



2019-05-04

公司点评报告

买入/维持

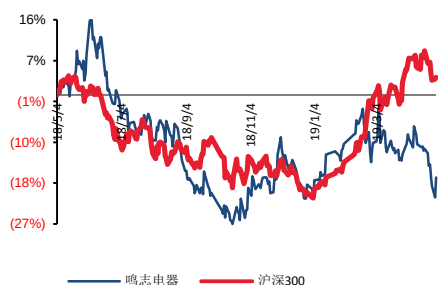
鸣志电器 (603728)

昨收盘: 12.88

工业 资本货物

海外业务表现亮眼，运动控制龙头路径清晰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	416/176
总市值/流通(百万元)	5,358/2,264
12 个月最高/最低(元)	21.31/11.38

相关研究报告:

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010005

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

事件: 公司发布 2018 年报及 2019 一季报, 2018 全年实现营收 18.94 亿, 同比增长 16.3%; 归母净利润 1.67 亿, 同比增长 0.53%; 扣非归母净利润 1.37 亿, 同比减少 11%; 拟每 10 股派发现金红利人民币 0.41 元(含税)。2019 年一季度实现营收 4.37 亿, 同比+15.68%; 归母净利润 2348.14 万, 同比+3.70%; 扣非归母净利润 1809.8 万, 同比+72.82%。

业绩整体稳健, 海外业务表现亮眼。2018 年, 受宏观经济和中美贸易摩擦等影响, 我国自动化市场“前高后低”态势明显, 其中 OEM 市场整体增长仅 4.1% 左右, 运动控制领域表现欠佳。公司业绩整体稳健, 其中海外业务营收同比+23.36%, 表现亮眼; 控制电机规模持续扩大, 运控电子顺利达成绩效承诺, 高互补性并购效应显现, 混合式步进电机出货量同比增长 54%, PM 步进电机出货量因受国内 4G 通信网络建设进入末期, 出货量同比减少 16%; 电机驱动产品类营收超 3 亿, 同比增长超过 25%; 此外, LED 智能电源在国外市场有较大力度拓展。全年净利润增速放缓(其中 Q4 净利润同比-18.16%), 毛利率为 34.99%, 略有下降, 高毛利的设备状态管理系统类业务受国内电力建设工程项目投资下滑的拖累及四季度订单验收延期造成拖累。当前, 3 月 PMI 再次回到临界点以上, 政策层面上“稳增长+宽信用”趋势逐渐强化, 在人力成本上升、进口替代等背景下, 智能制造景气向好趋势不改, 公司 2019 年 Q1 净利润同比+3.7%, 扣非同比+72.82%, 看好公司业绩企稳向好。

期间费用控制良好, 加大研发投入。报告期内, 公司的期间费用率为 26.23% (同比下降 0.46PCT), 各项费用控制合理, 其中受益于美元升值产生汇兑收益, 财务费用率同比下降 1.54pct。研发投入 9386 万, 同比+22.9%, 研发费用率略增达到 4.96%, 自主研发的高分辨率编码器已通过设计验证即将导入量产, 此外完成 10 极 12 槽交流伺服电机、长寿命线性电机、5G 天线无刷直流减速电机、智能 LED 等多项研发项目, M3 伺服电机驱动器有望今年量产。公司通过搭建开放的技术研发平台, 实现各业务线的技术共享和融会贯通, 形成了从基础技术研究、产品创新设计、检测试验到产品小试、中试, 最后实现产业化的相对完善并且具备较强市场竞争能力的技术研发体系, 我们看好公司研发投入持续转化为产品和业绩的潜力。

收购 T-motion，全球化布局再下一城。 自收购美国 AMP、Lin Engineering 之后，2018 年度，公司实际完成股权投资项目 6 项，投资额合计 5.24 亿元。于报告期内完成对运控电子、派博思等的相关股权收购，当前已完成对瑞士 Technosoft Motion AG 的收购，覆盖北美、东北亚和欧洲的控制电机及其驱动系统业务的集研发、设计、运营一体的运营网络已经基本建成。近年来，公司通过高互补性的外延式并购不断开拓海外市场，本土化的国际销售策略成果逐渐显现。报告期内，公司在海外发达地区成熟市场业务的收入增长显著，其中控制电机及其驱动系统业务海外业务部分增长超过 18%，LED 控制与驱动系统业务海外业务部份增长超过 37%，值得一提的是，在日本首次实现收入突破 1,000 万美元，同比增长近 60%。

投资建议。 公司通过深化工厂自动化改造和进行高互补性的股权并购继续扩大业务规模，市场份额及产品竞争力逐渐提升，有望在智能汽车、5G 等领域持续突破，看好公司成长为信息化及自动化应用领域中系统级的运动控制解决方案的综合提供商。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.53、0.69 和 0.86 元，对应 PE 分别为 24/18/15 倍，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济持续下行，贸易摩擦加剧，新品研发低于预期。

。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1894	2461	3078	3828
(+/-%)	16%	30%	25%	24%
净利润(百万元)	167	220	285	357
(+/-%)	1%	32%	29%	25%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.53	0.69	0.86
市盈率(PE)	31	24	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1628	1894	2461	3078	3828	成长性					
减: 营业成本	1007	1231	1556	1935	2390	营业收入增长率	10%	16%	30%	25%	24%
营业税费	5	6	8	10	12	营业利润增长率	1%	2%	31%	29%	25%
销售费用	145	171	222	276	345	净利润增长率	6%	1%	32%	29%	25%
管理费用	276	244	425	537	681	EBITDA增长率	4%	31%	-1%	25%	23%
财务费用	15	(12)	(1)	(1)	(1)	EBIT增长率	5%	29%	0%	29%	25%
资产减值损失	8	7	8	8	8	NOPLAT增长率	14%	-11%	40%	29%	25%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	80%	13%	1%	21%	6%
投资和汇兑收益	5	16	7	9	11	净资产增长率	118%	9%	11%	14%	15%
营业利润	187	192	251	323	405	利润率					
加: 营业外净收支	3	0	1	3	3	毛利率	38%	35%	37%	37%	38%
利润总额	190	192	252	326	408	营业利润率	11%	10%	10%	10%	11%
减: 所得税	24	25	31	41	51	净利率	10%	9%	9%	9%	9%
净利润	166	167	220	285	357	EBITDA/营业收入	14%	15%	12%	12%	12%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	12%	13%	10%	10%	11%
货币资金	500	447	738	1385	1914	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	31	33	27	18	12
应收帐款	434	451	714	762	1050	流动营业资本周转天数	140	175	135	129	129
应收票据	87	110	107	183	184	流动资产周转天数	284	332	291	322	347
预付帐款	14	19	32	26	45	应收帐款周转天数	90	84	85	86	85
存货	255	334	376	524	591	存货周转天数	51	56	52	53	52
其他流动资产	461	376	279	372	342	总资产周转天数	374	440	393	397	404
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	224	264	218	194	176
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	1	0	0	0	0	ROE	9.8%	9.0%	10.7%	12.2%	13.2%
投资性房地产	2	2	2	2	2	ROA	7.7%	6.8%	7.6%	7.4%	7.6%
固定资产	146	203	173	141	107	ROIC	24.3%	12.0%	14.8%	18.8%	19.5%
在建工程	0	6	3	1	0	费用率					
无形资产	10	68	63	58	53	销售费用率	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产						管理费用率	16.9%	12.9%	17.3%	17.4%	17.8%
资产总额	2169	2465	2910	3880	4717	财务费用率	0.9%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	141	148	189	188	187	三费/营业收入	26.7%	21.3%	26.2%	26.4%	26.8%
应付帐款	282	296	527	516	685	偿债能力					
应付票据	0	0	0	0	0	资产负债率	22.1%	25.0%	29.2%	39.5%	42.7%
其他流动负债						负债权益比	28.3%	33.4%	41.2%	65.4%	74.5%
长期借款	0	0	34	715	1008	流动比率	3.66	3.37	2.88	4.20	4.36
其他非流动负债						速动比率	3.13	2.72	2.40	3.53	3.74
负债总额	479	617	850	1534	2014	利息保障倍数	13.23	-20.81	-249.57	-321.83	-403.67
少数股东权益	0	1	1	1	1	分红指标					
股本	320	416	416	416	416	DPS(元)	0.04	-	-	-	-
留存收益	1368	1423	1643	1928	2285	分红比率	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1690	1848	2060	2345	2702	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	166	167	220	285	357	EPS(元)	0.40	0.40	0.53	0.69	0.86
加: 折旧和摊销	30	44	39	39	40	BVPS(元)	4.06	4.44	4.95	5.64	6.49
资产减值准备	8	7	0	0	0	PE(X)	32	31	24	18	15
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	3	3	3	2	2
财务费用	18	(4)	(1)	(1)	(1)	P/FCF	(13)	(1609)	19	8	10
投资收益	(5)	(16)	(7)	(9)	(11)	P/S	3	3	2	2	1
少数股东损益	0	(0)	0	0	0	EV/EBITDA	32	17	16	13	10
营运资金的变动	(554)	91	(35)	(358)	(159)	CAGR(%)	19.7%	28.9%	12.0%	19.7%	28.9%
经营活动产生现金	147	114	216	(43)	225	PEG	1.6	1.1	2.0	0.9	0.5
投资活动产生现金	(546)	(166)	7	9	11	ROIC/WACC	7.0	3.4	4.2	5.4	5.6
融资活动产生现金	759	(19)	69	681	293	REP	0.8	1.0	0.7	0.5	0.4

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。