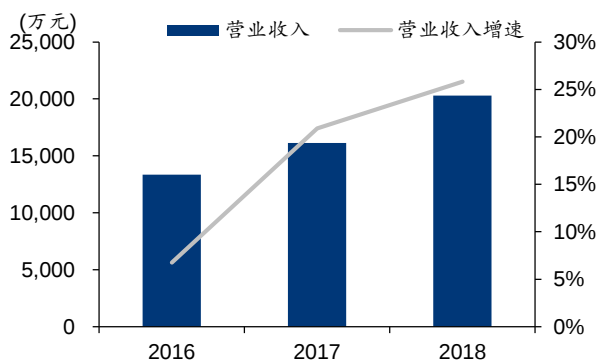
时间	事件
2000 年 9 月	成立湖州科达磁电有限公司，致力于金属磁粉芯领域的研发。
2001 年 4 月	铁粉芯获科技部科技型中小企业创新基金 100 万元创新扶持。
2002 年 8 月	通过 ISO9001: 2000 国际质量体系认证。
2004 年 7 月	铁硅铝磁粉芯研发成功获国家重点新产品。
2004 年 8 月	搬迁至新厂区,占地面积 25000 m ² , 完成年产 1 亿只铁粉芯、500 万只铁硅铝磁芯技改项目。
2007 年 1 月	完成年产 2 亿只铁粉芯、1000 万只铁硅铝磁粉芯技改项目。
2008 年 9 月	通过 ISO14001: 2004 环境体系认证。
2008 年 11 月	硅铁合金磁粉芯研发成功，并申报国家发明专利。
2009 年 12 月	铁硅镍磁粉芯研发成功，并申报国家专利。
2010 年 5 月	粉末工厂从四川搬迁到浙江，占地面积 15000 平方米，建成年产 3000 吨合金粉末生产线。
2010 年 7 月	湖州科达磁电有限公司变更为浙江科达磁电有限公司。
2011 年 11 月	Nanodust™ Cores (KAM/KAH) 研发成功，并且获得国家高新技术企业。
2013 年 6 月	获“365”市技术创新团队建立市院士专家工作站。
2014 年 11 月	浙江科达磁电有限公司变更为浙江东睦科达磁电有限公司。

资料来源：东睦科达官网，华泰证券研究所

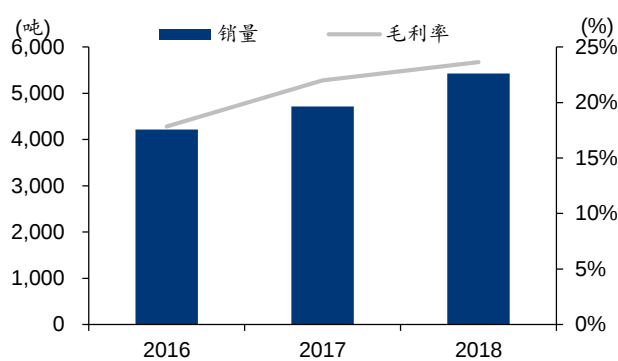
营收稳定增长，持续升级应用场景

营收稳定增长，持续扩张粉末和磁芯产能。2018 科达完成营业收入 20293 万元，占主营业务收入的 10.7%，同比增长 49%，毛利率为 25.81%。科达新厂区一期预算总投资 1.9 亿元，达产后具备 4 亿元/年的软磁材料生产能力，同时预留了二期项目 4-6 亿元/年的软磁材料生产能力所需的土地。目前公司拥有年产 3000 吨合金粉末生产线和 1000 万只铁硅铝磁粉芯、2 亿支铁粉芯生产能力。

客户资源优质，应用领域持续升级。据东睦 2018 年报介绍，科达已打开了国际市场，汽车客户如宝马、大众、特斯拉等大客户纷至沓来。科达早期产品以家电为主，后期将瞄准汽车、新能源、通信等中高频、大功率应用功能场景。

图表64：2016-2018 科达营收与增速

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

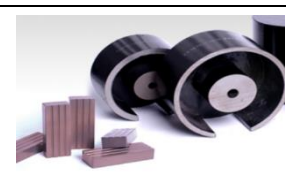
图表65：2016-2018 科达销量与毛利率

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

发展铁硅系列合金磁粉芯，品类丰富

产品材质和应用品类丰富。科达主要发展铁硅铝、铁硅镍等软磁材料在汽车和太阳能领域的商业运用，同时向新能源方向拓展，加快推进软磁复合材料在纯电动汽车、充电桩、太阳能、通讯等领域的运用和市场拓展。

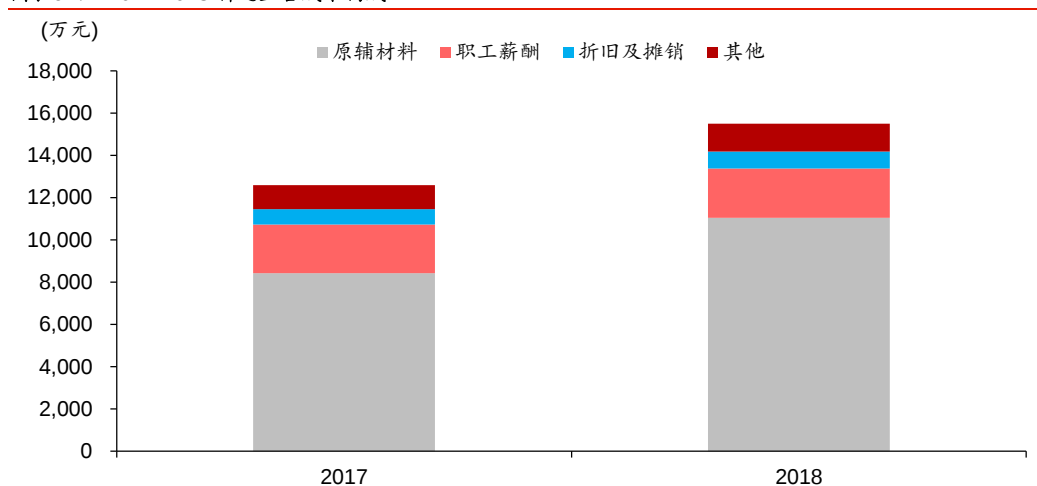
图表66：东睦科达主要产品分类和特点

产品	性能和介绍	举例
合金磁粉芯	合金磁粉芯是由铁基合金材料制成的粉末，经表面绝缘包覆与无机粘合剂混合压制然后再进行高温处理而成的一种软磁材料。合金磁粉芯内有均匀的气隙分布特征，拥有许多优异的磁特性、高电阻率低磁滞和低涡流损耗，以及在直流和交流条件下极佳的电感稳定性。依据其合金成份的不同，主要有铁硅铝磁粉芯（Sendust Cores）、硅铁磁粉芯（Si-Fe Cores）、铁硅镍磁粉芯（Neu Flux Cores）、高磁通铁镍磁粉芯（High Flux Cores）、铁镍钼磁粉芯（MPP Cores）五大类。	
普通铁粉芯	普通铁粉芯是利用传统生产工艺，是由 Fe 含量 99% 以上的纯铁粉末其经表面绝缘包覆，然后采用有机粘合剂混合压制而成的一种磁性材料，由于其材料没有做高温处理，故其使用温度在 -65C~+125C。磁导率从 10 μ~100 μ，形状有环型、E 型、U 型、R 棒型等较为复杂的产品。由于铁粉芯内有天然的气隙分布特性，被广泛应用于储能电感器、调光抗流器、EMI 噪音滤波器、DC 输出/输入滤波器等，是磁粉芯中价格最便宜的一种材料。	
特殊磁粉芯	拥有强大的研发队伍，可以根据客户的要求定制产品，无论是在材料的特性和形状上都可以满足客户的特殊要求，比如罐形铁磁芯和方形磁芯等。	
合金粉末	科达拥有自己的粉末工厂，可以生产合金粉末，目前年产量 3000t，主要产品有 Sendust 粉末，Si-Fe 粉末，Fe-Si-Ni 粉末，Fe-Ni 粉末。同时也可以根据客户的要求来生产粉末。	

资料来源：东睦科达官网，华泰证券研究所

成立合金粉末产线，打破海外垄断。金属磁粉芯的主要原料合金粉末，在公司原料成本中占比较大，18 年原辅材料的成本占比约 71%。但早期金属合金粉仍以美国、日本等海外企业垄断。经过多年摸索储备，科达在 2010 年成立合金粉末生产线，成功打破海外垄断，有效降低原料成本。目前年产量 3000t，主要产品有 Sendust 粉末，Si-Fe 粉末，Fe-Si-Ni 粉末，Fe-Ni 粉末。同时也可以根据客户的要求来生产粉末。

图表67：2017-2018 科达主营成本构成



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

十多年研发和技术积累，铸造金属磁粉芯的领先供应商。科达公司成立于 2000 年，2003 年公司成立了磁性材料研发中心，在此基础上于 2006 年成立了湖州磁性材料研究所，并与浙江大学、上海大学和中国计量学院等国内知名大专院校合作，主要致力于金属粉末软磁材料的研发。目前该实验室已经成功的开发了铁粉芯、铁硅镍磁粉芯、铁硅铝磁粉芯、铁镍合金磁粉芯及硅铁合金磁粉芯，现已批量生产，并获得国家专利 21 项，国家重点新产品 4 项。基于以上成果，2008 年实验室被国家认定为省级技术中心；公司的核心技术在磁粉芯领域中处于世界前列，科达已成为专业研制生产金属磁粉芯的国际性制造商。

发挥与东睦股份的技术、工艺、管理和客户协同效应。14 年科达出售 60% 股权给宁波东睦股份。软磁材料和粉末冶金结构件在设计、生产和加工工艺上拥有相似之处，此次合作可充分实现两者在技术、工艺、管理以及客户上的优势互补。

盈利预测与估值

盈利预测

1. 粉末冶金产品

营收：2018 年公司营收 19.18 亿元，同比增长 7.59%；从 2018Q3 开始营收同比增速放缓到 2.78%，2018Q4、2019Q1 均出现同比下降。营收下滑主要由于粉末冶金业务销售额下滑导致，尤其是汽车粉末冶金销售受全球汽车销量下滑影响。粉末冶金产品前两大下游客户是汽车和家电。

1) **汽车：**公司是汽车的二级供应商，且由于管理、成本和工艺等综合优势，已经成功通过国际一线客户，不断拓展国内合资汽车市场，19-21 年市场份额有望进一步扩大；但同时考虑到 18 年国内汽车销量下滑对订单造成一定负面影响，并预计 19-21 年该状况将持续；我们假设 19-21 年公司汽车粉末冶金结构件增速为 9%、7%、5%。

2) **家电：**考虑到公司家电客户为国内一线空调和冰箱生产企业，且在家电粉末冶金产品中的国内市占率较高，公司的增长主要源于下游规模的变化以及粉末冶金件对传统机加工件的替代进展，我们假设 19-21 年公司家电粉末冶金业务的营收增速分别为 4%、3%、2%。

毛利率：2018Q3-2019Q1 受到海外销售受挫、原料价格抬升、新工厂投入折旧增加等因素影响，拖累公司业绩，粉末冶金业务毛利率有所下滑；但拉长时间轴看，公司经过多年从原料、工艺到产品结构的调整，且考虑到公司产品的质量优势和客户认可度，随着 20-21 年公司销售额的逐步回暖，公司折旧与摊销占比降低、人力成本和财务费用有望进一步减少，以及产品结构的逐步调整，公司粉末冶金产品毛利率将逐步提升，我们假设 19-21 年粉末冶金业务毛利率分别为 33.0%、33.8%、34.5%。

2. 软磁材料

营收：公司软磁业务主要下游是光伏、新能源汽车、无线充电等高频大电流应用场景。公司软磁产品近三年增速持续上升，18 年增速达 26%；我们预计公司软磁业务一方面跟随下游需求崛起而增长，同时可实现对传统软磁材料品种的替代，我们看好软磁业务的发展；且 2012-2017 金属磁粉芯产业生产规模以每年 20%左右的速度增长，考虑到公司属于国内软磁行业佼佼者且市场份额有望进一步扩大，我们假设公司未来三年的营收增速将高于行业平均水平，预计 19-21 年营收增速分别为 25%、23%、21%。

毛利率：考虑到公司软磁业务体量相对较小，下游客户拓展也刚起步，近 3 年（16-18 年）公司毛利率水平从 18%逐步提高到 24%。我们认为随着产品需求逐步提升，且科达软磁公司和东睦集团公司的技术、工艺融合，生产效率有望提升，预计公司软磁业务的毛利率也将逐步提升，预计 19-21 年毛利率分别为 25%、26%、28%。

3、费用假设

考虑到公司经营相对稳定，预计 19-21 年公司营业费用、管理费用和财务费用的营收占比相对稳定，假设维持 16-18 年平均水平，三费的总共营收占比在 10.5-11.0%之间。

图表68： 公司盈利预测主要假设

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
粉末冶金	营收（百万元）	1215.71	1318.06	1604.32	1692.34	1760.03	1865.64	1996.23
	营收增速（%）	3.72%	8.42%	21.72%	5.49%	5.00%	6.00%	7.00%
	毛利率（百万元）	32.64%	35.89%	36.05%	32.18%	33.00%	33.80%	34.50%
软磁	营收（百万元）	125.00	133.42	161.31	202.93	253.66	317.08	396.35
	营收增速（%）	419.75%	6.74%	20.90%	25.80%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率（百万元）	27.65%	17.84%	21.99%	23.64%	25.00%	26.00%	28.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值

我们预计 19-21 年公司营收为 20.54/22.25/24.37 亿元，归母净利润为 3.41/3.89/4.49 亿元。从材料性质看公司属于粉末冶金行业，从材料主体应用领域看可归类为汽车结构件二级供应商。我们参考 19 年可比公司 wind 一致预期 PE 均值为 17X、中位数是 13X，考虑到公司的日系背景和市场地位、稳健的财务管理以及高分红比例，且未来盈利水平存在改善预期；但同时公司近年仍受到汽车销量下滑的负面影响，我们按照 19 年归母净利润给予公司 14-16XPE，对应目标价 7.42-8.48 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表69：东睦股份可比公司估值表

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		ROE (%)		市值 (亿元)	PE (X)			PB (X)		
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E		PE(TTM)	PE(2019)	PE(2020)	PB(TTM)	PB(2019)	PB(2020)
600330	天通股份	34.44	42.42	3.92	5.07	8.67	10.05	73.15	25.61	18.66	14.44	1.85	1.54	1.39
002056	横店东磁	71.18	75.49	7.47	8.07	13.85	13.17	114.89	16.35	15.38	14.24	2.53	2.13	1.90
000970	中科三环	45.15	51.68	2.91	3.58	6.19	6.41	111.85	44.52	38.45	31.25	2.48	2.32	2.17
002182	云海金属	58.24	64.30	3.99	4.63	17.48	17.17	53.85	16.74	13.14	11.95	2.98	2.47	1.93
000887	中鼎股份	131.72	145.24	11.67	13.46	14.70	14.91	118.91	11.25	10.19	8.83	1.41	1.28	1.14
002101	广东鸿图	62.42	68.66	3.62	4.15	9.90	10.60	36.95	11.17	10.21	8.90	0.83	0.76	0.71
600741	华域汽车	1648.64	1749.25	74.42	79.91	15.31	14.91	712.52	10.10	9.57	8.92	1.50	1.44	1.32
平均值									19.39	16.51	14.08	1.94	1.71	1.53
中位数									16.35	13.14	11.95	1.85	1.54	1.39

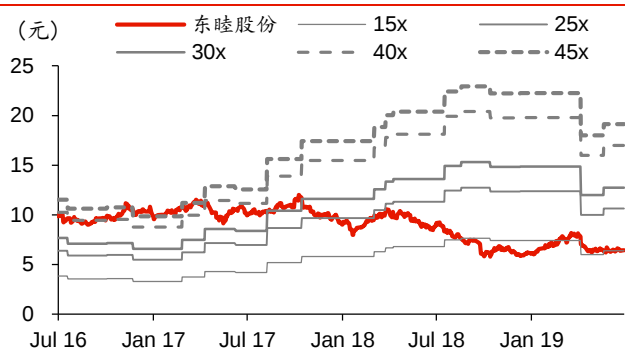
资料来源：Wind，预测数据来自 Wind 一致预期（20190715），华泰证券研究所

风险提示

- 1、全球汽车销量下滑导致订单延期或减少。从 18 年至今全球汽车销量下滑尤其是美系车型，如果销量持续下滑将直接导致公司汽车粉末冶金结构件订单延期或直接减少。
- 2、汽车粉末冶金结构件国产替代进展不及预期。汽车粉末冶金结构件替代进程，主要取决于公司产品进入主流车企的节奏和种类，客户测试进展和认可程度低于预期将导致销量低于预期。
- 3、软磁需求低于预期。光伏或新能源汽车等应用补贴下降销量下滑，导致软磁材料需求减少或采用传统的软磁材料。

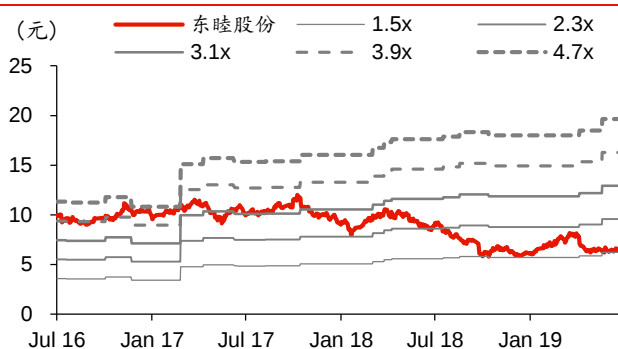
PE/PB - Bands

图表70：东睦股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表71：东睦股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,485	1,338	1,790	2,125	2,549
现金	392.11	303.48	633.86	885.43	1,211
应收账款	432.91	411.86	473.15	505.52	551.12
其他应收账款	29.07	39.55	42.92	44.58	49.76
预付账款	17.23	9.61	14.84	15.30	16.00
存货	299.85	366.07	370.94	402.06	436.60
其他流动资产	313.66	207.03	253.84	272.10	284.80
非流动资产	1,818	2,098	2,086	2,100	2,085
长期投资	115.68	201.72	159.47	166.26	169.90
固定投资	1,123	1,400	1,500	1,546	1,555
无形资产	246.20	238.38	233.88	228.09	220.78
其他非流动资产	332.51	257.91	192.27	159.03	139.73
资产总计	3,303	3,436	3,876	4,225	4,634
流动负债	527.70	501.72	514.17	540.29	557.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	179.88	219.11	218.62	238.91	259.07
其他流动负债	347.82	282.61	295.56	301.38	298.36
非流动负债	52.09	56.52	41.77	31.87	23.46
长期借款	0.00	0.00	(8.33)	(20.83)	(29.86)
其他非流动负债	52.09	56.52	50.10	52.70	53.32
负债合计	579.79	558.24	555.94	572.16	580.89
少数股东权益	161.93	177.12	194.13	214.65	238.29
股本	436.35	645.55	645.55	645.55	645.55
资本公积	1,532	1,352	1,352	1,352	1,352
留存公积	717.24	786.86	1,128	1,440	1,817
归属母公司股东权益	2,561	2,701	3,125	3,438	3,815
负债和股东权益	3,303	3,436	3,876	4,225	4,634

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	194.49	276.56	375.11	494.59	548.64
净利润	315.37	346.91	357.93	409.86	472.89
折旧摊销	133.96	153.51	179.88	205.60	228.58
财务费用	1.22	(3.18)	(7.23)	(12.11)	(16.96)
投资损失	3.37	(86.15)	(41.19)	(48.75)	(52.46)
营运资金变动	(273.64)	(169.09)	(105.60)	(55.73)	(80.11)
其他经营现金	14.21	34.56	(8.67)	(4.28)	(3.29)
投资活动现金	(331.56)	(75.72)	(127.50)	(165.56)	(159.16)
资本支出	289.93	262.19	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.56	(5.51)	(43.22)	6.70	3.85
其他投资现金	(41.07)	180.96	29.28	41.14	44.70
筹资活动现金	158.45	(277.93)	82.76	(77.45)	(64.37)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(50.00)	0.00	(8.33)	(12.50)	(9.03)
普通股增加	11.00	209.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	117.69	(179.91)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	79.75	(307.22)	91.10	(64.95)	(55.34)
现金净增加额	17.02	(76.70)	330.38	251.58	325.12

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,783	1,918	2,054	2,225	2,437
营业成本	1,158	1,311	1,390	1,491	1,615
营业税金及附加	21.72	23.89	25.22	27.41	30.04
营业费用	67.63	68.97	77.03	82.32	90.16
管理费用	131.53	139.25	152.01	163.53	177.40
财务费用	1.22	(3.18)	(7.23)	(12.11)	(16.96)
资产减值损失	5.86	1.86	4.98	4.09	4.01
公允价值变动收益	(2.49)	2.62	0.59	0.76	1.01
投资净收益	(3.37)	86.15	41.19	48.75	52.46
营业利润	333.70	388.05	396.22	454.07	526.26
营业外收入	38.54	0.67	15.65	14.47	12.56
营业外支出	3.61	5.14	4.33	4.48	4.54
利润总额	368.62	383.59	407.54	464.07	534.29
所得税	53.25	36.68	49.61	54.21	61.40
净利润	315.37	346.91	357.93	409.86	472.89
少数股东损益	15.27	18.94	17.01	20.53	23.64
归属母公司净利润	300.10	327.97	340.92	389.33	449.24
EBITDA	468.88	538.38	568.86	647.57	737.88
EPS (元, 基本)	0.69	0.51	0.53	0.60	0.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.49	7.59	7.09	8.31	9.52
营业利润	65.65	16.29	2.10	14.60	15.90
归属母公司净利润	70.65	9.29	3.95	14.20	15.39
获利能力 (%)					
毛利率	35.04	31.63	32.32	32.97	33.70
净利率	16.83	17.10	16.60	17.50	18.44
ROE	11.72	12.14	10.91	11.33	11.78
ROIC	12.84	14.52	13.49	15.05	17.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.56	16.25	14.34	13.54	12.54
净负债比率 (%)	0	0	(1.50)	(3.64)	(5.14)
流动比率	2.81	2.67	3.48	3.93	4.57
速动比率	2.24	1.93	2.75	3.18	3.78
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.57	0.56	0.55	0.55
应收账款周转率	4.22	4.31	4.41	4.32	4.38
应付账款周转率	7.56	6.57	6.35	6.52	6.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.51	0.53	0.60	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.43	0.58	0.77	0.85
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.18	4.84	5.33	5.91
估值比率					
PE (倍)	13.87	12.70	12.21	10.69	9.27
PB (倍)	1.63	1.54	1.33	1.21	1.09
EV_EBITDA (倍)	8.08	7.04	6.66	5.85	5.13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com