

江特电机 (002176.SZ)

三驾马车动力足 业绩有望提升

● 三驾马车动力足，汽车、锂业板块业绩有望提升

汽车、锂业、电机三块业务齐向前，17 年利润预计达 3.9 亿元，较 16 年增长 99%。其中：15 年增发收购的九龙汽车 17 年预计可完成业绩承诺 3 亿元，宜春客车厂 16 年亏损 1167 万元，正申请推广目录，未来或改善；碳酸锂 17 年预计产量翻番至 2500 吨，利润超 5000 万元；15 年增发收购的米格电机 17 年利润预计达 8000 万（承诺 7200 万）。

● 汽车：九龙 17 年业绩承诺 3 亿元，宜春客车厂或成增长点

汽车预计 17 年利润 2.7 亿。据公司公告，九龙 15、16 年共实现 5.3 亿净利（三年承诺共 7.5 亿），17 年预计实现 3 亿承诺。宜春客车 16 年产量较小，亏损 1167 万元。目前正申报客车补贴，若进入目录盈利有望快速增长。

● 锂业：碳酸锂产量有望翻番达 2500 吨

锂板块预计 17 年贡献利润 5800 万元。公司权益储量折合碳酸锂 39.15 万吨。16 年矿石产量 58.5 万吨，冶炼方面碳酸锂产量 1200 吨（资源自给）。据公司公告，银锂技改完成后 17 年碳酸锂产量有望达 2500 吨，利润超 5000 万。

● 电机：米格稳定增长，战略布局智能电机

15 年增发收购的米格电机专注伺服电机，16 年实现净利 6984 万，17 年有望超额完成达 8000 万。公司战略布局智能电机，现处于试生产阶段。

● 盈利预测

预计公司 17-19 年每股收益分别为 0.27、0.37、0.56 元，对应 PE 为 43、31、21 倍，考虑到公司 17 年的业绩承诺、新能源汽车发展前景及对锂盐和电机需求的拉动，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

新能源汽车政策不确定性；汽车销量不及预期；碳酸锂产量不及预期；业绩承诺无法实现。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	892.85	2,984.71	4,609.11	6,426.57	9,187.22
增长率(%)	12.55%	234.29%	54.42%	39.43%	42.96%
EBITDA(百万元)	75.76	503.18	691.13	862.63	1,246.12
净利润(百万元)	39.39	197.30	392.89	544.54	823.22
增长率(%)	1.67%	400.91%	99.13%	38.60%	51.18%
EPS(元/股)	0.032	0.134	0.267	0.371	0.560
市盈率(P/E)	552.60	88.84	42.97	31.00	20.51
市净率(P/B)	8.91	4.70	4.10	3.62	3.08
EV/EBITDA	296.27	36.11	24.68	19.23	13.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	11.49 元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-22

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,469/1,180
流通 A 股市值(百万元)	17,189
每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	50.75
一年内最高/最低(元)	16.00/10.61

相对市场表现



分析师：巨国贤 S0260512050006



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

分析师：赵鑫 S0260515090002



02160759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

相关研究：

江特电机(002176.sz)公告点 2014-05-18

评：非公开发行获批，锂电成长空间打开

长空间打开

江特电机(002176.sz)年报点 2014-02-20

评-业绩符合预期，锂电新能

源更进一步

联系人：娄永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

宫帅 010-59136627

gongshuai@gf.com.cn

目录索引

一、三驾马车：汽车、锂矿、电机齐向前	4
1.1 汽车现亮点，锂矿为新贵，电机是传统	4
1.2 源于国企股份制改革，国资背景利于把握政策动向	5
1.3 九龙汽车成最大利润来源，碳酸锂快速增长	5
二、汽车：九龙业绩实现，宜春客车厂或成看点	7
2.1 九龙 17 年有望实现 3 亿元承诺业绩	7
2.2 九龙 8 款+中宜 4 款进入公示，宜春客车厂或成看点	7
2.3 新能源汽车行业：面临调整，产业发展决心未曾改变	8
2.4 同业比较：九龙客车占比 2.81%，销量有望提升	9
三、锂矿及加工：预计碳酸锂产量翻番，迎来快速增长	10
3.1 锂矿：5 处采矿权+8 处探矿权，产量稳定，吨利上升	10
3.2 碳酸锂：预计产量翻一番，利润或增长 1.5 倍	11
3.3 碳酸锂行业：需求强劲，价格短期趋好	12
3.4 同业比较：国内重要锂云母公司	13
四、电机：米格稳定增长，交鸿助力产业升级	13
4.1 伺服电机毛利超 30%，米格业绩或达 8000 万元，增长 15%	13
4.2 电机业务稳定增长，贡献营收 9 至 10 亿元	14
4.3 战略布局电动汽车电机及智能电机	15
五、公司盈利预测	16
风险提示	16

图表索引

图1: 公司产业链覆盖	4
图2: 公司股权结构	5
图3: 公司主营构成	6
图4: 2016年公司三大业务营收构成	6
图5: 新能源汽车目标销量测算	9
图6: 公司锂矿产、销、存情况	11
图7: 公司锂矿毛利率、吨利情况	11
图8: 碳酸锂供需平衡	12
图9: 碳酸锂价格走势	13
图10: 公司电机业务营收测算	14
表1: 九龙汽车业绩承诺实现情况 (单位: 万元)	7
表2: 九龙已入选国家推广目录车型[293批 (2017年第2批)]及其补贴	7
表3: 公司汽车板块主要子公司营收利润情况	8
表4: 公司申报新能源汽车推广目录车型[294批 (2017年3批)]	8
表5: 国内纯电动客车市场产量一览表 (单位: 辆)	9
表6: 公司拥有采矿权矿山情况	10
表7: 公司拥有探矿权矿山情况	10
表8: 银锂公司营收利润情况	12
表9: 碳酸锂贡献净利润弹性测算	12
表10: 主要上市公司碳酸锂产能及扩产情况	13
表11: 公司电机板块主要子公司营收利润情况	14
表12: 米格电机业绩承诺实现情况 (单位: 万元)	14
表13: 公司电机业务研发情况	15

一、三驾马车：汽车、锂矿、电机齐向前

1.1 汽车现亮点，锂矿为新贵，电机是传统

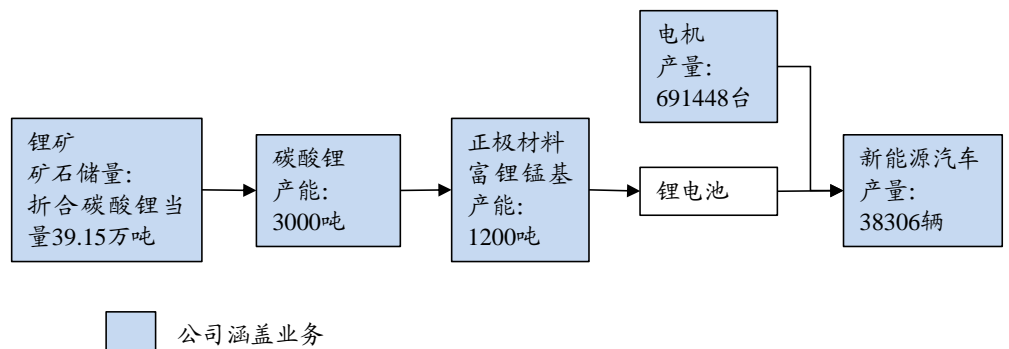
公司拥有“锂矿开采—锂矿加工—正极材料—新能源汽车”全产业链布局。2016年完成并购九龙汽车，业务呈现亮点。资源自给，碳酸锂开始放量，预计贡献利润超5000万元。并购米格电机，巩固传统电机业务。汽车、锂矿、电机齐向前，其中汽车和碳酸锂业务或迎爆发。

汽车板块现亮点，为主要利润来源。公司拥有九龙汽车、宜春客车厂及江特电动车三大汽车平台。其中九龙汽车生产九龙海狮、新能源汽车、九龙考斯特、艾菲等系列车型，受新能源汽车补贴政策和目录调整影响，2016年业绩略低于预期，贡献利润1.7亿元。2017年已有3款纯电动客车进入国家推广应用推荐车型目录，随着中央及地方补贴政策逐步落地，17年业绩有望达到3亿元，增长76%，完成业绩承诺。宜春客车厂16年产量较小，亏损1167万元。目前在申报客车补贴，或逐步改善成看点。江特电动车16年亏损1449万元，目前筹划获取乘用车生产资质，准备切入新能源乘用车市场，有望推出高性能纯电动乘用车。预计17汽车板块贡献利润2.7亿元。

锂业板块为新贵，碳酸锂产量或翻番，迎来快速增长。2016年锂电行业获丰收，公司凭借资源优势渐成新贵。公司拥有5处采矿权和8处探矿权，权益储量折合碳酸锂当量39.15万吨。16年公司精矿产量58.5万吨，实现资源自给。碳酸锂现有产能3000吨，16年产量约为1200吨。银锂公司技改完成，锂提取率提高50%以上，预计17年碳酸锂产量有望达到2500吨，产量翻一番，利润或增长1.5倍。考虑锂矿利润、其他亏损项目和费用，预计17年碳酸锂板块贡献利润5800万元。

电机板块是传统，米格业务稳定增长，战略布局研发。电机产业为公司传统强项业务，公司始于宜春电机厂，在电机行业有着25年的悠久历史。市占率方面起重电机（70%）、偏航电机（68%）及电梯扶梯电机均名列前茅。16年完成并购米格电机，步进电机和伺服电机凸显核心竞争力，贡献净利润6984万元，进一步巩固电机龙头地位。预计未来电机业务变数不大，稳定贡献营收9至10亿元。同时，公司管理层战略明确，上海交鸿+江特德国深入研发，发展新能源汽车电机和智能电机助力产业升级。考虑华兴电机的盈利、其他电机平台或亏损及相关费用，预计17年电机板块贡献利润8500万元。

图1：公司产业链覆盖



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

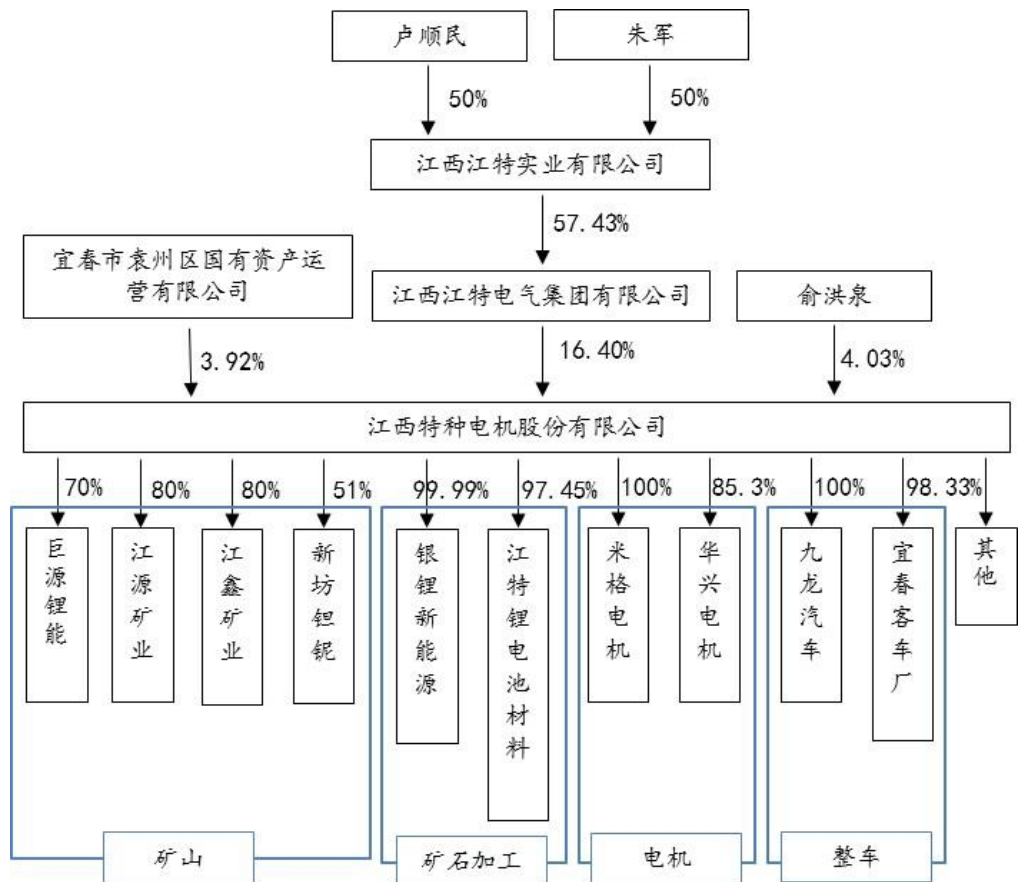
1.2 源于国企股份制改革，国资背景利于把握政策动向

公司起源于股改，拥有国资背景。十大股东中宜春市袁州区国资运营公司持股3.92%，实际控制人朱军先生现为江西省人大代表、宜春市人大委员。与江西省政府的密切合作有利于公司把握政策动态，在新能源汽车及矿山等政策影响较为明显的行业抢先布局。

源于股改，拥有国资背景。公司起源于宜春电机厂，1991年进行股份制改革，通过发行内部职工股成立股份公司。目前十大股东中，宜春市袁州区国有资产运营有限公司持股3.92%。实际控制人为朱军先生和卢顺民先生，其中朱军先生现任江西省人大代表、宜春市人大常委。朱军先生现任江西江特电气集团有限公司董事长兼总经理。

利于把握政策动向，开展合作。目前新能源汽车补贴政策存在变数，2017年最新的《新能源汽车推广应用推荐车型目录》正在重新编制，纯电动乘用车生产资质也在逐步发放，企业的股东背景有利于在新的一轮政策制定中把握动向，抢先布局。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

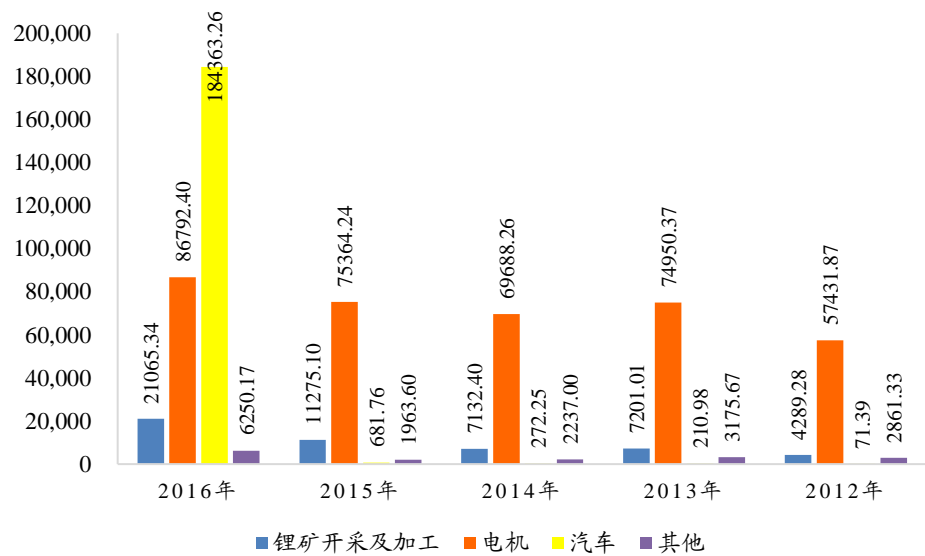
1.3 九龙汽车成最大利润来源，碳酸锂快速增长

合并报表后，九龙汽车成最大利润来源，17年业绩或增长76%，完成业绩承诺。16年公司完成并购九龙汽车并且合并了财务报表，当年实现营收18.09亿元，净利润1.7亿元，为公司最大的利润来源。预计在未来两年内，九龙汽车仍然会是公司营收和利润的重大来源。

碳酸锂放量，预计将大幅提升公司业绩。碳酸锂方面，公司16年碳酸锂单产品营收9524万元，同比增长612.57%。主要是因为银锂公司技改完成，碳酸锂产能扩张至3000吨，开始放量。同时，技改使得锂提取率提高50%，降低提锂成本。公司积极推进二期6000吨碳酸锂产能建设，预计17年产能将进一步扩张至8000吨，产量也会大幅提升。锂矿方面，2016年锂矿产量58.5万吨，实现营收4446万元，同比增长38.55%。正极材料方面，公司拥有富锂锰基正极材料1200吨产能，2016年实现营收7096万元，同比增长5.44%。

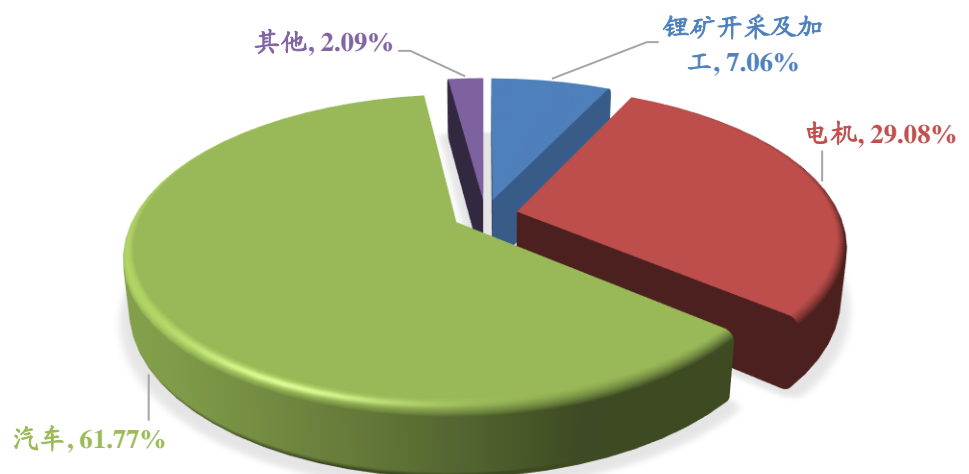
电机维持稳定增长，伺服电机竞争力突出。2016年公司生产各类电机69万台，实现营收8.68亿元，预计未来将维持稳定增长。并购米格电机后，伺服电机产品毛利高，或带动电机板块稳定增长。

图3: 公司主营构成



资料来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 2016年公司三大业务营收构成



资料来源: wind、广发证券发展研究中心

二、汽车：九龙业绩实现，宜春客车厂或成看点

2.1 九龙 17 年有望实现 3 亿元承诺业绩

九龙汽车业绩略低于预期，未来将改善。受新能源汽车补贴政策调整及推广应用推荐车型目录重新调整影响，2016年，九龙汽车承诺业绩2.5亿元，实现业绩1.84亿元，业绩略低于预期，考虑15年九龙业绩超额完成，未来不会触发业绩承诺处罚条款。随着补贴政策及新的推广目录逐渐公布，九龙汽车的销售也将逐步改善。17年若能完成3亿元业绩承诺，利润增长将76%。

表1：九龙汽车业绩承诺实现情况（单位：万元）

年度	承诺人	业绩承诺数	实现数	差异额	完成率
2015 年		20,000.00	35,465.60	15,465.60	177.33%
2016 年	九龙汽车	25,000.00	18,407.94	-6,592.06	73.63%
2017 年		30,000.00			
	累积数	75,000.00	53,873.54	8,873.54	71.83%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

三款车型成功入选国家推广目录，销售或转好，有望完成业绩承诺。工信部第293批（2017年第2批）新能源汽车国家推广目录中，九龙汽车有3款纯电动客车成功入选。目前公司主打车型为6-8米纯电动公交车，入选车型均采用三元电池，能量密度高，补贴系数为1.2倍。车长6米的九龙E6，2017年补贴标准为9万元/辆，车长为8米的E10，2017年补贴标准为20万元/辆，随着推广目录逐步落地，客车销售逐步回暖，有望完成3亿元业绩承诺。

表2：九龙已入选国家推广目录车型[293批（2017年第2批）]及其补贴

企业名称	《目录》序号	商标	产品型号	产品名称	补贴系数	电池组容量 (kWh)	车长 (米)	补贴金额
九龙汽车	141	大马牌	HKL6600BEV10	纯电动客车	1.2	45.1	6.01	9 万元/辆
九龙汽车	141	大马牌	HKL6801GBEV1	纯电动城市客车	1.2	99.456	8.05	20 万元/辆
九龙汽车	141	大马牌	HKL6802BEV	纯电动客车	1.2	99.456	8.13	20 万元/辆

数据来源：工信部网站、广发证券发展研究中心

2.2 九龙 8 款+中宜 4 款进入公示，宜春客车厂或成看点

三大平台齐发力，宜春客车厂或逐步改善，或为公司未来看点。公司在汽车方面拥有九龙汽车、宜春客车厂、江特电动车三大平台。目前九龙汽车是主力，设计产能15万辆。宜春客车厂2016年刚实现正式投产，拥有客车产能2000辆（含纯电动客车），目前产量较小，因此仍处于亏损阶段。2016年宜春客车厂有5款新能源汽车入选国家推广补贴目录，目前也有4款车型在进行申请公示，对比16年我们认为申

请成功可能性较大，或带来产量和业绩增长，成为公司未来主要看点。江特电动车目前正计划获取新能源乘用车生产资质，有望推出高品质纯电动乘用车。

表3: 公司汽车板块主要子公司营收利润情况

子公司名称	持股比例	营业收入(万元)			净利润(万元)		
		14	15	16	14	15	16
九龙汽车	100.00%			180,787.96			17,007.76
宜春客车厂	98.33%	17.35		5,767.26	-186.91	-733.94	-1,166.95
江特电动车	100.00%	212.35	269.81	2,573.86	-644.96	-1,169.44	-1,449.37

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

九龙8款+中宜4款进入公示，积极申请或带来业绩增长。2016年补贴政策调整及2017年新的推广目录重新申报对公司的汽车业务有较大影响。截至目前，已公布的工信部293批（2017年第二批）目录中，九龙汽车有3款纯电动客车入选。同时，公司正积极申报第294批（2017年第三批）目录，已有12款（九龙汽车8款，宜春客车厂4款）在工信部网站公示，若申报成功，因财政补贴的存在，公司新能源汽车销量将有明显提升，业绩潜力也将逐步释放。

表4: 公司申报新能源汽车推广目录车型[294批(2017年3批)]

企业名称	产品商标	产品名称	产品型号
			HKL6100GBEV1
		纯电动城市客车	HKL6801GBEV
			HKL6801GBEV2
江苏九龙汽车 制造有限公司	大马牌 (共8款)	纯电动多用途乘用车	HKL6490BEV1
		纯电动客车	HKL6801BEV3
		纯电动冷藏车	HKL5040XLCBEV
		纯电动厢式运输车	HKL5030XXYBEV
			HKL5040XXYBEV1
			JYK6100GBEV2
江西宜春客车 厂有限公司	中宜牌 (共4款)	纯电动城市客车	JYK6100GBEV3
			JYK6803GBEV1
			JYK6803GBEV2

数据来源: 工信部、广发证券发展研究中心

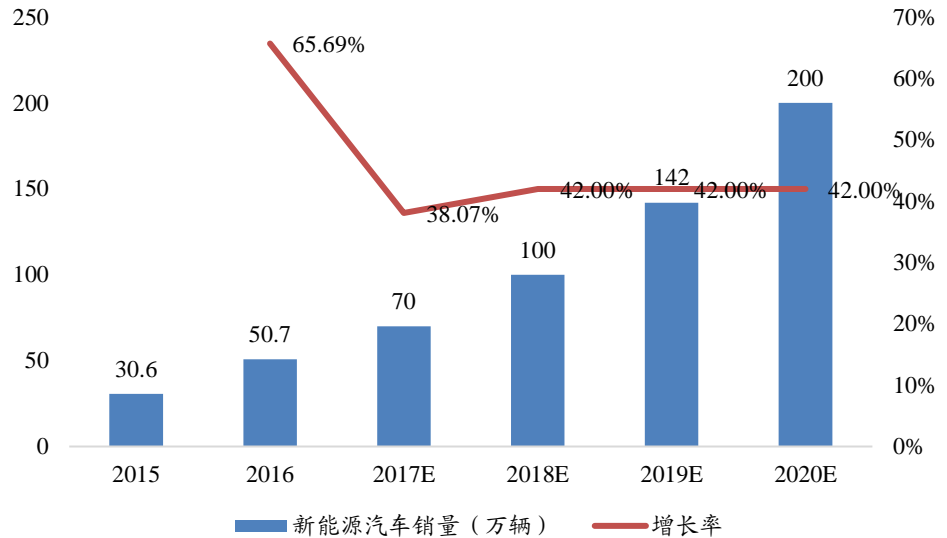
2.3 新能源汽车行业: 面临调整, 产业发展决心未曾改变

战略性新兴产业地位未曾动摇。2017年新的补贴标准中新能源汽车补贴退坡明显。客车方面非快充客车按照电池能量密度给出了0.8、1.0、1.2三个不同的补贴系数，按照车长设计了补贴上限，同时要求地方补贴不得超过中央补贴的50%。我们认为，新能源汽车作为国家战略性新兴产业的地位未曾动摇。根据国务院《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，到2020年我国新能源汽车将实现当年产销200万辆以上，累计产销超过500万辆。我们按照2017年销售70万辆，要达到2020年产量200万辆的目标进行测算，复合增长率需要达到42%。

补贴下调，积分制度或进一步推进新能源汽车发展。2017年新的补贴政策全面

下调了新能源汽车的补贴金额，然而政府扶持产业发展的决心未曾改变，优质车型仍将获得可观的补贴。新的新能源汽车积分制度也在酝酿当中，一旦推出，将形成新能源汽车生产逐步替代燃油车的趋势。

图5：新能源汽车目标销量测算



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

2.4 同业比较：九龙客车占比 2.81%，销量有望提升

产量占比2.81%，补贴目录逐步出台，销售提升保证业绩。产量方面，2016年江苏九龙生产纯电动客车3247辆，占据市场份额2.18%。下半年，受补贴政策不确定性影响，销量有所下滑。全年按产销比70%计算，九龙纯电动客车销量在2200辆左右。未来，随着国家推广目录公布，预计销售回暖，业绩提升有保障。

表5：国内纯电动客车市场产量一览表（单位：辆）

企业名称	2016年		2015年	
	产量	份额	产量	份额
宇通客车	21428	18.53%	13436	15.23%
比亚迪	14903	12.88%	5605	6.35%
中通客车	11747	10.16%	8191	9.28%
南京金龙	7921	6.85%	8796	9.97%
珠海银隆	6047	5.23%	3189	3.61%
北汽福田	5188	4.49%	2579	2.92%
厦门金旅	4686	4.05%	3027	3.43%
安凯客车	4329	3.74%	2226	2.52%
中车时代	3410	2.95%	1442	1.63%
江苏九龙	3247	2.81%	3831	4.34%
扬州亚星	2996	2.59%	514	0.58%
重汽客车	2696	2.33%	1251	1.42%
东风汽车	2546	2.20%	5191	5.88%
烟台舒驰	2373	2.05%	372	0.42%

苏州金龙	2353	2.03%	6670	7.56%
其他	19794	17.11%	21928	24.85%
合计	115664	100.00%	88248	100.00%

数据来源：第一商用车网、广发证券发展研究中心

三、锂矿及加工：预计碳酸锂产量翻番，迎来快速增长

3.1 锂矿：5处采矿权+8处探矿权，产量稳定，吨利上升

5处采矿权+8处探矿权，坐拥“锂都”。公司位于有“亚洲锂都”之称的江西宜春，在江西省境内拥有5处采矿权和8处探矿权，为锂云母龙头企业，可采权益储量折合碳酸锂当量39.15万吨。采矿权中以狮子岭矿区潜力最大，已探明可采储量19.83万吨（折合碳酸锂），氧化锂远景储量36.08万吨，折合碳酸锂当量89.22万吨。探矿权中以宜丰县茜坑矿潜力最大，锂瓷石储量717万吨，高岭土储量2690万吨。

表6：公司拥有采矿权矿山情况

公司	持股比例	矿山	品位	资源量 (万吨)	权益储量 (万吨)	备注
巨源锂能	70.00%	奉新矿区	1.44%	3.61	2.53	锂瓷石矿，矿石储量 107 万吨
		何家坪矿区		10.09	7.06	高岭土矿
江鑫矿业	80.00%	狮子岭矿区	0.55%	19.83	15.87	氧化锂远景储量 36.08 万吨
江源矿业	80.00%	金源钾长石矿		15.43	12.34	采矿权面积 0.468 平方公里
新坊钽铌	51.00%	新坊钽铌矿	0.43%	2.65	1.35	锂矿石储量为 355 万吨,权益锂矿石储量为 181 万吨
		合计		51.61	39.15	(注：储量已为折合碳酸锂当量。)

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

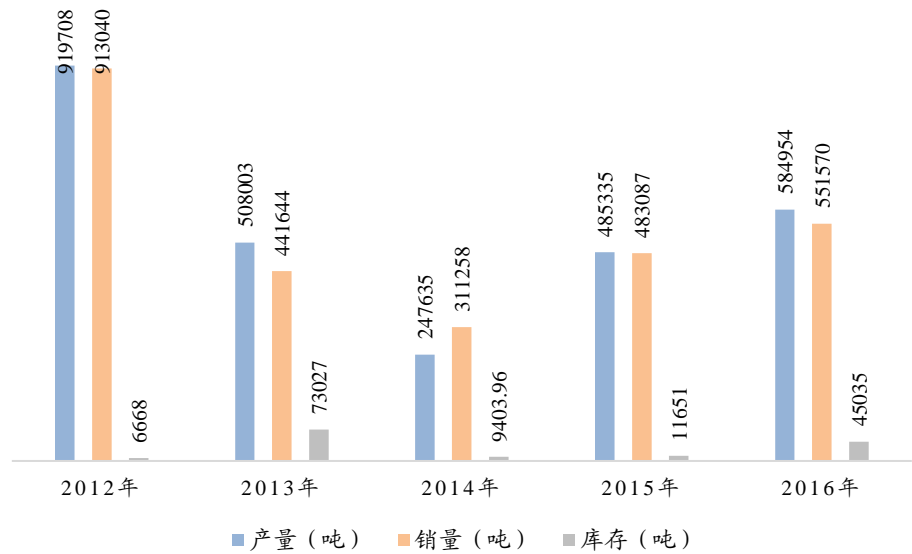
表7：公司拥有探矿权矿山情况

公司	持股比例	矿山	资源量(万吨)
江鑫矿业	80.00%	宜丰县茜坑矿	锂瓷石 717 万吨, 高岭土 2690 万吨
江源矿业	80.00%	宜丰县牌楼矿	锂瓷矿, 资源储量 152.2 万吨
		何家坪矿区钽铌矿	
博鑫矿业	51.00%	奉新县杨家湾瓷石矿	估算公司权益锂矿石储量为 136 万吨
		奉新县杨梅里钽铌矿	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

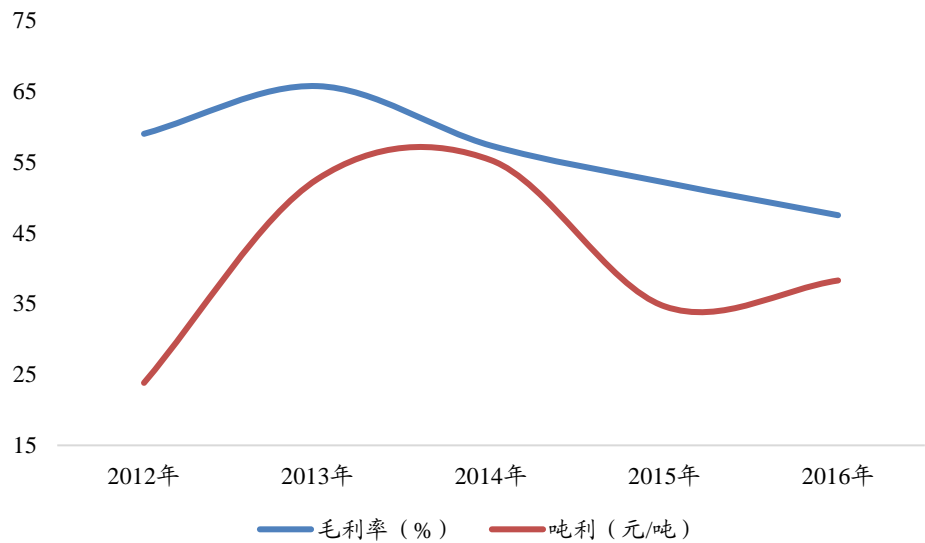
锂矿产量稳定，吨利上升。公司目前主要是何家坪矿和新坊钽铌矿在出矿，两座矿山合计产能在80万吨左右，16年产量为58.5万吨，预计未来矿石产量维持稳定。狮子岭矿区尚未投产，目前在建设年采选120万吨锂瓷石项目，截至16年年底投资进度为18.68%。若能成功投产，将成为公司最大的采选基地，届时公司采矿产能将达200万吨/年。公司16年原矿石每吨毛利为38.29元，小幅上涨，未来或持续。

图6：公司锂矿产、销、存情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：公司锂矿毛利率、吨利情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

3.2 碳酸锂：预计产量翻一番，利润或增长 1.5 倍

银锂公司技改完成。银锂公司以锂云母为原料，通过硫酸法提取碳酸锂，同时回收铷盐、铯盐、硫酸铝钾等副产品。公司于2015年取得技术突破，2016年投入技改并完成，使得锂提取率提高50%，实现锂云母提取碳酸锂高效低成本自动化生产，成本降低显著。16年银锂公司贡献净利润为1995万元，17年碳酸锂产量翻番后，其业绩将快速增长。

表8: 银锂公司营收利润情况

名称	持股比例	(万元)	14	15	16
银锂公司	99.99%	营业收入	240.05	1,717.43	10,916.02
		净利润	55.68	-1,989.31	1,995.32

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

碳酸锂产量翻番, 预计17年产量达2500吨, 贡献利润超5000万元, 增长1.5倍。公司现有碳酸锂产能3000吨, 正在积极扩建二期6000吨项目, 预计17年年底产能可达8000吨。同时正准备投资锂云母年产1万吨碳酸锂及副产铷铯综合利用项目。产量方面, 16年公司生产在1200吨左右, 预计17年公司产量在2500吨, 产量翻一番。按照我们的测算, 公司17年碳酸锂产能将贡献利润超5000万元, 增长1.5倍, 碳酸锂放量或迎来爆发。

表9: 碳酸锂贡献净利润弹性测算

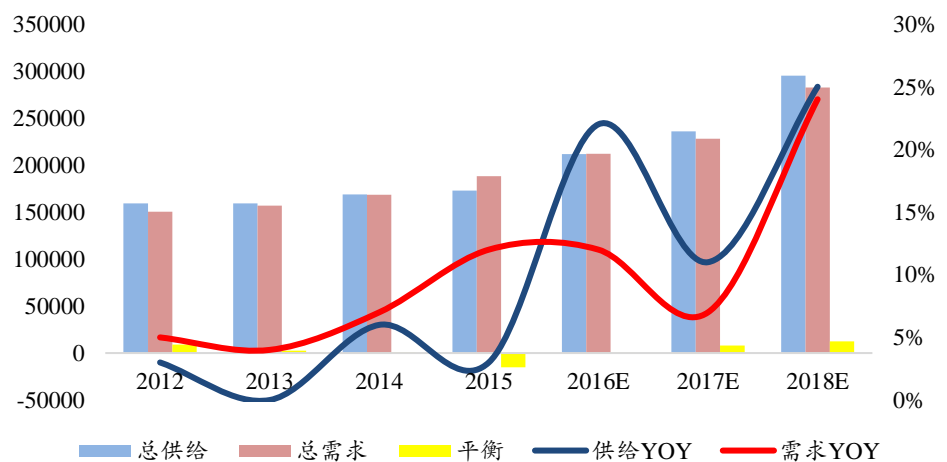
销量(吨)	1000	2000	2500	3000	4000
均价(万元/吨)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
营收(万元)	11200	22400	28000	33600	44800
毛利率(%)	23%	23%	23%	23%	23%
费用率(%)	18%	18%	18%	18%	18%
净利润(万元)	2112.32	4224.64	5280.80	6336.96	8449.28

数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

3.3 碳酸锂行业: 需求强劲, 价格短期趋好

供需弱平衡, 需求依然强劲。2016年, 碳酸锂经历短缺过程, 价格上涨, 随后各企业纷纷扩充产能产量, 存在低端产能过剩风险。我们预计2017年碳酸锂行业将维持弱平衡局面, 在18年将出现较明显的产能过剩。受下游锂电池扩产, 新能源汽车销量增长影响, 碳酸锂的需求依然强劲。

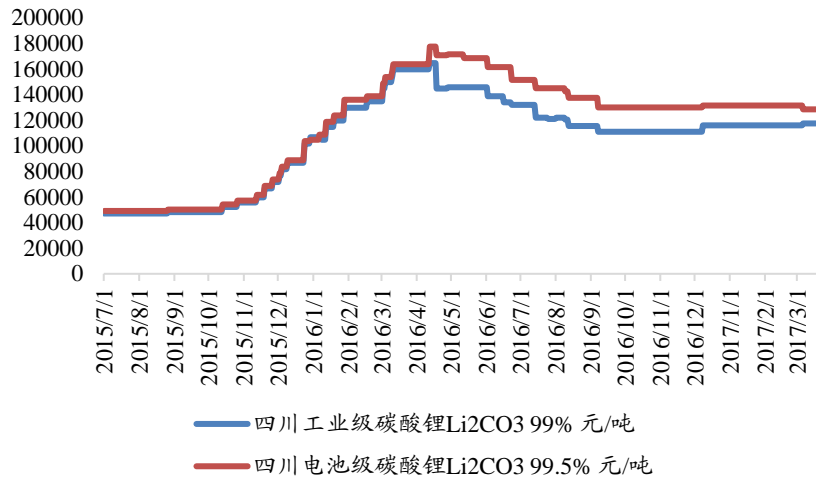
图8: 碳酸锂供需平衡



数据来源: 根据USGS、高工锂电网、中国产业信息网整理、广发证券发展研究中心

短期价格趋好。目前工业级碳酸锂维持11.75万元/吨, 电池级碳酸锂维持12.85万元/吨。我们预计短期内碳酸锂供需弱平衡难以打破, 价格短中期看涨, 未来可期。

图9: 碳酸锂价格走势



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

3.4 同业比较: 国内重要锂云母公司

锂云母龙头, 碳酸锂产能扩产后可达8000吨。目前, 国内多采用锂辉石提取碳酸锂, 主要公司有天齐锂业(碳酸锂产能2.75万吨)、赣锋锂业(碳酸锂产能1.3万吨), 因其自身拥有锂辉石资源, 产量较大。公司作为锂云母龙头, 现有碳酸锂产能3000吨, 扩充后可达8000吨, 对比其他碳酸锂生产企业, 产能较为可观。产量方面, 公司目前在1200吨左右, 预计17年可达2500吨, 产量增长1倍多, 成长迅猛。

表10: 主要上市公司碳酸锂产能及扩产情况

	2016	2017E	2018E	扩产说明
天齐锂业	27500	27500	27500	暂无新扩产项目
赣锋锂业	13000	13000	15000	17年投资建设年产1.75万吨碳酸锂项目
众和股份	7700	7700	7700	暂无新扩产项目
融捷股份	10000	10000	10000	暂无新扩产项目
江特电机	3000	8000	8000	锂云母年产1万吨碳酸锂及副产铷铯综合利用项目
格林美	-	-	5000	计划建设
威华股份	-	10000	10000	增资控股致远锂业70%股权
合计	61200	76200	83200	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

四、电机: 米格稳定增长, 交鸿助力产业升级

4.1 伺服电机毛利超30%, 米格业绩或达8000万元, 增长15%

伺服电机毛利30%以上, 米格电机竞争力明显。米格电机主要产品有步进电机和伺服电机, 均为自动化系统中的运动控制系统、数控系统中的执行元件。米格电

机产品广泛应用于纺织机械、数控、自动化等相关行业，可以对自动化设备的运动速度、载荷和位置的快速实施精确和稳定的控制。15年、16年伺服电机的毛利率分别为40.53%和32.72%，侧面反映了米格电机在伺服电机领域的竞争力。16年并表后，米格电机贡献净利润6984万元，超额完成业绩承诺。

表11：公司电机板块主要子公司营收利润情况

子公司名称	持股比例	营业收入（万元）			净利润（万元）		
		14	15	16	14	15	16
米格电机	100.00%		7,817.75	34,431.98		2,040.02	6,984.09
华兴电机	85.30%	16,222.95	16,554.44		1,605.40	1,907.26	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

完成并购米格电机，业绩承诺超额完成，有望持续。2016年米格电机超额完成业绩，承诺业绩6000万元，完成业绩6633万元，完成率110.55%。2017年，米格电机承诺业绩为7200万元，有望继续超额完成。按照完成率110%计算，17年业绩或达8000万元，增长15%。

表12：米格电机业绩承诺实现情况（单位：万元）

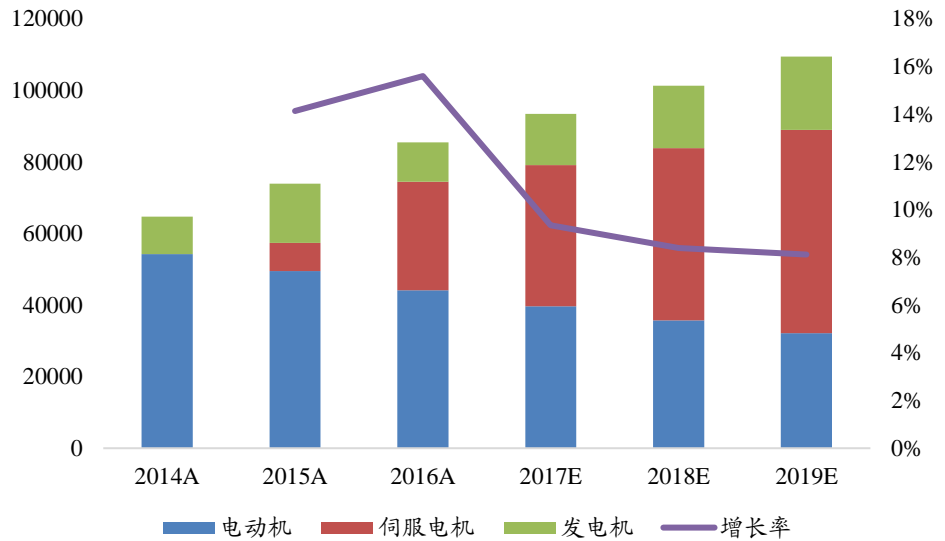
年度	承诺人	业绩承诺数	实现数	差异额	完成率
2015年		5,000.00	5,500.95	500.95	110.02%
2016年	米格电机	6,000.00	6,633.22	633.22	110.55%
2017年		7,200.00			
	累积数	18,200.00	12,134.17	1,134.17	66.67%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

4.2 电机业务稳定增长，贡献营收9至10亿元

市场占有率名列前茅，预计电机业务稳定增长，创造营收9至10亿元。公司起重电机市场占有率70%、偏航电机市场占有率68%。并购米格电机后，预计公司伺服电机产品将带动电机业务增长。我们估计，未来三年公司电机业务将稳定增长，每年稳定贡献营收9至10亿元，其中伺服电机竞争力突出，或持续增长。

图10：公司电机业务营收测算



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

4.3 战略布局电动汽车电机及智能电机

公司管理层经营战略明确，将大力发展电动汽车电机及智能电机，做强做精电机产业。传统电机受到宏观经济形势影响正在逐步萎缩，目前公司正谋求发展转型之路。结合自身产业链条，公司在新能源汽车电机、智能电机方面投入研发，或将进一步完善公司产业链条，带来产业升级，找到电机业务新的增长点。

上海交鸿+江特德国助力研发。设立子公司交鸿机器人科技(上海)有限公司，与高校合作从事智能机器人研发。设立子公司江特电机(德国)有限公司，借助国外先进技术从事智能电机、新能源汽车、发电机的研发并在技术成熟时进行国产化。

表13: 公司电机业务研发情况

序号	项目名称	项目特色	项目进展
1	GPMA 永磁同步电动机	项目产品首次应用于港口起重行业	小批生产阶段
2	GWT3220 系列永磁风力发电机	项目产品能满足长期野外无防护，大风沙，昼夜温差大等各种恶劣的环境气候	小批生产阶段
3	QPMA90-1350 永磁同步电机	用于纯电动中巴车的专用电机	大批量生产阶段
4	YVT 系列变频电梯电机	用于客货两用升降电梯的专用电动机	大批量生产阶段
5	HPMA 系列新能源环卫车专用电机	用于新能源环卫车的专用电机	小试阶段
6	4-6 米纯电动商用车驱动电机	用于 4-6 米纯电动商用车	小批生产阶段
7	10-12 米纯电动商用车驱动电机	为 10-12 米纯电动城市公交车提供动力	小批生产阶段
8	电动汽车用高速永磁同步电动机	高速电机	研发阶段
9	法西 3.0kW 永磁内转子曳引机	适用于无机房别墅梯和小载重电梯	研发阶段
10	耐尔 56kW 水冷发电机	国外水冷发电机国产化项目	研发阶段
11	码垛机器人 HEP-120 系统	适用于各行各业的生产及包装作业	生产阶段
12	智能制造车间管理系统	扶梯电机、扶梯减速机装配线智能制造车间管理系统软件部分	小批生产阶段

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

五、公司盈利预测

预计公司17-19年每股收益分别为0.27、0.37、0.56元,对应17-19年估值为42.97倍、31倍、20.51倍,考虑新能源汽车行业的发展前景,及对锂盐和电机需求的拉动,给予“买入”评级。

风险提示

新能源汽车政策不确定性;汽车销量不及预期;碳酸锂产量不及预期;业绩承诺无法实现。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2982	3776	5900	9358	11094
货币资金	311	868	263	737	547
应收及预付	2024	1990	4093	6483	7915
存货	499	668	1403	1959	2442
其他流动资产	148	250	141	180	190
非流动资产	3802	3969	3836	4621	4744
长期股权投资	2	42	42	42	42
固定资产	1339	1450	1661	1938	2019
在建工程	93	56	65	55	43
无形资产	2192	2310	1928	2443	2509
其他长期资产	176	112	140	142	132
资产总计	6784	7745	9736	13979	15838
流动负债	3550	3307	4932	8603	9616
短期借款	911	1033	0	0	0
应付及预收	2587	2237	4932	8603	9616
其他流动负债	52	37	0	0	0
非流动负债	253	625	589	603	606
长期借款	80	443	443	443	443
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	173	182	146	160	163
负债合计	3803	3932	5521	9206	10222
股本	1237	1469	1469	1469	1469
资本公积	870	1723	1723	1723	1723
留存收益	336	534	926	1471	2294
归属母公司股东权	2442	3725	4118	4663	5486
少数股东权益	539	88	97	110	130
负债和股东权益	6784	7745	9736	13979	15838

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	20	123	563	1431	178
净利润	34	202	402	558	843
折旧摊销	60	185	158	194	254
营运资金变动	-54	-343	-89	665	-932
其它	-20	80	91	14	12
投资活动现金流	-1584	-1388	-28	-948	-356
资本支出	-332	-196	-28	-948	-357
投资变动	-1248	-1225	0	0	0
其他	-4	33	0	0	0
筹资活动现金流	1134	1773	-1140	-9	-12
银行借款	975	2968	-1033	0	0
债券融资	-18	-2450	-64	8	5
股权融资	159	1368	0	0	0
其他	19	-113	-44	-16	-16
现金净增加额	-429	509	-606	474	-190
期初现金余额	546	311	868	263	737
期末现金余额	116	820	263	737	547

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	12.5	234.3	54.4	39.4	43.0
营业利润增长	-66.7	1,331.1	107.6	40.4	52.8
归属母公司净利润增长	1.7	400.9	99.1	38.6	51.2
获利能力(%)					
毛利率	25.3	25.5	26.4	26.7	26.9
净利率	3.8	6.8	8.7	8.7	9.2
ROE	1.6	5.3	9.5	11.7	15.0
ROIC	0.5	6.1	10.4	12.7	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	50.6	56.6	65.8	64.5
净负债比率	0.2	0.2	-	-0.1	-
流动比率	0.84	1.14	1.20	1.09	1.15
速动比率	0.69	0.92	0.88	0.83	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.41	0.53	0.54	0.62
应收账款周转率	1.91	4.45	2.74	2.69	3.12
存货周转率	1.75	3.81	2.42	2.41	2.75
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.13	0.27	0.37	0.56
每股经营现金流	0.02	0.08	0.38	0.97	0.12
每股净资产	1.97	2.54	2.80	3.17	3.73
估值比率					
P/E	552.6	88.8	43.0	31.0	20.5
P/B	8.9	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	296.3	36.1	24.7	19.2	13.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	893	2985	4609	6427	9187
营业成本	667	2225	3392	4708	6713
营业税金及附加	7	35	44	64	73
销售费用	49	156	248	344	491
管理费用	155	251	392	643	919
财务费用	17	60	27	13	5
资产减值损失	61	40	55	22	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	78	0	0	0	0
营业利润	15	218	452	634	968
营业外收入	13	21	21	21	21
营业外支出	1	2	1	2	2
利润总额	27	237	472	654	988
所得税	-7	35	69	96	145
净利润	34	202	402	558	843
少数股东损益	-5	5	9	13	20
归属母公司净利润	39	197	393	545	823
EBITDA	76	503	691	863	1246
EPS(元)	0.03	0.13	0.27	0.37	0.56

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。