

天沃科技 (002564.SZ)

其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.84 元  
 目标价格 (人民币): 10.00-12.00 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) | 521.97     |
| 总市值(百万元)       | 5,799.34   |
| 年内股价最高最低(元)    | 13.40/6.25 |
| 沪深 300 指数      | 3417.22    |
| 深证成指           | 10878.14   |



## 相关报告

- 《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...》，2016.09.25
- 《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...》，2016.08.05

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

沈伟杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516080005  
 (8621)60870933  
 shenweijie@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人  
 biancy@gjzq.com.cn

## 收购中机电力，天沃科技再起航

## 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   | -0.072  | 0.508  | 0.593  |
| 每股净资产(元)    | 3.91    | 3.89    | 3.84    | 4.33   | 4.92   |
| 每股经营性现金流(元) | -0.30   | 0.18    | 1.21    | -0.16  | 0.97   |
| 市盈率(倍)      | 78.12   | 585.28  | -108.72 | 15.45  | 13.22  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 38.70   | 60.78   | 62.96   | 62.96  | 62.96  |
| 净利润增长率(%)   | -44.09% | -78.06% | N/A     | N/A    | 16.87% |
| 净资产收益率(%)   | 2.43%   | 0.54%   | -1.88%  | 11.71% | 12.07% |
| 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

## 投资逻辑

- **中机电力行业地位居前，收购价款分期实施保障投资安全。**中机电力为行业 TOP5 的电力勘察设计单位，覆盖火电及新能源的发电、输变电领域，并具备拓展国际业务实力。公司拟现金收购其 80% 股权总对价 28.96 亿元，对应 8.71 倍 PE 低于可比上市公司收购市盈率约 50%。收购款项分五期按承诺业绩实现情况支付，可较好保障投资安全；中机电力承诺 17-19 年扣非净利润不低于 3.76/4.15/4.56 亿元。
- **并购整合双方业务与资质，协同打造综合性服务商。**天沃科技优势在于装备制造能力，并具备石化化工行业甲级资质；中机电力具有丰富的 EPC 项目经验，具备电力工程领域甲级资质。两家公司整合可在多方面产生协同效应：(1) 天沃制造能力+中机项目经验，提升工程效率；(2) 双方市场渠道和技术融合，打造综合性服务商；(3) 化工甲级资质+电力甲级资质，具备申请综合甲级资质的条件，提升承揽大型综合工程项目的的能力。此外，中机国能具备极强的输变电业务能力，在国内外均有布局，利用双方海外影响力及国家一带一路战略布局，积极进行海外业务拓展。
- **设立船海技术研究院，军工布局逐步完善。**公司近期拟出资 450 万元与红旗船厂、海越同舟共同投资设立江苏船海防务应急工程技术研究院有限公司。北京海越同舟拥有强大的高性能船舶、高端海工装备的技术研发能力和项目渠道，能够为天沃科技、红旗船厂的军品研发、生产、销售，提供强大的技术支持。研究院设立后，天沃科技基本完成了“资质+研究+设计+制造+渠道”的军工海工布局。
- **主业迎来回暖，外延并购持续。**今年 8 月，国务院办公厅印发《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，指出在中西部符合资源环境条件的地区，结合大型煤炭基地开发，按照环境准入条件要求，有序发展现代煤化工产业。公司清洁能源总包业务依托 T-SEC 煤炭高效清洁利用技术，具备较强市场竞争力，主业有望迎来回暖。今年 4 月公司引入中植集团战略投资者，进一步增强公司资本市场实力，未来将继续通过海内外并购，进一步增强公司实力。

## 盈利预测

- 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 22.5/89.3/103 亿元，分别同比增长 14.3%/297%/15.4%；归母净利润 -53/375/439 百万元；EPS 分别为-

0.072/0.51/0.59 元，对应 PE 分别为-109/15/13 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司收购中机电力，工程总包实力将大为增强，未来可成长为国际一流的电力工程、新能源与清洁能源综合服务商；煤化工项目进展有转暖迹象，公司主业将迎回升；新设船海研究院，军工领域布局逐步完善；外延拓展有望持续进行。我们维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 10-12 元。

### 风险

- 本次收购方案的审查风险；煤化工行业需求继续下滑的风险；

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1、收购中机电力，天沃科技再起航.....              | 5  |
| 1.1、中机电力在电力工程 EPC 领域居于行业前列 .....   | 5  |
| 1.2、收购中机电力 80%股权，天沃科技再起航.....      | 8  |
| 1.3、并购整合双方业务与资质，协同共赢打造综合性服务商 ..... | 10 |
| 2、主业有望回暖，军工布局成型.....               | 12 |
| 2.1、煤化工项目重启，公司主业有望回暖 .....         | 12 |
| 2.2、设立船海防务技术研究院，军工板块布局成型.....      | 13 |
| 3、投资建议与盈利预测 .....                  | 14 |
| 3.1、投资建议 .....                     | 14 |
| 3.2、盈利预测 .....                     | 14 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：中机电力拥有电力工程勘察设计行业多项甲级资质 ..... | 5  |
| 图表 2：中机电力行业地位排名居前（单位：亿元） .....    | 5  |
| 图表 3：中机电力具备丰富的电力工程 EPC 项目经验 ..... | 6  |
| 图表 4：中机电力近年营业收入情况 .....           | 6  |
| 图表 5：中机电力近年利润情况 .....             | 6  |
| 图表 6：中机电力业务构成.....                | 7  |
| 图表 7：中机电力 EPC 业务构成 .....          | 7  |
| 图表 8：中机电力输变电业务总包项目 .....          | 7  |
| 图表 9：中机电力毛利率情况 .....              | 8  |
| 图表 10：可比上市公司毛利率比较.....            | 8  |
| 图表 11：收购交易完成后中机电力的股权结构.....       | 8  |
| 图表 12：收购市盈率与可比交易对比 .....          | 9  |
| 图表 13：中机电力收购作价以现金方式分五期支付 .....    | 9  |
| 图表 14：天沃科技与中机电力规模对比（单位：万元） .....  | 10 |
| 图表 15：天沃科技与中机电力将在多方产生协同.....      | 10 |
| 图表 16：天沃科技拥有化工行业甲级资质证书 .....      | 11 |
| 图表 17：中机电力拥有电力行业甲级资质证书 .....      | 11 |
| 图表 18：中机电力海外业务范围 .....            | 11 |
| 图表 19：公司生产的部分非标压力容器 .....         | 12 |
| 图表 20：国内煤化工项目近期进展.....            | 12 |
| 图表 21：天沃科技 T-SEC 气化技术与其他技术对比..... | 13 |
| 图表 22：红旗船厂 45m 巡逻艇 .....          | 13 |
| 图表 23：红旗船厂重型舟桥.....               | 13 |
| 图表 24：天沃科技军工板块布局逐步完善.....         | 14 |

图表 25: 船海防务研究院出资方式..... 14

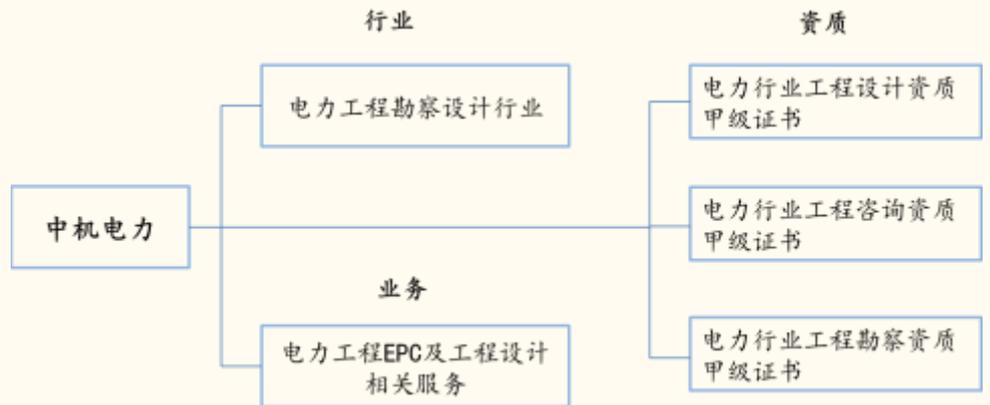
图表 26: 公司业务收入拆分..... 15

## 1、收购中机电力，天沃科技再起航

### 1.1、中机电力在电力工程 EPC 领域居于行业前列

- 中机电力主要从事电力工程 EPC 业务和工程设计及相关服务。中机国能电力工程有限公司（中机电力）属于电力工程勘察设计行业，公司拥有电力行业工程设计资质甲级证书、工程咨询资质甲级证书、工程勘察资质甲级证书等资质，在业内具有较高的市场地位和品牌知名度。

图表 1：中机电力拥有电力工程勘察设计行业多项甲级资质



来源：公司公告，国金证券研究所

- 行业地位排名前五，覆盖火电及新能源发电、输变电等领域，具备拓展国际业务实力。根据中国勘察设计协会数据，2016年在协会统计的约160家企业中，中机电力工程总承包完成合同额位居第20位；在以电力工程总承包为主要业务的企业中，中机电力位居行业前5名。中机国电技术实力仅次于电力设计六大院，以市场份额计算，中机电力位列中电工程、中能建、中电建之后最大的电力工程勘察设计企业，承担着全国大机组、大容量、高电压等级的发电以及输变电工程设计任务。

图表 2：中机电力行业地位排名居前（单位：亿元）

| 项目       | 公司名称    | 2014年  |         | 2015年  |         |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|
|          |         | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 总承包新签合同额 | 中电工程    | 313.5  | 35.92%  | 364.72 | 36.99%  |
|          | 中国能建    | 273.51 | 31.34%  | 239.09 | 24.25%  |
|          | 中国电建    | 151.92 | 17.41%  | 209.54 | 21.25%  |
|          | 其他企业    | 133.81 | 15.33%  | 172.53 | 17.50%  |
|          | 其中：中机电力 | 33.07  | 3.79%   | 82.72  | 8.39%   |
|          | 合计      | 872.74 | 100.00% | 985.88 | 100.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 中机电力从事的电力工程 EPC 业务和工程设计适用于企业自备电厂、区域型热电联产等火力发电，以及光伏电站、分布式光伏、风电、生物质发电等新能源项目的建设。
- **EPC 业务：**即工程总承包商接受业主委托，按照合同约定对工程项目的勘察设计、采购、施工、调试、验收等实行全过程或若干阶段的承包。总承包方对业主负责，分包企业对总承包方负责，这种模式具有节约总投资、提高工程质量的优点，是我国大力推广的业务模式。

- **工程设计业务：**中机电力提供的工程设计服务及产品主要包括方案设计文件、初步设计文件和工程图纸、施工图等。根据业主要求，中机电力在部分项目中也为客户提供工程咨询、工程管理等相关服务。

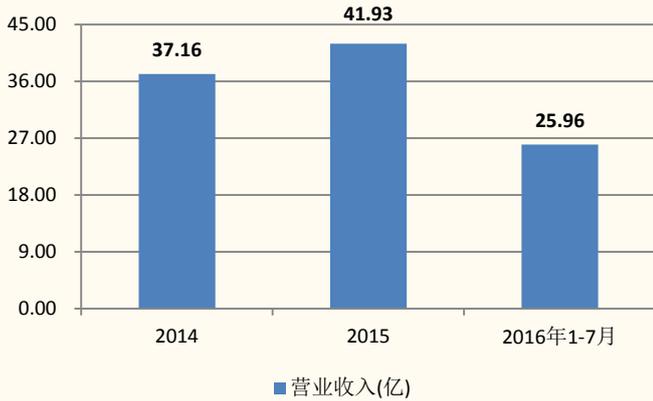
图表 3：中机电力具备丰富的电力工程 EPC 项目经验



来源：中机电力网站，国金证券研究所

- **电力工程 EPC 是公司主要业务，近年收入占比在 90%以上。**中机电力 2015 年收入规模 41.93 亿元，同比增长 12.84%；归母净利润 2.59 亿元，同比下降 13.14%。中机电力 EPC 业务以火电和光伏项目为主，二者合计占中机电力各期营业收入的 80%以上。其中光伏项目收入持续增长，占比逐年增加，成为中机电力 EPC 业务的重要收入来源。

图表 4：中机电力近年营业收入情况



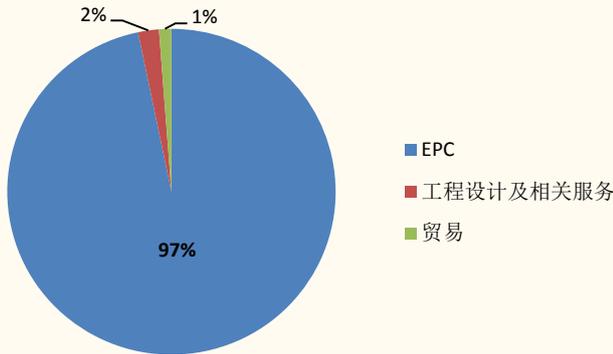
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：中机电力近年利润情况



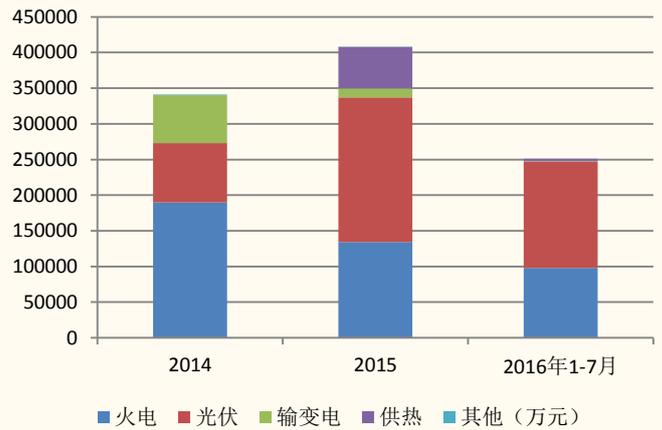
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：中机电力业务构成



来源：国金证券研究所

图表 7：中机电力 EPC 业务构成



来源：国金证券研究所

- **输变电业务将成未来重要看点。**中机电力 2012 年进入电网输变电业务，经过四年发展目前已成长为具备较强输变电能力的企业。公司曾承担聚龙电网重庆涪陵 220kV 清溪输变电工程项目的线路及变电站的总包建设。其中，龙桥-清溪 220kV 双回线路工程是重庆市涪陵区龙桥热电联产项目的配套项目之一，也是涪陵聚龙电网“贵电入渝”的骨干线路。中机电力还承担了刚果民主共和国全国 40% 电网的线路建设任务，具备开展国际业务的实力。

图表 8：中机电力输变电业务总包项目

| 工程名称                              | 建设规模        |
|-----------------------------------|-------------|
| 新源热力 30 万机组升压站并网改造及 220kV 变电站二期工程 | 220kV       |
| 日照钢铁有限公司三炼钢输变电配套工程                | 220kV、110kV |
| 日照钢铁有限公司 22 万伏变电站主变改造项目           | 220kV 变电站   |
| 220kV 清溪输变电工程（变电部分）               | 220kV       |
| 220kV 清溪输变电工程（线路部分）               | 220kV       |
| 大唐鄯善楼兰风区 220kV 升压站工程              | 220kV       |
| 日钢西区新产品及制氧空压配套输变电工程               | 110kV       |
| 日照钢铁有限公司 3#ESP 生产线配套供电变电站二期工程     | 220kV、110kV |

来源：中机电力网站，国金证券研究所

- 中机电力综合毛利率在 11%~15% 之间，净利率在 7% 左右。从毛利率水平上看，中机电力 EPC 业务毛利率与可比上市公司基本一致。

图表 9：中机电力毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：可比上市公司毛利率比较

| 可比上市公司      | 业务名称       | 2014          | 2015          | 2016年1-7月     |
|-------------|------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国海诚        | 工程总承包      | 6.20%         | 6.98%         | 5.42%         |
| 三维工程        | 工程总承包      | 28.41%        | 26.82%        | 21.94%        |
| 天海防务        | EPC        | 6.32%         | 7.03%         | 2.83%         |
| 华建集团        | 工程承包       | 5.84%         | 5.64%         | 3.06%         |
| 中衡设计        | 工程总承包      | 6.40%         | 5.70%         | 5.70%         |
| 中材节能        | EPC        | 14.60%        | 10.34%        | 10.66%        |
| 百利科技        | 工程总承包      | 24.83%        | 19.62%        | 19.21%        |
| 中国电建        | 工程承包       | 14.25%        | 13.03%        | 11.56%        |
| ...         |            |               |               |               |
| <b>平均值</b>  |            | <b>13.36%</b> | <b>13.40%</b> | <b>11.04%</b> |
| <b>中机电力</b> | <b>EPC</b> | <b>14.96%</b> | <b>11.60%</b> | <b>11.66%</b> |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **在手订单充沛，业绩承诺保障程度高。**中机电力已签订在手订单总金额约 100 亿元，对未来 EPC 项目收入提供良好支持。公司目前在手订单和跟踪项目能够覆盖 2016 年 8-12 月、2017 年及 2018 年的预测期，结合三年平均净利率 6.87% 计算，本年度内可锁定利润接近总利润承诺的 50%。

### 1.2、收购中机电力 80% 股权，天沃科技再起航

- **现金对价 29 亿收购中机电力 80% 股权。**今年 10 月 31 日，公司公告拟以支付现金的方式向国能工程、余氏投资、协电科技、上海能衡、上海能协等 16 名交易对方购买其持有的中机国能电力工程有限公司（中机电力）80% 股权，交易对价总计 28.96 亿元。根据中机电力 2017-2019 年度业绩承诺计算，交易市盈率为 8.71 倍，低于上市公司中可比交易的平均市盈率。

图表 11：收购交易完成后中机电力的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 12：收购市盈率与可比交易对比**

| 公司代码   | 公司简称 | 收购标的            | 交易作价（万元）  | 市盈率         | 市净率         |
|--------|------|-----------------|-----------|-------------|-------------|
| 601669 | 中国电建 | 顾问集团、北京院等100%股权 | 1,716,586 | 7.9         | 1.37        |
| 600072 | 钢构工程 | 中船九院100%股权      | 162,430   | 34.22       | 1.99        |
| 600629 | 凌光实业 | 华东设计院100%股权     | 108,927   | 8.13        | 1.91        |
| 300157 | 恒泰艾普 | 川油设计90%股权       | 25,740    | 13.56       | 11.7        |
| 000820 | 金城股份 | 江苏院100%股权       | 346,000   | 20.19       | 9.93        |
|        |      | <b>平均值</b>      |           | <b>16.8</b> | <b>5.38</b> |
|        |      | <b>中机电力</b>     |           | <b>8.71</b> | <b>4.24</b> |

来源：国金证券研究所

- 大股东将为收购提供 5 亿元资金支持。**公司自筹资金部分拟通过银行贷款、信托贷款、融资租赁等方式申请不超过 18 亿元的融资总额；同时拟通过股东借款的方式向实际控制人陈玉忠先生及/或其控制的企业申请总额不超过 5 亿元的借款，用于履行相关支付义务。
- 收购款项分五期按业绩完成情况支付，保障投资安全。**收购标的资产的作价将以现金方式分五期支付，首期支付 86,880 万元，不设业绩条件，后续四期将按照业绩承诺完成情况分期进行。国能工程、余氏投资、协电科技、上海能协、上海能衡作为业绩承诺方，承诺中机电力在 2016 年 8-12 月、2017 年、2018 年、2019 年的扣非净利润分别不低于 1.55 亿、3.76 亿、4.15 亿、4.56 亿元，考核期内实现的净利润之和不低于 14.02 亿元。

**图表 13：中机电力收购作价以现金方式分五期支付**

| 期数        | 金额（万元）         | 占比          | 付款期限                                     | 业绩条件                                | 为满足业绩条件时的付款安排   |
|-----------|----------------|-------------|--|-------------------------------------|---|
| 第一期       | 86,880         | 30%         | 《现金购买资产协议》生效之日起30个工作日内                   | -                                   | -   |
| 第二期       | 57,920         | 20%         | 中机电力2016年度的专项审计报告出具后20个工作日内              | 中机电力2016年8月-12月经审计的扣非净利润不低于15,500万元 | 移至下一期根据累计净利润实现情况决定是否支付，直至考核期内某年度实现的自2016年8-12月开始的累计净利润高于同期累计承诺净利润 |
| 第三期       | 28,960         | 10%         | 中机电力2017年度的专项审计报告出具后20个工作日内              | 中机电力2017年经审计的扣非净利润不低于37,600万元       | 移至下一期根据累计净利润实现情况决定是否支付，直至考核期内某年度实现的自2017年度开始的累计净利润高于同期累计承诺净利润     |
| 第四期       | 43,440         | 15%         | 中机电力2018年度的专项审计报告出具后20个工作日内              | 中机电力2018年经审计的扣非净利润不低于41,500万元       | 移至下一期根据累计净利润实现情况决定是否支付，直至考核期内某年度实现的自2018年度开始的累计净利润高于同期累计承诺净利润     |
| 第五期       | 72,400         | 25%         | 中机电力2019年度的专项审计报告出具后及对标的资产进行减值测试后20个工作日内 | 中机电力2019年度的专项审计报告出具后                | 若业绩承诺方产生补偿义务，则该期款项及以前年度因承诺净利润未实现的原因尚未支付的款项将优先抵扣补偿额                |
| <b>合计</b> | <b>289,600</b> | <b>100%</b> | -  | -                                   | -   |

来源：国金证券研究所

- 收购完成后电力工程总包将成为公司最主要业务。**根据 2015 年财务数据，中机电力营业收入 41.92 亿元，是天沃科技的 2.13 倍；中机电力归母净利

润 2.59 亿元，是天沃科技的 16.8 倍。收购完成后，上市公司最主要业务将从非标压力容器装备制造转变为电力工程 EPC 业务，形成“工程 EPC + 重装制造”双主业。

图表 14：天沃科技与中机电力规模对比（单位：万元）

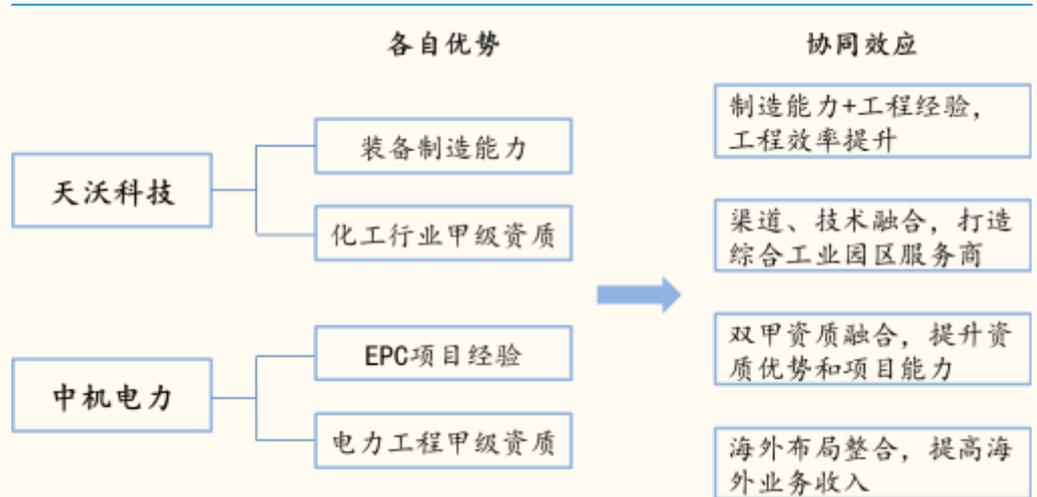
| 项目    | 中机电力    | 天沃科技    | 比值    |
|-------|---------|---------|-------|
| 营业收入  | 419,265 | 196,736 | 2.13  |
| 归母净利润 | 25,864  | 1,539   | 16.81 |
| 资产总额  | 700,811 | 688,024 | 1.02  |
| 净资产   | 81,463  | 287,483 | 0.28  |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3、并购整合双方业务与资质，协同共赢打造综合性服务商

- 天沃科技优势在于强大的装备制造能力，同时力推清洁能源总包业务，具备石化化工行业多项甲级资质；中机电力具有丰富的 EPC 项目经验，具备电力工程领域多项甲级资质。两家公司并购之后可在多个方面产生协同效应：（1）天沃制造能力+中机项目经验，有力控制工程成本，提升工程效率；（2）双方市场渠道和技术融合，提供全套工业园区能源基础设施建设方案，打造综合性服务商；（3）化工甲级资质+电力甲级资质，双甲级资质融合后，公司将具备申请综合甲级资质的条件，提升承揽大型综合工程项目的能力。

图表 15：天沃科技与中机电力将在多方产生协同



来源：国金证券研究所

- 制造能力+EPC 项目经验，优势互补打造工程总包综合服务商。收购完成后，中机电力将成为天沃科技的电力工程 EPC 板块，推动公司成长为集电力工程、新能源、清洁能源业务为一体的综合服务商。天沃科技 EPC 业务经验积淀较少，但具备强大的装备制造能力；中机电力深耕 EPC 业务多年，行业积淀和项目经验丰富，双方可实现优势互补提高整体的 EPC 业务实力。
- 双甲级资质强强联合，具备申请综合甲级资质条件。天沃科技全资子公司新煤化工拥有化工石化医药行业专业甲级设计资质，中机电力拥有电力工

程专业甲级设计资质。根据资历要求，“具有 2 个工程设计行业甲级资质，且近 10 年内独立承担大型建设项目工程设计每行业不少于 3 项，并已建成投产”，有资格申请综合甲级资质。目前，拥有综合甲级资质的单位约 50 家，天沃科技与中机电力通过并购整合后，将初步具备申请综合甲级资质的条件，有望进一步提高资质优势，提升公司承揽大型综合性工程项目的能力。

图表 16：天沃科技拥有化工行业甲级资质证书



图表 17：中机电力拥有电力行业甲级资质证书



来源：公司网站，国金证券研究所

来源：中机电力网站，国金证券研究所

- **整合海外销售渠道和布局，共同拓展海外业务。**中机电力具有较强的海外业务能力，涉及地区包括东南亚、南美、非洲等，在巴基斯坦、马来西亚、越南等国家已有项目建设经验。天沃科技拥有世界领先的清洁能源技术及装备制造能力，2016 上半年海外销售额超过 3 亿元。未来双方整合上市公司和中机电力在海外市场的销售渠道和业务布局，有望推进双方的海外业务共同发展，从而进一步提高海外业务收入占比，扩展上市公司和中机电力的潜在客户，增强抵御风险能力。

图表 18：中机电力海外业务范围



来源：中机电力网站，国金证券研究所

## 2、主业有望回暖，军工布局成型

### 2.1、煤化工项目重启，公司主业有望回暖

- 公司原主业为非标压力容器制造，行业排名居前。公司传统主营业务为石油化工、煤化工、有色金属等领域压力容器、非标设备的设计制造，主要产品是各种材质及规格的换热器、分离器、反应釜、过滤器、蒸发器等，范围涵盖了石油化工、煤化工、有色金属、食品、医药等领域。根据 2015 年年报数据，国内上市公司压力容器相关业务收入排名中，天沃科技以 13.76 亿元，在行业中排名前列。

图表 19：公司生产的部分非标压力容器



来源：国金证券研究所

- 下游行业石油化工、煤化工近期政策回暖。今年 8 月，国务院办公厅印发《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，指出在中西部符合资源环境条件的地区，结合大型煤炭基地开发，按照环境准入条件要求，有序发展现代煤化工产业。新型煤化工是解决煤炭供给过剩问题的重要手段之一，新型煤化工技术通过煤的清洁利用，可在满足环保要求之下发挥煤的能源价值，同时通过煤的气化，拓展应用范围。政策推动下，煤化工项目重启明显，项目环评进度加快，煤化工正逐步进入稳步推进阶段。

图表 20：国内煤化工项目近期进展

| 项目    | 产品    | 规模    | 阶段 |
|-------|-------|-------|----|
| 神华宁煤  | 煤制油   | 400万吨 | 试车 |
| 中天合创  | 甲醇制烯烃 | 360万吨 | 投产 |
|       | 聚丙烯   | 70万吨  | 试车 |
| 皖北煤电  | 甲醇    | 120万吨 | 投产 |
| 黑龙江鹤岗 | 乙二醇   | 80万吨  | 开工 |
| 徐矿集团  | 煤制甲醇  | 60万吨  | 开工 |
| 中煤远兴  | 煤制甲醇  | 60万吨  | 验收 |
| 同煤集团  | 烯烃    | 60万吨  | 招标 |
| 神雾大庆  | 乙二醇   | 40万吨  | 招标 |

来源：新闻整理，国金证券研究所

- 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。T-SEC 气化技术在大型化园区集中供气方面，以及企业自行生产煤气比国内其他技术具有非常明显优势。同时，该技术有着对原料煤适应性广、转化率高，用水少、排放少、污水易处理。由于山铝淄博项目的良好表现，T-SEC 技术已在燃料气市场具有较高认可度，公司今年 4 月中标山东鑫海实业煤制气总包项目，投资金额约 1.6 亿元。

图表 21：天沃科技 T-SEC 气化技术与其他技术对比

| 名称    | T-SEC 气化 (U-gas 流化床技术)                                 | 常压空气流化床技术                                   | 固定床两段式煤气化技术                                      |
|-------|--|---|--|
| 气化炉特点 | 反应温度在 1000℃ 左右，中心温度 1200℃；<br>煤气热值高<br>单台易大型化<br>碳转化率高 | 反应温度在 950℃ 左右；<br>燃气热值低<br>单台只能中型化<br>碳转化率低 | 出炉煤气温度 600℃ 至 700℃；<br>煤气热值中<br>单台不易大型化<br>碳转化率低 |
| 投资及维护 | 投资高<br>维护费低  | 投资较高<br>维护费低                                | 投资低<br>维护费较低                                     |
| 煤气成本  | 低  | 中   | 高  |
| 适用范围  | 燃料气及合成气  | 燃料气   | 燃料气及合成气  |
| 排放    | 飞灰二次气化，无飞灰排放   | 飞灰难以处理                                      | 飞灰难以处理   |
| 耗水    | 耗水少、污水少  | 中等  | 耗水较多，污水难处理                                       |

来源：国金证券研究所

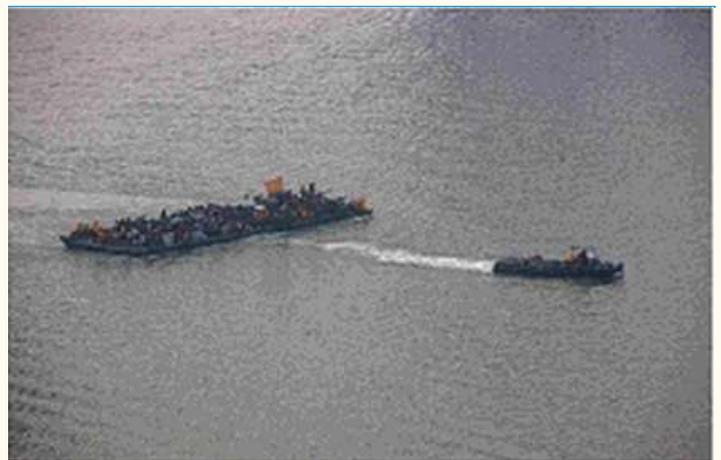
## 2.2、设立船海防务技术研究院，军工板块布局成型

- 收购红旗船厂取得军工资质及销售渠道。天沃科技于今年 3 月公告，出资 3486 万收购无锡红旗船厂 45% 股权；10 月继续出资 1162 万元取得其 15% 股权，合计将持有红旗船厂 60% 股权。红旗船厂是我国较早进入军品科研与生产领域的厂家，拥有武器装备科研生产许可证、军工保密二级资质等多项军工证书，主要产品包括重型舟桥、特种舟桥、军用油船等。收购后可充分利用天沃本身深水舢装码头、十万吨船坞、大型机械加工等海工装备制造资源，与红旗船厂军民领域的技术、资质、市场优势融合，提升军品研发、承制能力。

图表 22：红旗船厂 45m 巡逻艇



图表 23：红旗船厂重型舟桥

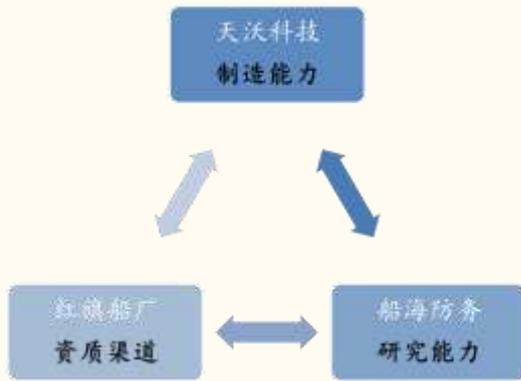


来源：国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **设立船海防务技术研究院，军工板块布局成型。**公司 11 月公告，拟与红旗船厂、海越同舟共同投资设立江苏船海防务应急工程技术研究院有限公司。红旗船厂具备领先的军工制造能力、资质及销售渠道，配合天沃所拥有的港口资源，形成市场领先的竞争优势。北京海越同舟科技有限公司具有高性能船舶、高端海工装备的技术研发能力和项目渠道，能够为天沃科技、红旗船厂的军品研发、生产、销售，提供相关技术支持。研究院设立后，天沃科技基本完成了“资质+渠道+研究+设计+制造”的军工海工布局。

图表 24：天沃科技军工板块布局逐步完善



来源：国金证券研究所

图表 25：船海防务研究院出资方式

| 出资方          | 出资金额  | 持股比例 | 出资方式 |
|--------------|-------|------|------|
| 苏州天沃科技股份有限公司 | 450万元 | 45%  | 现金   |
| 北京海越同舟科技有限公司 | 300万元 | 30%  | 现金   |
| 无锡红旗船厂有限公司   | 250万元 | 25%  | 现金   |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、投资建议与盈利预测

#### 3.1、投资建议

- 我们认为：1、公司此次收购中机电力，在工程总包实力将大为增强，未来可成长为国际一流的电力工程、新能源与清洁能源综合服务商；2、公司下游领域煤化工进展有转暖迹象，主业将迎回升；3、新设船海研究院，军工领域布局逐步完善；4、外延拓展有望持续进行。

#### 3.2、盈利预测

- 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 22.5/89.3/103 亿元，分别同比增长 14.3%/297%/15.4%；归母净利润 -53/375/439 百万元；EPS 分别为 -0.072/0.51/0.59 元，对应 PE 分别为 -109/15/13 倍。

**图表 26：公司业务收入拆分**

产品销售收入（单位：人民币百万元）

| 项 目                   | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>天沃科技（煤化工、清洁能源）</b> |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）             | 1,951.38 | 1,486.00 | 1,720.00 | 1,920.00 | 2,100.00 |
| 增长率（YOY）              | -13.09%  | -23.85%  | 15.75%   | 11.63%   | 9.38%    |
| 毛利率                   | 22.17%   | 19.00%   | 18.80%   | 19.20%   | 19.50%   |
| 占总销售额比重               | 100.00%  | 66.11%   | 19.26%   | 18.64%   | 19.12%   |
| 占主营业务利润比重             | 100.00%  | 75.98%   | 28.99%   | 30.17%   | 31.66%   |
| <b>其中</b>             |          |          |          |          |          |
| <b>飞腾铝塑（持股70%）</b>    |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）             |          | 355.00   | 388.00   | 416.00   | 440.00   |
| 增长率（YOY）              |          | #DIV/0!  | 9.30%    | 7.22%    | 5.77%    |
| 毛利率                   |          | 25.00%   | 25.50%   | 26.00%   | 26.00%   |
| <b>红旗船厂（持股60%）</b>    |          |          |          |          |          |
| 销售收入（百万元）             |          | 154.00   | 168.00   | 180.00   | 190.00   |
| 增长率（YOY）              |          | #DIV/0!  | 9.09%    | 7.14%    | 5.56%    |
| 毛利率                   |          | 21.00%   | 22.00%   | 22.50%   | 23.00%   |
| <b>中机电力（电力工程EPC）</b>  |          |          |          |          |          |
|                       |          | 按12月起并表  |          |          |          |
| 销售收入（百万元）             |          | 745.90   | 7,188.54 | 8,359.89 | 8,859.35 |
| 增长率（YOY）              |          | #DIV/0!  | 863.74%  | 16.29%   | 5.97%    |
| 毛利率                   |          | 10.25%   | 10.79%   | 10.00%   | 9.74%    |
| 占总销售额比重               |          | 33.18%   | 80.51%   | 81.15%   | 80.68%   |
| 占主营业务利润比重             |          | 20.58%   | 69.57%   | 68.39%   | 66.68%   |
| 销售总收入（百万元）            | 1951.38  | 2247.90  | 8928.54  | 10301.89 | 10981.35 |
| 销售总成本（百万元）            | 1518.76  | 1876.30  | 7813.30  | 9079.91  | 9687.78  |
| 毛利（百万元）               | 432.62   | 371.60   | 1115.24  | 1221.98  | 1293.57  |
| 平均毛利率                 | 22.17%   | 16.53%   | 12.49%   | 11.86%   | 11.78%   |

注：1、中机电力预测根据收购公告备考业绩；2、其他占比较小项目未列出

**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>2,248</b> | <b>8,929</b>  | <b>10,302</b> | 货币资金            | 599          | 604          | 875          | 870          | 1,600         | 1,680         |
| 增长率                   |              | 12.4%        | -15.6%       | 14.3%        | 297.2%        | 15.4%         | 应收款项            | 1,558        | 2,234        | 2,086        | 1,696        | 4,234         | 4,606         |
| 主营业务成本                | -1,606       | -1,820       | -1,520       | -1,876       | -7,813        | -9,080        | 存货              | 1,281        | 1,290        | 1,272        | 1,234        | 4,281         | 4,478         |
| %销售收入                 | 77.5%        | 78.1%        | 77.2%        | 83.5%        | 87.5%         | 88.1%         | 其他流动资产          | 160          | 197          | 139          | 133          | 486           | 565           |
| 毛利                    | 466          | 509          | 448          | 372          | 1,115         | 1,222         | 流动资产            | 3,599        | 4,325        | 4,372        | 3,933        | 10,602        | 11,329        |
| %销售收入                 | 22.5%        | 21.9%        | 22.8%        | 16.5%        | 12.5%         | 11.9%         | %总资产            | 60.1%        | 62.8%        | 63.5%        | 61.9%        | 70.1%         | 71.8%         |
| 营业税金及附加               | -13          | -14          | -16          | -18          | -40           | -46           | 长期投资            | 160          | 15           | 15           | 15           | 15            | 15            |
| %销售收入                 | 0.6%         | 0.6%         | 0.8%         | 0.8%         | 0.5%          | 0.5%          | 固定资产            | 1,918        | 2,158        | 2,100        | 1,986        | 1,910         | 1,821         |
| 营业费用                  | -31          | -34          | -25          | -36          | -80           | -82           | %总资产            | 32.0%        | 31.3%        | 30.5%        | 31.3%        | 12.6%         | 11.5%         |
| %销售收入                 | 1.5%         | 1.5%         | 1.3%         | 1.6%         | 0.9%          | 0.8%          | 无形资产            | 276          | 326          | 317          | 333          | 2,525         | 2,528         |
| 管理费用                  | -155         | -211         | -172         | -187         | -268          | -288          | 非流动资产           | 2,386        | 2,563        | 2,508        | 2,416        | 4,532         | 4,447         |
| %销售收入                 | 7.5%         | 9.1%         | 8.8%         | 8.3%         | 3.0%          | 2.8%          | %总资产            | 39.9%        | 37.2%        | 36.5%        | 38.1%        | 29.9%         | 28.2%         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 267          | 250          | 234          | 131          | 727           | 805           | <b>资产总计</b>     | <b>5,985</b> | <b>6,888</b> | <b>6,880</b> | <b>6,349</b> | <b>15,134</b> | <b>15,776</b> |
| %销售收入                 | 12.9%        | 10.7%        | 11.9%        | 5.8%         | 8.1%          | 7.8%          | 短期借款            | 1,101        | 1,309        | 1,148        | 493          | 3,830         | 3,504         |
| 财务费用                  | -113         | -148         | -190         | -188         | -202          | -210          | 应付款项            | 1,207        | 1,216        | 856          | 988          | 5,846         | 6,265         |
| %销售收入                 | 5.5%         | 6.4%         | 9.7%         | 8.4%         | 2.3%          | 2.0%          | 其他流动负债          | 113          | 643          | 445          | 484          | 636           | 673           |
| 资产减值损失                | -24          | -57          | -49          | -15          | -22           | -3            | 流动负债            | 2,422        | 3,168        | 2,449        | 1,965        | 10,312        | 10,441        |
| 公允价值变动收益              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | 长期贷款            | 3            | 53           | 298          | 298          | 298           | 299           |
| 投资收益                  | 1            | 2            | 2            | 2            | 3             | 4             | 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%        | -3.9%        | 0.6%          | 0.7%          | <b>负债</b>       | <b>3,143</b> | <b>3,943</b> | <b>3,957</b> | <b>3,456</b> | <b>11,803</b> | <b>11,934</b> |
| 营业利润                  | 130          | 46           | -2           | -70          | 506           | 596           | <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,833</b> | <b>2,890</b> | <b>2,875</b> | <b>2,837</b> | <b>3,205</b>  | <b>3,636</b>  |
| 营业利润率                 | 6.3%         | 2.0%         | n.a          | n.a          | 5.7%          | 5.8%          | 少数股东权益          | 8            | 55           | 48           | 56           | 126           | 206           |
| 营业外收支                 | 18           | 20           | 12           | 18           | 18            | 18            | <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,985</b> | <b>6,888</b> | <b>6,880</b> | <b>6,349</b> | <b>15,134</b> | <b>15,776</b> |
| 税前利润                  | 148          | 66           | 10           | -52          | 524           | 614           | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |               |               |
| 利润率                   | 7.1%         | 2.8%         | 0.5%         | n.a          | 5.9%          | 6.0%          |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E         | 2018E         |
| 所得税                   | -23          | -1           | 1            | 6            | -79           | -95           | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |               |               |
| 所得税率                  | 15.7%        | 0.8%         | -11.1%       | n.a          | 15.0%         | 15.5%         | 每股收益            | 0.339        | 0.095        | 0.021        | -0.072       | 0.508         | 0.593         |
| 净利润                   | 125          | 65           | 11           | -46          | 445           | 519           | 每股净资产           | 7.660        | 3.907        | 3.886        | 3.835        | 4.333         | 4.916         |
| 少数股东损益                | -1           | -5           | -5           | 8            | 70            | 80            | 每股经营现金净流        | -0.786       | -0.297       | 0.181        | 1.207        | -0.156        | 0.966         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>126</b>   | <b>70</b>    | <b>15</b>    | <b>-53</b>   | <b>375</b>    | <b>439</b>    | 每股股利            | 0.040        | 0.000        | 0.010        | 0.010        | 0.010         | 0.010         |
| 净利率                   | 6.1%         | 3.0%         | 0.8%         | n.a          | 4.2%          | 4.3%          | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |               |               |
|                       |              |              |              |              |               |               | 净资产收益率          | 4.43%        | 2.43%        | 0.54%        | -1.88%       | 11.71%        | 12.07%        |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |              |              |              |               |               | 总资产收益率          | 2.10%        | 1.02%        | 0.22%        | -0.84%       | 2.48%         | 2.78%         |
|                       |              |              |              |              |               |               | 投入资本收益率         | 4.85%        | 4.96%        | 4.72%        | 2.39%        | 7.18%         | 7.74%         |
| 净利润                   | 125          | 65           | 11           | -46          | 445           | 519           | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |               |               |
| 少数股东损益                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | 主营业务收入增长率       | 15.66%       | 12.43%       | -15.56%      | 14.26%       | 297.19%       | 15.38%        |
| 非现金支出                 | 163          | 218          | 224          | 175          | 184           | 168           | EBIT 增长率        | -1.44%       | -6.25%       | -6.28%       | -44.10%      | 454.52%       | 10.72%        |
| 非经营收益                 | 107          | 117          | 178          | 180          | 206           | 222           | 净利润增长率          | 12.35%       | -44.09%      | -78.06%      | N/A          | N/A           | 16.87%        |
| 营运资金变动                | -686         | -621         | -278         | 584          | -952          | -194          | 总资产增长率          | 14.70%       | 15.10%       | -0.12%       | -7.72%       | 138.37%       | 4.24%         |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>-291</b>  | <b>-220</b>  | <b>134</b>   | <b>893</b>   | <b>-116</b>   | <b>714</b>    | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |               |               |
| 资本开支                  | -217         | -314         | -207         | -44          | -2,260        | -62           | 应收账款周转天数        | 218.2        | 270.0        | 365.7        | 240.0        | 150.0         | 140.0         |
| 投资                    | 60           | -15          | -3           | 0            | 0             | 0             | 存货周转天数          | 284.8        | 257.8        | 307.7        | 240.0        | 200.0         | 180.0         |
| 其他                    | 1            | -80          | 82           | 2            | 3             | 4             | 应付账款周转天数        | 110.4        | 118.2        | 141.2        | 120.0        | 165.0         | 150.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-156</b>  | <b>-409</b>  | <b>-128</b>  | <b>-42</b>   | <b>-2,257</b> | <b>-58</b>    | 固定资产周转天数        | 333.4        | 323.8        | 364.2        | 297.0        | 69.6          | 56.1          |
| 股权募资                  | 575          | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |               |               |
| 债权募资                  | 99           | 758          | 319          | -650         | 3,337         | -325          | 净负债/股东权益        | 42.24%       | 49.39%       | 58.63%       | 36.77%       | 110.21%       | 85.01%        |
| 其他                    | -137         | -149         | -152         | -206         | -235          | -251          | EBIT 利息保障倍数     | 2.4          | 1.7          | 1.2          | 0.7          | 3.6           | 3.8           |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>537</b>   | <b>609</b>   | <b>167</b>   | <b>-856</b>  | <b>3,102</b>  | <b>-576</b>   | 资产负债率           | 52.52%       | 57.24%       | 57.51%       | 54.43%       | 77.99%        | 75.64%        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>89</b>    | <b>-20</b>   | <b>173</b>   | <b>-5</b>    | <b>730</b>    | <b>80</b>     |                 |              |              |              |              |               |               |

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  |
| 4  | 2016-08-25 | 买入 | 7.56  | 10.00~10.00 |

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