



2020-04-29

公司点评报告

买入/维持

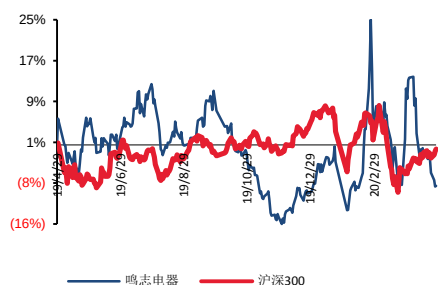
鸣志电器 (603728)

昨收盘: 11.2

工业 资本货物

毛利率与现金流持续改善，疫情致 Q1 业绩短期承压

■ 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)	4,659/1,969
12 个月最高/最低(元)	15.25/10.27

相关研究报告:

鸣志电器 (603728)《上半年业绩略有下滑，运动控制业务稳步发展》
--2019/08/29

鸣志电器 (603728)《5G 浪潮的受益者，做中国的 Nidec》
--2019/06/30

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:

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

事件: 公司发布 2019 年年报，报告期内实现营收 20.58 亿元，同比增长 8.65%；归属于母公司所有者的净利润 1.75 亿元，同比增长 4.67%。公司同时发布 2020 年一季度报告，Q1 实现营收 4.05 亿元，同比减少 7.23%；归属于母公司所有者的净利润 1422.3 万元，同比减少 39.43%。

HB 步进龙头地位稳固，LED 业务下滑毛利率改善。 2019 年，国内经济下行压力叠加贸易摩擦，公司业绩整体稳健，实现归母净利润 1.75 亿，同比+4.67%，扣非净利润 1.6 亿，同比+16.9%，毛利率 37.87%，提升 2.89pct，且公司经营性净现金流达 2.12 亿，同比+86%。控制电机及驱动系统全年产量 2407 万台，同比+7.88%，销量 2360 万台，同比+8.75%，实现收入 15.03 亿，同比+13.81%，营收占比达 73.05%，核心业务突出。毛利率 40.11%，提升 1.83pct，通过整合运控电子、T-MOTION 等，公司 HB 步进电机全球市场份额已稳居前三，在新兴、高附加值领域快速成长，2019 年医疗设备和生化仪器应用领域全年收入 2.2 亿，同比大幅提升 70%，营收占约 11%，此外，移动机器人、太阳能设备、安防等领域保持较高增速；纺机机械、舞台灯光等传统领域有所承压，通讯设备领域则因 5G 配套产品尚处批量前的验证磨合期，4G 处于收尾阶段，全年销售有所下滑。值得强调的是，欧美地区电机及驱动业务营收仍增长超过 20%，体现了公司产品在国际市场上的技术能力和定价能力。LED 控制与驱动产品业务方面，公司坚定实施聚焦智能 LED 驱动及控制的策略，调整产品和客户结构，收入 1.67 亿，同比-18.61%，产品平均单价显著提高，毛利率提升 5.27pct，改善显著，重点开发欧洲、日本和北美等发达国家地区市场。此外，公司设备状态管理系统业务海外市场业务推广初见成效，收入提升 35.4%；继电器贸易代理业务继续平稳发展。

期间费用仍处高位，研发投入加大。 报告期内，公司的期间费用率为 28.58%（同比+2.35PCT），其中管理费用率 19.62%（同比+1.79pct），仍处高位，估计主要是报告期内公司拓展海外运营与销售网络、并购并表以及越南投资设厂的相关费用增加影响。公司加大了研发投入，研发费用 1.35 亿，同比+43.8%，营收占比达 6.6%。公司自主研发的高分辨率编码器已经导入量产，无槽电机、无刷电机等新产品线取得多项国际、国内专利，并得到顶级客户认可，进入快速发展阶段，今年 4 月公司公告了新增 227 万台无刷电机年产能投资项目。我们看好

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

公司研发投入持续转化为产品和业绩的潜力。

疫情影响交付 Q1 业绩承压。疫情导致今年 Q1 国内公司停产近 2 周，影响部分订单交付，营收同比-7.23%，归母净利润-39.4%。凭借海外工厂的产能及库存供应保障，国外业务受疫情影响不明显。控制电机及其驱动系统业务国内部分同比下降 23%，国外部分同比增加 0.8%。随着疫情形势转好，公司生产经营稳步恢复正常，二季度公司有望同时提高国内、外的销售业绩。

投资建议。公司坚持差异化竞争策略，立足于高技术领域、高附加值领域和新兴市场，国际视野与全球化布局能力是公司的一大核心竞争力，医疗、5G 等下游的高景气度带动下，中长期看好公司发展趋势。考虑到全球疫情的风险因素，调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.45、0.60 和 0.78 元，对应 PE 分别为 24.7/18.8/14.4 倍，维持“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:

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2058	2361	2945	3692
(+/-%)	8.7%	14.7%	24.7%	25.4%
净利润(百万元)	175	189	248	323
(+/-%)	4.7%	8.0%	31.6%	30.3%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.45	0.60	0.78
市盈率(PE)	26.7	24.7	18.8	14.4

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	447	686	708	883	1108	营业收入	1894	2058	2361	2945	3692
应收和预付款项	580	585	801	908	1225	营业成本	1231	1279	1466	1817	2268
存货	334	321	388	505	620	营业税金及附加	6	6	7	9	12
其他流动资产	376	36	291	234	187	销售费用	171	187	216	273	345
流动资产合计	1737	1628	2189	2531	3139	管理费用	244	269	453	562	701
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-12	-3	-5	-7	-9
投资性房地产	2	2	2	2	2	资产减值损失	7	25	14	15	17
固定资产	203	251	248	265	244	投资收益	16	5	5	4	4
在建工程	6	49	83	54	35	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	68	104	127	158	181	营业利润	192	193	213	280	362
长期待摊费用	15	22	20	18	16	其他非经营损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	433	595	597	602	598	利润总额	192	193	213	280	362
资产总计	2465	2651	3265	3628	4215	所得税	25	18	25	32	39
短期借款	148	174	368	409	427	净利润	167	175	188	248	323
应付和预收款项	306	276	447	436	642	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	130	187	226	归母股东净利润	167	175	189	248	323
其他负债	163	191	135	163	163	预测指标					
负债合计	617	641	1080	1195	1458		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	416	416	416	416	416	毛利率	35.0%	37.9%	37.9%	38.3%	38.6%
资本公积	735	735	735	735	735	销售净利率	8.8%	8.5%	8.0%	8.4%	8.8%
留存收益	1423	1580	1769	2017	2340	销售收入增长率	16.3%	8.7%	14.7%	24.7%	25.4%
归母公司股东权益	1847	2009	2185	2433	2756	EBIT 增长率	29.5%	33.8%	-37.8%	30.9%	29.5%
少数股东权益	1	1	1	1	1	净利润增长率	0.5%	4.7%	8.0%	31.6%	30.3%
股东权益合计	1848	2010	2186	2434	2757	ROE	9.0%	8.7%	8.6%	10.2%	11.7%
负债和股东权益	2465	2651	3265	3628	4215	ROA	6.8%	6.6%	5.8%	6.8%	7.7%
现金流量表(百万)						ROIC	12.0%	11.7%	12.2%	12.5%	15.0%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.40	0.42	0.45	0.60	0.78
经营性现金流	114	212	-129	153	215	PE (X)	27.92	26.68	24.71	18.78	14.41
投资性现金流	-166	20	-108	-92	-71	PB (X)	2.52	2.32	2.13	1.92	1.69
融资性现金流	-19	-1	259	114	80	PS (X)	2.46	2.26	1.97	1.58	1.26
现金增加额	-71	230	23	175	224	EV/EBITDA (X)	16.71	10.66	16.51	12.37	9.42

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@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。