

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2012】第 Z【035】号

浙江富春江环保热电股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营和竞争地位以及财务状况等方面对贵公司拟发行的不超过 7 亿元人民币的公司债券进行了分析和评估，经本公司资信等级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，本期公司债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后十个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。



**浙江富春江环保热电
股份有限公司**

**2012年不超过7亿元公司
债券信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



鹏元资信评估有限公司
评级总监: 周海帆

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话: 0755-82872333

传真: 0755-82872090

邮编: 518040

网址: <http://www.pyrating.cn>

浙江富春江环保热电股份有限公司

2012 年不超过 7 亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 7 亿元

债券期限：5 年

评级展望：稳定

评级日期：2012 年 2 月 6 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”或“公司”）本次拟发行不超过 7 亿元公司债券的评级结果为 AA，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对富春环保的外部运营环境、产品竞争力、财务状况等综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	210,410.62	196,611.73	71,928.18
归属于母公司所有者权益（万元）	190,803.19	182,476.70	34,875.15
资产负债率	9.32%	7.19%	51.51%
流动比率	6.84	13.29	1.52
速动比率	6.41	12.65	1.29
营业收入（万元）	116,558.32	90,956.24	70,330.29
营业利润（万元）	20,712.45	13,182.14	7,354.21
营业外收入（万元）	2,093.07	2,682.18	1,818.06
利润总额（万元）	22,380.71	15,551.88	9,095.48
综合毛利率	21.58%	21.27%	16.67%
总资产回报率	11.00%	12.61%	15.79%
EBITDA（万元）	29,700.05	22,931.11	16,818.28
EBITDA 利息保障倍数	-	16.60	8.20
经营活动现金流净额（万元）	5,968.66	16,385.18	19,141.76

注：2011 年公司利息支出为 0；

资料来源：公司 2009-2011 年审计报告

基本观点：

- 富阳是“中国白板纸基地”，经济发展迅速，造纸企业主要集中在三大工业功能区。未来几年内，新增造纸产能主要位于灵桥和大源工业功能区内，区域内的供热企业面临一定的发展机遇；
- 公司从事热电联产业务，在规划的供热区域内具有垄断性，收入主要来源于富春江南三大造纸工业功能区内的企业，近年收入增加较多，盈利能力明显增强；
- 公司目前资产负债率低，债务压力小。

关注：

- 公司产品定价主要依赖于政府政策，热蒸汽定价受政府管控，但煤炭的采购却主要是市场化定价，该种定价模式之间的差异对公司的盈利能力可能产生一定的负面影响；
- 公司精密冷轧薄板项目未来收益情况存在一定的不确定性；
- 公司热蒸汽产品下游行业集中度较高。

分析师

张苗 徐扬彪

姓名：张苗 徐扬彪

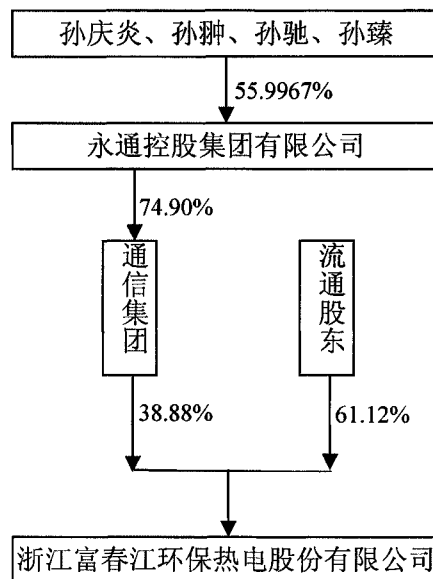
电话：010-66216006-820

邮箱：zhangm@pyrating.cn

一、发行主体概况

浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”或公司，股票代码：002479）前身为成立于2003年12月的浙江富春江环保热电有限公司，此后经过几次增资和股权变更，2008年1月更名为现名，并于2010年9月在深交所上市。截至2011年12月31日，公司总股本42,800万股，其中有限售条件的流通股股份为16,640.22万股，占公司总股本的38.88%。浙江富春江通信集团有限公司（以下简称“通信集团”）为公司的控股股东，永通控股集团有限公司（以下简称“永通控股”）持有通信集团74.90%的股份，为通信集团的控股股东。孙庆炎、孙翀、孙驰和孙臻分别持有永通控股39.2367%、8.92%、3.92%和3.92%的股份，孙庆炎与孙翀、孙驰为父子关系，孙庆炎与孙臻为父女关系，四人合计拥有永通控股55.9967%的股权。通过上述投资关系，孙庆炎为公司的实际控制人。截至2011年12月31日，公司与实际控制人之间的股权和控制关系如下图：

图1 截至2011年12月31日公司与实际控制人之间的股权和控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事热电联产业务以及热电技术咨询等活动，通过垃圾发电和燃煤发电实现热电联产，主要产品是蒸汽和电。热电联产是指在同一电厂中将供热和发电联合在一起，是一种高效能源生产方式。2011年公司新增精密冷轧薄板业务，目前处于生产初期。

截至2011年12月31日，公司总资产为210,410.62万元，所有者权益合计为190,803.19万元；2011年，公司实现营业收入116,558.32万元，利润总额为22,380.71万元，经营活动

产生的现金流量净额为 5,968.66 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2012 年浙江富春江环保热电股份有限公司公司债券（简称“12 富春债”）；

发行规模：不超过人民币 7 亿元；

债券期限及利率：本期债券为 5 年期，固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

公司上调票面利率选择权：在本期债券存续期的第 3 年末，发行人可选择上调本期债券票面年利率 0 至 100 个基点（含本数），上调后债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变；

回售选择权：投资者有权在本期债券存续期的第 3 年末选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给发行人；

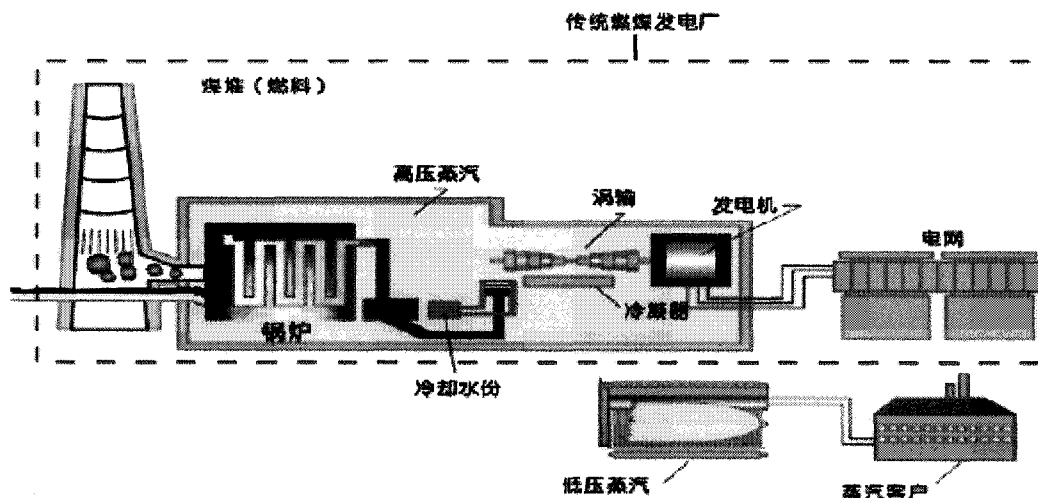
还本付息的方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

三、运营环境

热电联产节能环保，并兼有良好的经济和社会效益，是实现循环经济的重要手段。近年来政府支持力度较大，行业已具备一定的规模，未来发展空间广阔

相对于热电分产，热电联产将大部分完成做功后的低压蒸汽出售给附近的工业或家庭用户，而不是将其冷凝为水分，从而大大减少蒸汽冷凝所带来的热能损失。一般地，功率 50 兆瓦以下的热电厂的热效率可达 45%-90%，而传统燃煤发电厂的热效率只有约 30%-40%。与传统的热电分产相比，热电联产能显著提高燃料利用率，是节约能源、改善环境、增强城市基础设施功能的重要措施，具有良好的经济和社会效益，是实现循环经济的一项重要技术手段。

图2 热发电与传统煤发电生产过程示意图



资料来源：公开资料

1981年中央从节约能源和保护环境出发，加大了发展热电联产的力度，制定了相关方针政策。近年来，政府加大了发展热电联产的力度，明确鼓励发展热电联产，并于2000年由国家计委、国家经贸委、建设部、环保总局联合下发了指导我国热电联产发展的纲领性文件《关于发展热电联产的规定》（计基础【2000】1268号）；2004年11月国家发改委发布《节能中长期专项规划》，将发展热电联产作为我国“十一五”期间组织实施的十项节能重点工程之一。

经过多年的发展，我国热电联产产业已初具规模。截至2009年底，我国的热电联产机组装机容量已达到9,059万千瓦，占我国总电力装机容量的10%以上。根据国家发改委能源局编制的《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》，到2020年全国热电联产总装机容量将达到2亿千瓦，其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量各约为1亿千瓦，2020年热电联产将占全国发电装机容量的22%，在火电机组中占比37%左右。根据上述规划，2020年前全国每年增加热电联产机组容量900万千瓦，年增加节能能力约800万吨标准煤。在节能减排的大趋势下，我国热电联产产业的发展空间广阔。

热电联产项目审批严格，且前期资金投入量大，行业进入门槛较高。受制于供热半径的限制，热电企业的蒸汽都有明确的供应区域，具有明显的区域垄断性

热电联产行业属于基础设施行业，各地区从实际情况出发，制定当地的城市供热规划和热电联产规划，系统性划分集中供热区域，确定热源点的供热范围。具体热电联产项目建设还需按照规划依据量级报经省级经贸委或国家发改委进行严格的审批，技术上要求热电联产机组的总热效率 $>45\%$ ，热电比根据单机容量的大小区分为 $>50\%$ 或 $>100\%$ 。由于热电联产

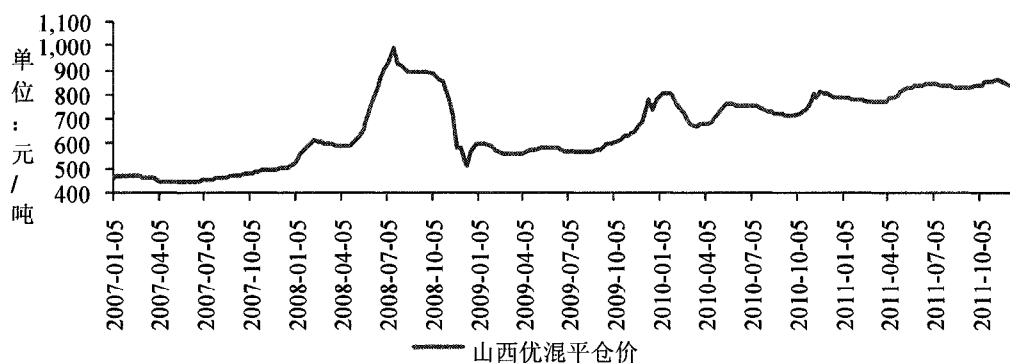
机组平均造价较高（热电联产机组单位千瓦造价约为火电机组的 2 倍）、项目建设周期长等原因，热电联产属典型的资金密集型行业，进入热电联产行业需要较强的资金实力。

一般地，一个热源点的蒸汽供应半径为 8 公里，供热半径 3 公里内不允许修建新的热源点，因此，热源供应企业都有确定的供应范围，且供应范围内受到竞争的可能性极小，行业具有明显的区域垄断性。

热电联产行业的经营业绩受上游煤炭价格波动的影响较大，而通过垃圾焚烧产生的热量发电，能有效降低对煤炭的消耗，增强城市垃圾处理能力，发展前景广阔

热电联产企业所用的主要原料为煤炭，煤炭价格的变化将直接导致热电联产企业运营成本的同方向波动。一方面，煤炭价格受国际能源价格的波动影响较为明显；另一方面，国内煤炭资源分布不均匀，产销地呈分割布局，跨区域运输导致的煤炭运力紧张程度也会影响煤价的变化。

图3 2007年1月-2011年12月动力煤价格走势



资料来源：wind

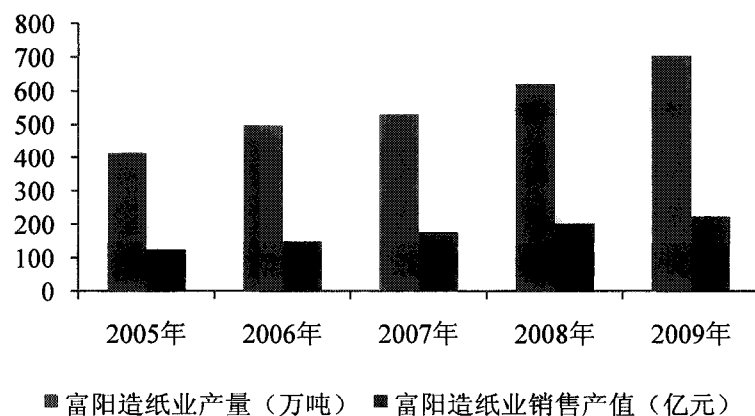
经过近半个世纪的发展，垃圾发电技术日趋成熟。将收集到的垃圾进行分类处理后再进行高温焚烧，在焚烧过程中产生的热能转化为高温蒸汽推动涡轮转动，进而传导至发电机做功产生电能。目前，我国流化床焚烧设备已基本实现国产化，且性能稳定、造价相对较低，流化床垃圾焚烧炉在中小城镇推广较快。同时，垃圾发电技术作为环境保护的重要措施，国务院、国家发改委、建设部和国家环保总局出台了相关政策和法规对其予以支持。垃圾发电在热电联产行业的应用，不仅增强了固废的处理能力，还在一定程度上实现了废品的回收再利用，由此看来，垃圾发电技术在我国的发展前景广阔。

富阳是我国“白板纸基地”，经济发展迅速，用电需求持续增加，造纸企业主要集中在三大工业功能区。未来几年内，新增造纸产能主要位于灵桥和大源工业功能区内，区域内热蒸汽供应企业面临一定的发展机遇

富阳市位于浙江省北部，为杭州地区七县市之一。“十一五”以来，富阳市地区生产总值保持高速增长，2008-2010年富阳市地区生产总值分别为342.9亿元、356.4亿元和415.8亿元，按可比价格计算的增长率分别为12.6%、8.1%和12.3%。2001年以来富阳一直都被评为“全国百强县市”，2010年列“全国县域经济基本竞争力百强县（市）”第28位。近年来富阳市全社会用电量持续增加，2008-2010年全社会用电量分别为48.3亿千瓦时、52.7亿千瓦时和58.9亿千瓦时，增长率分别为7.1%、9.0%和11.8%，随着富阳经济尤其是工业的持续发展，用电需求也将稳定增加。

作为我国纸品需求第四大的纸品，近年来白板纸消费需求增长较快。2010年我国白板纸生产量达1,250万吨，占我国纸品总产量的13.48%，2001-2010年年均复合增长17.18%；2010年白板纸消费量达1,254万吨，2001-2010年年均复合增长13.66%。浙江省已连续多年成为我国第二大造纸省份。富阳市地处国家造纸产业发展的重点地区，近年富阳市纸品产销总体呈上升趋势（如下图所示），地区主要产品有涂布白板纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸等纸品，其中白板纸产量占富阳造纸产量近90%。富阳白板纸产量占我国白板纸产量近50%，是“中国白板纸基地”。

图4 2005-2009年富阳市造纸产业产销情况



资料来源：富阳市造纸行业协会

富阳市造纸企业主要集中在富春江南片区三大造纸工业园区（春江工业功能区、灵桥工业功能区和大源工业功能区）。根据富阳市规划，富阳市江南造纸功能区中的春江工业功能区已基本饱和，只有灵桥工业功能区和大源工业功能区尚有约3,500亩可供开发土地，未来

随着造纸企业的陆续入驻，区域内热蒸汽供应企业面临一定的发展机遇。

表 1 2008-2010 年三大造纸工业功能区发展情况

项 目	2010 年	2009 年	2008 年
投产企业完成工业产值（亿元）	287.19	263.54	255.20
合同入区企业家数（家）	246	243	241

资料来源：富阳市统计局网站

四、经营与竞争

公司从事热电联产业务，收入主要来自于热蒸汽和电力销售，2011 年新增精密冷轧薄板项目

公司是富阳市为发展地方造纸产业、提升本地区环境保护和治理能力相配套的企业，是循环经济体中的重要一环。公司从事热电联产业务，主要产品是电和蒸汽。公司电力产品并入华东电网供应终端电力用户，蒸汽产品则主要供富春江南片区三大造纸工业功能区内造纸企业生产过程中的加热、烘干使用。公司近年主营业务收入及毛利率情况如下表所示：

表 2 公司 2009-2011 年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
热蒸汽	79,874.11	61,378.70	41,919.80
电力	29,311.85	27,949.45	27,863.20
精密冷轧薄板	6,169.68	-	-
合计	115,355.64	89,328.15	69,783.00
主营业务毛利率	20.76%	20.40%	16.03%

资料来源：公司提供

公司近年主营业务毛利率逐年上升，主要是由于以下原因。首先，集中供热优势突出，根据调价原则，煤价每增减 10 元/吨，供热蒸汽价格相应增减 2.1 元/蒸吨，而近年煤价总体上扬；其次，随着公司规模的逐渐增加，单位固定成本的逐渐摊薄，同时，煤炭批量采购模式有效地抑制了煤价的上升；再次，公司还积极研发投入，进行一系列的技改投入，降低能耗，使热电联产的综合热效率不断提高，具体数据详见下表。

表 3 公司近年综合热效率

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
综合热效率	74.70%	71.83%	68.39%

资料来源：公司提供

公司近年热电联产的主要经营数据见表 4。随着“污泥焚烧资源综合利用工程”和“B25

技改工程”完工并投产，2011年底公司的额定供热能力为710蒸吨/小时，发电装机容量达到108兆瓦，年处理垃圾20万吨以上。

表4 公司2009-2011年主要经营数据

项目	2011年	2010年	2009年
供热能力（蒸吨/小时）	710	415	415
供汽量（万蒸吨）	457.55	389.76	322.60
发电装机容量（兆瓦）	108	88	88
杭州市电力局核定的年发电量（万千瓦时）	79,000	75,850	73,556
公司总发电量（万千瓦时）	73,399	71,007	69,056
公司总上网电量（万千瓦时）	62,604	59,902	59,115
其中：资源综合利用机组上网电量（万千瓦时）	13,907	17,106	17,613
总上网电量占总发电量比例	85.30%	84.36%	85.60%

资料来源：公司提供

公司生产中有部分是通过垃圾焚烧产生的热量发电，具有较高的社会效益，同时也给公司带来一定的经济效益。公司资源综合利用机组（即消耗了一定垃圾的机组）上网电价与普通热电联产机组上网电价相比享有一定程度的优惠，一般高0.03-0.04元/度。公司目前有一台24.5兆瓦抽凝发电机组为资源综合利用机组。同时，公司还收到生活垃圾集中焚烧处理的补助，目前补助标准为65元/吨，公司年处理垃圾20万吨以上。

2011年1月，为提高超募资金使用效率，延伸产业链，提高盈利能力，并减少日常关联交易，公司使用超募资金24,500万元收购大股东通信集团精密冷轧薄板项目的资产，并设立浙江富春江环保热电股份有限公司新材料分公司（以下简称“新材料分公司”）。目前一期工程年产40万吨精密冷轧薄板中的20万吨生产线已于2011年5月份投入生产；另20万吨生产线正处在调试阶段。目前该项目处于投产初期，2011年5月-2011年12月收入共计6,169.68万元，毛利率23.27%，该项目未来的收益存在一定的不确定性。

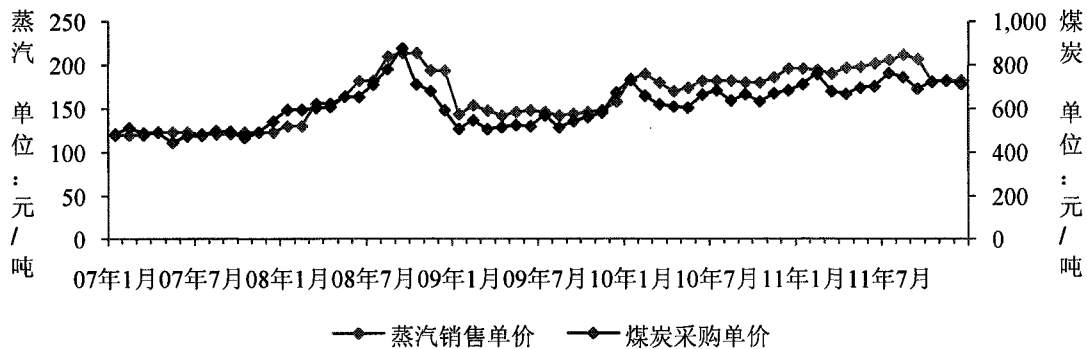
公司电产品定价主要依赖于政府政策，热蒸汽定价受政府管控，但煤炭的采购却主要是市场化定价，定价模式之间的差异对公司的盈利能力可能产生一定的负面影响。公司“以热定电”的经营模式能够在一定程度上保障公司的利润

公司最终产品是蒸汽和电力，属于公共事业产品，公司上网电价由杭州市物价部门根据国家发改委的政策和本地区实际情况制定；供热价格由富阳市发展和改革局根据《富阳市供热价格管理办法》文件进行制定，根据该文件调价原则，煤价每增减10元/吨，供热蒸汽价格相应增减2.1元/蒸吨，目前富阳市发展和改革局对富阳市的市场煤炭销售进行监测和公

布。公司生产的原材料主要是动力煤，约占生产成本的 80%-85%，煤炭的采购主要是市场化定价，近年煤炭价格总体波动较大。采购与销售方面定价机制的差异对公司的盈利能力可能产生一定的负面影响。

由于电力价格市场化程度不高，而蒸汽产品能够在一定程度上转嫁生产成本，公司采用“以热定电”的经营模式，根据热负荷（指单位时间内用户所消耗的热量）的需要，确定最佳机组配置方案，并以满足热负荷的需要为主要目标。公司近年蒸汽销售及煤炭采购单价变动情况如下表所示，虽有一定的滞后性，但蒸汽销售的单价总体与煤炭采购的单价变动方向一致。

图5 2007年1月-2011年12月公司蒸汽销售及煤炭采购单价变动情况



注：图中蒸汽价格取自富阳市发展和改革局公布的供热价格调整文件中的第一档供热单价，即月用气量在1.5万吨及以上的蒸汽价格，且为含税单价。煤炭采购单价则取自公司每月实际平均采购单价，为不含税价格。

资料来源：公司提供

公司在规划的供热区域内具有垄断性，收入来源主要是富春江南三大造纸园区内的企业；随着募投项目的投产，公司收入会有进一步的增加；但公司下游行业集中度较高

公司具有区域自然垄断性特点，根据《富阳市江南片造纸企业集中供热热力规划》，公司的供热区域主要是富阳江南三大造纸园区内的造纸企业，具体为春江街道大桥南路以东及大源和灵桥片区的集中供热，另一家公共热源点为浙江三星热电有限公司，主要负责江南造纸工业园区内春江街道大桥南路以西片区的集中供热。

截止 2011 年 12 月 31 日，主要供热范围内公司供热客户 156 家，其中造纸企业 121 家。据初步统计，公司给予供热的造纸企业总产能 300 万吨，占富阳造纸企业总产能达 40%。

表 5 截至 2011 年 12 月末公司富春三大造纸工业功能区内客户分布情况（单位：家）

项目	造纸企业用户	非造纸企业用户	小计
灵桥工业功能区	55	11	66

春江造纸工业功能区	40	9	49
大源工业功能区	26	15	41
合计	121	35	156

资料来源：公司提供

近年来随着园区内企业的发展和整合提升，公司也加大了资本投入，以提高公司的供热能力。随着公司污泥焚烧资源综合利用工程（系公司股份公开发行的募投项目）和 B25 技改工程的完工并投入试运行，公司的供热能力进一步提高。截至 2011 年 12 月底，公司的额定供热能力达到 710 蒸吨/时，总装机容量 108 兆瓦，这将进一步增加公司的收入。

表 6 截至 2011 年 12 月 31 日，公司的主要设备及产能

项 目	主要设备	产能
垃圾焚烧资源综合利用工程及 B25 技改工程完工后	九炉六机：4 台 130t/h（蒸吨/小时）燃煤循环流化床锅炉，2 台 75t/h（蒸吨/小时）循环流化床垃圾焚烧炉，1 台 142t/h（蒸吨/小时）循环流化床污泥焚烧锅炉，1 台 150t/h（蒸吨/小时）高温高压循环流化床污泥焚烧锅炉，1 台 220t/h（蒸吨/小时）燃煤高温高压循环流化床锅炉；1 台 24.5 兆瓦抽凝发电机组，2 台 12 兆瓦背压发电机组，1 台 15 兆瓦背压发电机组，1 台 20 兆瓦背压发电机组，1 台 25 兆瓦背压发电机组。	额定供热能力达到 710t/h（蒸吨/小时），总装机容量 108 兆瓦，日处理垃圾约 800 吨，日处理含水率 80% 污泥 2,035 吨。

资料来源：公司提供

未来随着灵桥工业功能区和大源工业功能区造纸企业的陆续入驻，公司面临一定的发展机遇。但总体来看，公司产品销售区域集中，且下游行业集中度较高，未来收入对富春江南三大造纸功能区内的企业景气度依赖较大。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的 2009 年、2010 年、2011 年审计报告。公司报表均以新会计准则编制。在 2011 年年报中，公司为统一研发费用的核算口径，对 2010 年度的管理费用和生产成本中的研究开发费进行了重述（将之前计入生产成本中的研发费用调整至管理费用），调整了 2010 年度营业成本和管理费用明细，调整金额为 2,676.97 万元。本报告 2010 年利润表数据及相应分析均基于 2011 年审计报告中合并利润表的上年同期数。

2011 年公司出资 5,000 万元设立全资子公司浙江富春环保新能源有限公司，并纳入合并

报表范围。

资产构成与质量

公司资产规模增加较多，资产流动性明显增强，整体资产质量较高

近年来随着股份的公开发行人和经营规模的扩大，公司总资产规模迅速增加，2009-2011年复合增长率达71.03%。从资产结构来看，近年来，公司流动资产占比增加较多。

表7 近三年公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2011年		2010年		2009年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68,852.29	32.72%	115,636.85	58.81%	6,079.38	8.45%
应收票据	18,882.64	8.97%	1,812.60	0.92%	2,057.63	2.86%
应收账款	11,338.42	5.39%	7,421.66	3.77%	6,322.96	8.79%
预付款项	2,902.31	1.38%	7,361.14	3.74%	863.06	1.20%
存货	7,061.46	3.36%	6,630.57	3.37%	2,765.56	3.84%
流动资产合计	111,625.54	53.05%	138,931.33	70.66%	18,161.35	25.25%
固定资产	87,682.25	41.67%	46,707.55	23.76%	47,940.82	66.65%
在建工程	7,354.16	3.50%	8,074.36	4.11%	2,378.52	3.31%
非流动资产合计	98,785.09	46.95%	57,680.40	29.34%	53,766.84	74.75%
资产总计	210,410.62	100.00%	196,611.73	100.00%	71,928.18	100.00%

资料来源：公司提供

公司的流动资产主要是货币资金、应收票据、应收账款和存货，2011年末这四项目合计占公司总资产的50.44%。近年公司货币资金增加较多，主要是由于2010年9月股份公开发行收到募集资金13.92亿元所致。在2011年公司支付精密冷轧薄板项目收购款2.45亿元、支付现金股利1.07亿元，并支付污泥焚烧资源综合利用工程项目款和B25技改工程项目款后，公司货币资金仍较2009年增加6.28亿元。公司2011年末应收票据较年初增加1.71亿元，主要是由于公司将之前收到的票据直接背书给煤炭供应商，目前公司货币资金充裕，就直接现金付款给供应商，从而获得一定的折扣，同时增加了公司新收到的银行承兑汇票。公司应收账款主要是应收客户的电力和蒸汽款。公司蒸汽供应是下游客户正常生产经营的前提，公司供热款项发生坏账的可能性较小。公司的存货主要是生产所用的燃料煤。

公司非流动资产主要是固定资产和在建工程。2011年末公司固定资产主要是九炉六机。2011年公司增加的固定资产主要是增加的脱硫设备，以及污泥焚烧项目和技改项目结转的二炉一机。公司的在建工程主要是精密冷轧薄板项目。

总体来看，公司资产规模增加较多，资产流动性明显增强，整体资产质量较高。

盈利能力

公司热蒸汽销售具有一定的区域垄断性，近年收入增加较多，盈利能力明显增强

公司收入主要来自于热蒸汽和电力，具有一定的区域垄断性，同时热蒸汽产品具有一定的成本转嫁能力。受金融危机影响，2009年造纸行业景气度下降，公司收入受到一定程度的影响。2010年以来，随着经济景气度的回升及煤炭价格的上扬，公司热蒸汽销量增加、价格上涨，公司收入近年增长较多。同时，公司新增的精密冷轧薄板项目也一定程度增加公司的收入（一期中的20万吨2010年5月投产，2011年5月-2011年12月收入共计6,169.68万元）。

表8 近三年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2011年	2010年	2009年
营业收入	116,558.32	90,956.24	70,330.29
营业利润	20,712.45	13,182.14	7,354.21
营业外收入	2,093.07	2,682.18	1,818.06
利润总额	22,380.71	15,551.88	9,095.48
净利润	19,026.50	13,830.35	9,179.37
综合毛利率	21.58%	21.27%	16.67%
期间费用率	3.67%	6.47%	5.85%
总资产回报率	11.00%	12.61%	15.79%

资料来源：公司提供

毛利率方面，2009-2011年公司综合毛利率逐年增加，主要是由于蒸汽价格上涨、产量增加导致单位固定成本降低以及公司增加一系列技改投入，降低单位能耗所致。公司2010年较2009年毛利率上升较多，部分原因是由于公司2010年将研发费用从生产成本追溯调整至管理费用。若按2011年研发费用的会计核算口径对2009年的营业成本进行重述后计算，2009年公司热电产品的综合毛利率为19.78%。

由于热电厂具有一定的区域垄断性且项目投入后运营成本较低，2009-2010年随着电力和热蒸汽收入的增长，公司的销售费用未有明显上升。公司近年管理费用增加较多，主要是由于研发费用入账科目的调整和新增新材料分公司的管理费用。公司的财务费用2011年较2009年减少4,843.03万元，主要是公司利用超募资金归还了银行借款，减少了利息支出，同时利息收入和采购现金有较大增加，财务费用明显减少。较2009年和2010年相比，2011

年公司的期间费用率大幅下降。

公司的营业外收入主要是政府补助收入，包括垃圾集中焚烧补助、增值税退税、脱硫改造专项资金补助等。目前生活垃圾集中焚烧处理的补助标准为 65 元/吨。

总体来看，公司收入来源稳定，近年收入增长较多，盈利能力明显增强。

现金流

公司经营活动现金流量总体表现较好，近年投资活动支出较多，对筹资活动有一定的依赖

经营活动方面，2009-2011 年公司经营活动净现金流总体表现较好。2011 年，公司不再将收到的银行承兑汇票背书给上游供应商(之前公司将收到的下游客户的承兑汇票背书给上游煤炭供应商)，而是直接现金付款给供应商获得一定的现金折扣。因此公司购买商品、提供劳务支付的现金增加较多，经营活动净现金流表现有所弱化。

投资活动方面，2009-2011 年公司投资活动现金净流出逐年增加，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产。2011 年投资活动现金流出主要是收购精密冷轧薄板项目、污泥焚烧项目和 B25 技改项目投入等。

筹资活动方面，公司 2009-2011 年净流入 82,463.61 万元。2010 年公司筹资活动现金流入规模较大，主要是公司股份公开发行收到募集资金所致。2011 年，公司筹资活动现金流出主要是现金分红。

总体来看，公司经营活动现金流总体表现较好，近年投资活动支出较多，对筹资活动有一定的依赖。

表 9 近三年公司现金流指标 (单位: 万元)

项目	2011 年	2010 年	2009 年
销售商品、提供劳务收到的现金	114,286.77	102,083.02	79,977.00
购买商品、接受劳务支付的现金	99,615.59	81,790.89	58,817.22
经营活动净现金流	5,968.66	16,385.18	19,141.76
投资活动净现金流	-42,003.22	-10,623.30	-5,775.49
筹资活动净现金流	-10,750.00	103,795.58	-10,581.97
现金净增加额	-46,784.55	109,557.47	2,784.29

资料来源：公司提供

财务安全性

公司目前资产负债率低，债务压力小

受益于股份的公开发行人和自身利润的积累，公司自有资本实力得到增强，2009-2011年，所有者权益年均复合增长133.90%。同时由于使用超募资金将银行借款归还，公司负债总额近年明显减少。综合来看，随着资本实力的增强和负债规模的减小，公司资本结构得到明显改善，财务安全性较高。

表10 近三年公司资本结构（单位：万元）

项目	2011年	2010年	2009年
负债总额	19,607.43	14,135.04	37,053.02
其中：流动负债	16,319.18	10,455.78	11,964.89
非流动负债	3,288.25	3,679.26	25,088.13
所有者权益	190,803.19	182,476.70	34,875.15
负债与所有者权益比率	10.28%	7.75%	106.24%

资料来源：公司提供

从负债结构来看，公司的负债以流动负债为主。流动负债主要是应付账款、预收款项、和其他应付款。公司的应付账款主要是应付工程款和原材料款。

表11 近三年公司负债构成（单位：万元）

项目	2011年		2010年		2009年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	12,139.55	61.91%	8,611.95	60.93%	5,076.79	13.70%
预收款项	2,268.62	11.57%	175.98	1.24%	179.83	0.49%
其他应付款	787.77	4.02%	774.68	5.48%	541.88	1.46%
流动负债合计	16,319.18	83.23%	10,455.78	73.97%	11,964.89	32.29%
长期借款	-	-	-	-	22,700.00	61.26%
其他非流动负债	3,288.25	16.77%	3,679.26	26.03%	2,388.13	6.45%
非流动负债合计	3,288.25	16.77%	3,679.26	26.03%	25,088.13	67.71%
负债总额	19,607.43	100.00%	14,135.04	100.00%	37,053.02	100.00%

资料来源：公司提供

整体来看，受益于股份的公开发行人和自身利润的累积，公司的资本结构得到极大改善，资产负债率低，偿债压力小。

表12 近三年公司偿债能力指标

项目	2011年	2010年	2009年
资产负债率	9.32%	7.19%	51.51%

流动比率	6.84	13.29	1.52
速动比率	6.41	12.65	1.29
EBITDA 利息保障倍数	-	16.60	8.20

注：2011 年公司利息支出为 0；

资料来源：公司提供

附录一 资产负债表

资产负债表（单位：万元）			
项目	2011年	2010年	2009年
货币资金	68,852.29	115,636.85	6,079.38
应收票据	18,882.64	1,812.60	2,057.63
应收账款	11,338.42	7,421.66	6,322.96
预付款项	2,902.31	7,361.14	863.06
其他应收款	124.53	68.51	72.76
存货	7,061.46	6,630.57	2,765.56
其他流动资产	2,463.89	-	-
流动资产合计	111,625.54	138,931.33	18,161.34
投资性房地产	-	-	559.61
固定资产	87,682.25	46,707.55	47,940.82
在建工程	7,354.16	8,074.36	2,378.52
无形资产	3,740.13	2,892.90	2,883.12
递延所得税资产	8.55	5.59	4.77
非流动资产合计	98,785.09	57,680.40	53,766.83
资产总计	210,410.62	196,611.73	71,928.18
应付账款	12,139.55	8,611.95	5,076.79
预收款项	2,268.62	175.98	179.83
应付职工薪酬	42.38	14.14	24.02
应交税费	1,080.86	879.04	198.01
应付利息	-	-	44.37
其他应付款	787.77	774.68	541.88
一年内到期的非流动负债	-	-	5,900.00
流动负债合计	16,319.18	10,455.78	11,964.89
长期借款	-	-	22,700.00
其他非流动负债	3,288.25	3,679.26	2,388.13
非流动负债合计	3,288.25	3,679.26	25,088.13
负债合计	19,607.43	14,135.04	37,053.02
实收资本(或股本)	42,800.00	21,400.00	16,000.00
资本公积金	112,884.08	134,284.08	5,912.89
盈余公积金	4,881.91	2,979.26	1,596.23
未分配利润	30,237.20	23,813.35	11,366.03
归属于母公司所有者权益合计	190,803.19	182,476.70	34,875.15
所有者权益合计	190,803.19	182,476.70	34,875.15
负债和所有者权益总计	210,410.62	196,611.73	71,928.18

附录二 利润表

利润表（单位：万元）			
项 目	2011 年	2010 年	2009 年
一、营业总收入	116,558.32	90,956.24	70,330.29
营业收入	116,558.32	90,956.24	70,330.29
二、营业总成本	95,845.86	77,774.09	62,976.07
营业成本	91,407.53	71,607.46	58,607.38
营业税金及附加	134.10	272.12	255.08
销售费用	71.70	33.38	39.28
管理费用	6,951.41	4,716.69	1,977.10
财务费用	-2,742.34	1,138.74	2,100.69
资产减值损失	23.46	5.71	-3.46
三、营业利润	20,712.45	13,182.15	7,354.21
加：营业外收入	2,093.07	2,682.18	1,818.06
减：营业外支出	424.81	312.46	76.79
四、利润总额	22,380.71	15,551.88	9,095.48
减：所得税	3,354.21	1,721.52	-83.9
五、净利润	19,026.50	13,830.35	9,179.37

附录三-1 现金流量表及补充资料

现金流量表（单位：万元）			
项目	2011年	2010年	2009年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	114,286.77	102,083.02	79,977.00
收到的税费返还	262.68	1,963.45	2,202.74
收到其他与经营活动有关的现金	2,814.30	2,060.15	3,751.79
经营活动现金流入小计	117,363.75	106,106.61	85,931.53
购买商品、接受劳务支付的现金	99,615.59	81,790.89	58,817.22
支付给职工以及为职工支付的现金	2,649.86	1,414.96	1,139.32
支付的各项税费	4,987.69	4,467.19	5,310.03
支付其他与经营活动有关的现金	4,141.95	2,048.39	1,523.21
经营活动现金流出小计	111,395.09	89,721.43	66,789.78
经营活动产生的现金流量净额	5,968.66	16,385.18	19,141.76
投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	797.57	1.20
收到其他与投资活动有关的现金	1,462.86	209.01	73.26
投资活动现金流入小计	1,462.86	1,006.58	74.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	43,466.08	11,629.87	5,849.95
投资活动现金流出小计	43,466.08	11,629.87	5,849.95
投资活动产生的现金流量净额	-42,003.22	-10,623.30	-5,775.49
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	134,540.40	-
筹资活动现金流入小计	-	134,540.40	-
偿还债务支付的现金	-	28,600.00	5,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,700.00	1,425.61	5,181.97
支付其他与筹资活动有关的现金	50.00	719.21	-
筹资活动现金流出小计	10,750.00	30,744.82	10,581.97
筹资活动产生的现金流量净额	-10,750.00	103,795.58	-10,581.97
现金及现金等价物净增加额	-46,784.55	109,557.47	2,784.29
加：期初现金及现金等价物余额	115,636.85	6,079.38	3,295.09
期末现金及现金等价物余额	68,852.29	115,636.85	6,079.38

附录三-2 现金流量表及补充资料

现金流量补充表（单位：万元）			
项 目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	19,026.50	13,830.35	9,179.37
加：资产减值准备	23.46	5.71	-3.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,233.62	5,929.84	5,606.52
无形资产摊销	85.72	68.15	65.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-321.61	2.38
财务费用	-1,462.86	1,172.23	1,977.63
递延所得税资产减少	-2.95	-0.83	25.08
存货的减少	-1,412.79	-4,197.75	-1,004.99
经营性应收项目的减少	-26,476.49	-3,236.98	-445.66
经营性应付项目的增加	8,954.46	3,129.91	3,727.17
其他	-	6.16	12.32
经营活动产生的现金流量净额	5,968.66	16,385.18	19,141.76
间接法-现金及现金等价物净增加额	-46,784.55	109,557.47	2,784.29

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入净额} - \text{营业成本}) / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入净额}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / \text{计入财务费用的利息支出}$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入净额}$	

附录五 公司债券信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，浙江富春江环保热电股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，浙江富春江环保热电股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与浙江富春江环保热电股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如浙江富春江环保热电股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江富春江环保热电股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照

成立跟踪评级项目组、对浙江富春江环保热电股份有限公司进行电话访谈和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送浙江富春江环保热电股份有限公司及相关监管部门。

