

东睦股份（600114）深度研究报告

粉末冶金匠心独造，成长与价值兼得

❖ 粉末冶金匠心独造

东睦股份是国内粉末冶金行业龙头企业，国内粉末冶金市场占有率超过 1/4。公司始终秉承技术立企、品质传承的概念专注粉末冶金零件研发和市场推广，顺利实现了 VVT/VCT 零件的国产化替代，目前公司变速箱零件也取得了较大突破，未来将接棒 VVT 零件成为明星产品。公司行业龙头地位稳固，产品项目延展性极强，深耕细作，未来业绩有望继续保持高速增长。

❖ 高研发投入，内生动力十足

公司始终保持较高的研发投入，为公司提供了源源不断的内生增长动力。过去 5 年东睦归母净利 CAGR 高达 42.38%，证明其高成长属性。2018H1 公司研发投入高达 5,084.36 万元，同比增长 6.49%。2017 年完成新产品开发 960 个，并取得近 100 个项目定点，公司预计这些新项目峰值年销售额约 7 亿元。东睦股份在专利授权方面也取得了累累硕果。

❖ “小而美”的优质标的

东睦股份自上市以来一直保持着“小而美”的特点，财务数据优良。资产负债率远低于行业平均水平，2018 年公司三季报显示，公司资产负债率仅为 16.52%。费率保持稳定，公司 13-17 年三费率保持在 18%左右的水平，17 年为 18.42%，费用控制得当，且三费中研发费用（归管理费用项下）占比较高。财务费用支出持续压降，截至 17 年末，公司短期借款、长期借款均为零，财务费用占三费的比重仅为 0.41%。我们认为在费用开支稳定的情况下，更多地投入到产品研发、产能投放以及管理激励中，能够刺激生产水平的进步，未来将反哺利润。净资产收益率也保持稳步增长。

此外，公司持续的现金分红以及股权激励计划惠及了广大股东和公司员工，股份回购计划也有利于促进公司价值回归。

❖ 汽车粉末冶金零件未来空间增量 200 亿

粉末冶金产业凭借自身的优势不断升级渗透到新的产业中，形成了以汽车、家电行业为主体，以航空、医疗等行业为目标领域的发展结构。汽车粉末冶金零件占据了国内粉末冶金市场的半壁江山，但单车粉末冶金零件用量较欧洲和北美地区仍有较大提升空间，依照北美标准进行测算，未来国产汽车粉末冶金零件空间增量达 200 亿。国内粉末冶金企业料将在进口替代和新产品研发领域充分竞争，东睦股份作为国内粉末冶金行业的龙头企业，充分享受行业增长扩容带来的红利。

❖ **投资建议：**因家电行业景气度下行、长春东睦和科达磁电预计主要于 2019 年贡献增长，我们预计东睦股份 2018-2020 年营业收入分别为 20.49 亿元、24.60 亿元、28.50 亿元（此前预测 2018-2019 分别为 19.17 亿元、21.83 亿元），归母净利润分别为 3.19 亿元、4.01 亿元、4.95 亿元（此前预测 2018-2019 为 3.41 亿元、3.67 亿元），对应 EPS 分别为 0.49、0.62、0.77 元，以 2018 年 12 月 14 日收盘价计算 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍。基于公司的行业龙头地位，未来盈利情况较为确定，估值较低，维持“推荐”评级。

❖ **风险提示：**消费不及预期；公司产品销量不及预期；新项目投产不及预期等。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	1,783	2,049	2,460	2,850
同比增速(%)	21.5%	14.9%	20.1%	15.8%
净利润(百万)	300	319	401	495
同比增速(%)	70.6%	6.4%	25.5%	23.6%
每股盈利(元)	0.46	0.49	0.62	0.77
市盈率(倍)	14	13	11	9
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2018 年 12 月 14 日收盘价

推荐（维持）

当前价：6.66 元

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：王保庆

电话：021-20572570
邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com
执业编号：S0360518020001

联系人：华强强

电话：010-66500801
邮箱：huaqiangqiang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	64,579
已上市流通股(万股)	63,440
总市值(亿元)	43.01
流通市值(亿元)	42.25
资产负债率(%)	16.5
每股净资产(元)	4.1
12 个月内最高/最低价	11.47/5.91

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东睦股份（600114）：家电、汽车双双增长，业绩持续向好》

2017-08-28

目 录

一、匠心独造 国内粉末冶金行业领导者者	5
（一）子公司协同发展，供货汽配顶级供货商	5
（二）粉末冶金销量连年增长 近 5 年归母净利 CAGR 高达 42.38%	6
二、粉末冶金汽车零件贡献渐增 软磁材料提供新的增长极	8
（一）明星产品持续放量 变速箱接棒成长性	9
（二）摩托车零件占比减少 家电压缩机业务企稳回升	10
（三）软磁材料提供新的增长极	10
三、粉末冶金行业增长空间大 东睦股份属国内龙头	12
（一）粉末冶金零件近 20 年复合增长率 11.5% 未来空间仍可期	12
（二）东睦属国内龙头 享行业增长红利	15
四、成长与价值兼具	16
（一）高额研发投入 保证公司成长性	16
（二）财务数据优良 价值标的之选	17
（三）股权激励稳定军心 分红惠及广大股东	18
（四）原材料价格料将下行 盈利能力逆势提升	19
五、投资建议	20
六、风险提示	20

图表目录

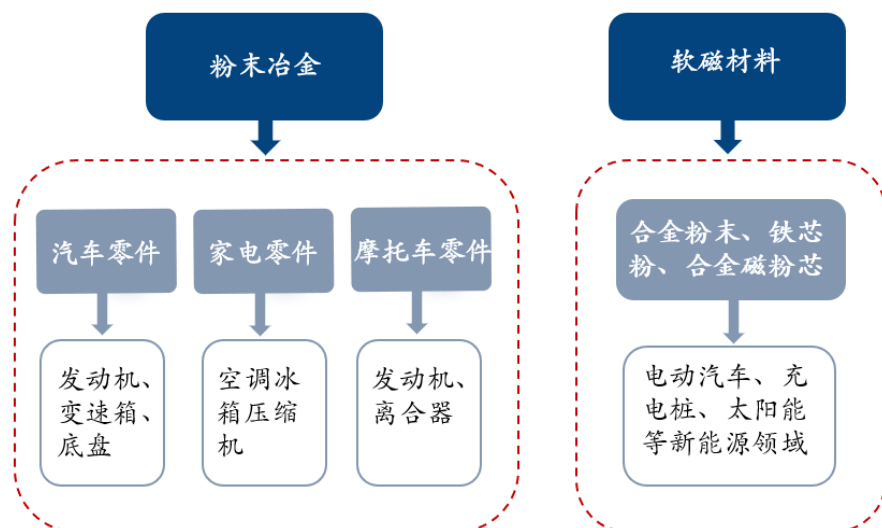
图表 1	主营粉末冶金 软磁材料增长强劲	5
图表 2	粉末冶金工艺流程	5
图表 3	粉末冶金制品	5
图表 4	主要子公司遍及全国	6
图表 5	销售集中度微升，供应商集中度显著下降	6
图表 6	公司主要下游客户	6
图表 7	粉末冶金销量及同比	7
图表 8	软磁材料销售	7
图表 9	东睦股份营收及增速	7
图表 10	东睦股份归母净利及增速	7
图表 11	产品结构调整，汽车配件贡献主要营收	8
图表 12	汽车零部件对毛利率贡献明显	8
图表 13	公司生产的 VVT 粉末冶金零件	9
图表 14	公司 VVT 产品销售收入稳步增长	9
图表 15	2016 年定增项目	9
图表 16	摩托车零件收入占比降低 家电压缩机业务企稳回升	10
图表 17	磁性材料收入及同比	11
图表 18	公司磁性材料销量（吨）	11
图表 19	研发支出连年增长	16
图表 20	研发支出占营业收入比例	16
图表 21	专利授权硕果累累	17
图表 22	公司资产负债率低于行业资产负债率	17
图表 23	公司财务费用极低	17
图表 24	三费率保持稳定，营收较快增长	18
图表 25	财务费用开支持续减少	18
图表 26	公司盈利能力强劲，ROE 稳健	18
图表 27	公司资产负债率下降至 17.56%	18
图表 28	第三期限制性股票激励计划对象（草案）	19
图表 29	公司近年来持续进行现金分红	19
图表 30	每千克成品耗能	12
图表 31	原材料利用率	12
图表 32	粉末冶金零件销量	13

图表 33	2017 年粉末冶金零件市场结构情况.....	13
图表 34	汽车产销量及同比.....	14
图表 35	粉末冶金汽车零件销量.....	14
图表 36	空调产量及同比.....	14
图表 37	国产汽车粉末冶金零件空间测算.....	14
图表 38	东睦股份销售量、额市场占有率提升.....	15

一、匠心独造 国内粉末冶金行业领导者

东睦股份是中国粉末冶金行业的领导者。公司主营业务为粉末冶金机械结构零件和软磁材料的生产和销售，产品广泛应用于汽车、家电、摩托车、工程机械等产业。

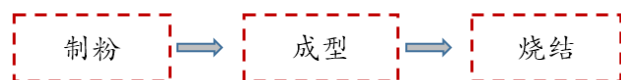
图表 1 主营粉末冶金 软磁材料增长强劲



资料来源：公司年报，华创证券

粉末冶金是利用金属或用金属粉末作为原料，经过成形和烧结等工艺，制造金属材料、复合材料以及各种类型制品的工艺技术。与传统工艺相比，具有节能、节材、节省劳动力、环保、近净成型、个性化、一致性好等优势，其优点已成为解决新材料问题的钥匙，在新材料的发展中起着举足轻重的作用，属于现代工业发展的朝阳产业。

图表 2 粉末冶金工艺流程



资料来源：华创证券

图表 3 粉末冶金制品

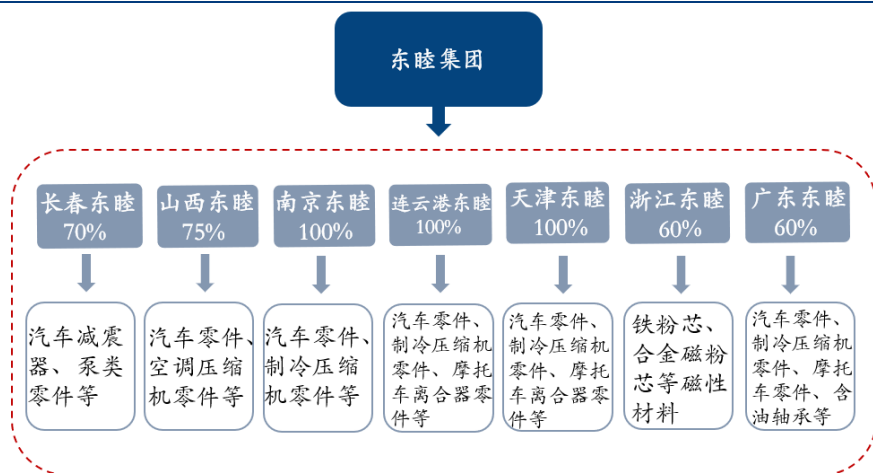


资料来源：公司官网，华创证券

（一）子公司协同发展，供货汽配顶级供货商

子公司遍及全国，产能不断扩充。子公司覆盖了华东、华南、华北以及东北区域，已经形成专业化生产，就近配套、服务的战略布局，并具备一定的规模效应。截至 17 年，山西东睦、天津东睦、连云港东睦销售输入保持持续增长；广东东睦在 17 年实现扭亏为盈；浙江东睦展现出强劲的发展势头。同时，长春东睦和浙江东睦的新厂区都处于建设之中，建成后将进一步完善布局，扩充产能，贡献盈利。

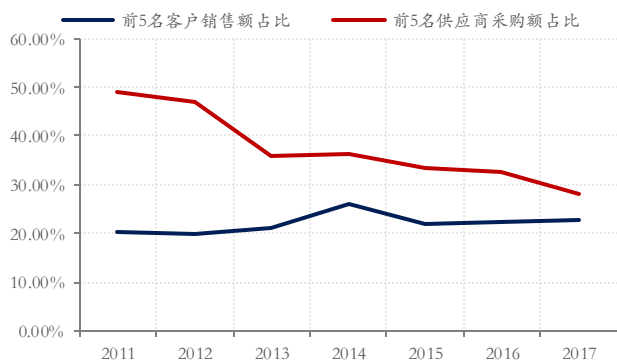
图表 4 主要子公司遍及全国



资料来源：公司年报，公司官网，华创证券

供货汽配顶级供货商，销售集中度微升。公司前五名客户销售额占比从 11 年的 20.07% 微升至 17 年的 22.83%。2016 年公司前 5 大销售客户为博格华纳汽车零部件（宁波）有限公司、麦格纳（常州）汽车动力系统有限公司、加西贝拉压缩机有限公司、舍弗勒（中国）有限公司和 STT Technologies Inc.。其中博格华纳、麦格纳和舍弗勒均是汽配顶级供货商，供应通用、宝马、铃木等整车厂。我们认为，随着公司研发制造能力提高，高端产品竞争力增强，配套供应范围将进一步拓宽。

图表 5 销售集中度微升，供应商集中度显著下降



资料来源：wind，华创证券

图表 6 公司主要下游客户



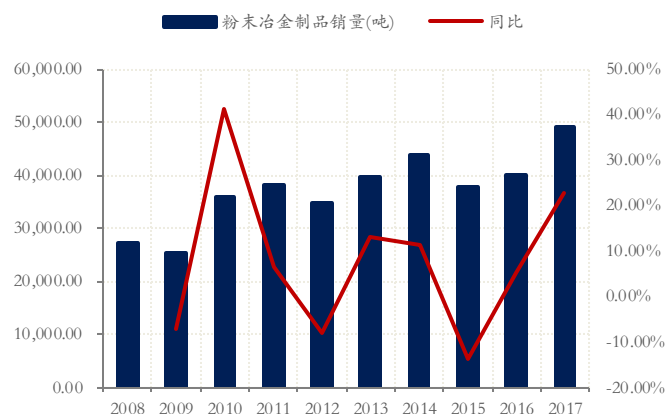
资料来源：公司官网，华创证券

原料供应商集中度下降显著。11 年至 17 年，前五大供应商采购额占比从 47% 显著下降至 28%，原材料供货风险显著下降。我们认为，这源于公司产品的多样性和延展性，能促使公司对上游议价能力进一步提升。

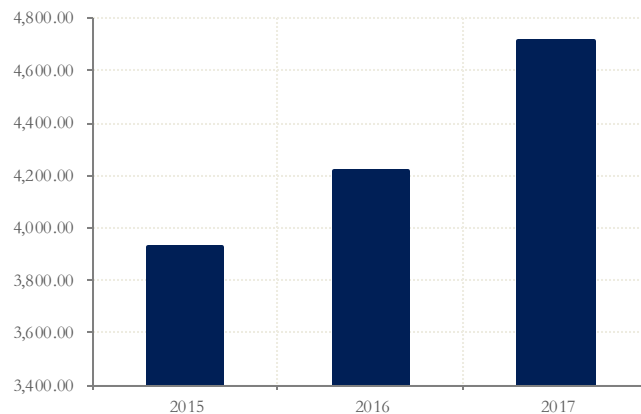
（二）粉末冶金销量连年增长 近 5 年归母净利 CAGR 高达 42.38%

东睦股份一直深耕粉末冶金领域，坚持做大做专做精做强主业。面对行业以及下游发生的变化，东睦始终坚持追求精益的工匠精神，推进明星产品的市场开拓，加大研发，推进高精度、致密化等技术在汽车发动机、变速箱等关键领域的运用。

粉末冶金产销量连年增长。2017 年公司粉末冶金产品销售 4.90 万吨，同比增长 22.71%。产品销售增长得益于新产品的研发销售以及明星产品 VVT/VCT 的持续放量。

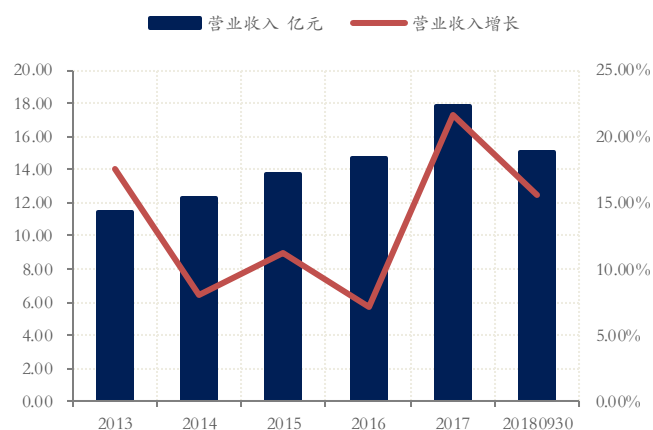
图表 7 粉末冶金销量及同比


资料来源: wind, 华创证券

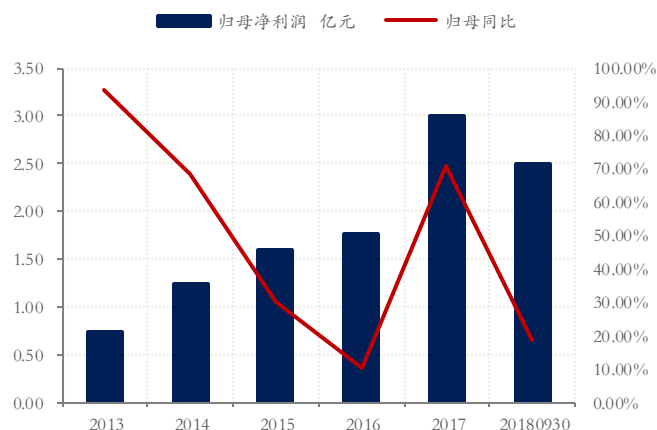
图表 8 软磁材料销售量


资料来源: wind, 华创证券

经营业绩稳健,近五年来利润始终保持增长,CAGR 达到 42.38%。2018 年三季报显示,公司营业收入达到 15 亿元,同比增长 15.59%,归母净利润为 2.49 亿元,同比增长 18.61%。

图表 9 东睦股份营收及增速


资料来源: wind, 华创证券

图表 10 东睦股份归母净利润及增速


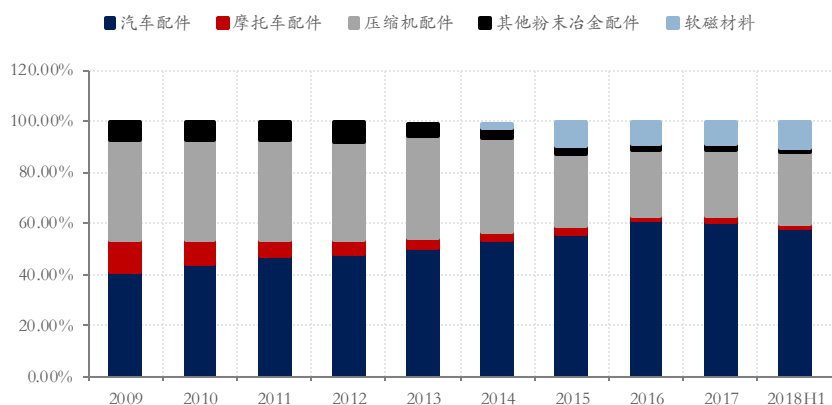
资料来源: wind, 华创证券

二、粉末冶金汽车零部件贡献渐增 软磁材料提供新的增长极

公司主营业务中，粉末冶金零件业务占比 90%以上。粉末冶金汽车零部件贡献逐渐增长，软磁材料业务基数小但增速大，2017 年软磁材料销售收入同比增长 20.90%，特别是 2017 年下半年增速达到 35%左右。

汽车配件占营收绝对地位。截至 2018H1，汽车配件营收占总营收的比重达 58.18%，是贡献营收的主力军。随着我国经济发展水平提高和消费升级，摩托车配件的营收占比持续缩减至 1.55%；随着我国新能源产业的发展，软磁材料业务经营情况逐渐好转，近 4 年营收年化复合增长率 60.94%。

图表 11 产品结构调整，汽车配件贡献主要营收

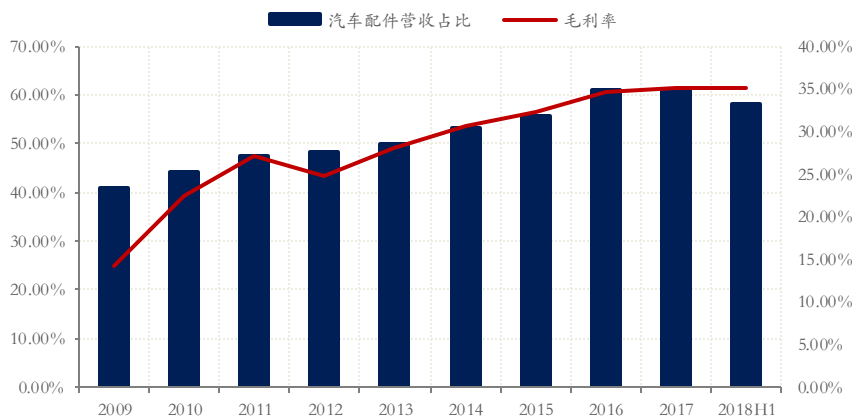


资料来源：公司年报，华创证券

公司产品延展性极好。公司可根据市场需求和下游行业景气度进行调整产品发展战略。粉末冶金产品从摩托车领域转向汽车领域，到在汽车和家电领域的不断拓展，再到汽车内部从泵到 VVT 到变速箱的延展和软磁材料的涉足，公司都在引领着粉末冶金行业渗透率的提升。

汽车零部件对毛利率贡献明显。随着汽车零件营收占比上升，公司毛利率从 2009 年的 14.09% 攀升至 2018H1 的 35%。我们认为，随着公司对自主研发和创新的重视，其产品将不断向高端市场发展，高端汽车零部件协同效应将会凸显，进一步提高产品附加值和公司毛利率。

图表 12 汽车零部件对毛利率贡献明显



资料来源：Wind，公司年报，华创证券

（一）明星产品持续放量 变速箱接棒成长性

公司汽车粉末冶金零件销售占比逐渐增长，主要来自明星产品 VVT 粉末冶金零件的销售增长。VCT 技术近几年推广速度不断加快，作为采用 VCT 技术的发动机的核心组成部分，粉末冶金 VCT 汽车发动机零件市场空间巨大。同时，该类粉末冶金产品技术含量、精度要求极高，附加价值较高。此前国内市场现有产品主要从国外进口或由具有较高技术实力的中外合资企业生产。

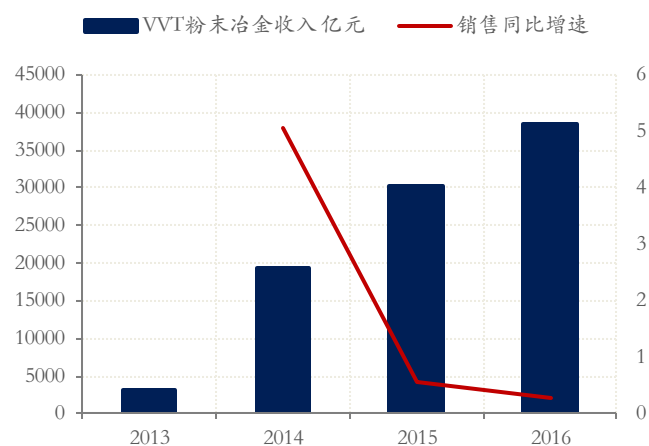
公司 2016 年 VVT 粉末冶金部件收入 3.86 亿元，同比增长 27.39%。VVT 粉末冶金领域东睦股份的主要竞争对手是 MIBA（无锡）、GKN（丹阳）。相比这竞争对手，东睦股份具有成本优势。公司生产的每套产品价格大概在 80 元左右，而进口或者外资企业的单价在 120 元/套左右。成本优势将加速进口替代，因而，公司业务料将表现出超出行业的平均增速。2017 年 VVT/VCT 零件销售继续稳步增长。

图表 13 公司生产的 VVT 粉末冶金零件



资料来源：公司官网，华创证券

图表 14 公司 VVT 产品销售收入稳步增长



资料来源：wind，华创证券

随着关键技术的突破，变速箱零件等产品的开发也快速跟进。公司 2016 年非公开发行股票募集资金投建 12000 吨汽车动力系统及新能源产业粉末冶金新材料技术改造项目。

12000 吨汽车动力系统及新能源产业粉末冶金新材料技术改造项目主要是为汽车产业和新能源产业提供配套产品，主要包括汽车动力系统粉末冶金零件（汽车发动机零件、变速箱零件等）和新能源产业粉末冶金零件（电动汽车用零件、电动汽车高效电机等用的磁性材料和燃料电池连接板等）。

图表 15 2016 年定增项目

项目名称	总投资额	募集资金拟投入金额	项目建设期
年新增 12000 吨汽车动力系统及新能源产业粉末冶金新材料技术改造项目	42,070	42,070	36 个月
企业技术中心改造项目	5,930	5,930	24 个月
补充流动资金	12,000	12,000	-
合计	60,000	60,000	

资料来源：公司公告，华创证券

汽车动力系统粉末冶金零件目标实现高端国产化

粉末冶金结构零件减轻汽车重量、降低制造成本的优势，使其成为汽车制造和汽车零部件的重要基础零件，目前世

界上用于汽车上的粉末冶金零部件已经超过 1000 多种。粉末冶金技术已经成为汽车及汽车制造业的核心技术之一。此次定增项目中的汽车动力系统粉末冶金零件主要为汽车发动机零件、变速箱零件等。在我国，汽车发动机、减震器、变速箱中使用的高强度、高密度、高精度的粉末冶金零件、高精度微小型含油轴承、高性能摩擦材料等产品还不能满足需求。此领域粉末冶金零件一直处于国外进口，东睦股份希望通过此次定增项目，努力实现该领域粉末冶金零件的国产化，项目前景明确。

新能源汽车用粉末冶金零件市场前景广阔

根据公司年报披露，2015 年公司已经为特斯拉等品牌新能源汽车配套的用于前后两个逆变器齿轮箱壳体和前后两个马达终端壳体的粉末冶金零件也已经进入批量生产。

募投项目中电动汽车用粉末冶金零件主要为用于电动汽车配套的逆变器齿轮箱壳体和马达终端壳体的粉末冶金零件，具有良好的市场前景。由于新能源汽车对车身重量有着极高的要求，新能源汽车产销量高速增长，新能源汽车用粉末冶金零件市场前景广阔。

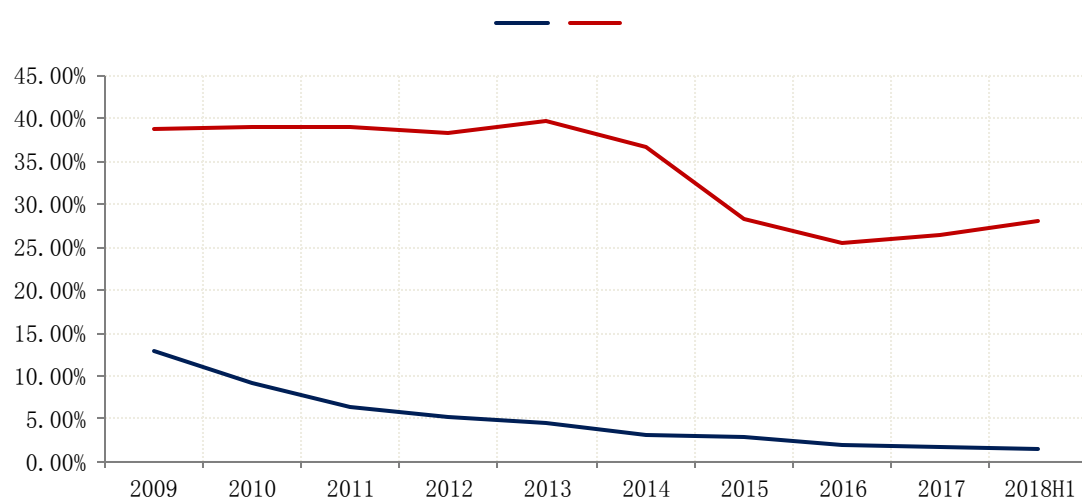
根据定增项目可行性分析报告：新增 12000 吨项目建成投产后，达产年可新增营业收入 67,000 万元，新增利润总额 13,238 万元。

（二）摩托车零件占比减少 家电压缩机业务企稳回升

传统粉末冶金零件业务中摩托车占比逐渐减少，家电压缩机粉末冶金零件业务在经历了连续的下行之后企稳回升。从占比上来看，2017 年摩托车业务营收占比 1.74%，较 2009 年占比下降 11.22 个百分点。摩托车领域，受行业发展周期影响预计摩托车配件业务收入占比将会越来越低。

2017 年，压缩机粉末冶金零件营业收入企稳回升，公司推出了一系列新产品，下游家电市场也有所回暖，2017 年家电占比 26.40%，较 2016 年占比提升近一个百分点。2018H1 压缩机配件业务收入 2.87 亿元，同比增长 22.62%。

图表 16 摩托车零件收入占比降低 家电压缩机业务企稳回升



资料来源:wind, 华创证券

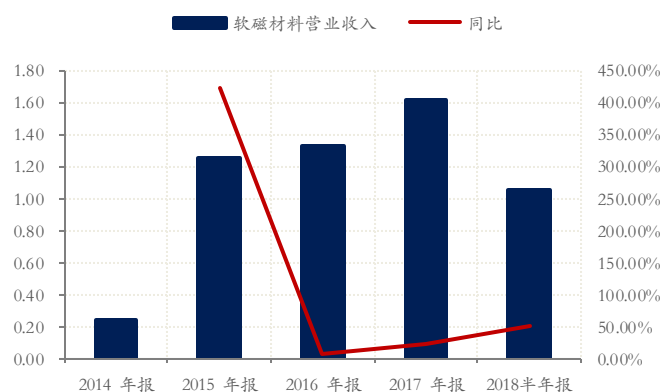
（三）软磁材料提供新的增长极

科达磁电公司的内部管理整合也体现出了一定成效，展现出强劲的发展势头。2014 年公司接手科达磁电，希望通过此项对外投资科达磁电拓展公司在粉末冶金相关领域的业务，借助公司在粉末冶金结构零件行业中的经验及行业地

位，进一步向粉末磁性材料领域发展，实现由粉末冶金结构零件行业向粉末冶金功能材料行业的拓展。

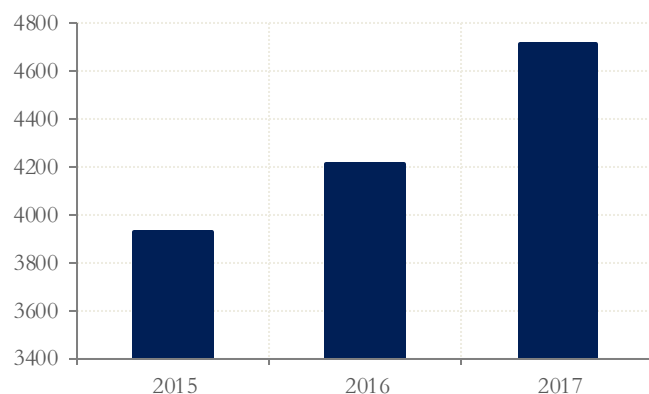
接手后，东睦股份对科达磁电公司进行了一系列的内部管理和整合，颇具成效，科达磁电目前也正展现出强劲的发展势头。科达磁电主营软磁材料，近年来发展销量和毛利率双双增长，成为公司盈利的新的增长极。2017 年年报显示，公司科达磁电新厂区建设如期进行，该新厂区一期预算总投资 1.9 亿元，达产后具备 4 亿元/年的软磁材料生产能力，并预留了二期项目 4~6 亿元/年的软磁材料生产能力所需的土地，是公司在软磁材料方面的重要布局。2018 年一季度主要设备搬迁完成，并投入生产。

图表 17 磁性材料收入及同比



资料来源：wind，华创证券

图表 18 公司磁性材料销量（吨）



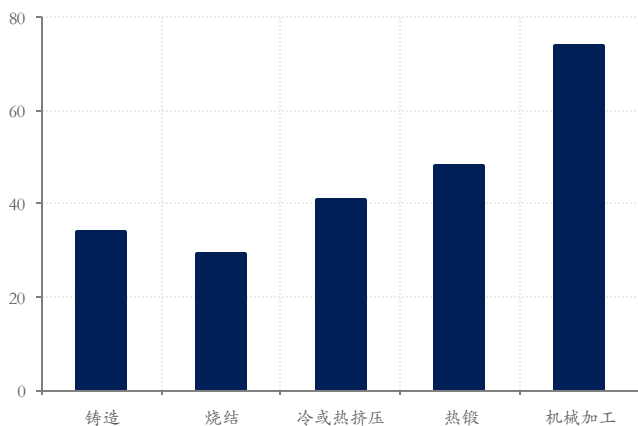
资料来源：wind，华创证券

三、粉末冶金行业增长空间大 东睦股份属国内龙头

粉末冶金产业凭借自身的优势不断升级渗透到新的产业中，形成了以汽车、家电行业为主体，以航空、医疗等行业为目标领域的发展结构。目前来看，国内粉末冶金行业低端产能过剩、高端产品依赖进口，未来国内粉末冶金企业将在进口替代和新产品研发领域充分竞争，东睦股份作为国内粉末冶金行业的龙头企业，有望充分享受行业增长带来的红利。

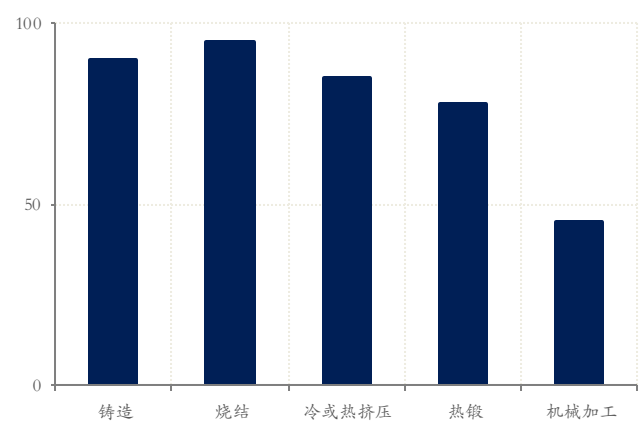
粉末冶金是一种低能耗，高原材料利用率的成型工艺。较铸造、机械加工、压力加工等工艺，粉末冶金可制造高强度、高密度、高性能、结构复杂等零件。粉末冶金产业，特别是粉末冶金机械零件方面与汽车工业的发展高度相关。

图表 19 每千克成品耗能



资料来源：wind，华创证券

图表 20 原材料利用率



资料来源：wind，华创证券

注：粉末冶金金属烧结成型。

（一）粉末冶金零件近 20 年复合增长率 11.5% 未来空间仍可期

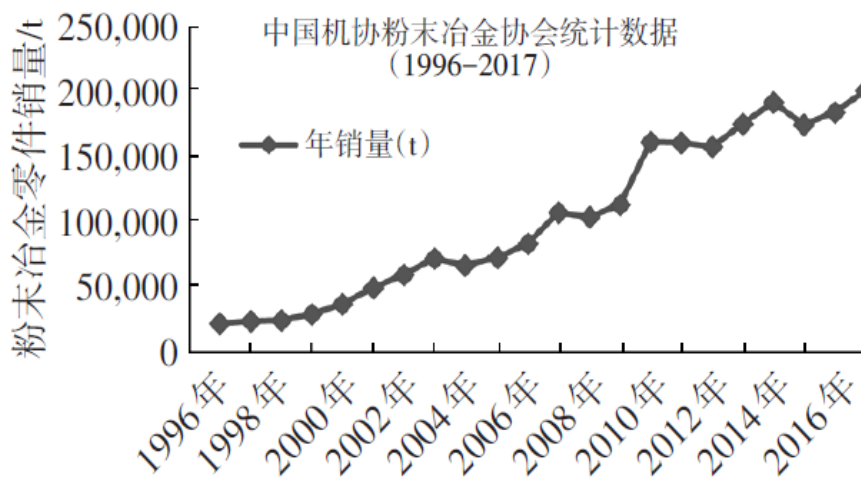
粉末冶金产业的发展与汽车产业息息相关，全球来看，约 70% 的铁基粉末冶金零件应用于汽车产业。根据《中国粉末冶金零部件产业依托汽车工业的发展研究》（曹阳，汽车工艺与材料，2018 年第 10 期）一文中数据，北美平均一辆汽车的粉末冶金零件用量已由 1978 年的 16 磅（7Kg）增长至 2000 年的 36 磅（16Kg），并预计在不久的将来达到单车粉末冶金用量将达到 50 磅（28Kg）。

中国粉末冶金行业快速发展

中国机械协会粉末冶金分会数据显示，其会员单位粉末冶金零件销量已由 1996 年的 2.18 万吨，增长至 2017 年的 20.1 万吨，1996 年-2017 年复合增长率达 11.5%。

1996 年之前，主要由冰箱压缩机粉末冶金零件的大规模国产化推动。1996 年后，粉末冶金空调压缩机和摩托车产业的发展带动了行业的又一次增长，随后直至目前，汽车行业粉末冶金零件的逐步发展推动了行业的又一次繁荣。2001 年粉末冶金零件中汽车零件占比仅为 17.8%，家电零件占比 47.2%，而 2017 年的数据中，汽车零件占比为 53.2%，家电零件的占比为 20.1%。

图表 21 粉末冶金零件销量

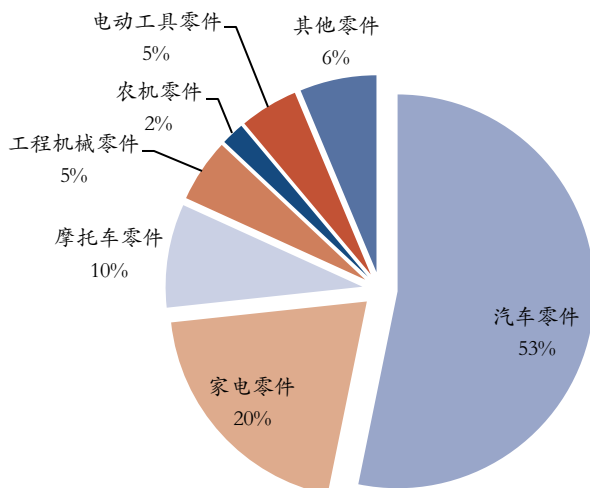


资料来源：曹阳：《中国粉末冶金零部件产业依托汽车工业的发展研究》，华创证券

汽车、家电成为主要应用领域

从粉末冶金零部件下游市场结构进行分析，中国超过 50% 以上的粉末冶金零件产品为汽车零件，此外，约有 20% 粉末冶金零件应用于家电领域。

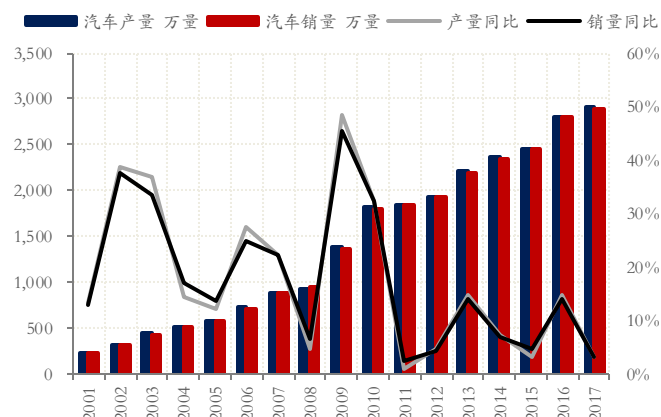
图表 22 2017 年粉末冶金零件市场结构情况



资料来源：中国机协粉末冶金协会，华创证券

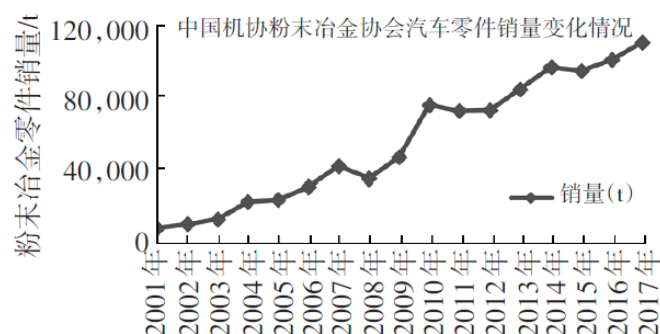
2017 年粉末冶金零件市场中，汽车零件占据半壁江山，其中汽车粉末冶金零件销售由 2001 年的 0.9 万吨增长至 2017 年的 11 万吨，期间年平均符合增长率高达 17.2%。中国 2017 年乘用车产量为 2480.66 万辆，按 11 万吨粉末冶金零件计算，2017 年平均每辆中国生产的乘用车中使用了约 4.5Kg 的国产粉末冶金零件。与欧洲、美国、日本等国家地区相比，我国的汽车粉末冶金零件存在较大的进口量，约 10 万吨左右的量。未来，国内粉末冶金企业未来在汽车零件国产化领域还有很大的发展空间。

图表 23 汽车产销量及同比



资料来源: wind, 华创证券

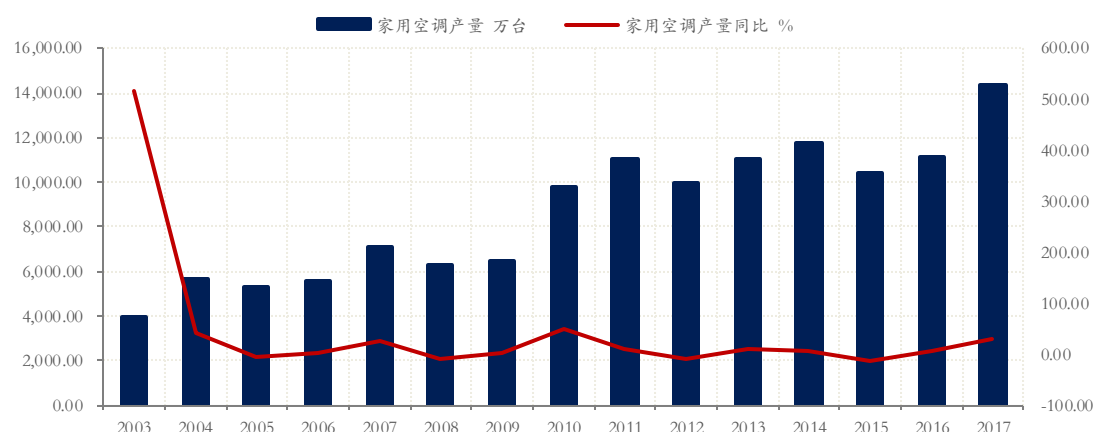
图表 24 粉末冶金汽车零件销量



资料来源: 中国机协粉末冶金协会, 华创证券

家电行业粉末冶金零件主要应用于空调压缩机。空调产销量的持续增长, 也为粉末冶金空调压缩机零件提供行业空间。

图表 25 空调产量及同比



资料来源: wind, 华创证券

国产汽车粉末冶金零件仍有 200 亿空间

根据前文测算, 国内乘用车上应用国产粉末冶金零件仅 4.5Kg 左右, 其余部分依赖于进口或者外资在华建立的企业提供。根据 2016 年 MPIF 主席在世界粉末冶金大会上的讲话, 北美平均每辆汽车预计使用粉末冶金零件达 18.6Kg, 欧洲为 7.2Kg, 日本为 8Kg。

对于未来空间的预测我们假设国产化粉末冶金汽车零件在乘用车上应用量分别达到欧洲和北美的水平, 根据测算若 2020 年国产粉末冶金汽车零件单车用量达到欧洲水平, 则市场空间有望达到 102.74 亿元, 若 2020 年国产粉末冶金汽车零件用量达到北美水平, 则市场空间将达到 265.41 亿元, 较目前仍有超过 200 亿增长空间。

图表 26 国产汽车粉末冶金零件空间测算

	2017A	2018E	2019E	2020E
中国乘用车产量 万辆	2480.67	2505.48	2530.53	2555.84
单车用国产粉末冶金汽车零件量 Kg	4.5	4.5	4.5	4.5

	2017A	2018E	2019E	2020E
国产粉末冶金汽车零件销售量 万吨	11.16	11.27	11.39	11.50
粉末冶金汽车零件单价 元/Kg	55.83	55.83	55.83	55.83
国产粉末冶金汽车零件销售额 亿元	62.32	62.95	63.58	64.21
单车用国产粉末冶金汽车零件量 Kg	7.2	7.2	7.2	7.2
国产粉末冶金汽车零件销售量 万吨	17.86	18.04	18.22	18.40
粉末冶金汽车零件单价 元/Kg	55.83	55.83	55.83	55.83
国产粉末冶金汽车零件销售额 亿元	99.72	100.71	101.72	102.74
单车用国产粉末冶金汽车零件量 Kg	18.6	18.6	18.6	18.6
国产粉末冶金汽车零件销售量 万吨	46.14	46.60	47.07	47.54
粉末冶金汽车零件单价 元/Kg	55.83	55.83	55.83	55.83
国产粉末冶金汽车零件销售额 亿元	257.60	260.18	262.78	265.41

资料来源：wind，公司公告，机协粉末冶金分会，华创证券

注：假设 1：乘用车产量未来几年增速保持 1%；假设 2：粉末冶金汽车零件价格根据东睦股份 2015 年非公开发行预案测算，12000 吨汽车粉末冶金零件项目预计营收为 67000 万元，则计算单价为 55.83 元/Kg。

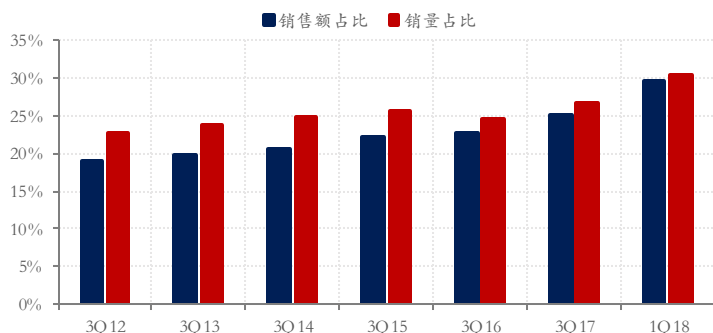
（二）东睦属国内龙头 享行业增长红利

东睦股份占据约 30%左右国内粉末冶金市场。公司年报显示，根据 2018 年 1-3 月的统计数据，公司当期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 29.50%，销量占比为 30.29%，继续排名国内粉末冶金行业的前列。

作为粉末冶金行业的执牛耳者，东睦在国内市场处于绝对领先地位，有望继续享受国内粉末冶金行业进口替代红利。全球范围来说，作为优秀的中国粉末冶金机械零件专业制造商，东睦股份的品牌效应越来越大。

稳坐行业头把交椅，市占率稳步提升。公司粉末冶金市场份额攀升，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。根据中国机协粉末冶金协会 2018 年 1-3 月的统计数据，公司 2018 年 1-3 月的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 29.5%，较 2017 年 1-9 月上升 4.3%；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 30.29%，较 2017 年 1-9 月上升 3.72%。2012 年至 2017 年，销售量、销售额市占率复合增长率分别达 5.81%和 3.29%。

图表 27 东睦股份销售量、额市场占有率提升



资料来源：公司年报，粉末冶金协会，华创证券

四、成长与价值兼具

东睦股份是难得的成长与价值兼具的优质公司。

成长方面来看，公司始终保持较高的研发投入，保证了公司未来有新产品源源不断的推向市场。此外，粉末冶金行业在高新行业不断渗透，就汽车粉末冶金零件而言，国产替代和自身增长未来空间增量预计将达 200 亿，东睦股份作为行业龙头，国内市占率达到 1/4，则测算未来公司营收增量空间为 50 亿，目前公司粉末冶金业务营业收入体量为 18 亿元左右，未来仍有较大成长空间。过去 5 年公司归母净利 CAGR 高达 42.38%，也证明了公司的高成长属性。

公司也是目前不可多得的价值标的之选。东睦股份自上市以来一直保持着“小而美”特点，财务数据优良。资产负债率低于行业平均水平，财务费用极低，净资产收益率较高。盈利表现亮眼，内源融资能力强劲。此外，公司持续现金分红和股权激励以及回购机会也彰显了公司的投资价值。

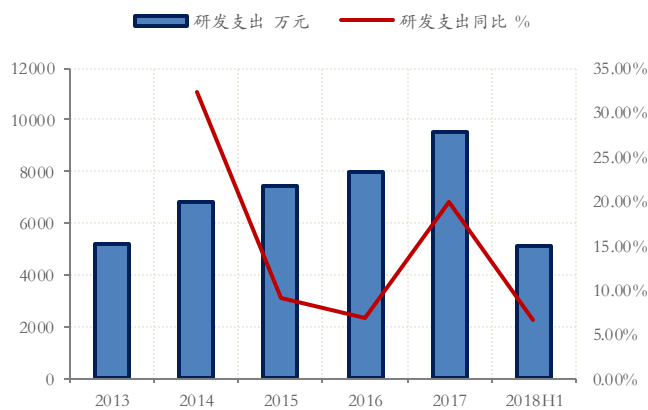
（一）高额研发投入，保证公司成长性

粉末冶金产品的市场应用领域不断向高端市场拓展，东睦股份作为行业龙头企业，每年的研发投入都在不断增长，不断跨越技术和资本的“双门槛”，以期实现粉末冶金产品以及粉末冶金行业的产品升级和结构调整。独立自主的技术创新和产品研发能力是东睦股份新产品不断开发的有力保证，新产品的投放则维系了公司的高成长性。

研发投入连年增长

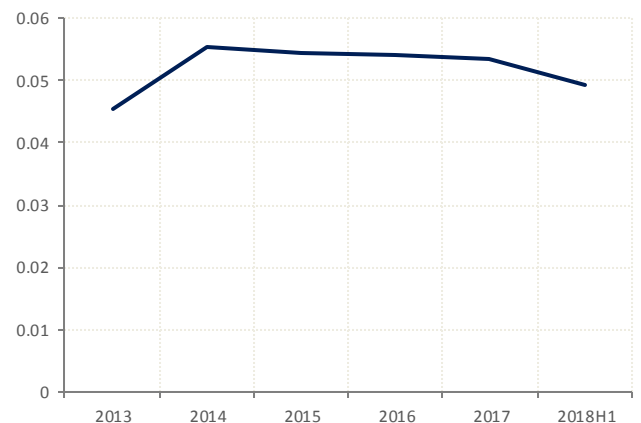
2018H1 公司研发投入高达 5,084.36 万元，同比增长 6.49%。2017 年公司研发支出为 9,542.95 万元，同比增加 20.00%。2017 年完成新产品开发 960 个，并取得近 100 个项目定点，公司预计这些新项目峰值年销售额约 7 亿元，且据公司以往经验，项目定点后往往 2-3 年销售达到峰值。新项目的定点保证了公司未来的利润来源。

图表 28 研发支出连年增长



资料来源：wind，华创证券

图表 29 研发支出占营业收入比例

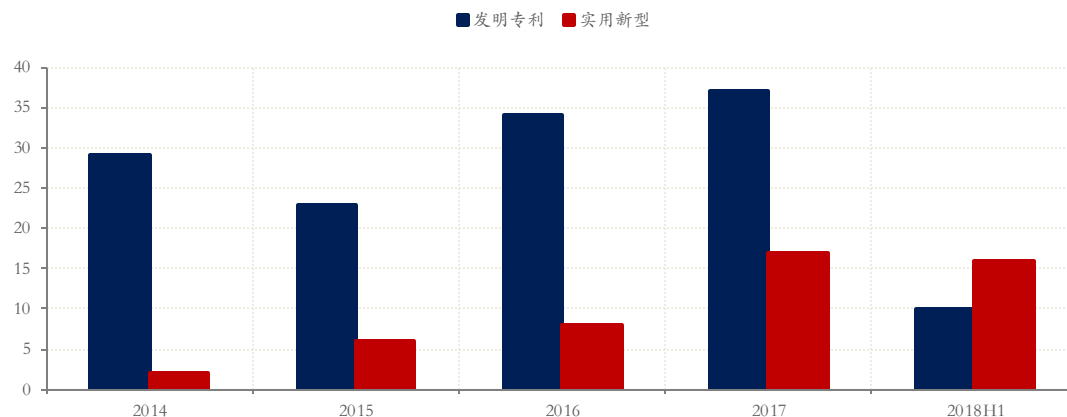


资料来源：wind，华创证券

专利授权硕果累累

2018 年上半年，公司有三项新产品获得中国机械通用零部件工业协会颁发的“2017 年度粉末冶金行业自主创新优秀新产品特等奖”，另有两项新产品，获得中国机械通用零部件工业协会颁发的优秀奖。同期，公司有 10 项技术获得国家发明专利授权，有 16 项技术获得国家实用新型专利授权，另有 3 项技术正申请发明专利，以及 30 项技术正申请实用新型专利。

图表 30 专利授权硕果累累



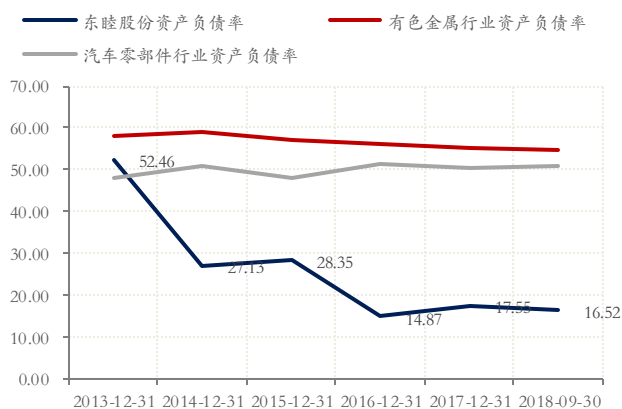
资料来源:wind, 华创证券

（二）财务数据优良，价值标的之选

东睦股份自上市以来一直保持着“小而美”特点，财务数据优良。公司资产负债率远低于行业平均水平，财务费用极低，净资产收益率较高。2018 年以来，在“去杠杆”政策的影响下，“紧信用”使得的众多民营企业资金使用成本提高，也使得信用债违约记录层出不穷，优秀的财务数据和公司质地使得东睦股份能安然度过紧信用周期，是目前投资的优质价值标的之选。

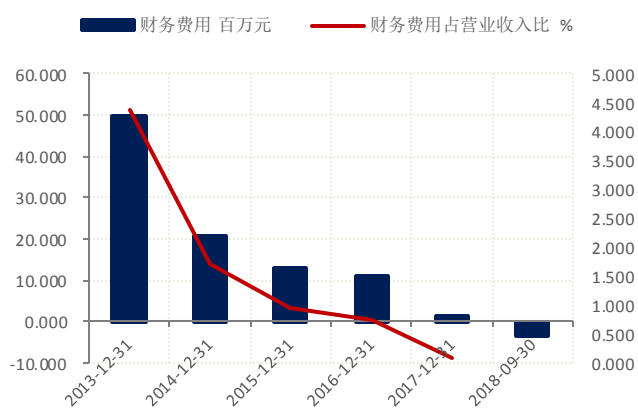
2018 年公司三季报显示，公司资产负债率为 16.52%，同期有色金属行业资产负债率为 54.75%，汽车零部件行业资产负债率为 51.12%，东睦股份资产负债率远低于行业平均水平。财务费用方面，公司财务费用极低且呈现逐年下降的趋势。2018 年三季报显示公司财务费用为-363 万元。

图表 31 公司资产负债率低于行业资产负债率



资料来源: wind, 华创证券

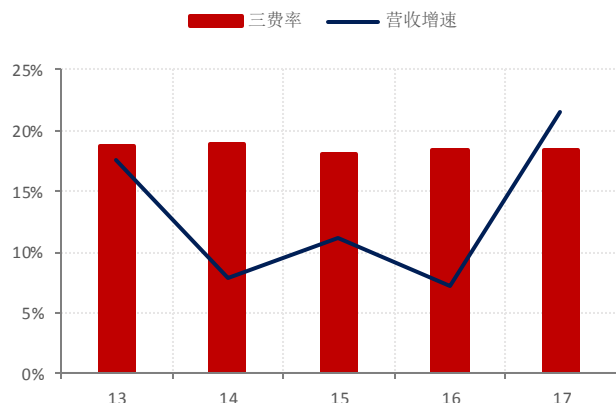
图表 32 公司财务费用极低



资料来源: wind, 华创证券

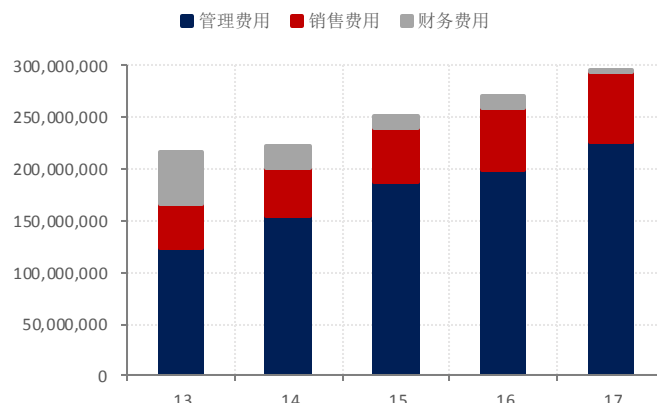
三费率保持稳定。公司 13-17 年三费率保持在 18%左右的水平，17 年为 18.42%，费用控制得当，且三费中研发费用（归管理费用项下）占比较高。**财务费用支出持续压降**，截至 17 年末，公司短期借款、长期借款均为零，财务费用占三费的比重仅为 0.41%。我们认为在费用开支稳定的情况下，更多地投入到产品研发、产能投放以及管理激励中，能够刺激生产水平的进步，未来料将反哺利润。

图表 33 三费率保持稳定，营收较快增长



资料来源: Wind, 华创证券

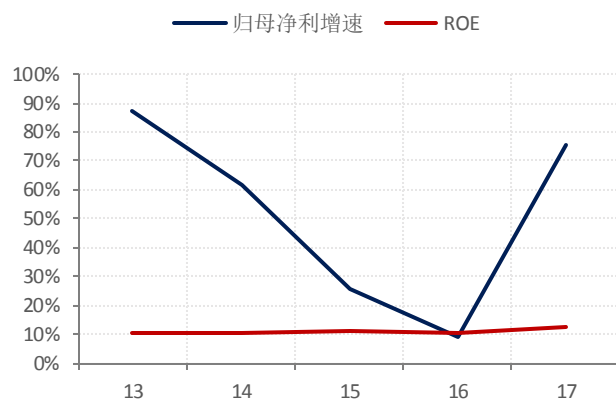
图表 34 财务费用开支持续减少



资料来源: Wind, 华创证券

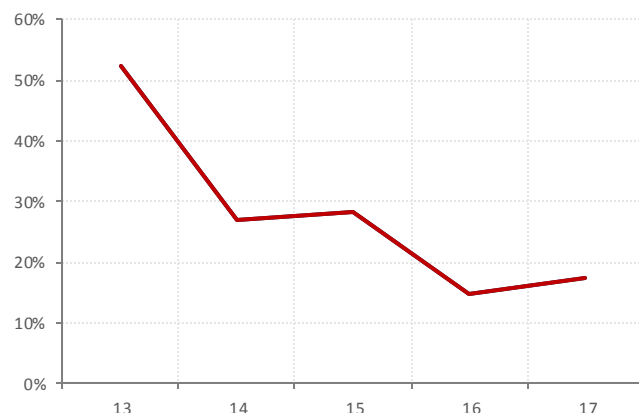
盈利表现亮眼，内源融资能力强劲。16 年公司受家电与摩托车产业景气度下行以及软磁材料售价下降的影响，净利润增速放缓，其余均保持 20% 以上的同比增速，17 年回升至 75.22%。ROE 稳中有升，17 年达 12.48%。我们认为，公司强劲的盈利能力哺育了强劲的内源融资能力，截至 17 年末，资产负债率下降至 17.56%，长期借款短期借款下降至零。

图表 35 公司盈利能力强劲，ROE 稳健



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 公司资产负债率下降至 17.56%



资料来源: Wind, 华创证券

(三) 股权激励稳定军心，分红惠及广大股东

股权激励计划留住优秀人才

公司进行了多期股权激励计划，授予管理层和核心技术骨干限制性股票，解锁条件考核净利润增速和公司主营业毛利率。股权激励计划的推行健全了公司的激励机制，有效的吸引和留住了公司的优秀人才，充分调动了公司及下属子公司中高级管理人员、核心技术人员的积极性。

2017 年公司发布的第三期限限制性股票激励计划对象共 269 人，其中包括中级管理人员、核心技术(业务)人员 263 名。

图表 37 第三期限制性股票激励计划对象（草案）

项目	姓名	职务	合计拟授予限制性股票（万股）	合计占本计划拟授予限制性股票数量的比例	合计占本计划签署时总股本的比例
1	芦德宝	董事长	25	2.27%	0.06%
2	朱志荣	总经理	25	2.27%	0.06%
3	曹阳	董事、副总经理	25	2.27%	0.06%
4	何灵敏	副总经理	25	2.27%	0.06%
5	许凯	副总经理	25	2.27%	0.06%
6	肖亚军	总经理助理、董事会秘书、财务总监	25	2.27%	0.06%
中级管理人员、核心技术（业务）人员 263 名			880	80%	2.07%

资料来源：wind，公司公告，华创证券

拟回购股份，促价值回归

2018 年 10 月 30 日，公司大股东提议回购公司股票，提议尽快启动相关程序，以公司自有资金或自筹资金通过二级市场以集中竞价方式回购公司股份，回购总金额不低于 5,000 万元，不超过 40,000 万元。

回购股份有利于促股票价格反映公司合理价值，有利于增强市场信心。截止 12 月 4 日，公司公告尚未实施股份回购。

持续分红惠及广大股东

近年来，为回报广大中小股东，公司持续进行现金分红，2018 年半年度公司每股派发现金红利 0.20 元（含税），共计派发现金红利 129,158,904.20 元。若年底也按 0.2 元的分红预期，今年公司股息率达到 5.7%，收益率可观。

图表 38 公司近年来持续进行现金分红

项目	2016	2017	2018 半年度
每股现金分红（含税）元	0.2	0.3	0.2

资料来源：公司公告，华创证券

（四）原材料价格料将下行，盈利能力逆势提升

公司粉末冶金零件主要为铁基粉末冶金零件，原材料主要为铁基粉末，因此公司的产品成本与钢价有一定的相关性。预计 2019 年螺纹钢价格均价将低于 2018 年，公司原材料成本将会进一步降低。产品价格上，东睦股份产品有一定的壁垒，产品价格基本稳定。预计公司将受益原材价格趋势下行，盈利能力逆势提升。

五、投资建议

因家电行业景气度下行、长春东睦和科达磁电预计主要于 2019 年贡献增长，我们预计东睦股份 2018-2020 年营业收入分别为 20.49 亿元、24.60 亿元、28.50 亿元（此前预测 2018-2019 分别为 19.17 亿元、21.83 亿元），归母净利润分别为 3.19 亿元、4.01 亿元、4.95 亿元（此前预测 2018-2019 为 3.41 亿元、3.67 亿元），对应 EPS 分别为 0.49、0.62、0.77 元，以 2018 年 12 月 14 日收盘价计算 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍。基于公司的行业龙头地位，未来盈利情况较为确定，估值较低，维持“推荐”评级。

六、风险提示

消费不及预期；公司产品销量不及预期；新项目投产不及预期等。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	392	784	1,195	1,698
应收票据	149	149	149	149
应收账款	433	497	597	692
预付账款	17	19	23	26
存货	300	339	399	452
其他流动资产	194	194	194	194
流动资产合计	1,485	1,983	2,557	3,210
其他长期投资	43	43	43	43
长期股权投资	116	116	116	116
固定资产	1,123	978	852	742
在建工程	204	204	204	204
无形资产	246	246	246	246
其他非流动资产	85	85	85	85
非流动资产合计	1,818	1,672	1,546	1,436
资产合计	3,303	3,656	4,103	4,646
短期借款	0	0	0	0
应付票据	57	57	57	57
应付账款	123	139	164	185
预收款项	9	10	12	14
其他应付款	305	305	305	305
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	34	34	34	34
流动负债合计	528	545	572	595
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	52	52	52	52
非流动负债合计	52	52	52	52
负债合计	580	597	624	648
归属母公司所有者权益	2,561	2,880	3,281	3,776
少数股东权益	162	178	198	223
所有者权益合计	2,723	3,058	3,479	3,999
负债和股东权益	3,303	3,656	4,103	4,646

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	362	394	415	508
现金收益	389	473	551	635
存货影响	-64	-39	-59	-53
经营性应收影响	-100	-72	-103	-98
经营性应付影响	191	18	26	24
其他影响	-55	15	0	0
投资活动现金流	-354	-1	-1	-1
资本支出	-343	-1	-1	-1
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-12	0	0	0
融资活动现金流	-45	-1	-3	-4
借款增加	-50	0	0	0
财务费用	-1	-1	-3	-4
股东融资	-2	0	0	0
其他长期负债变化	8	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,783	2,049	2,460	2,850
营业成本	1,158	1,310	1,540	1,745
税金及附加	22	25	30	34
销售费用	68	78	94	109
管理费用	227	253	303	352
财务费用	1	1	3	4
资产减值损失	6	5	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
其他收益	11	15	0	0
营业利润	334	392	491	607
营业外收入	39	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	369	392	491	607
所得税	53	56	71	87
净利润	315	335	421	520
少数股东损益	15	16	20	25
归属母公司净利润	300	319	401	495
NOPLAT	264	328	423	523
EPS(摊薄) (元)	0.46	0.49	0.62	0.77

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	21.5%	14.9%	20.1%	15.8%
EBIT 增长率	34.4%	24.1%	29.0%	23.7%
归母净利润增长率	70.6%	6.4%	25.5%	23.6%
获利能力				
毛利率	35.0%	36.0%	37.4%	38.8%
净利率	17.7%	16.4%	17.1%	18.2%
ROE	11.7%	11.1%	12.2%	13.1%
ROIC	11.1%	12.1%	13.5%	14.3%
偿债能力				
资产负债率	17.6%	16.3%	15.2%	13.9%
债务权益比	1.9%	1.7%	1.5%	1.3%
流动比率	281.4%	363.7%	447.3%	539.2%
速动比率	224.6%	301.5%	377.5%	463.3%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转天数	87	87	87	87
应付帐款周转天数	38	38	38	38
存货周转天数	93	93	93	93
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.49	0.62	0.77
每股经营现金流	0.56	0.61	0.64	0.79
每股净资产	3.97	4.46	5.08	5.85
估值比率				
P/E	14	13	11	9
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	10	8	7	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

有色金属组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：胡金

北京化工大学管理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500