

公司研究/季报点评

2019年10月29日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 12.07
合理价格区间(元): 13.16~14.10

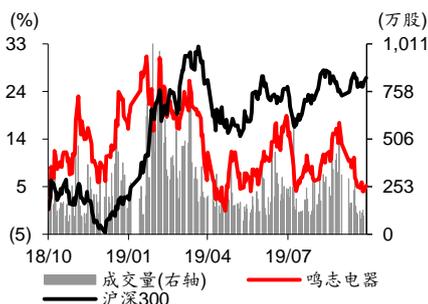
孔凌飞 执业证书编号: S0570517040001
研究员 021-28972083
konglingfei@htsc.com

王涛 021-28972053
联系人 wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《鸣志电器(603728 SH,增持): 业绩低于预期, 毛利率有所提升》2019.08
- 2《鸣志电器(603728,增持): 业绩符合预期, 电机业务占比提升》2019.04
- 3《鸣志电器(603728,增持): 收购 T motion 补短板, 布局全球》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

毛利率持续提升, 经营或触底反转

鸣志电器(603728)

2019Q1-3 净利润 1.29 亿元 (+0.79%), 业绩符合预期

公司 2019 年 10 月 28 日晚发布三季报, 2019Q1-3 实现营业收入 15.15 亿元, 同比增长 7.89%, 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比增长 0.79%, 扣非归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 8.93%, 对应 EPS 0.31 元, 业绩符合预期。我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 1.96/2.44/2.93 亿元, 目标价 13.16-14.1 元, 维持“增持”评级。

2019Q3 毛利率达到 2017Q3 以来单季度最高水平

净利率下降的主要原因是费用率提升。公司 2019 前三季度毛利率为 37.96%, 同比上升 2.91 pct, 净利率为 8.48%, 同比下降 0.59pct。2019 前三季度费用率皆有所提升, 销售费用率 9.35% (+0.60pct), 管理费用率 13.71% (+0.97pct), 财务费用率-0.23% (+0.63pct), 同时研发费用率 6.24% (+1.05pct)。公司 2019Q3 毛利率 38.40%, 达到 2017Q3 以来单季度毛利率最高水平, 我们认为这是公司逐步延伸上下游、拓展高毛利整体解决方案业务的成果, 未来毛利率将继续改善, 净利率也有望筑底反转。

经营现金流有所改善, 经营或筑底反转

公司 2019 前三季度经营活动现金流量净额为 1.38 亿元 (+198.7%), 主要是业务增长带来盈利的同时, 营运资金没有大幅增加, 公司 2019 前三季度营运资本周转率为 1.3 (+0.16)。我们认为公司注重经营现金流管理, 有助于降低财务费用, 提高营运资本周转率, 未来将逐步体现在净利率提升上, 公司经营或处于拐点, 有望筑底反转。

业绩符合预期, 维持“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年实现 21.68/25.62/29.22 亿元收入, 归母净利润 1.96/2.44/2.93 亿元, 对应 EPS 为 0.47、0.59 及 0.70 元, 对应 PE 为 26、21、17 倍。可比公司 2019 年 PE 均值为 25 倍, 我们维持公司 2019 年 28-30 倍 PE 估值, 目标价 13.16-14.1 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 中美贸易摩擦加剧, 导致出口不及预期; 控制电机及其驱动系统、LED 控制系统产能增加不及预期; 公司技术研发低于预期; 自动化生产线改造低于预期; 市场开拓低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	416.00
流通 A 股 (百万股)	175.76
52 周内股价区间 (元)	11.53-15.10
总市值 (百万元)	5,021
总资产 (百万元)	2,586
每股净资产 (元)	4.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,628	1,894	2,168	2,562	2,922
+/-%	10.43	16.31	14.46	18.16	14.09
归属母公司净利润 (百万元)	165.99	166.86	196.37	243.52	292.65
+/-%	5.85	0.53	17.68	24.01	20.18
EPS (元, 最新摊薄)	0.40	0.40	0.47	0.59	0.70
PE (倍)	30.25	30.09	25.57	20.62	17.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

2019Q1-3 净利润同比上升 0.79%

公司 2019Q3 营业收入 15.15 亿元 (+7.89%)，归母净利润 1.29 亿元 (+0.79%)，业绩符合预期。

图表1：2019 前三季度营业收入同比增长 7.89 %



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2019 前三季度净利润同比上升 0.79%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：2019 年可比公司 PE 估值均值为 25 倍 (2019/10/28)

证券简称	市盈率 PE		
	TTM	19E	20E
汇川技术	38	33	26
中国动力	29	23	19
捷昌驱动	20	20	16
均值	29	25	20
鸣志电器	31	26	21

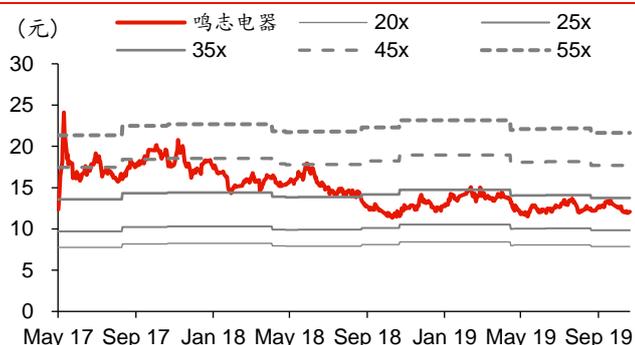
备注：可比公司来自 Wind 一致预期，鸣志电器估值来自我们预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：中美贸易摩擦加剧，导致出口不及预期；控制电机及其驱动系统、LED 控制系统产能增加不及预期；公司技术研发低于预期；自动化生产线改造低于预期；市场开拓低于预期。

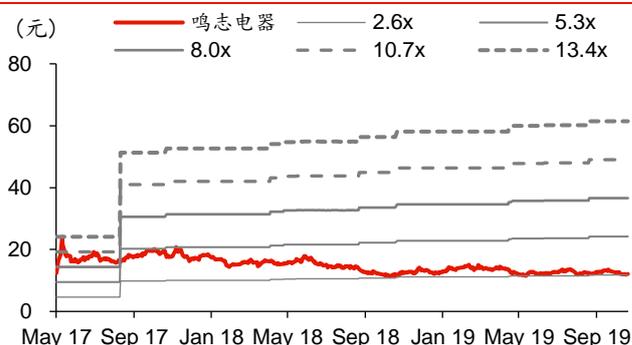
PE/PB - Bands

图表4：鸣志电器历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：鸣志电器历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,752	1,737	1,885	2,113	2,328
现金	500.33	446.89	520.32	614.80	701.40
应收账款	399.99	427.65	503.85	589.74	674.91
其他应收账款	34.34	23.49	33.28	36.87	42.99
预付账款	13.86	18.74	22.08	25.96	29.57
存货	254.88	334.15	375.78	441.70	503.34
其他流动资产	548.36	486.13	430.08	403.70	375.35
非流动资产	417.22	727.77	874.48	964.64	947.55
长期投资	1.18	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	145.61	203.02	299.82	368.85	367.42
无形资产	10.23	68.38	66.20	63.91	61.54
其他非流动资产	260.21	456.37	508.46	531.87	518.59
资产总计	2,169	2,465	2,760	3,077	3,275
流动负债	478.88	515.98	732.72	806.84	709.83
短期借款	141.00	148.00	318.07	334.90	170.51
应付账款	274.36	286.54	339.31	391.91	449.14
其他流动负债	63.53	81.44	75.34	80.04	90.18
非流动负债	0.00	101.06	2.67	2.95	3.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	101.06	2.67	2.95	3.93
负债合计	478.89	617.04	735.38	809.79	713.76
少数股东权益	0.42	1.06	1.07	1.05	1.02
股本	320.00	416.00	416.00	416.00	416.00
资本公积	830.80	735.29	735.29	735.29	735.29
留存公积	537.14	687.35	866.66	1,110	1,403
归属母公司股东权益	1,690	1,847	2,023	2,267	2,560
负债和股东权益	2,169	2,465	2,760	3,077	3,275

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	146.71	113.82	125.42	265.54	352.66
净利润	166.11	166.76	196.37	243.50	292.62
折旧摊销	30.03	43.69	58.51	89.82	117.09
财务费用	14.62	(12.03)	12.24	17.55	12.79
投资损失	(5.48)	(16.07)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(71.88)	(79.47)	(124.47)	(88.10)	(72.56)
其他经营现金	13.31	10.94	(7.23)	12.77	12.72
投资活动现金	(546.09)	(165.84)	(190.09)	(169.98)	(90.00)
资本支出	47.53	107.93	200.00	180.00	100.00
长期投资	461.10	(98.60)	0.09	(0.02)	(0.00)
其他投资现金	(37.46)	(156.51)	10.00	10.00	10.00
筹资活动现金	758.90	(18.74)	138.09	(1.08)	(176.06)
短期借款	16.00	7.00	170.07	16.83	(164.39)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	80.00	96.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	718.74	(95.51)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(55.85)	(26.23)	(31.97)	(17.91)	(11.67)
现金净增加额	344.00	(53.44)	73.43	94.48	86.60

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,628	1,894	2,168	2,562	2,922
营业成本	1,007	1,231	1,380	1,623	1,848
营业税金及附加	4.71	5.90	6.72	7.94	9.06
营业费用	144.50	171.12	195.12	230.55	263.02
管理费用	199.20	243.92	281.84	333.02	379.92
财务费用	14.62	(12.03)	12.24	17.55	12.79
资产减值损失	8.33	7.44	7.87	7.80	7.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.48	16.07	10.00	10.00	10.00
营业利润	186.94	191.61	223.46	278.13	334.53
营业外收入	3.34	0.56	2.67	2.07	2.02
营业外支出	0.47	0.45	0.83	0.64	0.67
利润总额	189.81	191.71	225.30	279.56	335.87
所得税	23.70	24.95	28.93	36.06	43.25
净利润	166.11	166.76	196.37	243.50	292.62
少数股东损益	0.12	(0.10)	0.01	(0.01)	(0.03)
归属母公司净利润	165.99	166.86	196.37	243.52	292.65
EBITDA	231.59	223.26	294.21	385.49	464.41
EPS (元, 基本)	0.52	0.40	0.47	0.59	0.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.43	16.31	14.46	18.16	14.09
营业利润	3.07	2.50	16.62	24.47	20.28
归属母公司净利润	5.85	0.53	17.68	24.01	20.18
获利能力 (%)					
毛利率	38.14	34.99	36.36	36.66	36.75
净利率	10.19	8.81	9.06	9.51	10.01
ROE	9.82	9.04	9.70	10.74	11.43
ROIC	13.48	10.26	11.55	13.24	15.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.08	25.03	26.65	26.31	21.79
净负债比率 (%)	29.77	23.99	43.25	41.36	23.89
流动比率	3.66	3.37	2.57	2.62	3.28
速动比率	3.09	2.68	2.03	2.04	2.52
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.82	0.83	0.88	0.92
应收账款周转率	3.87	4.19	4.26	4.29	4.23
应付账款周转率	4.06	4.39	4.41	4.44	4.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.40	0.47	0.59	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.27	0.30	0.64	0.85
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.44	4.86	5.45	6.15
估值比率					
PE (倍)	30.25	30.09	25.57	20.62	17.16
PB (倍)	2.97	2.72	2.48	2.22	1.96
EV_EBITDA (倍)	20.23	20.99	15.93	12.16	10.09

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com