



2017年08月04日

证券研究报告/公司报告

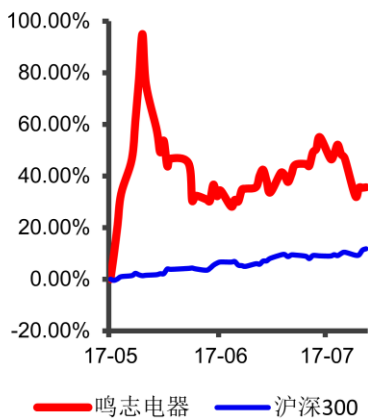
增持(首次)

电机 III / 电机 II / 电气设备

基础数据:

|              |         |
|--------------|---------|
| 总股本          | 3.20 亿股 |
| 流通股本         | 3.20 亿股 |
| ROE (2016 年) | 20.24%  |
| EPS (2016 年) | 0.49 元  |
| 8 月 4 日收盘价   | 21.15 元 |

股价表现:



相关报告:

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

鸣志电器 (603728)

——一步进电机龙头扩产升级, 着力布局高端应用领域

投资要点:

◆鸣志电器是近十年来唯一打破日本垄断、进入全球前七大 HB 步进电机生产商的中国企业。目前步进电机应用广泛, 且在开环高分辨率定位系统中及一些功率小的系统中具有不可替代的主流地位, 因而一直保有较大的市场需求量。公司在步进电机领域已深耕十七年, 掌握了核心研发技术、驱动技术和尖端制造技术, 并不断加强研发, 开发了集成式智能步进伺服电机、交流伺服系统等新的产品线, 通过收购 AMP 和 Lin Engineering 掌握控制电机驱动和 0.9° HB 步进电机高端技术, 以适应工业制造自动化以及步进电机向机电一体化、集成化、智能化发展的行业趋势, 为公司业绩持续快速增长奠定基础。

◆智能照明正在迅速发展, 带动 LED 驱动与控制市场成长。公司掌握了 LED 智能驱动产品和 LED 智能照明控制与驱动系统的关键技术——总线控制技术, 是国内少数具备以自主产品集成 LED 智能控制和驱动系统能力的企业。虽然公司在全球智能化 LED 照明市场中的市场份额较低, 但在国内已处于领跑者的地位。未来公司将以技术门槛较高、市场发展前景较广阔的智能 LED 驱动器、户外 LED 驱动器等高端产品作为发展重点, 并着力开发北美、欧洲、日本发达国家市场以及亚太地区新兴市场, 打造又一业绩增长点。

◆公司募集资金都将用于公司核心业务, 在控制电机方向, 突破产能限制, 稳固并继续强化市场地位; 在 LED 驱动与控制产品方向, 着重发展智能 LED 驱动器、户外 LED 驱动器两大高技术含量产品; 在美国 0.9° HB 步进电机方向, 加大推广力度, 充分挖掘替代市场。预计募投项目全部达产后可带来新增销售收入约 123728 万元, 新

增税前利润约 25281 万元,并进一步提升公司生产能力和技术实力。

### 投资建议:

基于公司现有步进电机产能已达满产产能利用率较高、2017年产能扩张计划顺利实施、LED驱动与控制业务快速发展的假设,我们预计2017、2018、2019年公司EPS分别为0.617元、0.851元、1.018元,对应目前PE分别为34.28倍、24.85倍、20.78倍。以当前电机行业的P/E中位值37.17倍来看,公司目前的估值较为均衡。考虑到公司产品未来广阔的应用前景,我们首次给予其“增持”的投资评级。

### 风险提示:

公司技术研发或项目建设进度不及预期;公司产能扩张情况不及预期;公司海外市场拓展不及预期;国内外竞争压力加剧风险等。

#### 主要财务数据及预测

|            | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 1173.06 | 1474.55 | 1664.27 | 2458.94 | 2874.34 |
| 增长率(%)     | 4.53%   | 25.70%  | 12.87%  | 47.75%  | 16.89%  |
| 归母净利润(百万元) | 98.03   | 156.81  | 197.60  | 272.16  | 325.70  |
| 增长率(%)     | 5.51%   | 59.97%  | 26.01%  | 37.74%  | 19.67%  |
| EPS(元)     | 0.306   | 0.490   | 0.617   | 0.851   | 1.018   |
| 毛利率        | 36.68%  | 39.17%  | 39.84%  | 38.62%  | 38.49%  |
| 净资产收益率     | 15.38%  | 20.24%  | 20.32%  | 21.87%  | 20.74%  |

资料来源:公司公告,长城国瑞证券研究所



## 目 录

|   |    |
|---|----|
| 1 公司基本情况 .....                              | 4  |
| 2 打破 HB 步进电机日企垄断，布局集成化和高端市场 .....           | 6  |
| 2.1 步进电机新兴行业应用和集成化将成主要发展方向 .....            | 6  |
| 2.2 打破 HB 步进电机竞争格局，市场地位日趋稳固 .....           | 9  |
| 2.3 研发集成化及伺服产品，集成式步进伺服初具成效 .....            | 11 |
| 2.4 收购 AMP 和 Lin Engineering，全面提升产品技术 ..... | 12 |
| 3 掌握 LED 驱动和控制系统核心技术，着重高技术产品 .....          | 13 |
| 3.1 LED 驱动与控制系统是智能照明的关键技术 .....             | 13 |
| 3.2 掌握 LED 驱动和控制系统核心技术，系统方案国内领先 .....       | 14 |
| 4 募投项目扩充产能，发展思路明晰 .....                     | 16 |
| 5 投资建议 .....                                | 17 |
| 预测财务报表（单位：百万元） .....                        | 18 |



## 1 公司基本情况

鸣志电器以信息化、自动化和智能化技术应用领域内控制执行元器件及其集成产品的研发和经营为其核心业务，主要产品包括控制电机及其驱动系统、LED 智能照明控制与驱动产品、设备状态管理整体解决方案、电源电控与继电器代理贸易等。其中，控制电机及驱动系统是目前最主要的业务板块，营收占比不断提升，达到 62.73%，较上年提高了 4.6 个百分点。LED 控制与驱动产品收入增速最快，2016 年同比增幅达 76.59%，营收占比也在逐步提高，预计将成为公司又一业务重点。

图表 1：鸣志电器主要产品及分类

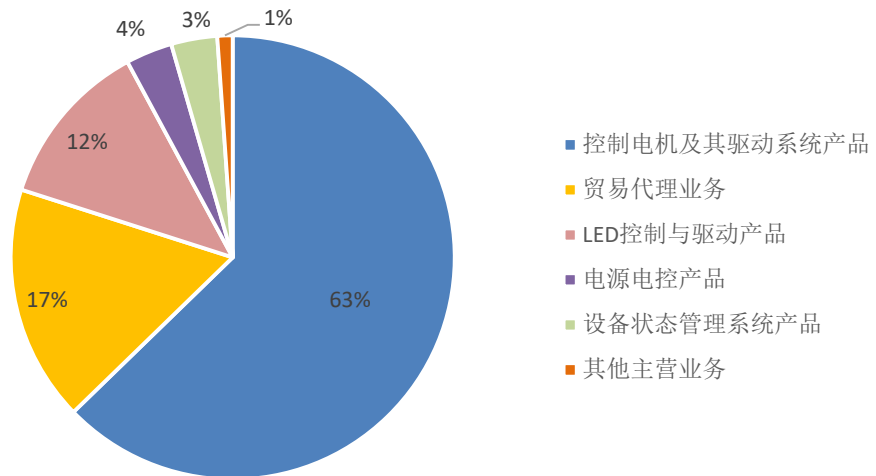
| 产品大类       | 产品名称                         |
|------------|------------------------------|
| 控制电机及其驱动系统 | 混合式步进电机                      |
|            | 永磁式步进电机                      |
|            | 步进及无刷驱动系统、集成式智能步进伺服驱动系统、伺服系统 |
| LED 控制与驱动  | 基本型驱动产品                      |
|            | 智能型控制与驱动产品                   |
| 设备状态管理系统   | 小神探系列产品                      |
| 电源电控       | 普通电源                         |
|            | 电控装置                         |
| 贸易         | 主要代理松下继电器                    |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司以“小神探”设备巡点检系统产品为发源端，在此设备状态管理系统的技术基础上，为控制电机及驱动系统和 LED 控制与驱动产品两大核心业务所需的软件、固件、工业总线通信、电子线路等技术奠定了基础，同时公司主要产品中的驱动器均可植入总线通信技术，使公司主要产品线的基本技术、可靠性设计标准和设计规范、产品实验手段等高度共享，此外，公司所有产品还可以共享销售网络。



图表 2：鸣志电器主营业务结构

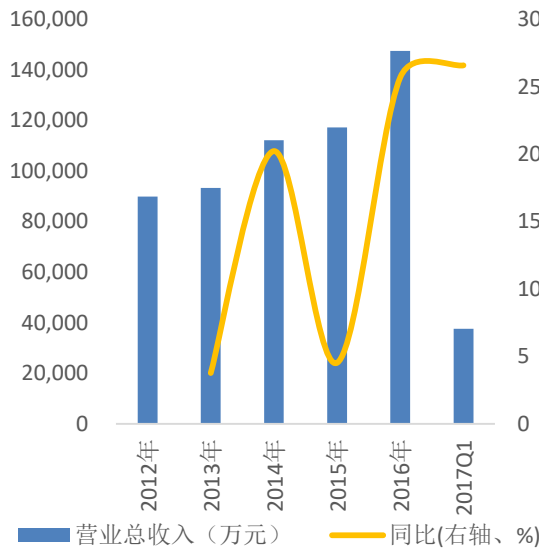


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年公司共实现营业收入 14.75 亿元，同比增长 25.70%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 59.97%。公司整体毛利率和净利率总体呈上升趋势，2016 年毛利率和净利率分别达到 39.17% 和 10.64%，较上年同期增加了 2.49 个百分点。其中，控制电机及其驱动系统业务的业绩贡献最大，实现营收 9.25 亿元，同比增长 35.66%；毛利率 45.03%，同比增加 4.56 个百分点。贸易代理业务收入 2.54 亿元下滑 2.69%，毛利率 22.30%，同比降低 1.21 个百分点；在主营业务收入和毛利中所占比重也在逐年下降，业务规模逐渐收缩。LED 控制与驱动产品在 2015 年因与原美国经销商解除独家经销协议导致销售情况不佳，收入同比下降 30.51%，更影响全年业绩增长放缓，但在销售策略调整过渡期后，公司 2016 年 LED 控制与驱动业务恢复快速增长，实现营收 1.80 亿元，同比增速高达 76.59%，毛利率 26.03%，较上年下降 1.23 个百分点。

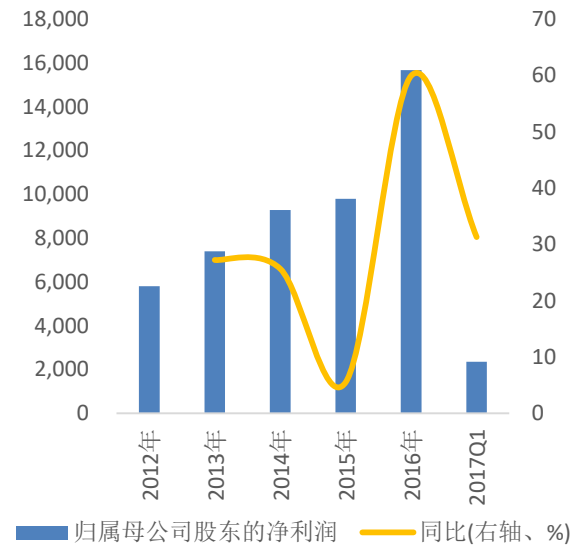


图表 3：鸣志电器营收变化情况



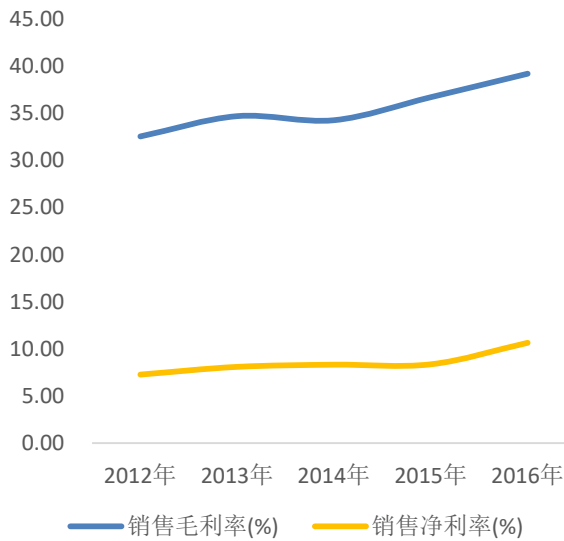
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4：鸣志电器归母净利润变化情况



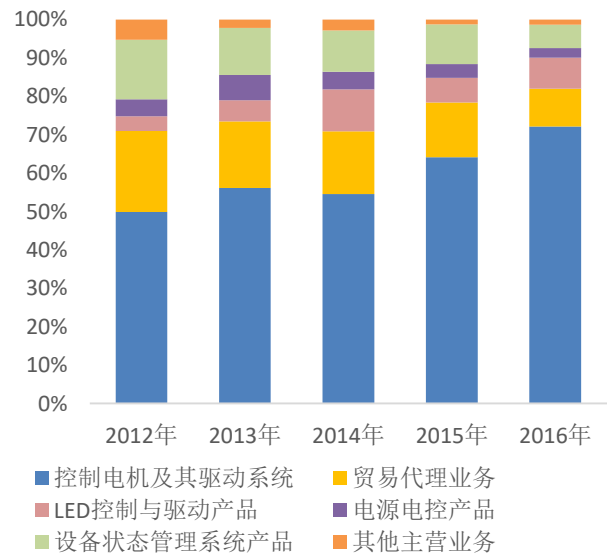
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5：鸣志电器毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6：鸣志电器毛利占比情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 2 打破 HB 步进电机日企垄断，布局集成化和高端市场

### 2.1 步进电机新兴行业应用和集成化将成主要发展方向

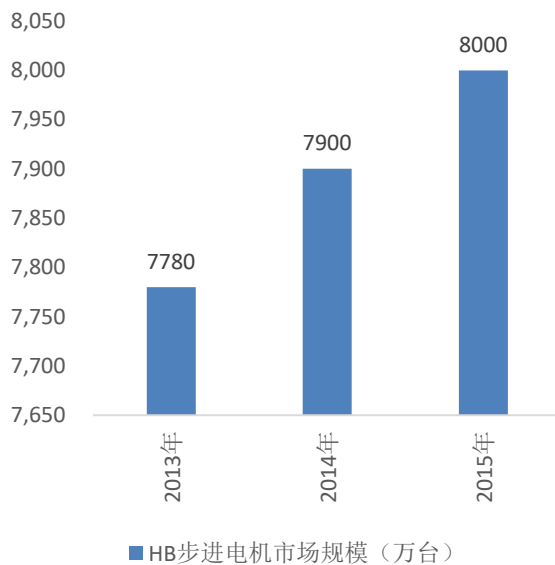
控制电机主要分为步进电机、直流无刷电机和交流伺服电机等，其中，步进电机最早成为计算机及外部设备所使用的控制电机，首先在计算机外设、办公自动化设备及数控机床中使用。步进电机具体可以分为混合式步进电机（HB 步进电机）和永磁式步进电机（PM



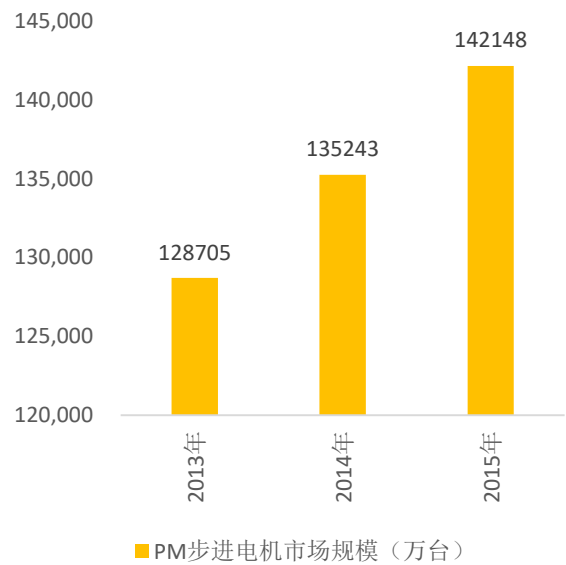
步进电机），HB 步进电机可以实现非常精确的小增量步距运动，达到复杂、精密的线性运动控制要求；PM 步进电机的转矩和体积相对较小，一般控制精度要求不高，输出力矩较小，较之 HB 步进电机成本较低，技术要求较低，但用途更为广泛，需求量更大。

当前从总体上看，步进电机的生产量和需求量巨大。步进电机是除直流电动机和交流电动机以外应用最广泛的第三类电动机，在开环高分辨率的定位系统中，至今还没有发现更适合取代它的产品，特别是在一些功率小的系统中，步进电机具有不可替代的主流地位，因而一直保有较大的市场需求量。同时步进电机的下游应用领域正不断深化，并衍生出新的市场需求。据日本 EMJ 等发布的数据，2013-2015 年世界 HB 步进电机市场规模分别为 7780 万台、7900 万台及 8000 万台；PM 步进电机的市场规模分别为 128705 万台、135243 万台和 142148 万台，均保持较快的增长。

图表 7：全球 HB 步进电机市场规模



图表 8：全球 PM 步进电机市场规模



资料来源：日本 EMJ，长城国瑞证券研究所

资料来源：日本 EMJ，长城国瑞证券研究所

国内步进电机在全球市场中的地位相对弱势，内部两极分化较为严重，规模以上企业数量不足 100 家，而处于高端领域的企业更少；大多数企业仅兼营步进电机，且处于低端领域，产品多应用于家用电器、办公打印设备等。但随着我国产业转型升级不断推进，

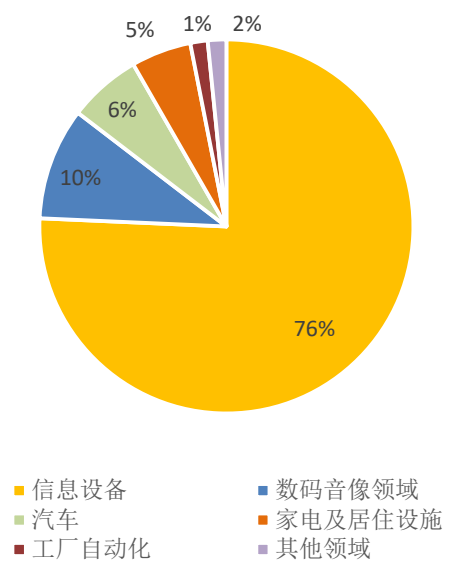
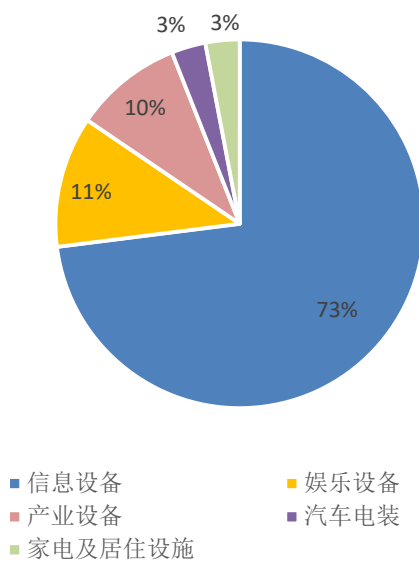


步进电机作为机电一体化的关键产品,有望进一步扩大市场容量,并通过技术升级向中高端市场突破。据深圳前瞻产业研究院的预测,2017-2011 年我国步进电机制造行业市场规模将保持 7-13%左右的年均增速,其中工业自动化领域的年均增速将维持在 20%以上,带来最大增量。

步进电机下游应用领域广泛,包括办公自动化、工厂自动化、医疗器械、通信设备、娱乐设备、专业打印机、汽车等。根据日本 EMJ 的统计,日本厂商出货的 HB 步进电机约 73.0%用于信息设备,用于娱乐设备和产业设备的次之,分别约占 11.5%和 9.5%; PM 步进电机约 75.7%用于信息设备,数码音像领域和汽车领域分别占第二、第三大份额,分别为 9.7%和 6.3%。随着信息化和工业自动化的发展,步进电机的应用正发生着结构性变化,在一些行业如办公自动化、家用电器、数码产品等的市场需求已趋于饱和,开始下降,而在一些新兴行业如 3D 打印、医疗设备、汽车应用等则在快速兴起。随着控制要求的提高和技术集成化的发展,单纯的步进电机销售也已经难以适应市场需求,步进电机与驱动器集成化产品正在不断推陈出新,成为未来市场的重要发展方向。

图表 9: 日本 HB 步进电机主要应用范围

图表 10: 日本 PM 步进电机主要应用范围



资料来源: 日本 EMJ, 长城国瑞证券研究所

资料来源: 日本 EMJ, 长城国瑞证券研究所



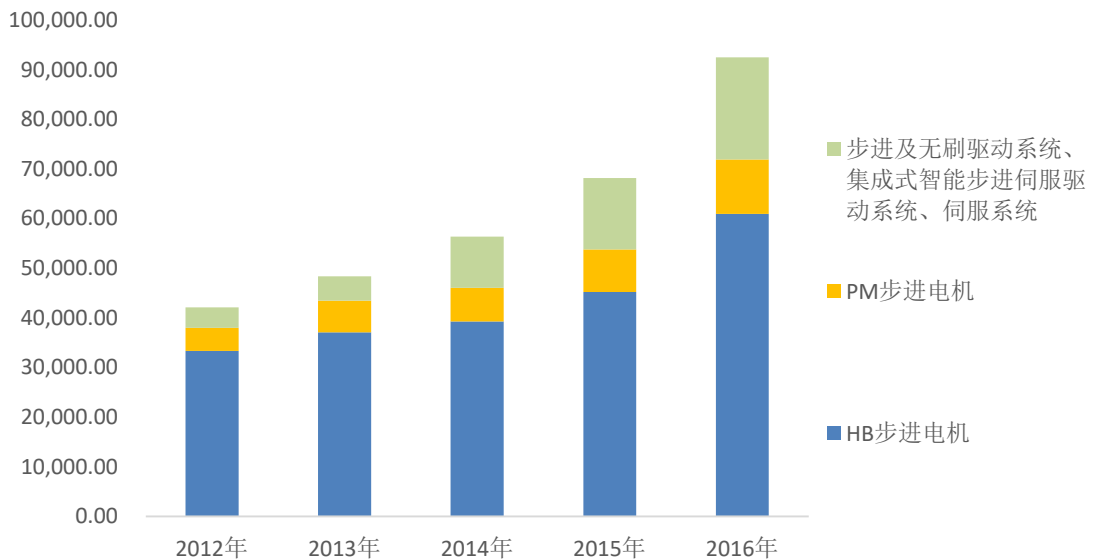


## 2.2 打破 HB 步进电机竞争格局，市场地位日趋稳固

在全球步进电机市场中，日本是绝对的步进电机制造和高端步进电机出口强国，合计约生产了全球 70% 以上的 HB 步进电机和 65% 以上的 PM 步进电机，2015 年日本 HB 步进电机的出货量约 6500 万台，PM 步进电机的出货量约 88548 万台。世界上最著名的步进电机制造企业也大多集中于日本。

鸣志电器是近十年来唯一打破日本垄断、进入全球前七大 HB 步进电机生产商的中国企业，而其余 6 家均为日本厂商。在步进电机领域公司已深耕十七年，掌握了核心研发技术、驱动技术和尖端制造技术，并具备在多种电机驱动系统中植入现场总线技术和自产产品系统集成技术。公司 50% 以上的步进电机产品出口美国、欧洲、日本等地，客户涵盖施乐、NCR、富士通、ThermoFisher、美国大陆电子、华为、理光、爱立信、西门子医疗、松下等著名企业，逐步成长为步进电机的全球供应商。

图表 11：鸣志电器控制电机及其驱动系统类产品销售收入变化情况



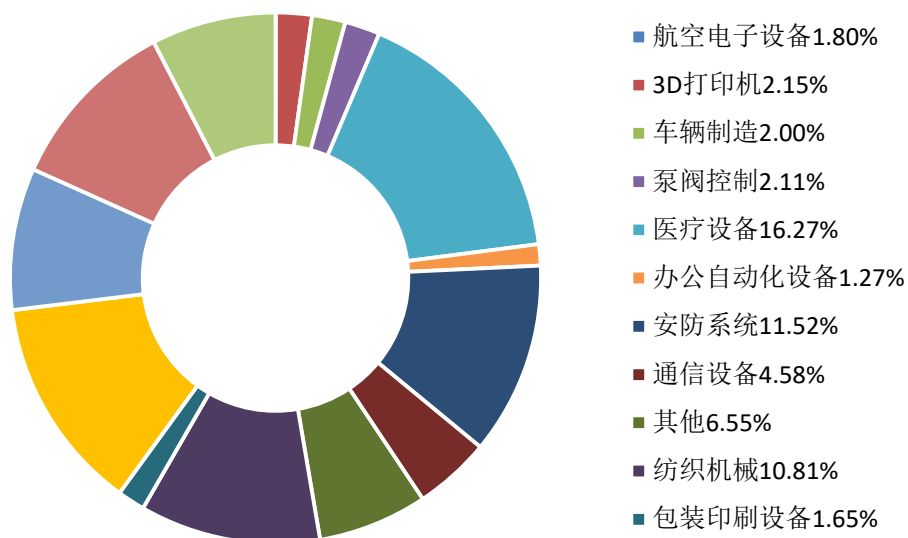
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

在 HB 步进电机领域，公司 2011-2015 年市场份额一直稳居全球第四，2015 年的市场占有率达到 10.18%。公司 HB 步进电机主要应用于医疗设备、工厂自动化、舞台灯光、安防系统、专业打印机



等领域，已积累丰富的生产经验，具备较好的规模化生产能力，并不断通过科技研发将步进电机制造技术推向更高点。在 3D 打印这一新兴领域，公司取得了为全球 3D 打印机标杆企业美国 Markerbot 的 3D 打印机提供旋转电机和线性电机的供货资格。近年来公司 HB 步进电机一直是控制电机及其驱动系统类产品中销售收入最多的产品，2016 年其 HB 步进电机销售收入达到 60917.64 万元，同比增长 34.77%，出货量达到 1004 万台。

图表 12：鸣志电器 2016 年 HB 步进电机销售额比例

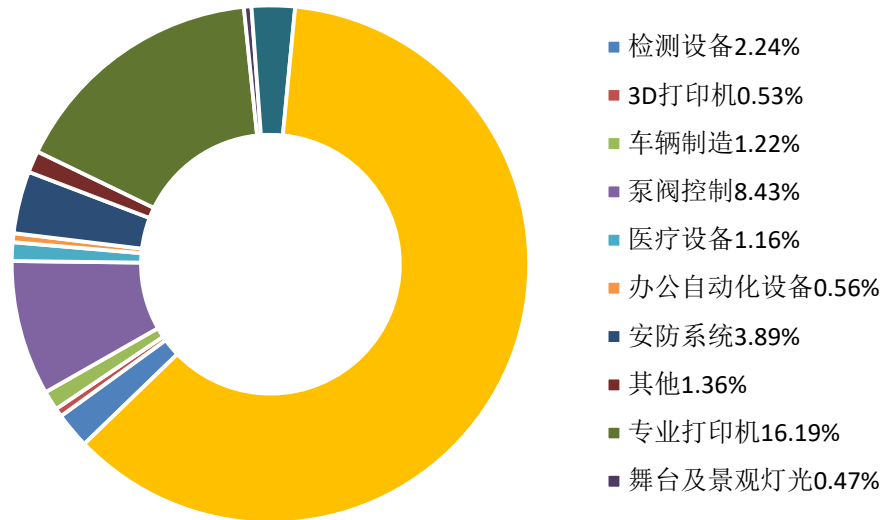


资料来源：公司路演资料、长城国瑞证券研究所

在 PM 步进电机领域，公司虽然不是国际市场中的主要生厂商，但也是国内 PM 步进电机中高端应用的主要经营企业，产品用于专业打印机、银行设备、通信设备、办公自动化、汽车等，较少涉及低端的家用电器应用。其中，专业打印机、家用锅炉水阀控制器和汽车应用将是公司未来发展的重点方向。公司已经研发出了高端的汽车用线性 PM 步进电机，在汽车领域的拓展将会是重中之重。2016 年公司 PM 步进电机销售收入达到 11002.23 万元，较上年增长 42.78%，出货量达 322 万台。



图表 13：鸣志电器 2016 年 PM 步进电机销售额比例



资料来源：公司路演资料、长城国瑞证券研究所

### 2.3 研发集成化及伺服产品，集成式步进伺服初具成效

为适应工业制造自动化以及步进电机向机电一体化、集成化、智能化发展的行业趋势，公司近年也在控制电机及其驱动系统领域不断开发新的产品线，包括集成式智能步进伺服电机、无刷电机、交流伺服系统以及相关驱动系统集成产品。

利用步进电机与电机驱动器系统集成技术优势，公司开发了高效集成式步进电机系统，效率达到 60%，较传统步进电机高出 10% 以上。利用步进电机“类伺服”特征，公司通过多年的伺服电机领域的研发投入，开发出结合伺服驱动技术和 HB 步进电机技术的步进伺服 SS 系列产品、TXM24 系列产品。以及全新设计的高性能交流伺服系统 M2 产品，并正在开发下一代 M3 产品。在伺服系统驱动器的系统构架设计、驱动器伺服控制模型设备、安全集成驱动、交流伺服网络功能配置等指标上，公司已达到行业前列水平。2016 年公司步进及无刷驱动系统、集成式智能步进伺服驱动系统、伺服系统业务实现营业收入 20583.55 万元，同比增长 42.78%，营收占比已超越 PM 步进电机。

公司的集成式步进伺服系统产品已在数个大型项目中得到应用：在亚洲最大的直径 65 米的大型射电望远镜的主反射面（天线



主面)主动调整系统中,使用了鸣志电器生产的 1104 个 STM23S-3RE 电机;在世界最大的单口径射电望远镜 FAST 项目中,公司步进电机及其驱动器产品以稳定、精密、持久运行等优质特点成功中标。虽然较之全球市场中的主要竞争对手,公司起步较晚,体量尚小,但公司能够打破日本企业长期以来形成的行业垄断,在市场中占据一席之地,已有产品得到应用检验,说明公司在产品和技术上已得到一定认可。随着新建产能投运和技术的不断更新,有望获得更大的上升空间。

#### 2.4 收购 AMP 和 Lin Engineering, 全面提升产品技术

鸣志电器于 2014 年收购美国 AMP 公司。AMP 专注于运动控制产品的设计、研发和市场推广,其步进电机驱动器、集成式智能步进伺服控制技术居全球前列,客户主要集中于信息化、工业自动化、医疗/生命科学、实验室仪器等领域,在北美拥有稳定的客户群,特别是在工业自动化领域有大批客户。早在 2007 年公司已与 AMP 合资设立安浦鸣志,合作开展控制电机驱动系统业务。收购完成后,公司对伺服业务进行全面整合,AMP 主要以前沿技术研发为主,重点开发北美市场,安浦鸣志则以集成产品开放和生产为主,重点开发国内市场及新兴市场。二者在并购后业绩均稳步提升,发挥了较好的协同作业。公司不仅通过技术互补实现了技术升级,节约研发时间和研发成本,而且整合并完善了美国销售网络,使公司现有产品可以更快进入国外市场。公司还计划进一步建设北美技术中心,吸引北美创新型人才,专注于解决电机驱动控制和运动控制等核心技术和关键零部件问题。

图表 14: 近年 AMP 和安浦鸣志业绩 (万元)

|      | 指标   | 2014 年 | 2015 年  | 2016 年   |
|------|------|--------|---------|----------|
| 安浦鸣志 | 营业收入 | 7369.9 | 9124.6  | 12696.61 |
|      | 净利润  | 882.81 | 1165.98 | 1949.7   |
| AMP  | 营业收入 | 3750.9 | 5792.08 | 7053.21  |
|      | 净利润  | -19.02 | 489.69  | 756.14   |

资料来源:公司招股说明书,长城国瑞证券研究所



2015 年鸣志电器收购了美国 Lin Engineering 公司。Lin Engineering 的 0.9° HB 步进电机主要应用于生物医疗仪器设备、高端安防监控设备、航空航天电子设备、极高分辨率的专业扫描仪等，在北美拥有重要的市场份额和客户资源。通过此次收购，公司拥有了尖端 0.9° HB 步进电机技术以及进入北美市场的敲门砖。

较之传统的 1.8° HB 步进电机，0.9° HB 步进电机具有超高精度、振动极小、运行极平稳等诸多优良特性，但其成本和销售价格也较高。而随着工业制造向智能化、自动化演进，对高端制造设备的需求逐步释放，同时经过生产技术的进步和制造工艺的发展，0.9° HB 步进电机的制造成本将下降，未来将逐步替代 1.8° HB 步进电机成为高端应用领域的主流。

为了更好把握 0.9° HB 步进电机的市场机遇，公司在收购完成后在北美建立了全自动生产线，实现高端步进电机在北美的规模化生产，以满足当地的生产与供货需求。2016 年 Lin Engineering 实现净利润 2081.99 万元，同比增长 137.4%，为公司海外业务的拓展提供了极大助力。

图表 15：收购后 Lin Engineering 业绩（万元）

| 指标   | 2015 年  | 2016 年   |
|------|---------|----------|
| 营业收入 | 8969.93 | 17335.63 |
| 净利润  | 877.03  | 2081.99  |

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

### 3 掌握 LED 驱动和控制系统核心技术，着重高技术产品

#### 3.1 LED 驱动与控制系统是智能照明的关键技术

随着 LED 技术进步和成本降低、互联网技术的发展以及各地对建设智慧城市、智慧家居的推进，智能化 LED 照明凭借其可控、节能等优点成为最主要的智能应用光源。根据前瞻产业研究员统计，2016 年全球智能照明市场规模约 90 亿美元，到 2020 年有望达到 240 亿元，年均复合增速有望达到 25%以上。



智能化 LED 照明的关键部件包括 LED 驱动与 LED 控制系统。LED 驱动用于将交流/直流电源转化为恒流电源，是 LED 灯具的核心部件之一；LED 控制系统将计算机控制、现场总线技术和电源驱动技术相结合，实现对照明的控制。得益于智能化 LED 照明的快速发展，LED 驱动和 LED 控制系统前景可观，据中国电子元器件网数据，2015 年全球 LED 驱动与控制市场规模达到了 35.5 亿元，预计到 2020 年规模可达 60 亿美元。

LED 驱动主要可分为基本型 LED 驱动和智能型 LED 驱动，其中基本型 LED 驱动主要指恒流恒压电源和调光电源；智能型 LED 驱动主要指能够接收控制单元指令并改变电流输出的产品。基本型 LED 驱动的基础主要源于传统的开关电源技术，开关电源市场和技术均已较为成熟，从开关电源厂商进入 LED 驱动电源的技术门槛较低，因此国内主要的 LED 驱动电源厂商大多从开关电源厂商转型或兼营，市场内企业众多，竞争较为激烈。其中，应用于室内照明的基本型 LED 市场规模最大，进入者最多，供过于求，市场竞争不断加剧；应用于户外照明的基本型 LED 由于需要满足严苛环境等要求，其研发、生产和技术门槛较高，工艺比较复杂，市场供需相对平衡。而在智能型 LED 驱动市场中，国外厂商占据了行业主导地位，市场份额达到 79%左右。国内从事该业务的厂商较少，大多由 LED 电源企业寻求专业的照明控制系统开发商的产品配套自己的电源产品，或由 LED 驱动企业通过收购智能照明控制企业或技术团队进入智能化 LED 照明市场。鸣志电器是国内少数具备以自主产品集成 LED 智能控制和驱动系统能力的企业，虽然在全球智能化 LED 照明市场中的市场份额较低，但在国内已处于领跑者的地位。

### 3.2 掌握 LED 驱动和控制系统核心技术，系统方案国内领先

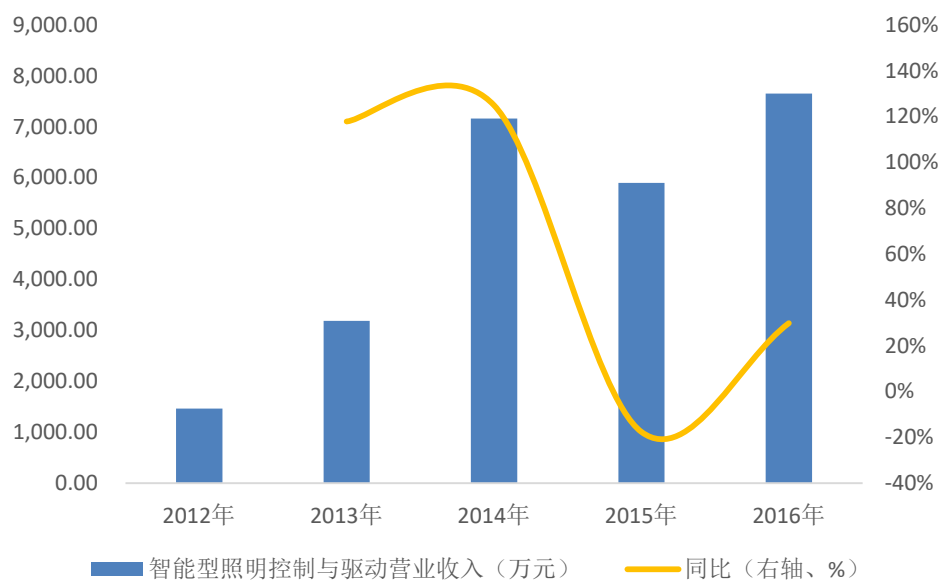
国内智能化 LED 照明主要有两种技术方案，其一是直接采用可编程电源控制和驱动 LED 光源，具备定时开关、可调光等功能，但由于不采用总线控制技术、不具备组网功能，智能化程度较低；其二是由集中控制器通过总线对电源进行控制，构成 LED 智能控制与驱动系统。目前 LED 智能照明业界普遍认为系统方案是未来 LED 智



能照明在中高端市场的技术发展方向，在户外功能性照明和景观照明领域已得到成熟应用，而在家居照明、楼宇照明和汽车照明等领域则处于概念推广阶段，具有较大想象空间。

公司掌握了 LED 智能驱动产品和 LED 智能照明控制与驱动系统的关键技术——总线控制技术，并将工业电源的功率电子技术、控制电机的系统集成技术和高可靠性保障技术与之相结合，成为 LED 智能照明控制领域系统级产品提供商。公司的 LED 智能驱动电源已应用于日本东京银座歌舞伎座的 LED 灯光改造工程、澳门 MGM 酒店 LED 景观照明工程、尼亚加拉大瀑布灯光改造等项目中，均较好的满足了复杂的场景灯光设计要求。在国际市场开拓中，公司与三星电子签订了供货协议，与美国 ESPEN 进行战略合作，与美国 JUNO、EMERSON、VISCOR LIGHTING、SLOANLED、QSSI、CABA 等直销客户进行销售协作，在高端应用市场取得了初步进展。在第一代 LED 智能驱动器的基础上，公司进一步研发性能指标更优的第二代 LED 智能驱动器，并推进产品在汽车车灯、医疗照明、工厂自动化领域 CCD 精准照明等领域的深度应用。2016 年公司 LED 智能型照明控制与驱动产品销售快速增长，实现营业收入 7653.97 万元，同比增长 29.79%，是公司在 LED 控制与驱动产品领域最重要的业务发展方向。

图表 16：鸣志电器智能型照明控制与驱动营业收入



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



#### 4 募投项目扩充产能，发展思路明晰

公司上市后所募集资金都将用于公司核心业务，提升控制电机及其驱动产品、LED 驱动与控制产品的产能，增强公司科研实力，预计募投项目全部达产后可带来新增销售收入约 123728 万元，新增税前利润约 25281 万元，有望在 2018 年实现业绩释放。从扩产情况看，公司未来发展重点有三个方向：

图表 17：鸣志电器拟募投项目

| 项目名称                | 项目投资总额<br>(万元) | 募集资金投资<br>总额 (万元) | 建设期 (月) |
|---------------------|----------------|-------------------|---------|
| 控制电机新增产能项目          | 44290          | 44290             | 12      |
| LED 控制与驱动产品扩产项目     | 11826          | 11826             | 12      |
| 技术中心建设项目            | 9503           | 9503              | 12      |
| 北美技术中心建设项目          | 7373           | 7373              | 12      |
| 美国 0.9° 混合式步进电机扩产项目 | 6287           | 6287              | 12      |
| 合计                  | 79279          | 79279             | ——      |

资料来源：公司招股说明书，长城国瑞证券研究所

其一，在控制电机方向，突破产能限制，稳固并继续强化市场地位。公司 2016 年生产 HB 步进电机 1004 万台，生产 PM 步进电机 322 万台，但现有生产线已经不能满足业务发展需要，HB 步进电机和 PM 步进电机的产能利用率已经分别达到 95.62% 和 94.71%。与此同时由于新兴行业的崛起和传统行业的更新换代，步进电机及其集成产品的使用正在持续增加，公司亟需扩大产能以避免市场地位和竞争优势不进则退。控制电机扩产完成后，将新增年产步进电机 2283 万台的生产能力，其中 HB 步进电机 683 万台，PM 步进电机 1600 万台。产能主要消化领域包括安防设备、汽车应用、3D 打印等。汽车应用将是业务拓展的重中之重。

其二，在 LED 驱动与控制产品方向，着重发展智能 LED 驱动器、户外 LED 驱动器两大高技术含量产品。公司现已有 3 条中速贴片生产线，并租赁了 2 条贴片生产线，产能利用率 95.86%，均接近满产





状态。由于基本型 LED 驱动技术含量不高，且市场竞争激烈，因此公司将业务发展重点放在了技术门槛较高、市场发展前景较广阔的智能 LED 驱动器、户外 LED 驱动器两方面，重点开发北美、欧洲、日本发达国家市场以及亚太地区新兴市场。项目达产后，产能将提升 425 万台/套。

其三，在美国 0.9° HB 步进电机方向，加大推广力度，充分挖掘替代市场。Lin Engineering 的 0.9° HB 步进电机在美国医疗仪器设备、高端安防监控设备以及航空航天电子设备等高端应用领域拥有重要市场份额，嫁接鸣志电器的规模化全自动生产管理技术，将使公司迅速成为该领域的技术领先者。项目达产后，将新增 14 系列、17 系列、23 系列等各类 0.9° HB 步进电机产能 131 万台。

## 5 投资建议

鸣志电器以控制电机及其驱动产品和智能 LED 驱动与控制业务为重点发展方向。在控制电机及其驱动产品领域，公司已占有较稳定的市场地位，在控制电机需求平稳增加的环境下，公司业绩亦能稳步增长。同时公司积极开发集成式智能步进伺服电机、交流伺服系统等新的产品线，通过收购 AMP 和 Lin Engineering 掌握控制电机驱动和 0.9° HB 步进电机高端技术，以适应工业制造自动化以及步进电机向机电一体化、集成化、智能化发展的行业趋势，进一步巩固和争取市场份额。在智能 LED 驱动与控制领域，公司虽在全球智能化 LED 照明市场中的市场份额较低，但在国内已处于领跑者的地位，是国内少数具备以自主产品集成 LED 智能控制和驱动系统能力的企业，未来将以技术门槛较高、市场发展前景较广阔的智能 LED 驱动器、户外 LED 驱动器作为业务发展重点，随着智能照明带动智能 LED 驱动与照明市场快速成长，将形成另一业绩增长点。目前公司产能利用率较高，募资项目将使公司突破产能限制，稳固并继续强化公司在国内步进电机市场的龙头地位。考虑到公司目前的估值已较为均衡，但公司产品未来具有广阔的应用前景，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

**预测财务报表（单位：百万元）**

| 利润表       | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1173.06 | 1474.55 | 1664.27 | 2458.94 | 2874.34 |
| 减：营业成本    | 742.79  | 897.04  | 1001.22 | 1509.30 | 1768.01 |
| 营业税金及附加   | 2.36    | 3.60    | 4.06    | 6.00    | 7.01    |
| 营业费用      | 106.87  | 134.87  | 156.44  | 226.22  | 261.56  |
| 管理费用      | 209.81  | 245.67  | 282.93  | 418.02  | 482.89  |
| 财务费用      | 4.55    | -1.19   | -10.09  | -18.08  | -25.63  |
| 资产减值损失    | 2.96    | 8.22    | 5.49    | 5.49    | 5.49    |
| 加：投资收益    | -0.58   | -0.68   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润      | 103.13  | 185.66  | 224.22  | 311.99  | 375.00  |
| 加：其他非经营损益 | 10.70   | 0.71    | 8.36    | 8.36    | 8.36    |
| 利润总额      | 113.83  | 186.36  | 232.58  | 320.35  | 383.36  |
| 减：所得税     | 15.76   | 29.47   | 34.89   | 48.05   | 57.50   |
| 净利润       | 98.08   | 156.89  | 197.69  | 272.29  | 325.86  |
| 减：少数股东损益  | 0.05    | 0.08    | 0.10    | 0.13    | 0.16    |
| 归母净利润     | 98.03   | 156.81  | 197.60  | 272.16  | 325.70  |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 现金流量表    | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E  |
|----------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 经营性现金净流量 | 133.89  | 123.08  | 219.45  | -108.10 | 538.13 |
| 投资性现金净流量 | -161.85 | -127.32 | 7.10    | 7.10    | 7.10   |
| 筹资性现金净流量 | 11.20   | 3.95    | -124.57 | 3.81    | 8.95   |
| 现金流量净额   | -11.57  | 13.83   | 101.99  | -97.19  | 554.18 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

| 资产负债表     | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金      | 103.74  | 115.77  | 217.77  | 120.57  | 674.75  |
| 应收和预付款项   | 359.10  | 452.77  | 465.59  | 892.37  | 695.14  |
| 存货        | 177.10  | 209.03  | 221.94  | 427.73  | 333.30  |
| 其他流动资产    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期股权投资    | 0.57    | 1.11    | 1.11    | 1.11    | 1.11    |
| 投资性房地产    | 2.20    | 2.07    | 1.78    | 1.49    | 1.19    |
| 固定资产和在建工程 | 126.76  | 135.28  | 99.40   | 63.52   | 27.63   |
| 无形资产和开发支出 | 241.86  | 241.20  | 239.00  | 236.80  | 234.59  |
| 其他非流动资产   | 4.04    | 3.67    | 1.83    | 0.00    | 0.00    |
| 资产总计      | 1015.36 | 1160.89 | 1248.41 | 1743.57 | 1967.72 |
| 短期借款      | 87.04   | 125.00  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付和预收款项   | 284.10  | 256.13  | 270.96  | 493.83  | 392.12  |
| 长期借款      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他负债      | 6.65    | 4.68    | 4.68    | 4.68    | 4.68    |
| 负债合计      | 377.79  | 385.81  | 275.64  | 498.51  | 396.80  |
| 股本        | 240.00  | 240.00  | 240.00  | 240.00  | 240.00  |
| 资本公积      | 112.05  | 112.05  | 112.05  | 112.05  | 112.05  |
| 留存收益      | 285.29  | 422.72  | 620.32  | 892.48  | 1218.18 |
| 归属母公司股东权益 | 637.35  | 774.78  | 972.37  | 1244.54 | 1570.24 |
| 少数股东权益    | 0.23    | 0.30    | 0.40    | 0.53    | 0.68    |
| 股东权益合计    | 637.57  | 775.08  | 972.77  | 1245.06 | 1570.92 |
| 负债和股东权益合计 | 1015.36 | 1160.89 | 1248.41 | 1743.57 | 1967.72 |

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。