

# 天沃科技 (002564.SZ) 其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

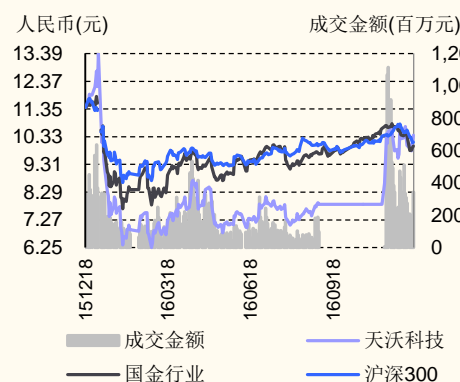
公司点评

市场价格 (人民币): 10.39 元  
目标价格 (人民币): 12.50-14.00 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)	7,685.61
年内股价最高最低(元)	13.40/6.25
沪深 300 指数	3346.03
深证成指	10334.76



## 相关报告

- 《收购中机电力，天沃科技再起航-天沃科技公司研究》，2016.11.13
- 《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...》，2016.9.25
- 《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...》，2016.8.5

**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

**卞晨晖** 联系人 biancy@gjzq.com.cn

## 收购中机电力获商务部批复，重组事项稳步推进

### 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	-0.071	0.507	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	0.21	0.84	0.97
市盈率(倍)	78.12	585.28	-145.77	20.48	17.52
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	16.90%
净资产收益率(%)	2.43%	0.54%	-1.86%	11.71%	12.06%
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

### 事件

- 公司 12 月 18 日晚公告，公司重大资产重组事项获得商务部反垄断局批复。

### 点评

- 收购中机电力获商务部批复，重组事项稳步推进。** 天沃科技收购中机电力 80% 股权事项所需履行的审批程序有两个，一是股东大会审议，二是商务部经营者集中审查。之前收购方案已获得股东大会通过，此次再获得商务部反垄断局批复同意，收购事项在审批方面的程序已经完成。公司同时公告了向浙商金汇信托借款 7.5 亿元，期限 24+6 个月，实控人陈玉忠先生提供连带担保，收购资金得到有力保障，公司重组事项稳步推进。
- 中机电力行业地位居前，订单充足保障业绩承诺。** 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。中机电力在手订单约 100 亿，在手订单和跟踪项目可充分保障未来几年业绩承诺。天沃此次拟现金收购其 80% 股权总对价 28.96 亿元，将按照业绩完成情况分五次支付，中机电力承诺 16 年 8-12 月及 17-19 年扣非净利润不低于 1.55/3.76/4.15/4.56 亿元。根据公司三季报，2016 全年预计亏损 6000-9000 万。我们预计中机电力明年可实现全年并表，公司主业+中机电力备考业绩 80%，合计可实现净利润 3.5-4 亿元。
- 并购整合双方业务与资质，协同打造综合性能源供应商。** 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。两家公司整合将在业务、资质、市场等多方面产生协同，两家公司正在进行交流合作，以充分发挥天沃装备制造能力及中机电力的 EPC 工程总包经验，打造综合性的能源供应商。
- 原主业需求出现转暖迹象，军工布局持续推进。** 公司下游客户之一的苏新能源和丰有限公司的 40 亿标准立方米/年煤制天然气项目的环评于今年 4 月获得环保部批复，外部需求表现出回暖迹象，公司可发挥在细分领域优势，对煤化工设备销售业绩带来增长。军工方面，公司通过收购无锡红旗船厂取得了军工资质及平台；与北京海越同舟共同成立江苏船海防务技术研究院，作为开发新的军民两用技术和产品的平台；两步实施之后，公司完成“资质、渠道、研究、设计、制造”的军工海工布局。

### 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 17/18 年 PE 分别为 20/18 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司重组及交割事宜进一步推进，预计中机电力明年可全年并表，未来有望成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；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，调高目标价至 12.5-14.0 元。

### 风险提示

- 并购后业务整合的风险，煤化工行业需求继续下滑的风险

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	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>
增长率		12.4%	-15.6%	14.3%	297.2%	15.4%
主营业务成本	-1,606	-1,820	-1,520	-1,876	-7,813	-9,080
<b>%销售收入</b>	<b>77.5%</b>	<b>78.1%</b>	<b>77.2%</b>	<b>83.5%</b>	<b>87.5%</b>	<b>88.1%</b>
毛利	466	509	448	372	1,115	1,222
%销售收入	22.5%	21.9%	22.8%	16.5%	12.5%	11.9%
营业税金及附加	-13	-14	-16	-18	-40	-46
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%
营业费用	-31	-34	-25	-36	-80	-82
%销售收入	1.5%	1.5%	1.3%	1.6%	0.9%	0.8%
管理费用	-155	-211	-172	-187	-268	-288
%销售收入	7.5%	9.1%	8.8%	8.3%	3.0%	2.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>267</b>	<b>250</b>	<b>234</b>	<b>131</b>	<b>727</b>	<b>805</b>
%销售收入	12.9%	10.7%	11.9%	5.8%	8.1%	7.8%
财务费用	-113	-148	-190	-180	-209	-210
%销售收入	5.5%	6.4%	9.7%	8.0%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-24	-57	-49	-22	-15	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	3	4
<b>%税前利润</b>	<b>0.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>23.5%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>
营业利润	130	46	-2	-69	506	596
营业利润率	6.3%	2.0%	n.a	n.a	5.7%	5.8%
营业外收支	18	20	12	18	18	18
税前利润	148	66	10	-51	524	614
利润率	7.1%	2.8%	0.5%	n.a	5.9%	6.0%
所得税	-23	-1	1	6	-79	-95
所得税率	15.7%	0.8%	-11.1%	n.a	15.0%	15.5%
净利润	125	65	11	-45	445	519
少数股东损益	-1	-5	-5	8	70	80
<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>
净利率	6.1%	3.0%	0.8%	n.a	4.2%	4.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	125	65	11	-45	445	519
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	163	218	224	182	177	168
非经营收益	107	117	178	172	214	222
营运资金变动	-686	-621	-278	-156	-213	-194
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-291</b>	<b>-220</b>	<b>134</b>	<b>154</b>	<b>623</b>	<b>714</b>
资本开支	-217	-314	-207	-44	-2,260	-62
投资	60	-15	-3	0	0	0
其他	1	-80	82	2	3	4
<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>
股权募资	575	0	0	0	0	0
债权募资	99	758	319	81	2,606	-325
其他	-137	-149	-152	-198	-242	-251
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>537</b>	<b>609</b>	<b>167</b>	<b>-117</b>	<b>2,363</b>	<b>-576</b>
<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>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	599	604	875	870	1,600	1,680
应收款项	1,558	2,234	2,086	2,427	4,234	4,606
存货	1,281	1,290	1,272	1,234	4,281	4,478
其他流动资产	160	197	139	133	486	565
流动资产	3,599	4,325	4,372	4,664	10,602	11,329
%总资产	60.1%	62.8%	63.5%	65.9%	70.1%	71.8%
长期投资	160	15	15	15	15	15
固定资产	1,918	2,158	2,100	1,986	1,910	1,821
%总资产	32.0%	31.3%	30.5%	28.0%	12.6%	11.5%
无形资产	276	326	317	333	2,525	2,528
非流动资产	2,386	2,563	2,508	2,416	4,532	4,447
%总资产	39.9%	37.2%	36.5%	34.1%	29.9%	28.2%
<b>资产总计</b>	<b>5,985</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>7,081</b>	<b>15,134</b>	<b>15,776</b>
短期借款	1,101	1,309	1,148	1,224	3,830	3,504
应付款项	1,207	1,216	856	988	5,846	6,265
其他流动负债	113	643	445	484	636	673
流动负债	2,422	3,168	2,449	2,696	10,311	10,441
长期贷款	3	53	298	298	298	299
其他长期负债	719	722	1,211	1,193	1,193	1,193
<b>负债</b>	<b>3,143</b>	<b>3,943</b>	<b>3,957</b>	<b>4,187</b>	<b>11,802</b>	<b>11,933</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,833</b>	<b>2,890</b>	<b>2,875</b>	<b>2,838</b>	<b>3,206</b>	<b>3,637</b>
少数股东权益	8	55	48	56	126	206
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,985</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>7,081</b>	<b>15,134</b>	<b>15,776</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.339	0.095	0.021	-0.071	0.507	0.593
每股净资产	7.660	3.907	3.886	3.836	4.333	4.917
每股经营现金净流	-0.786	-0.297	0.181	0.208	0.843	0.966
每股股利	0.040	0.000	0.010	0.010	0.010	0.010
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.43%	2.43%	0.54%	-1.86%	11.71%	12.06%
总资产收益率	2.10%	1.02%	0.22%	-0.74%	2.48%	2.78%
投入资本收益率	4.85%	4.96%	4.72%	2.08%	7.18%	7.74%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	15.66%	12.43%	-15.56%	14.26%	297.19%	15.38%
EBIT 增长率	-1.44%	-6.25%	-6.28%	-44.10%	454.52%	10.72%
净利润增长率	12.35%	-44.09%	-78.06%	N/A	N/A	16.90%
总资产增长率	14.70%	15.10%	-0.12%	2.91%	113.74%	4.24%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	218.2	270.0	365.7	360.0	150.0	140.0
存货周转天数	284.8	257.8	307.7	240.0	200.0	180.0
应付账款周转天数	110.4	118.2	141.2	120.0	165.0	150.0
固定资产周转天数	333.4	323.8	364.2	297.0	69.6	56.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	42.24%	49.39%	58.63%	62.03%	110.18%	84.98%
EBIT 利息保障倍数	2.4	1.7	1.2	0.7	3.5	3.8
资产负债率	52.52%	57.24%	57.51%	59.13%	77.99%	75.64%

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

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

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
5	2016-11-13	买入	7.84	10.00~12.00

来源：国金证券研究所



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