

EPC 业务优势明显 清洁能源持续发力

——天沃科技 (002564.SZ) 点评报告

机械设备/专用设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

天沃科技作为国内电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商,长期致力于为客户提供包括设计咨询、勘探选址、设备与组件采购、施工、项目管理等总包服务。据天沃科技 2019 年半年报,其上半年电力工程及清洁能源工程业务在手订单金额 194 亿元,其中风电业务在手订单 53 亿元,光伏业务在手订单金额达 11.5 亿元。

2022 年 2 月 20 日,上海电气拟通过定增的方式认购天沃科技股份,进一步巩固控制权。双方在客户结构、产品结构、设计能力等方面具有良好的互补性,强强联合使天沃科技有望逐步成为更具优势的新能源及清洁能源产业链综合集成商。

EPC 业务竞争优势明显,在手订单大增看好未来。天沃科技立足于“能源工程服务”、“高端装备制造”及“军民融合”三大业务。2016 年中机电力并表后,EPC 业务营业收入占比 8 成,成为最主要业务板块。2019 年 4 月,中机电力取得住建部颁发电力工程施工总承包壹级资质。至此,中机电力成为一家国内为数不多的拥有“一揽子”资质的电力工程公司。据天沃科技 2019 年半年报,其上半年电力工程及清洁能源工程业务在手订单金额 194 亿元。

紧盯氢能市场,多业务切入产业链。天沃科技在多个领域涉及氢能业务,氢能是公司规划目标构建清洁能源综合供应商又一战略支柱。公司全资子公司张化机正在研究进入储氢罐市场,控股子公司天沃综能具有切入煤制气提炼氢市场的能力,控股子公司中机电力能够开展氢储能工程业务,公司正在推进参股氢燃料电池研发制造企业“中氢科技”事项。在能源工程方面已承接两项丙烷脱氢项目,而且具备生产储存气态氢和液态氢容器的能力。

上海电气继续增持,资本结构不断优化。2020 年 2 月 22 日,天沃科技与上海电气分别签订了 13 亿元《借款展期协议》和 7 亿元《借款展期协议》。向其控股股东上海电气借款 20 亿元,用于拓宽其融资渠道和降低财务成本,大股东持续增持彰显信心。国资委控股后,公司融资渠道不断拓宽,流动资金压力得到缓解,且上海电气与公司的业务互补性强,协同效应不断加强,为公司降低财务压力,开拓市场业务提供强有力的支持。

投资建议:公司在清洁能源领域广泛布局,随着在手订单的逐步兑现,预计未来将迎来稳健增长长期。我们预测 2020~2021 年公司营收分别为 130.9、159.5 亿元,归母净利润分别为 2.46、4.21 亿元,对应 PE 分别为 16.67、9.73 倍,给予“买入”评级。

风险提示:新能源、火力发电、石油化工等产业政策变动,光热发展不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,403.68	7,700.16	10,779.20	13,085.29	15,950.48
增长率(%)	770.50%	-25.99%	39.99%	21.39%	21.90%
归母净利润(百万)	225.15	74.60	44.91	245.71	420.78
增长率(%)	-175.12%	-66.86%	-40.09%	449.79%	71.25%
净资产收益率(%)	8.30%	1.96%	1.21%	7.94%	20.25%
每股收益(元)	0.31	0.09	0.05	0.28	0.48
PE	15.19	52.33	91.62	16.67	9.73
PB	1.28	1.10	1.11	1.32	1.97

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

增持(首次)

2020 年 03 月 30 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

贺朝晖

研究助理

hezhaohui@shgsec.com

010-56931952

交易数据

时间 2020.03.27

总市值/流通市值(亿元)	40.69/40.63
总股本(万股)	86,937.53
资产负债率(%)	85.57
每股净资产(元)	4.29
收盘价(元)	4.68
一年内最低价/最高价(元)	3.8/7.2

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

1. 打造国际一流电力 EPC 综合性服务商

天沃科技作为国内电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商,长期致力于为客户提供包括设计咨询、勘探选址、设备与组件采购、施工、项目管理等总包服务。

EPC 业务竞争优势明显,在手订单大增看好未来。天沃科技立足于“能源工程服务”、“高端装备制造”及“军民融合”三大业务。2016 年中机电力并表后, EPC 业务营业收入占比 8 成,成为最主要业务板块。2019 年 4 月,中机电力取得住建部颁发电力工程施工总承包壹级资质。至此,中机电力成为一家国内为数不多的拥有“一揽子”资质的电力工程公司,这为公司向客户提供系统化一站式 EPC 工程总包服务奠定了资质基础。随着国家对 EPC 总承包准入门槛的提高,今后同时拥有设计及施工总承包双资质将更有竞争力。中机电力并表后,发展稳健,2016-2018 年完成业绩承诺 132.61%、101%、110.51%。截至 2019 年 6 月 30 日,电力工程、清洁能源工程业务在手订单 193.99 亿元,总在手订单 235.46 亿元,将为 2020、2021 年为公司收入的增长打下强心剂。

2. 切入氢能产业链,全面布局清洁能源

作为电力工程、新能源与清洁能源的综合性服务商,天沃科技目前正在积极推动“能源工程服务”、“高端装备制造”及“军民融合”三大业务升级,加快光热、风电、氢能等清洁能源业务发展。2019 年 4 月,天沃科技就在互动平台上公开表示,公司子公司天沃综能已经拥有通过 SGT 劣质煤制气技术切入氢能领域的能力。

紧盯氢能市场,多业务切入产业链。氢能作为广泛运用的清洁能源之一,市场空间广阔。天沃科技在多个领域涉及氢能源业务,氢能源是公司规划目标构建清洁能源综合供应商又一战略支柱。公司全资子公司张化机正在研究进入储氢罐市场,控股子公司天沃综能具有切入煤制气提炼氢市场的能力,控股子公司中机电力能够开展氢储能工程业务,公司正在推进参股氢燃料电池研发制造企业“中氢科技”事项。天沃科技引进的 SGT 劣质煤制气技术,清洁高效成本低在其气体产品中,氢气含量在所有的气化技术中极高,实际检测中最高可达到 38%,而氢气在提取后可结合公司本身的容器装置进行装存,并应用于下游氢能源产业链,提高附加值,增加公司盈利能力。

强力推进光热发电,积极开拓新增长点。公司子公司玉门鑫能光热第一电力有限公司正在积极开展甘肃玉门郑家沙窝熔盐塔式 5 万千瓦光热发电项目,该光热发电项目是国家能源局首批 20 个光热示范项目之一。鑫能塔式 5 万千瓦光热发电项目建成后,年平均发电量可达 2.16 亿千瓦时,年可实现销售收入 2.48 亿元,可节约标煤 7.7 万吨,减排二氧化碳 23 万吨,经济效益和节能减排效益非常显著。建成后,所发电力由电网全额消纳,每年将为公司贡献稳定的利润和现金流,通过实施本项目,公司增强了光热发电技术的集成与开发能力,将有助于公司以行业领先者的身份参与国内外光热电站的建设和运营。本项目位列第一批光热发电项目目录,补贴资金存在保障。公司积极筹划收购江苏鑫晨的股权(包括并不限于控股),推进公司光热发电业务做大做强。且与控股股东上海电气再清洁能源上合作空间巨大,强强联合,前景广阔。

3. 拓宽融资渠道，助推业务发展

2022年2月20日，上海电气拟通过定增的方式认购天沃科技股份，双方在客户结构、产品结构、设计能力等方面具有良好的互补性，强强联合使天沃科技有望逐步成为更具优势的新能源及清洁能源产业链综合集成商。

上海电气继续增持，资本结构不断优化。受EPC业务行业特点的影响，公司与EPC业务相关的业务资金需求量较大。因此，天沃科技业务快速拓展的同时，资产负债率由2015年的57.51%提升到近年来的80%左右，严重制约公司的进一步发展。上海电气于2018年12月成为公司的控股股东，截至2019年6月30日，上海电气为公司提供了20亿元的借款、55.8亿元授信担保额度支持。9月15日晚间，天沃科技发布非公开发行A股股票预案，公司拟向控股股东上海电气非公开发行不超过1.77亿股股票，上海电气拟以不超过12亿元现金认购。2020年2月22日，天沃科技与上海电气分别签订了13亿元《借款展期协议》和7亿元《借款展期协议》。向其控股股东上海电气借款20亿元，用于拓宽其融资渠道和降低财务成本，大股东持续增持彰显信心。国资委控股后，公司融资渠道不断拓宽，流动资金压力得到缓解，且上海电气与公司的业务互补性强，协同效应不断加强，为公司降低财务压力，开拓市场业务提供强有力的支持。

4. 投资建议

公司在清洁能源领域广泛布局，随着在手订单的逐步兑现，预计未来将迎来稳健增长期。我们预测2019~2021年公司营收分别为107.8、130.9、159.5亿元，归母净利润分别为4.49、2.46、4.21亿元，对应PE分别为91.6、16.67、9.73倍，给予“买入”评级。

5. 风险提示

新能源、火力发电、石油化工等产业政策变动，光热发展不及预期。

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10404	7700	10779	13085	15950	流动资产合计	17455	19911	23621	28820	35311				
营业成本	9281	6558	9194	10948	13201	货币资金	1326	2280	2283	2771	3378				
营业税金及附加	36	26	37	44	54	应收账款	4845	7463	7733	9388	11444				
营业费用	90	58	87	105	135	其他应收款	635	547	765	929	1132				
管理费用	321	276	387	469	572	预付款项	1322	2116	2947	3937	5130				
研发费用	0	81	89	98	108	存货	7439	7114	8670	10325	12449				
财务费用	447	333	611	823	1090	其他流动资产	53	56	53	50	47				
资产减值损失	101	255	255	255	255	非流动资产合计	5132	5954	6316	6651	6961				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	99	183	183	183	183				
投资净收益	134	89	2	2	2	固定资产	1837	1729	2403	2899	3868				
营业利润	276	210	123	344	538	无形资产	271	251	349	337	326				
营业外收入	7	3	3	3	3	商誉	2151	2140	2140	2140	2140				
营业外支出	15	12	12	12	12	其他非流动资产	126	114	0	0	0				
利润总额	267	202	114	335	529	资产总计	22587	25865	29937	35471	42272				
所得税	(53)	16	9	27	42	流动负债合计	15713	20107	24945	31010	38763				
净利润	321	185	105	308	487	短期借款	3020	6847	9594	12954	17295				
少数股东损益	95	111	60	63	66	应付账款	6743	5975	7424	8841	10660				
归属母公司净利润	225	75	45	246	421	预收款项	2554	2318	3125	4103	5296				
EBITDA	1099	892	878	1353	1839	一年内到期的非流动负债	1864	2437	2437	2437	2437				
EPS (元)	2.01	1.64	2.04	2.73	3.29	非流动负债合计	3714	1401	676	676	676				
主要财务比率						长期借款	2519	666	666	666	666				
						应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	19427	21507	25621	31687	39439				
营业收入增长	770.5%	-26.0%	40.0%	21.4%	21.9%	少数股东权益	448	560	620	683	749				
营业利润增长	-176.6%	-23.7%	-41.6%	179.9%	56.4%	实收资本(或股本)	736	883	869	869	869				
归属于母公司净利润增长	-40.1%	449.8%	-40.1%	449.8%	71.3%	资本公积	1420	2304	2304	2304	2304				
获利能力						未分配利润	473	548	409	(354)	(1660)				
毛利率(%)	10.8%	14.8%	14.7%	16.3%	17.2%	归属母公司股东权益合计	2712	3797	3690	3095	2078				
净利率(%)	3.1%	2.4%	1.0%	2.4%	3.1%	负债和所有者权益	49663	73884	94471	130128	167359				
总资产净利润(%)	1.0%	0.3%	0.1%	0.7%	1.0%	现金流量表					单位:百万				
ROE(%)	8.3%	2.0%	1.2%	7.9%	20.2%	经营活动现金流	(510)	(2307)	(496)	(432)	(430)				
偿债能力						净利润	321	185	105	308	487				
资产负债率(%)	86.0%	83.2%	85.6%	89.3%	93.3%	折旧摊销	376	349	0	151	178				
流动比率	1.11	0.99	0.95	0.93	0.91	财务费用	447	333	611	823	1090				
速动比率	0.64	0.64	0.60	0.60	0.59	应付账款减少	0	0	(271)	(1654)	(2056)				
营运能力						预收账款增加	0	0	806	979	1193				
总资产周转率	0.53	0.32	0.39	0.40	0.41	投资活动现金流	(958)	(360)	(740)	(776)	(776)				
应收账款周转率	2.44	1.25	1.42	1.53	1.53	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
应付账款周转率	1.89	1.21	1.61	1.61	1.64	长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						投资收益	134	89	2	2	2				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.09	0.05	0.28	0.48	筹资活动现金流	1159	3136	1238	1697	1813				
每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.53	0.00	0.56	0.70	应付债券增加	0	0	0	0	0				
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.30	4.24	3.56	2.39	长期借款增加	0	0	0	0	0				
估值比率						普通股增加	(4)	147	(14)	0	0				
P/E	15.19	52.33	91.62	16.67	9.73	资本公积增加	(8)	883	0	0	0				
P/B	1.28	1.10	1.11	1.32	1.97	现金净增加额	3638	(1129)	6248	12826	14480				
EV/EBITDA	38.28	42.58	45.98	32.65	25.28										

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

贺朝晖，电力设备与新能源行业首席研究员，清华大学工学学士、硕士，7年能源行业工作经验，2年证券行业研究经验，2019年进门财经最具影响力分析师第3名，2018年Wind平台影响力电新行业第6名。曾在中国核电工程有限公司工作4年，美国能源行业外企工作3年，参与过多个核电、火电、油气、新能源项目建设。对能源行业全产业链有着深刻理解，在电力项目成本分析、行业政策研究等领域拥有丰富经验。曾就职于东兴证券，2019年加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上