

天沃科技 (002564.SZ)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

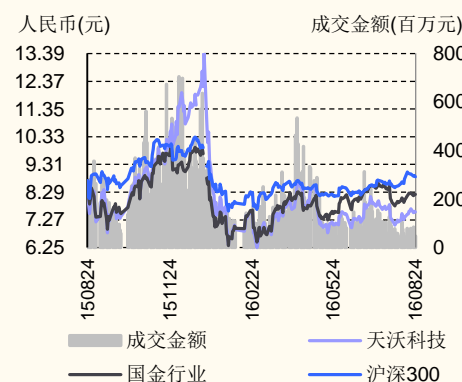
公司点评

市场价格 (人民币): 7.56 元  
目标价格 (人民币): 10.00-10.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	522.39
总市值(百万元)	5,592.22
年内股价最高最低(元)	13.40/6.25
沪深 300 指数	3329.86
深证成指	10760.44



## 相关报告

- 《实施股票激励体现发展信心，外部需求转暖业绩有望回升-天沃科技...》，2016.8.5
- 《平淡业绩之下潜藏新业务迅猛增长-天沃科技业绩点评》，2015.8.26

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
(8621)60230252  
panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004  
(8610)66216932  
xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人  
(8621)60870933  
shenweijie@gjzq.com.cn

## 需求减少致业绩较大下滑，未来增长在清洁能源总包及军工海工领域

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.095	0.021	0.023	0.087	0.124
每股净资产(元)	3.91	3.89	3.93	4.01	4.12
每股经营性现金流(元)	-0.30	0.18	0.44	1.03	1.05
市盈率(倍)	78.12	585.28	335.20	87.36	60.74
行业优化市盈率(倍)	38.70	60.78	57.51	57.51	57.51
净利润增长率(%)	-44.09%	-78.06%	8.38%	283.69%	43.83%
净资产收益率(%)	2.43%	0.54%	0.57%	2.16%	3.02%
总股本(百万股)	739.71	739.71	739.71	739.71	739.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2016 上半年，公司实现营业收入 5.51 亿元，同比下降 54.46%；归属上市公司股东的净利润-2379.6 万元，同比下降 145%。

## 经营分析

- 下游行业需求减少及产品交付延后致公司业绩较大下滑。**报告期内，受国内经济下行和传统产业调整的压力，公司订单规模减少，部分产品预期交付时间延后，营业收入受到较大影响。石油化工设备、煤化工设备分别实现收入 1.27 亿、1.14 亿元，同比下降 58%、52%；新能源设备（总包）实现收入 3475 万元，同比下降 92%。我们认为总包业务出现较大下滑的原因在于项目交付期的延后，预计下半年会有更多收入确认。另外，公司 1-9 月净利润将比上半年好转，预计区间为亏损 2000 万至 0 万元。
- 未来业务发展重点在清洁能源工程总包及军工海工业务。**公司清洁能源总包业务依托 T-SEC 煤炭高效清洁利用技术，煤种适应性广、原料转化率高；今年 4 月新中标山东鑫海实业煤制气总包项目，投资金额约 1.6 亿元。军工板块依托今年 3 月收购无锡红旗船厂 45% 股权，借助天沃原有十万吨船坞、大型装备加工能力，未来将培育为公司利润增长点；海工装备作为新兴板块已开始正常运行，预计 2017 年将会有实质收益。
- 降本增效与股权激励有助未来业绩好转。**公司目前正通过减少管理链条、合并业务职能等方式推进降本增效。8 月初公司公告了股票激励计划，授予价格为每股 3.74 元、总规模 395 万股，其中授予董事及高管 54 万股，核心管理、业务、技术人员 341 万股。股票解锁的业绩考核目标为 2017 年度、2018 年度合并口径实现的净利润分别不低于 6000 万和 9000 万元。公司降本增效措施以及股票激励业绩考核目标有助未来业绩的好转。

## 盈利预测

- 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 19.9/20.8/22.7 亿元，分别同比增长 0.9%/4.7%/9.2%；归母净利润 17/64/92 百万元，分别同比增长 8%/284%/44%；EPS 分别为 0.02/0.09/0.12 元，对应 PE 分别为 335/87/61 倍。

## 投资建议

- 我们认为公司传统业务仍面临下滑压力，未来增长将来自清洁能源总包以及军工海工领域的拓展；公司实施股票激励计划绑定员工利益、进行降本增效有助业绩回升。我们维持公司“买入”评级，6-12个月目标价 10 元。

#### 风险提示

- 总包业务拓展风险，订单执行进度低于预期，煤化工行业需求持续下滑。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,072</b>	<b>2,330</b>	<b>1,967</b>	<b>1,986</b>	<b>2,080</b>	<b>2,272</b>	货币资金	599	604	875	880	950	980
增长率		12.4%	-15.6%	0.9%	4.7%	9.2%	应收款项	1,558	2,234	2,086	2,187	2,008	1,885
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,606</b>	<b>-1,820</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,560</b>	<b>-1,631</b>	<b>-1,782</b>	存货	1,281	1,290	1,272	1,367	1,341	1,269
%销售收入	77.5%	78.1%	77.2%	78.5%	78.4%	78.4%	其他流动资产	160	197	139	142	149	162
<b>毛利</b>	<b>466</b>	<b>509</b>	<b>448</b>	<b>427</b>	<b>449</b>	<b>490</b>	流动资产	3,599	4,325	4,372	4,576	4,448	4,297
%销售收入	22.5%	21.9%	22.8%	21.5%	21.6%	21.6%	%总资产	60.1%	62.8%	63.5%	65.3%	65.1%	64.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	长期投资	160	15	15	15	15	15
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	1,918	2,158	2,100	2,025	1,978	1,966
<b>营业费用</b>	<b>-31</b>	<b>-34</b>	<b>-25</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	%总资产	32.0%	31.3%	30.5%	28.9%	28.9%	29.4%
%销售收入	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	无形资产	276	326	317	309	312	316
<b>管理费用</b>	<b>-155</b>	<b>-211</b>	<b>-172</b>	<b>-169</b>	<b>-173</b>	<b>-182</b>	非流动资产	2,386	2,563	2,508	2,431	2,388	2,379
%销售收入	7.5%	9.1%	8.8%	8.5%	8.3%	8.0%	%总资产	39.9%	37.2%	36.5%	34.7%	34.9%	35.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>267</b>	<b>250</b>	<b>234</b>	<b>219</b>	<b>236</b>	<b>265</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,985</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>7,007</b>	<b>6,835</b>	<b>6,676</b>
%销售收入	12.9%	10.7%	11.9%	11.0%	11.4%	11.7%	短期借款	1,101	1,309	1,148	1,108	731	334
<b>财务费用</b>	<b>-113</b>	<b>-148</b>	<b>-190</b>	<b>-201</b>	<b>-183</b>	<b>-176</b>	应付款项	1,207	1,216	856	987	1,136	1,286
%销售收入	5.5%	6.4%	9.7%	10.1%	8.8%	7.7%	其他流动负债	113	643	445	472	475	482
<b>资产减值损失</b>	<b>-24</b>	<b>-57</b>	<b>-49</b>	<b>-20</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	流动负债	2,422	3,168	2,449	2,566	2,342	2,102
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	3	53	298	298	298	299
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他长期负债	719	722	1,211	1,193	1,193	1,193
%税前利润	0.5%	2.6%	23.5%	16.9%	2.9%	1.9%	<b>负债</b>	<b>3,143</b>	<b>3,943</b>	<b>3,957</b>	<b>4,057</b>	<b>3,833</b>	<b>3,595</b>
<b>营业利润</b>	<b>130</b>	<b>46</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>57</b>	<b>93</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,833</b>	<b>2,890</b>	<b>2,875</b>	<b>2,907</b>	<b>2,964</b>	<b>3,048</b>
%营业收入	6.3%	2.0%	n.a	n.a	2.8%	4.1%	少数股东权益	8	55	48	43	38	33
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,985</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>7,007</b>	<b>6,835</b>	<b>6,676</b>
<b>税前利润</b>	<b>148</b>	<b>66</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>69</b>	<b>105</b>							
利润率	7.1%	2.8%	0.5%	0.6%	3.3%	4.6%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-23</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	15.7%	0.8%	-11.1%	1.0%	15.0%	17.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>125</b>	<b>65</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>59</b>	<b>87</b>	每股收益	0.339	0.095	0.021	0.023	0.087	0.124
<b>少数股东损益</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	每股净资产	7.660	3.907	3.886	3.930	4.006	4.121
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>126</b>	<b>70</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>64</b>	<b>92</b>	每股经营现金净流	-0.786	-0.297	0.181	0.436	1.030	1.047
净利率	6.1%	3.0%	0.8%	0.8%	3.1%	4.1%	每股股利	0.000	0.100	0.020	0.010	0.010	0.010
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.43%	2.43%	0.54%	0.57%	2.16%	3.02%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.10%	1.02%	0.22%	0.24%	0.94%	1.38%
<b>净利润</b>	<b>125</b>	<b>65</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>59</b>	<b>87</b>	投入资本收益率	4.85%	4.96%	4.72%	3.94%	3.88%	4.53%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>163</b>	<b>218</b>	<b>224</b>	<b>181</b>	<b>162</b>	<b>167</b>	主营业务收入增长率	15.66%	12.43%	-15.56%	0.95%	4.73%	9.23%
<b>非经营收益</b>	<b>107</b>	<b>117</b>	<b>178</b>	<b>199</b>	<b>188</b>	<b>182</b>	EBIT 增长率	-1.44%	-6.25%	-6.28%	-6.62%	7.98%	12.15%
<b>营运资金变动</b>	<b>-686</b>	<b>-621</b>	<b>-278</b>	<b>-69</b>	<b>353</b>	<b>339</b>	净利润增长率	12.35%	-44.09%	-78.06%	8.38%	283.69%	43.83%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-291</b>	<b>-220</b>	<b>134</b>	<b>322</b>	<b>762</b>	<b>775</b>	总资产增长率	14.70%	15.10%	-0.12%	1.85%	-2.46%	-2.33%
<b>资本开支</b>	<b>-217</b>	<b>-314</b>	<b>-207</b>	<b>-66</b>	<b>-108</b>	<b>-148</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>60</b>	<b>-15</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	218.2	270.0	365.7	370.0	320.0	270.0
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>-80</b>	<b>82</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	存货周转天数	284.8	257.8	307.7	320.0	300.0	260.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-156</b>	<b>-409</b>	<b>-128</b>	<b>-64</b>	<b>-106</b>	<b>-146</b>	应付账款周转天数	110.4	118.2	141.2	150.0	150.0	150.0
<b>股权募资</b>	<b>575</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	333.4	323.8	364.2	337.9	303.8	263.3
<b>债权募资</b>	<b>99</b>	<b>758</b>	<b>319</b>	<b>-35</b>	<b>-377</b>	<b>-396</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-137</b>	<b>-149</b>	<b>-152</b>	<b>-219</b>	<b>-209</b>	<b>-203</b>	净负债/股东权益	42.24%	49.39%	58.63%	56.56%	40.71%	25.85%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>537</b>	<b>609</b>	<b>167</b>	<b>-254</b>	<b>-586</b>	<b>-599</b>	EBIT 利息保障倍数	2.4	1.7	1.2	1.1	1.3	1.5
<b>现金净流量</b>	<b>89</b>	<b>-20</b>	<b>173</b>	<b>5</b>	<b>70</b>	<b>30</b>	资产负债率	52.52%	57.24%	57.51%	57.90%	56.08%	53.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-11	买入	18.86	30.00~30.00
2	2015-08-26	买入	8.72	30.00~30.00
3	2016-08-05	买入	7.27	8.00~10.00

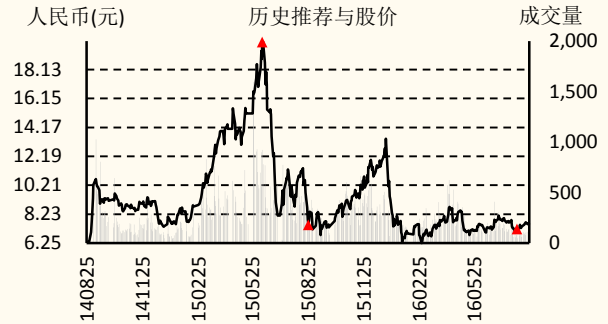
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD