

子公司协同明显，新产品值得期待 买入（维持）

2018 年 04 月 12 日

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,628	2,020	2,463	3,024
同比（%）	10.4%	24.0%	21.9%	22.8%
净利润（百万元）	166	213	276	351
同比（%）	5.85%	28.1%	30.1%	26.9%
每股收益（元/股）	0.52	0.66	0.86	1.10
P/E（倍）	40.97	31.99	24.59	19.38

投资要点

■ **2017 年营收增长 10.43%，净利润增长 5.85%，2018 年营收、净利润增长目标 20-30%。**公司发布 2017 年年报，报告期内公司实现营业收入 16.28 亿元，同比增长 10.43%；实现归属母公司净利润 1.66 亿元，同比增长 5.85%。对应 EPS 为 0.52 元。其中第 4 季度，实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 2.00%，环比增长 1.89%；实现归属母公司净利润 0.48 亿元，同比下降 11.48%，环比增长 14.55%。4 季度对应 EPS 为 0.15 元。与此同时，公司 2018 年营收与净利润目标增速均为 20-30%。

■ **控制电机及驱动系统全年营收同增 13.74%，3 家子公司协同效应日益明显，AGV 等新布局有望拉动未来较高增长。**公司 2014、15 年分别重磅收购 AMP、Lin Engineering，吸纳高端人才，打开北美高端市场，自收购以来协同效应日益显著，2017 年安浦鸣志和 AMP 营收分别同增了 47%、13%，实现净利润分别同增了 49%、60%；公司 2017 年收购行业第二位的运控电子，攻守兼备，继续稳固和提升行业地位，尤其是在 HB 步进电机领域，公司包括运控电子的全年 HB 步进电机产量 1100 多万台，位列国内首位，全球稳居第四，出货量 1143 万台，同比增长 15%；PM 步进电机出货量 375 万台，同比增长 17%。下游扩展方面，公司直销居多，善于抓住高端市场和应用，2017 年在部分行业拓展良好，全年工业自动化业务营收 2.97 亿，其中仅安浦鸣志和 AMP 公司的驱动系统相关产品的销售增长率就已经超过 35%；安防业务营收 0.81 亿，同增约 30%；纺织机械与食品包装机械业务营收 0.86 亿；医疗仪器业务营收约 1.02 亿；此外，公司在 AGV、自动化货舱、道闸控制机构领域加大应用推广，AGV 领域已经开拓两年以上，预计未来将有较大收获。整体而言，公司控制电机及其驱动系统 2017 年全年销量 1591.76 万套，同增 17.03%，营收 10.52 亿，同比增长 13.74%，营收占公司总收入 65%，同比增加近 2 个百分点；公司控制电机及驱动系统历史收入增长中枢在 20%以上，而 2018 年随着 AGV 等产品逐步放量，我们预计板块有望实现 30%以上的增长，未来也将是公司业绩增长的主要动力来源。

首席证券分析师 曾朵红
执业证书编号 S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 张月
021-60199586
zhangyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.25
一年最低/最高价	13.48/31.53
市净率(倍)	4.02
流通 A 股市值(百万元)	1700

基础数据

每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	22.08
总股本(百万股)	320.00
流通 A 股(百万股)	80.00

相关研究

1、《鸣志电器：全球控制电机领先者，资源整合能力出色，产销研究完美结合》2017-11-21

- **LED 逐步盘整，营收平稳。**公司将其娴熟的总线控制技术嫁接到 LED 控制与驱动技术领域，并且是行业标准制定者之一，产品性能可靠性高，并针对专业化、特种化 LED 电源应用前景广阔的领域进行研发，2017 年全球各地项目硕果累累。公司全年 LED 控制与驱动类产品销量 243.64 万台，同比下降 12.24%，而平均单价 76 元/只，同比增长 17%，因此全年营收 1.84 亿，同增 2.47%。我们预计公司未来 LED 产品将继续向价值量高、毛利率高的智能型产品转移，营收将保持近 10% 增长。
- **贸易代理、设备状态管理系统、电源电控分别同增 0.38%、11.26%、5.31%，提供稳定利润支撑。**公司贸易代理业务 2017 年营收 2.55 亿，同增 0.38%，占营收比重 15.64%，主要是代理松下继电器，公司与松下关系悠久稳定，我们预计未来 3 年将保持 10% 左右的稳定增长；公司设备状态管理系统类营收 0.55 亿，同增 11.26%，占营收比重 3.38%；公司电源电控类销量营收 0.53 亿，同增 5.31%，占公司收入的 3.23%。以上业务历史业绩稳健，我们预计未来 3 年都将保持 10% 上下的平稳发展。

图 1：公司主营业务拆分

单位:元 币种:人民币						
主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电气机械和器材制造业	1,628,391,306.18	1,007,366,350.48	38.14%	10.43%	12.3%	减少1.03个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
控制电机及其驱动系统产品	1,052,157,114.39	600,763,240.93	42.90%	13.74%	18.15%	减少2.13个百分点
LED控制与驱动产品	184,388,365.08	136,750,652.81	25.84%	2.47%	2.74%	减少0.20个百分点
设备状态管理系统产品	55,027,416.76	19,242,783.04	65.03%	11.26%	38.40%	减少6.86个百分点
电源电控产品	52,677,074.74	37,461,133.03	28.89%	5.31%	5.00%	增加0.21个百分点
贸易代理业务	254,645,826.12	199,382,371.26	21.70%	0.38%	1.15%	减少0.60个百分点
其他	29,495,509.09	13,766,169.41	53.33%	79.67%	56.67%	增加6.85个百分点
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
中国境内	968,405,394.33	652,675,141.19	32.60%	18.38%	23.35%	减少2.72个百分点
中国境外	659,985,911.85	354,691,209.29	46.26%	0.54%	-3.59%	增加2.30个百分点

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **公司毛利率同比减少 1.03 个百分点，财务费用 1462 万是利润增长较慢的主要原因。**公司 2017 年全年毛利率 38.14%，同比减少 1.03 个百分点，其中控制电机及驱动系统、贸易代理业务、LED 控制与驱动产品毛利率分别减少 2.13、0.60、0.20 个百分点；境内毛利率减少 2.72 个百分点，境外毛利率增加 2.30 个百分点。公司 2017 年期间费用同比增长 14.59% 至 4.35 亿元，期间费用率上升 0.97 个百分点至 26.69%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 7.14%、上升 12.17%、增加 1333.19% 至 1.45 亿元、2.76 亿元、0.15 亿元；费用率分别下降 0.27、上升 0.26、上升 0.98 个百

分点至 8.87%、16.92%、0.90%。公司财务费用增加 1500 多万元，主要是由于公司产品外销占比高，2017 年占 40%左右，并且其中以美元计价居多，受汇率波动影响大；公司全年研发支出 0.76 亿，同比增长 9.71%，占公司总营收的 4.69%，主要是由于 2017 年 8 月，与 IBM 合作推出运动控制领域业界领先的跨境云端电商平台，实现海外上线，该项目前期投入较大增加一定研发投入，但将吸引潜在客户为未来创造价值。

- **经营数据持续向好。**2017 年经营活动现金流量净流入 1.47 亿元，同比增长 11.45%；销售商品取得现金 17.69 亿元，同比增长 15.28%。期末预收款项 0.06 亿元，与去年同期基本持平。期末应收账款 4 亿元，较期初增长 0.29 亿元，应收账款周转天数上升 5.38 天至 85.19 天。期末存货 2.55 亿元，较期初上升 0.46 亿元；存货周转天数上升 5.41 天至 82.89 天。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-20 年归属上市公司股东净利润 2.13/2.76/3.51 亿元，同比增长 28/30/27%，EPS 分别为 0.66/0.86/1.10 元，对龙头给予一定的估值溢价，同时看好公司不断随下游（包括消费和制造业）发展，看好 AGV 布局对未来业绩有一定拉动，未来业绩增长空间广阔，给予 2018 年 40 倍 PE，对应目标价 26 元，给予买入评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，新产品布局不及预期。

鸣志电器三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1751.8	2004.1	2279.4	2649.4	营业收入	1628.4	2019.7	2462.7	3024.1
现金	500.3	502.6	643.3	402.7	营业成本	1007.4	1253.5	1514.1	1841.6
应收款项	521.6	609.6	780.5	1006.3	营业税金及附加	4.7	5.9	6.8	8.6
存货	254.9	302.7	367.2	452.4	营业费用	144.5	182.7	222.2	271.6
其他	475.0	589.1	488.3	787.9	管理费用	276.7	346.8	416.9	514.3
非流动资产	417.2	425.4	424.8	423.7	财务费用	14.6	-7.5	-9.9	-8.2
长期股权投资	1.2	1.6	1.9	2.2	投资净收益	5.5	5.8	6.0	6.3
固定资产	145.6	153.7	153.2	152.2	其他	1.0	0.3	0.3	0.3
无形资产	10.2	9.9	9.5	9.2	营业利润	186.9	244.5	319.0	402.8
其他	260.2	260.2	260.2	260.2	营业外净收支	2.9	3.0	3.2	3.3
资产总计	2169.0	2429.5	2704.2	3073.1	利润总额	189.8	247.5	322.2	406.1
流动负债	478.9	584.1	658.1	778.2	所得税费用	23.7	34.8	45.5	55.0
短期借款	142.6	118.8	128.8	130.0	少数股东损益	0.1	0.2	0.2	0.3
应付账款	274.4	312.3	387.8	477.4	归属母公司净利润	166.0	212.6	276.5	350.8
其他	62.0	153.0	141.5	170.7	EBIT	196.3	231.3	303.1	388.3
非流动负债	0.0	-2.5	-5.4	-9.4	EBITDA	225.6	239.5	311.7	397.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	-2.5	-5.4	-9.4					
负债总计	478.9	581.6	652.7	768.8	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.4	0.5	0.7	0.9	每股收益(元)	0.52	0.66	0.86	1.10
归属母公司股东权益	1689.7	1847.4	2050.8	2303.5	每股净资产(元)	5.28	5.77	6.41	7.20
负债和股东权益总计	2169.0	2429.5	2704.2	3073.1	发行在外股份(百万股)	320.0	320.0	320.0	320.0
					ROIC(%)	12.6%	11.1%	14.6%	15.9%
					ROE(%)	9.8%	11.5%	13.5%	15.2%
					毛利率(%)	38.1%	37.9%	38.5%	39.1%
					EBIT Margin(%)	12.1%	11.4%	12.3%	12.8%
					销售净利率(%)	10.2%	10.5%	11.2%	11.6%
					资产负债率(%)	22.1%	23.9%	24.1%	25.0%
					收入增长率(%)	10.4%	24.0%	21.9%	22.8%
					净利润增长率(%)	5.8%	28.1%	30.1%	26.9%
					P/E	40.97	31.99	24.59	19.38
					P/B	4.02	3.68	3.32	2.95
					EV/EBITDA	32.26	30.82	23.91	19.05
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	146.7	89.1	211.8	-135.8					
投资活动现金流	-546.1	-8.1	-8.0	-7.9					
筹资活动现金流	758.9	-78.7	-63.0	-96.9					
现金净增加额	344.0	2.3	140.7	-240.7					
折旧和摊销	29.3	8.2	8.6	9.0					
资本开支	-30.3	-7.7	-7.7	-7.7					
营运资本变动	-578.1	-131.9	-73.5	-495.8					
企业自由现金流	-383.3	67.4	187.8	-158.8					

数据来源: Wind 资讯, 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>