

步进电机龙头，稳布局稳发展

买入（维持）

2018 年 09 月 07 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 张月

021-60199586

zhangyue@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,628	1,925	2,285	2,757
同比（%）	10.4%	18.2%	18.7%	20.7%
归母净利润（百万元）	166	202	242	296
同比（%）	5.8%	21.4%	20.0%	22.4%
每股收益（元/股）	0.52	0.48	0.58	0.71
P/E（倍）	24.68	26.42	22.03	18.00

投资要点

- **公司上半年营收增长 12.59%，净利润增长 3.76%。**公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 12.59%；实现营业利润 0.91 亿元，较上年同期增长 8.16%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 3.76%。由于上年度公司首次公开发行股票股本数量增加以及本年度上半年公积金转增股本（每 10 股转增 3 股）的影响，公司 EPS 0.23 元。其中第 2 季度，实现营业收入 5.16 亿元，同比增长 23.65%，环比增长 36.51%；实现归属母公司净利润 0.56 亿元，同比增长 7.03%，环比增长 148.15%。2 季度对应 EPS 为 0.14 元。公司在 2017 年年报中目标 2018 年收入、利润同增 20-30% 的目标，现在看 2018Q1 收入同增 0.34%、利润下滑 3.56% 低于预期，而 2018Q2 收入同增 23.65%、利润同增 7.03% 明显好转，制造业市场一般旺季在三四季度，公司下半年新产品放量与业绩进展值得期待。
- **分业务来看：**控制电机及其驱动系统收入 6.21 亿、同增 13.56%，AGV 放量值得期待。LED 控制与驱动类收入 0.93 亿、同增 29.19%。设备状态管理系统、电源电控、贸易类产品收入分别同增 8.07%、同降 19.68%、同降 0.93%。
- **毛利率与经营性数据等：**公司期间费用同增 7.93%，期间费用率下滑 1.13 个百分点，毛利率同比下滑 3.20 个百分点。经营活动现金流下滑，预收款、应收款等经营数据向好。
- **投资建议：**我们预计公司 2018-20 年归属上市公司股东净利润 2.0/2.4/3.0 亿元，同比增长 21/20/22%，EPS 分别为 0.48/0.58/0.71 元，我们看好 AGV 布局、订单逐步放量后将一定程度上拉动业绩，此外公司有望 2020 年将标准化产品逐步搬迁至太仓，上海留下和伺服相关产品与研发，逐步释放产能，为未来业绩提供支撑，公司收购步进电机领域主要竞争对手运控电子，龙头地位凸显，因此我们给予 2018 年 33 倍 PE，对应目标价 16 元，给予买入评级。
- **风险提示：**产能扩张不及预期，业务扩展不及预期，宏观经济波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.80
一年最低/最高价	12.73/27.95
市净率(倍)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	2249.73

基础数据

每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	23.68
总股本(百万股)	416.00
流通 A 股(百万股)	175.76

相关研究

- 1、《子公司协同明显，新产品值得期待》2018-04-15
- 2、《鸣志电器：全球控制电机领先者，资源整合能力出色，产销研完美结合》2017-11-21

- 公司上半年营收增长 12.59%，净利润增长 3.76%。公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营业收入 8.93 亿元，同比增长 12.59%；实现营业利润 0.91 亿元，较上年同期增长 8.16%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 3.76%。由于上年度公司首次公开发行股票股本数量增加以及本年度上半年公积金转增股本（每 10 股转增 3 股）的影响，公司 EPS0.23 元。其中第 2 季度，实现营业收入 5.16 亿元，同比增长 23.65%，环比增长 36.51%；实现归属母公司净利润 0.56 亿元，同比增长 7.03%，环比增长 148.15%。2 季度对应 EPS 为 0.14 元。公司在 2017 年年报中目标 2018 年收入、利润同增 20-30% 的目标，现在看 2018Q1 收入同增 0.34%、利润下滑 3.56% 低于预期，而 2018Q2 收入同增 23.65%、利润同增 7.03% 明显好转，制造业市场一般旺季在三四季度，公司下半年新产品放量与业绩进展值得期待。

图表 1：公司基本情况

2018H1收入8.93亿元，同比增长12.59%；盈利0.79亿元，同比增长3.76%								
鸣志电器	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比	2018Q1	环比
营业收入（亿元）	8.93	7.93	12.59%	5.16	4.17	23.65%	3.78	36.51%
毛利率	35.11%	38.31%		35.66%	39.72%		34.35%	
营业利润（亿元）	0.91	0.83	10.18%	0.65	0.59	7.03%	0.26	144.56%
归属母公司净利润（亿元）	0.79	0.76	3.76%	0.56	0.53	7.03%	0.23	148.15%
扣非归母净利润	0.64	0.73	-12.12%	0.53	0.51	5.60%	0.10	410.80%
净利率	0.09	0.10		0.11	0.13		0.06	
股本（亿股）	4.16	4.16	-	4.16	4.16	-	4.16	-

资料来源：Wind、东吴证券研究所

- 控制电机及其驱动系统收入 6.21 亿、同增 13.56%，AGV 放量值得期待。该板块产品包括 HB、PM 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、伺服系统等，板块占公司营收比重的 70%，是公司目标成为运动控制产品供应商核心基础。公司上半年收购运控电子、增资鸣志派博思，竞争力逐步强化，在国内市场方面，工厂自动化和安防设备市场同比较高增长，国际市场方面，纺织机械、生物医疗仪器和安防设备市场，也获得了较快的成长，并且公司为 SCR 阀配套的控制电机已经开始批量交货，并在积极推进新产品，以获得更大的市场份额，上半年整体收入 6.21 亿，同比增长 13.56%，并且 Q2 增速快于 Q1；销量 985.67 万台，同比增长 21.56%；对应计算平均单价下滑 6%，符合制造业平稳降价趋势。我们预计该板块业务 18-19 年仍有一定的产能瓶颈，保持 15% 上下的收入增速，到 2020 年产能瓶颈逐步解决后有望加速成长。

图表 2：对外股权投资情况

报告期内，公司对外股权投资情况如下：

被投资单位名称	主要业务	注册资本	公司占权益比例
运控电子	控制器、微电机制造	3480万元	99.5374%
鸣志美洲控股	层级公司管理	10,000股	100%
鸣志太仓	微电机、电机驱动器、伺服电机、传感器、机电设备、LED驱动器以及智能LED驱动器、电源供应设备、工业自动化设备等	18,000万元	100%
鸣志派博思	线性电机、智能电动缸、单轴工业机器人	美金75万元	75%

资料来源：Wind、东吴证券研究所

- **LED 控制与驱动类收入 0.93 亿、同增 29.19%。**公司 LED 控制与驱动类产品主要包括 LED 驱动器、智能 LED 控制系统、智能监控管理软件系统和传感器等产品及其解决方案，板块占公司收入比重的 10% 左右。该板块业务前期经历了一定的调整，重点开发的发达国家市场增长快速，2017 年全年增速仅 2.5%，而 2018 年调整见成效，收入 0.93 亿，同增 29.19%，销量 123.19 万台，较上年同期增长 27.32%，略超预期，产品已经呈现规模化发展趋势，我们预计未来 3 年有望保持 20-35% 的较高增长。
- **设备状态管理系统、电源电控、贸易类产品收入分别同增 8.07%、同降 19.68%、同降 0.93%。**其中设备状态管理系统上半年收入 0.15 亿、同增 8.07%，占公司总体收入的 2% 左右；电源电控产品收入 0.22 亿、同比下降 19.68%，占公司总体收入的 2%。贸易类产品收入 1.22 亿、同比微降 0.93%，占公司总体收入的 14%，这一块业务主要代理松下继电器，公司与松下关系悠久稳定，我们预计未来 3 年将保持个位数的相对稳定发展。

图表 3：分产品营收与销量

分产品	营业收入	营业收入 比上年增 减 (%)	销量 (万台/万 套)	销量 比上年增减 (%)
控制电机及其驱动系统	621,141,953.22	13.56	985.67	21.56
LED 控制与驱动类	93,110,424.93	29.19	123.19	27.32
设备状态管理系统类	14,505,470.30	8.07	0.0111	-24.49
电源电控产品	22,131,403.87	-19.68	29.11	-10.03
贸易类产品	121,844,336.47	-0.93	1,911.80	13.88
其他	20,488,192.63	98.52	-	-
合计	893,221,781.42	12.59	3,049.78	16.46

资料来源：Wind、东吴证券研究所

- **公司期间费用同增 7.93%，期间费用率下滑 1.13 个百分点，毛利率同比下滑 3.20 个百分点。**公司 2018H1 年期间费用同比增长 7.93% 至 2.35 亿元，期间费用率下降 1.13 个百分点至 26.28%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 9.18%、上升 15.42%、下降 161.04% 至 0.79 亿元、1.6 亿元、-0.04 亿元；费用率分别下降 0.28、上升 0.44、下降 1.3 个百分点至 8.83%、17.90%、-0.46%。此外，公司上半年毛利率 35.11%，同比下滑 3.20 个百分点，预计主要是由于控制电机及其驱动系统板块竞争结构加剧、产品结构变化等因素影响。
- **经营活动现金流下滑，预收款、应收款等经营数据向好。**2018H1 经营活动现金流量净流出 0.53 亿元，同比去年由正转负，主要是由于库存、应收账款、经营性支出均增加较多；投资活动现金流量净流入 1.62 亿，与去年同期-0.33 亿相比转正，主要是因为收回投资收到的现金、收购意向金收回等；筹资活动产生现金流净额-0.63 亿，与去年同期 7.90 亿相比大幅下滑，主要是由于报告期内银行借款减少。此外，公司上半年销售商品取得现金 8.71 亿元，同比增长 9.01%。期末预收款项 0.08 亿元，较年初增长 40.94%。期末应收账款 4.97 亿元，较期初增长 0.97 亿元，应收账款周转天数上升 5.16 天至 90.35 天。期末存货 3.33 亿元，较期初上升 0.78 亿元；存货周转天数上升 8.41 天至 91.3 天。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2018-20 年归属上市公司股东净利润 2.0/2.4/3.0 亿元，同比增长 21/20/22%，EPS 分别为 0.48/0.58/0.71 元，我们看好 AGV 布局、订单逐步放量后将一定程度上拉动业绩，此外公司有望 2020 年将标准化产品逐步搬迁至太仓，上海留下和伺服相关产品与研发，逐步释放产能，为未来业绩提供支撑，公司收购步进电机领域主要竞争对手运控电子，龙头地位凸显，因此我们给予 2018 年 33 倍 PE，对应目标价 16 元，给予买入评级。

■ **风险提示：**产能扩张不及预期，业务扩展不及预期，宏观经济波动。

鸣志电器三大财务预测表

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	1751.8	1980.8	2222.0	2542.2	营业收入	1628.4	1925.4	2284.5	2757.3
现金	500.3	543.3	691.6	473.3	营业成本	1007.4	1220.7	1457.2	1762.1
应收款项	521.6	581.2	724.0	917.6	营业税金及附加	4.7	5.6	6.3	7.8
存货	254.9	294.8	353.4	432.9	营业费用	144.5	163.7	189.6	223.3
其他	475.0	561.6	453.0	718.4	管理费用	276.7	318.0	370.4	441.5
非流动资产	417.2	425.4	424.8	423.7	财务费用	14.6	-8.1	-11.1	-9.8
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	231.6	278.5	339.1
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	2406.2	2646.8	2965.9	利润总额	189.8	234.6	281.7	342.4
流动负债	478.9	569.0	634.6	744.5	所得税费用	23.7	33.0	39.8	46.4
短期借款	142.6	118.8	128.8	130.0	少数股东损益	0.1	0.2	0.2	0.2
应付账款	274.4	304.1	373.2	456.8	归属母公司净利润	166.0	201.5	241.7	295.8
其他	62.0	146.1	132.6	157.7	EBIT	196.3	217.8	261.4	322.9
非流动负债	0.0	-2.5	-5.4	-9.4	EBITDA	225.6	226.0	270.0	331.9
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	566.5	629.2	735.1	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	0.8	每股收益(元)	0.52	0.48	0.58	0.71
归属母公司股东权益	1689.7	1839.1	2017.0	2230.0	每股净资产(元)	5.28	4.42	4.85	5.36
负债和股东权益总计	2169.0	2406.2	2646.8	2965.9	发行在外股份(百万股)	320.0	416.0	416.0	416.0
					ROIC(%)	12.6%	10.6%	13.0%	14.0%
					ROE(%)	9.8%	11.0%	12.0%	13.3%
					毛利率(%)	38.1%	36.6%	36.2%	36.1%
					EBIT Margin(%)	12.1%	11.3%	11.4%	11.7%
					销售净利率(%)	10.2%	10.5%	10.6%	10.7%
					资产负债率(%)	22.1%	23.5%	23.8%	24.8%
					收入增长率(%)	10.4%	18.2%	18.7%	20.7%
					净利润增长率(%)	5.8%	21.4%	20.0%	22.4%
					P/E	24.68	26.42	22.03	18.00
					P/B	2.42	2.90	2.64	2.39
					EV/EBITDA	20.28	20.63	17.50	14.56
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	146.7	126.8	210.2	-128.8					
投资活动现金流	-546.1	-8.1	-8.0	-7.9					
筹资活动现金流	758.9	-75.8	-53.9	-81.5					
现金净增加额	344.0	42.9	148.3	-218.3					
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	-83.0	-40.3	-433.7					
企业自由现金流	-383.3	104.7	185.1	-153.3					

数据来源：Wind，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>