

## 天沃科技(002564)/专用设备

## 获浙金信托举牌，未来不排除继续增持

## 一带一路小市值低估值优质标的，在手订单约 220 亿

**评级：买入(维持)**

市场价格：11.0

目标价格：14—15

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

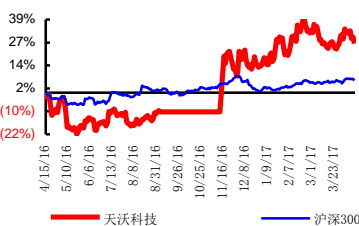
Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	736
流通股本(百万股)	519
市价(元)	11
市值(百万元)	8,093
流通市值(百万元)	5,705

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天沃科技(002564)：获哈密热电厂 EPC 总包 18 亿合同；在手订单约 220 亿元，受益一带一路、军民融合-2017.4.5

2 天沃科技(002564)：深度报告：一带一路小市值标的；清洁能源+军民融合-2017.4.3

3 天沃科技(002564)：中机电力 2016 年业绩超承诺 33%，减持基本完成在手订单约 200 亿元，受益一带一路，军民融合-2017.3.29

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,288.68	1,195.15	7,906.86	9,488.23	10,911.46
增长率 yoy%	-1.77%	-47.78%	561.58%	20.00%	15.00%
净利润	28.21	-299.71	401.60	526.87	658.40
增长率 yoy%	-59.80%	-1162.53%	234.00%	19%	24.97%
每股收益(元)	0.04	-0.41	0.54	0.71	0.89
每股现金流量	0.22	0.36	0.72	0.02	0.61
净资产收益率	0.95%	-11.91%	14.13%	16.02%	17.06%
P/E	319.41	—	21	16	13
PEG	—	—	0.09	0.51	0.51
P/B	3.04	2.94	2.96	2.56	2.18

备注：

**投资要点**
**■ 事件：公司获浙金信托举牌，目前持股比例占总股本的 5%**

浙金信托于 2017 年 4 月 6 日至 2017 年 4 月 14 日，通过深圳证券交易所大宗交易系统集中竞价交易系统增持本公司股份 36,788,143 股，占公司总股本的 5.00%。

浙金信托本次增持共计金额 4.23 亿元，增持均价为 11.51 元/股。浙金信托看好天沃科技，未来不排除继续增持。

**■ 在手订单约 220 亿，保障未来 2 年业绩增长**

公司 2016 年报披露，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、哈密项目共 34 亿元，我们粗略判断目前公司在手订单约 220 亿元，其中清洁能源/电力工程合计近 200 亿元。

**■ 清洁能源：中机电力实力雄厚，2016 年 8-12 月超业绩承诺 33%**

公司 2016 年完成 29 亿现金收购中机电力 80% 股权，分 5 期实现业绩后完成付款，有力保障了投资安全。中机电力：电力工程 EPC 位居国内前 5 名。控股中机电力后，电力工程、新能源与清洁能源总包业务成为公司核心支柱。

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。

中机电力 2016 年 8-12 月完成扣非净利润 2.06 亿元，超业绩承诺 33%。公司公告：中机电力 2016 年度实现净利润为 3.82 亿元。其中 2016 年 8-12 月实现扣非净利润为 2.06 亿元，完成业绩承诺的 132.61%。

**■ 军民融合：有望成为公司未来增长亮点**

2016 年公司已收购无锡红旗船厂（原总装备部旗下专业生产基地之一）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：煤化工设备触底反弹，核电、新材料趋势向上**

近期煤化工、石化行业回暖，公司煤化工设备、石油化工设备订单开始复苏，预计 2017 年公司传统业务有望扭亏为盈。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。核电装备：成立核物理研究院，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，已获供方资格。

**■ 暂不考虑增发摊薄，预计公司 2017-2019 年业绩为 4.0 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元，目前市值 83 亿元，对应 PE 为 21/16/13 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、获浙金信托举牌，未来浙金信托不排除继续增持 .....	- 3 -
(一) 浙金信托举牌天沃科技，持股比例达 5%，均价 11.51 元 .....	- 3 -
(二) 浙金信托看好天沃科技，未来不排除继续增持 .....	- 3 -
二、中机电力 2016 年 8-12 月业绩超承诺 33%，未来预期乐观 .....	- 4 -
三、在手订单约 220 亿元，保障明年业绩增长 .....	- 4 -
(一) 到 2017 年 2 月底，公司在手订单 186 亿元 .....	- 4 -
(二) 2017 年 3 月中标 16.13 亿元玉门鑫能光热发电项目 EPC .....	- 4 -
(三) 2017 年 3 月末获 18 亿元哈密热电项目 EPC 总承包合同 .....	- 5 -
(四) 第一季度业绩扭亏，预计盈利 3000-4000 万元 .....	- 5 -
四、战略布局“清洁能源+国防军工” .....	- 6 -
(一) 战略布局“清洁能源+国防军工” .....	- 6 -
(二) 1 月份连签 4 单合计超 69 亿元，夯实业绩增长基础 .....	- 6 -
五、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 .....	- 7 -
六、国防军工：控股无锡红旗船厂进军军工，建船海防务研究院 .....	- 7 -
(一) 控股红旗船厂，揽入军工多项资质，正式进入军工领域 .....	- 7 -
(二) 投资设立船海防务研究院，构建军工、海工核心竞争力 .....	- 8 -
七、传统业务：煤化工设备触底反弹，核电、新材料趋势向上 .....	- 8 -
(一) 近期煤化工回暖，煤化工设备行业触底反弹 .....	- 8 -
(二) 天沃科技：掌握煤炭清洁利用核心技术 .....	- 9 -
(三) 核电装备：成立核物理研究院，获中核供方资格 .....	- 9 -
(四) 新材料：收购飞腾铝塑 70% 股权，有助提升公司业绩 .....	- 10 -
八、近期人事变动值得关注 .....	- 10 -
九、拟发行股票募集资金用于光热发电项目 .....	- 10 -
(一) 发行股票募集不超过 15.7 亿用于光热发电项目 .....	- 10 -
(二) 光热发电受国家政策支持，项目技术路径先进可靠 .....	- 11 -
(三) 玉门太阳能日照充足，有利于发展光热电站项目 .....	- 11 -
十、投资建议 .....	- 12 -
风险提示 .....	- 12 -

## 一、获浙金信托举牌，未来浙金信托不排除继续增持

### (一) 浙金信托举牌天沃科技，持股比例达 5%，均价 11.51 元

- 公司公告：浙金信托于 2017 年 4 月 6 日至 2017 年 4 月 14 日，通过深圳证券交易所大宗交易系统和集中竞价交易系统增持本公司股份 36,788,143 股，占公司总股本的 5.00%。
- 增持股份中通过大宗交易完成的共 29,480,000 股，占公司总股本的 4.01%；通过集中竞价交易完成的共 7,308,143 股，占公司总股本的 0.99%。
- 浙金信托增持公司 5.00% 股份，金额共计 4.23 亿元，平均增持价格为 11.51 元/股。

**图表 1：浙金信托通过大宗交易和集中竞价增持公司 5% 股份，增持均价为 11.51 元/股**

股东名称	日期	增持方式	增持数量	增持均价	占总股本比例
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/6	大宗交易	24,900,000	11.60	3.384%
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/7	集中竞价	143,900	11.47	0.020%
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/11	大宗交易	4,580,000	11.48	0.622%
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/12	集中竞价	3,118,100	11.28	0.424%
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/13	集中竞价	1,837,146	11.29	0.250%
浙商金汇信托股份有限公司-浙金·瑞雪一号集合资金信托计划	2017/4/14	集中竞价	2,208,997	11.01	0.300%
<b>合计</b>			<b>36,788,143</b>	<b>11.51</b>	<b>5.000%</b>

来源：公司公告，中泰证券研究所

### (二) 浙金信托看好天沃科技，未来不排除继续增持

- 浙金信托在资本市场、融资市场拥有丰富的经验，认可并看好天沃科技潜在的发展机会，希望通过此次增持，获取上市公司天沃科技股权增值带来的收益。
- 浙金信托除本次股份增持外，不排除在未来 12 个月内继续增持天沃科技股份的可能，并将按照相关法律法规的规定及时履行信息披露义务。

## 二、中机电力 2016 年 8-12 月业绩超承诺 33%，未来预期乐观

- 天沃科技已收购中机电力 80% 股权。业绩承诺：中机电力 2016 年 8-12 月、2017 年、2018 年、2019 年扣非净利润不低于 1.55、3.76、4.15、4.56 亿元。
- 中机电力 2016 年 8-12 月完成扣非净利润 2.06 亿元，超业绩承诺 33%。公司公告：中机电力 2016 年度实现净利润为 3.82 亿元万元，扣除非净利润为 3.59 亿元。其中 2016 年 8-12 月实现净利润 2.19 亿元，扣非净利润为 2.06 亿元，完成业绩承诺的 132.61%。

## 三、在手订单约 220 亿元，保障明年业绩增长

### （一）到 2017 年 2 月底，公司在手订单 186 亿元

- 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、哈密项目共 34 亿元，我们粗略判断公司目前在手订单约 220 亿元。

**图表 2：截止 2017 年 2 月 28 日天沃科技在手订单情况**

	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

### （二）2017 年 3 月中标 16.13 亿元玉门鑫能光热发电项目 EPC

- 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。

### (三) 2017 年 3 月末获 18 亿元哈密热电项目 EPC 总承包合同

- 2017 年 3 月 31 日，公司控股子公司中机电力与哈密潞新国能签署《潞安哈密三道岭热电厂 2x350MW 工程 EPC 总承包合同文件》，确定中机电力为哈密 EPC 项目的总承包方，项目总金额 178,650 万元。
- 合同工期为 2017 年 03 月 31 日至 2019 年 2 月 28 日，根据公司的收入确认原则，本合同预计在 2017 年、2018 年和 2019 年确认收入。付款进度为：合同生效后 15 日内，发包人向总承包人支付合同总价的 10% 预付款；工程进度款发包人按审核工程款额的 80%，完成审核后五日内向承包人支付款额；机组 168 小时试运验收合格后，发包人支付款额到合同总额的 90%；竣工验收后发包方付款至合同总额的 95%；合同总额的 5% 作为一年期的质保金，在质保期结束后全部结清。
- 哈密 EPC 项目，是新疆维吾尔自治区“十三五”规划重点项目，也是哈密地区“十三五”规划重点电源建设项目。项目的开工建设标志着三道岭矿区产业链延伸、转型、发展迈出了重要一步，对推进地区能源资源的延伸和消纳，促进地区能源资源优势向经济优势转化有着积极的作用。

### (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%。

## 四、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。

## 五、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。
- 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，**受益 PPP、一带一路，电力工程 EPC 有望持续快速发展。**
- 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。

## 六、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 3：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 4：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。

## 七、传统业务：煤化工设备触底反弹，核电、新材料趋势向上

### (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，国家领导人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。

## （三）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。

#### (四) 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，优化公司产业结构，提高公司抗风险能力。

## 八、近期人事变动值得关注

- 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。

## 九、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 5：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 6：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/m<sup>2</sup>，典型年直接辐射量为 6844.4MJ/m<sup>2</sup>，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/m<sup>2</sup>，非常适合开展大型太阳能光热电站的建设。

## 十、投资建议

- 暂不考虑增发摊薄，我们预计公司 2017-2019 年业绩为 4.0 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元，目前市值 83 亿元，2017-2019 年 PE 为 21/16/13 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
- 中机电力大额订单延后或取消风险

**图表 7：天沃科技盈利预测**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,329,814	2,288,684	1,195,145	7,906,858	9,488,229	10,911,463
增长率	12.43%	-1.8%	-47.8%	561.6%	20.0%	15.0%
营业成本	-1,820,432	-1,775,539	-979,838	-6,689,868	-7,976,068	-9,149,483
% 销售收入	78.1%	77.6%	82.0%	84.6%	84.1%	83.9%
毛利	509,382	513,145	215,307	1,216,989	1,512,161	1,761,980
% 销售收入	21.9%	22.4%	18.0%	15.4%	15.9%	16.1%
营业税金及附加	-13,796	-17,010	-20,190	-29,255	-31,311	-34,917
% 销售收入	0.6%	0.7%	1.7%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	-34,180	-42,484	-39,772	-86,975	-103,422	-117,844
% 销售收入	1.5%	1.9%	3.3%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-211,191	-185,050	-232,826	-426,970	-502,876	-578,308
% 销售收入	9.1%	8.1%	19.5%	5.4%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	250,215	268,602	-77,481	673,788	874,552	1,030,912
% 销售收入	10.7%	11.7%	-6.5%	8.5%	9.2%	9.4%
财务费用	-148,267	-195,081	-183,091	-172,429	-185,515	-225,426
% 销售收入	6.4%	8.5%	15.3%	2.2%	2.0%	2.1%
资产减值损失	-57,289	-57,109	-97,519	-30,639	-51,543	-6,053
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,725	2,248	-1,948	63	-243	-425
% 税前利润	2.6%	6.2%	-	0.0%	-	-
营业利润	46,384	18,659	-360,040	470,783	637,251	799,008
营业利润率	2.0%	0.8%	-30.1%	6.0%	6.7%	7.3%
营业外收支	19,599	17,635	16,683	17,487	17,244	17,231
税前利润	65,983	36,294	-343,357	488,270	654,494	816,239
所得税	2,878	1,676	-28,776	6,226	6,996	7,576
所得税率	4.4%	4.6%	-8.4%	1.3%	1.1%	0.9%
净利润	63,105	34,618	-374,581	482,044	647,498	808,663
少数股东损益	-4,742	826	-6,185	3,665	9,817	10,915
归属于母公司的净利润	70,167	28,207	-299,711	401,599	526,868	658,401
净利润率	3.0%	1.2%	-25.1%	5.1%	5.6%	6.0%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	65,424	29,033	-305,896	405,264	536,685	669,316
少数股东损益	0	0	0	3,665	9,817	10,915
非现金支出	218,390	226,921	283,776	224,385	274,508	259,431
非经营收益	117,355	183,964	120,327	174,980	180,202	220,353
营运资金变动	-620,678	-277,075	168,412	-274,818	-975,394	-695,706
经营活动现金净流	-219,508	162,843	266,620	533,476	25,819	464,309
资本开支	313,687	204,540	79,236	311,290	352,142	375,894
投资	-15,304	-2,925	-993,964	-389,897	-494,343	-626,068
其他	-80,162	82,248	-37,821	63	-243	-425
投资活动现金净流	-409,153	-125,218	-1,111,022	-701,125	-846,728	-1,002,388
股权募资	0	30,000	0	0	0	0
债权募资	757,740	306,855	350,428	-833,322	1,108,949	772,979
其他	-148,697	-157,919	546,996	-289,835	-271,173	-318,527
筹资活动现金净流	609,043	178,936	897,424	-1,123,157	837,775	454,452
现金净流量	-19,617	216,562	53,022	-1,290,806	16,866	-83,627

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	603,766	1,001,744	1,592,444	297,973	305,022	210,480
应收款项	2,233,858	2,140,639	4,319,687	5,642,139	6,744,571	7,696,468
存货	1,290,297	1,313,254	5,198,580	6,414,942	7,604,580	8,623,075
其他流动资产	197,495	141,745	849,935	1,408,457	2,082,868	2,873,215
流动资产	4,325,416	4,597,382	11,960,647	13,763,511	16,737,041	19,403,237
% 总资产	62.8%	63.7%	70.3%	72.7%	75.9%	78.0%
长期投资	15,304	73,356	168,712	168,712	168,712	168,712
固定资产	2,157,670	2,129,930	2,063,736	2,191,340	2,311,957	2,433,072
% 总资产	31.3%	29.5%	12.1%	11.6%	10.5%	9.8%
无形资产	325,883	335,718	2,529,937	2,537,364	2,563,167	2,581,799
非流动资产	2,562,764	2,616,077	5,044,188	5,179,220	5,325,640	5,465,387
% 总资产	37.2%	36.3%	29.7%	27.3%	24.1%	22.0%
资产总计	6,888,180	7,213,459	17,004,836	18,942,731	22,062,681	24,868,624
短期借款	1,309,000	1,260,744	3,876,648	3,113,327	4,322,275	5,295,254
应付款项	1,215,600	976,372	5,808,834	7,337,353	8,623,532	9,869,974
其他流动负债	643,361	454,279	473,696	1,354,461	1,572,424	1,772,344
流动负债	3,167,960	2,691,395	10,159,178	11,805,141	14,518,232	16,937,571
长期贷款	53,000	297,970	2,045,695	2,045,695	1,945,695	1,745,695
其他长期负债	721,696	1,193,487	1,989,430	1,950,069	2,001,612	2,007,665
负债	3,942,657	4,182,852	14,194,303	15,800,905	18,465,538	20,690,931
普通股股东权益	2,890,441	2,959,038	2,515,432	2,843,060	3,288,559	3,858,195
少数股东权益	55,482	71,569	295,101	298,766	308,583	319,498
负债股东权益合计	6,888,180	7,213,459	17,004,836	18,942,731	22,062,681	24,868,624

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.095	0.038	-0.405	0.543	0.712	0.890
每股净资产 (元)	3.907	4.000	3.401	3.843	4.446	5.216
每股经营现金净流 (元)	-0.297	0.220	0.360	0.716	0.222	0.613
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.110	0.120
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.43%	0.95%	-11.91%	14.13%	16.02%	17.06%
总资产收益率	1.02%	0.39%	-1.76%	2.12%	2.40%	2.66%
投入资本收益率	5.66%	4.61%	-0.93%	7.15%	8.07%	8.71%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	12.43%	-1.77%	-47.78%	561.58%	20.00%	15.00%
EBIT增长率	-6.25%	7.35%	-128.85%	969.62%	29.80%	17.88%
净利润增长率	-44.09%	-59.80%	-1162.53%	234.00%	31.19%	24.97%
总资产增长率	15.13%	5.20%	135.56%	11.40%	16.47%	12.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	270.0	318.3	860.0	211.0	210.0	208.0
存货周转天数	257.8	267.6	1,212.9	350.0	348.0	344.0
应付账款周转天数	118.2	125.2	900.1	240.0	238.0	237.0
固定资产周转天数	310.1	324.1	605.6	93.6	82.7	76.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	49.39%	56.10%	169.97%	154.32%	151.67%	136.38%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.4	-0.4	3.9	4.7	4.6
资产负债率	57.08%	58.02%	83.47%	83.39%	83.64%	83.14%

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。