

2017年04月14日

公司研究·证券研究报告

昊志机电 (300503.SZ)

公司快报

进口替代实力彰显，高端制造创新担当

投资要点

◆ **受益行业增长与进口替代，业绩高速增长：**2016年，公司实现营业收入3.3亿元，同比增长49.55%；归母净利润为6278万元，同比增长44.50%。金属材料在消费电子产品的外观件和结构件中的渗透率不断提高，市场对钻攻中心、加工中心等金属加工机床设备需求旺盛，明显带动了公司电主轴的销量。公司自主研发的钻攻中心直联主轴产品高性价比优势明显，可大规模进口替代日本和台湾品牌。受到新增需求和进口替代双重利好因素的推动，钻攻中心、加工中心的直联主轴和电主轴销售收入大幅增长，超过数控雕铣机主轴业务，成为公司销售收入占比最大的产品领域，并推动公司主轴业务收入增长52.07%。2016年公司的转台产品实现大批量销售，销售收入达1899万元，占营业收入5.74%，成为公司新的利润增长点。

◆ **高技术壁垒铸就强盈利能力：**公司2014-2016年管理费用中列支的技术研究费分别为1,462万元、2,026万元和2,753万元，占营业收入的比重平均达8%以上；目前拥有研发人员177人，占公司员工总数的14.96%。在同类企业中研发投入占比和研发人员占比均处于中上水平。电主轴是数控机床的核心功能部件，具备较高的技术含量和行业进入壁垒，行业整体利润水平也相对较高；公司产品定位中高端市场，凭借优异的产品性能和良好的业界口碑，相对其他国内厂商公司拥有较强的定价话语权；而在与国外厂商竞争中，进口产品的销售价格普遍较高，公司在售价低于进口产品的情况下仍能维持良好的利润水平。公司2016年主轴整机业务的毛利率为53%。

◆ **借高端制造之风，市场空间广阔：**我国数控机床功能部件行业起步较晚，目前国内产中高档数控机床采用的主轴和转台仍严重依赖进口；国内主轴行业仍以机械主轴为主导，电主轴渗透率不高。随着我国电主轴行业技术水平的不断提升，进口替代将给公司带来发展良机。《“中国制造2025”重点领域技术路线图》提出：到2020年，高档数控机床与基础制造装备国内市场占有率超过70%，主轴、丝杠、导轨等中高档功能部件国内市场占有率达到50%；到2025年，高档数控机床与基础制造装备国内市场占有率超过80%，主轴、丝杠、导轨等中高档功能部件国内市场占有率达到80%。2016年11月，公司中标工信部“超精密静压电主轴产业化技术改造”项目，项目投资额1亿元，凸显了公司的竞争实力并对公司未来的经营业绩产生一定的积极影响；公司转台产品实现大批量销售收入，公司向数控机床核心功能部件横向扩张初见成效，公司未来将继续加大对新领域、新产品的研发力度，加快推进木工主轴、直线电机、机器人减速器等新产品的研发和客户测试，进一步丰富产品类型，为公司提供更多的盈利增长点，升级“整机—配件—服务”紧密结合的完整产业链。

◆ **投资建议** 我们预测公司2017-2019年营业收入分别为4.93亿元、6.49亿元和8.48亿元，每股收益分别为0.83元、1.07元和1.44元。给予增持-A建议，6个月目标价为63.98元，相当于2017年77倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧导致利润下滑，消费电子行业增速放缓等。

机械 | 其他通用机械 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6个月目标价 63.98元

股价(2017-04-12) 54.37元

交易数据

总市值(百万元) 5,515.75

流通市值(百万元) 2,231.13

总股本(百万股) 101.45

流通股本(百万股) 41.04

12个月价格区间 36.68/103.50元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.99	-22.63	60.17
绝对收益	-12.01	-23.64	44.55

分析师

张仲杰
 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsc.cn
 021-20655610

报告联系人

范益民
 fanyimin@huajinsc.cn
 021-20655736

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	221.3	330.9	492.8	649.0	848.3
同比增长(%)	10.6%	49.6%	48.9%	31.7%	30.7%
营业利润(百万元)	37.9	63.7	88.9	115.4	158.7
同比增长(%)	-13.6%	68.1%	39.5%	29.8%	37.5%
净利润(百万元)	43.4	62.8	84.0	108.8	145.6
同比增长(%)	8.3%	44.5%	33.9%	29.5%	33.9%
每股收益(元)	0.43	0.62	0.83	1.07	1.44
PE	128.9	89.2	66.7	51.5	38.5
PB	12.3	8.2	6.9	6.3	5.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	221.3	330.9	492.8	649.0	848.3	年增长率					
减:营业成本	104.6	157.6	233.4	310.9	405.5	营业收入增长率	10.6%	49.6%	48.9%	31.7%	30.7%
营业税费	2.8	3.9	6.4	8.1	10.5	营业利润增长率	-13.6%	68.1%	39.5%	29.8%	37.5%
销售费用	25.8	39.9	58.5	77.0	101.2	净利润增长率	8.3%	44.5%	33.9%	29.5%	33.9%
管理费用	43.1	54.7	89.5	117.1	149.1	EBITDA 增长率	-8.5%	47.2%	34.8%	26.4%	30.9%
财务费用	-0.3	0.2	7.2	11.5	13.8	EBIT 增长率	-14.1%	70.0%	50.2%	32.0%	35.9%
资产减值损失	7.4	10.8	8.8	9.0	9.6	NOPLAT 增长率	-13.1%	68.7%	50.4%	32.3%	35.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.2%	32.6%	54.9%	6.4%	33.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	10.6%	51.0%	17.7%	10.8%	13.0%
营业利润	37.9	63.7	88.9	115.4	158.7	盈利能力					
加:营业外净收支	11.6	8.3	7.4	9.1	8.3	毛利率	52.7%	52.4%	52.6%	52.1%	52.2%
利润总额	49.5	72.1	96.4	124.5	166.9	营业利润率	17.1%	19.3%	18.0%	17.8%	18.7%
减:所得税	6.0	9.3	12.3	15.7	21.3	净利润率	19.6%	19.0%	17.1%	16.8%	17.2%
净利润	43.4	62.8	84.0	108.8	145.6	EBITDA/营业收入	26.6%	26.1%	23.7%	22.7%	22.7%
						EBIT/营业收入	17.0%	19.3%	19.5%	19.6%	20.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	16.2%	20.5%	40.6%	34.4%	43.1%
货币资金	19.4	95.0	307.9	194.7	254.5	负债权益比	19.3%	25.8%	68.4%	52.5%	75.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.44	5.18	4.49	3.37	3.81
应收帐款	172.7	211.0	389.8	419.9	605.5	速动比率	3.36	3.71	2.95	2.40	2.42
应收票据	40.9	127.5	44.5	207.8	144.7	利息保障倍数	-136.27	266.30	13.36	11.02	12.50
预付帐款	1.0	1.4	3.5	1.9	5.3	营运能力					
存货	145.3	171.9	388.8	333.7	577.0	固定资产周转天数	218	154	107	70	46
其他流动资产	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	流动营业资本周转天数	415	373	400	411	403
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	537	636	636	583
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	245	209	219	225	218
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	218	173	205	200	193
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	837	765	812	756	666
固定资产	128.0	155.3	136.3	117.2	98.2	投资资本周转天数	642	543	530	505	464
在建工程	15.7	65.5	65.5	65.5	65.5	费用率					
无形资产	13.3	13.3	11.8	10.4	8.9	销售费用率	11.7%	12.1%	11.9%	11.9%	11.9%
其他非流动资产	5.6	21.9	11.5	13.0	15.4	管理费用率	19.5%	16.5%	18.2%	18.0%	17.6%
资产总额	542.2	863.3	1,359.9	1,364.5	1,775.6	财务费用率	-0.1%	0.1%	1.5%	1.8%	1.6%
短期债务	-	-	125.0	161.6	204.0	三费/营业收入	31.0%	28.7%	31.5%	31.7%	31.1%
应付帐款	44.4	76.2	92.8	139.5	162.8	投资回报率					
应付票据	4.5	18.4	7.3	18.6	20.7	ROE	9.6%	9.1%	10.4%	12.2%	14.4%
其他流动负债	20.8	22.7	27.7	24.2	29.4	ROA	8.0%	7.3%	6.2%	8.0%	8.2%
长期借款	-	-	268.6	89.7	305.3	ROIC	9.2%	13.0%	14.7%	12.6%	16.0%
其他非流动负债	18.1	59.8	31.0	36.3	42.4	分红指标					
负债总额	87.8	177.1	552.4	470.0	764.5	DPS(元)	-	0.23	0.17	0.21	0.29
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	37.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	75.0	101.4	101.4	101.4	101.4	股息收益率	0.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	379.4	638.8	706.1	793.1	909.6						
股东权益	454.4	686.2	807.5	894.6	1,011.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43.4	62.8	84.0	108.8	145.6	EPS(元)	0.43	0.62	0.83	1.07	1.44
加:折旧和摊销	21.1	22.5	20.5	20.5	20.5	BVPS(元)	4.48	6.76	7.96	8.82	9.97
资产减值准备	7.4	10.8	-	-	-	PE(X)	128.9	89.2	66.7	51.5	38.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.3	8.2	6.9	6.3	5.5
财务费用	0.0	0.5	7.2	11.5	13.8	P/FCF	-210.3	-72.7	33.9	-62.3	61.3
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	25.3	16.9	11.4	8.6	6.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	70.1	63.4	48.7	38.3	30.3
营运资金的变动	-51.0	-107.2	-327.5	-75.1	-335.7	CAGR(%)	35.8%	32.4%	28.0%	35.8%	32.4%
经营活动产生现金流量	6.6	-39.4	-215.8	65.7	-155.8	PEG	3.6	2.8	2.4	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	-16.0	-114.3	0.0	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.5	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	-15.8	221.2	428.7	-178.9	215.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn