

东睦股份(600114)

粉末冶金龙头业绩持续高增长 买入(维持)

2018 年 03 月 20 日

证券分析师 陈显帆

执业证书编号: S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

nizhy@dwzq.com.cn

事件: 公司 3 月 20 日发布 2017 年年报, 全年实现营收 17.8 亿元, 同比+21.5%; 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比+70.7%; EPS 0.7 元/股。利润分配预案为每 10 股派 3.0 元, 以资本公积金转增股本, 每 10 股转增 4.80 股。

投资要点

■ 2017 年营业收入符合预期, 业绩高增长有望持续:

2017 年, 公司营收 17.8 亿元, 同比+21.5%; 归母净利润 3.0 亿元, 同比+70.7%, 扣非归母净利润 2.4 亿元, 同比+44.8%, 均实现较快增长。综合毛利率 35.0%, 同比+0.5pct。其中, 粉末冶金业务毛利率 36.1%, 同比+0.2pct; 软磁材料业务毛利率为 22.0%, 同比+4.2pct。技术突破、VVT 等高附加值产品占比的提升使公司粉末冶金毛利率维持在较高水平, 新品开发及市场开拓使软磁材料毛利率较上年有所提高。

同时, 公司公布 2018 年经营计划, 预计 2018 年营业收入约为 21.2 亿元, 同比+18.8%; 归母净利润约为 3.9 亿元, 同比+30.3%。根据历史经验, 公司预计偏于保守, 预计有望超额完成目标。

■ 财务稳健, 研发投入占比高

公司费用率控制良好, 三项费用率总计为 16.6%, 同比-1.8pct。其中, 销售费用率为 3.8%, 同比-0.3pct; 管理费用率为 12.7%, 同比-0.8pct; 财务费用率为 0.1%, 同比-0.7pct。经营活动现金流净额 1.8 亿元, 同比-40.6%, 主要系公司采用银行承兑汇票支付长期资产购置款所致。2017 年研发支出 0.95 亿元, 同比+20.0%, 占营业收入的 5.4%, 体现公司对于技术研发的重视。公司取得近 100 个项目定点, 这些新项目峰值年销售额约 7 亿元。

■ 粉末冶金市场空间广阔, 汽车市场国产化率先爆发

粉末冶金在新材料的发展中意义重大, 是现代工业中的朝阳产业。据我们东吴机械团队在《粉末冶金: 汽车零部件国产化带来行业快速增长》中测算, 预计 2020 年, 仅汽车粉末冶金市场达 200 亿元。而该部分市场目前仅有东睦股份等少数企业打破国外垄断, 行业空间大。在家电领域, 主流家电企业逐步使用高端粉末冶金零件代替传统铸锻零件, 市场前景可期。美国粉末冶金工业联合会指出, 在能源、航空航天、医疗/牙科、电工合金以及磁性材料、国防、工业和消费产品等行业, 预计粉末冶金将有更为广泛的应用。

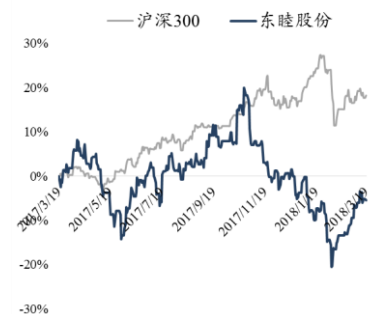
■ 市场与技术并重, 未来前景可期

市场方面, 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”, 并被博格华纳总部(美国)评为“全球年度供应商”。技术方面, 公司预计未来 3~5 年, 将保持销售额 5% 以上的研发投入比例。在集中研发汽车关键核心零部件的同时, 还将积极发展铁硅铝、铁硅镍等软磁材料在汽车和太阳能领域的商业运用, 向新能源方向拓展。

盈利预测与投资评级: 公司成功打破国外对粉末冶金在高端汽车市场的垄断, 基于对公司粉末冶金、软磁材料的长期看好, 我们上调对公司 2018-20 年业绩预测至 4.05、4.98、6.17 亿元, 对应 EPS 0.93、1.14、1.41 元, 对应 PE 17、14、11X, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车行业销量增速下滑风险; 公司新产品开拓不顺利导致收入增速不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.54
一年最低/最高价	12.53/20.00
市净率(倍)	2.65
流通 A 股市值(百万元)	6547

基础数据

每股净资产(元)	5.87
资本负债率(%)	17.55
总股本(百万股)	436
流通 A 股(百万股)	421

相关研究

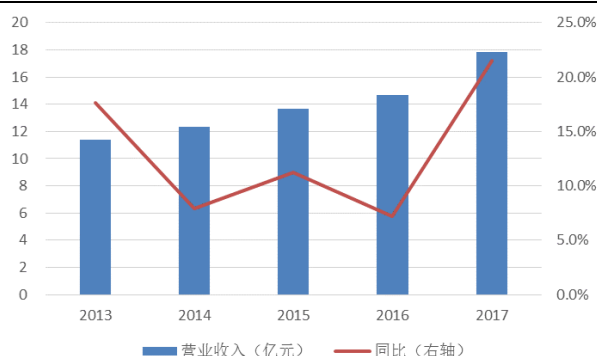
1. 东睦股份: 收入持续加速, 增长再添新动力 -20171030
2. 东睦股份: 业绩延续高增长, 超越市场预期 -20171015
3. 东睦股份: 毛利持续提升, 业绩高成长 -20170824
4. 东睦股份: 中报业绩超预期, 印证高增长逻辑 -20170711
5. 东睦股份: 与富奥加深合作, 扩大一汽系份额 -20170701

1. 2017 年营业收入符合预期，业绩大幅度增长

1.1. 公司营收同比+21.5%，归母净利同比+70.7%

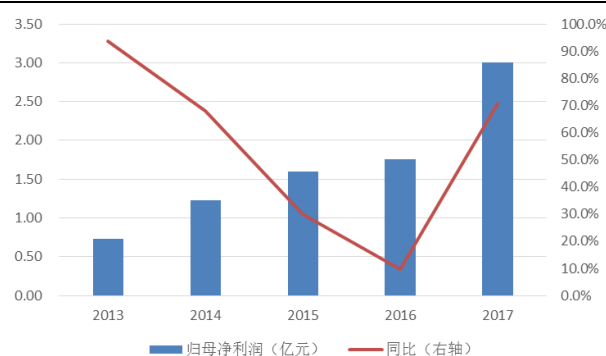
2017 年，公司营业收入为 17.83 亿元，同比+21.5%；归母净利润为 3.0 亿元，同比+70.7%。公司归母净利润的大幅增长，一部分原因是公司收到其他公司的赔偿款，产生了 3780 万元的营业外收入；但更重要的还是公司经营水平的提升：公司扣非归母净利润为 2.4 亿元，同比+44.8%。

图表 1：2017 营收同比增长 21.5%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：2017 归母净利润同比增长 70.7%

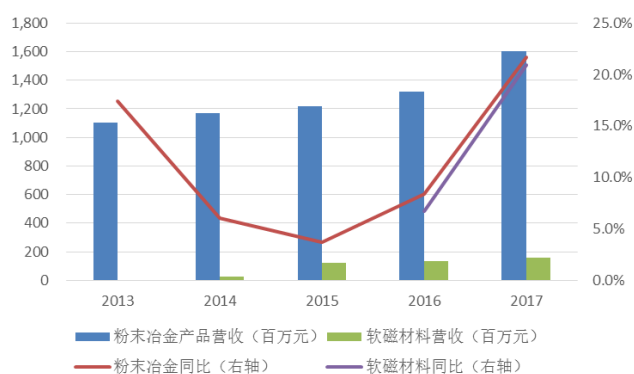


资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 主辅业务共同增长，汽车高端零部件占主导

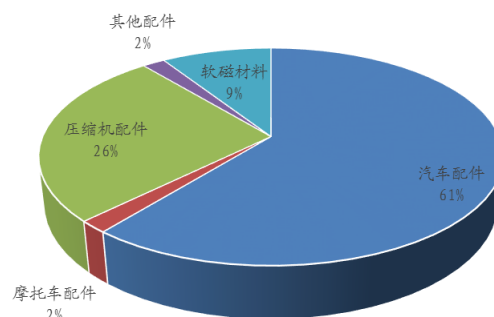
分业务看，公司粉末冶金制品营业收入为 16 亿元，同比+21.7%，占总营业收入的 89.9%；软磁材料营业收入为 1.6 亿元，同比+20.9%。在粉末冶金业务内部，汽车零配件营收达 10.7 亿元，同比+21.5%，占总营收的 60.8%；公司除原有的 VVT/VCT 零件销售继续稳步增长外，随着关键技术的突破，变速箱零件等产品的开发也快速跟进。同时，粉末冶金压缩机配件销售企稳回升，占总销售额的 26.4%。粉末冶金汽车配件和压缩机配件为公司主要产品市场，两者占据了总销售额的 87.2%。

图表 3：粉末冶金与软磁材料业务共同增长



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：各项业务占总营收比例



资料来源：Wind，东吴证券研究所

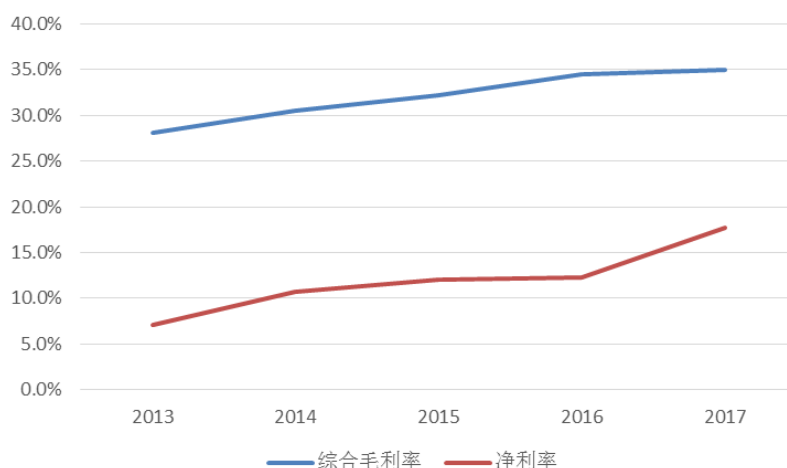
1.3. 盈利能力稳步提升，成本控制成果显著

报告期内,公司综合毛利率为 35.0%,同比+0.5pct。其中,粉末冶金业务毛利率为 36.1%,同比+0.2pct;软磁材料业务毛利率为 22.0%,同比+4.2%。技术突破、新品开发以及产品结构优化使公司粉末冶金毛利率保持稳定并维持在较高水平,充分体现公司作为粉末冶金龙头的盈利能力。管理的加强、新品开发以及市场开拓使软磁材料毛利率较上年有所好转。

从公司主业粉末冶金业务营业成本来看,原材料成本+27.9%,高于+21.5%的营收增速。但尽管如此,公司的毛利率仍然同比增加了 0.5pct,这得益于公司高效率的人员管理以及较低的折旧及摊销损耗。

公司归母净利润为 3.0 亿元,同比+70.7%;公司扣非归母净利润为 2.4 亿元,同比+44.8%。净利率为 17.7%,同比+5.4pct。公司的净利率有了大幅度的增长。这一方面是由于报告期内公司有一部分非经常性营业外收入,另一方面得益于公司对三费的管理与控制。

图表 5: 公司毛利率、净利率稳步提升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 公司粉末冶金制品主营成本 (万元)

项目	2017 年		2016 年		增减变化	变化率 (%)
	金额	占成本比例	金额	占成本比例		
原辅材料	45914.1	44.7%	35900.5	42.5%	10013.5	27.9%
职工薪酬	21259.1	20.7%	18043.1	21.4%	3215.9	17.8%
折旧及摊销	7551.5	7.4%	6810.1	8.1%	741.3	10.9%
其他	27876.9	27.2%	23746.8	28.1%	4130.0	17.4%
小计	102602.6	100.0%	84500.7	100%	18101.2	21.4%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.4. 业绩指引稳健, 维持较高增速

公司年报中估计, 2018 年公司营业收入约为 21.2 亿元, 同比+18.8%; 归母净利润约为 3.9 亿元, 同比+30.3%。公司在年报中的预估通常略偏保守, 2016 年年报中, 公司估计营业

收入与净利润分别为 16.2 亿元、2.4 亿元，实际分别完成 110.1%、125.0%。考虑到公司在粉末冶金行业的龙头地位、产品的升级以及成本的控制，我们认为公司 2018 年的目标能够实现，并有望超额完成。

图表 7：2017 年度预算超额完成（单位：亿元）

主要预算项目	2017 年度实际	2017 年度预算	完成情况
营业收入	17.8	16.2	110.1%
营业成本	11.6	10.7	108.6%
三项费用	3.0	2.6	112.1%
利润总额	3.7	3.0	121.7%
归母净利润	3.0	2.4	125.0%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8：2018 年度预算稳健，能保持较快增长（单位：亿元）

预算项目	2018 年度预算	2017 年度实际	同比
营业收入	21.2	17.8	18.8%
营业成本	13.4	11.6	16.0%
三项费用	3.3	3.0	10.3%
利润总额	4.8	3.7	30.9%
归母净利润	3.9	3.0	30.3%

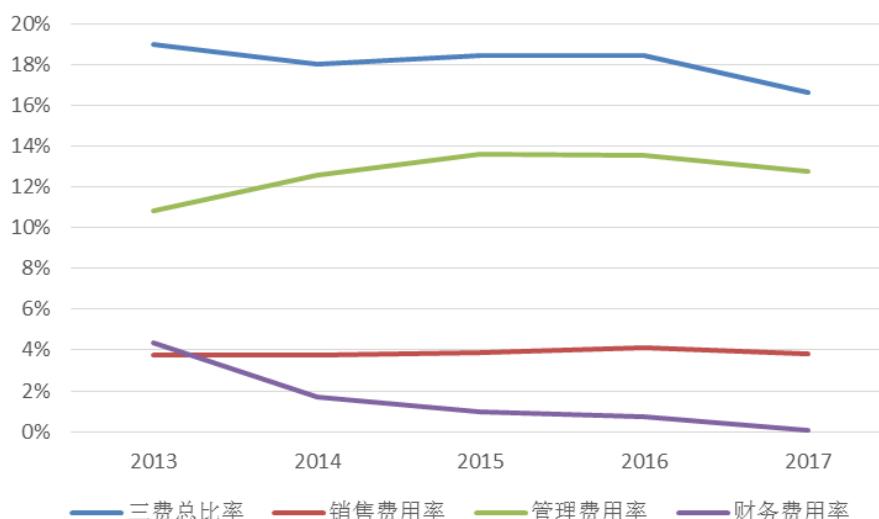
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 财务稳健，研发投入占比高

2.1. 三费比率稳定降低，费用控制良好

报告期内，公司费用率控制良好，三项费用总计 2.96 亿元，同比+9.4%；三项费用率总计为 16.6%，同比-1.8pct。其中，销售费用率为 3.8%，同比-0.3pct；管理费用率为 12.7%，同比-0.8pct；财务费用率为 0.1%，同比-0.7pct。

图表 9：公司毛利率、净利率稳步提升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 研发费用占比较高，研发能力较强

报告期内，公司继续加大了研发费用投入，2017 年研发支出 9542.9 万元，同比+20.0%，在管理费用中占比 42%，占营业收入的 5.4%，在业内处于较高水平。完成新产品开发 960 个。报告期内，公司取得近 100 个项目定点，这些新项目峰值年销售额约 7 亿元（根据公司以往经验，项目定点后 2~3 年销售达到峰值）。

报告期内，公司有三项新产品，即“VVT 定子”、“变速箱粉末冶金油泵转子”和“凸轮轴正时链轮”，获得中国机械通用零部件工业协会颁发的“2016 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“不锈钢定子”和“齿毂”获得中国机械通用零部件工业协会颁发的优秀奖。公司还主持制定了一项国家标准，两项行业标准。一项国家标准是《烧结金属材料粉末冶金零部件清洁度的测定》，已经正式发布，将于 2018 年 5 月 1 日实施；两项行业标准：一项《车用助力转向泵转子、定子和配油盘的技术条件》已经发布实施，另一项《汽车变量泵烧结转子、偏心环技术条件》在审核中获得通过。

2.3. 经营活动产生的现金流净额减少系采用银行承兑汇票支付长期资产购置款所致

报告期内，公司经营活动产生的现金流净额为 1.8 亿元，同比-40.6%。这主要是因为公司在子公司长春东睦富奥新材料有限公司建厂过程中，公司使用 6650 万元银行承兑汇票支付建厂费用所致，并非由于公司经营出现状况。

3. 粉末冶金市场空间广阔，国内潜力巨大

3.1. 汽车粉末冶金市场逾 200 亿元

粉末冶金零件应用于各种市场，汽车行业是主要的应用领域，约占 70%。粉末冶金汽车零部件主要应用于发动机和变速箱/分动箱。根据 MPIF（金属粉末工业联合会）的统计，粉末冶金零件在 300 多个单独的汽车部件上均有应用，零件总数超过 750 个。

在汽车发动机领域，一辆乘用车上平均使用两个发动机可变正时气门（VVT），其单价约 70 元，即对应每辆汽车的价值量为 140 元/辆，按照 2020 年预计中国乘用车销量 3000 万辆的规模，采用粉末冶金技术制造的 VVT 约有 42 亿元的发展空间。

在汽车变速器领域，汽车变速器分为四大类，手动变速器（MT），约占 45% 市场份额，自动变速器（AT）占 30% 市场份额，无级变速器（CVT）占 15% 市场份额，双离合器（DCT）占 10% 市场份额。

单个 MT、AT、CVT、DCT 变速箱使用的粉末冶金零部件价格分别约为 500 元、600 元、200 元、500 元。2020 年，预计中国乘用车销量 3000 万辆，假设各类型变速器市场份额不变，则 MT、AT、CVT、DCT 变速箱的数量分别为 1350 万、900 万、450 万、300 万。总计变速箱内粉末冶金零部件的市场空间约 150 亿元。

在这 200 亿的市场空间中，目前仅有东睦股份等少数企业打破国外垄断。公司在发动机 VVT/VCT 领域已经成为国内的龙头企业，并且未来有望保持快速增长；在变速箱粉末冶金零部件领域，公司产品的开发也在快速跟进，“变速箱粉末冶金油泵转子”获得中国机械通用零部件工业协会颁发的“2016 年度粉末冶金行业自主创新优秀新产品特等奖”。公司的粉末冶金新产品不断向高端市场发展，以节能减排、乘用车变速箱、新能源和高精度高强度为特点的一批高端粉末冶金汽车零件不仅实现了国产化，而且在与国际知名同行的竞争中不断扩大了市场份额，并有部分产品实现了与国际高端客户合作同步开发，逐渐成为行业产品优化升级的典范。

3.2. 家电粉末冶金向高端方向发展

在家电领域，粉末冶金零件也取得了更为广泛的应用，并逐渐向高端方向发展。随着钢铁价格的上涨，传统家电中使用的机加工、锻造零件价格也随之上涨；而粉末冶金技术具有材料利用率高、节源能源等优点，其成本上涨幅度小于传统成型方法生产的零件。同时，随着粉末冶金技术的发展与成熟，粉末冶金零件在尺寸精度、零件强度等方面逐渐提升，许多性能指标达到甚至超过部分机加工与锻造零件。家电生产商更加倾向于使用粉末冶金零部件代替传统零部件。2017 年公司家电零件销售实现企稳回升，同比+25.84%，从一个侧面印证了粉末冶金在家电行业的发展潜力。

3.3. 未来粉末冶金应用更为广泛

2017 年，美国粉末冶金工业联合会更新了《2017 PM INDUSTRY ROADMAP》（粉末冶金工业路线图），对未来的粉末冶金市场作了分析。指出，目前粉末冶金工业主要由汽车市场的应用所驱动的，但是未来 10 年粉末冶金行业的增长机会包括能源、航空航天、医疗/牙科、电工合金以及磁性材料、国防、工业和消费产品等行业。粉末冶金将朝着致密化、高精度、高密度等方向发展。随着新技术、新工艺的涌现和突破，诸如注射成型、粉末锻造、链轮包胶、粉末钎焊等，粉末冶金的产品运用领域正在不断延伸与扩大。

综合来看，粉末冶金技术不仅具有较高的灵活性，又能保持比竞争材料加工技术更高的性价比；同时，它的近净成形和极高的原材料利用率，能够最大限度地减少能源和材料消耗，是一种节能环保的成型技术。

4. 市场与技术并重，未来前景可期

市场方面，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。根据中国机械粉末冶金协会 2017 年 1~9 月的统计数据，公司 2017 年 1~9 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 25.20%，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 26.57%，继续排名在国内粉末冶金行业的前列。

公司成功入选国家“第二批制造业单项冠军示范企业”。根据《制造业单项冠军企业培育提升专项行动实施方案》：“制造业单项冠军企业是指长期专注于制造业某些特定细分产品市场，生产技术或工艺国际领先，单项产品市场占有率位居全球前列的企业”；公司还被博格华纳总部（美国）评为“全球年度供应商”；被广州电装有限公司评为“2016 年度改善提案奖”。

技术方面，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，积极布局铁基 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工作。在未来的市场竞争中抢占先机，获得技术上的领先地位。

未来 3~5 年，公司将持续投入研发活动，保持销售额 5% 以上的研发投入比例。在集中优势资源研发高精度、致密化等技术在汽车发动机、变速箱、VVT/VCT 等关键领域的同时，基于粉末冶金技术，丰富新的工艺，拓展铝基、铜基、不锈钢等材质的粉末冶金制造技术，向多材质方向发展；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，向新能源方向拓展；逐步向下游拓展提供组合部件，扩大粉末冶金的运用领域。

5. 盈利预测与投资建议

公司成功打破国外对粉末冶金在高端汽车市场的垄断，基于对公司粉末冶金、软磁材料的长期看好，我们上调对公司 2018-20 年业绩预测至 4.05、4.98、6.17 亿元，对应 EPS 0.93、1.14、1.41 元，对应 PE 17、14、11X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

汽车行业销量增速下滑风险；公司新产品开拓不顺利导致收入增速不达预期。

东睦股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1484.8	1539.2	2956.9	3438.1	营业收入	1782.9	2140.3	2547.2	3055.4
现金	392.1	350.4	380.6	364.5	营业成本	1158.1	1354.8	1584.8	1870.6
应收款项	607.7	774.1	908.4	1078.7	营业税金及附加	21.7	23.2	29.7	35.3
存货	299.8	327.3	394.2	467.2	营业费用	67.6	84.0	100.6	118.8
其他	185.2	87.4	1273.6	1527.7	管理费用	236.5	237.9	257.2	308.0
非流动资产	1817.9	2038.6	2270.2	2506.0	财务费用	1.2	-5.6	12.0	18.9
长期股权投资	115.7	115.7	115.7	115.7	投资净收益	-3.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	1327.6	1550.8	1784.8	2023.1	其他	39.4	20.5	12.4	12.4
无形资产	246.2	243.7	241.3	238.9	营业利润	333.7	466.5	575.4	716.2
其他	128.4	128.4	128.4	128.4	营业外净收支	34.9	10.0	10.0	10.0
资产总计	3302.7	3577.8	5227.1	5944.1	利润总额	368.6	476.5	585.4	726.2
流动负债	527.7	501.8	1775.8	2027.4	所得税费用	53.2	71.5	87.8	108.9
短期借款	0.0	0.0	1167.4	1277.6	少数股东损益	15.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	179.9	228.7	268.9	307.9	归属母公司净利润	300.1	405.0	497.6	617.3
其他	347.8	273.1	339.6	441.9	EBIT	308.5	442.9	577.5	725.1
非流动负债	52.1	49.3	51.3	53.9	EBITDA	431.2	510.4	661.5	825.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	52.1	49.3	51.3	53.9	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	579.8	551.1	1827.2	2081.3	每股收益(元)	0.69	0.93	1.14	1.41
少数股东权益	161.9	161.9	161.9	161.9	每股净资产(元)	5.87	6.57	7.42	8.48
归属母公司股东权益	2561.0	2864.8	3238.0	3701.0	发行在外股份(百万股)	436.3	436.3	436.3	436.3
负债和股东权益总计	3302.7	3577.8	5227.1	5944.1	ROIC(%)	10.7%	13.7%	13.4%	13.0%
					ROE(%)	11.7%	14.1%	15.4%	16.7%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	33.8%	36.7%	37.8%	38.8%
经营活动现金流	181.5	334.0	-697.2	364.1	EBIT Margin(%)	17.3%	20.7%	22.7%	23.7%
投资活动现金流	-318.5	-274.4	-315.6	-336.1	销售净利率(%)	16.8%	18.9%	19.5%	20.2%
筹资活动现金流	158.4	-101.3	1043.0	-44.1	资产负债率(%)	17.6%	15.4%	35.0%	35.0%
现金净增加额	17.0	-41.7	30.2	-16.1	收入增长率(%)	21.5%	20.0%	19.0%	19.9%
企业自由现金流	39.7	23.1	-1019.5	27.0	净利润增长率(%)	71%	35%	23%	24%

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>