

中报净利润增长 33%，预计全年业绩维持高增长

买入（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1783	2140	2547	3055
同比（%）	21	20	19	20
归母净利润（百万元）	300	405	498	617
同比（%）	71	35	23	24
每股收益（元/股）	0.46	0.63	0.77	0.96
P/E（倍）	20	14	12	10

投资要点

■ **2018H1 业绩增速保持 33%，持续高增长：**公司系国内粉末冶金绝对龙头，2018 年 H1 公司营收 10.3 亿元，同比+22.5%；归母净利润 2.0 亿元，同比+33.1%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+20.1%，其中非主营业务收入主要包括房产项目确认利润约 4000 万元；另一方面，股权激励费用也放缓公司上半年业绩增速。若排除房产项目投资收益、搬迁补偿款、股权激励费用等因素，我们估算公司 2018H1 业绩经调整后的增速约为 35%。

■ **粉末冶金零件稳健增长，软磁材料成为新的业绩增量：**细分业务板块看，汽车零部件为目前公司收入最主要贡献点，2018H1 实现营收 5.9 亿元，同比+19.0%，收入占比 57.3%；软磁材料受益清洁能源等下游产业蓬勃发展而进入收获期，实现营收 1.1 亿元，同比大幅增长 49.2%，营收占比增长至 10.7%，同比+2.3pct，且随着软磁板块管理的改善、收入的提升带动毛利率提升了近 10 pct，已成为公司新的业绩增长点。此外压缩机零件营收 2.8 亿元，同比+22.6%；摩托车配件营收 0.2 亿元，同比-1.8%。

■ **盈利能力坚挺，产品结构优化附加价值上行：**随着公司深耕汽车 VVT/VCT 粉末冶金零件等高新技术产品，业务结构持续优化。2018 年 H1 公司产品销量 3.16 万吨，同比+21.5%。营收增速快于销量吨位增速，体现出公司产品附加价值上行趋势。毛利率方面，本期公司受子公司工装准备大幅增加、主要原辅材料单边上涨以及人工成本增加等影响，2018H1 毛利率为 35.0%，同比-0.7pct，出现小幅回落。预计随着公司变速箱业务放量，产品结构持续优化、收入提升，毛利率有望持续攀升。

■ **预计全年业绩维持高增长：**由于公司系二级供应商，下游需求变化具有较为明显的放大效应，且定点项目排单状况有一定季节性扰动，全年来看趋势较好把握。公司 2017 年度业绩指引偏于保守，实际营收与业绩完成度分别约 110%、125%；考虑到公司国内粉末冶金龙头地位以及软磁板块进入放量期，2017 年度经营计划的 2018 年 3.9 亿元业绩有望兑现。而下半年股权激励费用剪刀差也将加速释放公司下半年业绩。

■ **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，国内龙头地位稳固，2018H1 业绩保持高增长态势；基于对公司粉末冶金、软磁业务的长期看好，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 3.3 亿元，同比+38%），对应 EPS 0.63、0.77、0.96 元，对应 PE 14、12、10X，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。

2018 年 08 月 03 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003

021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.08
一年最低/最高价	8.32/13.27
市净率(倍)	2.18
流通 A 股市值(百万元)	5757.11

基础数据

每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	17.34
总股本(百万股)	645.79
流通 A 股(百万股)	634.04

相关研究

1、《东睦股份：粉末冶金新材料龙头，受益进口替代加速》

2018-05-05

2、《一季报符合预期，粉末冶金新材料龙头持续受益进口替代》

2018-04-11

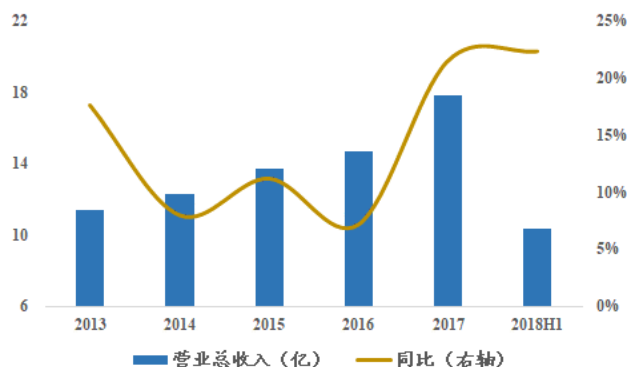
3、《东睦股份年报点评：粉末冶金龙头业绩持续高增长》

2018-03-21

1. 国内粉末冶金龙头，2018H1 业绩增速达 33%

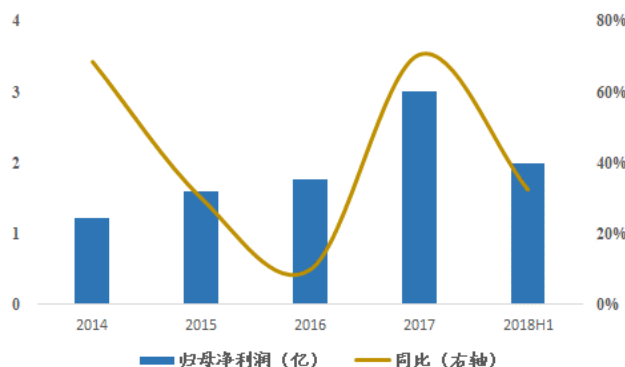
公司系国内粉末冶金绝对龙头，主要业务为粉末冶金机械结构零件和软磁材料的生产及销售，产品广泛应用于汽车、家电、摩托车、工程机械等产业。2018H1 公司实现营收 10.3 亿元，同比+22.5%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比+33.1%；实现扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+20.1%，其中非主营业务收入主要包括公司联营企业宁波东睦嘉恒房产项目确认部分收入，公司按权益法相应确认投资收益 4164.7 万元，同期对比，2017 年公司收到搬迁补偿款余款，确认资产处置收益 2707.8 万元；另一方面，股权激励费用也放缓公司上半年业绩增速。若排除房产项目投资收益、搬迁补偿款以及股权激励费用以及其中相关税费等因素，我们计算得到公司 2018H1 经调整后的业绩增速约为 35%。

图 1：公司营收处于上升通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

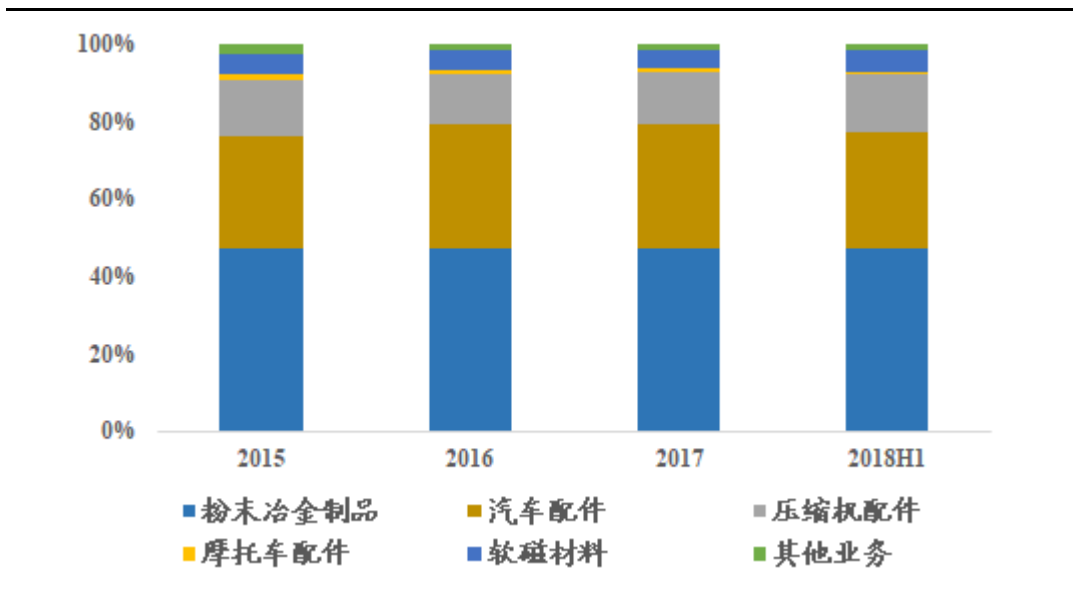
图 2：公司业绩快速增长，幅度超营收增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司收入及业绩快速增长主要受益于粉末冶金与软磁业务的推动作用。细分业务板块看，汽车零件为公司收入最主要贡献点，2018H1 实现营收 5.9 亿元，同比+19.0%，收入占比达 57.3%；软磁材料受益于清洁能源等下游产业蓬勃发展进入收获期，实现营收 1.1 亿元，同比大幅增长 49.2%，营收占比增长至 10.7%，同比+2.3pct。且随着软磁板块管理的改善、收入的提升带动毛利率提升了近 10 pct，盈利水平大幅度提升，已成为公司新的业绩增长点；压缩机零件营收 2.8 亿元，同比+22.6%；摩托车配件营收 0.2 亿元，同比-1.8%。

图 3：汽车零件为目前最主要收入点；软磁材料逐渐放量成为新的驱动力

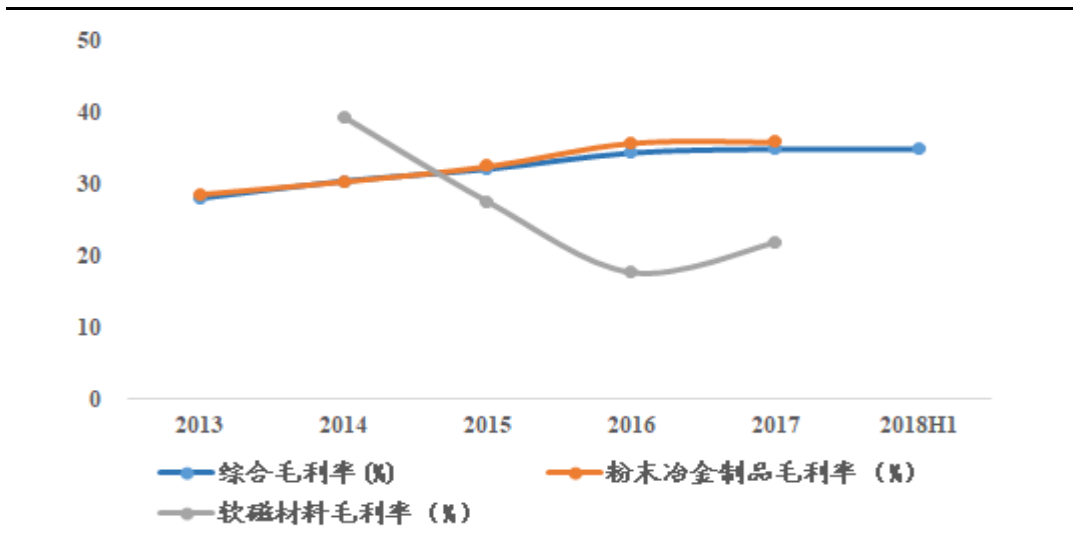


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力坚挺，产品结构优化附加价值高

随着公司深耕汽车 VVT/VCT 粉末冶金零件等高技术产品，业务结构持续优化。2018H1 公司产品销量 3.16 万吨，同比+21.5%。营收增速快于销量吨位增速，体现出公司产品附加价值上行趋势。毛利率方面，本期公司受子公司天津东睦齿套项目工装准备大量增加、主要原辅材料单边上涨以及人工成本增加等影响，2018H1 毛利率为 35.0%，同比-0.7pct，出现小幅回落。预计随着公司变速箱业务放量，产品结构持续优化、收入提升，毛利率有望持续攀升。

图 4：2018H1 综合毛利率小幅回调，总体保持稳健；软磁材料毛利起底回升

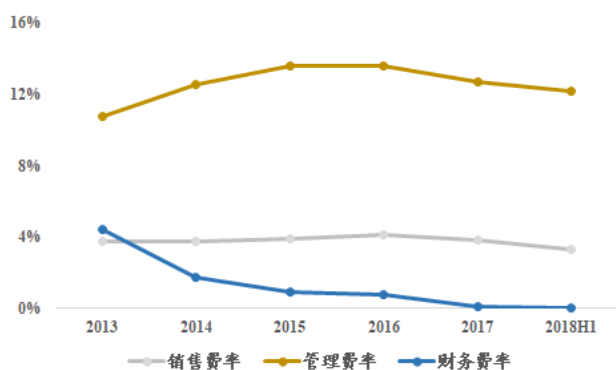


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 股权激励费用剪刀差预计将释放公司下半年业绩

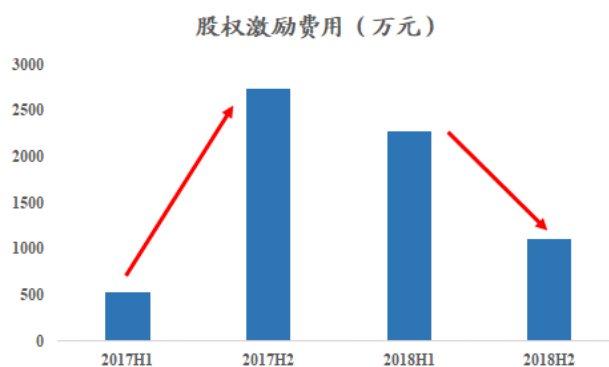
2018 年 H1 公司销售费率为 3.3%，同比-0.4pct；财务费率为 0.01%，维持低位；管理费率为 12.2%，同比+0.1pct，主要系公司股权激励费用同比增加 1745.1 万元和研发费用增加 309.8 万元所致。本期公司确认股权激励费用 2271.5 万元，同比+331.5%；根据公司中报披露的 2018 年限制性股票成本预计摊销情况，2018H2 将确认股权激励费用 1100.2 万元，同比-60.0%。预计股权激励费用剪刀差将释放公司 2018 年下半年业绩。

图 5：公司三费状况保持良好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：股权激励费用形成剪刀差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 公司业绩指引稳健，预计全年业绩维持高增长

由于公司系二级供应商，下游需求变化具有较为明显的放大效应，且定点项目排单状况有一定季节性扰动，全年来看趋势较好把握。公司 2017 年度业绩指引偏于保守，实际营收与业绩完成度分别约 110%、125%；考虑到公司国内粉末冶金龙头地位以及软磁板块进入放量期，2017 年度经营计划的 2018 年 3.9 亿元业绩有望兑现。

图 7：2017 年度经营计划的 2018 年 3.9 亿元业绩有望兑现

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%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 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，国内龙头地位稳固，2018H1 业绩保持高增长态势；基于对公司粉末冶金、软磁业务的长期看好，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 3.3 亿元,同比+38%)，对应 EPS 0.63、0.77、0.96 元，对应 PE 14、12、10X，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。

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	减:营业成本	1158.1	1354.8	1584.8	1870.6
应收账款	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
其他流动资产	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	加: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	其他收益	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
其他非流动资产	128.4	128.4	128.4	128.4	加: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	减: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
其他流动负债	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	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	52.1	49.3	51.3	53.9	每股收益(元)	0.46	0.63	0.77	0.96
负债合计	579.8	551.1	1827.2	2081.3	每股净资产(元)	3.97	4.44	5.01	5.73
少数股东权益	161.9	161.9	161.9	161.9	发行在外股份(百万股)	645.8	645.8	645.8	645.8
归属母公司股东权益	2561.0	2864.8	3238.0	3701.0	ROIC(%)	10.7%	13.7%	13.4%	13.0%
负债和股东权益	3302.7	3577.8	5227.1	5944.1	ROE(%)	11.7%	14.1%	15.4%	16.7%
现金流量表 (百万元)					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: 贝格数据, 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>