

东睦股份(600114)

粉末冶金新材料龙头，受益进口替代加速 买入(维持)

2018 年 05 月 04 日

投资要点

- **国内粉末冶金新材料龙头，业绩增长确定性强。**1) 公司近五年利润增速均明显优于营收增速，盈利能力表现抢眼。近年来受益于高附加值汽车粉末冶金业务的进口替代加速以及软磁材料业务起底回升，公司收入和盈利实现快速增长。2012-17 年，公司营业收入由 9.7 亿元升至 17.8 亿元，年均复合增速 13.0%；公司归母净利润由 0.4 亿升至 3.0 亿，年均复合增速 51.2%。2) ROE 处于上升通道。得益于 VVT 等高附加值产品占比提升、优秀的资产负债状况等影响，公司加权 ROE 由 2012 年 5.9%升至 2017 年 12.5%。2017 年粉末冶金业务毛利率 36.1%，同比+0.2pct，创历史新高。软磁毛利率 22.0%，同比+4.2pct，同样保持较好发展态势。3) 根据历史经验，公司业绩指引偏于保守，预计有望超额完成目标。公司给出 2018 年业绩指引，预计营业收入 21.2 亿元，同比+18.8%；归母净利润约为 3.9 亿元，同比+30.3%。
- **粉末冶金作为平台型工艺，汽车市场有望达 200 亿市场空间。**1) 汽车领域，我国单车粉末冶金制品用量仅约 5kg，远低于美国的 19.5kg。加之我国汽车粉末冶金产品的种类并不齐全，目前主要应用于连杆、垫片等技术含量较低产品，而 VVT、VCT 等产品由于技术壁垒较高，目前国内绝大部分企业无法批量生产。假设 2020 年乘用车销量达 3000 万辆，发动机粉末冶金零部件市场规模约 40 亿元，变速箱粉末冶金零部件市场规模约 150 亿元。加上用于汽车底盘等的粉末冶金零件，国内汽车粉末冶金市场空间达 200 亿元。2) 粉末冶金作为平台型工艺，已在家电、摩托车等领域广泛使用，随着技术进步，粉末冶金零部件有望在质量更重、受力要求更强的部件上使用，空间更为广阔。
- **软磁产品结构加速优化，有望持续受益清洁能源发展红利。**随着新能源汽车和光伏产业的高速发展，车用磁材以及光伏行业磁性元件需求量放量，大力推动了软磁材料的需求。目前市场以铁氧体材料为主，而由于在小型化、轻量化、节能化、高频化等方面，金属合金软磁材料更胜一筹，因此，以公司子公司科达磁电所发展的金属合金材料正逐渐替代传统的铁氧体材料。2018Q1，科达磁电收入同比+50%，而二三季度，随着科达磁电产能逐渐释放、以及经营管理的改善，预计软磁板块有望成为公司业绩新的增长点。
- **公司技术实力出众，厚积薄发加速进口替代。**公司粉末冶金业务底蕴深厚，早期通过与日本先进粉末冶金企业合资办厂，成功引入其技术与设备。并通过与下游客户通力合作，推动国内粉末冶金行业的进口替代。目前，公司粉末冶金产品性价比在全球有较强竞争力，根据公司 2017 年年报披露，公司本年获得新项目峰值年销售额约 7 亿元，公司产品逐渐获得认可。我们认为，公司在汽车等高技术壁垒、长验证周期的产业厚积薄发，已成功实现进口替代，未来发展空间广阔。
- **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，预测公司 2018-20 年业绩为 4.05、4.98、6.17 亿元（其中预计 2018 年扣非归母净利润约 3.5 亿元，同比+46%），对应 EPS 0.63、0.77、0.96 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。

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

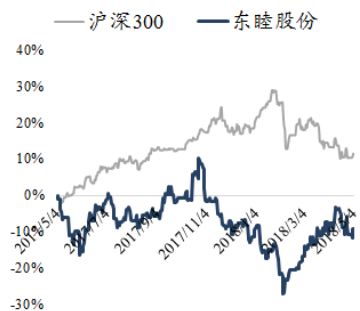
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

研究助理 倪正洋

nizhy@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价(元)	10.97
一年最低/最高价	8.32/13.27
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	6,840

基础数据

每股净资产(元)	3.90
资产负债率(%)	17.62
总股本(百万股)	646
流通 A 股(百万股)	623

相关研究

1. 东睦股份：一季报符合预期，粉末冶金新材料龙头持续受益进口替代 -20180411
2. 东睦股份：粉末冶金龙头业绩持续高增长 -20180321
3. 收入持续加速，增长再添新动力 -20171031
4. 东睦股份：业绩延续高增长，超越市场预期 -20171015
5. 东睦股份：毛利持续提升，业绩高成长 -20170824

目录

1. 国内粉末冶金新材料龙头，业绩增长确定性强	4
1.1. 粉末冶金行业领头羊，市占率稳坐国内头把交椅	4
1.2. 持续盈利能力强	5
1.3. 资产利用率仍有提升空间，公司 ROE 水平预计将持续改善	7
1.4. 公司业绩指引稳健，有望维持高增速	8
2. 粉末冶金技术进口替代空间广阔	9
2.1. 平台型工艺，逐渐渗透家电、汽车等市场	9
2.2. 国内 200 亿元汽车粉末冶金市场规模有待进口替代	10
2.3. 家电粉末冶金产品走向高端	12
3. 清洁能源产业升级加速，新型软磁材料高成长性确定	13
3.1. 清洁能源产业蓬勃发展，软磁材料市场空间进一步拓展	13
3.2. 新能源及光伏产业成为软磁材料主要战场	13
3.3. 高功率、模块化发展趋势明显，提前布局新材料成长空间大	15
4. 借鉴先进经验，锁定优质客户，构筑护城河	16
4.1. 借鉴日本经验，突破核心技术壁垒。	16
4.2. 高效优质服务锁定下游知名厂商	18
5. 海外巨头领跑行业，东睦有望复制巨头路径	20
5.1. 欧洲、日本公司业内领先	20
5.2. 行业龙头 GKN：产品最全，规模最大	20
5.3. 东睦有望参考 GKN 成长之路，突出重围	23
6. 盈利预测与投资建议	23
6.1. 核心假设	23
6.2. 盈利预测	24
7. 风险提示	24

图表目录

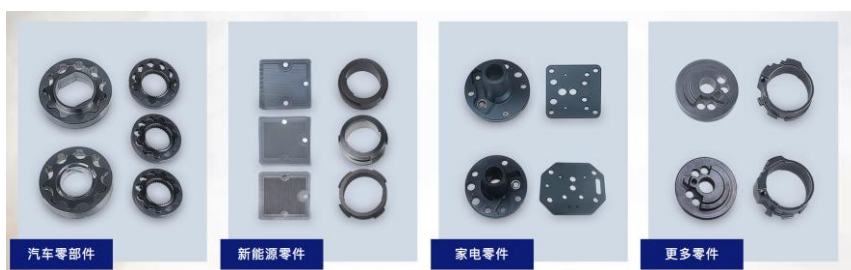
图表 1: 公司粉末冶金产品应用广泛.....	4
图表 2: 公司粉末冶金市场产量与份额持续攀升.....	4
图表 3: 汽车高端零件业务占比攀升.....	5
图表 4: 公司收入增长稳健.....	5
图表 5: 盈利能力表现亮眼.....	5
图表 6: 公司整体毛利受汽车板块带动明显.....	6
图表 7: 公司期间费用控制合理, 稳中有降.....	6
图表 8: 公司资产负债率、ROE 改善明显.....	7
图表 9: 截至 2017 年底, 定增项目募集资金仍有部分未完全产生收益.....	7
图表 10: 2014-2017 年固定资产逐步提升 (单位: 亿元).....	8
图表 11: 未来非主业相关的资本开支有望减小 (单位: 亿元).....	8
图表 12: 公司 2017 年度预算超额完成 (单位: 亿元).....	8
图表 13: 公司 2018 年度预算稳健, 高增速可期 (单位: 亿元).....	9
图表 14: 粉末冶金技术的工艺优势.....	9
图表 15: 2016 中国粉末冶金市场, 汽车行业占比 62%.....	10
图表 16: 中国单辆汽车粉末冶金制品使用量提升空间明显.....	11
图表 17: 汽车变速箱内粉末冶金零件市场空间约 150 亿元.....	12
图表 18: 汽车变速箱中的粉末冶金零件.....	12
图表 19: 软磁材料应用领域.....	13
图表 20: 我国新能源乘用车销量快速增长.....	14
图表 21: 光伏发电系统同样需要软磁的应用.....	14
图表 22: 2017 年公司软磁材料营收达到 1.6 亿元, 同比+20.9%.....	16
图表 23: 公司具备先进的生产制造体系.....	17
图表 24: 公司研发费用投入持续加码.....	18
图表 25: 公司 VVT 产品优势明显, 市场份额提升显著.....	19
图表 26: 前五大客户中汽车零部件客户销售占比提升.....	19
图表 27: 优质汽车零部件厂商是公司主要客户.....	19
图表 28: 全球粉末冶金零部件市场份额.....	20
图表 29: GKN 2016 年业绩 3.3 亿美金, 市值 70 亿美金.....	21
图表 30: GKN 粉末冶金近年营收、利润保持稳定.....	21
图表 31: GKN SINTER METALS 贡献 11.7 亿美元收入, 占 83.6%.....	22
图表 32: GKN 主要客户包括福特等著名汽车公司与汽车零部件公司.....	22
图表 33: 北美地区是 GKN SINTER METALS 的最大销售市场.....	22
图表 34: GKN 汽车行业零部件业务占总销售额的 72.2%;.....	23

1. 国内粉末冶金新材料龙头，业绩增长确定性强

1.1. 粉末冶金行业领头羊，市占率稳坐国内头把交椅

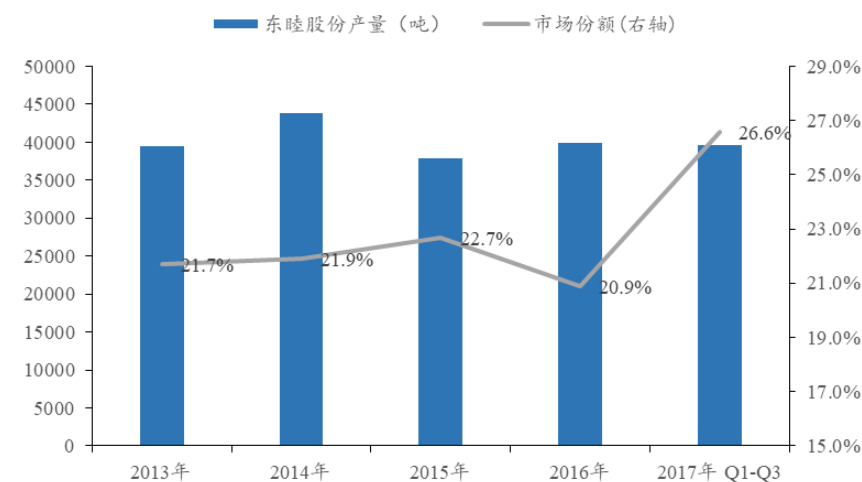
东睦股份是中国粉末冶金新材料行业的绝对龙头。公司主要经营粉末冶金机械结构零件和软磁材料的生产和销售，产品广泛应用于汽车、家电、摩托车等产业，已连续多年在国内粉末冶金行业中处于市场绝对领先地位。根据中国机协粉末冶金协会的统计数据，公司 2017 年 1~9 月的粉末冶金制品销售收入占该协会统计范围内生产厂家销售总额的 25.20%，粉末冶金制品销量占该协会统计范围内生产厂家总销售量的 26.57%，继续稳坐国内粉末冶金行业头把交椅。国内市场影响力方面，公司荣膺 2017 年“第二批制造业单项冠军示范企业”称号，海外市场方面被博格华纳总部（美国）评为“全球年度供应商”，进一步夯实国内粉末冶金绝对领导者地位。

图表 1：公司粉末冶金产品应用广泛



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

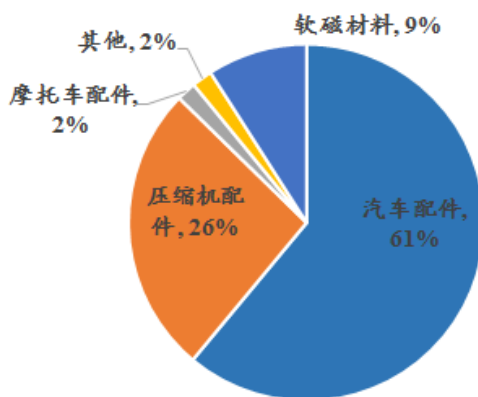
图表 2：公司粉末冶金市场产量与份额持续攀升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年，公司粉末冶金制品营业收入为 16.0 亿元，占总营业收入的 89.9%；其中，汽车配件业务实现营收 10.7 亿元，同比+21.5%，汽车配件业务营收占比已达到 60.8%，收入占到主导地位。软磁材料营业收入为 1.6 亿元，占比 9.1%。其中粉末冶金业务主要涵盖汽车零部件、家电、摩托车等零件市场。

图表 3: 汽车高端零件业务占比攀升

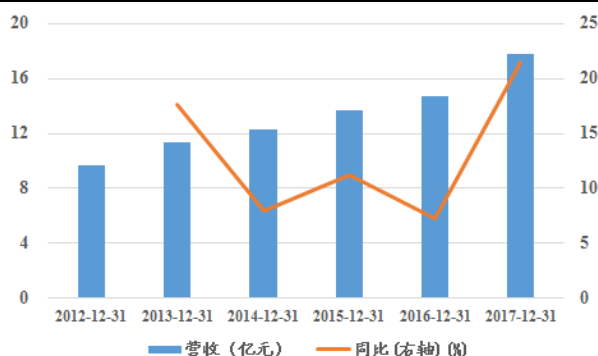


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 持续盈利能力强

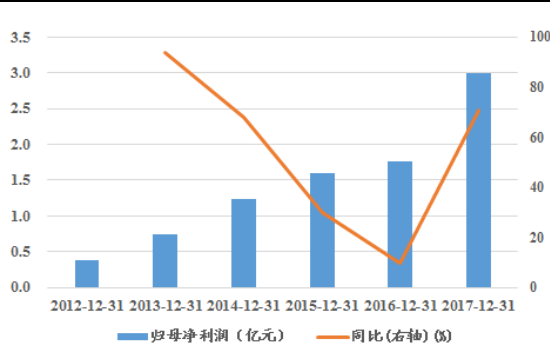
公司收入增长稳健，业绩提升显著。受益于汽车粉末冶金等业务的快速扩张，公司收入和盈利实现稳定健康发展。2012-17 年，公司营业收入由 9.69 亿元上升到 17.83 亿元，年均复合增速 13.0%；公司归母净利润由 0.38 亿上升到 3.00 亿，年均复合增速 51.2%，具备强劲的持续盈利能力。

图表 4: 公司收入增长稳健



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 盈利能力表现亮眼



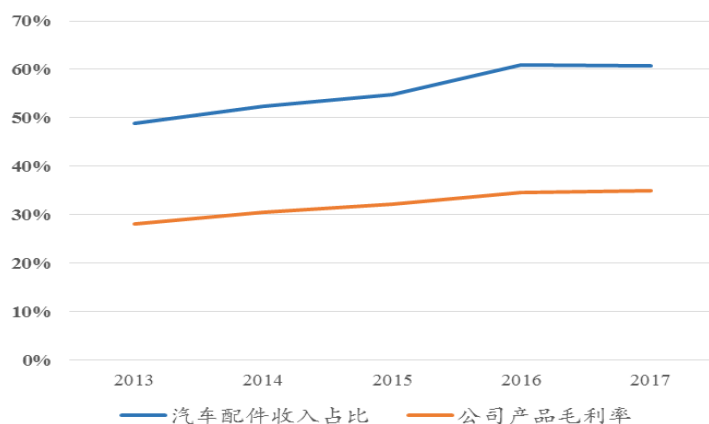
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司近五年利润增速显著高于营收增速，盈利能力表现亮眼。2012-2017 年间，去除 2016 年受家电与摩托车产业景气度下行以及软磁材料售价下降拖累，公司业绩增速仅略高于营收增速之外，其余年份净利润增速均远高于营收增速。特别是 2017 年，公司盈利能力显著提升，在营收+21.5%的情况下，净利润同比+70.6%。彰显了龙头企业的强劲的盈利能力。这一方面得益于公司产品结构加速优化，高毛利汽车零部件业务占比稳步提升。另一方面得益于公司对资产质量的严格管理、期间费用的合理控制。

汽车零部件带动公司综合毛利率稳步提升。粉末冶金汽车零部件具有较高附加值，毛利率高于其他产品，收入占比的提升拉动公司综合毛利率上升。近五年公司汽车粉末冶金零件收入占比从 48.8%提升至 60.2%，而公司综合毛利率由 28.1%上升至 35.0%。从公司主业粉末冶金业务营业成本来看，2016-2017 年原材料成本+27.9%，高于同年+21.5%的营收增速。但尽管如此，2017 年公司的毛利率仍然同

比+0.5pct，这得益于公司收入结构的优化、以及之前较高的摊销导致当期综合成本较低等因素。

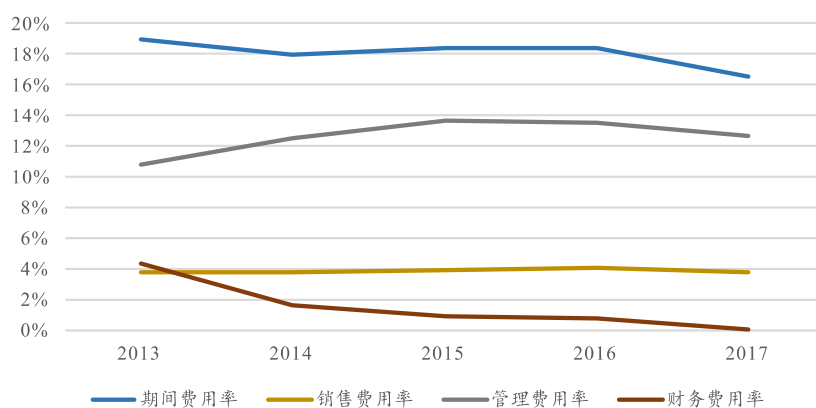
图表 6：公司整体毛利受汽车板块带动明显



资料来源：Wind，东吴证券研究所

三费率稳中有降。财务费用方面，公司对外借款规模较小，利息支出较少，因此财务费用持续维持低位；管理费用方面，由于公司对研发的重视、以及近几年存在一定的股权激励费用，因此管理费用率维持在 10%-14% 波动；销售费用方面，基于公司在粉末冶金的市场地位，销售费用也长期处于低位，主要是储运费、以及销售人员工资等构成。总体而言，公司 2013-2017 年三费共计分别为 2.2 亿元、2.2 亿元、2.5 亿元、2.7 亿元、3.0 亿元，占营业收入的比重分别为 18.9%、18.0%、18.4%、18.4%、16.6%，稳中有降。

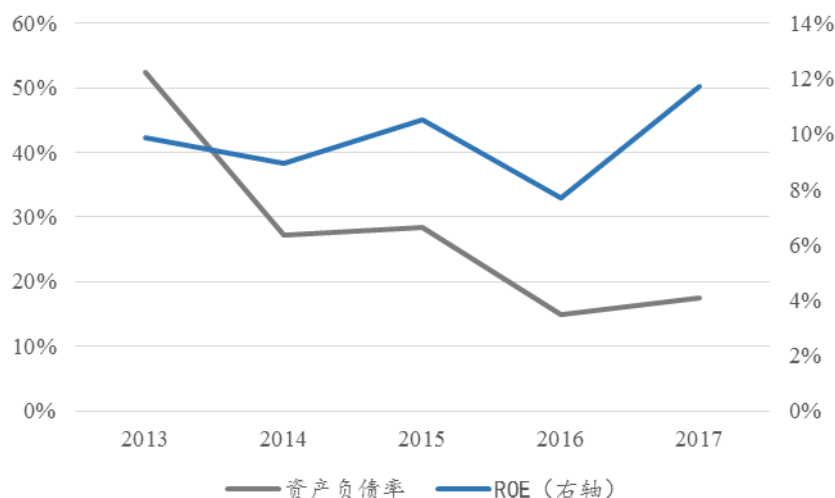
图表 7：公司期间费用控制合理，稳中有降



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资产负债率、ROE 仍持续优化：公司 2016 年以来，公司不产生短期借款，长期借款金额也较低，而应收账款、存货等也都维持在相对低位，公司持续保持良好的资产质量。叠加企业产品自身盈利能力提升，公司整体 ROE 仍在持续优化。

图表 8: 公司资产负债率、ROE 改善明显



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 资产利用率仍有提升空间, 公司 ROE 水平预计将持续改善

公司 ROE 由 2013 年的 9.9% 提升至 2017 年的 11.7%, 有较明显的改善, 但我们认为, 公司 ROE 改善进度仍有望持续加速, 主要是基于以下几个原因。

定增募集资金并未完全产生效益。公司分别于 2014 年、2016 年进行定增。2014 年定增金额为 6.0 亿元, 用于年产 7000 吨高效节能粉末冶金汽车关键零件生产线项目、年产 5000 吨节能家电和汽车零件生产线技改项目以及粉末冶金新材料生产项目。2016 年定增金额为 6.0 亿元, 用于年新增 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、国家级企业技术中心改造项目以及补充流动资金项目。截至 2017 年底, 2014 年定增项目已全部完成, 2016 年定增项目除补充流动资金项目外均未完成。说明, 定增募集的资金尚有一部分未完全产生收益。

图表 9: 截至 2017 年底, 定增项目募集资金仍有部分未完全产生收益

年份	承诺投资项目	截至期末投入进度	项目达到预定可使用状态日期
2016	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	71.12%	2019.12.31
	企业技术中心改造项目	20.36%	2018.12.31
	补充流动资金项目	100.00%	—
2014	年产 7,000 吨高效节能粉末冶金汽车关键零件生产线项目	100.00%	—
	年产 5,000 吨节能家电和汽车零件生产线技改项目	100.00%	—
	粉末冶金新材料生产项目	100.00%	—

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

部分固定资产虽已折旧完全, 但仍将产生收益。公司 2017 年, 固定资产账目原值为 21.3 亿元, 目前, 其固定资产账面净值为 11.2 亿元, 累计折旧 10.0 亿元。而这部分折旧资产, 目前仍有大部分在创造收益, 有助于公司 ROE 的继续提升。

图表 10: 2014-2017 年固定资产逐步提升 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017
固定资产账目原值	16.99	17.97	19.60	21.28
固定资产累计折旧	7.96	8.50	9.30	10.02
固定资产账面价值	9.00	9.44	10.28	11.23

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

非主业相关的资本开支有望减小。2014-2017 年公司购置固定资产、无形资产等支付现金累计达 8.9 亿元, 其中在建工程累计 5.4 亿元, 2017 年单年度投资 2.0 亿元。2017 年, 浙江东睦科达磁电有限公司新厂区一期项目主厂房已基本建成, 长春东睦富奥新材料有限公司新厂区建设预计 2018 年 7 月前可完成整体搬迁, 并投入正常生产。随着公司工程项目的逐渐完成, 非主业相关的资本开支未来有望明显减少, 同样助力公司 ROE 的提升。

图表 11: 未来非主业相关的资本开支有望减小 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	总和
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.10	0.03	0.01	0.53	0.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2.08	1.67	2.20	2.90	8.86
在建工程	1.10	1.15	1.14	2.04	5.44
资本开支	1.98	1.64	2.20	2.37	8.19

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

2018 年 ROE 预计继续提升至 14% 以上。我们预计, 未来 3-5 年, 随着公司资本开支的减少, 定增筹集的资金逐步产生效益, 资产利用率将逐渐提升, 公司 ROE 水平将持续提高, 预计 2018 年 ROE 将达到 14% 以上。

1.4. 公司业绩指引稳健, 有望维持高增速

公司以长周期订单为主, 因此, 公司每年的业绩指引具备较强的可参考性。历史上看, 公司每年业绩指引都偏保守。2016 年, 公司预计营收与净利润分别为 16.2 亿元、2.4 亿元, 实际分别完成 110.1%、125.0%。而公司在 2017 年报预计, 2018 年公司营收约为 21.2 亿元, 同比+18.8%; 归母净利润约为 3.9 亿元 (包含预计确认约 5,500 万元宁波东睦嘉恒房产投资收益), 同比+30.3%。考虑到公司在粉末冶金行业的龙头地位、高毛利产品的逐渐放量、以及成本的有效控制, 我们认为公司 2018 年的目标有望超额完成。

图表 12: 公司 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, 东吴证券研究所整理

图表 13: 公司 2018 年度预算稳健, 高增速可期 (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, 东吴证券研究所整理

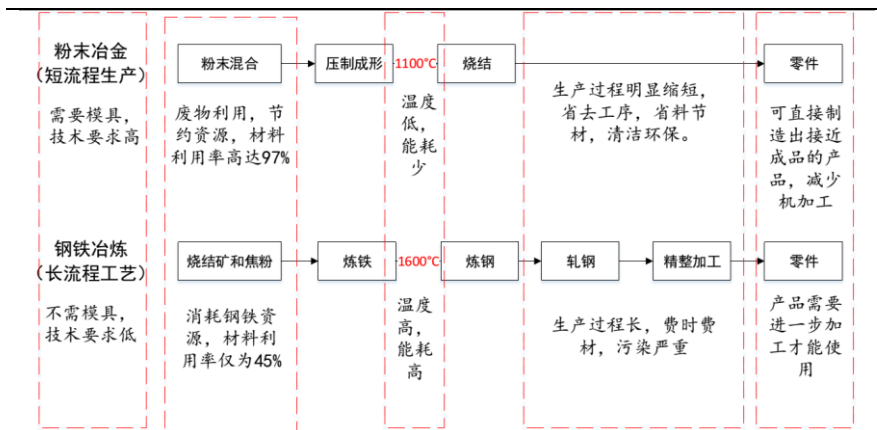
2. 粉末冶金技术进口替代空间广阔

2.1. 平台型工艺, 逐渐渗透家电、汽车等市场

粉末冶金是将金属粉末压制成形, 通过后续烧结、热处理等加工工序得到高精度、高强度的复杂形状金属零部件的一种制造技术。该技术相较于其他金属成型技术, 如锻造、铸造等, 在材料利用率、形状复杂度和近净形尺寸控制等方面均具有优势。作为一种高性价比的零件制备方法, 粉末冶金零件在成本、尺寸上有着得天独厚的优势, 具有非常高的性价比。

其优势如下: 1) 零件接近最终尺寸, 具有良好的光洁度, 减少后续加工成本, 并能最大限度地减少废品损失; 2) 能够生产别的工艺无法制造的复杂或独特形状的零件; 由于粉末冶金独特的工艺方法, 金属注射成型工艺 (MIM) 能够生产制造出形状特征高度复杂的零件。3) 能够控制产品的孔隙率, 以此满足产品自润滑、耐磨性等方面的需求。4) 根据 Economic Advantages of Powder Metallurgy 测算, 粉末冶金工艺比传统机加工工艺节能 60%, 材料利用率高达 95%, 生产过程绿色, 生产成本经济, 性价比极高。

图表 14: 粉末冶金技术的工艺优势



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

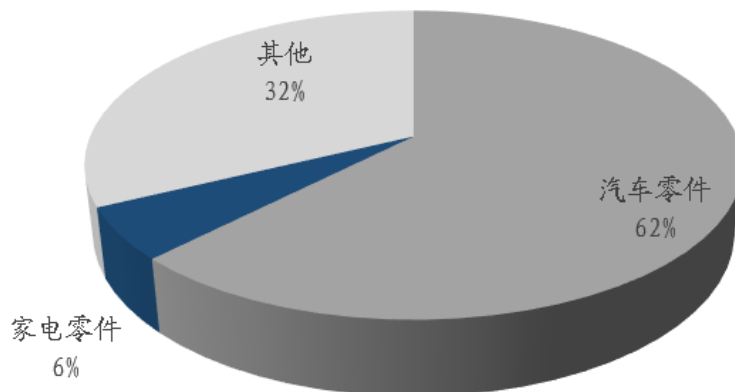
粉末冶金零件的应用广泛, 主要可分为两大类: 第一类是制作难以用其他方法制造的部件, 如钨、钼或钨硬质合金。此外, 含油轴承, 过滤器和许多类型的硬和软磁元件都是采用粉末冶金技术生产。第二类是能为铸件和锻件提供一种经济高效的替代方案, 如汽车离合器片、连杆、凸轮轴、行星齿轮载体等。

2.2. 国内 200 亿元汽车粉末冶金市场规模有待进口替代

2.2.1. 国内粉末冶金市场稳定增长，汽车行业占比 62%

根据中国机协粉末冶金分会统计，2016 年粉末冶金零件出货量 48 万吨，销售额达 64 亿元，其中汽车行业销售额 40 亿元，占销售总额 62%。2017 年，粉末冶金市场规模预计达 69 亿，实现稳定增长。

图表 15: 2016 中国粉末冶金市场，汽车行业占比 62%



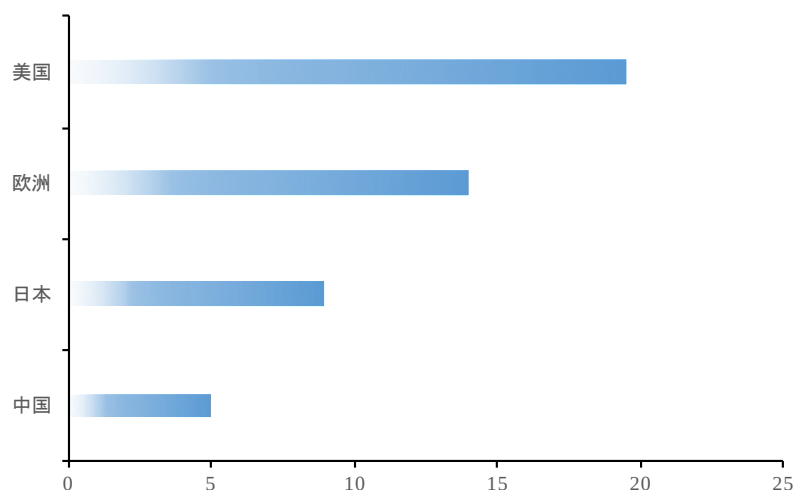
资料来源：中国机协粉末冶金分会，东吴证券研究所

2.2.2. 日美车用粉末冶金市场占比高于国内

据 MPIF（金属粉末工业联合会）《2017 北美粉末冶金产业情况》统计，2017 年北美地区轻型车销量约 1700-1720 万辆，其中粉末冶金部件和产品销售额达 50 亿美元，短期来看，粉末冶金零件的销售仍然处于相对稳定和积极的状态，这得益于粉末冶金工艺应用领域的不断拓展，新产品的开发和更多的增值生产步骤的产生以及技术的提高等。

据中国产业调研网统计，发达国家汽车制造业粉末冶金制品的用量占其粉末冶金制品总产量的绝大多数，如美国占 90%，欧洲为 80%，而我国目前尚不足 60%。欧洲平均每辆汽车的粉末冶金制品使用量是 14kg，日本为 9kg，美国已达到 19.5kg 以上，预计未来几年可能达到 22kg，而我国目前平均每辆汽车粉末冶金制品的用量却只有 5kg 左右，单车提升空间明显。

图表 16：中国单辆汽车粉末冶金制品使用量提升空间明显



资料来源：中国产业调研网，东吴证券研究所

2.2.3. 国内 200 亿空间有待开拓及进口替代

国内仅东睦等少数企业可以进行粉末冶金高端零部件的生产，市场开拓与进口替代空间广阔。随着近年来我国汽车行业的快速发展，粉末冶金产品在汽车行业的应用比例逐年提高。2016 年，我国国内汽车粉末冶金制品占粉末冶金总产品的比例提升至约 60%，但仍然低于发达国家 80% 的比例。与此同时，我国汽车粉末冶金产品的种类并不齐全，仅东睦股份等少数企业可以批量生产技术要求更高的 VVT、VCT、行星齿轮等产品。而在汽车发动机与变速箱是粉末冶金零部件应用最为广泛的两个领域。在这两个领域里，发动机粉末冶金零部件市场规模约 42 亿元，变速箱粉末冶金零部件市场规模约 150 亿元。加上用于汽车底盘等的粉末冶金零件，国内汽车粉末冶金市场空间达 200 亿元。

发动机粉末冶金市场规模约 42 亿。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，按照智研咨询发布的《2017-2022 年中国汽车市场运行态势及投资战略研究报告》预计，2020 年中国乘用车销量将达到 3000 万辆的规模，则采用粉末冶金技术制造的 VVT 约有 42 亿元的发展空间。

变速箱粉末冶金市场规模约 150 亿。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）以及双离合变速器（DCT）市场占比较小，分别占到 15% 和 10% 的市场份额。其中 AT、DCT 市场快速发展，粉末冶金机会较多，CVT 市场粉末冶金机会较少。单个 MT、AT、CVT、DCT 变速器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 变速器的数量分别为 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。

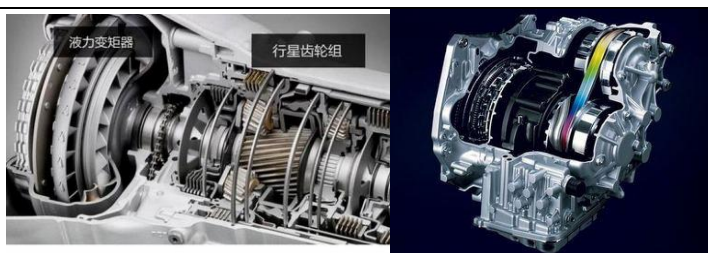
图表 17: 汽车变速箱内粉末冶金零件市场空间约 150 亿元

变速箱类型	市场占比	设备单价 (元)	总量 (万件)	市场规模 (亿元)
手动变速器 (MT)	45%	500	1350	67.5
自动变速器 (AT)	30%	600	900	54
无级变速器 (CVT)	15%	200	450	9
双离合器 (DCT)	10%	500	300	15

资料来源:《汽车零部件国产化带来行业快速增长》, 东吴证券研究所

若粉末冶金行业能够取得技术上的突破, 强度、耐磨性等指标进一步提升, 则结合齿轮、传动齿轮等传统锻造零件有望被粉末冶金零件所取代, 市场规模将会进一步爆发式扩张。

图表 18: 汽车变速箱中的粉末冶金零件



资料来源: 科普中国, 东吴证券研究所

我国目前平均每辆汽车粉末冶金制品的用量仅为美国的 1/4 左右, 而造成国内汽车粉末冶金制品用量明显少于美国的原因在于:

- 1) **美系车发动机功率大, VVT 渗透率高。**美系车通常以高动力性能著称, 这就需要一台大马力的多缸发动机作为支撑, 而气缸连杆主要是通过粉末冶金工艺制成, 一根连杆就需要使用 1 公斤粉末冶金材料, 六缸机就要 6 公斤。现在 VVT 系统已经成为美系车的标配, 而且美系车中大多采用粉末冶金工艺制备 VVT, 使得单车粉末冶金零件用量进一步提升。
- 2) **美系车自重较大。**美系车设计上追求空间舒适度。较高的空间舒适度意味着车身自重的提升, 单车零部件需求量自然上升, 而考虑到美国粉末冶金工艺较机加工零件具有相当的竞争优势, 汽车粉末冶金零件用量自然高于国内。

2.3. 家电粉末冶金产品走向高端

在家电领域, 粉末冶金零件取得了更为广泛的应用, 并逐渐向高端领域拓展。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漲; 而粉末冶金技术具有材料利用率高、节约能源等优点, 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。而随着国家加强对中西部地区的开发, 国内市场对制冷压缩机的需求也会增加, 压缩机中的很多零件比如阀板和连杆、上下法兰基本都是采用粉末冶金制品, 家电的普及和更新换代对粉末冶金零件的整体需求会进一步加大。

根据东睦股份自身情况来看, 家电零件销售在 2017 年实现了企稳回升, 达到 4.7 亿元, 同比+ 25.8%, 家电板块营收增速高于公司 2017 年整体增速 (21.5%), 主要得益于: 1) 铸件的材料利用率较低, 对原材料价格敏感程度高。随着环保政策

的趋严，铸件的环保成本也将提高。2)公司家电粉末冶金零件产品向价值链向高端延伸。3)家电行业自身的逐渐回暖。

3. 清洁能源产业升级加速，新型软磁材料高成长性确定

3.1. 清洁能源产业蓬勃发展，软磁材料市场空间进一步拓展

近年来新能源和节能环保技术和产业在全球范围内得到高度重视，产业发展速度空前。如何实现更高能量转换与传输效率是当下亟待解决的问题，而软磁材料因其饱和磁感应强度高、磁导率高、矫顽力低、损耗低和环境稳定性好等优点，能够有效提升能量转化和传输效率，故而在新能源以及节能环保领域得到了广泛应用。

图表 19: 软磁材料应用领域

应用领域	应用产品
新能源汽车	充电桩、电控系统、高效电动机、车载多媒体系统
光伏发电	隔离变压器、驱动变压器、储能电感器、滤波电感器、电流传感器
OLED显示	开关式电源适配器
轨道交通	主牵引逆变器、辅助逆变器、DC-DC 变换器

资料来源：东吴证券研究所整理

随着新能源和光伏产业的发展，车用磁材以及光伏行业磁性元件需求量放量，大力推动了软磁材料的需求。据 Research and Markets 预计，到 2021 年全球软磁材料市场预计将达到 281.5 亿美元，并且 2016-2021 年期间将以 7.8% 的年复合增长率增长。从地区看，亚太地区是增长最快的软磁材料市场。汽车、电子通讯和电气等各种终端产业对软磁材料需求的不断增加，推动了该地区软磁材料市场的发展。

3.2. 新能源及光伏产业成为软磁材料主要战场

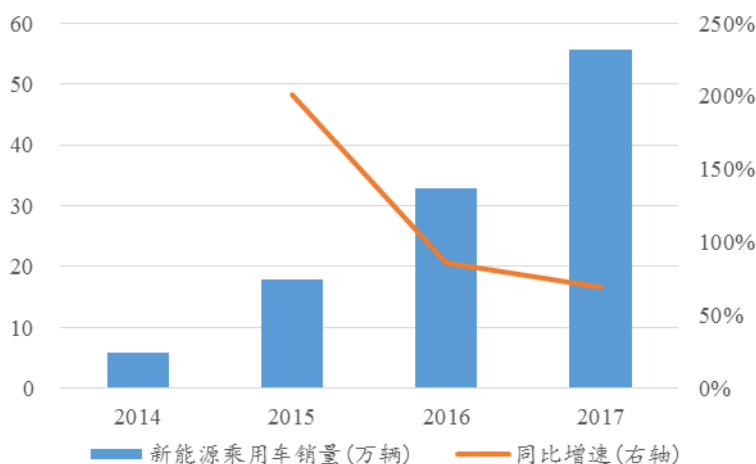
3.2.1. 新能源车用软磁材料市场有望率先爆发，拉动海量需求

目前金属磁芯粉末冶金零件广泛应用于电动汽车高效电机、充电桩、燃料电池链接板中。磁性材料在新能源汽车零部件领域作用显著。值得一提的是采用粉末冶金工艺制备的车用磁材具备诸多优势，如能够有效减少加工工序、节约材料、制备满足特定性能特定尺寸的材料等。采用软磁复合材料，可以制备各种形状的零件，可以压制定子电枢应用在电机上，能量损耗将大幅度降低。粉末冶金的复杂形状制造能力以及零件的重量优势将更好满足混动、纯电动汽车的发展需要。随着我国电动汽车产销量迅猛提升，粉末冶金工艺制备的磁材需求有望进一步放大，并将加速渗透进更加关键的新能源汽车核心零部件领域。

新能源汽车产业发展迅猛，车用磁材作用显著。受益于近年来国家政策强力扶持，2017 年新能源汽车产量突破 70 万辆。按照《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》要求，到 2020 年，我国纯电动以及插电式混合动力汽车生产能力要达到 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。新能源汽车产业已经进入市场成熟期，而且全球汽车电子行业已迈入成长黄金期。而磁性元器件作为汽车电子技术中的关键部件，在汽车上具有广泛的应用。目前应用于汽车电子技术的磁性元器件主

要由软磁铁氧体材料、金属软磁材料等材料制成。随着新能源汽车行业的快速发展，车用磁性元器件需求将显著提升，进而拉动对软磁材料的需求。

图表 20：我国新能源乘用车销量快速增长



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所整理

充电桩建设加速，亦为软磁材料贡献海量需求。作为新能源汽车推广的配套设施，充电桩的快速建设已成为推动新能源汽车快速推广的重要一环。其中充电桩的电源用到较多电子变压器、电感器、电抗器，用量视功率大小而定。目前软磁在充电桩领域中的应用是非常广泛的，且对磁性元件性能有着关键性的作用，在电子变压器、电感器、电抗器等元器件中都会运用到软磁材料，软磁材料俨然已经在充电桩产业中占据不可替代的角色。根据 Technavio 发布的研究报告，到 2020 年，全球电动汽车充电桩安装量将达到 2042 万个，可以预见届时将带动充电桩中的电磁组件产值持续增长，软磁材料作为磁性组件的性能支撑，成长空间亦可期。

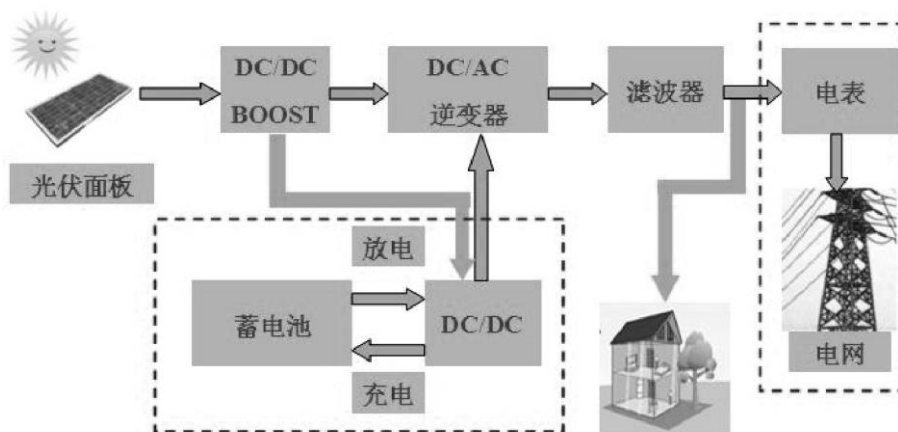
综上，新能源产业的飞速发展必将带动软磁行业的发展，软磁企业如果能适时把握该机遇，不断提升自身技术水平，突破技术瓶颈，势必将充分受益于本轮新能源浪潮。

3.2.2. 光伏产业发展势头强劲，有望带动软磁行业快速发展

光伏产业发展势头强劲。太阳能利用技术在近二十年来，无论是研究开发、商业化生产、还是市场开拓方面都获得了长足发展，成为全世界增长迅速、稳定发展的新兴产业之一。据 HIS 预测，2019 年全球累计太阳能光伏安装量将达到近 500GW，较 2014 年的约 180GW 提高 177%。在光伏发电系统中，逆变器对于整个光伏发电系统的效率、稳定性、可靠性具有关键的影响，是系统的核心部分，产品附加值较高，仅其一项就占据系统成本 10%-15%。

光伏逆变器作为一种电源转换装置，主要功能是将太阳能电池板受太阳光照射时产生的直流电逆变成交流电，送入电网，即光伏发电并网。作为光伏发电系统中的核心装置，光伏逆变器的市场规模随着光伏市场的强劲增长而不断扩大。在光伏电站的隔离变压器、驱动变压器、储能电感器、滤波电感器、电流传感器等模块中，都需要用到软磁材料。

图表 21：光伏发电系统同样需要软磁的应用



资料来源：《软磁材料在光伏产业中的应用》，东吴证券研究所

在光伏逆变器中，将光伏电池板发出的不稳定的直流电升压成稳定的直流电压的电路中，Boost 升压电感是其关键核心磁元件，其后将稳定的直流电压通过逆变电路转换成 50Hz 正弦波交流电，输入电网时，必须使用重要的大功率交流逆变电感，这两种电感元件的磁材料基本上采用高性能的铁硅类粉芯材料，已经成为世界光伏逆变器设计的设计标准。

随着光伏电站用逆变器电路拓扑不断地发展和变化，其对磁性元件的要求也在不断地发展和变化，但是其基本要求始终围绕着提高光伏电站逆变器效率、降低波形畸变，使用场景扩展以及合理降低成本。这些也正是选用和设计光伏电站用逆变器用软磁材料的出发点。因而伴随光伏产业行业景气度不断上行，软磁材料行业的发展保持持续高增长态势。

3.3. 高功率、模块化发展趋势明显，提前布局新材料成长空间大

在新能源和节能环保领域中，铁氧体软磁和金属软磁是应用最广泛的两类软磁材料。得益于材料本身特性，以及合成工艺的进步，金属合金软磁材料在产品小型化、轻量化、节能化、高频化、耐高温方面更胜前者一筹。

目前车载电机电控系统以及光伏能量转化系统正朝着大功率化、模块化方向发展。适用于大功率模块化场景的金属合金软磁材料，有望在光伏、新能源汽车等领域实现对传统铁氧体材料的替代。提前布局金属合金软磁材料领域的厂商有望优先享受产业升级红利。

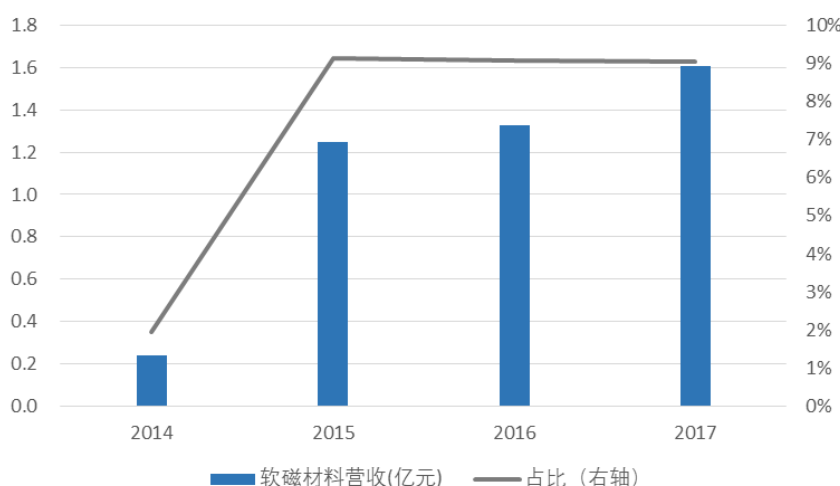
在此轮产业升级过程中，公司积极布局软磁新材料，持续投入研发活动，保持销售额 5% 以上的研发投入比例。公司通过与浙大等国内知名院校开展合作，积极布局低频频用高磁通、高磁导软磁复合材料、电子换向永磁电机 SMC 软磁粉芯定子生产制造技术领域。目前公司已具备国内领先的软磁金属磁粉芯制造技术，成功开发铁粉芯、铁硅镍磁粉芯、铁硅铝磁粉芯、铁镍合金磁粉芯及硅铁合金磁粉芯等车用磁材，产品广泛用于纯电动汽车、充电桩、太阳能等领域。凭借金属合金软磁材料技术的深厚积淀，公司有望在新能源产业以及光伏产业，朝着电子化、小型化、高性能、高速化方向发展趋势下抢占先机，充分享受技术升级红利。

车用磁材产能建设方面，公司积极布局新能源汽车零部件产业，非公开募投项目剑指新能源领域。公司于 2015 年底开始筹划非公开发行股票事项，投募近六亿元建设年新增 12,000 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。该

项目生产的磁性材料将主要用于高效电机（电动汽车）、充电桩等新能源领域。待项目正式投产，公司软磁材料产能将得到显著扩增，有望提升公司在新能源市场的份额，并构建长期盈利能力基石。

盈利能力方面，在经历 2017 年公司战略重新调整，聚焦新能源领域，加大对高端软磁材料产品的研发力度后，公司软磁材料业务起底回升，2017 年软磁产品营收达到 1.6 亿元，同比增速达到 20.9%，业务占比保持稳定，受益于金属合金软磁材料新产品的开发及市场开拓，软磁材料毛利率较上年有所提高。2017 年软磁材料业务毛利率为 22.0%，同比+4.2pct。

图表 22：软磁材料近几年营收占比 9% 左右



资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 借鉴先进经验，锁定优质客户，构筑护城河

4.1. 借鉴日本经验，突破核心技术壁垒。

公司前身为国内最早一批开展粉末冶金产品生产销售的企业-宁波粉末冶金厂。但在公司发展初期，高端粉末冶金工艺一直由日本企业把控，公司产品竞争力提升缓慢。于是在 1994 年，公司通过与日本国睦特殊金属工业株式会社合资共同组建东睦粉末冶金公司，其中宁波粉末冶金以厂房设备出资占比六成，后者以机械设备以及先进加工工艺入资占比三成，从而成功引入先进粉末冶金技术与设备。截止目前，公司拥有包括 CNC 成形压机在内的一整套国际先进的粉末冶金生产设备和技术，拥有以总部为研发中心、高端产品生产平台的平台。其中公司的主要生产设备以国外引进为主，主要关键的设备 80%均来自日本、德国、美国和瑞士。其中，CNC 成形压机由日本进口，燃气式网带炉由德国进口，推杆式烧结炉由美国进口。

图表 23: 公司具备先进的生产制造体系

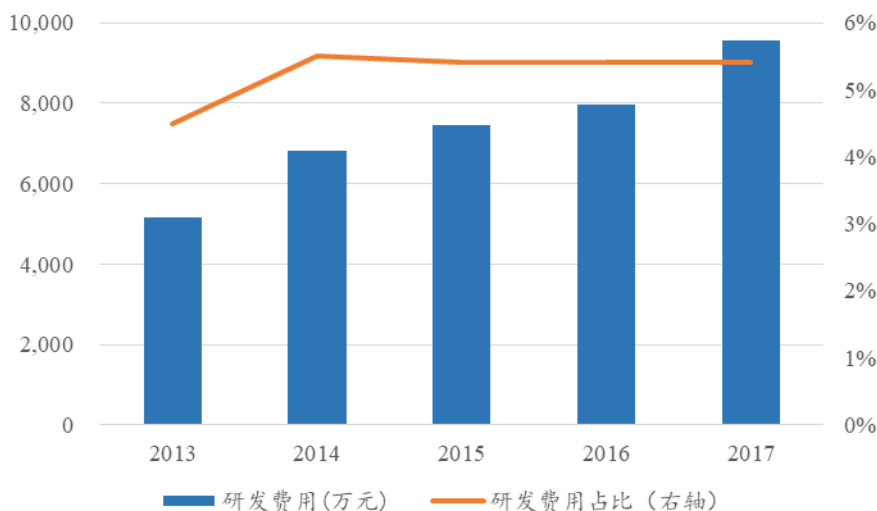
设备用途	设备类型	设备数量(台)
制品制造	成型设备	47
	精整设备	30
	烧结及蒸汽处理设备	16
	其他设备	17
模具制作	EDM 机床	19
	CNC 加工中心	2
	CNC 机床	14
	一般机床	66
检测设备	全自动	3
	自动重量选别机	5
	齿轮齿形齿向测量仪	3
	数码显微镜	4
	全自动红外碳硫分析仪	2
	磁粉探伤仪	3
	其他检测设备	39

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

随着公司研发投入不断加码,科技创新能力提升显著。2017 年研发支出 9542.95 万元, 同比+20.0%, 在管理费用中占比 42.0%, 占营业收入的 5.4%, 在业内处于较高水平。仅 2017 年, 就完成新产品开发 960 个, 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)。

近年来, 公司陆续建立了“宁波粉末冶金工程技术中心(省级)”、“宁波市区模具中心”和“浙江省东睦新材料粉末冶金研究院”等一系列研发单位, 为公司研发高端粉末冶金零件提供了技术支持; 截止 2017 年底, 公司已经具有 200 余项自主知识产权的专利技术, 实现了粉末冶金机械结构零件的新材料开发、专用模具设计制造、材料检测分析、生产管理全环节的闭环技术体系; 在行业内影响力日趋放大, 参与 3 项国家标准以及行业标准的制定工作中, 公司所设的工程技术中心获得“国家级企业技术中心”认证、“浙江省东睦粉末冶金材料重点企业研究院”称号, 该中心为公司自主研发能力的不断提升起到了重要支撑以及保障。2017 年更是荣膺国家“制造业单项冠军示范企业”殊荣, 品牌实力尽显无疑。

图表 24: 公司研发费用投入持续加码



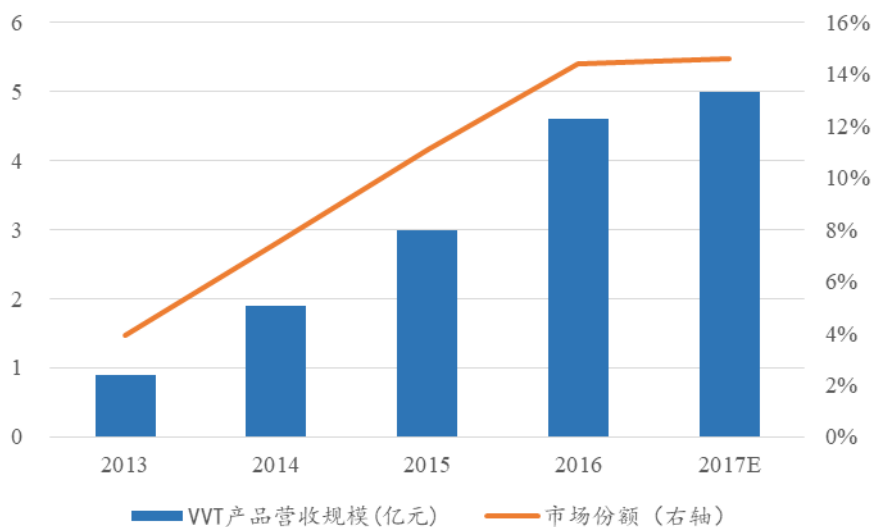
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 高效优质服务锁定下游知名厂商

公司依托完善的生产布局和服务保障能力，为客户提供便捷优质服务。公司拥有以总部为研发中心、营销中心、管理中心、高端产品生产基地的平台，以及为实施“专业化生产，就近配套”的梯次管理战略布局，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，实现快速及时的售后服务，能够为下游客户提供更优质的服务。

公司粉末冶金零件产品成本优势明显，竞争力持续提升。目前，国内涉足中高端汽车粉末冶金零部件的企业较少，国内企业的生产技术、质量控制以及研发能力较国外企业仍有较大差距。随着公司不断加码技术研发，公司的质量控制与研发水准均在快速提高。目前，公司在发动机内的 VVT/VCT 粉末冶金零件业务上竞争优势明显，市场份额提升显著，收入从 2013 年投放市场时的 9200 余万元快速增长至 2016 年的 4.6 亿元，市场份额从 3.9% 提升至 14.4%，目前在公司汽车零部件产品中占主导地位。而像同步环、行星齿轮架等高难度粉末冶金零部件也逐渐迎来技术突破。与国外老牌厂商相比，公司在人力成本、土地成本、原料成本等方面均具有优势，能够为主机厂与一级供应商提供更低价的粉末冶金产品。

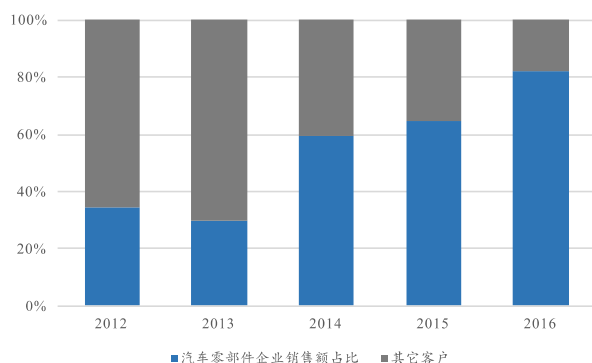
图表 25: 公司 VVT 产品优势明显, 市场份额提升显著



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

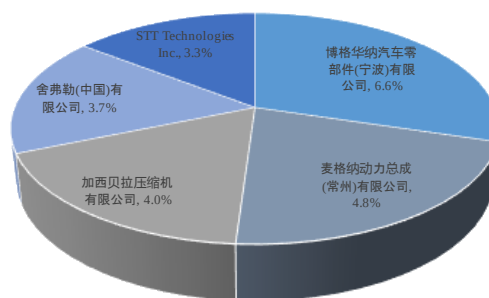
客户结构持续优化, 锁定下游顶级汽配厂商。近年来公司积极布局汽车中高端零部件业务, 凭借出色的产品性能与一流的市场营销能力, 成功实现向高端汽车零部件领域的渗透, 公司前五大客户中顶级汽车零配件企业数量以及营收占比提升明显, 前五大客户中汽车零配件企业由 2014 年之前的博格华纳汽车零部件 (宁波) 有限公司一家, 增长到 2016 年的三家, 而这三家公司均为国际顶级汽车部件企业, 其服务的整车厂商包含通用、宝马在内的诸多国际一流车企, 考虑到这类国际顶级汽车部件企业对于粉末冶金零件产品质量要求颇为严格, 但一旦渗透入其产品供应链且实现大规模供货后, 二者会形成紧密的合作关系, 下游厂商会为东睦提供持续可观的订单需求, 保障业绩高增速。2016 年, 公司前五大客户中汽车部件厂商贡献销售额达到 2.2 亿元, 占前五大客户销售总额比例攀升至 82.3%。

图表 26: 前五大客户中汽车零部件客户销售占比提升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 27: 优质汽车零件厂商是公司主要客户



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司通过与整车厂核心零部件供应企业设立合资公司的方式, 加速向汽车核心部件产品渗透。2017 年 6 月, 公司与一汽系核心零部件公司-富奥汽车零部件股份

有限公司合作设立长春东睦，其中东睦出资 1960 万，占比 70%。对东睦来说，可以借此机会进一步扩大公司粉末冶金零件运用在一汽系汽车上的份额，分享成长红利，有望成为公司新的业绩增长点

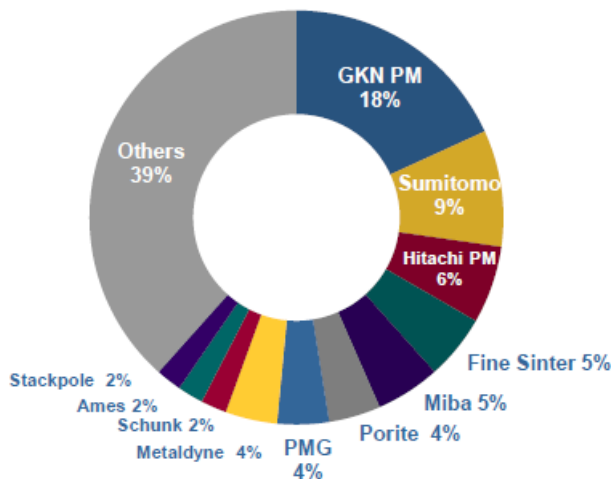
可以预计随着公司资源向高端粉末冶金汽车零部件领域倾斜，公司有望在汽车零部件多领域持续渗透，逐步递进，实现从传统汽车核心零部件供应商拓展至新能源汽车领域、软磁材料领域，未来市场前景广阔。

5. 海外巨头领跑行业，东睦有望复制巨头路径

5.1. 欧洲、日本公司业内领先

根据 GKN 公司测算，2016 年，全球粉末冶金产品销售额约为 80 亿美元。其中，销售额前十名的公司总销售额约为 45 亿美元，市场份额约占 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达 10.3 亿英镑（14 亿美元），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 28: 全球粉末冶金零部件市场份额



资料来源：GKN，东吴证券研究所

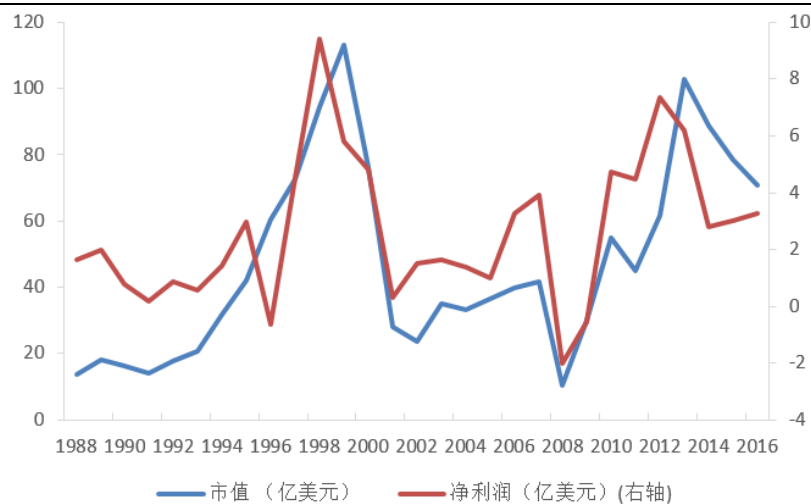
5.2. 行业龙头 GKN: 产品最全，规模最大

5.2.1. GKN 粉末冶金: 营收稳定在 14 亿美元，业绩保持稳定

GKN 是粉末冶金领域的龙头企业，有着最大的销售规模以及最齐全的产品种类。在粉末冶金领域具有很好的参考意义。GKN 粉末冶金由两个部分组成：GKN Sinter Metals 和 Hoeganaes。GKN Sinter Metals 是粉末冶金成形零件的行业领导者，其市场份额世界第一。产品包括用于汽车发动机、变速箱、泵、车身、底盘、压缩机的粉末冶金零部件、粉末冶金制作的轴承与过滤器、金属注塑成型组件、其他工业应用的粉末冶金零部件，以及用于电动机的软磁元件。Hoeganaes 是 GKN 旗下专门提供高质量金属粉末的公司，其产品包括铁粉、铜粉、钨粉、钛粉等金属粉末，广泛用于粉末冶金，化工和焊接等工业。其市场份额世界第二。

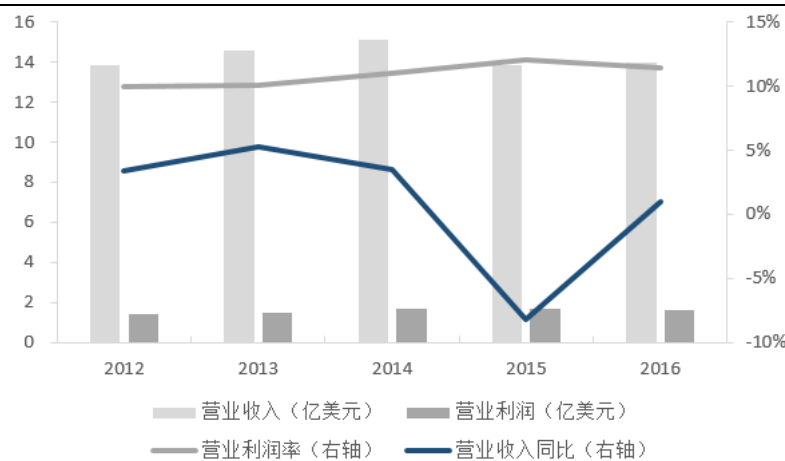
GKN 粉末冶金营业收入近五年一直维持在 14 亿美元左右，并在一个稳定的范围内波动，经营情况稳定。

图表 29: GKN2016 年业绩 3.3 亿美金, 市值 70 亿美金



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图表 30: GKN 粉末冶金近年营收、利润保持稳定

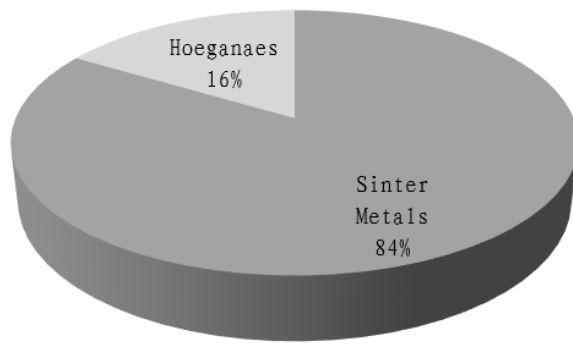


资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

5.2.2. 销售情况: 北美为最大市场, 汽车行业占比 85.2%

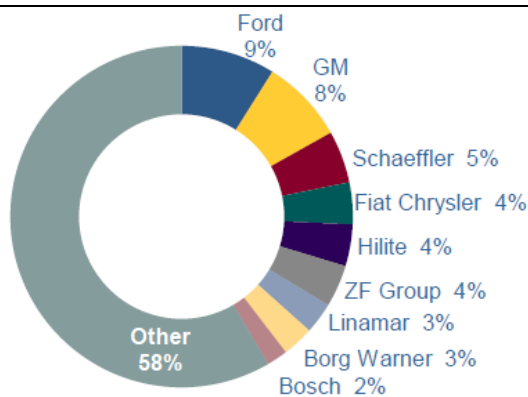
2016 年, GKN 粉末冶金部门的营业收入为 14 亿美元。其中 Sinter Metals 贡献了 11.7 亿美元的收入, 占总收入的 83.6%; Hoeganaes 贡献了 2.3 亿美元的收入, 占总收入的 16.4%。其主要客户包括福特、通用汽车、舍弗勒、博格华纳等诸多著名汽车公司与汽车零部件公司。上个世纪 90 年代末, GKN 作为汽车零部件公司中首家投资中国的国外公司。通过近 30 年的投资和发展, GKN 在中国拥有 19 个生产基地, 员工超过 8000 人。2016 年在华销售额达 98.6 亿人民币。

图表 31: GKN Sinter Metals 贡献 11.7 亿美元收入, 占 83.6%



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

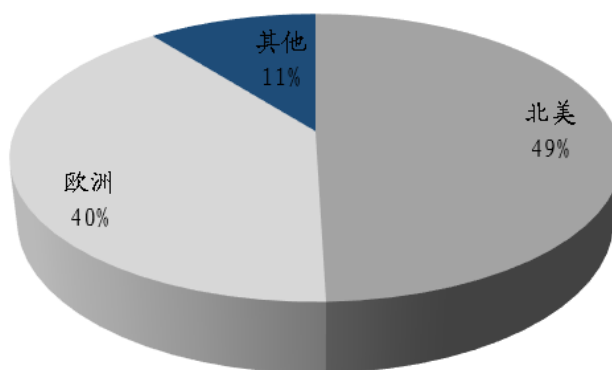
图表 32: GKN 主要客户包括福特等著名汽车公司与汽车零部件公司



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

按照地区划分, 北美地区是 GKN Sinter Metals 的最大销售市场, 其销售额达 5.8 亿美元, 占 Sinter Metals 总销售额的 49.5%; 第二大市场为欧洲地区, 其销售额达 4.7 亿美元, 占总销售额的 39.8%; 其他地区共计占总销售额的 10.6%。

图表 33: 北美地区是 GKN Sinter Metals 的最大销售市场

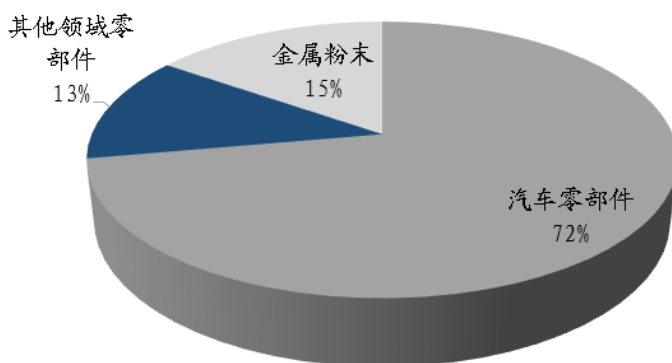


资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

按用途划分, 汽车行业零部件占绝大多数, 其销售额为 10 亿美元, 占总销售额的 72.2%; 其他工业领域粉末冶金零件销售额为 1.7 亿美元, 占总销售额的 12.5%; 其余的部分为金属粉末, 其销售额为 2.3 亿美元, 占总销售额的 15.3%。若不考虑

金属粉末的销售，只观察 Sinter Metals 粉末冶金零件的销售，则其汽车行业零部件的销售占比高达 85.2%。

图表 34: GKN 汽车行业零部件业务占总销售额的 72.2%;



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

5.3. 东睦有望参考 GKN 成长之路，突出重围

回顾国际粉末冶金巨头 GKN 的发展路径不难看到，坚持汽车核心零部件为主的粉末冶金产品体系与金属粉末产品线并重的战略路线，将有助于完善企业产品生态体系巩固其领先优势。而东睦恰恰一直秉持“深挖粉末，布局软磁”的理念，与 GKN 不谋而合，加之公司汽车高端粉末冶金零部件业务占主导地位，产品不仅打入传统车企核心零部件供应体系，还成功切入新能源汽车巨头特斯拉的供应链；而软磁材料业务受益于汽车电子、充电桩、无线充电等产业的发展，成长态势喜人。

公司较之于 GKN，从技术角度来说两者比较接近，而且也在不断赶超学习。最明显的优势在于，东睦在国内的资产规模比 GKN 要大，成本管控也明显优于后者，因此产品的性价比较高；另外一个是可以国内就近布厂，实现对客户需求的快速响应。

目前公司粉末冶金业务 2017 年营收 2.8 亿美元。GKN 粉末冶金营业收入近五年一直维持在 14 亿美元左右，目前，东睦股份的体量仅为 GKN 粉末冶金的 1/5，加之公司主营的粉末冶金产品有较大的进口代替的空间。公司总体成长空间裕量充足，业务规模有望持续高增长。

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 核心假设

1. 汽车行业快速发展，粉末冶金产品在汽车行业的应用比例逐年提高。同时贸易摩擦或将助力公司进口替代战略。公司作为中国粉末冶金新材料行业的绝对龙头，将因此受益。我们预测 2018 年公司汽车部件营业收入有望增加 15% 以上。

2. 清洁能源产业升级加速，新型软磁材料高成长性确定。公司积极布局软磁新材料，投入研发。2017 年软磁材料业务起底回升。我们预测，2018 年公司软磁业务营业收入有望实现 50% 增长。

3. 在家电领域，粉末冶金零件取得了更为广泛的应用，并逐渐向高端领域拓展。公司作为粉末冶金平台型公司，近三十年来在家电粉末冶金领域均获得较大突破，成功实现进口替代，且在家电等领域已经取得较高市场份额。随着 2017 年家电产业回暖，我们预测公司 2018 年家电业务营业收入同样有望实现 20% 以上增长。

6.2. 盈利预测

公司作为粉末冶金平台型公司，产品拓展性不断提升，近年来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，预测公司 2018-20 年业绩为 4.05、4.98、6.17 亿元（其中预计 2018 年扣非归母净利润约 3.5 亿元，同比+46%），对应 EPS 0.63、0.77、0.96 元，对应 PE 17、14、11X，维持“买入”评级。

7. 风险提示

1、汽车行业销量增速下滑风险

东睦股份主要终端客户是汽车厂，如果汽车销量低于预期，对于粉末冶金整体市场空间，以及对于整个汽车板块估值会有一定影响。

2、公司新产品开拓不顺利导致收入增速不达预期。

目前国内粉末冶金汽车零部件主要仍然是国外零部件供应商为主，国产品牌仅东睦股份开拓较为顺利。如果东睦股份在与对手在合资等车型竞争中，新产品迟迟无法打开新车品牌，则粉末冶金国产替代的进度将放缓。

附录：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)	0.46	0.63	0.77	0.96
少数股东权益	161.9	161.9	161.9	161.9	每股净资产(元)	3.97	4.44	5.01	5.73
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)	645.8	645.8	645.8	645.8
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：wind，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>

