

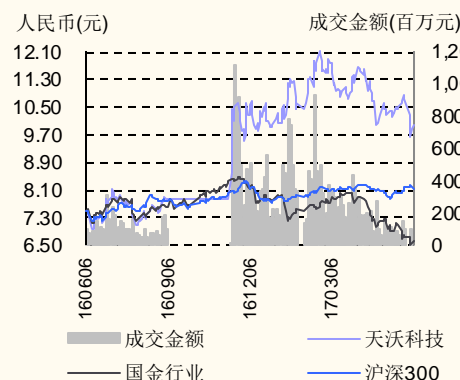
**天沃科技 (002564.SZ)** 其它专用设备行业

**评级：买入 维持评级**
**公司点评**

 市场价格 (人民币): 9.98 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)	518.61
总市值(百万元)	7,342.90
年内股价最高最低(元)	12.12/6.98
沪深 300 指数	3468.75
深证成指	9842.60


**相关报告**

1. 《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
2. 《中标重大合同，彰显制造实力-天沃科技公司点评》，2017.1.13
3. 《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
4. 《收购中机电力，天沃科技再起航-天沃科技公司研究》，2016.11.13
5. 《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...》，2016.8.25

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

**卞晨晔** 联系人  
 biancny@gjzq.com.cn

## 拟出售煤化工 EPC 资产，聚焦发展电力工程总包业务

**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	0.525	0.618	0.703
每股净资产(元)	3.88	3.37	3.80	4.41	5.10
每股经营性现金流(元)	0.18	0.36	0.76	0.63	1.10
市盈率(倍)	585.28	-24.68	18.99	16.14	14.20
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	17.69%	13.67%
净资产收益率(%)	0.54%	-12.03%	13.74%	13.95%	13.71%
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

**事件**

- 公司近日公告计划与正华友好（张家港）环保产业发展有限公司签订《股权转让协议》，拟以 38,880.44 万元将公司所持有的新煤化工设计院有限公司 100%股权转让给正华友好。

**评论**

- **拟剥离煤化工 EPC 资产，聚焦电力工程总包业务。**受传统煤化工行业产能过剩、结构调整等因素影响，市场需求持续低迷，子公司新煤化工清洁能源 EPC 总包业务订单落地缓慢，2016 年营业收入 1.26 亿元，同比下降近 75%，净利润出现亏损约 3935 万元。公司为回收资金、集中发展核心业务，拟向正华友好转让所持有的新煤化工 100%股权，交易价格为 3.888 亿元，股权评估价值较账面值增值 1.16%。此次计划出让行业增长乏力且业务规模盈利能力较低的资产，有利于公司整合资源、降低经营成本、集中资源于优势领域。
- **中机电力 16 年业绩超额完成、在手订单充足，电力工程总包将成公司未来核心业务。**2016 年 10 月天沃科技公告拟以 28.96 亿元收购中机电力 80%股权，并于 12 月顺利完成标的资产过户，中机电力成为公司下属工程总包与服务业务的重要板块。中机电力资质齐备、EPC 业务经验丰富，2016 年 8-12 月实现净利润 2.19 亿元，完成业绩承诺的 132.6%；中机电力承诺 17-19 年扣非净利润不低于 3.76/4.15/4.56 亿元，将成为公司未来业绩的主要来源。根据公司年报信息，截至 2017 年 2 月底，电力工程业务在手订单金额达 123 亿元，随后新签玉门光热发电、哈密热电等项目近 34 亿元，订单总计达 157 亿元，是其 2015 年收入规模的 3.74 倍，将对业绩承诺完成形成有力保障。
- **中标光热发电重大合同，非公开发行募资保障项目实施。**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，公司拟非公开发行募资不超过 15.72 亿元用于项目的建设。此项光热发电项目是国家能源局确定的国内首批 20 个太阳能光热发电示范项目之一，享受每千瓦时 1.15 元的优惠标杆上网电价，所发电量由电网保障收购，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。

- **重装制造业务将划转至张化机，母公司逐步转型为投资控股平台。**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。公司此次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；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，通过独立核算、落实经营责任，将有利于提高资产运营质量与效率。母公司将逐步向投资控股型公司转变，作为战略决策和投资决策中心，主要从事战略规划、财务资源统筹和资产运营控制等工作。

#### 盈利预测

- 我们预测 2017-2019 年公司营业收入 87/101/111 亿元，归母净利润分别为 3.87/4.55/5.17 亿元，EPS 分别为 0.53/0.62/0.70 元，对应 PE 分别为 19/16/14 倍。

#### 投资建议

- 我们认为公司拟剥离煤化工 EPC 资产，有利于集中优势资源聚焦发展电力工程总包业务，子公司中机电力在手订单充足、今年业绩完全并表，将大幅增厚公司业绩；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；煤化工项目环评加快，煤化工装备主业需求回暖、业绩有望实现由负转正。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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,330</b>	<b>1,967</b>	<b>1,195</b>	<b>8,692</b>	<b>10,100</b>	<b>11,062</b>
增长率		-15.6%	-39.3%	627.3%	16.2%	9.5%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,820</b>	<b>-1,520</b>	<b>-980</b>	<b>-7,511</b>	<b>-8,761</b>	<b>-9,619</b>
%销售收入	78.1%	77.2%	82.0%	86.4%	86.7%	87.0%
<b>毛利</b>	<b>509</b>	<b>448</b>	<b>215</b>	<b>1,181</b>	<b>1,339</b>	<b>1,443</b>
%销售收入	21.9%	22.8%	18.0%	13.6%	13.3%	13.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-48</b>	<b>-56</b>	<b>-61</b>
%销售收入	0.6%	0.8%	1.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-34</b>	<b>-25</b>	<b>-40</b>	<b>-87</b>	<b>-101</b>	<b>-111</b>
%销售收入	1.5%	1.3%	3.3%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>管理费用</b>	<b>-211</b>	<b>-172</b>	<b>-233</b>	<b>-304</b>	<b>-333</b>	<b>-343</b>
%销售收入	9.1%	8.8%	19.5%	3.5%	3.3%	3.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>250</b>	<b>234</b>	<b>-77</b>	<b>742</b>	<b>849</b>	<b>929</b>
%销售收入	10.7%	11.9%	n.a	8.5%	8.4%	8.4%
<b>财务费用</b>	<b>-148</b>	<b>-190</b>	<b>-183</b>	<b>-249</b>	<b>-269</b>	<b>-266</b>
%销售收入	6.4%	9.7%	15.3%	2.9%	2.7%	2.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>-57</b>	<b>-49</b>	<b>-98</b>	<b>-24</b>	<b>-20</b>	<b>-16</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>-2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
%税前利润	2.6%	23.5%	n.a	0.4%	0.5%	0.6%
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>-2</b>	<b>-360</b>	<b>471</b>	<b>562</b>	<b>651</b>
营业利润率	2.0%	n.a	n.a	5.4%	5.6%	5.9%
<b>营业外收支</b>	<b>20</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>
<b>税前利润</b>	<b>66</b>	<b>10</b>	<b>-343</b>	<b>496</b>	<b>592</b>	<b>686</b>
利润率	2.8%	0.5%	n.a	5.7%	5.9%	6.2%
<b>所得税</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>37</b>	<b>-30</b>	<b>-47</b>	<b>-69</b>
所得税率	0.8%	-11.1%	n.a	6.0%	8.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>11</b>	<b>-306</b>	<b>467</b>	<b>545</b>	<b>617</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>100</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>70</b>	<b>15</b>	<b>-300</b>	<b>387</b>	<b>455</b>	<b>517</b>
净利率	3.0%	0.8%	n.a	4.4%	4.5%	4.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>11</b>	<b>-306</b>	<b>467</b>	<b>545</b>	<b>617</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>218</b>	<b>224</b>	<b>284</b>	<b>188</b>	<b>190</b>	<b>191</b>
<b>非经营收益</b>	<b>117</b>	<b>178</b>	<b>120</b>	<b>254</b>	<b>270</b>	<b>261</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-621</b>	<b>-278</b>	<b>168</b>	<b>-347</b>	<b>-541</b>	<b>-258</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-220</b>	<b>134</b>	<b>267</b>	<b>561</b>	<b>464</b>	<b>812</b>
<b>资本开支</b>	<b>-314</b>	<b>-207</b>	<b>-79</b>	<b>35</b>	<b>-230</b>	<b>-165</b>
<b>投资</b>	<b>-15</b>	<b>-3</b>	<b>-994</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-80</b>	<b>82</b>	<b>-38</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-409</b>	<b>-128</b>	<b>-1,111</b>	<b>37</b>	<b>-227</b>	<b>-161</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-79</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>758</b>	<b>319</b>	<b>350</b>	<b>-132</b>	<b>124</b>	<b>-313</b>
<b>其他</b>	<b>-149</b>	<b>-152</b>	<b>547</b>	<b>-379</b>	<b>-310</b>	<b>-308</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>609</b>	<b>167</b>	<b>897</b>	<b>-590</b>	<b>-187</b>	<b>-621</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-20</b>	<b>173</b>	<b>53</b>	<b>8</b>	<b>50</b>	<b>30</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>604</b>	<b>875</b>	<b>1,592</b>	<b>1,600</b>	<b>1,650</b>	<b>1,680</b>
<b>应收款项</b>	<b>2,234</b>	<b>2,086</b>	<b>4,320</b>	<b>5,546</b>	<b>6,322</b>	<b>6,912</b>
<b>存货</b>	<b>1,290</b>	<b>1,272</b>	<b>5,199</b>	<b>5,145</b>	<b>5,281</b>	<b>5,534</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>197</b>	<b>139</b>	<b>850</b>	<b>753</b>	<b>878</b>	<b>964</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,325</b>	<b>4,372</b>	<b>11,961</b>	<b>13,044</b>	<b>14,131</b>	<b>15,090</b>
%总资产	62.8%	63.5%	70.3%	72.8%	74.0%	75.2%
<b>长期投资</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,158</b>	<b>2,100</b>	<b>2,064</b>	<b>2,057</b>	<b>2,066</b>	<b>2,089</b>
%总资产	31.3%	30.5%	12.1%	11.5%	10.8%	10.4%
<b>无形资产</b>	<b>326</b>	<b>317</b>	<b>2,530</b>	<b>2,491</b>	<b>2,574</b>	<b>2,576</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,563</b>	<b>2,508</b>	<b>5,044</b>	<b>4,867</b>	<b>4,958</b>	<b>4,983</b>
%总资产	37.2%	36.5%	29.7%	27.2%	26.0%	24.8%
<b>资产总计</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>17,005</b>	<b>17,911</b>	<b>19,089</b>	<b>20,074</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,309</b>	<b>1,148</b>	<b>3,877</b>	<b>5,234</b>	<b>5,358</b>	<b>5,044</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,216</b>	<b>856</b>	<b>5,809</b>	<b>6,132</b>	<b>6,581</b>	<b>7,223</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>643</b>	<b>445</b>	<b>474</b>	<b>813</b>	<b>881</b>	<b>927</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,168</b>	<b>2,449</b>	<b>10,159</b>	<b>12,179</b>	<b>12,819</b>	<b>13,193</b>
<b>长期贷款</b>	<b>53</b>	<b>298</b>	<b>2,046</b>	<b>2,046</b>	<b>2,046</b>	<b>2,047</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>723</b>	<b>1,213</b>	<b>2,014</b>	<b>497</b>	<b>497</b>	<b>497</b>
<b>负债</b>	<b>3,944</b>	<b>3,960</b>	<b>14,219</b>	<b>14,722</b>	<b>15,362</b>	<b>15,737</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,889</b>	<b>2,872</b>	<b>2,491</b>	<b>2,814</b>	<b>3,262</b>	<b>3,772</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>295</b>	<b>375</b>	<b>465</b>	<b>565</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,888</b>	<b>6,880</b>	<b>17,005</b>	<b>17,911</b>	<b>19,089</b>	<b>20,074</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.095	0.021	-0.405	0.525	0.618	0.703
每股净资产	3.905	3.883	3.368	3.804	4.410	5.099
每股经营现金净流	-0.297	0.181	0.360	0.759	0.627	1.097
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	2.43%	0.54%	-12.03%	13.74%	13.95%	13.71%
总资产收益率	1.02%	0.22%	-1.76%	2.16%	2.38%	2.58%
投入资本收益率	4.96%	4.73%	-0.75%	6.39%	6.75%	7.04%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	12.43%	-15.56%	-39.25%	627.28%	16.20%	9.52%
EBIT增长率	-6.25%	-6.28%	-133.0%	-1058%	14.45%	9.37%
净利润增长率	-44.09%	-78.06%	N/A	N/A	17.69%	13.67%
总资产增长率	15.10%	-0.12%	147.15%	5.33%	6.58%	5.16%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	270.0	365.7	852.4	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	257.8	307.7	1,205.2	250.0	220.0	210.0
应付账款周转天数	118.2	141.2	892.2	220.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	323.8	364.2	601.1	79.0	64.7	55.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	49.41%	58.68%	171.46%	192.10%	166.37%	135.07%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.2	-0.4	3.0	3.2	3.5
资产负债率	57.26%	57.55%	83.62%	82.19%	80.48%	78.40%

**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	15
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.17

来源：朝阳永续

**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
6	2016-12-18	买入	10.39	12.50~14.00
7	2017-01-13	买入	10.18	14.00~14.00
8	2017-03-20	买入	10.95	14.00~14.00

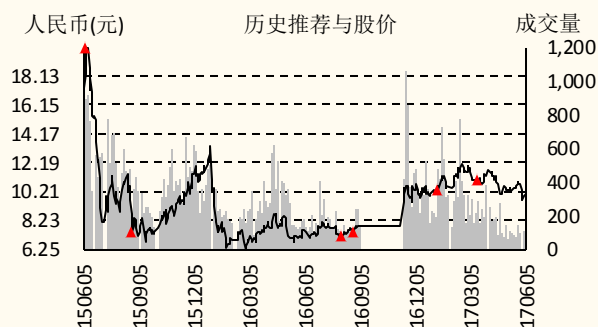
来源：国金证券研究所

**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


**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为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