

天沃科技(002564)/专用设备

 三季度业绩预盈 2-2.5 亿元
在手订单 183 亿元保障业绩快速增长

评级：买入(维持)

市场价格：9.07

目标价格：12-13

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

联系人：范炜

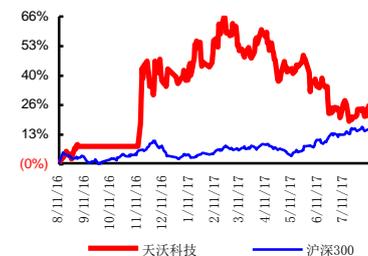
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：许忠海

Email: xuzh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	736
流通股本(百万股)	568
市价(元)	9.07
市值(百万元)	6,673
流通市值(百万元)	5,148

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 天沃科技(002564)：中报业绩上调至 8500 万-1 亿元；在手订单约 220 亿元保障业绩快速增长
- 2 天沃科技(002564)：剥离亏损资产：3.89 亿元转让新煤化工 100% 股权；优化整合内部资产，聚焦优势核心业务
- 3 天沃科技(002564)：获 16 亿元光热发电项目 EPC 总包合同；在手订单约 220 亿，一带一路小市值低估值优质标的
- 4 天沃科技(002564)：与浙金信托签署战略合作框架协议；清洁能源+军民融合，受益“一带一路”

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	9,536.22	11,138.89
增长率 yoy%	-1.77%	-47.78%	561.58%	20.61%	16.81%
净利润	28.21	-299.71	401.61	526.88	658.56
增长率 yoy%	-59.80%	-1162.53%	234.00%	31.19%	24.99%
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	—	16	12	10
PEG	—	—	0.07	0.41	0.41
P/B	3.04	2.94	2.36	2.04	1.74

备注：

投资要点

- **事件**：公司发布 2017 年半年报，上半年公司实现营业收入 69.78 亿元，同比增长 11.66 倍；实现净利润 1.44 亿元，同比增长 774.15%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 480.68%。
- **3 季报业绩预计**：公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润达 2~2.5 亿元，2016 年同期亏损 5580 万元。即：公司第三季度单季度业绩预计为 1.1-1.6 亿元。业绩变动的主要原因为公司与中机电力重组后融合情况良好，业务总量大幅增长，盈利能力增强。
- **公司同时公告**：截止 2017 年 6 月底，公司在手订单 183 亿元。我们判断公司订单保障今年、明年业绩快速增长。
- **中机电力上半年业绩高增长**：2017 年上半年完成营业收入 57.81 亿元，同比增长 153.92%；实现净利润 2.47 亿元，同比增长 54.97%。多条业务线均取得快速发展。
- **非公开发行顺利推进**：公司推进以玉门鑫能光热第一电力有限公司为实施主体，以非公开发行股票募集资金不超过 15.72 亿元，投资二次反射熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目。目前，公司提交的行政许可申请材料已获中国证监会行政许可申请受理。
- **公司剥离亏损资产，优化整合内部资产，聚焦优势核心业务**：3.89 亿元转让新煤化工 100% 股权。装备制造业务划转至全资子公司张化机，实现内部整合。组建产业公司负责澄杨基地运营，盘活资产，提高效率。
- **公司与浙金信托于 2017 年 5 月 5 日签署战略合作框架协议**。
浙金信托于 4 月 6 日至 4 月 14 日间，增持公司股份 36,788,143 股，占公司总股本的 5.00%，相当于浙金信托从“财务投资者”升级为“战略投资者”。
- **清洁能源**：公司收购中机电力进入电力 EPC 领域，协同效应促增长。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。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。中机电力承诺 2017-2019 年扣非净利润不低于 3.76 亿、4.15 亿、4.56 亿元。
- **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) 60% 股权。公司投资设立江苏船海防务应急工程技术研究院，将提升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。
- 考虑到中机电力的收购，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 65 亿左右，对应 PE 为 16/12/10 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、上半年业绩增长 480%，持续推进收购标的业务融合	3
1. 报告期内持续推进并购标的融合，增强协同效应	3
2. 中机电力：工程总包业务发展良好，新能源业务贡献突出	3
3. 抢占光热发电市场先机，形成公司新的核心竞争力	3
4. 截至 2017 年 6 月底，公司在手订单 183 亿元，保障今年业绩增长...	4
二、剥离新煤化工亏损资产，整合优势资源，提高利用效率	5
1. 剥离亏损资产：3.89 亿元转让新煤化工 100% 股权	5
2. 装备制造业务划转至全资子公司张化机，实现内部整合	6
3. 组建产业公司负责澄杨基地运营，盘活资产，提高效率	6
4. 集团管控改革初见成效，风控能力得到提升	6
三、与浙金信托签署战略合作框架协议	7
1. 浙金信托从“财务投资者”升级为“战略投资者”	7
2. 战略框架合作协议：公司获得浙江信托全方位的支持	7
四、中机电力：公司进入电力 EPC 领域，协同效应促增长	8
1. 中机电力：电力工程 EPC 受益 PPP、一带一路	8
2. 中机电力与公司老业务协同性好，显著增强 EPC 实力	8
五、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
1. 控股红旗船厂，揽入军工多项资质，正式进入军工领域	8
2. 投资设立船海防务研究院，构建军工、海工核心竞争力	9
六、传统业务：煤化工设备触底反弹，核电、新材料趋势向上	9
1. 近期煤化工回暖，煤化工设备行业触底反弹	9
2. 天沃科技：掌握煤炭清洁利用核心技术	10
3. 核电装备：成立核物理研究院，获中核供方资格	10
4. 新材料：收购飞腾铝塑 70% 股权，有助提升公司业绩	11
七、投资建议	11
风险提示	11

一、上半年业绩增长 480%，持续推进收购标的业务融合

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，上半年公司实现营业收入 69.78 亿元，同比增长 11.66 倍；实现净利润 1.44 亿元，同比增长 774.15%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 480.68%。
- **前三季度业绩预计：**2017 年 1-9 月归母净利润可达 2~2.5 亿元。2016 年同期亏损 5580 万元，业绩变动的主要原因为公司与中机电力重组后融合情况良好，业务总量大幅增长，盈利能力增强。
- **根据上述盈利预计，我们预计公司第三季度单季度业绩预计为 1.1-1.6 亿元。**

图表 1：主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司情况（单位：亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
中机国能电力工程有限公司	106.74	12.06	57.81	2.90	2.47
张家港飞腾铝塑板股份有限公司	3.72	1.29	2.21	0.33	0.26
无锡红旗船厂有限公司	2.37	0.64	0.92	0.015	0.013
张家港锦隆重件码头有限公司	5.20	3.03	0.20	0.10	0.078

来源：公司公告，中泰证券研究所

1. 报告期内持续推进并购标的融合，增强协同效应

- **重点推进中机电力的融合：**报告期内，公司完成中机电力董事会改组。同时为了更好的发挥中机电力在上市公司体系内的作用，天沃科技董事会对公司管理层进行了调整，聘任中机电力苏引平、林钢为公司副总经理，推动组织层面的管理融合。报告期内，公司全力支持中机电力管理团队发挥经营管理能力，在资金、公司政策、制造能力等多方面支持中机电力做强做优，保证了中机电力的持续高速发展。

2. 中机电力：工程总包业务发展良好，新能源业务贡献突出

- **上半年业绩高增长：**中机电力 2017 年上半年完成营业收入 57.81 亿元，同比增长 153.92%；实现净利润 2.47 亿元，同比增长 54.97%。
- **中机电力多条业务线均取得快速发展：**1) 以光伏为代表的新能源业务发展迅猛，光伏上半年承接工程总承包合同 151.95 亿元。2) 积极向输配网工程建设、光热发电新技术、一带一路海外市场寻求新的发展机会。在输配网工程方面，中机电力投资 7300 万元，持有广西能美好 51% 股权，进入西南区域输配电领域，有助于拓展在西南地区的电网市场。在光热发电领域，承担玉门郑家沙窝熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目 EPC 总包工作，以此为契机进入光热市场。3) 海外业务方面，积极参与海外能源 EPC 总包业务，海外业务已经成为中机电力重要发展方向。

3. 抢占光热发电市场先机，形成公司新的核心竞争力

- **非公开发行顺利推进：**报告期内，公司推进以玉门鑫能光热第一电力有限公司为实施主体，以非公开发行股票募集资金不超过 15.72 亿元，投资二次反射熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目。目前，公司提交的行政许

可申请材料已获中国证监会行政许可申请受理。

图表 2: 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 3: 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

- 该项目是国家能源局首批 20 个光热示范项目之一, 其采用的二次反射技术与传统塔式光热技术相比优势显著: 具有独特的二次反射技术, 实现高温熔盐的地面聚热(传统方式则是置于高塔顶部), 确保了电厂蓄热系统的可行性与安全性, 大幅减少了电厂自用电, 从而实现 24 小时稳定输出的基础电力供应; 项目二维高聚光比定日镜, 采用先进的力学和运动设计、标准件工厂化生产设计和全国国产化, 极大地降低了制造成本; 独有的模块化镜场设计和标准化浅地设计, 简化工程要求, 有效地降低了工程及土建费用。
- 项目的意义: 该项目的推进, 将使天沃科技不仅可以建设、运营 50MW 以上功率太阳能光热电站, 还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, 获得长期稳定的利润和现金流, 提升经济效益。

4. 截至 2017 年 6 月底, 公司在手订单 183 亿元, 保障今年业绩增长

- 2017 年上半年公司装备制造、能源工程订单持续跟进, 新增订单稳定增加。截止 2017 年 6 月 30 日, 公司在手订单共计 183.44 亿元(不含上半年已全部完工, 确认了收入的项目订单), 为公司业绩增长打下了坚实的基础。

图表 4: 截止 2017 年 6 月底天沃科技在手订单情况(单位: 亿元)

业务板块		在手订单金额
1	电力工程、清洁能源工程业务	161.47
1.1	新能源业务	14.35
1.2	电力工程业务	147.12
2	压力容器设备	18.8
3	海工、军工、新材料及其他	3.17
合计		183.44

资料来源：公司 2017 年中报，中泰证券研究所

- **工程总承包业务订单持续增长：**中机电力在拓展国内市场的同时，积极抢占国际市场，报告期内，获得了潞安哈密三道岭热电厂 2×350MW 工程 EPC 总包项目、盘兴能源盘南煤电一体化生态工业基地煤电铝热电联产动力车间（2×350MW 机组）项目 EPC 总承包项目等国内项目，推进以江苏德龙镍业印尼二期项目 12×135MW 自备电厂、恒逸实业（文莱）有限公司文莱 PMB 燃煤电厂项目为代表的“一带一路”沿线大型能源项目。公司参与海内外 EPC 业务的实力，为公司参与“一带一路”区域国家电力能源工程建设，提供了有益的经验。
- **装备业务有所回暖：**报告内，公司重装板块新增的订单总金额超过 10 亿元，半年新增订单超过全年任务量的 70%。
- **其他业务板块均实现时间过半、任务过半：**飞腾铝塑半年实现业绩 2557.37 万元，达到全年业绩承诺的 102.29%；无锡红旗船厂半年实现业绩 128.23 万元，实现扭亏为盈。

二、剥离新煤化工亏损资产，整合优势资源，提高利用效率

1. 剥离亏损资产：3.89 亿元转让新煤化工 100% 股权

- 公司计划与正华友好（张家港）环保产业发展有限公司（以下简称“正华友好”）签订《股权转让协议》，拟以 38,880.44 万元人民币将公司所持有的新煤化工设计院（上海）有限公司（以下简称：“新煤化工”）100% 股权转让给正华友好。
- **背景：**2016 年至今，公司通过并购重组及新业务开拓，进入电力能源工程、军工海工等多个新的业务领域。为整合公司资源、降低公司经营成本，公司计划将行业增长乏力且业务规模盈利能力较低的资产出让，以集中公司资源于优势领域。通过精干主业，将公司资源集中于成长性明显的业务。
- 在评估基准日 2016 年 12 月 31 日，新煤化工的资产账面价值为 60877.08 万元，负债账面价值为 22442.21 万元，股东全部权益账面价值为 38434.87 万元；经评估后，总资产评估值为 61322.65 万元，负债评估值为 22442.21 万元，股东全部权益评估值为 38880.44 万元。**股东全部权益评估值比账面值增值 445.57 万元，增值率 1.16%**。本次股权转让后，公司不再持有新煤化工股权，新煤化工不再纳入本公司合并报表范围。

图表 5：新煤化工最新财务数据（单位：万元）

项目	2017 年 3 月 31 日 (未经审计)	2016 年 12 月 30 日 (经审计)
资产总额	66791.70	60889.67
负债总额	29458.62	22812.41
应收账款总额	15360.78	15365.75
所有者权益	37333.08	38077.25
营业收入	6277.20	12660.28

营业利润	-956.39	-4203.51
净利润	-744.17	-3935.16
经营活动现金流	-2300.23	-11506.34

来源：公司公告，中泰证券研究所

2. 装备制造业务划转至全资子公司张化机，实现内部整合

- 公司拟将所拥有的与制造业务相关的资产、债权、债务及人员划转至全资子公司张化机（苏州）重装有限公司（以下简称“张化机”）。划转完成后，公司装备制造业务的生产经营工作主要由全资子公司张化机负责。
- **背景：**公司自 2016 年启动“集团化管控、板块化经营”体制改革以来，形成了以张家港为装备制造（重装）基地，以上海为工程总包与服务基地，以无锡和张家港为军工海工装备研发制造基地的业务格局。
- **意义：推进体制改革，优化公司管理架构，实现“集团化管控、板块化经营”。**重装板块定位于产品导向的制造基地，为天沃科技的其他板块提供强有力的制造能力支持。本次划转完成后，母公司天沃科技将逐步向投资控股型公司转变。天沃科技作为战略决策中心和投资决策中心，主要从事战略规划、财务资源统筹和资产运营控制等工作。

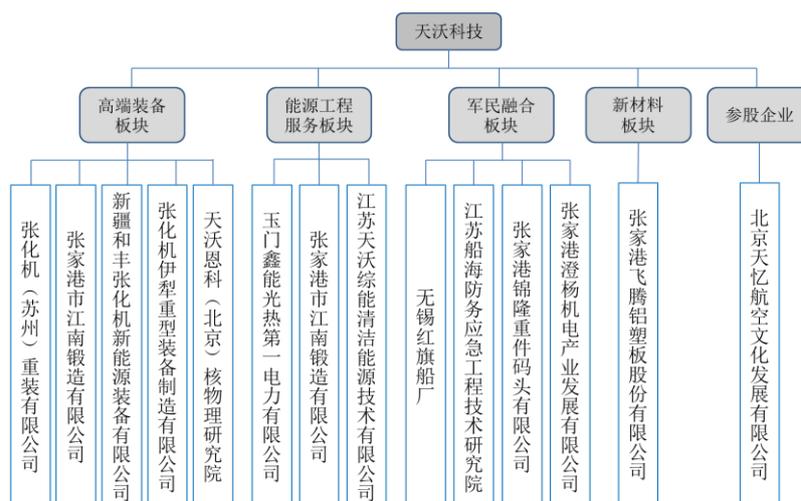
3. 组建产业公司负责澄杨基地运营，盘活资产，提高效率

- 公司近年来制造能力已向临江基地转移完毕，原有的澄杨基地资产闲置。为盘活资产，提高效率，公司拟将所拥有的澄杨基地相关的资产、债权债务及人员划转至全资子公司“张家港澄杨机电产业发展有限公司”（以下简称“产业公司”）。划转完成后，产业公司将成为公司张家港澄杨基地的运营主体。
- **意义：组建产业公司负责澄杨基地运营，是落实公司“集团化管控、板块化经营”体制改革的重要举措。**产业公司将积极盘活闲置资产，充分利用厂房土地资源，策划资产新用途。产业公司将结合地方政府产业规划，通过引入战略合作方，建设产业孵化基地等多种形式，增强澄杨基地的实力，提高资产的利用效率，拓展资产盘活利用的新方法、新途径。

4. 集团管控改革初见成效，风控能力得到提升

- 报告期内，母公司天沃科技已完成公司管控模式调整工作，成为投资控股型公司。天沃科技作为战略决策中心和投资决策中心，主要从事战略规划、财务资源统筹、资产运营、风险控制等工作。各业务单元作为独立的经营主体，成为天沃科技参与市场竞争的主体力量。
- 公司对原有的制度体系和管理流程进行全面的梳理和再造。重点推进完善集团财务监督、合同管理和内部审计的有关制度，实施适用于全集团的预决算管理、内部审计管理、业务协同与内部合同管理等制度，完善了重大合同审批程序，强化应收账款回收与处置。通过半年的工作，公司管理水平、抗风险能力得到了明显的优化与提高。

图表 6：母公司转变成投资控股型公司，下设 5 个主要业务板块



来源：公司公告，中泰证券研究所

三、与浙金信托签署战略合作框架协议

1. 浙金信托从“财务投资者”升级为“战略投资者”

- 本协议签订前，浙金信托已为公司提供合计 12.5 亿元并购融资。
- 浙金信托近期举牌天沃科技：浙金信托于 2017 年 4 月 6 日至 2017 年 4 月 14 日，通过深交所大宗交易系统和集中竞价交易系统增持公司股份 36,788,143 股，占公司总股本的 5.00%，成为公司的关联法人。浙金信托增持成本价格为 11.51 元/股。

2. 战略框架合作协议：公司获得浙江信托全方位的支持

- **投融资支持：**浙金信托在符合银监会有关规定及内部风险管理制度的前提下，采用包括但不限于信托贷款、“基金+信托”等模式，主要用于天沃科技推荐的工程服务产业投融资、高端装备制造产业投资、特色优势产业融资。
- **直接投资：**浙金信托在合适的时机利用其自有资金或合法管理的资金对天沃科技进行直接投资。
- **项目推荐与评估：**天沃科技应充分发挥其在工程服务和高端装备制造产业中的资源优势，浙金信托应充分发挥其专业、技术、人才、渠道、资金优势，将各自按照对方的投资目标、优势和投资需求，积极推荐优质项目。
- **项目投资与财务顾问：**双方同意在权益类融资、投资顾问服务、财务顾问服务等方面开展合作，包括但不限于私募股权融资、直接投资、杠杆收购、企业重组并购顾问、融资顾问等领域。同时，双方将切实努力，密切联系，不断推动合作的发展。
- 本协议的签署使公司与浙金信托建立了稳定的战略合作关系，有利于拓宽公司融资渠道，降低融资成本，提高融资效率，为公司各项业务的开展提供金融支持，对公司未来经营发展有着积极的促进作用，符合公司

的战略发展要求。

四、中机电力：公司进入电力 EPC 领域，协同效应促增长

1. 中机电力：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。

2. 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。

五、国防军工：控股无锡红旗船厂进军军工，建船海防务研究院

1. 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、武器装备质量管理体系认证证书。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

2. 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。

六、传统业务：煤化工设备触底反弹，核电、新材料趋势向上

1. 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。

2. 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。

3. 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。

4. 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。

七、投资建议

- 考虑到中机电力的收购，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 66 亿左右，2017-2019 年 PE 为 16/12/10 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 9：天沃科技三张表

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	9,536,224	11,138,893
增长率	12.43%	-1.8%	-47.8%	561.6%	20.6%	16.8%
营业成本	-1,820,432	-1,775,539	-979,838	-6,689,868	-8,018,608	-9,344,220
% 销售成本	78.1%	77.6%	82.0%	84.6%	84.1%	83.9%
毛利	509,382	513,145	215,307	1,216,989	1,517,615	1,794,673
% 销售毛利	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	-31,470	-35,644
% 销售税金	0.6%	0.7%	1.7%	0.4%	0.3%	0.3%
营业费用	-34,180	-42,484	-39,772	-86,975	-103,945	-120,300
% 销售费用	1.5%	1.9%	3.3%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-211,191	-185,050	-232,826	-426,970	-505,420	-590,361
% 销售费用	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	876,781	1,048,367
% 销售 EBIT	10.7%	11.7%	-6.5%	8.5%	9.2%	9.4%
财务费用	-148,267	-195,081	-183,091	-172,410	-187,732	-242,688
% 销售财务	6.4%	8.5%	15.3%	2.2%	2.0%	2.2%
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
% 投资利润	2.6%	6.2%	-	0.0%	-	-
营业利润	46,384	18,659	-360,040	470,802	637,263	799,201
营业利润率	2.0%	0.8%	-30.1%	6.0%	6.7%	7.2%
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	488,289	654,507	816,432
所得税	2.8%	1.6%	-28.7%	0.2%	6.9%	7.3%
所得税	-559	-7,261	37,461	-83,009	-117,811	-146,958
所得税率	0.8%	20.0%	10.9%	17.0%	18.0%	18.0%
净利润	65,424	29,033	-305,896	405,280	536,696	669,474
少数股东损益	-4,742	826	-6,185	3,665	9,818	10,917
归属于母公司的净利润	70,167	28,207	-299,711	401,614	526,878	658,557
净利润率	3.0%	1.2%	-25.1%	5.1%	5.5%	5.9%

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	405,280	536,696	669,474
少数股东损益	0	0	0	3,665	9,818	10,917
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	185,166	200,816	256,241
营运资金变动	-620,678	-277,075	168,412	-283,265	-1,017,437	-789,666
经营活动现金净流	-219,508	162,843	266,620	535,232	4,401	406,398
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	385,576	1,160,556	991,107
其他	-148,697	-157,919	546,996	-300,022	-291,787	-354,415
筹资活动现金净流	609,043	178,936	897,424	85,554	868,769	636,692
现金净流量	-99,617	216,562	53,022	-80,339	26,441	40,703

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	1,508,440	1,535,897	1,565,682
应收账款	2,233,858	2,140,639	4,319,687	5,642,139	6,778,687	7,856,887
存货	1,290,297	1,313,254	5,198,580	6,423,389	7,668,216	8,823,665
其他流动资产	197,495	141,745	849,935	1,408,457	2,088,824	2,900,478
流动资产	4,325,416	4,597,382	11,960,647	14,982,424	18,071,625	21,146,712
% 总资产	62.8%	63.7%	70.3%	74.3%	77.2%	79.5%
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%	10.9%	9.9%	9.1%
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%	25.7%	22.8%	20.5%
资产总计	6,888,180	7,213,459	17,004,836	20,161,644	23,397,265	26,612,099
短期借款	1,309,000	1,260,744	3,876,648	4,332,224	5,592,780	6,783,887
应付款项	1,215,600	976,372	5,808,834	7,337,353	8,669,238	10,079,515
其他流动负债	643,361	454,279	473,696	1,354,461	1,579,938	1,806,626
流动负债	3,167,960	2,691,395	10,159,178	13,024,038	15,841,955	18,670,028
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	2,012,446	2,018,499
负债	3,942,657	4,182,852	14,194,303	17,019,802	19,800,096	22,434,222
普通股股东权益	2,890,041	2,959,038	2,515,432	2,843,075	3,288,585	3,858,376
少数股东权益	55,482	71,569	295,101	298,766	308,584	319,501
负债股东权益合计	6,888,180	7,213,459	17,004,836	20,161,644	23,397,265	26,612,099

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	0.543	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	0.719	0.007	0.535
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.110	0.120
回报率						
净资产收益率	2.43%	0.95%	-11.91%	14.13%	16.02%	17.07%
总资产收益率	1.02%	0.39%	-1.76%	1.99%	2.26%	2.48%
投入资本收益率	5.66%	4.61%	-0.93%	7.14%	8.05%	8.73%
增长率						
营业总收入增长率	12.43%	-1.77%	-47.78%	561.58%	20.61%	16.81%
EBIT增长率	-6.25%	7.35%	-128.85%	969.62%	30.13%	19.57%
净利润增长率	-44.09%	-59.80%	-1162.53%	234.00%	31.19%	24.99%
总资产增长率	15.13%	5.20%	135.56%	18.56%	16.05%	13.74%
资产管理能力						
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	82.3	74.5
偿债能力						
净负债/股东权益	49.39%	56.10%	169.97%	154.58%	152.77%	139.56%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.4	-0.4	3.9	4.7	4.3
资产负债率	57.08%	58.02%	83.47%	84.39%	84.57%	84.24%

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。