



买入

28% ↑

目标价格:人民币 18.00

603012.CH

价格:人民币 14.04

目标价格基础:60倍17年市盈率

板块评级:增持

创力集团

布局新能源产业,成为动力电池 pack 和物流电动车产业链优质标的

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.3	27.2	40.4	(39.4)
相对上证指数	32.2	26.7	41.0	5.6

发行股数(百万)	637
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	10,842
3个月日均交易额(人民币 百万)	93
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
中煤机械集团有限公司	18

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以2016年6月15日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备:专用设备

杨绍辉

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

张丽新

(8621)2032 8613

lixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515080001

闵琳佳

(8621)2032 8512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

公司现有主业是煤炭机械,尽管目前众多煤机企业关闭、煤机企业亏损,但公司还可以维持一亿以上的盈利,这得益于公司合理的治理结构和独特的经营模式。公司现在要进入第二产业新能源锂电池模组包、电机电控、BMS等新业务领域,盈利弹性很大,第二产业的成功概率也很高。公司目前市值89亿元,除权前目标价18.00元,首次评级为买入。

支撑评级的要点

- **布局新能源,精准切入物流电动车配套领域。**已投资设立合肥创大进入电池PACK+电机电控业务;全资子公司上海创力普昱配套车载充电机、车载DC/DC转换器、充电桩以及智能高压配电箱电气产品。
- **与下游客户紧密合作,同发展共赢物流电动车产业链。**下游客户定位新能源物流车和乘用车,配合国内新能源汽车增长需求,公司凭借与客户的良好合作关系,双赢开拓新能源物流车市场。据公开数据显示有客户远期规划数十万辆物流电动车产能,目前已在江西、湖北、安徽布点或动工,也不排除公司会开拓新的客户抢占物流电动车市场。
- **在运作模式上有望复制原有煤机发展经验。**公司认识到进入一个新的业务领域的专业性和壁垒,因此拟通过实施主体控股子公司的股权激励引进优质技术团队和销售渠道,如合肥创大的股东预留10%股权给了技术团队,留给9%股权给了合肥中航新能源技术研究院有限公司。这种搭建平台的经营模式是公司过去发展煤机产业的成功经验。
- **新能源产业有望加快公司盈利增长。**公司的合肥创大项目预期15亿元收入和1.3亿元利润,如果下游客户需求释放的话,公司的利润有望成倍增长。按51%股权比例推算单条产线满产后利润贡献在7,000万左右,如果数条pack生产线落地投产,新业务盈利贡献的弹性大。
- **有望做煤机的常青树。**煤炭作为一次性能源中占比最高的能源,煤炭机械景气度虽然不高但是行业长期存在,公司在机制方面相比之下的优势很明显,有望做煤机的常青树。

评级面临的主要风险

- 应收账款较多可能存在坏账的风险,系统性估值风险。

估值

- 目前市值89亿元,预计2016/2017年净利润1.3亿元、1.9亿元,目标价18元,首次评级为买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,368	1,007	957	2,010	3,115
变动(%)	(14)	(26)	(5)	110	55
净利润(人民币 百万)	228	126	130	192	235
全面摊薄每股收益(人民币)	0.359	0.198	0.205	0.301	0.369
变动(%)	(7.91)	(44.69)	3.20	47.13	22.59
全面摊薄市盈率(倍)	39	71	69	47	38
价格/每股现金流量(倍)	31.8	(57.1)	21.3	(10.2)	(83.2)
每股现金流量(人民币)	0.442	(0.246)	0.659	(1.376)	(0.169)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	60.5	106.1	100.9	48.6	32.0

资料来源:公司数据及中银证券预测

目录

布局新能源，成为物流电动车产业链优质标的	3
煤炭机械行业的民营企业龙头	8
远期盈利弹性大，明年 PACK 线投产后利润增厚显著...	10

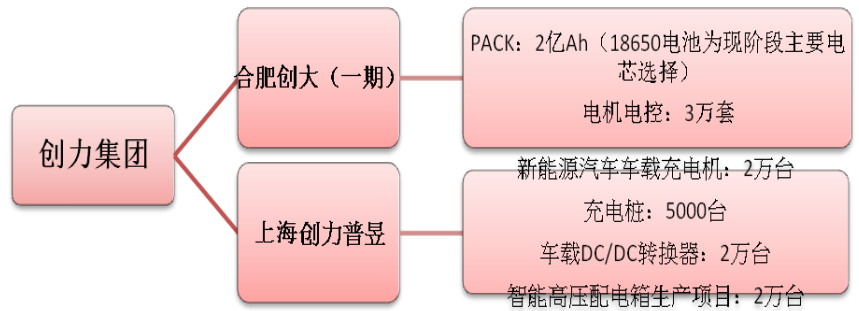
布局新能源，成为物流电动车产业链优质标的

布局新能源，精准切入物流电动车配套领域，布局了新能源汽车产业链，涉足电池包、电机电控、充电桩等产品。与下游核心客户合肥中航新能源紧密合作，同发展共赢物流电动车产业链。

投资设立合肥创大进入电池 PACK+电机电控业务；全资子公司上海创力普昱配套车载充电机、车载 DC/DC 转换器、充电桩以及智能高压配电箱电气产品。

快速行动，公司于今年4月底宣布要进入新能源汽车产业，以控股子公司合肥创大为主体，规划年产能2亿Ah 电池 PACK 和 30,000 台电机及控制器的生产，以全资子公司上海创力普昱为主体，实施年产2万台新能源汽车车载充电机、5,000 台充电桩、2万台车载 DC/DC 转换器及2万台智能高压配电箱生产项目。

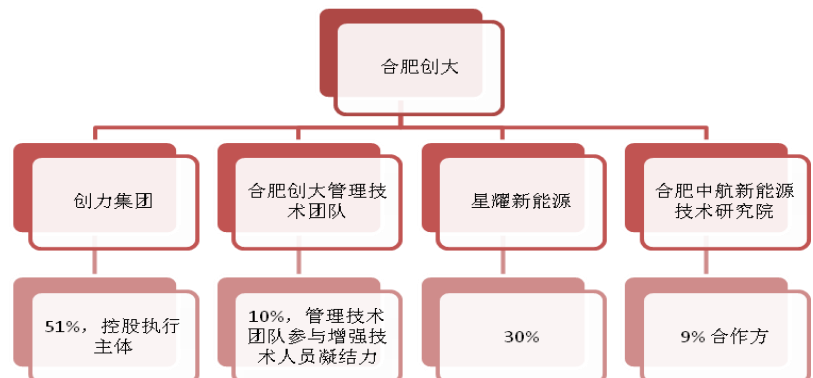
图表 1. 新能源汽车布局



资料来源：公司公告、中银证券

股权合作模式与下游客户保持良好合作关系，在运作模式上有望复制原有煤机发展经验。公司认识到进入一个新的业务领域的专业性和壁垒，因此拟通过实施主体控股子公司的股权激励引进优质技术团队和销售渠道，如合肥创大的股东预留 10% 股权给了技术团队，留给 9% 股权给了合肥中航新能源技术研究院有限公司。这种搭建平台的经营模式是公司过去发展煤机产业的成功经验。

图表 2. 合肥创大股权分析



资料来源：公司公告、中银证券

图表 3. 新能源汽车配套产品项目实施进度计划
合肥创大项目实施进度计划

项目实施进展	完成时间
合肥创大公司注册登记	2016年4月-2016年5月
一期工程可研报告及审批	2016年4月-2016年5月
采购两条生产线设备及安装调试	2016年4月-2016年9月
试生产	2017年4月-2017年7月
达产	2017年7月

上海创力普显新能源汽车配套项目实施计划

项目实施进展	完成时间
开始时间	2016年3月
投产时间	2017年3月
计划达产	2017年10月

资料来源：公司公告、中银证券

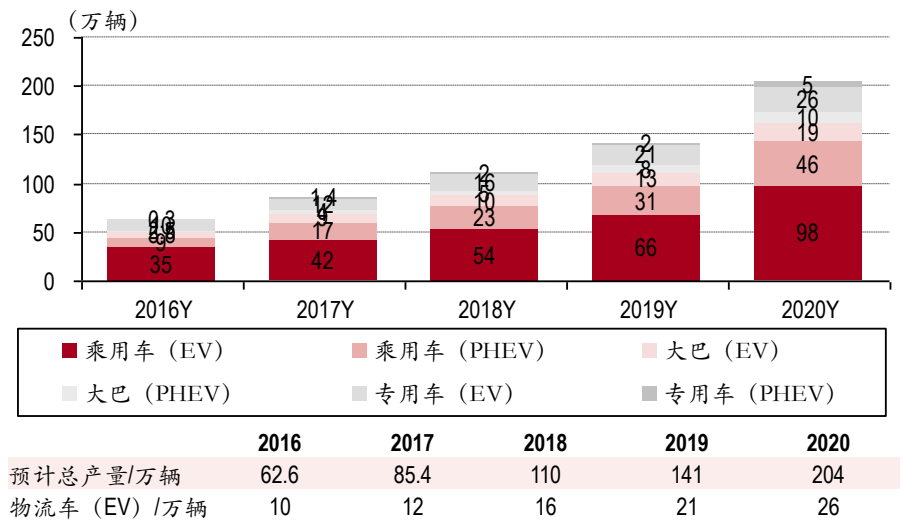
下游客户定位新能源物流车和乘用车，配合国内新能源汽车增长需求，公司凭借与目标核心客户的良好合作关系，双赢开拓新能源物流车市场。为公司带来新的利润增长点。除了该核心客户，也不排除公司会开拓新的客户抢占物流电动车市场。

新能源汽车快速放量发展，收到政策和运营模式的影响，预计物流车 2016 年增速明显。

2015 年堪称新能源汽车产业真正意义上的元年，根据工信部数据，2015 年国内累计完成新能源汽车生产 37.9 万辆，同比增长 4 倍。新能源汽车产业高速发展的背后，是一系列国家政策的大力扶持。2015 年 4 月，财政部、科技部、工信部和发改委联合下发《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，对新能源汽车继续给予补贴；10 月和 11 月国务院办公厅和发改委、能源局、工信部及住建部等四部委分别下发《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》和《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》。两份文件规划，到 2020 年，全国将新建 480 万个充电桩及 1.2 万座充换电站，以满足 500 万辆新能源汽车的出行需求。2016 年预计还会有相关行业标准、政策等陆续出台，从而实现对充电基础设施建设、动力电池生产及回收、新能源汽车生产等上下游产业链的整体覆盖，打造促进新能源汽车生产及消费的完整政策体系。有理由相信，在国家及相应地方配套政策的强力支持下，2016 年新能源汽车产业会继续维持高速增长，预计到 2020 年，新能源汽车年产量有望超过 200 万辆。

受国家“新能源汽车骗补调查”以及大巴暂停应用三元锂电池技术的影响，预计 2016 年新能源客车特别是纯电动客车产量或同比大幅下滑，6~8 米车型表现将尤为明显；与之对应的是新能源乘用车及专用车增幅显著，预计未来 5 年乘用车和专用车将成为新能源汽车市场的主要推动力，而乘用车、专用车以及纯电动客车市场将是未来动力锂电池的主要应用领域。

图表 4. 2016~2020 年新能源汽车产量预测



资料来源：赛迪数据，中银证券

2015 年是中国纯电动物流车行业实现跨越式发展的一年，2015 年，纯电动货车产量达 44,497 辆，是以往年份产量的几倍。去年，有 281 款纯电动物流车进入工信部目录。新增车型与产销都打破历史新高。

2015 年，国家加大纯电动物流车财政支持，财政部出台了《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（以下简称“《通知》”），继而中机车辆技术服务中心发文《关于开展 2016-2020 年<新能源汽车推广应用工程推荐车型目录>申报工作的通知》（以下简称“《目录》”），纯电动物流车这一新能源汽车细分市场在政策助推下将迎来历史性的发展机遇。根据《通知》附件 1《2016 年新能源汽车推广应用补助标准》中第三条所示，纯电动、插电式混合动力（含增程式）等专用车、货车推广应用补助标准：按电池容量每千瓦时补助 1,800 元，并将根据产品类别、性能指标等进一步细化补贴标准。

按照当前补贴模式，新能源物流车的运营的成本优势在物流车业务为企业端的情况，新能源物流车推广速度值得期待。

图表 5. 新能源物流车与燃油物流车运营成本比较分析

新能源物流车分析		燃油物流车分析	
物流车电池容量 (KWh)	33	汽车购入成本	40,000
电池单价 (元/Wh)	2.2		
新能源汽车补贴-国补标准 (元/KWh)	1,800	车辆购置税计税价格	3,419
新能源汽车补贴-国补 (元/车)	59,400	税率(%)	10
新能源汽车补贴-地补 (国补配套比例)	0.8	实际成本	43,419
新能源汽车补贴-地补 (元/车)	47,520		
物流车售价 (元/车)	160,000		
物流车扣补贴后售价 (元/车)			
扣国家补贴 (元/车)	100,600		
扣地方补贴 (元/车)	53,080		
税费(车辆购置附加税和车船税)	0		
实际成本	64,000		

注：按照国补地补两个补贴加起来最高上限在车辆售价的 60% 估算。

新能源物流车分析		燃油物流车分析	
折旧年限(年)	5	折旧年限(年)	5
单位充电费用 (元/KWh)	1.8	单位充电费用 (元/L)	6.3
每日行驶路程 (km)	200	每日行驶路程	200
百公里耗电量 (kwh/日)	14	百公里耗油量 (L)	9
每日动力费用(元/日)	50.4	每日动力费用(元/日)	113.4
年使用天数 (天)	300	年使用天数 (天)	300
维护费用 (平摊) 元/年	1,400	维护费用 (平摊)	1,500
折旧成本 (年)	12,800	折旧成本 (年)	8,684
使用成本合计	29,320	使用成本合计	44,204

资料来源：赛迪数据，中银证券

市场快速发展，企业纷纷进入，但还在起步阶段，新进入者发展空间仍很大。根据去年的纯电动物流车产量分析，全年东风、重庆瑞驰、陕西通家、力帆、北汽等车企产量最高。但未形成垄断模式，新进入者发展空间仍很大。

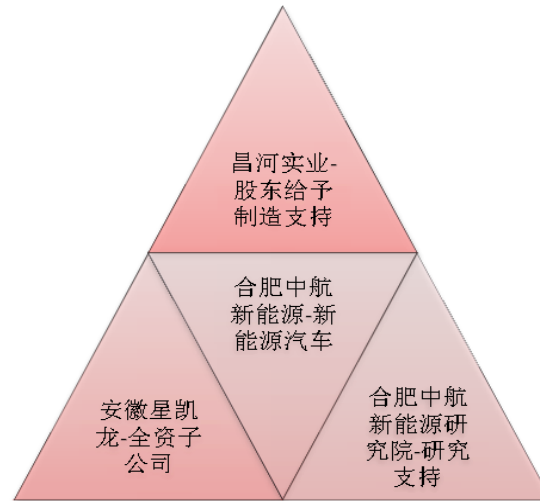
据公开资料显示，合肥中航新能源合作商准备充分，积极布局新能源物流车。

2014年10月26日，由中航工业合肥昌河实业有限公司、上海咏华科技有限公司共同出资人民币2亿元，注册成立合肥中航新能源科技有限责任公司。（融资需求，目前股权结构已出现较大变化）。

制造方面有昌河实业（股东给予制造支持）和安徽星凯龙（全资子公司）为基础；昌河实业从2012年开始，成功开发了福瑞达纯电动厢式物流车系列和单双排纯电动物流车。安徽星凯龙客车有限公司安徽星凯龙客车有限公司是工信部《车辆生产企业及产品公告》的企业，具有大、中型客车的生产资质。2014年安徽星凯龙客车有限公司开发了10.5米、12米纯电动城市客车和6米纯电动客车等新产品，新能源客车获得了工信部和国家税务总局第三批《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》。目前，公司在国内纯电动城市客车调研的基础上，集国内城市客车优点，进行了新型纯电动城市客车和其他新能源客车的试制。安徽星凯龙客车有限公司采用先进的客车技术，集底盘装配、车身生产、涂装油漆、客车总装、整车检测等工艺于一体贯通式联合流水作业线。

优秀研究人才，依托中航新能源研究院专注做新能源汽车。陈清泉院士受聘为合肥中航新能源技术研究院院长，雷如清教授受聘为合肥中航新能源技术研究院电池院院长；金亦石先生受聘为合肥中航新能源技术研究院电机院院长；黄松先生、楼叙真女士受聘为合肥中航新能源技术研究院高级顾问；曾照强先生受聘为合肥中航新能源技术研究院高级专家。以陈清泉院士领衔的专家团队，将充分发挥理论研究、前瞻性技术研发和科技人才资源优势，在公司研发过程中给予全面的战略指导和技术支持。

图表 6. 合肥中航新能源体系支持



资料来源：公司公告、中银证券

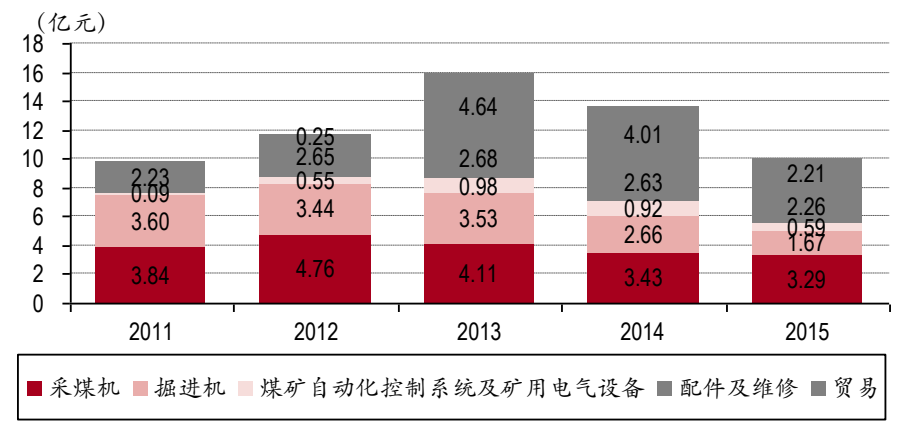
下游核心客户正在加大整车生产基地建设。中航新能源据我们产业调研了解到，公司新能源电池包等的核心客户远期规划 40 万辆物流电动车产能，目前已在江西、湖北、安徽布点或动工。

煤炭机械行业的民营企业龙头

创力集团是国内领先的以煤炭综合采掘机械设备为主的高端煤机装备供应商，2015年3月登陆A股市场。

公司主营煤炭综合采掘机械设备、煤矿自动化控制系统及矿用电气设备的设计、研发、制造、销售以及技术服务，并向客户提供煤矿综采、综掘工作面成套设备的选型和方案设计。2015年公司实现营业收入10.07亿，归属于母公司所有者净利润1.26亿。

图表 7. 主营业务收入分布



资料来源：公司公告、中银证券

由于煤炭行业的持续严冬，2015年煤炭机械行业上市公司业绩继2014年再次出现整体性下滑，个别企业甚至开始出现亏损。对比之下公司凭借优秀的管理、具备核心竞争力的产品，在不景气的行业周期内仍保持较好营收规模与盈利能力。

图表 8. 2015 年煤炭机械企业业绩均有不同程度下滑

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)
601717.CH	郑煤机	45.11	(26.35)	0.42	(79.43)	19.71
002526.CH	山东矿机	10.76	(25.99)	(2.68)	(10,315.65)	18.49
600582.CH	天地科技	143.47	(13.46)	12.27	(23.34)	34.37
300099.CH	尤洛卡	1.65	(7.80)	0.23	372.53	53.49
002691.CH	冀凯股份	2.80	(8.69)	0.24	(35.89)	51.51
002535.CH	林州重机	12.33	(34.23)	(2.97)	(682.35)	0.97
603012.CH	创力集团	10.07	(26.39)	1.26	(44.69)	37.63

资料来源：公司公告、中银证券

优秀的管理源自良好的股权结构

公司第一大股东是中煤机械集团，持股 17.8%，中煤机械集团有且仅有两名自然人股东，即公司实际控制人石华辉等人。

公司第二大股东上海巨圣投资，主要是为公司管理层和核心技术人员所有，上市之初中煤机械集团持股上海巨圣投资 50.5%，其他均为公司管理层和核心技术人员。同时，其他高管也有持股。

图表 9. 前十大股东多为公司管理层及核心技术人员

股东名称	占总股本 比例(%)	
中煤机械集团有限公司	17.79	实际控制人石华辉等持股
上海巨圣投资有限公司	13.42	中煤机械集团控股，其他公司管理技术人员持股
王凤林	7.04	掘进机事业部总经理，核心技术人员
管亚平	6.95	公司董事，总经理兼技术中心主任
芮国洪	5.74	公司副总经理，分管电气业务
耿卫东	5.74	公司总工程师，董事
宋登强	3.34	总经理助理
廖平	3.09	总经理助理，掘进机事业部副总经理，核心技术人员
郭武	2.38	副总工程师，掘进机事业部副总经理，核心技术人员
石华辉	2.20	公司董事长、实际控制人
合计	67.69	

资料来源：公司公告，中银证券

具备核心竞争力的产品

公司产品**定位高端**，即使经历行业严冬主打产品采煤机与掘进机毛利率显著高于其他综采设备，其中采煤机历年毛利率均在40%以上，掘进机在销量大幅降低的2015年毛利率仍有47.37%。同时，公司产品**规格、型号全面**，其中滚筒式采煤机有28个系列103种机型，装机功率覆盖120kw-2760kw，采高范围覆盖0.7m-6.5m，掘进机8个系列14个品种，截割功率55kw-315kw，掘进高度覆盖1.9m-5.1m。2011-2013年在我国主要煤机设备制造企业产量排名中，公司采煤机、掘进机产量连续三年均稳居全国前六。

独特的技术与销售渠道

上海创力的成功，来自技术团队的引进和销售渠道的拓展。**技术团队方面主要通过股权激励吸引人才**。除进入公司前十大股东的高管与技术人员外，公司其他董事、高管、核心技术人员均通过直接或间接（上海巨圣投资有限公司）持有上市公司股份，突出的激励力度持续为公司吸收新鲜血液、保持技术领先。

销售渠道方面与重要客户成立合资公司方式独特。公司不仅建立了覆盖全国主要煤炭产区的销售网络，更先后与重要客户大同煤矿集团、山西焦煤集团、阳泉煤业集团在山西成立合资公司，确保公司为客户提供专业、技术的技术及售后服务，最大程度满足客户个性化要求，同时稳定主要销售市场、扩大销售渠道。

供给侧改革下行业或持续低迷，但优秀的公司终将胜出

随着更为清洁的一次能源、新能源在能源消费中占比的提升，煤炭在我国能源消费中的占比势必逐渐下降，同时煤炭行业作为供给侧改革重点，收缩产能仍是中长期趋势所在，在此前提下煤炭机械行业或将持续低迷。然而，我们认为公司作为行业内具备优秀的治理结构与技术基因、具有核心竞争力产品的龙头企业，最终将成为“存活者”，公司煤炭机械主业业绩或在短期内仍有所下滑，但优于行业趋势。

远期盈利弹性大, 明年 PACK 线投产后利润增厚显著

1、远期盈利弹性大

(1) 假设单一核心客户 40 万辆产能的电池有 1/2 采购合肥创大

目前公司一条 2 亿 AH 的 pack 业务线的年产值 15 亿元, 对应 1.3 亿元的净利润预期, 大约消化 1.6 万辆物流电动车的锂电池需求。

那么 40 万辆物流电动车需要建 25 条 PACK 业务线, 假设仅有 1/2 采购合肥创大的动力电池, 那么也就是合肥创大需建 12 条 2 亿 ah 的 pack 业务线, 对应收入 180 亿元收入和 15 亿元利润, 按 51% 股权, 大致推算可贡献 7.5 亿元净利润。

相对于公司目前煤机主业的盈利 1 亿元左右, 未来锂电池 pack 业务线将为公司提供 7 倍的成长空间。

(2) 假设单一核心客户 40 万辆产能的电池有 1/3 采购合肥创大

假设仅有 1/3 采购合肥创大的动力电池, 那么也就是合肥创大需建 8 条 2 亿 ah 的 pack 业务线, 对应收入 120 亿元收入和 10 亿元利润, 按 51% 股权, 大致推算可贡献 5 亿元净利润。

相对于公司目前煤机主业的盈利 1 亿元左右, 未来锂电池 pack 业务线将为公司提供 5 倍的成长空间。

2、明年 PACK 线投产后利润增厚显著

预计 2016-2017 年净利润 1.3 亿元、1.9 亿元

根据合肥创大的项目布局, 我们预计公司 2016 年利润主要来自煤机业务, 鉴于市场环境不好我们预期公司净利润可能会下滑到 1 亿元的水平, 而新能源业务板块在 2016 年尚未投产, 到 2017 年开始贡献盈利。主要收入与毛利率假设如下:

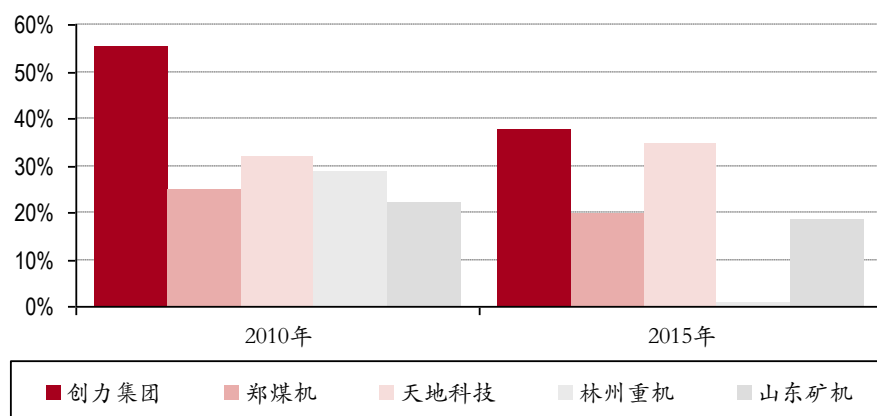
图表 10. 创力集团主导产品销售收入估计

(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
煤炭机械	780.82	741.77	778.86	856.74
增速(%)	(19.08)	(5.00)	5.00	10.00
煤炭销售	221.38	210.31	220.83	242.91
增速(%)	(44.80)	(5.00)	5.00	10.00
新能源板块	0.00	0.00	1,000.00	2,000.00
增速(%)	0	0	-	100
公司总计	1,002.19	952.08	1,999.68	3,099.65
增速(%)	(26.63)	(5.00)	110.03	55.01

资料来源: 公司公告, 中银证券

毛利率判断

创力集团历年来的毛利率位于 35%-55%, 显著高于煤炭机械同行业。

图表 11. 创力集团销售毛利率与同行业其他公司比较


资料来源：万得、中银证券

在我们盈利预测中，主要产品毛利率假设如下：

- 1) 采煤机：维持在 30-40%
- 2) 掘进机：维持 40%
- 3) Pack: 15%
- 4) 电机电控：20%

首次给予买入评级，目标价 18.00 元

公司具有非常好的治理结构，擅于搭建技术研究平台和销售渠道，也有望将载煤机行业的成功经验复制到新能源产业链领域，目前公司市值 89 亿元，参考新能源汽车产业链估值水平及公司新能源业务弹性，目标价 18.00 元，首次评级为**买入**。