

评级：买入 维持评级

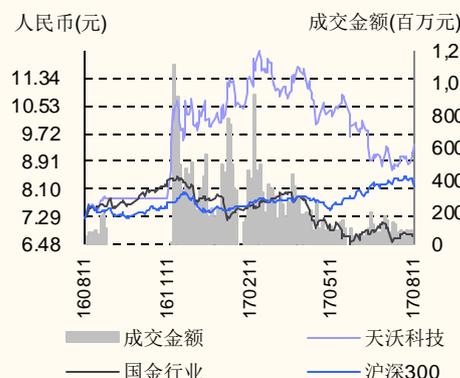
公司点评

市场价格(人民币): 9.40元
 目标价格(人民币): 14.00-14.00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)	567.58
总市值(百万元)	6,916.16
年内股价最高最低(元)	12.12/7.28
沪深300指数	3647.35
深证成指	10291.35



相关报告

- 1.《拟出售煤化工EPC资产, 聚焦发展电力工程总包业务-天沃科技公...》, 2017.6.6
- 2.《中机电力收购完成, 拟增发募资建设光热发电项目-天沃科技201...》, 2017.3.20
- 3.《中标重大合同, 彰显制造实力-天沃科技公司点评》, 2017.1.13
- 4.《收购中机电力获商务部批复, 重组事项稳步推进-天沃科技公司点评》, 2016.12.18
- 5.《收购中机电力, 天沃科技再起航-天沃科技公司研究》, 2016.11.13

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

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

收购中机电力协同效应显现, 前三季度预盈2亿-2.5亿元

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.021	-0.405	0.532	0.640	0.727
每股净资产(元)	3.88	3.37	3.92	4.54	5.26
每股经营性现金流(元)	0.18	0.36	0.57	0.47	0.58
市盈率(倍)	585.28	-24.68	17.69	14.69	12.93
行业优化市盈率(倍)	67.60	56.01	57.50	57.50	57.50
净利润增长率(%)	-78.06%	N/A	N/A	20.40%	13.57%
净资产收益率(%)	0.54%	-12.03%	13.50%	14.01%	13.75%
总股本(百万股)	739.71	739.71	735.76	735.76	735.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017年上半年公司实现营业收入69.78亿元, 同比增长1166%, 归属上市公司股东的净利润9058.57万元, 同比增长480.68%, 扣非后的净利润8418.74万元, 同比增长314.6%。2017年前三季度预计盈利2亿~2.5亿元, 同比大幅增长。

经营分析

- 收购中机电力协同效应显现, 电力工程总包成核心业务。2016年12月, 公司完成中机电力80%的股权收购, 中机电力纳入合并报表范围, 电力工程总包业务成为公司核心业务。报告期内中机电力实现营业收入57.82亿元, 同比上升153.92%, 占公司营业收入的82.85%, 实现净利润2.47亿元, 同比上升54.97%。公司重大资产重组后融合情况良好, EPC总包业务与装备制造业务协同效应开始显现, 上半年承接工程总承包合同151.95亿元, 其中以光伏为代表的新能源业务发展迅猛。装备业务有所回暖, 重装板块新增订单超10亿元, 超全年任务量70%, 其他业务板块均实现时间过半、任务过半。公司2017年前三季度预计盈利2亿~2.5亿元, 同比实现大幅增长。
- 在手订单充足, 积极扩展海外市场, 增长动力强劲。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(不含上半年已确认了收入的项目订单), 其中电力工程、清洁能源工程业务在手订单161.47亿元, 占比88%。报告期内, 中机电力在拓展国内市场的同时积极抢占国际市场, 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, 参与海内外EPC业务为公司参与“一带一路”区域国家电力能源工程建设提供了有益的经验。
- 抢占光热发电市场先机, 或成新的利润增长点。中机电力今年3月中标“玉门郑家沙窝熔盐塔式5万千瓦光热发电EPC总承包电项目”, 中标金额16.13亿元, 项目工期19个月, 公司拟以玉门鑫能光热第一电力有限公司为实施主体, 拟非公开发行募资不超过15.72亿元用于项目的建设。该项目是国家能源局首批20个光热示范项目之一, 享受每千瓦时1.15元的优惠标杆上网

电价，所发电力由电网保障收购，项目建成后每年可为公司贡献可观的利润和现金流，将成为公司新的业绩增长点。

- **已完成公司管控模式调整工作，母公司已转型为投资控股型公司。**公司去年启动“集团化管控、板块化经营”体制改革，以适应当前多板块经营现状，逐步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。公司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，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，通过独立核算、落实经营责任，有利于提高资产运营质量与效率。通过强化与新进入公司资源的业务与管理融合、整合原有资产业务，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，管控改革和内部调整成效显著。

盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 134/157/180 亿元，分别同比增长 1023%/17%/15%；归母净利润分别为 3.9/4.7/5.4 亿元，分别同比增长 230%/20%/14%；EPS 分别为 0.53/0.64/0.73 元，对应 PE 分别为 18/15/13 倍。

投资建议

- 我们认为公司资产重组之后与中机电力融合良好，子公司中机电力在手订单充足，核心业务电力工程总包表现优秀，其他各版块均达预期，17 年全年业绩将大幅增加；集团化管控体制改革完成，母公司转型成为投资控股型公司有助于提高公司资产运营质量和效率；同时公司拟增发募资实施光热发电项目，将带来新的盈利增长点。维持公司“买入”评级，6 个月目标价 14.0 元。

风险提示

- 并购业务整合的风险，资产负债率较高的风险，非公开发行方案的审批风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,330	1,967	1,195	13,418	15,720	18,022
增长率		-15.6%	-39.3%	1022.7%	17.2%	14.6%
主营业务成本	-1,820	-1,520	-980	-12,001	-14,070	-16,144
%销售收入	78.1%	77.2%	82.0%	89.4%	89.5%	89.6%
毛利	509	448	215	1,417	1,650	1,878
%销售收入	21.9%	22.8%	18.0%	10.6%	10.5%	10.4%
营业税金及附加	-14	-16	-20	-67	-79	-90
%销售收入	0.6%	0.8%	1.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-34	-25	-40	-94	-110	-126
%销售收入	1.5%	1.3%	3.3%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-211	-172	-233	-403	-472	-541
%销售收入	9.1%	8.8%	19.5%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	250	234	-77	854	990	1,121
%销售收入	10.7%	11.9%	n.a	6.4%	6.3%	6.2%
财务费用	-148	-190	-183	-253	-277	-281
%销售收入	6.4%	9.7%	15.3%	1.9%	1.8%	1.6%
资产减值损失	-57	-49	-98	-98	-109	-149
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	-2	2	3	4
%税前利润	2.6%	23.5%	n.a	0.4%	0.5%	0.5%
营业利润	46	-2	-360	504	607	695
营业利润率	2.0%	n.a	n.a	3.8%	3.9%	3.9%
营业外收支	20	12	17	25	30	35
税前利润	66	10	-343	529	637	730
利润率	2.8%	0.5%	n.a	3.9%	4.1%	4.0%
所得税	-1	1	37	-58	-76	-95
所得税率	0.8%	-11.1%	n.a	11.0%	12.0%	13.0%
净利润	65	11	-306	471	561	635
少数股东损益	-5	-5	-6	80	90	100
归属于母公司的净利润	70	15	-300	391	471	535
净利率	3.0%	0.8%	n.a	2.9%	3.0%	3.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	65	11	-306	471	561	635
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	218	224	284	262	278	324
非经营收益	117	178	120	259	278	277
营运资金变动	-621	-278	168	-569	-767	-806
经营活动现金净流	-220	134	267	423	349	429
资本开支	-314	-207	-79	-93	-230	-165
投资	-15	-3	-994	0	0	0
其他	-80	82	-38	2	3	4
投资活动现金净流	-409	-128	-1,111	-91	-227	-161
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	758	319	350	60	246	86
其他	-149	-152	547	-384	-318	-323
筹资活动现金净流	609	167	897	-324	-72	-238
现金净流量	-20	173	53	8	50	30

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	604	875	1,592	1,600	1,650	1,680
应收款项	2,234	2,086	4,320	5,445	5,856	6,595
存货	1,290	1,272	5,199	6,576	6,938	7,962
其他流动资产	197	139	850	922	1,067	1,212
流动资产	4,325	4,372	11,961	14,543	15,512	17,449
%总资产	62.8%	63.5%	70.3%	74.4%	75.3%	77.3%
长期投资	15	15	169	169	169	169
固定资产	2,158	2,100	2,064	2,057	2,066	2,089
%总资产	31.3%	30.5%	12.1%	10.5%	10.0%	9.3%
无形资产	326	317	2,530	2,491	2,574	2,576
非流动资产	2,563	2,508	5,044	4,995	5,086	5,111
%总资产	37.2%	36.5%	29.7%	25.6%	24.7%	22.7%
资产总计	6,888	6,880	17,005	19,538	20,598	22,560
短期借款	1,309	1,148	3,877	5,426	5,672	5,757
应付款项	1,216	856	5,809	7,696	7,866	9,025
其他流动负债	643	445	474	600	691	781
流动负债	3,168	2,449	10,159	13,722	14,229	15,563
长期贷款	53	298	2,046	2,046	2,046	2,047
其他长期负债	723	1,213	2,014	497	497	497
负债	3,944	3,960	14,219	16,265	16,771	18,107
普通股股东权益	2,889	2,872	2,491	2,898	3,361	3,888
少数股东权益	55	48	295	375	465	565
负债股东权益合计	6,888	6,880	17,005	19,538	20,598	22,560

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.095	0.021	-0.405	0.532	0.640	0.727
每股净资产	3.905	3.883	3.368	3.917	4.544	5.257
每股经营现金净流	-0.297	0.181	0.360	0.571	0.472	0.579
每股股利	0.040	0.000	0.010	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	2.43%	0.54%	-12.03%	13.50%	14.01%	13.75%
总资产收益率	1.02%	0.22%	-1.76%	2.00%	2.29%	2.37%
投入资本收益率	4.96%	4.73%	-0.75%	6.79%	7.27%	7.67%
增长率						
主营业务收入增长率	12.43%	-15.56%	-39.25%	#####	17.16%	14.64%
EBIT增长率	-6.25%	-6.28%	-133.0%	-1202%	15.99%	13.18%
净利润增长率	-44.09%	-78.06%	N/A	N/A	20.40%	13.57%
总资产增长率	15.10%	-0.12%	147.15%	14.90%	5.42%	9.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	270.0	365.7	852.4	130.0	120.0	120.0
存货周转天数	257.8	307.7	1,205.2	200.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	118.2	141.2	892.2	180.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	323.8	364.2	601.1	51.2	41.6	34.3
偿债能力						
净负债/股东权益	49.41%	58.68%	171.46%	193.08%	170.27%	147.54%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.2	-0.4	3.4	3.6	4.0
资产负债率	57.26%	57.55%	83.62%	83.25%	81.42%	80.26%

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	1	1	4
增持	2	2	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.75	1.75	1.43

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	2015-08-26	买入	8.72	30.00~30.00
2	2016-08-05	买入	7.27	8.00~10.00
3	2016-08-25	买入	7.56	10.00~10.00
4	2016-11-13	买入	7.84	10.00~12.00
5	2016-12-18	买入	10.39	12.50~14.00
6	2017-01-13	买入	10.18	14.00~14.00
7	2017-03-20	买入	10.95	14.00~14.00
8	2017-06-06	买入	9.98	14.00~14.00

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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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