

江特电机(002176.sz)

特种电机龙头，新能源汽车产业链雏形初现

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfh1@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030002

盈利预测假设及投资评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.34、0.49、0.92 元，考虑到公司新能源汽车产业链各方面技术仍有待突破，暂时给予公司持有评级。

传统电机主业基础稳固，且不乏创新

公司传统电机产品种类繁多，公司在起重冶金电机领域市场占有率较高，处于龙头地位，近期大订单不断，下游需求旺盛；风机方面，主要集中在偏航系统和变桨系统，市场占有率达 30% 左右，受益于进口替代。

积极打造新能源汽车产业链

公司地处“锂都”，矿山资源储备积累丰富，有望在锂矿提取碳酸锂方面走在行业前列；自主研发锂离子电池富锂锰正极材料，开始实现销售，同时布局新能源汽车电机的研发。

风险提示

- 1、自主研发富锂锰正极材料技术仍需市场检验
- 2、锂云母提取碳酸锂技术仍然不成熟

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	320.91	525.46	869.04	1194.39	1761.67
增长率(%)	-22.30%	63.74%	65.39%	37.44%	47.50%
EBITDA(百万元)	22.44	51.40	97.86	138.04	280.11
净利润(百万元)	9.05	32.34	73.78	105.03	197.74
增长率(%)	-63.32%	257.49%	128.13	42.35%	88.27%
每股收益(元)	0.083	0.298	0.34	0.49	0.91
市盈率	160.07	100.30	62.36	43.80	23.27
市净率	4.08	8.47	5.63	4.99	4.11
EV/EBITDA	63.90	63.28	45.38	32.27	16.24

数据来源: 江西特种电机股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	21.15
目标价格(元)	25.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.07%	-14.44%	160.60%
沪深 300	-6.81%	-9.74%	4.50%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

195.20/195.05

主要股东:

江西江特电气集团有限公司

主要股东持股比例 17.45%

财务比率

ROE	8.45%
ROA	6.61%
资产负债率	43.17%
每股净资产(元)	3.53

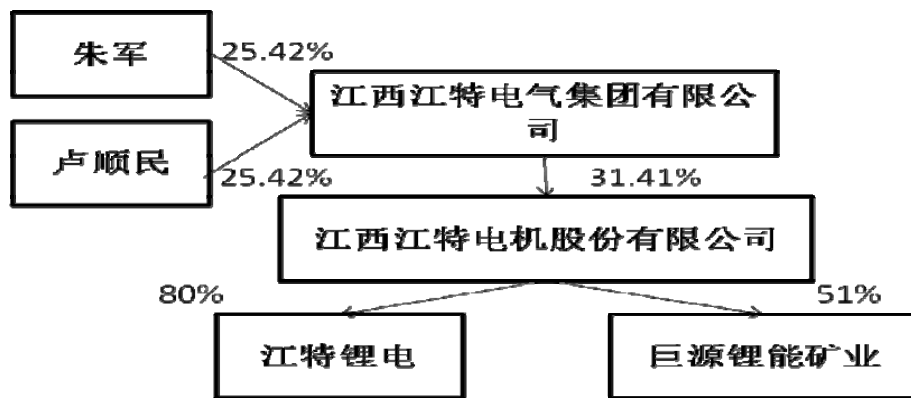
2010 年报数据

公司基本情况

公司治理结构

朱军先生和卢顺民先生分别持有江西江特电气集团有限公司 25.42% 的股权,共同构成本公司的实际控制人。

图1：江特电机公司股权结构图

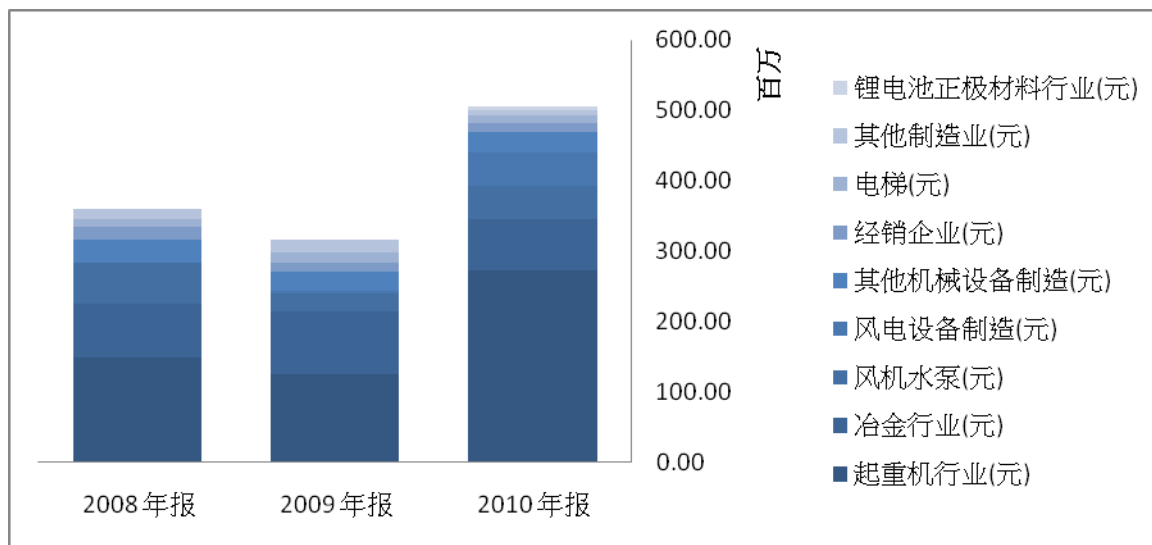


数据来源：公司公告

主要业务概述

江特电机是一家专业从事起重冶金电机、高压电机等特种电机研发、生产和销售的国家高新技术企业。在传统主业较为稳固的同时,借助江西省宜春市“亚洲锂都”的建设,瞄准该地区锂资源丰富的优势,从锂电池材料入手,逐步向锂电池、新能源汽车产业联发展,做强新能源这块产业。

图2：江特电机主要业务



数据来源：Wind资讯

传统电机业务,打造稳固基础

在传统电机领域,公司产品种类繁多,公司在起重冶金电机领域市场占有率较高,处于龙头地位。由于公司主要产品的细分领域是冶金、建筑和港口这几块,受到金融危机

和出口受阻的影响，2009年业绩有所下滑。2010年以来，随着金融危机的复苏，社会固定资产投资不断增加，受益于工程机械行业对装备的需求反弹，业绩有大幅度增长。

起重机和风机方面发展最为迅速，起重机方面公司在市场上已经处于龙头地位，以中联重科为主要大客户，市场份额不断增长。

风机方面，主要集中在偏航系统和变桨系统，目前处于国内龙头地位，市场占有率达30%左右，受益于进口替代，此外，目前主电机也在试验阶段。

在2011年一季报中，公司称预计公司2011年1-6月归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长110%-150%，一个很重要的原因就在于公司对电机下游需求旺盛预期较为乐观。2011年6月16日，公司发布公告，公司与长沙中联重工科技发展股份有限公司建筑起重机械分公司签署《保供协议》，约定江特电机保障供货时间为18个月，即从2011年7月至2012年12月；其中2011年7月至2011年12月期间每月供货数量为3235台、合计1905.73万元，2012年1月至2012年12月期间每月供货数量为4760台、合计2871.83万元。2011年6月17日，公司与山东省德州生建机械有限责任公司签订《产品买卖合同》，合同标的23200台起重冶金用三相异步电动机，金额115,590,000元，占2010年营业总收入的22%。

此外，在传统的电机业务领域，新产品、新技术不断，夯实传统业务。如高压电机、港口船用电机，并向其它细分市场扩展，如电梯电机。防爆电机，主要用于油田、煤田，不能起火花、严格，部分规格的产品进入小批量生产阶段，其它规格产品的许可证在陆续办理之中，限于产能，今年产量不会太大；2010年底募投项目之一的“变频调速高压电机和高效率高压电机技术改造项目”是针对国家节能减排的政策导向，新项目能够通过提高电机系统效率和电机产品效率实现节能的目的，减少对能源的依赖，减少环境污染，降低能耗，对改善公司产品结构有深远影响。

新能源汽车，全产业链初见雏形

矿山资源储量可观

目前参股控股的有一处采矿权，三处探矿权。矿石内的分布主要有：锂云母、钽铌、长石粉等。2010年12月公司对外投资，与江西锂电（宜春政府全资子公司）共同出资成立宜春市巨源锂能矿业有限公司（公司控股51%）。

2010年12月底，巨源锂能受够了奉新县南方矿业有限公司的采矿权及设备，锂能矿业。采矿区域位于江西省奉新县上富镇杨家湾、大坪、白水一带，矿区面积约0.91平方公里。

2011年3月3日，巨源锂能收购江西永生物流实业集团有限公司持有的江西博鑫矿业有限责任公司（以下简称“博鑫矿业”）51%的股权，三处探矿权分布在江西省宜春市何家坪矿区钽铌矿、奉新县杨家湾瓷石矿、宜丰县白水洞——奉新县杨梅里钽铌矿，探矿权证号：3600000630275、3600000640063、3600000730438，矿区面积分别为1.52、10.17和11.97平方公里，合计23.66平方公里。

电动车驱动电机蓄势待发

公司于2009年开始开发电动车驱动电机，一直以来不断完善，截止至2010年底，电动汽车驱动电机已完成样品试制，并在安源客车上进行了试用，以便进一步完善改进。在永磁电机方面公司已经接触客户洽谈。这为新能源汽车市场打开做好了这个关键环节的准备，将在未来新兴市场的竞争中占有较为重要的市场地位。

锂电池正极材料独辟蹊径

公司所在地宜春拥有丰富的锂、钽、铌、铷、铯等稀贵金属资源，并凭借丰富锂矿资源荣登“亚洲锂都”。宜春的几个矿主要有锂云母、钽铌、高岭土等，其中锂云母转为碳酸锂、钾肥、铷、铯、长石粉，整个宜春的矿约 330万吨左右，公司目前采矿和探矿权合计约100万吨。

从2007年开始，公司锂离子电池正极材料富锂锰技术来自江西理工大学的团队合作，克服了锰酸锂电池充放电使用寿命短和高温性能落后等缺陷，具有安全性更好、比容量高、工作电压高、一致性好等优势，且相比三元材料，成本更低。

目前生产线可生产的主要有富锂锰、锰酸锂和三元材料。目前三元+富锂锰各一半产能，一个月3-40吨，则一年500吨左右；8月产能新增扩充每月100吨，10月份后每月130吨。

公司对新能源汽车正在进行布局，希望打造“钽铌锂矿石——>锂云母——>碳酸锂——>锂电池正极材料——>动力锂电池——>电动汽车”的产业链。

风险提示

- 1、自主研发富锂锰正极材料技术仍需市场检验
- 2、锂云母提取碳酸锂技术仍然不成熟

资产负债表

单位：百万元

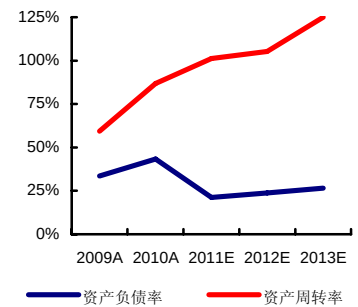
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	387	518	873	1,052	1,407
货币资金	95	122	162	150	56
应收及预付	165	260	407	550	815
存货	127	136	304	353	536
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	150	161	172	181	189
长期股权投资	13	0	0	0	0
固定资产	105	133	149	162	172
在建工程	12	6	2	-3	-7
无形资产	17	18	21	22	24
其他长期资产	3	3	0	0	0
资产总计	537	679	1,045	1,233	1,596
流动负债	167	282	221	293	421
短期借款	78	129	0	0	0
应付及预收	90	154	221	293	421
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	12	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	11	0	0	0
负债合计	179	293	221	293	421
股本	108	108	216	216	216
资本公积	145	145	484	484	484
留存收益	101	130	119	226	424
归属母公司股东权益	354	383	819	926	1,124
少数股东权益	3	3	6	15	51
负债和股东权益	537	679	1,045	1,233	1,596

利润表

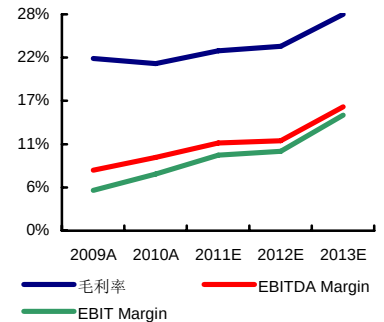
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	321	525	869	1194	1762
营业成本	250	413	668	912	1272
营业税金及附加	2	2	4	6	8
销售费用	27	37	61	84	115
管理费用	26	35	52	72	106
财务费用	3	4	-1	-5	-3
资产减值损失	9	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	4	2	3	3
营业利润	5	33	87	129	267
营业外收入	6	3	5	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11	36	92	133	271
所得税	2	4	13	17	37
净利润	9	32	79	116	234
少数股东损益	0	0	3	9	36
归属母公司净利润	9	32	76	107	198
EBITDA	25	50	98	138	280
EPS (元)	0.08	0.30	0.35	0.49	0.92

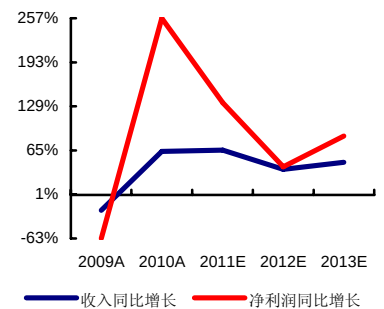
资产负债率趋势



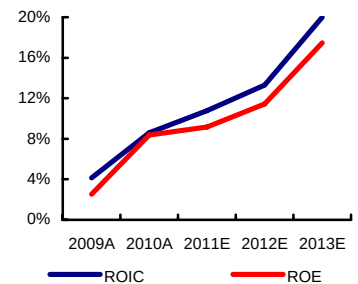
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

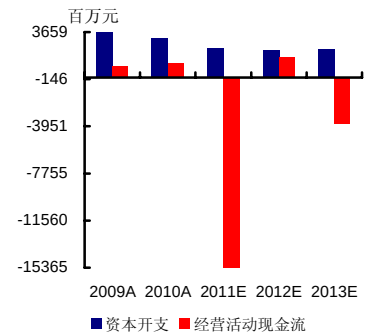
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	9	12	-156	7	-74
净利润	9	32	79	116	234
折旧摊销	8	11	14	16	19
营运资金变动	-21	-36	-248	-119	-320
其它	13	5	0	-7	-7
投资活动现金流	-27	-30	-21	-19	-20
资本支出	-37	-32	-24	-22	-23
投资变动	0	2	2	3	3
其他	10	0	0	0	0
筹资活动现金流	-10	44	217	0	0
银行借款	97	177	-129	0	0
债券融资	-102	-126	-11	0	0
股权融资	3	1	360	0	0
其他	-8	-7	-3	0	0
现金净增加额	-27	26	39	-12	-94
期初现金余额	123	95	122	162	150
期末现金余额	96	121	162	150	56

主要财务比率

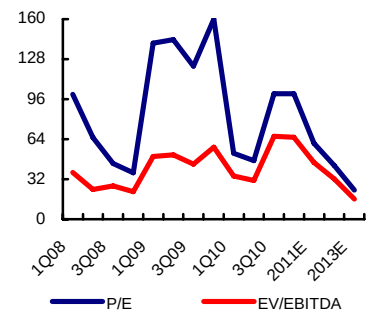
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-22.3%	63.7%	65.4%	37.4%	47.5%
营业利润	-77.2%	522.5%	164.6%	48.1%	106.3%
归属于母公司净利润	-63.3%	257.5%	134.3%	41.0%	85.7%
获利能力					
毛利率	22.1%	21.5%	23.1%	23.7%	27.8%
净利率	2.8%	6.1%	9.0%	9.7%	13.3%
ROE	2.6%	8.4%	9.3%	11.5%	17.7%
ROIC	4.2%	8.7%	10.9%	13.4%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	33.4%	43.2%	21.1%	23.7%	26.4%
净负债比率	-4.9%	1.6%	-19.6%	-15.9%	-4.8%
流动比率	2.31	1.84	3.96	3.59	3.34
速动比率	1.50	1.29	2.46	2.26	1.94
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.86	1.01	1.05	1.25
应收账款周转率	2.73	3.56	3.09	3.31	3.19
存货周转率	1.69	3.14	2.20	2.58	2.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.08	0.30	0.35	0.49	0.92
每股经营现金流	0.08	0.11	-0.72	0.03	-0.34
每股净资产	3.27	3.53	3.79	4.28	5.20
估值比率					
P/E	160.0	100.3	60.7	43.1	23.2
P/B	4.1	8.5	5.6	5.0	4.1
EV/EBITDA	57.5	65.6	45.4	32.2	16.2

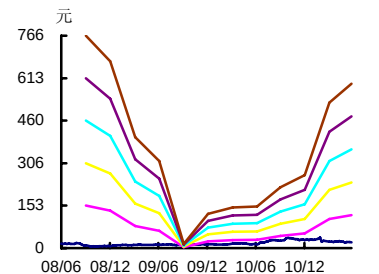
资本支出与经营活动现金流



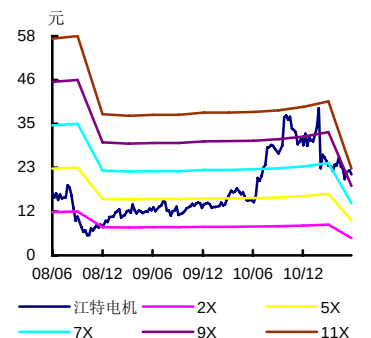
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-8681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	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（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：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。

免责声明

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，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。