

煤机主业暖风渐近，新能源车振翅待飞

——创力集团（603012）深度报告

2016年12月27日

强烈推荐/首次

创力集团 深度报告

报告摘要：

高端煤机行业龙头，打造新能源汽车第二主业。公司是国内领先的煤机装备供应商，掌握高端煤机核心技术，坚持高技术、高附加值的产品定位。在国内煤机行业持续走低的背景下，公司相关业务稳定在40%以上的高毛利率水平，同时积极求变，快速布局新能源汽车产业链开拓第二主业。

快速切入新能源汽车产业链，超预期表现值得期待。公司新能源汽车业务步伐紧凑，深度布局“三电”制造、充电设备建设和后端运营的全产业链：

- ◆公司携手中航新能源设立合肥创大，一期2亿Ah电池PACK和3万台电机及控制器产线正快速落地，投产进度有望超预期，预计达产后将实现年销售收入15亿元，净利润约1.3亿元，且具备进一步产能扩张空间。
- ◆公司控股股东收购BMS龙头亿能电子，未来极有可能注入公司，提升公司在动力电池领域的竞争力，将客户拓展至中航新能源之外的车企，形成“北创大、南亿能”的产业协同，增厚公司业绩。
- ◆公司成立新能源汽车运营公司，通过购买和运营新能源汽车和整车厂形成紧密的贸易关系，推动公司新能源汽车“产业链”向“生态圈”演化，预计2016年对于利润超千万元。

下游煤炭触底反弹，煤机行业静待春风。受益于供给侧改革，下游煤价反弹将带动煤炭行业固定资产投资回升，且煤炭行业机械化率的不断提高将为公司煤机销售业务提供持续利好。同时，2017年公司客户煤机替代需求将迎来放量，看好公司明后年煤机业务的回暖增长。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2016-2018年营业收入分别为9.4亿元、24.5亿元和37.8亿元，归母净利润分别为1.2亿元、2.2亿元和2.9亿元，EPS分别为0.18元、0.34元和0.45元，对应PE分别为58.9倍、31.7倍和23.9倍，对应目标股价13.4元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：公司“三电”产能释放低于预期，新能源汽车行业增速放缓，中航新能源产销低于预期，煤机业务增长低于预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,368.12	1,007.11	944.29	2,447.37	3,784.45
增长率（%）	-14.32%	-26.39%	-6.24%	159.18%	54.63%
净利润（百万元）	236.53	125.54	116.17	260.60	375.57
增长率（%）	-8.03%	-46.93%	-7.46%	124.32%	44.12%
净资产收益率（%）	18.42%	5.39%	4.24%	7.51%	9.38%
每股收益(元)	0.96	0.42	0.18	0.34	0.45
PE	11.19	25.57	58.85	31.71	23.94
PB	2.07	1.46	2.49	2.38	2.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：林劫

010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

联系人：史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

联系人：王革

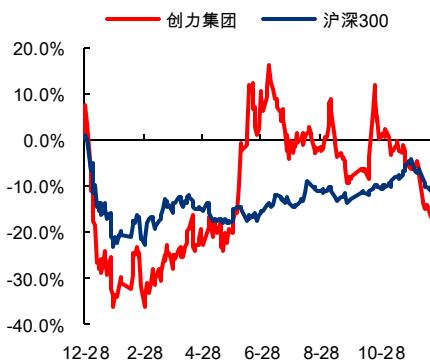
010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	10.74-25.34
总市值（亿元）	68.37
流通市值（亿元）	45.52
总股本/流通A股（万股）	63656/42383
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.35

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 高端煤机龙头稳中求变, 打造新能源汽车第二主业	4
1.1 高端煤机装备供应商	4
1.2 煤炭行业下行触底, 积极开拓第二主业	5
2. 大跨步进军新能源汽车产业, 第二主业待起飞	6
2.1 新能源汽车产业爆发带动“三电”市场放量	6
2.2 新能源汽车“三电”兼备, 内生外延实现南北布局	11
2.2.1 成立创大新能源迈出新能源汽车产业第一步	11
2.2.2 增资创力普昱, 布局充电桩设备	12
2.2.3 大股东“代购”亿能电子, 未来注入可期	13
2.3 发力运营领域, 构建新能源汽车“生态圈”	14
3. 煤机主业隆冬尽, 静待来年回暖时	14
3.1 三重需求带动煤机业务触底反弹	14
3.1.1 新增需求: 煤炭触底回升	15
3.1.2 更新需求: 峰值销售产品迎来替换期	16
3.1.3 机械化率提升: 能源技术革新路径明确	17
3.2 拓展融资租赁, 改善资金周转	17
4. 盈利预测及投资评级	19
5. 风险提示	20

表格目录

表 1: 2015年各新能源车型平均带电量	7
表 2: 不同类型 PACK 企业分布	8
表 3: PACK 厂成为车企和电芯企业向上下游外延重要环节	9
表 4: 创力普昱新能源汽车配套零部件及充电桩项目产品定位	12
表 5: 公司融资租赁业务利润预测	19
表 6: 同类型上市公司市盈率比较表	19
表 7: 公司盈利预测表	21

插图目录

图 1: EBZ315H 悬臂式掘进机	4
图 2: MG500/1300 系列电牵引采煤机	4
图 3: 公司股权结构	4
图 4: 2015年公司分业务营收构成	5
图 5: 公司分业务毛净利率情况	5
图 6: 公司营业收入情况	5
图 7: 公司归母净利润情况	5

图 8: 公司深度布局新能源汽车产业链.....	6
图 9: 2020 年我国新能源汽车市场保有量将达到 500 万辆 (单位: 万辆)	6
图 10: 2020 年动力电池需求规模将超过 100GWh (单位: GWh)	7
图 11: 电池 PACK 的主要封装技术	8
图 12: BMS 是 PACK 企业的技术内核	8
图 13: 新能源汽车各环节成本占比	10
图 14: 三电 BMS、PACK 及电机电控市场规模测算 (亿元)	10
图 15: 2013-2020 年我国累计建成充电桩数量.....	10
图 16: 2013-2020 年我国累计建成充电站数量.....	10
图 17: 我国新能源汽车车桩比	11
图 18: “十三五”期间充电桩建设市场规模 (亿元)	11
图 19: 合肥创大新能源股权结构	11
图 20: 中航新能源电动汽车产能规划 (万辆)	12
图 21: 亿能电子净利润状况 (亿元)	13
图 22: 典型的新能源汽车运营产业链	14
图 23: 煤炭机械行业发展的推动力	15
图 24: 我国原煤产量	15
图 25: 我国动力煤价格走势 (元/吨)	15
图 26: 煤炭采选企业利润情况	16
图 27: 煤炭采选业固定资产投资及设备工器具购置额	16
图 28: 公司煤机销售额于 2012 年迎来波峰 (亿元)	17
图 29: 煤炭开采技术创新路线规划	17
图 30: 公司近年来应收账款及主营业务收现比率情况	18
图 31: 售后回租模式	18
图 32: 中国融资租赁行业企业数量情况	19
图 33: 中国融资租赁行业市场规模预测	19

1. 高端煤机龙头稳中求变, 打造新能源汽车第二主业

1.1 高端煤机装备供应商

公司是国内领先的以煤矿综合采掘机械设备为主的高端煤机装备供应商, 专业从事煤矿综合采掘机械设备、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, 并为客户提供煤矿综采、综掘工作面成套设备的选型和方案设计。公司主导产品为煤炭综合采掘机械设备, 主要包括系列滚筒式采煤机、系列悬臂式掘进机及相关零配件等。

图 1: EBZ315H 悬臂式掘进机



资料来源: 公司官网, 东興证券研究所

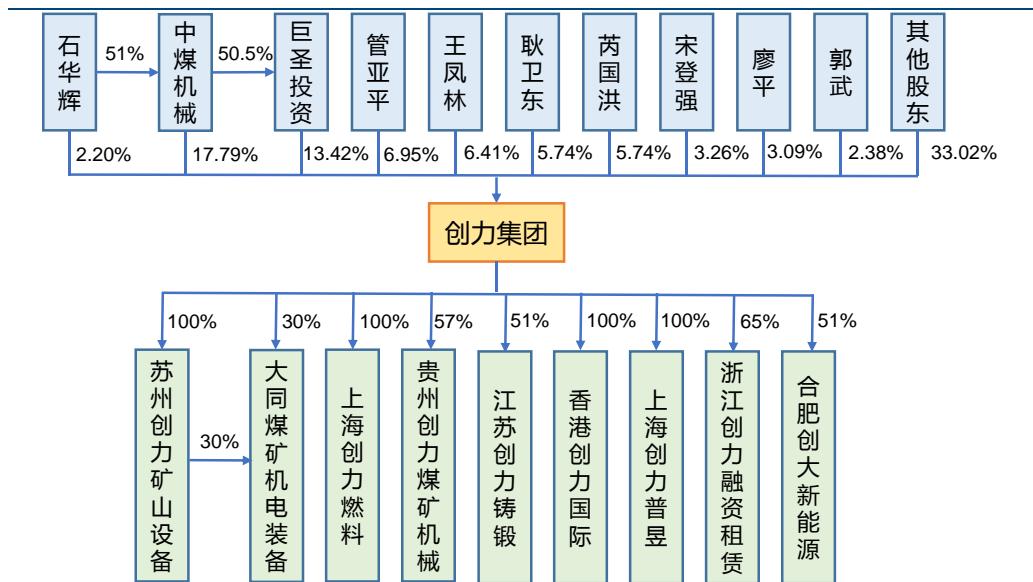
图 2: MG500/1300 系列电牵引采煤机



资料来源: 公司官网, 东興证券研究所

公司股权结构稳定, 大多自然人股东均在公司任职, 与公司存在利益绑定。公司实际控制人为石华辉先生, 其同时也是公司控股股东中煤机械的实际控制人。中煤机械为民营股份制企业, 在煤机领域有多年积累, 技术力量雄厚, 机制灵活, 助力公司在行业洗牌中保持优势地位。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 东興证券研究所

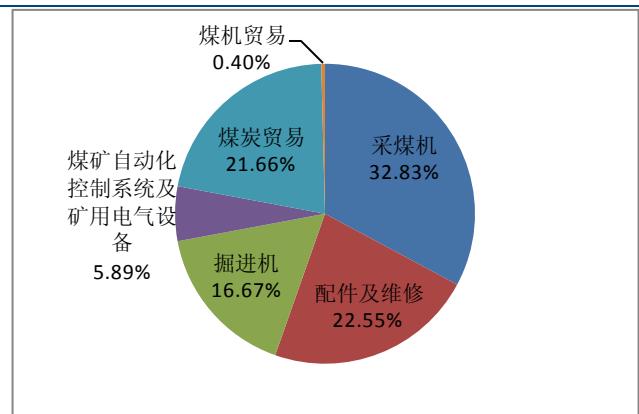
1.2 煤炭行业下行触底, 积极开拓第二主业

从公司 2015 年的主营构成来看, 煤机业务是公司的绝对主业, 煤机及相关业务的营收占比超过 78%。同时, 公司还具有一定规模的煤炭贸易业务, 这主要与公司应收账款的收回方式有关。

在经历了 2008-2012 年的黄金发展期后, 从 2013 年开始, 在经济发展新常态下, 下游煤矿需求低迷, 煤机行业景气度下降, 公司煤机业务营收和净利润出现了持续下滑。2015 年, 公司实现营收 10.1 亿元, 同比减少 26%, 归母净利润 1.3 亿元, 同比减少 45%。进入 2016 年, 随着行业逐步触底和煤炭供给侧改革初见成效, 公司业绩呈现企稳信号, 降幅逐步收窄。2016 年上半年, 公司实现营收 4.5 亿元, 同比减少 10%, 归母净利润 0.7 亿元, 同比减少 12%。

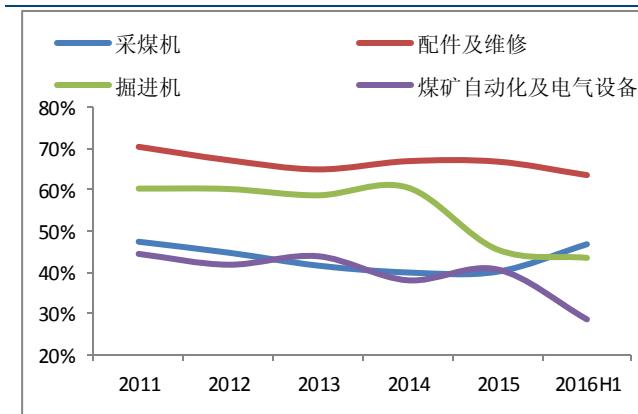
公司掌握高端煤机的核心技术, 始终坚持高技术、高附加值的产品定位。公司自动化煤机产品技术门槛高, 下游客户以大同煤矿、龙煤集团等大型国有煤炭生产企业为主, 对价格并不敏感。因此, 尽管公司近年来业绩随行业走低, 但盈利能力并未受明显冲击, 煤机业务毛利率稳定在 40-70% 的较高水平, 显著高于 15-35% 左右的行业均值。

图 4: 2015 年公司分业务营收构成



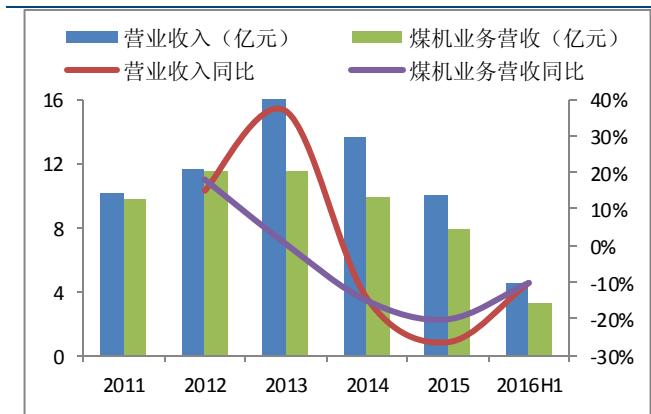
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 公司分业务毛净利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

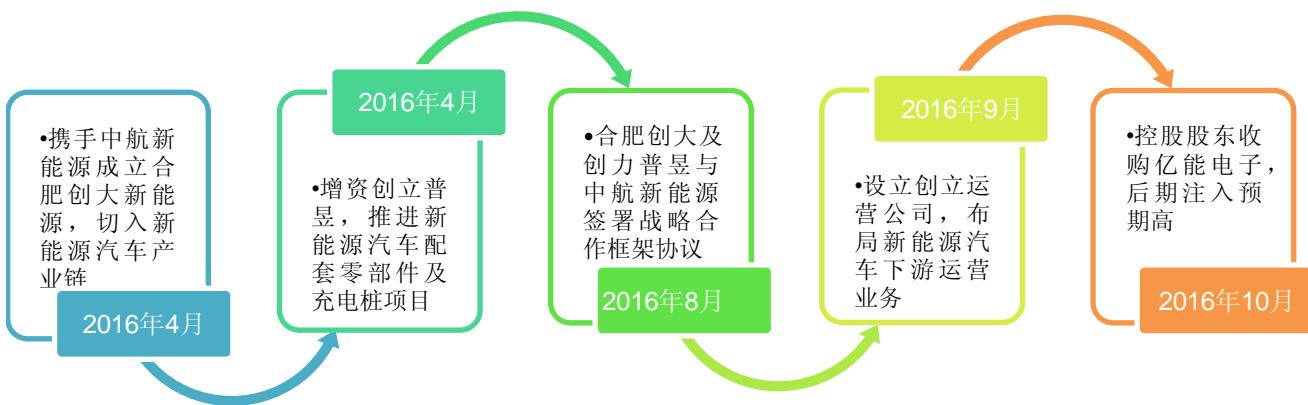
图 7: 公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

为优化产业结构调整,突破传统煤机业务的局限,寻求新的利润增长点,公司积极通过内部整合和外延并购的方式,紧随新能源汽车浪潮,从上游“三电”系统到下游充电设备及运营环节深度布局新能源汽车产业链。

图 8: 公司深度布局新能源汽车产业链



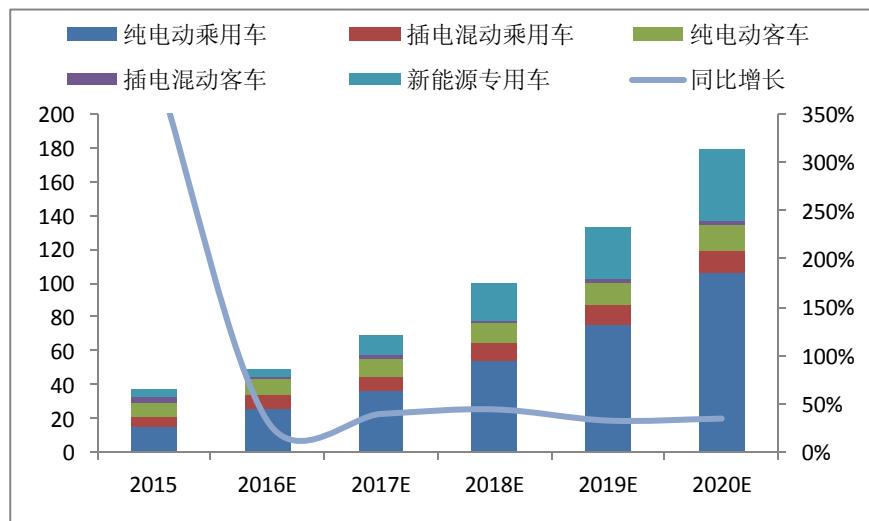
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 大跨步进军新能源汽车产业, 第二主业待起飞

2.1 新能源汽车产业爆发带动“三电”市场放量

2015年中国新能源汽车产量达37.9万辆,同比增长超300%,全球占比在50%以上,超过美国一跃成为全球新能源汽车第一大国。根据我国新能源汽车发展规划,到2020年,我国新能源汽车市场保有量将达到500万辆以上,5年具备10倍市场规模。

图 9: 2020年我国新能源汽车市场保有量将达到500万辆(单位:万辆)



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

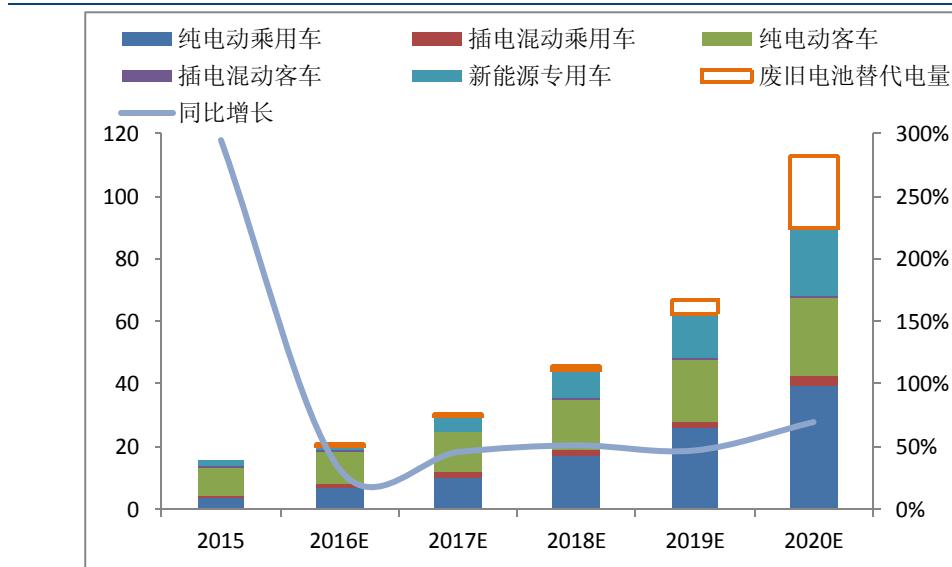
新能源汽车产业链的爆发直接带动了上游动力电池需求的增长,为相关企业带来了巨大的利润空间。参考各车型2015年的平均带电量,假设由于技术进步等因素各车型带电量平均每年10%左右的提升趋势,并考虑动力电池平均使用寿命5年后废旧电池的替代需求,则2016-2020年每年新增新能源汽车的动力电池需求分别为20.7GWh、30.1GWh、45.4GWh、66.7GWh和113.0GWh, CAGR接近50%。

表 1: 2015 年各新能源车型平均带电量

新能源汽车车型	平均带电量
纯电动乘用车	23kWh
插电混动乘用车	14kWh
纯电动客车	102kWh
插电混动客车	20kWh
电动专用车	32kWh

资料来源:第一电动网,东兴证券研究所

图 10: 2020 年动力电池需求规模将超过 100GWh (单位: GWh)

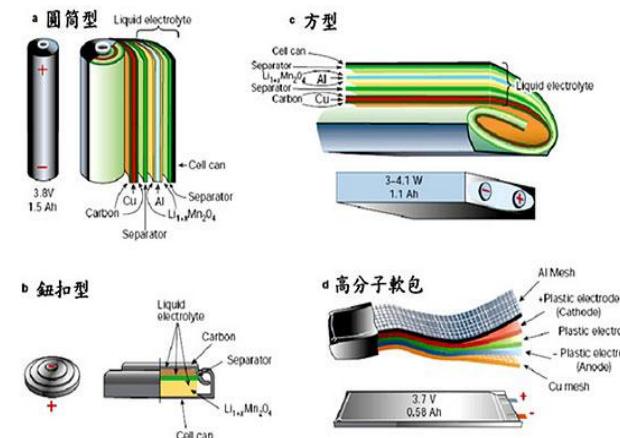


资料来源:中汽协,东兴证券研究所

在新能源汽车产业链中,PACK 和 BMS 是连接电芯生产和整车运用的关键环节:

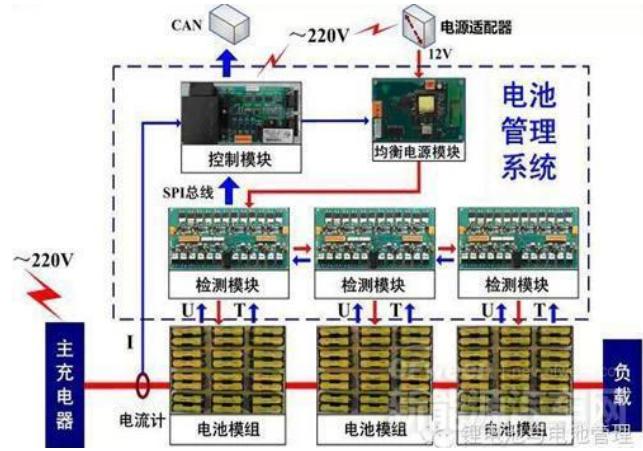
- 与电芯企业的统一标准化产品不同,PACK 面向不同客户车型具有较强的定制属性,要求针对不同车型空间尺寸、系统接口、结构强度、IP 等级、BMS 接口和热管理情况进行差异化设计。目前主流的动力电池 PACK 技术有圆柱形、方形硬壳和软包,其中圆柱封装较为成熟,而软包则公认是未来大容量单体的技术趋势。
- BMS 作为电池系统 SOC、SOP 和 SOH 等状态管理、故障诊断与保护、热均衡与热限制等方面的中枢,是 PACK 企业实现可持续性发展的保障,需要与整车厂深入合作进行自上而下的设计,核心竞争力在于专业定制、客户渠道和规模优势。

图 11: 电池 PACK 的主要封装技术



资料来源：台湾南科，东兴证券研究所

图 12: BMS 是 PACK 企业的技术内核



资料来源：锂电池与电池管理，东兴证券研究所

现阶段市场上从事动力电池 PACK 和 BMS 业务的企业主要有三类：

- 一是大型电芯厂商，电池 PACK 等环节为企业的下游附属业务。由于该类企业通常精研于标准化电芯产品，注重规模成本优势，缺少差异化设计经验，PACK 和 BMS 的技术水平相对较低。电芯企业的 PACK 主要应用在新能源客车领域，因为目前客车普遍采用性能稳定的磷酸铁锂电池，能量密度相对较低，对 PACK 和 BMS 要求不高，且客车通常走专营线路，电池系统环节的不足可通过后期服务来弥补。
- 二是体量较大的新能源汽车的整车厂，动力电池 PACK 为其上游配套产品。对该类厂商而言，PACK 和 BMS 属汽车动力总成的重要环节，但出于成本优化和分工考虑，常外包给第三方企业，或通过收购 PACK 团队合资成立独立的 PACK 企业。
- 三是专门从事 PACK 和 BMS 设计、生产及销售的第三方企业，对电芯性能具备较深入的理解，且具有丰富的设计经验和较高的软件技术水平，其产品主要应用于使用高能量密度三元锂电池的乘用车和专用车领域。

表 2: 不同类型 PACK 企业分布

企业类型	集中车型	特点	市场份额
电芯企业	客车	技术水平较低	60%
整车企业	自产车型	无成本优势	20%
电芯和整车企业合资公司			
第三方企业	乘用车和专用车	专业化水平高，具备成本优势	20%
专注于动力和储能的第三方电池公司			
从数码转型做动力和储能的 PACK 公司			

资料来源：GGII，东兴证券研究所

目前国内 PACK 市场中电芯企业市占率约为 60%，整车企业和第三方企业市占率分别为 20%，专业从事动力电池 PACK 生产的企业相对较少，优质的 PACK 集成商更是屈指可数。这一格局的形成与新能源汽车放量前期主推客车车型，对 PACK 和 BMS 要求相对较低有关。

随着三元电池将在客车领域正式解禁，乘用车、专用车接棒客车成为新能源汽车发展

主力车型,三元锂电渗透率将持续提升,车辆对于PACK和BMS的技术要求将不断提高。更加开放的市场竞争环境在加剧电芯和PACK等环节的分化的同时,还将吸引有实力的车企和电芯厂进行外延布局,推动行业整合。我们认为,具备领先技术水平的专业化第三方PACK和BMS企业将成为动力电池行业追逐的热点,被大型的整车厂和电芯厂“外延内化”的趋势明显,未来5年市场份额将有翻倍空间。

表 3: PACK 厂成为车企和电芯企业向上下游外延重要环节

车企	PACK 厂	电芯企业
江淮	华霆动力	天津力神
	国轩高科	
北汽	北京普莱德	ATL
	北京电控爱思开	SK innovation
	波士顿动力	
比亚迪		
上汽	捷新动力	万向
		LG
长安		万向
		LG
吉利	CATL	
力帆	和钧新能源	北京国能
		天空能源
一汽	富奥汽车	比克
		ATL

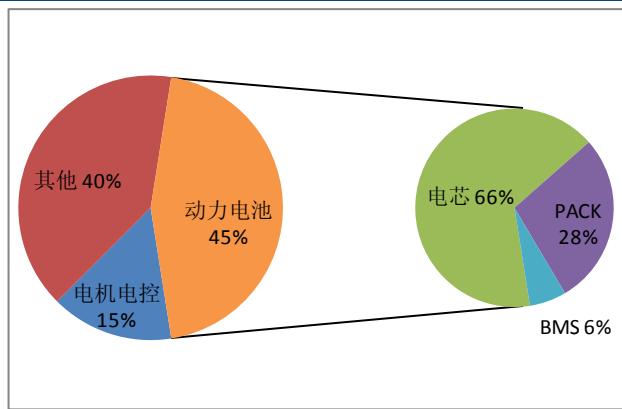
注:车企为蓝色,其中部分向PACK及电芯环节延伸;橙色为独立的Pack企业,采购电芯交付给车企;浅黄色为车企入股的第三方PACK企业;绿色为电芯和电芯延伸的电池Pack企业。

资料来源:第一电动网,东兴证券研究所

我们针对“十三五”期间新能源汽车领域“三电系统”市场规模做了简单测算:

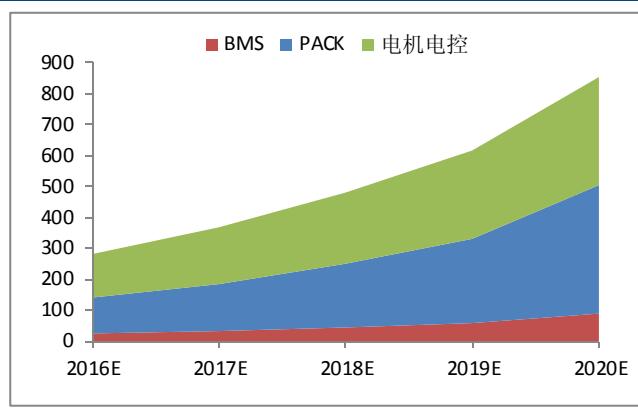
- 假设现阶段动力电池系统的平均单价为2元/Wh,且保持平均每年10%的降价趋势,则“十三五”期间动力电池的总市场规模超过4000亿元。其中,PACK和BMS环节占比分别约为28%和6%,对应市场规模分别约为1100亿元和250亿元,CARG将近40%。
- 单车配套电机电控环节成本约为动力电池的1/3,“十三五”期间新能源汽车配套电机电控市场规模约为1200亿元,CARG约为30%。

图 13: 新能源汽车各环节成本占比



资料来源：中汽协，锂电网，东兴证券研究所

图 14: 三电 BMS、PACK 及电机电控市场规模测算（亿元）

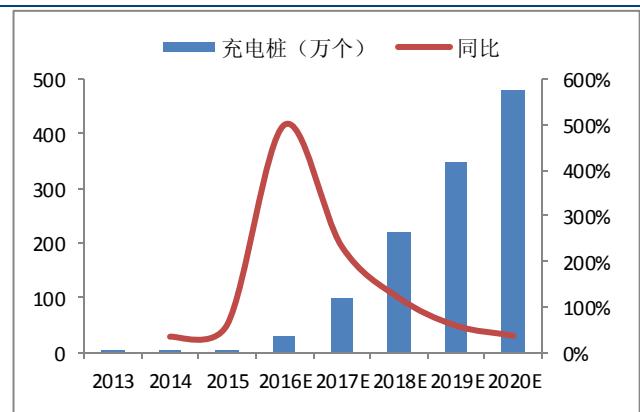


资料来源：中汽协，东兴证券研究所

充电基础设施建设助力新能源汽车快速增长。截止 2015 年，我累计建成充电桩 4.95 万个，同比增长 77%，累计建成充换电站 3600 座，同比增长 363%。根据“十三五”规划，到 2020 年，我国将建成充电桩 480 万个，充换电站 1.2 万座，车桩比从 2015 年底的 10 降至 1.15 左右。

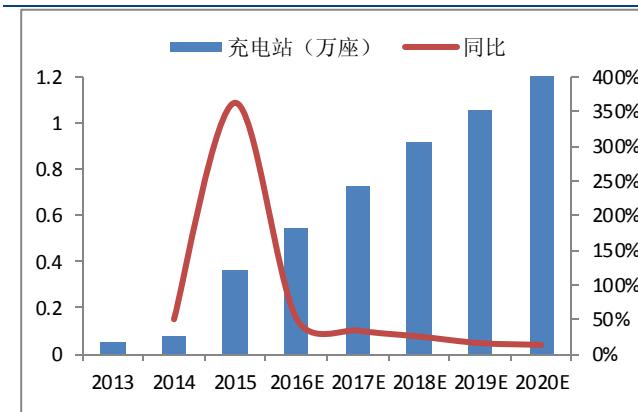
若假设“十三五”期间直流充电桩和交流充电桩的建设比例为 1:9，参考今年国网充电桩招标结果，按直流充电桩均价 14 万元/个，交流充电桩均价 0.9 万元/个计算，并考虑每年 10% 的降价趋势，我们测算得到“十三五”期间充电桩建设市场规模将在 800 亿元以上。

图 15: 2013-2020 年我国累计建成充电桩数量

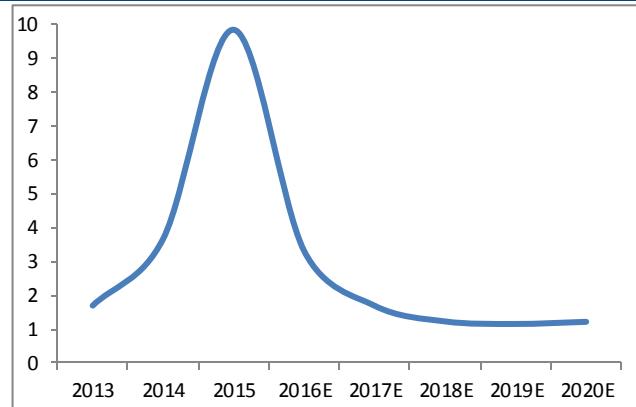


资料来源：《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，东兴证券研究所

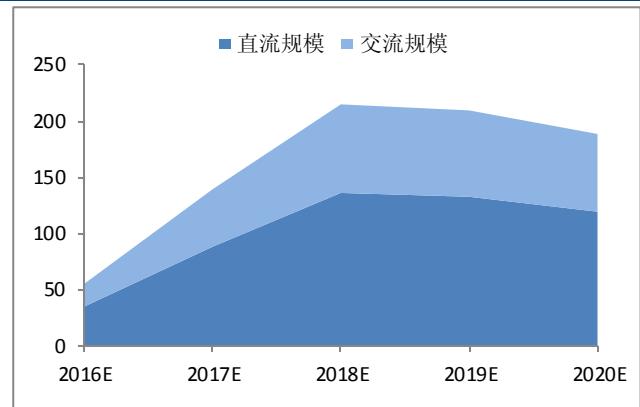
图 16: 2013-2020 年我国累计建成充电站数量



资料来源：《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，东兴证券研究所

图 17: 我国新能源汽车车桩比


资料来源：中汽协，东兴证券研究所

图 18: “十三五”期间充电桩建设市场规模（亿元）


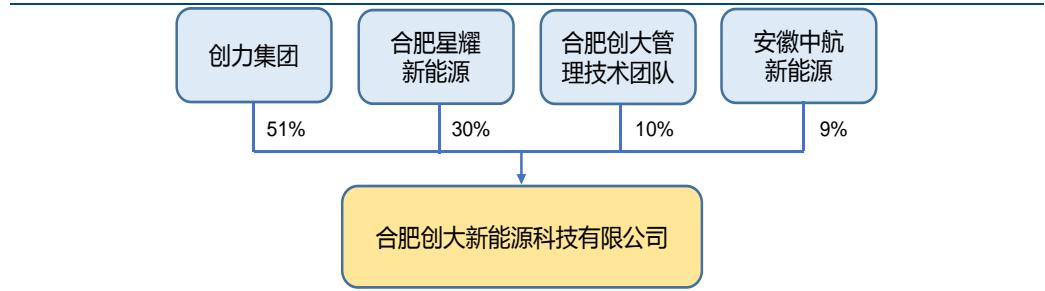
资料来源：国家电网，东兴证券研究所

2.2 新能源汽车“三电”兼备，内生外延实现南北布局

2.2.1 成立创大新能源迈出新能源汽车产业第一步

2016年4月，公司携手合肥星耀新能源、安徽中航新能源，共同投资1亿元成立合肥创大新能源，开建2亿Ah动力电池PACK和3万台电机及控制器生产线，迈出进军新能源汽车“三电系统”的第一步。作为公司首条PACK产线，技术路线上，合肥创大将采用目前自动化水平较高，成本较低的三元18650圆柱封装技术。在动力电池大单体容量的趋势下，我们认为未来公司极有可能进一步发展软包技术。

结合以往煤机业务发展经验，公司预留了10%的股权给合肥创大管理技术团队，明确激励机制，保证实现管理技术人员和公司利益的一致性。

图 19: 合肥创大新能源股权结构


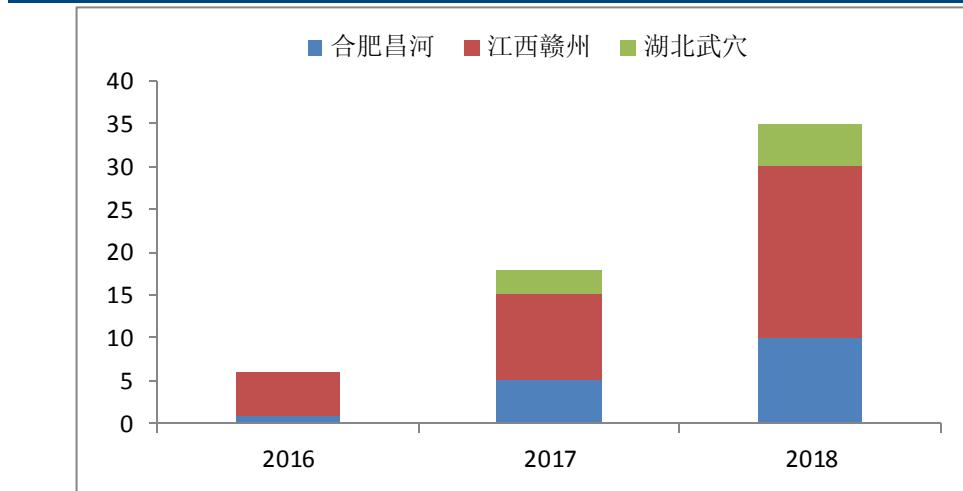
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

8月，合肥创大及公司子公司创力普昱与中航新能源签署战略合作框架协议，围绕新能源汽车关键零部件项目领域展开合作。中航新能源由中航工业合肥昌河实业、上海咏华科技于2014年10月共同出资设立，主营业务为电动汽车整车及零配件的研发、生产和销售。依托昌河实业的制造基础，中航新能源先后与长安汽车、国轩高科、浙江正宇等企业展开合作，推出“福瑞达”系列电动物流车等产品，同时为一汽、北汽等车厂代工。作为电动物流车领域新人，为尽快进入工信部推荐车型目录，中航新能源正积完善产业布局，推进合肥昌河、江西赣州和湖北武穴三个产业基地的产能扩张：

- ◆ 合肥昌河项目总投资19.8亿元，分3期建设年产10万辆微型电动客(货)车产线；

- 江西赣州项目总投资 60 亿元,分二期建设年产 20 万辆纯电动汽车和 20 亿 AH 动力锂电池(含聚合物固态锂电池)产线;
- 湖北武穴项目总投资 25 亿元,分两期建设年产 3 万辆纯电动物流汽车改装产线和 2 亿 AH 动力锂电池的厂房及设备。

图 20: 中航新能源电动汽车产能规划(万辆)



资料来源: 中航新能源可研报告, 东兴证券研究所

此番合作,将充分发挥双方在新能源汽车领域的技术和规模优势,与中航新能源实现利益深度绑定,为创大产生稳定的订单来源;同时,以中航新能源为跳板,有利于进一步拓宽客户渠道,进入北汽、一汽供应链。

创大一期项目原计划于 2017 年 4 月完成,2017 年 7 月达产,从目前进度来看,提前达产预期极高。根据 2015 年市场行情,以 2 亿 Ah 电池模组对应 1.6 万台套出货量,每台套售价 9.5 万元、利润 8000 元测算,我们预计达产后将实现年销售收入 15 亿元,净利润约 1.3 亿元。同时,公司布局新能源业务步伐紧凑,我们预计公司后期仍将有 PACK 产线快速上线,业绩具备高度弹性。

2.2.2 增资创力普昱, 布局充电桩设备

借助成立合肥创大的契机,公司向全资子公司创力普昱增资 5000 万元,用于满足年产 2 万台新能源汽车车载充电桩、5000 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的研发、生产配套设施的建设,丰富新能源汽车业务线。项目建设期 1 年,2017 年 3 月投产,2017 年 10 月完成全部达产,达产后可实现年销售收入 1.6 亿元,净利润约 0.2 亿元。

表 4: 创力普昱新能源汽车配套零部件及充电桩项目产品定位

产品名称	基本技术指标	主要适用范围
充电桩	智能化平台, 达到 IP54	充电站、商场及停车场
车载充电机	强制风冷, 采用高效 PFC+LLC 谐振技术, 采用汽车级器件, 达到国内先进水平	物流车及其他纯电动专用车
车载 DC/DC 转换器	采用同步整流开关电源技术, 功率因数达到 94%, 体积小重量轻	物流车及其他纯电动专用车
高压配电箱	全部器件采用汽车级, 铝铸外壳, IP67	物流车及其他纯电动专用车

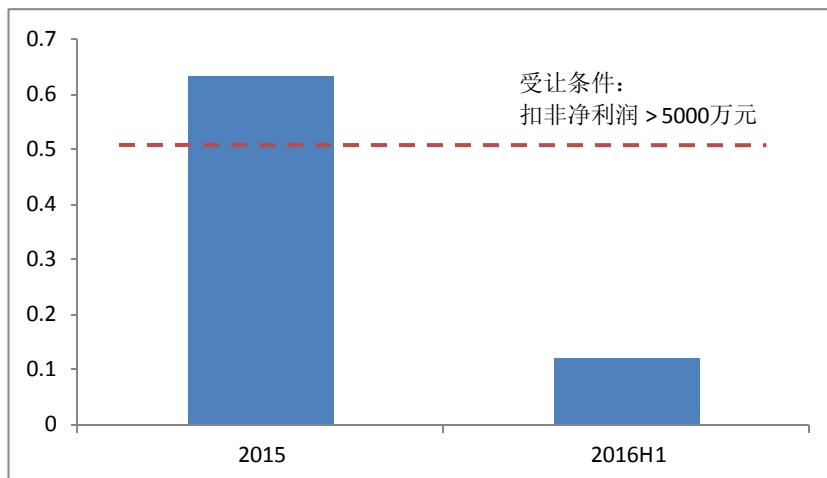
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2.3 大股东“代购”亿能电子, 未来注入可期

2016 年 10 月, 公司控股股东拟通过增资及股权收购取得惠州亿能电子 70.37% 的股权, 且收购完成后 12 个月内公司将优先受让控股股东所持有的亿能电子全部股权, 具体条件为亿能电子最近一期扣非净利润不低于 5000 万元。

亿能电子是国内动力锂电池 BMS 领域龙头, 致力于 BMS 和 BMS+PACK 的研发、销售、生产和服务近十年, 目前市占率超过 30%, 为北汽、广汽、长安等主流新能源汽车企业的主要供应商, 拥有雄厚的技术实力和宽畅的客户渠道。公司 2015 年 1-12 月、2016 年 1-6 月分别实现营业收入为 6.4 亿元、1.5 亿元, 实现净利润 6317 万元和 1190 万元。

图 21: 亿能电子净利润状况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

今年以来, 受国家新能源汽车行业补贴调整及客车三元锂电禁令等政策的影响, 亿能电子的生产经营受到了一定负面影响。本次控股股东收购亿能电子, 可避免公司直接收购所承担的收购风险。随着新能源汽车行业回归健康有序发展, 电动乘用车和专用车具有高成长性, 未来亿能电子将快速回归高增长轨道。同时, 中煤机械拟分两期提供 1.5 亿元借款对亿能电子进行资金支持, 保障亿能电子能在中短期内实现经营状况改善。

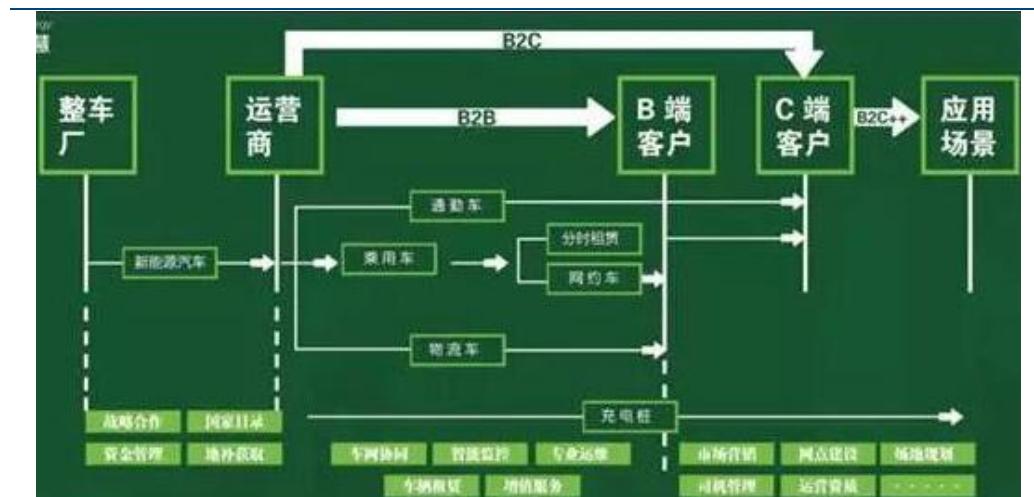
我们认为, 未来亿能电子注入公司可能性极高, 与合肥创大的电池 PACK 业务紧密协

同,将有效提升公司在动力电池领域的竞争力;同时,借助亿能电子丰富的客户资源,可帮助公司将客户拓展至中航新能源之外的车企。届时,合肥创大以中航新能源为跳板打入北汽、一汽核心供应链,亿能电子进一步深化与广汽、长安的合作,形成“北创大,南亿能”的产业布局,保证业绩增长的可延续性。

2.3 发力运营领域,构建新能源汽车“生态圈”

在新能源汽车产业发展的初始阶段,利润环节主要在受益于产品放量的上游生产环节。而随着新能源汽车持续起量,在补贴调整和产品降价的驱动下,下游针对B端和C端客户的运营环节逐步进入利润释放周期。

图 22: 典型的新能源汽车运营产业链



资料来源: 云杉智慧, 东兴证券研究所

2016年9月,公司根据当前新能源汽车市场发展形势和自身“双主业”布局,出资1亿元设立创力运营公司,并在市场资源丰富、及具备成本、管理等优势的区域设立及管理全资或控股子公司,经营范围包括新能源汽车在终端领域的销售、运营、租赁及维修服务等。

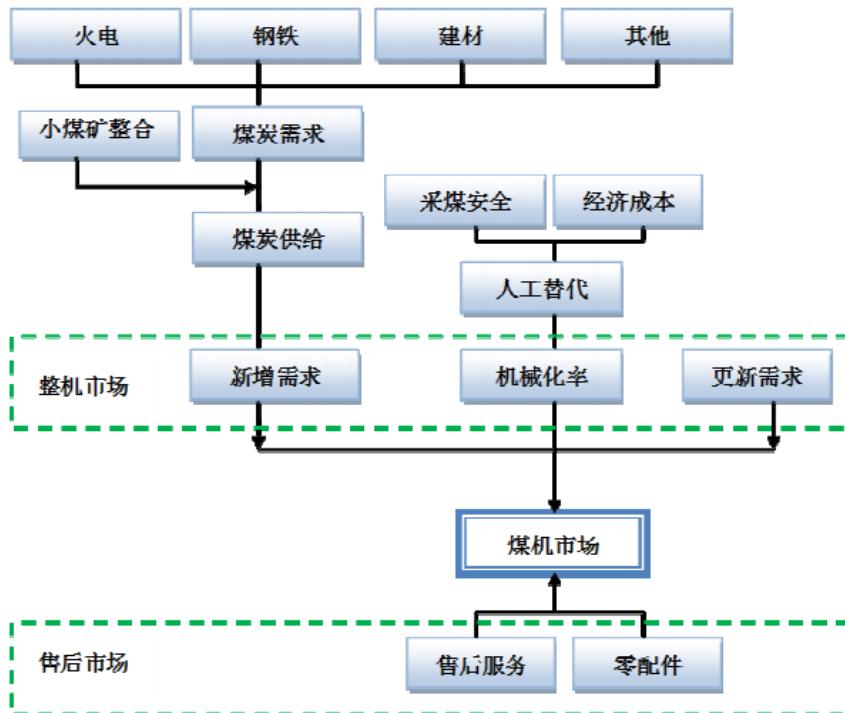
公司未来将以新能源汽车运营为轴,通过购买和运营新能源汽车与整车厂形成密不可分的贸易关系,并把一南一北的新能源汽车布局连接起来,促使公司新能源汽车“产业链”向“生态圈”演化。目前公司新能源汽车运营项目正在西安、山西等1:1配套的高地补省份加速落地,补贴利润丰厚。我们预计今年年底运营项目将迎来千万业绩兑换,大幅提升公司的盈利能力。

3. 煤机主业隆冬尽, 静待来年回暖时

3.1 三重需求带动煤机业务触底反弹

从推动煤机发展的下游动力来看,煤机市场规模增长主要源于新增煤炭产能需求、更新换代需求和采煤机械化率提升三个方面。

图 23: 煤炭机械行业发展的推动力

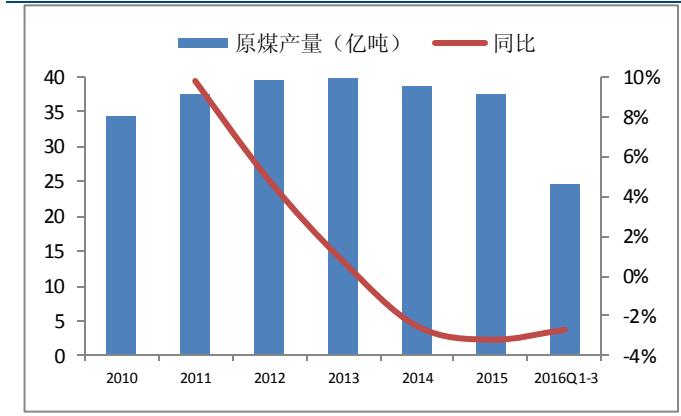


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

3.1.1 新增需求：煤炭触底回升

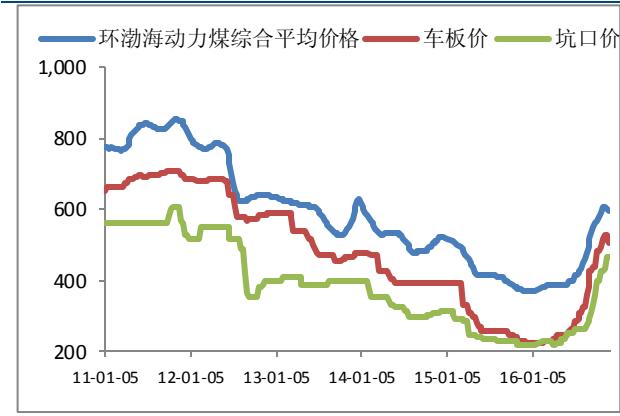
自结束 2012 年前的煤炭发展黄金期后，行业整体产能过剩拖累煤价进入了漫长的下行通道。在本轮经济周期中，煤炭是实施供给侧改革的重点行业。今年以来，煤炭去产能进度加快，大量效率低下的小散煤企关停，供给侧改革尤见成效。随着无效供给减少叠加需求周期来临，煤炭行业触底回升迎来政策与价格共振，今年来煤价平均涨幅在 60% 以上。

图 24: 我国原煤产量



资料来源：中国煤炭工业协会，东兴证券研究所

图 25: 我国动力煤价格走势 (元/吨)



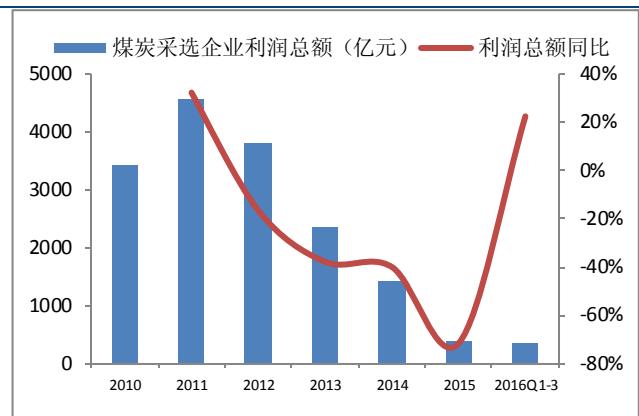
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

煤炭价格上涨直接带动煤炭企业盈利好转，今年前三季度实现利润总额 351.8 亿元，

同比增长 22.5%。行业利润的增长对当前的煤价将形成良好的支撑,我们预计半年内煤价仍有望维持高位震荡格局。

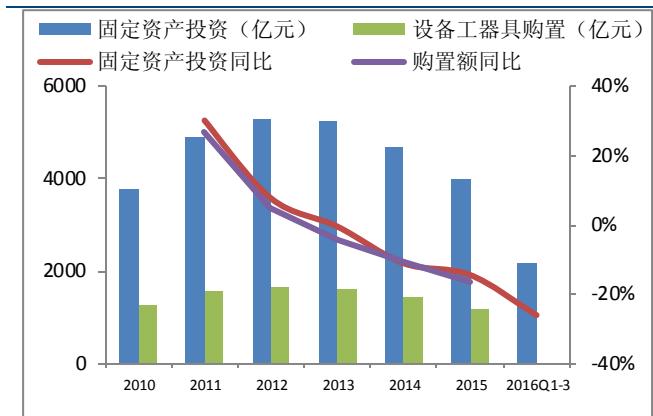
由于弥补历史亏欠等业绩惯性的原因,煤炭采选企业利润和相关固定资产投资之间的变动一般存在 0.5-1 年左右的传导时滞,导致短期内煤炭企业利润的回升与固定资产投资的下滑出现了背离。煤炭企业为寻求进一步业绩释放,固定资产投资下滑趋势必将迎来扭转。在固定资产投资中,以煤机为主的设备工器具购置占比约为 1/3,因此,从时间点上我们判断,煤机下游企业明年开始将迎来显著的需求增量。公司作为国内煤机行业龙头之一,在采煤机和掘进机领域市场份额分别在 12% 和 6% 左右,具有山西焦煤、阳泉煤业、大同煤矿、淮北矿业、龙煤集团、冀中能源等稳定的大型国有煤企客户基础,将受益于下游煤炭市场复苏。

图 26: 煤炭采选企业利润情况



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 27: 煤炭采选业固定资产投资及设备工器具购置额

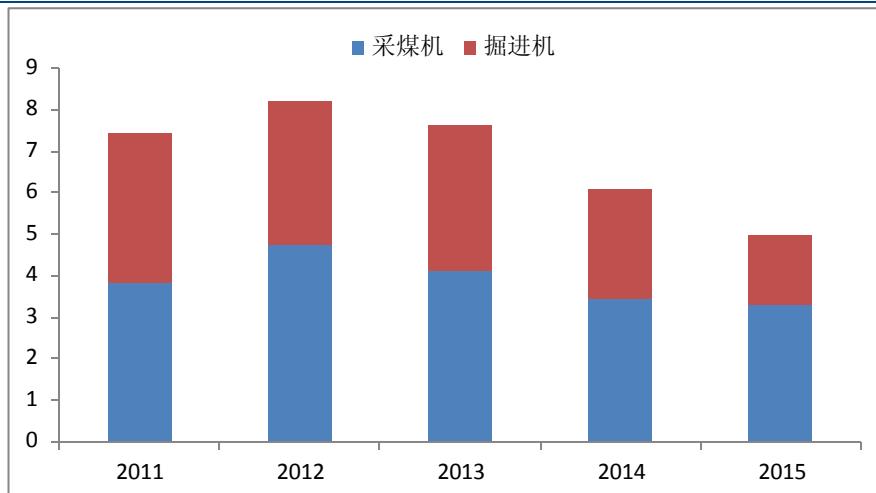


资料来源: 中国煤炭工业协会, 国家统计局, 东兴证券研究所

3.1.2 更新需求: 峰值销售产品迎来替换期

煤机在高负荷工作下,零部件需要频繁维修替换,煤机也需要及时更新换代:

- ◆ 煤机维修性质分为小修、中修和大修,分别占到整机造价的 10%-20%、20%-30% 和 30%-50%,维修周期 1-5 年不等,与具体使用条件、维护情况有关。近几年煤炭企业部分煤机出现闲置状况,对煤机维护需求并不强烈,且往往倾向于企业内部维修解决。随着行业回暖,煤机进入全面开工作业状态,企业对煤机的维修需求显著增加。今年来,向公司提出煤机维修需求的企业显著增多,行业好转迹象明显。
- ◆ 公司采煤机设计寿命一般为 5-6 年,而掘进机设计寿命一般为 4-5 年。2012 年是公司煤机的销售波峰,至明年达到 5 年年限,下游煤企将进入设备集中退役和更换周期,煤机存量置换需求将迎放量。

图 28: 公司煤机销售额于 2012 年迎来波峰 (亿元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.1.3 机械化率提升: 能源技术革新路径明确

我国地质条件决定绝大多数煤矿适合井采, 开采难度相对较大, 对设备要求较高, 提高煤机装备技术水平成为提高煤炭业安全水平的重要手段。机械化程度越高, 需要的劳动力越少, 煤炭机械化开采带来的经济和安全生产优势越明显。根据《能源技术革命创新行动计划(2016—2030 年)》, 煤炭无害化开采技术创新成为能源发展的重点, 2020 年将实现重点煤矿区工作面人数减少 50%以上, 采煤机械化程度 90%以上, 掘进机械化程度 65%以上的目标, “十三五”期间存在约 15%的提升空间。

图 29: 煤炭开采技术创新路线规划

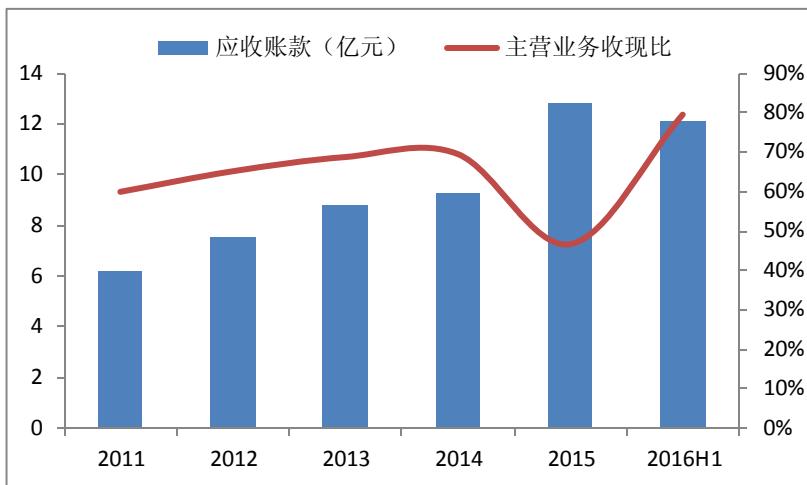

资料来源: 《能源技术革命创新行动计划(2016—2030 年)》, 东兴证券研究所

公司积极加大高端煤机产品的研发和销售力度, 长期布局煤矿自动化控制系统和数字化矿井, 为煤矿开采提供先进的系统解决方案, 在人工替代、机械化率提升方面具备显著的竞争优势。

3.2 拓展融资租赁, 改善资金周转

由于行业的特殊性, 加之下游煤炭企业景气度低迷, 公司近年来面临着较高的应收账款压力。2011-2015 年, 公司应收账款 CAGR 约为 20%左右, 2015 年增加至 12.8 亿元, 主营业务收现比降至 47%。

图 30: 公司近年来应收账款及主营业务收现比率情况

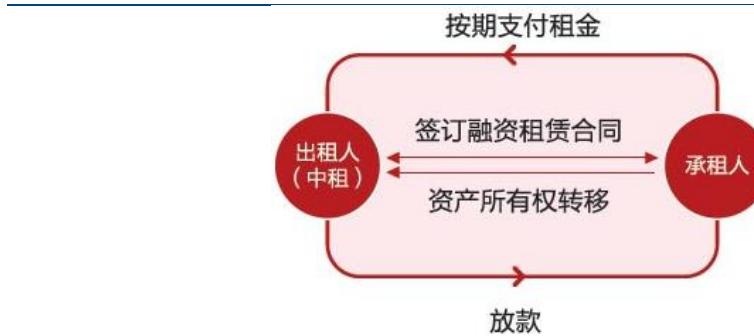


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

为保障资金顺利周转, 公司通过子公司创立燃料向下游客户企业以市场价格采购煤炭, 实现应收账款的对冲, 然后凭借自身销售渠道优势, 以 3% 左右的折价让利向市场销售所购煤炭, 最大限度地实现应收账款的安全回笼。今年来, 随着煤炭价格持续回升, 煤炭贸易经营重心从原本回收账款转为自营盈利, 加之煤企客户对煤炭持有意愿增强, 原有煤款对冲方式变得难以实行, 需寻找新渠道以保障应收账款安全回收。

2016 年 4 月, 公司与子公司香港创力国际之子公司赛盟科技共同出资 1.7 亿元, 在舟山群岛新区设立浙江创力融资租赁有限公司, 对公司内部资产开展售后回租和供应商商业保理等业务, 以融资租赁的方式将设备产品出售给客户, 在帮助客户正常使用设备的同时, 使其迅速收回购买费用, 加速资金周转, 改善公司应收账款回笼状况。

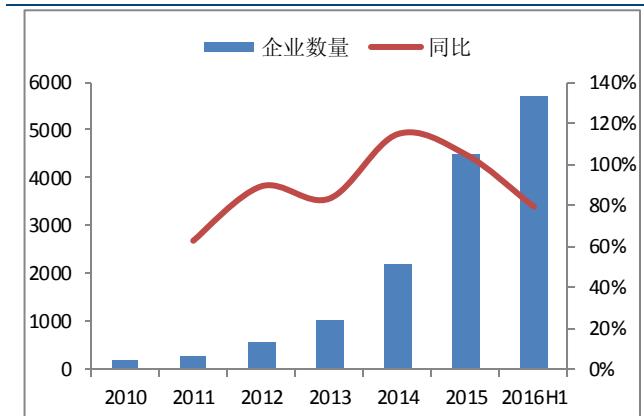
图 31: 售后回租模式



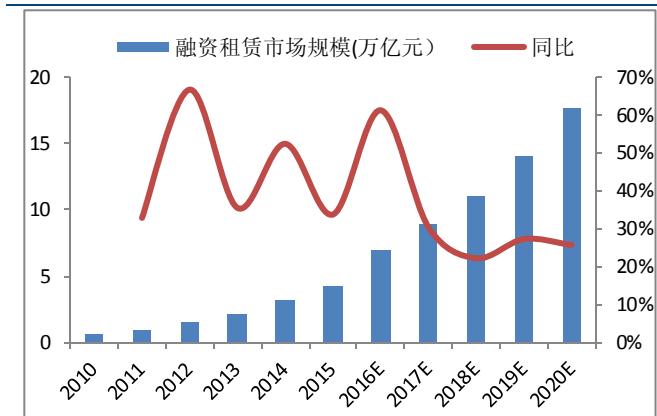
资料来源: AFL, 东兴证券研究所

国内融资租赁行业方兴未艾, 正处于快速成长阶段。截至今年上半年, 我国共设融资租赁企业 5708 家, 同比增长约 80%。据预测, 2020 年我国融资租赁行业市场规模将达 17.6 万亿, “十三五”期间 CAGR 约为 33%, 体量迅速扩大。我们认为, 公司积极布局融资租赁平台大有可为, 在增强煤机业务回款能力的同时, 还有望借助政府公共平台进一步拓展至海洋、新能源汽车等租赁服务, 实现多方位产业协同, 贡献新的利润增长点。若假设公司 2017 年融资租赁资本收益率为 8%, 年利润增长率与市

场规模增长率持平, 我们预计公司未来三年融资租赁净利润分别为 1360 万元、1700 万元和 2125 万元。

图 32: 中国融资租赁行业企业数量情况


资料来源: 中国租赁联盟, 中商产业研究院, 东兴证券研究所

图 33: 中国融资租赁行业市场规模预测


资料来源: 中国租赁联盟, 中商产业研究院, 东兴证券研究所

表 5: 公司融资租赁业务利润预测

	2017E	2018E	2019E
注册资本 (亿元)	1.7	1.7	1.7
资本收益率	8%	10%	12.5%
年利润增长率		25%	25%
净利润 (万元)	1360	1700	2125

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

在不考虑并入亿能电子的情况下, 我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 9.4 亿元、24.5 亿元和 37.8 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.2 亿元、2.2 亿元和 2.9 亿元; 每股收益分别为 0.18 元、0.34 元和 0.45 元, 对应 PE 分别为 58.9 倍、31.7 倍和 23.9 倍。

估值方面, 我们采用分部估值法并选取了 7 家与公司的经营模式类似的上市公司进行比较。我们预计 2017 年公司传统煤机和新能源汽车相关业务 EPS 分别为 0.19 元和 0.15 元, 考虑到公司煤机产品的技术优势及未来持续布局新能源汽车产业链可能有超预期表现, 给予一定估值溢价, 相应市盈率估值分别为 35 倍和 45 倍, 对应股价 13.4 元, 首次覆盖给予公司 “强烈推荐” 评级。

表 6: 同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
600582.SH	天地科技	5.15	0.30	0.27	0.33	0.39	23.03	19.18	15.47	13.28
601717.SH	郑煤机	6.98	0.03	0.12	0.22	0.33	288.89	56.02	32.05	20.96
002535.SZ	林州重机	6.50	-0.48	0.03	0.13	0.19	-25.51	216.67	50.00	34.21

煤机企业平均 PE							32.51		
002611.SZ	东方精工	16.81	0.11	0.21	0.42	0.54	133.51	81.49	40.67
300207.SZ	欣旺达	13.32	0.50	0.43	0.67	0.94	55.80	31.12	20.03
300153.SZ	科泰电源	18.89	0.13	0.17	0.28	0.40	147.05	108.25	67.34
300014.SZ	亿纬锂能	27.88	0.35	0.64	1.11	1.55	92.64	46.80	26.99
动力电池企业平均 PE							38.76		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

5. 风险提示

公司“三电”产能释放低于预期,新能源汽车行业增速放缓,中航新能源产销低于预期,煤机业务增长低于预期。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1546	2603	2919	4688	6028	营业收入	1368	1007	944	2447	3784
货币资金	126	305	453	734	757	营业成本	865	628	614	1708	2680
应收账款	927	1285	1423	2347	3111	营业税金及附加	7	7	7	15	21
其他应收款	6	6	5	14	21	营业费用	109	71	57	147	227
预付款项	32	50	50	50	50	管理费用	111	101	104	245	360
存货	292	273	311	702	1101	财务费用	12	3	2	25	63
其他流动资产	44	573	573	573	573	资产减值损失	33.77	75.16	60.00	40.00	35.00
非流动资产合计	505	603	617	600	573	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	41	43	43	43	投资净收益	2.70	6.75	14.00	8.00	8.00
固定资产	177.83	268.94	273.89	299.64	299.82	营业利润	234	128	115	276	407
无形资产	127	147	142	138	134	营业外收入	49.13	24.78	20.00	25.00	25.00
其他非流动资产	13	0	0	0	0	营业外支出	0.70	0.20	0.20	0.20	0.20
资产总计	2052	3206	3536	5288	6600	利润总额	282	152	135	301	432
流动负债合计	693	718	650	2228	3279	所得税	45	27	19	41	56
短期借款	205	127	62	968	1368	净利润	237	126	116	261	376
应付账款	301	354	370	936	1469	少数股东损益	8	-1	0	45	90
预收款项	37	51	61	85	123	归属母公司净利润	228	126	116	216	286
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	397	302	159	348	517
非流动负债合计	57	81	79	79	79	EPS (元)	0.96	0.42	0.18	0.34	0.45
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	750	799	730	2307	3358	成长能力					
少数股东权益	61	64	64	109	199	营业收入增长	-14.32%	-26.39%	-6.24%	159.18%	54.63%
实收资本(或股)	239	318	637	637	637	营业利润增长	-11.22%	-45.24%	-9.86%	139.81%	47.17%
资本公积	250	1178	1178	1178	1178	归属母公司净利	-8.04%	85.58%	-8.04%	85.58%	32.45%
未分配利润	677	756	779	801	829	获利能力					
归属母公司股东	1240	2343	2742	2872	3043	毛利率(%)	36.74%	37.63%	34.98%	30.22%	29.18%
负债和所有者权	2052	3206	3536	5288	6600	净利率(%)	17.29%	12.46%	12.30%	10.65%	9.92%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	11.13%	3.94%	3.29%	4.08%	4.33%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	18.42%	5.39%	4.24%	7.51%	9.38%
经营活动现金流	192	-143	34	-452	-154	偿债能力					
净利润	237	126	116	261	376	资产负债率(%)	37%	25%	21%	44%	~
折旧摊销	151.47	171.12	0.00	32.31	33.84	流动比率	2.23	3.62	4.49	2.10	1.84
财务费用	12	3	2	25	63	速动比率	1.81	3.24	4.01	1.79	1.50
应收账款减少	0	0	-138	-924	-764	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	24	38	总资产周转率	0.66	0.38	0.28	0.55	0.64
投资活动现金流	-20	-579	-98	-62	-47	应收账款周转率	2	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.22	3.07	2.61	3.75	3.15
长期股权投资减	0	0	-2	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	7	14	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.42	0.18	0.34	0.45
筹资活动现金流	-209	893	212	795	223	每股净现金流(最新)	-0.15	0.54	0.23	0.44	0.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.20	7.36	4.31	4.51	4.78
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	80	318	0	0	P/E	11.19	25.57	58.85	31.71	23.94
资本公积增加	0	929	0	0	0	P/B	2.07	1.46	2.49	2.38	2.25
现金净增加额	-37	172	149	281	23	EV/EBITDA	6.66	10.73	40.55	20.32	14.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

林勘

清华大学工学硕士, 电力设备与新能源行业研究员, 2016 年加入东兴证券, 目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

史鑫

材料学硕士, 具备三年以上新能源汽车产业研发经验, 两年证券从业经历, 目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

王革

中科院电气工程硕士, 4 年光伏电池研发和产业化经验, 1 年公司管理经验, 2016 年加入东兴证券研究所, 关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。