

审慎推荐-A (首次)

鸣志电器 603728.SH

当前股价: 24.1 元

2017年07月06日

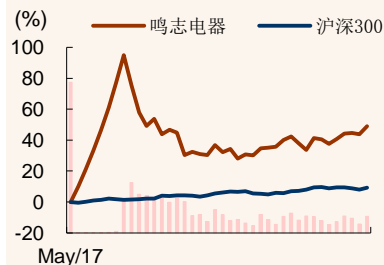
乘工业自动化之东风, 打造运动控制领域龙头

基础数据

上证综指	3207
总股本(万股)	32000
已上市流通股(万股)	8000
总市值(亿元)	77
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	21.6
资产负债率	39.9%
主要股东	上海鸣志投资管理有
主要股东持股比例	56.63%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	115	115
相对表现	7	106	101



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

研究助理

陈曦

chenxi12@cmschina.com.cn

鸣志是世界级的运动控制方案解决商, 公司卡位高速发展的高端新兴市场, 未来全球市场份额有望进一步提升。

- **鸣志是世界级的运动控制方案解决商。**公司以步进电机为核心产品, 向外拓展电机驱动技术和集成式智能步进伺服控制技术, 进而为全球客户提供个性化运动控制解决方案。公司 HB 步进电机销量多年排名全球第四, 步进电机驱动器及集成式智能步进伺服系统亦位居世界前列, 并购 Lin engineering 0.9° HB 步进电机更进一步助力公司占全球高端应用领域制高点。
- **工业自动化时代, 国内运动控制企业必将大放异彩。**2016 年全球 HB 步进电机出货量 8000 万台, PM 步进电机出货量 15 亿台以上, 未来保持稳定增长趋势。在办公自动化普及之时, 日本企业具有天然优势, 占据 65-70% 以上市场份额。但在工业自动化来临之际, 国内 FA 和印刷设备领域对步进电机需求将保持 20-30% 的增速, 这将为国内企业突围提供天然土壤。
- **鸣志技术全球领先, 差异化战略将进一步提升市场份额。**鸣志深耕步进电机领域多年, 技术全球领先, 是近十年内唯一改变 HB 步进电机全球竞争格局的企业。公司避开已经萎缩的办公自动化领域, 将重心放在 FA、3D 打印、高端医疗、汽车等新兴领域, 且已经占据相关高精尖领域技术制高点。公司战略与时代发展相契合, 未来全球市场份额有望进一步提升。
- **拓展 LED 控制与驱动高端领域, 打造综合运动控制企业。**2015 年全球 LED 控制与驱动市场空间为 35 亿美元, 预计到 2020 年将达到 60 亿美元。公司将现场总线和系统集成技术成功嫁接到 LED 领域, 开发出独具特色的智能 LED 驱动解决方案, 目前已成功进入欧美高端市场, 未来有望成为新的增长点。
- **我们看好公司长期发展, 给予“审慎推荐-A”评级!**我们预计 2017-2019 年公司净利润分别为 2.25 亿、3.15 亿和 4.44 亿, 对应 EPS 分别为 0.70 元、0.98 元和 1.39 元, 当前股价 24.10 元对应 16-18 年 PE 为 34 倍、24 倍和 17 倍, 给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示。**步进电机市场需求放缓、LED 业务推进不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1173	1475	1919	2572	3309
同比增长	5%	26%	30%	34%	29%
营业利润(百万元)	103	186	267	379	526
同比增长	-5%	80%	44%	42%	39%
净利润(百万元)	98	157	225	315	444
同比增长	6%	60%	44%	40%	41%
每股收益(元)	0.31	0.49	0.70	0.98	1.39
PE	78.7	49.2	34.2	24.5	17.4
PB	12.1	10.0	8.4	6.6	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	670	818	962	1281	1685
现金	134	156	138	183	280
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	46	59	77	103	132
应收款项	283	371	458	614	789
其它应收款	10	6	8	11	14
存货	177	209	260	343	433
其他	19	17	22	29	37
非流动资产	387	397	402	406	409
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	127	135	142	148	152
无形资产	11	10	9	8	8
其他	249	250	249	249	248
资产总计	1057	1215	1364	1687	2094
流动负债	413	433	437	513	570
短期借款	87	125	63	45	0
应付账款	170	221	286	377	477
预收账款	6	6	8	10	13
其他	150	81	81	81	81
长期负债	6	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	7	7	7	7
负债合计	419	440	443	520	577
股本	240	240	320	320	320
资本公积金	114	119	119	119	119
留存收益	283	416	481	729	1078
少数股东权益	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者权益	637	775	920	1167	1517
负债及权益合计	1057	1215	1364	1687	2094

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	135	132	165	174	277
净利润	98	157	225	315	444
折旧摊销	27	31	31	32	33
财务费用	4	(1)	3	6	3
投资收益	1	1	1	1	1
营运资金变动	7	(54)	(103)	(192)	(217)
其它	(1)	(2)	8	12	14
投资活动现金流	(162)	(127)	(38)	(38)	(38)
资本支出	(28)	(45)	(37)	(37)	(37)
其他投资	(134)	(82)	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	11	4	(145)	(91)	(143)
借款变动	172	158	(62)	(17)	(45)
普通股增加	0	0	80	0	0
资本公积增加	5	5	0	0	0
股利分配	(160)	(160)	(160)	(68)	(94)
其他	(6)	2	(3)	(6)	(3)
现金净增加额	(15)	8	(19)	45	97

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1173	1475	1919	2572	3309
营业成本	743	897	1158	1527	1930
营业税金及附加	2	4	5	6	8
营业费用	107	135	173	231	298
管理费用	210	246	313	422	543
财务费用	5	(1)	3	6	3
资产减值损失	3	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	103	186	267	379	526
营业外收入	11	8	8	2	8
营业外支出	0	7	7	7	7
利润总额	114	186	268	374	527
所得税	16	29	42	59	83
净利润	98	157	225	315	444
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	98	157	225	315	444
EPS (元)	0.31	0.49	0.70	0.98	1.39

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	5%	26%	30%	34%	29%
营业利润	-5%	80%	44%	42%	39%
净利润	6%	60%	44%	40%	41%
获利能力					
毛利率	36.7%	39.2%	39.6%	40.6%	41.7%
净利率	8.4%	10.6%	11.7%	12.2%	13.4%
ROE	15.4%	20.2%	24.5%	27.0%	29.3%
ROIC	12.8%	17.3%	23.1%	26.7%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	39.7%	36.2%	32.5%	30.8%	27.5%
净负债比率	8.4%	10.3%	4.6%	2.7%	0.0%
流动比率	1.6	1.9	2.2	2.5	3.0
速动比率	1.2	1.4	1.6	1.8	2.2
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
存货周转率	4.4	4.6	4.9	5.1	5.0
应收帐款周转率	4.4	4.5	4.6	4.8	4.7
应付帐款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6	4.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.31	0.49	0.70	0.98	1.39
每股经营现金	0.42	0.41	0.51	0.54	0.87
每股净资产	1.99	2.42	2.88	3.65	4.74
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.30	0.42
估值比率					
PE	78.7	49.2	34.2	24.5	17.4
PB	12.1	10.0	8.4	6.6	5.1
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015年电子行业新财富最佳分析师第五名。于2016年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得2016年中小盘新财富第5名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于2016年加入招商证券研究发展中心，从事中小盘研究。

陈曦，杜克大学硕士，于2016年加入招商证券研究发展中心，从事中小盘研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。