

投资评级

买入

 首次
 覆盖

稀缺 HB 步进电机优质标的

股票数据

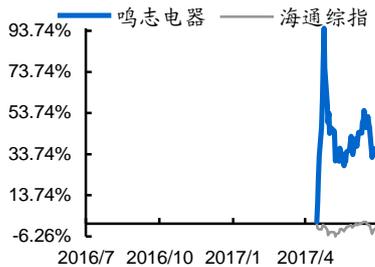
6个月内目标价(元)	26.35
07月24日收盘价(元)	22.43
52周股价波动(元)	13.48-31.53
总股本/流通A股(百万股)	320/80
总市值/流通市值(百万元)	7178/1794

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	45.3	36.4	26.3
市净率	6.9	4.0	3.5
市销率	4.82	3.89	2.90
EV/EBITDA	31.5	24.1	14.8
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.8	-9.7	-9.7
相对涨幅(%)	0.5	-19.1	-18.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021) 23219692

Email: fangq@htsec.com

证书: S0850512050003

联系人: 张向伟

Tel: (021) 23154141

Email: zxw10402@htsec.com

投资要点:

- 公司主营控制电机及驱动系统产品。**公司以小神探设备巡点检管理系统起家, 专注信息化技术应用。基于非常强的工业总线通信、电子线路技术、功率电子技术, 公司业务逐步延伸至控制电机及其驱动系统、LED 控制与驱动等领域。目前业务已涵盖了混合式步进电机、永磁式步进电机、伺服系统, 以及基本、智能型 LED 驱动控制类产品, 小神探设备状态管理系统等。
- HB 步进电机为主要收入来源。**2016 年, 公司营业总收入 14.75 亿元, 归母净利润 1.57 亿元。其中 HB 步进电机收入 6.09 亿元, 占比 41%, 为公司主要收入来源; 其他业务包括步进及无刷驱动系统&伺服系统 (2.06 亿元)、PM 步进电机 (1.10 亿元)、LED 控制驱动产品 (1.80 亿元)、贸易代理 (2.54 亿元) 等。
- HB 步进电机领域打破日本厂商垄断。**HB 步进电机可将旋转运动转换为直线运动驱动线性负, 精度高、可控性强、壁垒较高, 在医疗、制造业、精密调准等领域具广阔市场前景。HB 步进电机之前被日本厂商垄断, 2015 年, 全球 HB 步进电机出货量 8000 万台, 日本厂商合计占比超 70%。公司为近年唯一改变行业竞争格局的新兴企业, 打破日本厂商垄断。2015 年, 公司出货量 814 万台, 市场份额 10.18%, 排名全球第四, 为前七大企业中唯一非日系企业。
- 收购 Lin, 技术&下游持续开拓。**鸣志在工厂自动化、打印机、舞台灯光、银行设备等领域具备较强优势。通过收购 Lin Engineering, 进一步增强在 0.9° HB 步进电机领域的技术能力, 亦会在 Lin 具备优势的高端安防监控、医疗、航空航天领域打开更大市场。结合产业情况, 我们预计公司未来将致力于在工业自动化、医疗、智能家居、3D 打印、汽车应用等领域进行发力, 以打开更大成长空间。
- LED 智能照明控制及驱动产品开拓成效显著。**公司将优异的功率电子技术、设备管理系统总线控制技术及应用用于 LED 智能照明控制及驱动领域, 取得优异成效。该产品曾应用于上海大连路隧道 LED 灯光改造、杭州钱江等多个隧道项目、广州南沙路照明改造等。公司 LED 智能电源系列产品用于澳门 MGM 酒店及日本东京银座歌舞伎座, 亦取得非常好的示范效应。
- 募投项目扩充产能&增强技术创新能力。**公司本次发行合计募集资金 8.98 亿元, 扣除发行费用后 7.93 亿元, 用于控制电机新增产能项目、技术中心建设项目及美国 0.9° HB 步进电机扩产项目等。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计, 公司 2017-2019 年归母净利润分别为 1.95/2.71/3.75 亿元, 同比增长 24.64%、38.50% 和 38.48%。公司为步进电机稀缺性标的, 且我们预计未来增速较高, 给予 2018 年 31 倍估值, 对应目标价 26.35 元/股, 买入评级。

- 不确定因素。**公司步进电机业务新领域开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1173.06	1474.55	1828.25	2453.62	3334.27
(+/-)YoY(%)	4.53%	25.70%	23.99%	34.21%	35.89%
净利润(百万元)	98.03	156.81	195.45	270.70	374.88
(+/-)YoY(%)	5.51%	59.97%	24.64%	38.50%	38.48%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.49	0.61	0.85	1.17
毛利率(%)	36.68%	39.17%	39.26%	39.48%	39.65%
净资产收益率(%)	15.43%	20.41%	11.08%	13.31%	15.56%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

表 1 鸣志电器损益表预测 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	1173.06	1474.55	1828.25	2453.62	3334.27
同比增长 (%)	4.53	25.70	23.99	34.21	35.89
营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	742.79	897.04	1110.45	1484.84	2012.38
毛利率 (%)	36.68%	39.17%	39.26%	39.48%	39.65%
营业税金及附加 (百万元)	2.36	3.60	4.20	5.75	7.76
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.20%	0.24%	0.23%	0.23%	0.23%
销售费用 (百万元)	106.87	134.87	167.00	224.23	304.66
销售费用率 (%)	9.11%	9.15%	9.13%	9.14%	9.14%
管理费用 (百万元)	209.81	245.67	312.06	415.47	566.10
管理费用率 (%)	17.89%	16.66%	17.07%	16.93%	16.98%
财务费用 (百万元)	4.55	-1.19	3.34	-1.30	-8.24
财务费用率 (%)	0.39%	-0.08%	0.18%	-0.05%	-0.25%
资产减值损失 (百万元)	2.96	8.22	4.10	6.86	11.42
投资收益 (百万元)	-0.58	-0.68	-0.65	-0.66	-0.66
营业利润 (百万元)	103.13	185.66	226.44	317.12	439.53
同比增长 (%)	-5.29%	80.02%	21.97%	40.04%	38.60%
营业外收入 (百万元)	11.12	7.65	4.20	3.00	3.50
营业外支出 (百万元)	0.42	6.94	0.16	0.07	0.20
利润总额 (百万元)	113.83	186.36	230.48	320.04	442.83
同比增长 (%)	0.97%	63.72%	23.67%	38.86%	38.37%
所得税费用 (百万元)	15.76	29.47	34.93	49.21	67.77
有效所得税率 (%)	13.84%	15.82%	15.16%	15.38%	15.30%
净利润 (百万元)	98.08	156.89	195.54	270.83	375.06
少数股东损益 (百万元)	0.05	0.08	0.10	0.13	0.18
归属于母公司所有者的净利润	98.03	156.81	195.45	270.70	374.88
同比增长 (%)	5.51%	59.97%	24.64%	38.50%	38.48%
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.49	0.61	0.85	1.17

资料来源: 公司 2015-2016 年年报, 海通证券研究所

表 2 同业估值水平

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
			7月24日	7月24日	2016	2017E	2018E	2016
300124.sz 汇川技术	24.99	416.11	0.56	0.71	0.88	44.65	35.33	28.28
002851.sz 麦格米特	35.29	62.72	0.62	0.91	1.36	57.19	38.72	25.96
603819.sh 神力股份	23.72	28.46	0.38	0.45	0.53	62.36	52.69	44.61
002334.sz 英威腾	7.31	55.22	0.09	0.21	0.27	81.12	35.54	27.27
行业平均						61.33	40.57	31.53

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 3 鸣志电器盈利预测假设条件 (百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入					
控制电机及驱动系统	681.87	925.03	1,156.29	1,618.80	2,266.32
贸易代理	260.69	253.68	279.05	306.95	337.65
LED 控制与驱动	101.90	179.94	269.91	404.87	607.30
电源电控	54.85	50.02	55.00	55.00	55.00
设备状态管理系统	60.51	49.46	50.00	50.00	50.00
合计	1173.06	1474.55	1828.25	2453.62	3334.27
YOY					
控制电机及驱动系统	—	35.66%	25.00%	40.00%	40.00%
贸易代理	—	-2.69%	10.00%	10.00%	10.00%
LED 控制与驱动	—	76.58%	50.00%	50.00%	50.00%
电源电控	—	-8.81%	9.96%	0.00%	0.00%
设备状态管理系统	—	-18.26%	1.09%	0.00%	0.00%
合计	4.53%	25.70%	23.99%	34.21%	35.89%
毛利率					
控制电机及驱动系统	40.47%	45.03%	45.00%	45.00%	45.00%
贸易代理	23.51%	22.30%	23.00%	23.00%	23.00%
LED 控制与驱动	27.26%	26.03%	27.00%	27.00%	27.00%
电源电控	27.62%	28.68%	29.00%	29.00%	29.00%
设备状态管理系统	73.56%	71.89%	72.00%	72.00%	72.00%
合计	36.68%	39.16%	39.26%	39.48%	39.65%
主营成本					
控制电机及驱动系统	405.92	508.49	635.96	890.34	1,246.48
贸易代理	199.40	197.11	214.87	236.35	259.99
LED 控制与驱动	74.12	133.10	197.03	295.55	443.33
电源电控	39.70	35.67	39.05	39.05	39.05
设备状态管理系统	16.00	13.90	14.00	14.00	14.00
合计	742.76	897.07	1110.45	1484.84	2012.38

资料来源: 公司 2015-2016 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					营业总收入	1474.55	1828.25	2453.62	3334.27
每股收益	0.49	0.61	0.85	1.17	营业成本	897.04	1110.45	1484.84	2012.38
每股净资产	3.20	5.51	6.36	7.53	毛利率%	39.17%	39.26%	39.48%	39.65%
每股经营现金流	0.55	0.73	0.78	1.13	营业税金及附加	3.60	4.20	5.75	7.76
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.24%	0.23%	0.23%	0.23%
价值评估(倍)					营业费用	134.87	167.00	224.23	304.66
P/E	45.34	36.38	26.27	18.97	营业费用率%	9.15%	9.13%	9.14%	9.14%
P/B	6.94	4.03	3.49	2.95	管理费用	245.67	312.06	415.47	566.10
P/S	4.82	3.89	2.90	2.13	管理费用率%	16.66%	17.07%	16.93%	16.98%
EV/EBITDA	31.54	24.09	14.81	10.39	EBIT	193.38	234.53	323.34	443.36
股息率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-1.19	3.34	-1.30	-8.24
盈利能力指标(%)					财务费用率%	-0.08%	0.18%	-0.05%	-0.25%
毛利率	39.17%	39.26%	39.48%	39.65%	资产减值损失	8.22	4.10	6.86	11.42
净利润率	10.64%	10.70%	11.04%	11.25%	投资收益	-0.68	-0.65	-0.66	-0.66
净资产收益率	20.41%	11.08%	13.31%	15.56%	营业利润	185.66	226.44	317.12	439.53
资产回报率	12.98%	8.53%	10.12%	11.57%	营业外收支	0.71	4.04	2.93	3.30
投资回报率	22.17%	13.28%	19.25%	24.39%	利润总额	186.36	230.48	320.04	442.83
盈利增长(%)					EBITDA	224.42	284.20	438.88	600.67
营业收入增长率	25.70%	23.99%	34.21%	35.89%	所得税	29.47	34.93	49.21	67.77
EBIT 增长率	73.86%	21.28%	37.87%	37.12%	有效所得税率%	15.82%	15.16%	15.38%	15.30%
净利润增长率	59.97%	24.64%	38.50%	38.49%	少数股东损益	0.08	0.10	0.13	0.18
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	156.81	195.45	270.70	374.88
资产负债率	36.4%	23.0%	23.9%	25.6%	扣除非经常性损益净利润	156.29	192.12	268.35	372.27
流动比率	1.89	2.21	2.76	2.88	资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.37	1.70	2.20	2.30	货币资金	156.11	388.18	735.20	992.38
现金比率	1.25	3.11	5.88	7.94	应收款项	370.68	414.30	559.30	768.51
经营效率指标					存货	209.03	244.75	324.74	441.05
应收帐款周转天数	80.92	81.89	81.57	81.68	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	78.56	80.31	79.73	79.92	流动资产合计	817.90	1151.74	1751.99	2375.62
总资产周转率	1.30	1.04	0.99	1.12	长期股权投资	1.11	1.11	1.11	1.11
固定资产周转率	11.25	8.69	5.73	6.76	固定资产	135.28	335.28	735.28	735.28
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	在建工程	0.00	600.00	100.00	200.00
净利润	156.89	195.54	270.83	375.06	无形资产	10.47	9.51	7.31	5.42
折旧摊销	31.04	49.66	115.54	157.31	非流动资产合计	396.96	1146.46	930.02	871.83
营运资金变动	-68.59	-18.26	-147.12	-187.48	资产总计	1214.86	2298.20	2682.01	3247.45
经营活动现金流	131.64	234.12	250.32	360.12	短期借款	125.00	125.00	125.00	125.00
固定资产投资	0.00	-200.00	-400.00	0.00	应付账款	221.47	246.38	327.50	444.74
无形资产投资	0.00	0.96	0.86	0.89	预收账款	5.87	8.18	10.57	14.55
资本支出	45.21	795.13	-103.83	95.83	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-127.32	-795.78	103.17	-96.48	流动负债合计	433.27	520.87	633.85	824.23
债务变化	37.96	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股票发行	0.00	800.19	0.00	0.00	其它长期负债	6.52	6.52	6.52	6.52
融资活动现金流	18.07	793.73	-6.46	-6.46	非流动负债合计	6.52	6.52	6.52	6.52
现金净流量	22.39	232.07	347.02	257.18	负债总计	439.79	527.39	640.37	830.75
公司自由现金流	50.44	-560.45	356.63	269.06	实收资本	240.00	320.00	320.00	320.00
股权自由现金流	44.53	-569.37	348.37	263.13	普通股股东权益	768.21	1763.85	2034.54	2409.42
					少数股东权益	0.30	0.40	0.53	0.71
					负债和所有者权益合计	1214.86	2298.20	2682.01	3247.45

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为07月24日
资料来源:公司年报(2016),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：科融环境,东方铁塔,保变电气,科大智能,许继电气,思源电气,上海电气,睿康股份,天沃科技,快克股份,科陆电子,盛洋科技,*ST 佳电,易世达,长园集团,汉缆股份,新时达,天顺风能,中环装备,圣阳股份,置信电气,长高集团,北京科锐,先锋电子,方正电机,蓝海华腾,信捷电气,全信股份,双杰电气,*ST 锐电

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。