



新时代证券
New Times Securities

新时代 新价值 心服务



当前时点如何看待东睦股份的投资价值？

公司评级：强烈推荐（维持）

石林（分析师）

shilin@xsdzq.cn

证书编号：S0280519110001



目录

◆ 公司逻辑:

- 1) 短期看: 主业回暖
- 2) 中期看: 新业务放量
- 3) 长期看: 技术与赛道

◆ 建议跟踪的指标:

- 1) 公司财务指标: 关注固定资产和自动化红利
- 2) 行业指标: 关注合资车企、新能源、消费电子

核心观点

- 短期看，公司当前主营业务汽车零部件和软磁材料的利润水平都将在2020年显著回暖
- 中期看，变速箱零件的放量和MIM业务的扩张将提供可观的增量空间
- 长期看，公司业务具备巨大的成长空间。更为关键的是，公司依靠在粉末冶金领域深厚的技术储备，能够不断拓展自己的能力圈，寻找最新、最好的赛道，持续保持成长能力
- 由于公司产品的下游应用场景较为多样，我们筛选出了一些建议跟踪的关键指标，以便对公司当下和未来的业绩作出合理分析。对于公司自身来说，固定资产的利用效率是较为关键的指标，同时公司由于自动化水平和团队专业素质领先行业，人力投入回报率也是可以较好反映这些红利的指标
- 从行业指标看，我们建议追踪汽车业务中的合资车企需求指标、更新换代需求占比，软磁业务中的光伏和新能源行业景气度趋势，以及MIM行业中的消费电子需求增速、汽车零部件和医疗器械中MIM件渗透率情况等



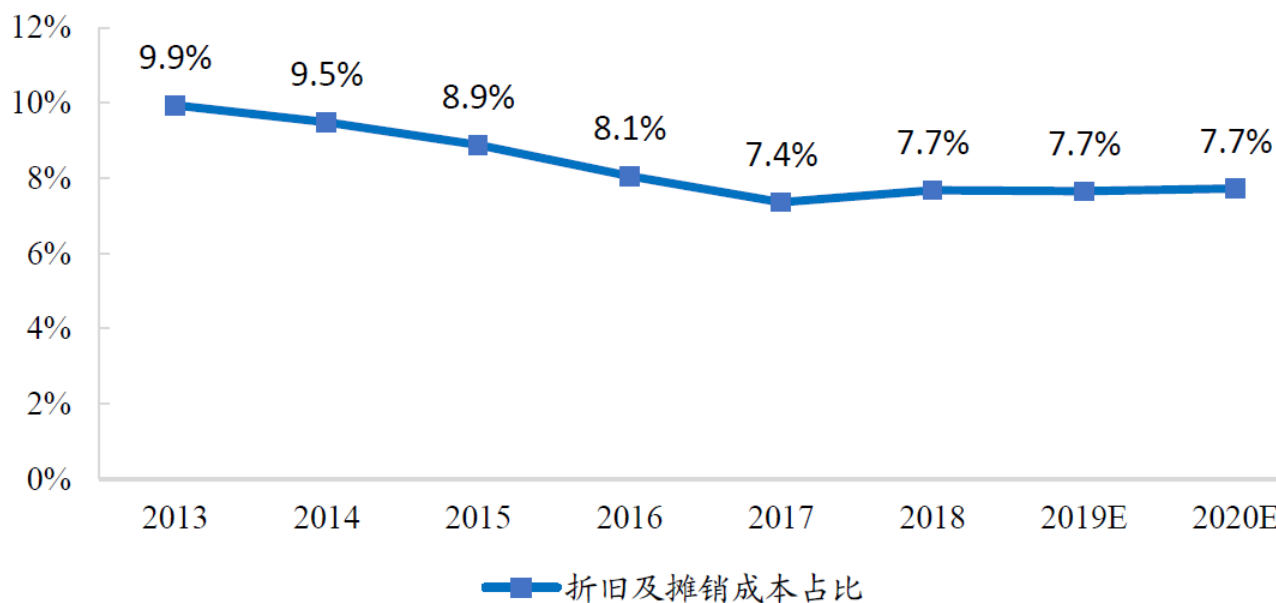
公司逻辑

- 1) 短期看：主业回暖
- 2) 中期看：新业务放量
- 3) 长期看：技术与赛道

传统PM业务：固定资产带来的影响十分关键

- 公司传统PM业务资产较重，折旧摊销的成本占比较高：

公司折旧摊销成本占比长期处于较高水平

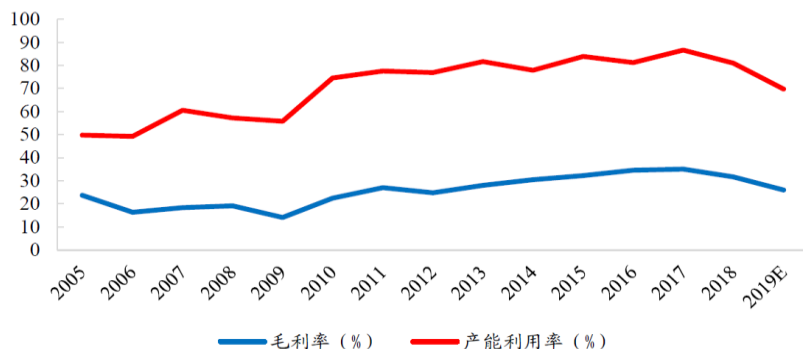


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

传统PM业务：毛利率相对产能利用率极敏感

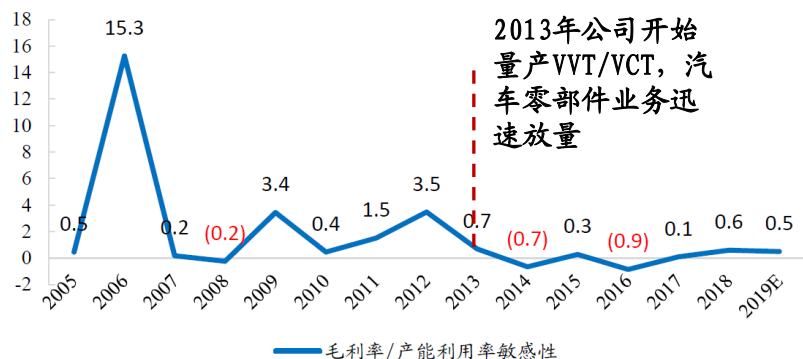
➤ 与此相对，公司毛利率相对于产能利用率的敏感性也较高：

公司毛利率和产能利用率有较强相关性



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司毛利率/产能利用率 2013 年后基本为 0.5



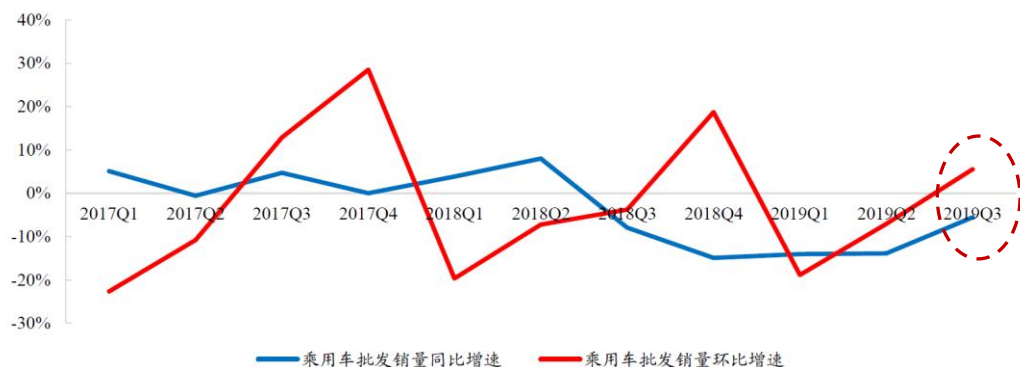
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

- 毛利率无论是整体上还是局部上，都呈现出了对产能利用率较强的相关性
- 从趋势可见，从2013年公司开始量产VVT/VCT，伴随单件产品价值量提升及规模效应，固定资产摊销对毛利的影响逐步降低并稳定，但仍处于较高水平。剔除敏感性中的负值（应是经营波动或满产产能测算不准确导致），毛利/产能利用率敏感性基本为0.5，即产能利用率每提高1%，毛利率提高0.5%，反之亦然

传统PM业务：汽车行业已现复苏信号

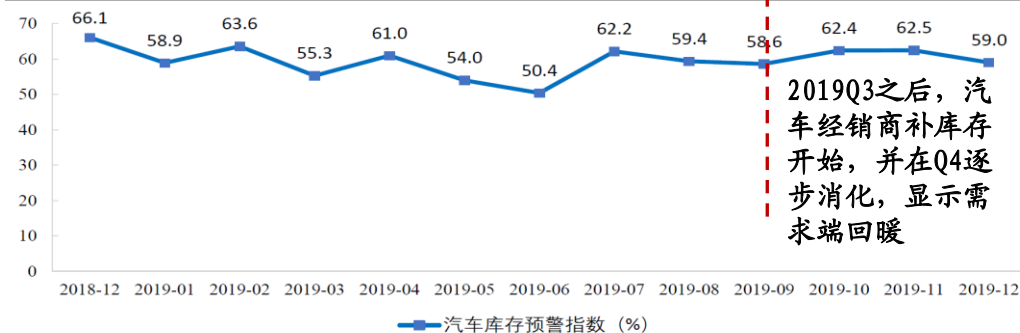
- 2017年我国汽车行业增速开始放缓，2018-2019年经历了持续时间较长、程度较严重的低迷期，直到2019Q3开始出现回暖信号：

2019Q3 乘用车批发销量开始回暖



资料来源：乘联会，新时代证券研究所

库存指标显示汽车市场需求回暖



资料来源：wind，新时代证券研究所

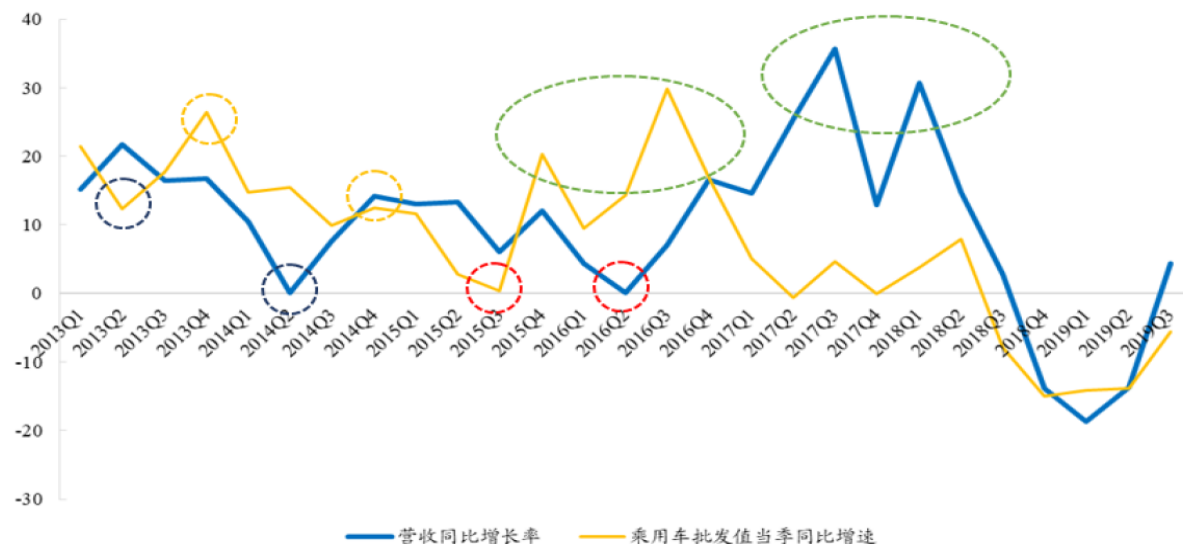
- 2019Q3乘用车批发销量同比和环比增速均有明显回升

- 待批发数据稳定、国六车型完全衔接后，汽车行业2020年回暖可期

传统PM业务：下游复苏→产能利用率提升→毛利率提升，链条传导迅速

- 2020年起，目前东睦股份最大下游-汽车行业的反弹，对公司传统PM业务将形成显著利好，核心在于产能利用率提升带来的利润水平提升

公司营收增速和乘用车批发增速的相关性



- 2018Q2以前，公司营收增长率变化与乘用车批发销量同比增速存在半年到一年的时滞；因公司对下游市场预期判断和订单管理不断加强，2018Q2之后，两者走势加速趋同

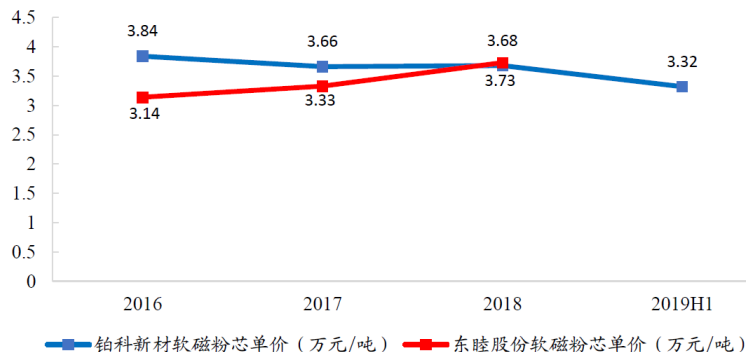
资料来源：乘联会，公司公告，新时代证券研究所

- **结论：**汽车行业回暖对公司传统PM业务带来的提振是直接且迅速的。结合之前的敏感性分析，若公司产能利用率2020年回升至2018年的80-85%水平，则传统PM业务毛利率将提升5-10%

软磁业务：毛利率上限可达40%

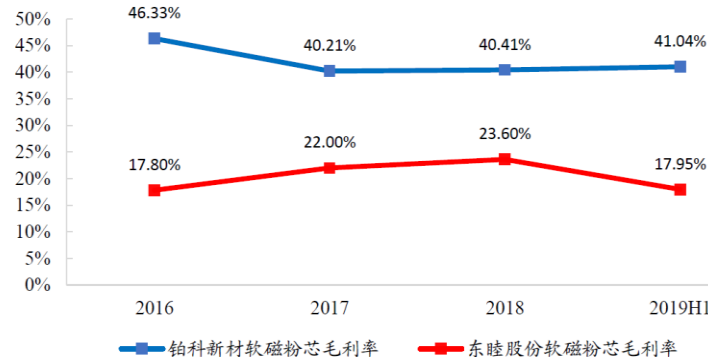
- 东睦股份的软磁材料（主要产品为磁粉芯）单价与国内主要竞争对手铂科新材的单价相仿，但毛利率差距较大，我们认为原因主要在于铂科新材的原材料（磁粉）完全自供，而东睦股份是外购所致

东睦股份与铂科新材软磁粉芯售价相当



资料来源：铂科新材招股书，公司公告，新时代证券研究所

东睦股份软磁粉芯与铂科新材毛利率对比



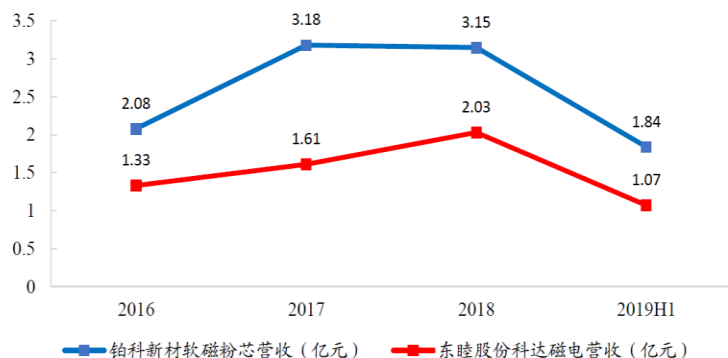
资料来源：铂科新材招股书，公司公告，新时代证券研究所

- 2019年，因东睦股份与铂科新材竞争加剧，双方磁粉芯售价均有明显下调。根据铂科新材披露数据，价格下降幅度约为10%。由于铂科新材自身经营层面的积极变化，生产成本同步降低，毛利得以稳固；对于东睦股份，此番降价对毛利影响较大
- 短期来看，若价格战暂缓，预计东睦股份软磁业务毛利率将回升至此前平均水平23-25%；长期来看，随着东睦股份软磁粉末的自给率逐步提升，软磁业务毛利率上限可对标铂科新材的40%

软磁业务：2万吨产能亟待爬坡，规模效应将会显现

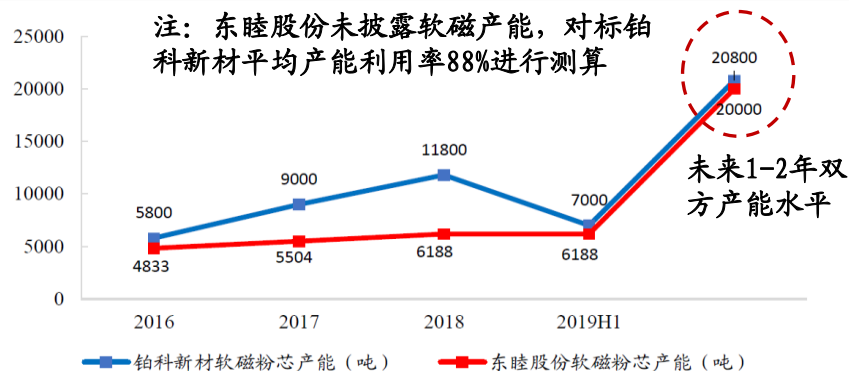
- 目前东睦股份与铂科新材是国内软磁粉芯制造的唯二龙头企业，从规模和技术上都具备领先地位

东睦股份与铂科新材软磁粉芯营收对比



资料来源：铂科新材招股书，公司公告，新时代证券研究所

东睦股份软磁粉芯总产能与铂科新材相当



资料来源：铂科新材招股书，公司公告，新时代证券研究所

- 从产能规划来看，东睦股份科达磁电已基本完成20000吨软磁粉芯产能的所有固定资产准备工作；另一子公司山西东睦华晟于2019年取得了年产5000吨软磁粉芯产线的环评批复（临环审字〔2019〕104号），也将成为公司软磁业务的潜在产能
- 铂科新材2018年拥有11800吨软磁粉芯产能，IPO募投将新建9000吨产能，因此总产能规划为20800吨
- 预计短期东睦股份软磁粉芯产能将与铂科新材相当，中长期产能有望超越。同时规模效应也将成为助推毛利率回升的重要因素



公司逻辑

- 1) 短期看：主业回暖
- 2) 中期看：新业务放量
- 3) 长期看：技术与赛道

变速箱零件业务：公司打入全球供应链取得的硕果

- 变速箱使用的也是粉末冶金PM件，但与传统汽车PM件有本质区别。因变速箱零件对高密度、高强度、复杂成形的要求，技术门槛与传统PM件不可同日而语。目前公司是国内唯一、全球仅有的几家之一掌握高强度PM件全部三种技术路线的企业

公司主要的变速箱零件产品



变速箱齿轮、链轮



变速箱油泵



行星齿轮



离合器片

- 公司近年来获得大量变速箱零件订单，除自身的技术突破外，也与以下行业变化有关：
 - 1、通用、福特是业内最早在变速箱中使用粉末冶金零件的企业。随着汽车巨头的推动，高强度PM件在变速箱中逐步替代钢锻件的趋势也在不断兑现；
 - 2、随着全球龙头GKN计划出售粉末冶金板块，粉末冶金强国日本因经济不振导致国内需求低迷，且技术投入逐年减少，公司迎来难得的历史机遇，美、日、欧等海外市场高端PM件订单纷纷流入
- 与公司变速箱零件功能相似且可被替代的产品是精锻科技(300258)生产的齿轮，其毛利约为35-40%，按照粉末冶金件平均比CNC加工节省30%成本计算，公司变速箱零件毛利率在40%以上；若按单车价值量150-300元、单个项目生命周期供货量100万套计算，以1-3年的周期看，每有一个项目实现量产，即贡献营收1.5-3亿元，毛利6000万-1.2亿元

MIM业务：借势华为，2020年是东莞华晶放量和扭亏为盈之年

► 关键假设

- 1、**华为智能手机**：出货量官方预测2019年2.4亿部；2020年5G手机迎来放量元年，但同时也挤压4G手机市场空间，因此智能手机出货量增速以10%保守估计；
 - 2、**华为可穿戴设备**：出货量官方预测2019年2200万部；结合此前两年华为可穿戴设备增速及官方供货计划，预计2020年出货量仍将翻倍；2021年华为可穿戴设备体量与小米相当，对标小米增速，预计为50%；
 - 3、**东莞华晶**：三大主力产品为摄像头支架、可穿戴设备和折叠屏转轴。
 - 1) 摄像头支架：预计升降摄像头机型占华为手机25%，公司供应份额按1/3计算，价值量10元；
 - 2) 可穿戴设备MIM件：预计手表占比40%，公司供应份额按20%计算，价值量75元；
 - 3) 折叠屏转轴MIM件：预计第一代50万出货量，第二代500万出货量，产品周期两年，公司供应份额按50%计算，价值量150元
- 综上，参考行业内10%的平均净利率，2020/2021年东莞华晶为东睦股份贡献业绩约为4300万元/6000万元

表1：东莞华晶业绩预测

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019E	2020E	2021E
华为手机出货量（万台）	5910	5870	6670	24000	27600	31740
华为可穿戴设备出货量（万台）	500	507	830	2200	4400	6600
东莞华晶营收预计（万元）						
升降摄像头支架		3000	6000	15000	23000	26450
可穿戴设备 MIM 件	3000	3042	4980	13200	26400	39600
折叠屏转轴 MIM 件				1875	8250	15000

资料来源：相关公司官网，公司公告，新时代证券研究所



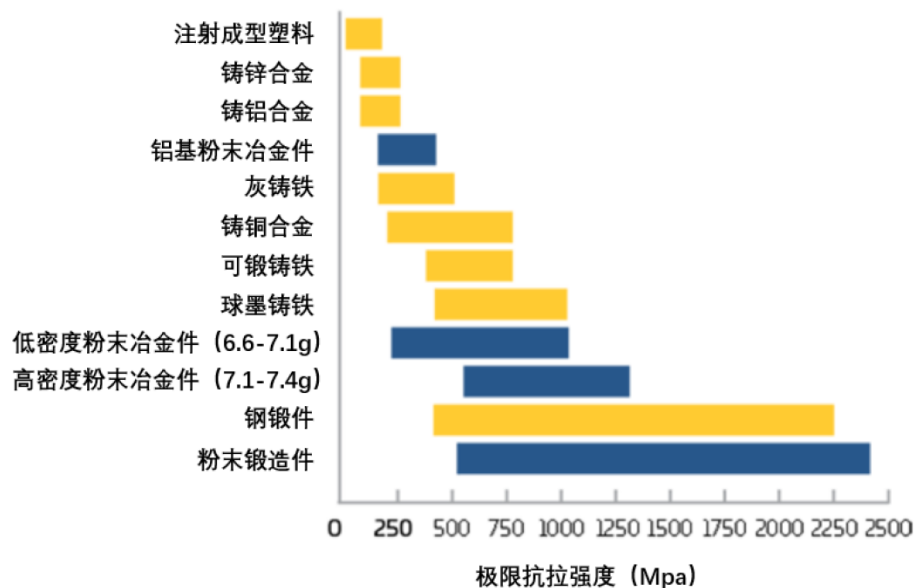
公司逻辑

- 1) 短期看：主业回暖
- 2) 中期看：新业务放量
- 3) 长期看：技术与赛道

高强度PM件：粉末冶金PM件高端化和打开市场空间的关键细分领域

- 高强度PM件是指极限抗拉强度1200Mpa，铁基密度 $7.3\text{g}/\text{cm}^3$ 以上的粉末冶金件，粉末锻造是高强度PM件的必要技术环节。从强度逻辑上讲，粉末锻造件可以替代任何钢锻件

各种加工件的极限抗拉强度（UTS）对比



资料来源：GKN 官网，新时代证券研究所

- 受模具大小和经济性方面的限制，粉末冶金零件以5公斤以下的为主。1200MP以上的高强度件，除公司2019年开始形成批量供给外，我国2018年前供应量几乎没有。依照国外经验，主要的替代对象为齿轮、应力杆，及新兴领域的机器人RV减速器用件等领域

高强度PM件在变速箱中的应用实例：强度足够+复杂成形+成本节约

驻车锁止齿轮



通用汽车于4T40E自动变速箱率先使用。极限抗拉强度大于1241MPa，相比锻造驻车齿轮节约成本显著

驱动齿轮



粉末锻造技术制造的钢基64齿功率输出端驱动齿轮，整体密度达 7.81g/cm^3 ，主要用于载货汽车，比钢切削加工件节约成本40%

高低档空心轴承



用于分动箱差速器，车型有GMC Envoy和雪佛兰Blazer。极限抗拉强度大于1240MPa，使用该粉末冶金零件可节约成本30%。

输出轴毂



用于福特的重卡变速箱，最小极限抗拉强度1069MPa，外部98个螺旋齿直接成形，相比CNC节约30%成本

同步器环



表面致密技术制造，齿部密度大于 7.3g/cm^3 ，环体密度 7.1g/cm^3 ，显著减轻重量，成本低38%，替代了黄铜锻件

四驱换挡系统



输出端由15个粉末冶金齿轮和3个粉末冶金托架组合而成，密度大于 7.7g/cm^3 ，主要用于货车和SUV变速箱中

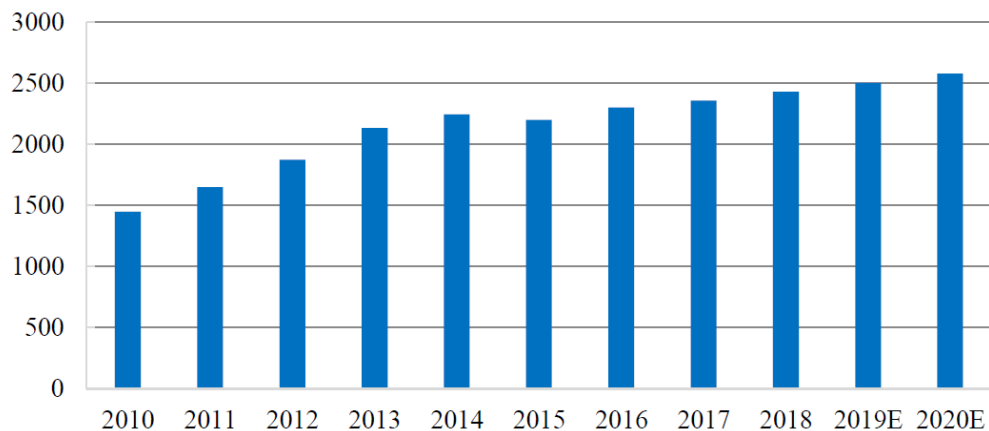
高强度PM件： 齿轮是空间最大的可替代细分领域

➤ 齿轮

关键假设：

- 1) 目前我国齿轮行业增速放缓，假设市场空间增速保持在3%；
- 2) 5公斤以下齿轮的占比约为80%

我国齿轮行业产值情况（单位：亿元）



资料来源：中国机械通用零部件工业协会齿轮分会，新时代证券研究所预测

- 我们预计2019年齿轮行业的市场空间将超过2500亿元，5公斤以下齿轮市场空间将超过2000亿元

高强度PM件：变速箱中单车价值量最高可达1000元

- 就当前齿轮的开拓难度来看，变速箱和传送带用齿轮将是近期最重要的领域。根据粉末冶金协会的统计，目前变速箱可以使用的粉末冶金零件（以高强度件PM和进口为主）单车价值量已达500元，且该数据以接近每年100元/台的速度增长，高强度PM件在变速箱中的单车价值量最高可达1000元左右。

表2：变速箱高强度PM件市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
中国汽车销量（万辆）	2803	2888	2808	2577	2629	2681	2735	2789
全球汽车销量（万辆）	9391	9560	9751	9946	10145	10348	10555	10766
变速箱粉末冶金零件 单车价值量（元）	300	400	500	600	700	800	900	1000
中国市场空间（亿元）	84	112	143	155	184	214	246	279
全球市场空间（亿元）	282	382	488	597	710	828	950	1077

资料来源：中国机协粉末冶金协会，新时代证券研究所预测

- 据此测算，2023年变速箱高强度PM件的国内市场空间将近300亿元，全球市场空间将超过1000亿元。

高强度PM件：汽车连杆可替代市场空间近60亿元

➤ 应力杆

关键假设：

- 1) 每辆汽车配备4个发动机连杆，假设单价50元/件，则连杆单车价值量为200元/车；
- 2) 我国汽车销量2019年零增长，2020年同比增速2%

表3：我国汽车连杆市场空间预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
我国汽车销量（万辆）	2198	2349	2460	2803	2888	2808	2577	2629
连杆单车价值量	200							
连杆市场空间（亿元）	44	47	49	56	58	56	52	53

资料来源：中汽协，新时代证券研究所预测

➤ 以此计算，2020年我国汽车连杆市场空间达53亿元。

高强度PM件：RV减速器齿轮可替代市场空间近70亿元

➤ RV减速器用件

RV减速器齿轮的特点是强度和精度要求高，因此传统PM件难以满足要求；但在高强度PM件逐渐进入市场后，在满足力学性能的前提下，其一致性高、适宜轻量化和减噪等优势将得到凸显。

表4: RV 减速器及齿轮的市场空间测算

	2017	2018	2019E	2020E
全球工业机器人销量（万台）	34.77	38.40	42.24	46.46
RV 减速器均价（元/套）			5000	
RV 减速器齿轮均价（元/套）			2500	
RV 减速器需求（万套）	139.08	153.60	168.96	185.86
保守估计 RV 减速器市场空间（亿元）	69.54	76.80	84.48	92.93
RV 减速器齿轮市场空间（亿元）	34.77	38.40	42.24	46.46
RV 减速器需求（万套）	173.85	192.00	211.20	232.32
正常估计 RV 减速器市场空间（亿元）	86.93	96.00	105.60	116.16
RV 减速器齿轮市场空间（亿元）	43.46	48.00	52.80	58.08
RV 减速器需求（万套）	208.62	230.40	253.44	278.78
乐观估计 RV 减速器市场空间（亿元）	104.31	115.20	126.72	139.39
RV 减速器齿轮市场空间（亿元）	52.16	57.60	63.36	69.70

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所预测

- 按照保守/正常/乐观情况估计，平均一台工业机器人使用的RV减速器可预计为4/5/6个。据此测算，未来3年全球RV减速器市场规模可达50-70亿元。假设RV减速器所用齿轮占成本的50%（已是保守估计，因齿轮为减速器核心零件），我们预计2020年RV减速器齿轮的全球市场空间将近70亿元（乐观估计），而这均是高强度PM件可以实现的替代空间。

软磁材料：当前市场空间已达200亿元

- 就下游来看，按东睦2018年3.7万元/吨的软磁材料单价计算，我国磁粉芯的市场空间初步预计在200亿元以上。

表5：我国磁粉芯行业下游需求量预估

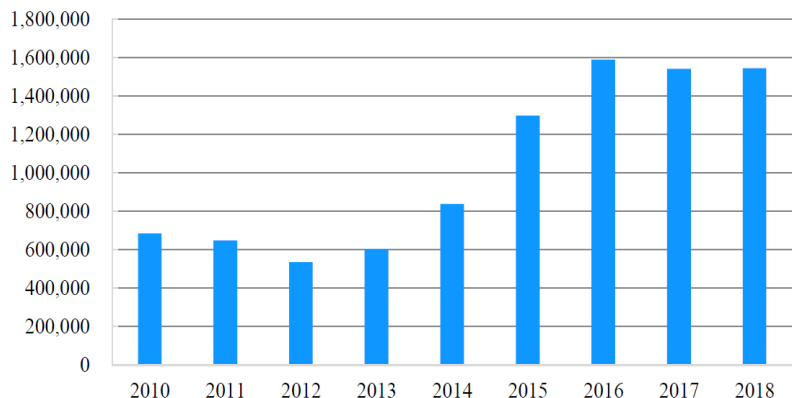
	预计下游产量	单机用量	磁粉芯市场空间（亿元）
燃油车电子类	2900 万辆	1 公斤/辆	10.8
新能源车电子类	150 万辆	5 公斤/辆	2.8
光伏	新增 4226 万千瓦	0.45 公斤/千瓦	7
手机	出货量 4.14 亿部	0.02 公斤/部	3
照明电子	51.7 亿只	0.03 公斤/只	58
计算机	出货量 5300 万台	0.2 公斤/台	4
空调	20486 万台	0.2 公斤/台	15.3
彩电	20382 万台	0.6 公斤/台	45.7
UPS 电源	70 亿元	成本占比 3%	2.1
小计			148.7
其它行业			50 亿元以上
总计			200 亿元以上

资料来源：新材料在线，新时代证券研究所预测

软磁材料：长期看，对硅钢和铁氧体可以形成性能替代

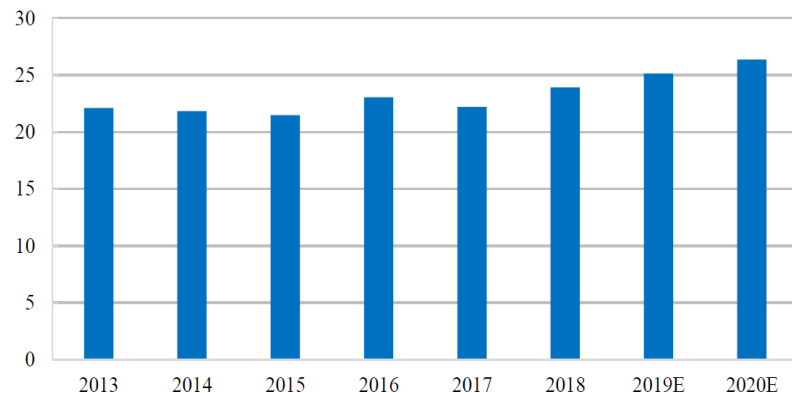
- 粉末冶金技术制造的金属粉芯在饱和磁感应强度上远大于铁氧体，因此能够在光伏、通信和新能源汽车领域胜任更多需求；而从导电性能上，金属粉芯又远远超过硅钢。因此综合来看金属粉芯相比硅钢和铁氧体可以形成性能替代。

我国电工用硅钢产量情况（单位：吨）



资料来源：wind，新时代证券研究所

我国软磁铁氧体产量情况（单位：万吨）



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所预测

- 按电工用硅钢整体价格15000元/吨，软磁铁氧体单价2万元/吨计算，综合来看，粉末冶金软磁材料的长期替代空间在300亿元以上。

MIM: 粉末冶金技术的新贵

- MIM是结合了压制成型粉末冶金与塑料注射成型两大技术优点的先进成形技术，特点是能大批量、高效率地生产复杂精密零部件。MIM相对PM而言，在微型零件中，其相对密度、三维设计等方面具有一定的比较优势。
- 关键假设：
 - 1、2019、2020、2021年行业增速为15%；
 - 2、2020年起，穿戴设备、汽车、医疗占比略微提升，笔记本电脑、五金占比略微下降

表6：国内 MIM 市场空间及产品结构

产品应用（单位：亿元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能手机	35.48	45.99	52.89	60.17	69.20
笔记本电脑	2.65	3.43	3.94	2.78	3.19
可穿戴设备	3.73	4.83	5.55	9.26	10.65
汽车	3.89	5.04	5.80	7.41	8.52
五金	3.24	4.2	4.83	3.70	4.26
医疗	2.11	2.73	3.14	5.55	6.39
其他	2.9	3.78	4.35	3.70	4.26
国内 MIM 市场空间总计	54	70	80.5	92.58	106.46

资料来源：粉末冶金协会，新时代证券研究所

MIM: 下游应用可拓展空间大，汽车和医疗将是主力市场

- 结合MIM的技术优势和下游对产品要求的提升，企业在不断开拓MIM件的应用范围
- 汽车零部件领域对降成本和轻量化的需求、医疗器械领域对短周期大批量生产复杂零件的需求，都将带动MIM件在不同应用场景下的渗透率提升

表7: MIM的主要下游应用场景

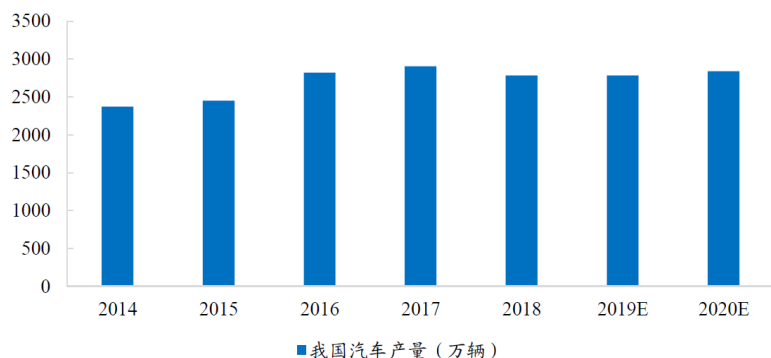
行业	航空航天工业	汽车业	电子业	军工业	医疗	日用品	机械行业
主要应用	飞机机翼铰链、火箭喷嘴、导弹尾翼、陶瓷涡轮叶片、芯片	点火控制锁部件、涡轮增压器转子、阀门导轨部件、汽车刹车装置部件、汽车防晒棚部件	磁盘驱动器部件、电缆连接器、电子管壳、计算机打印头、电子封装件、热沉材料	地雷转子、枪扳机、穿甲弹弹心、准星座、集束箭弹	牙齿矫形托槽、体内缝合针、活体组织取样钳、防辐射屏罩	表壳、表带、表扣、高尔夫球头、和球座、运动鞋扣、体育枪械零件、文件装订打孔器	异形铣刀、切削工具、微型齿轮

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

MIM: 长期看，汽车和医疗MIM件市场空间近千亿

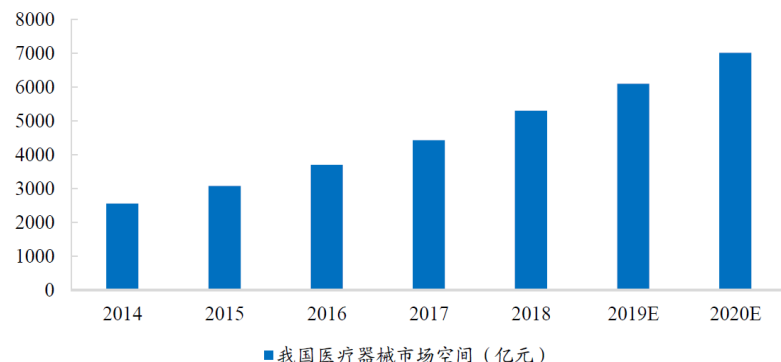
- MIM工艺在消费电子领域的应用已经比较成熟，长期空间主要来自汽车零部件和医疗器械领域的渗透率提升。

我国汽车产量情况



资料来源：中汽协，新时代证券研究所

我国医疗器械市场空间



资料来源：中国医疗器械行业协会，新时代证券研究所

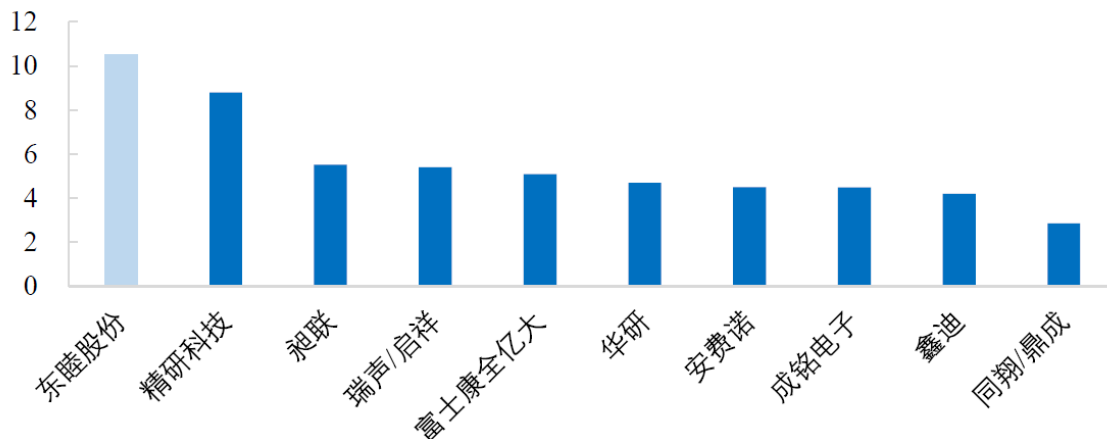
- 2018年我国汽车零部件行业产值预计超过4万亿元，与整车行业产值比例约为1:1，长期看可对标发达国家的1.7:1。2018年我国医疗器械行业产值超过5000亿元，且预计将长期保持两位数的增速。
- 结合当前应用情况，若MIM件在汽车零部件领域渗透率达到1%，在医疗器械领域渗透率达到10%，则其对应市场空间将各为400亿元和500亿元。

长期来看，公司收购富驰高科将深刻影响MIM行业格局

- MIM企业的产能一般以连续炉总升数衡量。根据已披露的最新行业数据（2018年）和精研科技2018年产值计算，升均产值约为4.5万元。以2018年数据计算，东睦股份收购富驰高科后，连续炉总升数将达23388升，总产值比精研科技高出20%，跃居国内第一。由于东睦股份具有更强的资金实力，预计扩产速度会快于精研科技，因此该优势将持续扩大

东睦股份产值将跃居行业第一

以2018年连续炉总升数计算的MIM总产值（亿元）



资料来源：粉末冶金行业协会，新时代证券研究所

收购前行业格局：大陆地区第一梯队三家企业各有千秋

- 收购前，我国大陆地区有三家MIM企业属于第一梯队（精研科技、富驰高科、广州昶联），其中精研科技专精消费电子，富驰高科的汽车、医疗业务有先发优势

表 8：国内 MIM 市场空间及第一梯队企业市占率预测

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能手机	35.48	45.99	52.89	60.17	69.20
笔记本电脑	2.65	3.43	3.94	2.78	3.19
可穿戴设备	3.73	4.83	5.55	9.26	10.65
汽车	3.89	5.04	5.80	7.41	8.52
五金	3.24	4.2	4.83	3.70	4.26
医疗	2.11	2.73	3.14	5.55	6.39
其他	2.9	3.78	4.35	3.70	4.26
国内 MIM 市场空间总计	54	70	80.5	92.58	106.46
消费电子 MIM 市场份额预测					
精研科技	19.11%	14.19%	18.13%	20.36%	23.02%
富驰高科	8.36%	7.34%	7.45%	8.37%	9.46%
广州昶联	5.73%	5.09%	5.09%	5.05%	5.05%
汽车 MIM 市场份额预测					
精研科技	11.83%	8.73%	11.21%	11.41%	12.90%
富驰高科	35.99%	31.59%	32.09%	32.65%	36.91%
广州昶联	-	-	-	-	-
医疗 MIM 市场份额预测					
精研科技	21.80%	16.12%	20.70%	15.21%	17.20%
富驰高科	49.76%	43.74%	44.43%	32.65%	36.91%
广州昶联	11.37%	10.11%	10.11%	6.57%	6.57%

资料来源：公司公告，粉末冶金行业协会，新时代证券研究所

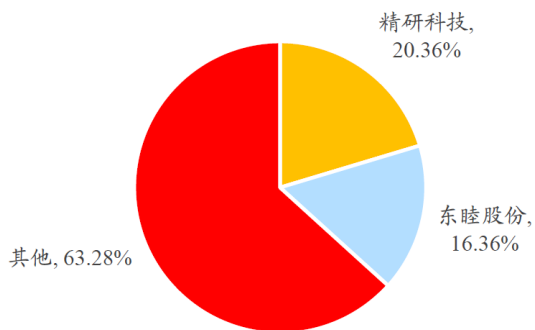
● 关键假设：

- 1、2019-2021年行业复合增速为15%；
- 2、2020年起，穿戴设备、汽车、医疗占比提升，笔记本电脑、五金占比下降；
- 3、精研科技汽车和医疗业务占比均为5%，富驰高科汽车业务占比20%，医疗业务占比15%，广州昶联无汽车业务，医疗业务占比5%；
- 4、精研科技年复合增速30%，富驰高科年复合增速30%，广州昶联年复合增速15%

收购后行业格局：公司将成消费电子唯二龙头，汽车/医疗一骑绝尘

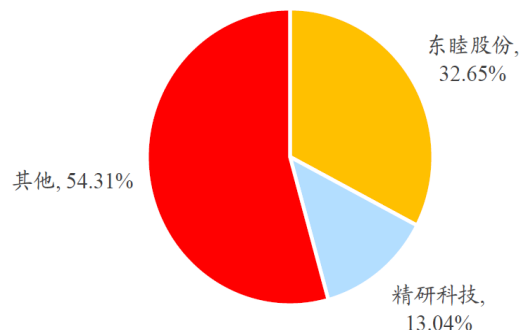
- 收购后，行业第一梯队将被重新定义。从业务体量看，国内MIM行业将变为东睦股份与精研科技的双龙头格局，远远甩开第三名广州昶联
- 分业务来看，预计东睦股份在消费电子MIM市场上与精研科技份额相当，而在汽车零部件、医疗器械MIM市场上将一骑绝尘，拥有与其PM业务相称的行业地位
- 富驰加华晶的消费电子MIM体量将与精研科技相当。当前华为最新3C产品的MIM供应份额基本被富驰和华晶分享，因此收购后东睦股份将成为华为最大MIM供应商
- 富驰在汽车零部件/医疗器械MIM业务具有先发优势。另外，东睦股份传统汽车PM市场份额27%，是潜在汽车MIM客户来源，因此公司汽车MIM长期市场份额将超过50%

（备考）公司收购富驰后，2020年消费电子MIM市场份额预测



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

（备考）公司收购富驰后，2020年汽车/医疗MIM总体市场份额预测

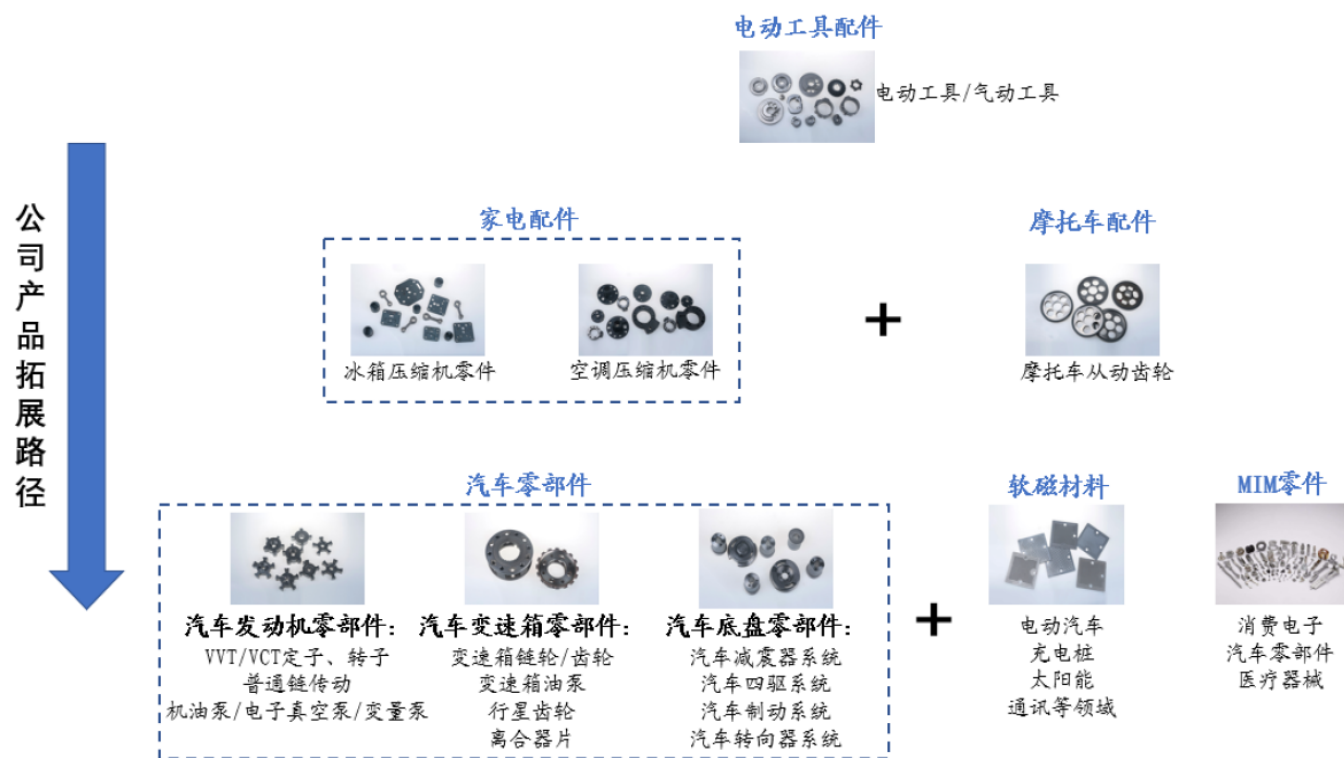


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

基于粉末冶金技术平台，公司正在不断拓展下游应用场景

- 目前公司的业务领域已经涵盖了磁性材料中的软磁材料、以及结构材料中的PM和MIM。未来可拓展领域还包括工具材料、磁性材料中的硬磁材料和结构材料中的3D打印。

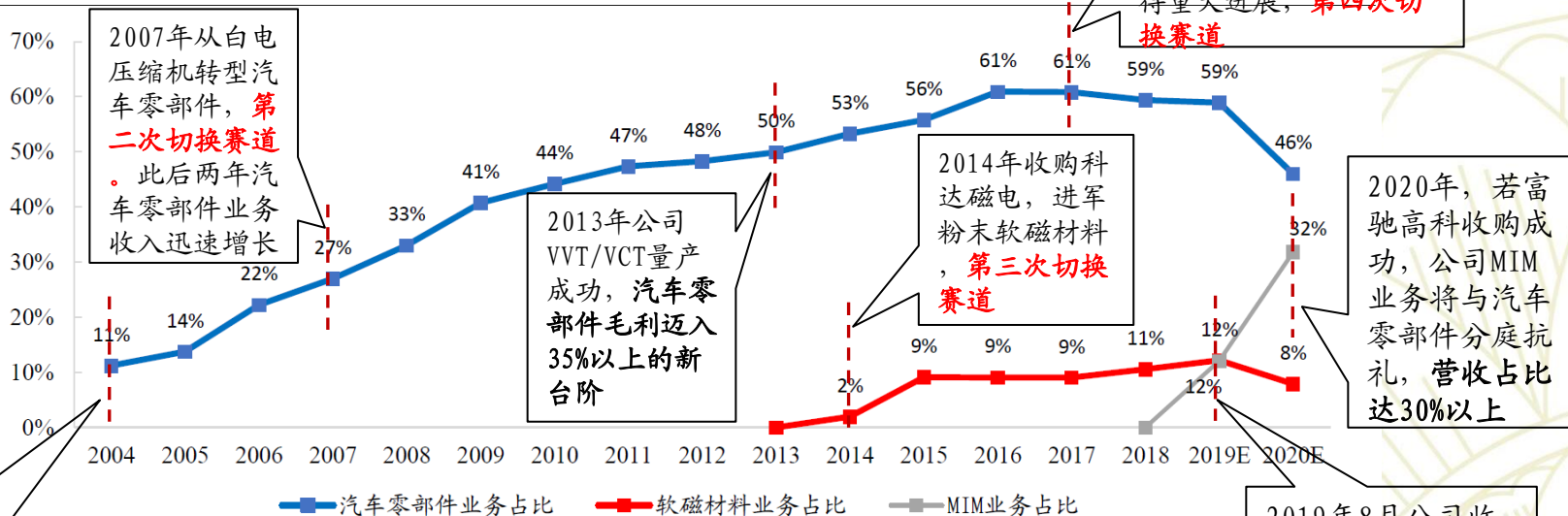
公司产品类别不断扩充



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司历史上四次切换赛道，此次加码MIM前景可期

公司各主要业务营收占比预测



上市前，现管理团队曾**第一次切换赛道**，从工具配件转型至需求飞速增长的家电零件市场

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2019年8月公司收购东莞华晶，借势华为，MIM业务规模上升至与软磁业务相当。12月，公司拟收购国内MIM龙头企业富驰高科

公司长期逻辑的本质：底层技术储备带来的持续切换赛道能力

- **第一次切换赛道：**进入迅猛增长的家电市场，充分分享了我国家电行业崛起的红利。彼时公司在电动工具配件领域已进入海外供应链，高精度零件制造技术国内顶尖；
- **第二次切换赛道：**开拓了汽车零部件市场。彼时公司在冰箱和空调压缩机粉末冶金零件市场已近垄断地位；
- **第三次切换赛道：**开拓了光伏、通信、新能源等下游。彼时公司VVT/VCT量产成功，高端粉末冶金汽车零部件业务领跑中国；
- **第四次切换赛道：**开拓了消费电子、医疗器械等下游。彼时公司粉末软磁材料业务已是国内唯二龙头之一；

➤ 纵观公司四次的赛道切换，我们可以发现：

- 1、看似下游市场、产品种类差别巨大，但均属于粉末冶金的技术范畴，公司始终聚焦主业；
- 2、公司在切换赛道时，之前的业务板块均已做到业内顶尖，体现出管理团队拥有勤勉踏实的作风和过人的执行力；
- 3、第一次切换赛道时公司是以自主研发为主，此后是以收购为主，虽然方式不同，但在执行时都拥有相应的技术储备，并在此后持续深耕，不断进行研发投入。

➤ **总结**

公司依靠在粉末冶金领域深厚的技术储备，能够不断拓展自己的能力圈，寻找最新、最好的赛道。这是公司长期成长空间的核心来源。

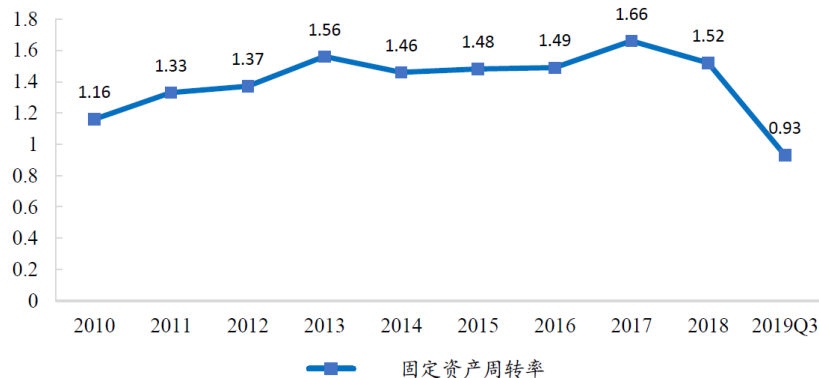


建议跟踪的指标

- 1) 公司财务指标：关注固定资产和自动化红利
- 2) 行业指标：关注合资车企、新能源、消费电子

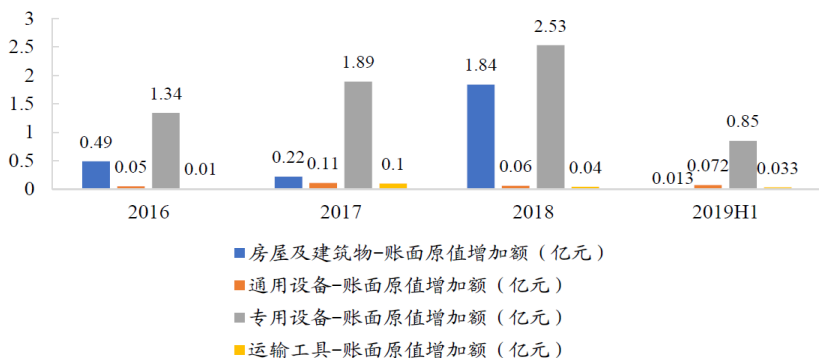
公司财务指标：固定资产周转率、专用设备增加值

公司固定资产周转率稳中有升，2019 年出现下滑



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司专用设备是固定资产最大增量来源



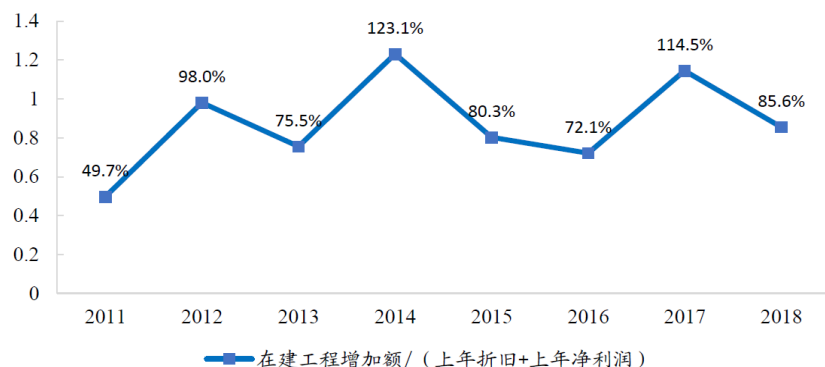
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

- 公司由于资产较重，建议关注固定资产的利用效率，即固定资产周转率。如前所述，公司毛利率相对于产能利用率的敏感性很高，因此净利润相对固定资产周转率的弹性也很大

- 2017年公司新一轮土地扩张周期结束，开始大量配置专用设备。对于附加值较高的技术型企业，专用设备的增加额是扩产的核心指标。对于粉末冶金PM业务，我们预计专用设备的投入产出比约为1:1.5，对于MIM业务，该比例可达1:10

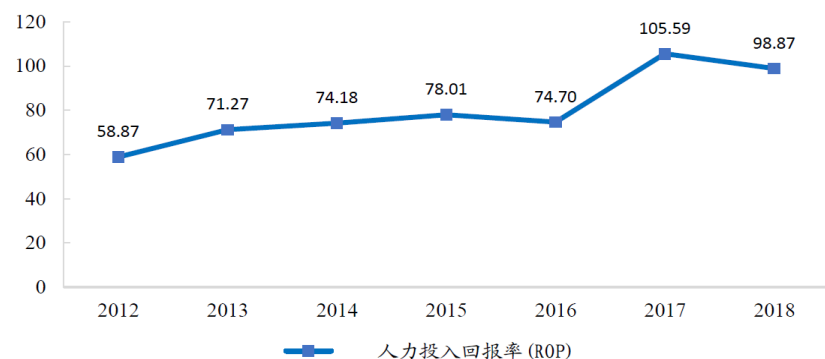
公司财务指标：再生产投入水平、人力投入回报率

公司再生产投入始终维持较高水平



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司人力投入回报率逐年递增并维持高位



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

- “在建工程增加额 / (上年折旧 + 上年净利润)”指标可反映公司进行再生产投入的水平。历史上该指标均保持在较高水平，显示公司始终维持积极扩产的节奏

- 公司的人力投入回报率逐年攀升并维持在较高水平，一方面体现出工程师占比提升带来的红利，另一方面也显示了公司作为业内最早推进自动化的企业之一，机器人改造带来的自动化红利



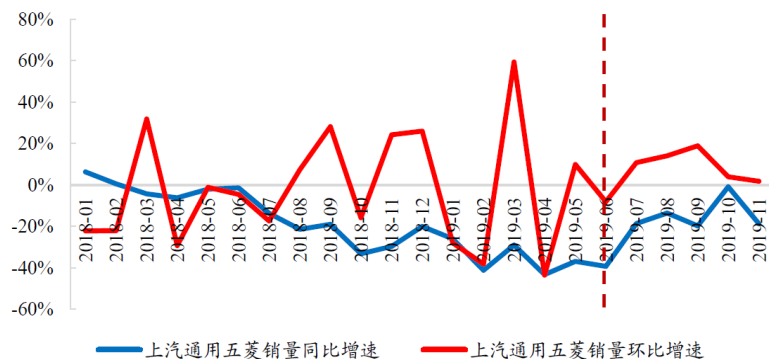
建议跟踪的指标

- 1) 公司财务指标：关注固定资产和自动化红利
- 2) 行业指标：关注合资车企、新能源、消费电子

汽车零部件业务行业指标：合资车企销量、市占率情况

- 目前公司汽车零部件业务的终端客户结构约为：美系合资50%（通用居多，通用五菱曾是最大客户），欧系合资20%（大众居多），日系合资15%-20%（本田居多），余下是自主品牌（广汽、比亚迪等）。从趋势来看，公司日系和德系客户的占比在逐渐提升。随着国内汽车市场消费结构变化和消费升级趋势，建议在关注公司汽车业务基本盘—美系合资的基础上，跟踪日系、德系合资的持续走强

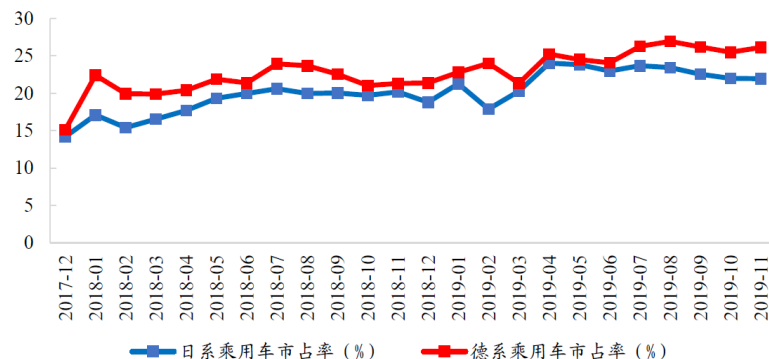
上汽通用五菱销量情况



资料来源：中汽协，新时代证券研究所

- Q3增速回暖明显，Q4增幅收窄，但环比增速仍保持正数，同比增速降幅收窄50%以上

日系、德系在合资品牌中表现最为亮眼



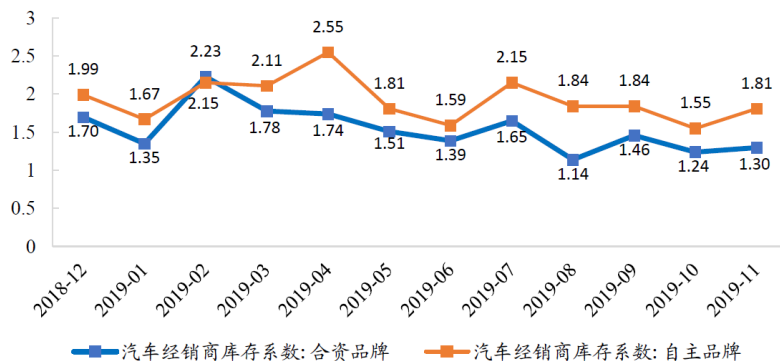
资料来源：wind，新时代证券研究所

- 在2018-2019年车市不景气的大环境下，日系、德系合资逆市上扬，市占率提升明显

汽车零部件业务行业指标：库存情况、更新需求占比

- 近年来虽车市整体疲软，但分化趋势更为明显。低价车市场不断收缩，合资车表现普遍好于自主车，豪华车更是逆势增长，这种下游需求结构对东睦股份较为有利，建议持续关注合资品牌的需求相关指标，如库存状况
- 另外，自2012年以来我国汽车销量中更新需求的占比首次达到20%，对标发达国家发展历程，更新需求将逐渐成为车市增长的主要驱动力。2015年后由于宏观因素对更新需求压制效应更为明显，更新需求占比出现下滑，但不改长期趋势。在汽车更新换代的需求结构中，豪华和合资车相较自主车的优势更大，对公司汽车业务也是长期利好因素。因此，我们建议关注我国汽车更新换代需求占比的提升情况

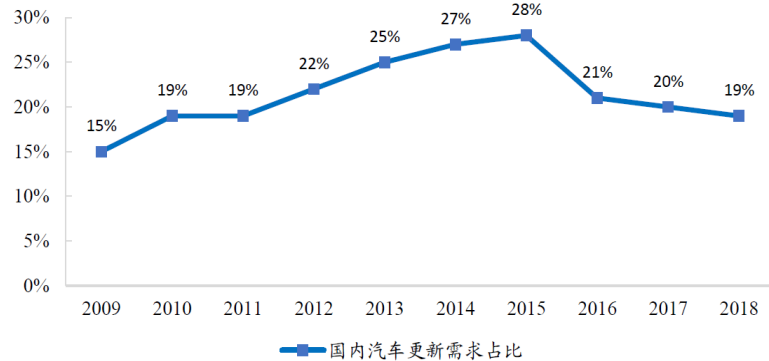
合资品牌的库存消化更为顺利



资料来源: wind, 新时代证券研究所

- 合资品牌库存处于较为健康的位置，且补库后消化更为顺利

中国汽车销量中更新需求的数量占比



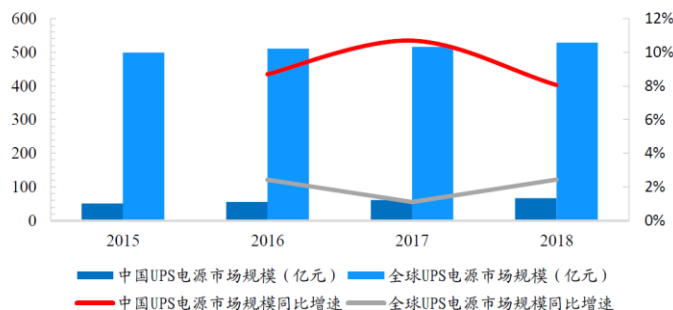
资料来源: 中汽协, 新时代证券研究所

- 2012年我国汽车更新换代需求占比首次超过20%，并在2015年达到高点28%，汽车需求结构已进入新的阶段

软磁业务行业指标：光伏和新能源

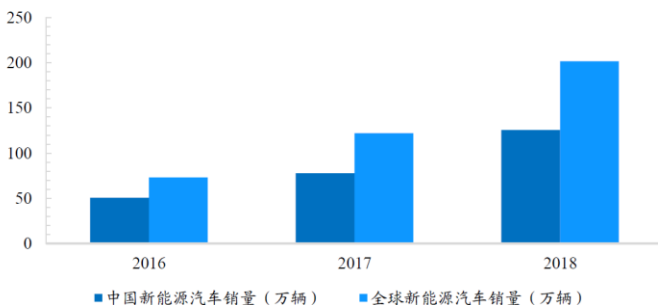
- 目前公司软磁业务的下游应用结构约为：PC电源36-38%，光伏逆变器21-22%，新能源汽车相关15-16%，白色家电11-12%。其中光伏、白色家电和车载电源增速较快。建议关注相关下游领域的增量及存量增长趋势

UPS 电源市场规模情况



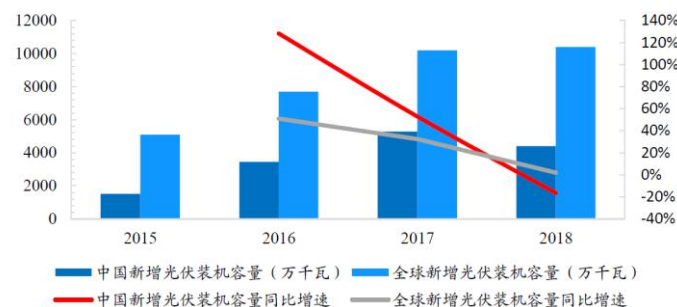
资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

新能源汽车销量情况



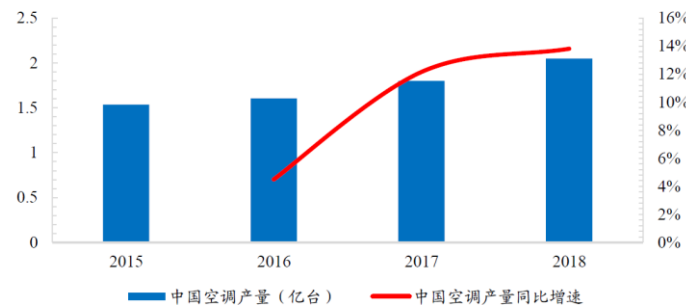
资料来源：中汽协，新时代证券研究所

新增光伏装机容量情况



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

中国空调产量情况

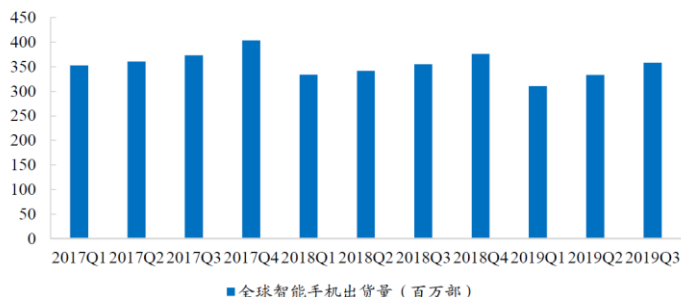


资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

MIM业务行业指标：消费电子

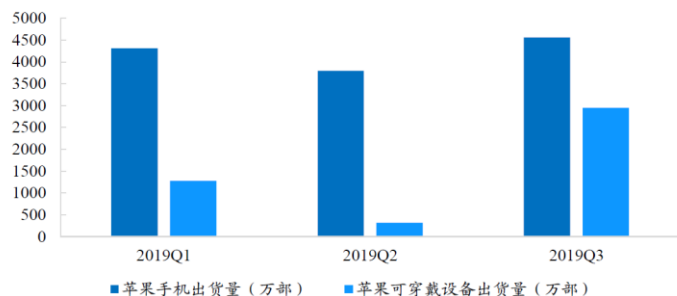
- 目前公司MIM业务中，东莞华晶的主要客户为华为，拟收购的富驰高科主要客户为华为和苹果。从行业来看，智能手机和可穿戴设备仍是MIM需求的主要驱动力，建议关注相关龙头企业的销量趋势情况。汽车、医疗和其他领域由于下游市场较大，建议关注MIM件的渗透率提升，以及MIM技术在相关领域的最新应用

全球智能手机出货量情况



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

2019 年苹果手机和可穿戴设备出货量情况



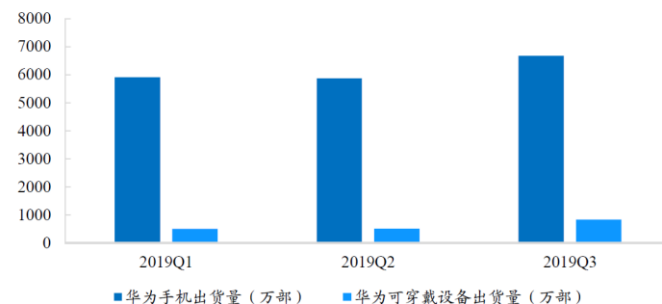
资料来源：Strategy Analytics，新时代证券研究所

全球可穿戴设备出货量情况



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

2019 年华为手机和可穿戴设备出货量情况



资料来源：Strategy Analytics，新时代证券研究所

盈利预测与投资建议

- 公司产能利用率2020年有望持续边际改善并重回高位，成为传统PM业务回暖的主要因素；软磁业务因竞争对手上市且下游在科技浪潮的推动下迈入崭新发展阶段，价值有望获得重估；MIM业务若收购成功，将使公司成为全球龙头。长期来看，公司是具备较高壁垒的粉末冶金技术企业，在技术优势下的持续切换赛道能力将打开巨大的成长空间。
- 目前富驰高科的收购事项尚存不确定性，因此暂不计入盈利预测。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.28/3.27/4.05亿元，对应EPS分别为0.37/0.53/0.66元，当前股价对应2019-2021年PE分别为27.4、19.1和15.4倍。维持“强烈推荐”评级。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,783	1,918	1,863	2,408	3,044
增长率(%)	21.5	7.6	-2.9	29.3	26.4
净利润(百万元)	300	328	228	327	405
增长率(%)	70.6	9.3	-30.5	43.6	24.0
毛利率(%)	35.0	31.6	27.0	32.0	31.4
净利率(%)	16.8	17.1	12.2	13.6	13.3
ROE(%)	11.6	12.1	8.3	11.3	13.1
EPS(摊薄/元)	0.49	0.53	0.37	0.53	0.66
P/E(倍)	20.8	19.0	27.4	19.1	15.4
P/B(倍)	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1



风险提示

- 下游景气度复苏不及预期
- 下游市场对粉末冶金产品的接受度不及预期
- 公司相关收购无法顺利推进



● 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

● 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。



● 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。



分析师简介

石林，CFA，美国马里兰大学金融学硕士，三年投资研究经验，2017年加入新时代证券，历任汽车、新材料行业分析师。

致谢