

天沃科技(002564)/专用设备

在手订单约 200 亿元保障业绩增长

清洁能源+国防军工, 受益一带一路、军民融合

评级: 买入(维持)

市场价格: 10.95

目标价格: 14-15

分析师: 王华君

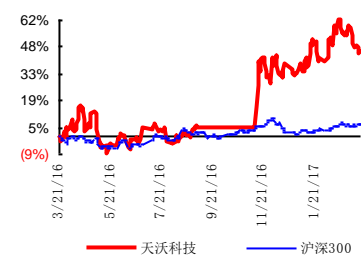
执业证书编号: S0740517020002

电话: 010-59013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	736
流通股本(百万股)	519
市价(元)	10.95
市值(百万元)	8,057
流通市值(百万元)	5,679

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《天沃科技: 一季报预盈; 清洁能源+国防军工; 受益一带一路、军民融合》
2017/3/2

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,967.36	1195.15	8,360.95	9,531.48	10,884.95
增长率 yoy%	-1.56%	-47.78%	599.58%	14.00%	14.20%
净利润	15.39	-299.71	378.07	488.52	595.99
增长率 yoy%	-78.06%	-1162.53%	—	29.22%	22.00%
每股收益(元)	0.02	-0.41	0.51	0.66	0.81
每股现金流量	0.18	0.36	-0.22	0.65	0.72
净资产收益率	0.52%	-12.06%	6.96%	8.06%	8.82%
P/E	585	—	21	17	14
PEG	—	—	—	0.57	0.62
P/B	3.04	2.98	1.49	1.34	1.20

备注:

投资要点

- 事件: 2017年3月16日, 公司控股子公司中机电力收到玉门鑫能和浙江国际招标公司《中标通知书》, 确定中机电力为玉门鑫能熔盐塔式5万千瓦光热发电项目EPC总承包招标项目, 中标金额16.13亿元, 项目工期19个月。
- 事件: 公司发布非公开发行股票预案, 拟发行股票募集不超过15.72亿元, 用于玉门郑家沙窝熔盐塔式5万千瓦光热发电项目。
- 事件: 公司发布2016年年报, 2016年公司实现营业收入11.95亿元, 比上年同期下降48%; 实现归属于上市公司股东的净利润-3.0亿元。截止2017年2月28日, 公司在手订单186.24亿元, 保障今年业绩快速增长。考虑到3月中机电力中标玉门项目16.13亿元, 我们粗略判断公司在手订单约200亿元。
- 公司原为压力容器民企龙头, 战略布局“清洁能源+国防军工”, 未来受益一带一路。公司为低估值小市值标的, 目前市值80亿左右, 2017年PE约21倍。
- 公司已完成29亿现金收购央企国机集团旗下中机电力80%股权。中机电力: 2017-2019年承诺扣非净利润不低于3.76亿、4.15亿、4.56亿元。公司2017年1月连签4单合计超69亿元, 夯实业绩增长基础。中机电力与公司老业务协同效应较大; 电力工程EPC受益一带一路、PPP。
- 国防军工: 有望成为公司未来增长亮点。已收购红旗船厂60%股权, 军工产品覆盖重型舟桥、特种舟桥、舟车改装及军用油船等多种特种装备。公司还投资设立江苏船海防务应急工程技术研究院, 将提升公司在军民两用应急装备、高技术船舶和高端海工装备等领域的研制能力。
- 传统业务: 煤化工设备、石化设备景气好转, 订单开始增加, 预计2017年老业务将扭亏为盈。公司改进的T-SEC煤炭高效清洁能源技术环保优势大, 未来市场前景较好。近期煤化工回暖, 煤化工设备行业触底反弹。2016年12月29日, 习主席对神华宁煤煤制油示范项目建成投产作出重要指示。国家能源局近期已印发《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》, 从产能目标来看, “十三五”期间煤化工投资较“十二五”期间将有较大增长。
- 核电装备: 成立核物理研究院, 获中核供方资格。2015年6月, 公司成立天沃恩科(北京)核物理研究所有限公司, 是我国首家工商核准的由民营上市公司设立的核物理研究院。2015年12月, 公司获得中核集团合格供方资格证书。
- 引入战略投资者。重庆昊融睿工投资已通过大宗交易方式现持有公司3000万股, 占公司总股数的4.06%; 且已经委派一位董事进入公司董事会。
- 近期人事变动值得关注。公司董事长陈玉忠先生辞去兼任的总经理职务, 聘任王煜先生担任公司总经理。中机电力的两位领导已经进入公司管理层。
- 暂不考虑增发摊薄, 预计公司2017-2019年业绩为3.8亿元、4.9亿元、6.0亿元, 目前市值80亿元, 对应PE为21/17/14倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 应收账款坏账风险、煤化工/石油化工设备等传统业务需求下滑风险、转型军工产业化风险、中机电力订单执行风险。

内容目录

一、中标 16.13 亿元玉门鑫能光热发电项目 EPC 总承包.....	- 3 -
二、拟发行股票募集资金用于光热发电项目.....	- 3 -
(一) 发行股票募集不超过 15.7 亿用于光热发电项目.....	- 3 -
(二) 光热发电受国家政策支持，项目技术路径先进可靠.....	- 3 -
(三) 玉门太阳能日照充足，有利于发展光热电站项目.....	- 4 -
三、在手订单约 200 亿元，保障今年业绩增长.....	- 4 -
四、第一季度业绩扭亏，预计盈利 3000-4000 万元.....	- 5 -
五、战略布局“清洁能源+国防军工”.....	- 5 -
(一) 战略布局“清洁能源+国防军工”.....	- 5 -
(二) 1 月份连签 4 单合计超 69 亿元，夯实业绩增长基础.....	- 6 -
六、完成中机电力收购，进入电力 EPC 领域，协同效应促增长.....	- 6 -
(一) 中机电力在手订单充足，电力工程 EPC 受益 PPP、一带一路.....	- 6 -
(二) 中机电力与公司老业务协同性好，显著增强 EPC 实力.....	- 8 -
七、国防军工：控股无锡红旗船厂进军军工，建船海防务研究院.....	- 8 -
(一) 控股红旗船厂，揽入军工多项资质，正式进入军工领域.....	- 8 -
(二) 投资设立船海防务研究院，构建军工、海工核心竞争力.....	- 9 -
八、传统业务：煤化工设备触底反弹，煤炭清洁利用前景较好.....	- 9 -
(一) 近期煤化工回暖，煤化工设备行业触底反弹.....	- 9 -
(二) 天沃科技：掌握煤炭清洁利用核心技术.....	- 9 -
九、核电装备：成立核物理研究院，获中核供方资格.....	- 10 -
十、新材料：收购飞腾铝塑 70% 股权，有助提升公司业绩.....	- 10 -
十一、引入战略投资者；近期人事变动值得关注.....	- 11 -
(一) 引入战略投资者，已经委派一位董事.....	- 11 -
(二) 近期人事变动：管理层变动，适应重大资产重组后公司运营.....	- 11 -
十二、投资建议.....	- 12 -
风险提示.....	- 12 -

一、中标 16.13 亿元玉门鑫能光热发电项目 EPC 总承包

- 2017 年 3 月 16 日，公司控股子公司中机电力收到玉门鑫能和浙江国际招标公司《中标通知书》，确定中机电力为玉门鑫能熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目 EPC 总承包招标项目，中标金额 16.13 亿元，项目工期 19 个月。
- 光热发电可实现全天候发电，与现有电网匹配性好，发电输出更为稳定，可以显著降低电网的接入及消纳成本，并有利于电网消纳更多的不稳定电源，减少弃风弃光现象，优化新能源电力结构。公司及控股子公司中机电力，在电力工程组织实施、设备制造维护等方面经验丰富，该项目的推进，体现了公司在清洁能源领域的工程能力。
- 本次中标，将有助于“打造国际一流的电力工程、新能源与清洁能源综合服务商”的发展战略实现和盈利能力的提升。通过实施该项目，公司可以积累太阳能光热发电工程总包、运营经验和示范项目，有助于公司抢占太阳能光热发电市场先机，扩大工程总包与服务的业务范围，培育新的利润增长点。

二、拟发行股票募集资金用于光热发电项目

（一）发行股票募集不超过 15.7 亿用于光热发电项目

- 公司公告非公开发行股票预案，拟发行股票募集不超过 157,169 万元用于玉门郑家沙窝熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目。
- 玉门郑家沙窝熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目是国家能源局《关于建设太阳能热发电示范项目的通知》（国能新能[2016]223 号）确定的首批 20 个太阳能热发电示范项目之一。该项目采用以熔融盐作为吸热、热储能介质的塔式二次反射聚光发电技术，通过熔融盐-水换热系统产生过热蒸汽，驱动汽轮机发电。通过该项目的投资，公司将建成规划容量为 50MW 的熔盐塔式光热发电电站。该项目建设内容主要包括太阳能集热系统、储热系统、热交换系统、汽轮发电机组及其他相关辅助生产设施等。该项目总投资额为 179,012 万元，其中建设投资 171,888 万元，建设期贷款利息 6,624 万元，铺底流动资金 500 万元。该项目由玉门鑫能负责实施，项目实施地点位于甘肃省玉门市东北约 20km 处的郑家沙窝附近，项目建设工期为 21 个月。

（二）光热发电受国家政策支持，项目技术路径先进可靠

- 2016 年 11 月 7 日，国家发展改革委、国家能源局发布《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，明确提出推进光热发电试点示范工程，要求“十三五”期间太阳能发电新增投产 0.68 亿千瓦以上；至 2020 年，太阳能发电装机达到 1.1 亿千瓦以上，其中光热发电 500 万千瓦。2016 年 12 月 10 日国家发展改革委发布《国家发展改革委关于印发〈通知〉》（发改能源〔2016〕2619 号），提出稳步推进风电、太阳能等可再生能源发展，积极推动光热发电产业化发展，2020 年太阳能发电规模达到 1.1 亿

千瓦以上，其中光热发电 500 万千瓦。

- 本项目采用上海晶电、江苏鑫晨研发和提供的熔盐塔式二次反射聚光发电技术路径。本项目采用的技术路径获得来自电力规划设计总院、中国科学院电工研究所、华北电力大学等专家的一致认可。经上海晶电技术授权，江苏鑫晨承建的江苏盐城 300kWt 塔式二次反射光热项目于 2015 年年中成功产汽，解决了光热发电各项环节中技术要求最高的集热、储热、产汽问题。2016 年 10 月，江苏盐城 300kWt 塔式二次反射光热项目技术成果在阿联酋阿布扎比举办的 2016SolarPACES 国际储能与发电大会上以主题报告的形式正式亮相。

图表 1：江苏盐城 300kWt 光热项目俯视图



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：江苏盐城 300kWt 光热项目侧视图



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

(三) 玉门太阳能日照充足，有利于发展光热电站项目

- 玉门市境内太阳能资源丰富，日照时间长、太阳辐射强、空气清洁度高，是甘肃省太阳辐射最高的区域之一。电站建设场区日照充足，典型年总辐射量为 6121MJ/m²，典型年直接辐射量为 6844.4MJ/m²，历年日照时数变化在 2800h 至 3240h 之间，太阳直接辐射量大且变化平稳。电站代表年直接辐射为 1901kwh/m²，非常适合开展大型太阳能光热电站的建设。

三、在手订单约 200 亿元，保障今年业绩增长

- 公司公布 2016 年年报，2016 年公司实现营业收入 11.95 亿元，比上年同期下降 47.78%；实现归属于上市公司股东的净利润-3.00 亿元，比上年同期下降 1,162.53%。
- 受经济增长下滑与下游行业需求减少等因素影响影响，公司订单规模不及预期，部分产品交付时间延后，部分子公司未能完成既定经营目标；因销售规模下降及催收账款效果初现成效，应收账款总量下降较为明显，但原计划回收的三年以上老应收账款回款进度缓慢，导致部分应收账款账龄滚动增加，计提了较大金额的资产减值损失。公司收购中机电力已于 2016 年 12 月完成资产过户，本次收购对公司 2016 年度业绩不产生影响，但对公司 2017 年度及以后年度的业绩将产生深远的影响。
- 公司在年报中披露，截止 2017 年 2 月 28 日，公司在手订单 186.24 亿元。

- 考虑到3月中机电力中标玉门项目16亿元，我们粗略判断公司在手订单约200亿元。

图表3：截止2017年2月28日在手订单情况

	业务板块	在手订单金额（亿元）
1	电力工程、清洁能源工程业务	163.71
1.1	新能源业务	40.82
1.2	电力工程业务	122.89
2	压力容器设备	18.67
3	海工设备	0.94
4	新材料	0.97
5	物流	0.15
6	其他业务（含军工）	1.8
	合计	186.24

资料来源：公司2016年年报，中泰证券研究所

四、第一季度业绩扭亏，预计盈利3000-4000万元

- 公司公告2017年第一季度预计扭亏为盈，归属于上市公司股东的净利润3000-4000万元。主要由于中机电力纳入公司合并报表范围，电力工程板块开始为公司贡献利润，大幅提升了公司的盈利能力。
- 公司2016业绩亏损，主要受下游行业需求减少及资产减值影响。公司2016年度快报：2016年实现收入11.19亿元，同比下降51.10%，归属于上市公司股东的净利润为亏损2.82亿元。
- 2016年公司营收、利润较上年同期有较大幅度下降，主要原因：（1）受大环境恶化与下游行业需求减少影响，订单规模不及预期，部分产品预期交付时间延后。（2）部分子公司未能完成既定经营目标。（3）应收账款总量下降较为明显，但原计划回收的三年以上老应收账款回款进度缓慢，导致部分应收账款账龄滚动增加，计提了较大金额的资产减值损失。
- 2016年公司总资产变动幅度较大，主要是报告期末公司完成中机电力80%的股权收购，中机电力正式成为公司的控股子公司，合并后总资产约171亿元，较期初增长137%。

五、战略布局“清洁能源+国防军工”

（一）战略布局“清洁能源+国防军工”

- 公司产业布局已从单一非标压力容器制造扩展到多元化产业发展，涵盖了清洁能源工程总包/运营、高端装备制造、军工/海工、新材料四大产业板块。
- 公司已在上海、南京、北京成立三大工程技术研发中心：新煤化工设计院（上海）有限公司（工程总包平台、清洁能源技术利用）、江苏恩高工业技术研究院有限公司（由新煤化工与南京大学张志炳教授共同设立）、天沃恩科（北京）核物理研究所有限公司；与海越同舟共同投资设立船海防务研究院。公司在多产业发展扎实布局，将提高公司的抗风险能力，为未来业绩增长奠定基础。

(二) 1 月份连签 4 单合计超 69 亿元，夯实业绩增长基础

- 根据公司公告，2017 年 1 月份，公司本部及子公司中机电力共签署 4 个重大合同，合计超 69 亿元。包括：
 - (1) 本部签订的恒力石化（大连）炼化核心设备合同，合同金额 0.89 亿元；
 - (2) 本部签订的中国航空技术北京有限公司的大炼化项目中的换热器与加氢反应器等核心设备合同，合同金额 1.36 亿元；
 - (3) 中机电力签署的盘兴能源煤电铝热电联产动力车间（2×350MW 机组）EPC 项目，合同金额 16.94 亿元；
 - (4) 中机电力签署的德龙镍业印尼二期项目 12×135MW 自备电厂新建工程 EPC 项目，暂列合同金额 50 亿元。4 个合同总金额合计 69.19 亿元。
- 公司本部陆续签订重大装备合同，体现了老业务煤化工设备、石化设备景气好转，订单开始增加。
- 子公司中机电力在电力 EPC 总包中优势较大、在热电联产工程领域具有较强的行业竞争力。盘兴能源煤电铝热电联产动力车间 EPC 项目打开了公司在西南地区能源工程总承包的大门；而印尼自备电厂 EPC 项目的执行将有利于丰富公司的海外 EPC 项目经验，促进公司电力工程业务板块的进一步发展，同时将提高公司 2017-2018 年的营收和业绩。

六、完成中机电力收购，进入电力 EPC 领域，协同效应促增长

(一) 中机电力在手订单充足，电力工程 EPC 受益 PPP、一带一路

- **中机电力：电力工程 EPC 位居国内前 5 名。**在中国勘察设计协会统计的包含约 160 家企业的行业排名中，中机电力工程总承包完成合同额在 2015 年发布的排名中位居第 29 位，在 2016 年发布的排名中位居第 20 位；在以电力工程总承包为主要业务的企业中，中机电力在 2016 年发布的排名中位居行业前 5 名。
- 中机电力之前隶属于央企国机集团，技术实力仅次于电力设计 6 大院。以市场份额计算，中机电力是位列中电工程、中能建、中电建之后最大的电力工程勘察设计公司，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。目前主要目标市场包括企业自备电厂、热电联产等火力发电项目以及光伏电站项目等，已完成 560 余项海内外火力发电、太阳能发电、生物质发电、垃圾发电、输变电、风力发电等电力工程的设计和总承包工作。由中机电力提供工程咨询、工程设计、项目供货、项目管理、EPC 工程总承包服务的项目已经分布在东亚、东南亚、中亚、中东、非洲、南美等广大地区。
- 根据公司公告，2016 年 12 月 21 日，上海市浦东新区市场监督管理局核准了中机电力的股东变更，变更后公司持有中机电力 80% 股权。中机电力主营业务为电力工程领域的工程总承包和工程设计及相关服务。中机电力及子公司的主要服务包括：为业主提供电力工程总承包、工程设计及相关服务等。

图表 4：中机电力在 EPC 领域有着丰富的经验和较高的行业地位

辽宁抚顺热电厂“上大压小”新建项目

巴基斯坦 Nishat 1×46MW 燃煤电站工程

山煤集团低热值煤发电工程 EPC 总承包项目

日照钢铁输变电项目

枣庄八一热电公司煤矸石综合利用热电工程 EPC 总承包

高硫煤洁净利用化电热一体化示范项目一期工程锅炉工段项目

延安煤油气资源综合利用项目热动力站工程

重庆中机龙桥 1×300MW+2×50MW 热电联产项目

马来西亚沙巴 100MW 联合循环电站项目

宝应生物质热电项目

重庆涪陵 220KV 清溪输变电工程项目

日照钢铁有限公司冲击负荷自动平衡系统项目 EPC 总承包工程

广东湛江晨鸣浆纸自备电厂

抚顺矿业集团有限责任公司热电厂供热改造项目

越南广宁热电股份有限公司 4×300MW 电厂项目

河南晋开集团肥料项目配套 2×480t/h 燃煤锅炉工程建设、供汽项目

资料来源：公司网站，中泰证券研究所

- 中机电力 2016 年 1-7 月、2015 年度、2014 年度实现的营业收入分别为 25.96 亿元、41.93 亿元、37.16 亿元，2015 年同比增幅为 12.84%；实现的归母公司净利润分别为 1.63 亿元、2.59 亿元、2.98 亿元，目前测算中机电力在手订单 170 亿元左右，受益 PPP、一带一路，电力工程 EPC 有望持续快速发展。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 年度、2018 年度、2019 年度的扣非净利润分别不低于 1.55 亿元、3.76 亿元、4.15 亿元、4.56 亿元，考核期内实现的扣非净利润之和不低于 14.02 亿元。
- 公司收购中机电力后，将大幅提升公司盈利能力。本次收购，相当于 2016 年对赌业绩 3.18 亿元，对应 2016 年 PE 为 11 倍。公司分 5 期实现业绩后完成付款，有力保障了投资安全。

(二) 中机电力与公司老业务协同性好，显著增强 EPC 实力

- 天沃科技与中机电力下游客户重合性较高，并购整合后，双方协同拿单能力将得到大幅增强。中机电力深耕 EPC 领域多年，在 EPC 领域中有着丰富的经验和较高的行业地位，建立了较强的竞争优势。通过并购中机电力，天沃科技 EPC 实力将得到大幅提升，将进一步带动天沃科技装备业务订单，利好主营业务的降本增效。
- 天沃科技全资子公司新煤化工设计院拥有化工石化医药行业(化工工程)专业甲级设计资质，中机电力则拥有电力工程专业甲级设计资质。根据规定，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，并已建成投产者有资格申请综合甲级资质。
- 目前，全国拥有综合甲级资质的单位仅 51 家，天沃科技与中机电力通过并购整合，有望获取该稀缺资质，从而大幅提升未来拿单能力。

图表 5：天沃科技：拥有化工工程设计甲级资质

图表 6：中机电力：拥有电力工程设计甲级资质



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

七、国防军工：控股无锡红旗船厂进军军工，建船海防务研究院

(一) 控股红旗船厂，揽入军工多项资质，正式进入军工领域

- 公司通过受让红旗船厂原控股股东中国兵器工业集团公司下属江苏北方湖光广电有限公司所持有的 45% 股权、参与红旗船厂 15% 股权的受让摘牌竞标，现已成为红旗船厂实际控股股东（持股 60% 的第一大股东），正式进入军工领域。
- 无锡红旗船厂是我国较早进入军品科研与生产领域的厂家，为原总装备部工程兵渡河桥梁装备的专业生产基地之一，拥有武器装备科研生产许可证、装备承制单位注册证书、军工保密二级资质、武器装备质量体系认证证书。其军工产品覆盖重型舟桥、特种舟桥、舟车改装及军用油船等多种特种装备，参加研制的项目先后获得国家质量银质奖、军队科技进步一等奖、原国家科学技术委员会科技进步三等奖、国家级新产品等荣誉称。红旗船厂还在民用舰船、钢结构、网架工程施工等领域，拥有较强的研发、生产、制造能力和广阔市场。

图表7：红旗船厂舟桥类产品



资料来源：红旗船厂公司网站，中泰证券研究所

图表8：红旗船厂内河船舶产品



资料来源：红旗船厂公司网站，中泰证券研究所

(二) 投资设立船海防务研究院，构建军工、海工核心竞争力

- 2016年11月，天沃科技、无锡红旗船厂有限公司与北京海越同舟科技有限公司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。成立江苏船海防务研究院是公司在军品科研领域加大投入的重要举措，将提升公司、红旗船厂在军民两用应急装备、高技术船舶和高端海工装备等领域的研发、生产、服务能力，进一步构建公司军工、海工板块的核心竞争力。

八、传统业务：煤化工设备触底反弹，煤炭清洁利用前景较好

(一) 近期煤化工回暖，煤化工设备行业触底反弹

- 近期，煤化工行业市场关注度提升。2016年12月29日，习主席对神华宁煤煤制油示范项目建成投产作出重要指示，指出这一重大项目建成投产，对我国增强能源自主保障能力、推动煤炭清洁高效利用、促进民族地区发展具有重大意义。
- 2016年12月30日，国家发改委与国家能源局联合印发《煤炭工业发展“十三五”规划》(以下简称《规划》)，《规划》提出以国家能源战略技术储备和产能储备为重点，在水资源有保障、生态环境可承受的地区，开展煤制油、煤制天然气、低阶煤分质利用、煤制化学品、煤炭和石油综合利用等五类模式以及通用技术装备的升级示范，发挥煤炭的原料功能，提出在晋东、云贵、宁东、陕北、神东等基地开展煤制油。
- 国家能源局近期已印发《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》。规划中提出到2020年预期性的产能目标是煤制油1300万吨(“十二五”末为254万吨)，新增产能约1000万吨，为“十二五”期间的4倍，煤制天然气170亿立方米(“十二五”末18.8亿立方米)，新增产能150亿立方米，为“十二五”期间的7倍，低阶煤分质利用1500万吨/年，从产能目标来看，“十三五”期间煤化工投资较“十二五”期间将有较大增长。

(二) 天沃科技：掌握煤炭清洁利用核心技术

- 天沃科技传统主业为化工设备及清洁能源总包，煤化工景气度回升带来利润弹性。公司原业务为石化、煤化工等行业设计和制造各类非标压力容器设备。2013 年以来先后收购新煤化工，引入美国 SES 的 T-SEC 煤气化技术，切入清洁能源工程总包业务。
- 公司已在上海、南京拥有两大工程技术研发中心：新煤化工设计院（上海）有限公司（工程总包平台、清洁能源技术利用）和江苏恩高工业技术研究院有限公司（由新煤化工与南京大学张志炳教授共同设立）。公司改进的 T-SEC 煤炭高效清洁能源技术环保优势大，应用范围广，未来市场前景较好。
- 公司的 T-SEC 技术是与美国 SES 公司合作获得的专有煤炭高效清洁利用技术，经过公司后期不断改进，现已形成公司独有的清洁能源技术。公司 T-SEC 技术属于流化床技术。
- 在煤制燃料气的气化技术里面主要有三大类，分别是固定床气化炉技术、气流床技术、流化床技术。固定床气化炉市场份额较大，但是因为环境污染问题，现在在慢慢的淘汰。天沃科技的 T-SEC 技术，采用了纯氧加压技术，碳转化率非常高，并且不会产生焦油、酚类等物质，对环境较为友好；其次 T-SEC 适用煤种广，常见的褐煤、次烟煤都可使用，而固定床，气流床技术对煤的要求高，劣质煤基本无法使用；T-SEC 技术产生的污水量小，污水处理成本大大减小。
- 2014 年底，公司中标中铝三个大型煤气化总包项目，其中中铝山东项目是最早启动的示范工程。目前该项工程的 168 小时连续运行测试完成，据初步测算，该项目一天就能为中铝山东降低 40 万元的成本。项目投资仅 2 亿元左右，工期仅需半年。此外，山东淄博陶瓷园区等对该技术兴趣很大。
- 我们认为公司 T-SEC 技术高效、清洁、成本较低，适用于陶瓷、玻璃等工业园区，综合优势较大，随着国家对环保问题的重视及各地“减煤换煤”推进，我们认为公司高效清洁煤制气技术未来将会快速发展。

九、核电装备：成立核物理研究院，获中核供方资格

- 公司目前拥有民用核二级资质，此前曾为福清核电机组提供过一些设备配套，能为核设施提供稳压器、发生器、换热器等装置。
- 2015 年 6 月，公司成立天沃恩科（北京）核物理研究所有限公司，是我国首家工商核准的由民营上市公司设立的核物理研究院。核物理研究院的成立为公司后续加快发展核相关设备搭建更高层次的科技平台和合作平台，使公司未来有望参与核能利用研究的重大课题，助力公司实现未来提供核岛内关键设备的目标，进一步推动公司在核电产业的发展。
- 2015 年 12 月，公司获得中核集团合格供方资格证书。2015 年 11 月，由中核集团中国中原对外工程有限公司质保部领导带队的审查人员就 K2K3 核电项目 WHD 热交换器等设备的供货能力对天沃科技进行了实地评审。

十、新材料：收购飞腾铝塑 70%股权，有助提升公司业绩

- 公司公告于 2016 年 1 月 27 日与陈玉忠签订《股权转让合同》，拟以现金收购陈玉忠先生持有的张家港飞腾铝塑板股份有限公司（以下简称“飞腾铝塑”）70%的股权。

- 飞腾铝塑立足于新材料前沿技术的开发及运用，现已成功进入高铁领域、船舶领域和全球性的系统工程领域。飞腾铝塑目前为中国铁路总公司二级供应商、江南造船厂内装饰材料供应商。公司的装饰板广泛应用于以BP 石油、道达尔、康辉石油、中石油等全球顶级企业的加油站建设；公司专门为壳牌研发的三色板获得了国家专利；公司同时是苏宁电器、方太橱柜等大型企业的线下大型专营店的供应商。飞腾铝塑 2015 年前 10 个月共实现营收 2.69 亿，实现净利润 1,344 万元。陈玉忠、飞腾铝塑承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度实现的净利润分别不低于 2,000 万元、2,500 万元、3,000 万元。此次收购完成后有助于提高公司业绩，优化公司产业机构，提高公司抗风险能力。

十一、引入战略投资者；近期人事变动值得关注

(一) 引入战略投资者，已经委派一位董事

- 公司 2016 年已收到《股东函》，重庆昊融睿工投资中心（有限合伙）已通过大宗交易方式现持有公司 3000 万股，占公司总股数的 4.06%。
- 重庆昊融睿工投资中心（以下简称“重庆昊融睿工”）系中新融创资本管理有限公司投资平台，中新融创资本管理有限公司是市场领先的专注于上市公司股权投资的私募投资及资产管理公司。作为国内领先的私募股权投资机构，中新融创资本管理有限公司在 2015 清科中国股权投资年度排名中取得了中国清洁技术领域投资机构 10 强、2015 年中国私募股权投资机构 50 强、2015 年投中集团年会上获得最佳定增投资机构（私募）第二名的优秀成绩。
- 重庆昊融睿工表示未来将积极履行股东义务，支持公司的发展，同时有意愿向公司提名董事积极参与公司日常治理，以更好的辅助公司快速成长。
- 2016 年 5 月，公司同意选举周林先生为公司第三届董事会非独立董事候选人。周林先生作为公司重要股东重庆昊融睿工投资中心（有限合伙）委派的非独立董事候选人，履任后将积极协助公司控股股东及公司董事会，做好公司的日常治理与运营工作，助力公司快速成长，为全体股东创造优良业绩。

(二) 近期人事变动：管理层变动，适应重大资产重组后公司运营

- 为推进公司规范治理，发挥好决策层、执行层、业务单元三层管理架构在公司运营中的作用，进一步将公司董事会和董事长的精力向事关公司发展的战略决策聚焦，公司董事会同意公司董事长陈玉忠先生辞去兼任的总经理职务，同意王煜先生辞去公司副总经理职务；聘任王煜先生担任公司总经理。
- 为适应重大资产重组完成后，公司运营的实际情况，公司拟聘任苏引平先生、李建武先生、林钢先生、谢益民先生为公司副总经理，任期与第三届董事会一致。其中，苏引平、林钢先生来自中机电力。
- 苏引平毕业于南京工学院（现东南大学）热能动力专业，2010 年 8 月至今，就职于中机国能电力工程有限公司，任总经理。林钢毕业于清华大学电机工程专业，现任中机国能电力工程有限公司党委书记兼常务副总

经理。

十二、投资建议

- 暂不考虑增发摊薄，我们预计公司 2017-2019 年业绩为 3.8 亿元、4.9 亿元、6.0 亿元，目前市值 80 亿元，2017-2019 年 PE 为 21/17/14 倍。公司战略布局清洁能源+国防军工。公司在继续做强电力工程 EPC、打造新能源与清洁能源的综合服务商的同时，大力转型军工，未来受益军民融合大发展。
- 我们认为公司积极转型成功概率较大，目前股价安全边际较高，我们维持“买入”评级。

风险提示

- 应收账款坏账风险、煤化工/石油化工设备等传统业务需求下滑风险、转型军工产业化风险。

图表 9：天沃科技 3 张表预测

损益表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	232,981	228,868	119,515	836,095	953,148	1,088,495
增长率	12.43%	-1.8%	-47.8%	599.6%	14.0%	14.2%
营业成本	-182,043	-177,554	-97,984	-703,156	-800,644	-913,247
% 销售收入	78.1%	77.6%	82.0%	84.1%	84.0%	83.9%
毛利	50,938	51,315	21,531	132,939	152,504	175,248
% 销售收入	21.9%	22.4%	18.0%	15.9%	16.0%	16.1%
营业税金及附加	-1,380	-1,701	-2,019	-4,180	-4,766	-5,442
% 销售收入	0.6%	0.7%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-3,418	-4,248	-3,977	-6,689	-7,625	-8,708
% 销售收入	1.5%	1.9%	3.3%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-21,119	-18,505	-23,283	-32,608	-37,173	-42,451
% 销售收入	9.1%	8.1%	19.5%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	25,021	26,860	-7,748	89,462	102,940	118,646
% 销售收入	10.7%	11.7%	-6.5%	10.7%	10.8%	10.9%
财务费用	-14,827	-19,508	-18,309	-36,788	-38,126	-42,451
% 销售收入	6.4%	8.5%	15.3%	4.4%	4.0%	3.9%
资产减值损失	-5,729	-5,711	-9,752	-7,802	-6,241	-4,993
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	173	225	-195	84	-492	-566
% 税前利润	2.6%	6.2%	-	0.1%	-	-
营业利润	4,638	1,866	-36,004	44,956	58,081	70,636
营业利润率	2.0%	0.8%	-30.1%	5.4%	6.1%	6.5%
营业外收支	1,960	1,764	1,668	-203	105	607
税前利润	6,598	3,629	-34,336	44,753	58,186	71,243
利润率	2.8%	1.6%	-28.7%	5.4%	6.1%	6.5%
所得税	-56	-726	3,746	-7,160	-9,310	-11,399
所得税率	0.8%	20.0%	10.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	6,542	2,903	-30,590	37,593	48,876	59,844
少数股东损益	-474	83	-618	-214	24	245
归属于母公司的净利润	7,017	2,821	-29,971	37,807	48,852	59,599
净利率	3.0%	1.2%	-25.1%	4.5%	5.1%	5.5%

现金流量表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,542	2,903	-30,590	37,807	48,852	59,599
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21,839	22,692	28,378	24,303	25,124	25,935
非经营收益	11,736	18,396	12,033	14,055	14,828	13,639
营运资金变动	-62,068	-27,707	16,841	-24,311	-11,726	-6,399
经营活动现金净流	-21,951	16,284	26,662	51,853	77,078	92,774
资本开支	31,369	20,454	7,924	-216,140	-62,587	-90,268
投资	-1,530	-293	-99,396	-33,740	-44,476	-59,204
其他	-8,016	8,225	-3,782	-1,191	1,084	-1,297
投资活动现金净流	-40,915	-12,522	-111,102	181,209	19,195	29,767
股权募资	0	3,000	0	0	0	0
债权募资	75,774	30,686	35,043	-239,832	-58,035	-87,608
其他	-14,870	-15,792	54,700	-9,731	9,726	18,232
筹资活动现金净流	60,904	17,894	89,742	-249,563	-48,309	-69,377
现金净流量	-1,962	21,656	5,302	-16,501	47,964	53,164

资产负债表 (人民币万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	60,377	100,174	159,244	175,169	192,686	211,954
应收款项	223,386	214,064	431,969	475,166	522,682	574,950
存货	129,030	131,325	519,858	571,844	629,028	691,931
其他流动资产	19,750	14,174	84,994	8,198	8,198	8,198
流动资产	432,542	459,738	1,196,065	1,230,376	1,352,594	1,487,034
% 总资产	62.8%	63.7%	70.3%	70.7%	72.4%	74.1%
长期投资	1,530	7,336	16,871	16,871	16,871	16,871
固定资产	215,767	212,993	206,374	206,374	206,374	206,374
% 总资产	31.3%	29.5%	12.1%	11.9%	11.1%	10.3%
无形资产	32,588	33,572	252,994	258,054	263,215	268,479
非流动资产	256,276	261,608	504,419	509,479	514,640	519,904
% 总资产	37.2%	36.3%	29.7%	29.3%	27.6%	25.9%
资产总计	688,818	721,346	1,700,484	1,739,855	1,867,234	2,006,938
短期借款	130,900	126,074	387,665	147,833	147,833	147,833
应付款项	121,560	97,637	580,883	638,972	702,869	773,156
其他流动负债	64,336	45,428	47,370	6,473	6,473	6,473
流动负债	316,796	269,139	1,015,918	793,278	857,175	927,462
长期贷款	5,300	29,797	204,569	204,569	204,569	204,569
其他长期负债	69,644	119,960	199,100	199,100	199,100	199,100
负债	391,740	418,897	1,419,587	1,196,947	1,260,845	1,331,131
普通股股东权益	289,004	295,904	251,543	510,446	570,682	636,528
少数股东权益	5,548	7,157	29,510	32,461	35,707	39,278
负债股东权益合计	686,292	721,957	1,700,641	1,739,855	1,867,234	2,006,938

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.095	0.038	-0.405	0.511	0.660	0.806
每股净资产 (元)	3.907	4.000	3.401	7.339	8.198	9.136
每股经营现金净流 (元)	-0.297	0.220	0.360	-0.223	0.648	0.719
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.43%	0.95%	-11.91%	6.96%	8.06%	8.82%
总资产收益率	1.02%	0.39%	-1.76%	2.17%	2.62%	2.97%
投入资本收益率	5.66%	4.61%	-0.93%	3.02%	3.64%	4.13%
增长率						
营业总收入增长率	12.43%	-1.77%	-47.78%	599.58%	14.00%	14.20%
EBIT 增长率	-6.25%	7.35%	-128.85%	-	15.07%	15.26%
净利润增长率	-44.09%	-59.80%	-1162.53%	-	29.22%	22.00%
总资产增长率	15.13%	5.20%	135.56%	2.32%	7.32%	7.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	270.0	318.3	860.0	405.0	390.0	385.0
存货周转天数	257.8	267.6	1,212.9	345.0	343.0	341.0
应付账款周转天数	118.2	125.2	900.1	260.0	260.0	260.0
固定资产周转天数	310.1	324.1	605.6	125.0	125.0	125.0
偿债能力						
净负债/股东权益	49.39%	56.10%	169.97%	72.50%	70.33%	68.22%
EBIT 利息保障倍数	1.7	1.4	-0.4	4.1	4.3	4.4
资产负债率	57.08%	58.02%	83.47%	68.80%	67.52%	66.33%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。