



# 2023年浙江新中港热电股份有限公司公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。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证券信用评级的变化  
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2023 年浙江新中港热电股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
新港转债	AA-	AA-

## 评级日期

2023 年 6 月 25 日

## 联系方式

**项目负责人：**顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

**项目组成员：**高爽  
gaos@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江新中港热电股份有限公司（以下简称“新中港”或“公司”，股票代码：605162.SH）作为热电联产企业，在区域内具有一定的自然垄断性，跟踪期内公司与主要客户合作稳定，业务持续性仍较好，且公司技术上采用高参数的全背压型热电联产机组，综合热效率等指标良好，仍具有一定能耗和环保优势；同时中证鹏元也关注到，跟踪期内煤炭市场价格高位运行对公司成本端产生较大压力，公司盈利能力有所下滑，同时 2022 年公司供应商结构发生较大变化，采购集中度较高，存在对单一供应商依赖，且伴随资本性支出持续进行，公司面临一定资金支出压力。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	16.87	13.50	13.65	9.46
归母所有者权益	11.78	11.16	11.40	5.94
总债务	4.25	1.18	1.15	2.91
营业收入	1.94	9.65	7.71	5.71
净利润	0.10	1.16	1.14	1.57
经营活动现金流净额	0.31	1.65	1.15	2.12
净债务/EBITDA	--	-0.57	-1.23	0.23
EBITDA 利息保障倍数	--	53.90	23.67	30.38
总债务/总资本	26.42%	9.51%	9.19%	32.87%
FFO/净债务	--	-132.87%	-59.82%	306.53%
EBITDA 利润率	--	22.26%	23.18%	42.22%
总资产回报率	--	10.81%	13.54%	24.03%
速动比率	4.73	2.11	2.42	1.46
现金短期债务比	5.95	2.45	3.07	1.41
销售毛利率	12.33%	19.74%	21.88%	41.06%
资产负债率	29.89%	17.03%	16.48%	37.25%

注：2021-2022 年净债务为负使得净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均为负  
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司业务仍具有较好持续性。**公司作为热电联产企业，在浙江省嵊州市区域内具有一定的自然垄断特点，跟踪期内，公司与下游主要客户合作稳定，2022 年营业收入同比增长 25.19%；同时，公司主要在建项目均定向配套客户需求，伴随产能释放，未来公司收入规模有望进一步扩大。
- **公司仍具有一定的能耗和环保优势。**公司技术上均采用高参数的背压型机组，新型循环流化床锅炉可发挥环保优势，2022 年公司全厂综合热效率仍保持在 85%左右，综合热效率、单位供热标煤耗、单位供电标煤耗等指标优于浙江省地方标准的先进值；同时，公司 2021-2022 年有望继续产生碳排放权配额结余，该等结余碳排放权配额市场化交易可继续为公司提供盈利补充。

## 关注

- **煤炭价格波动与盈利能力下滑风险。**2022 年原材料成本占公司主营业务成本的比重仍在 85%左右，其价格波动对公司产品成本的影响仍较大，2022 年煤炭市场价格高位运行，公司生产成本明显提高，2022 年公司销售毛利率为 19.74%，2023 年 1-3 月销售毛利率进一步下滑至 12.33%，盈利能力持续下滑。
- **供应商集中风险。**2022 年公司供应商结构发生较大变化，前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例增至 77.75%，采购集中度大幅提升，其中对浙江物产环保能源股份有限公司采购占比达 51.75%，对单一供应商采购依赖较大。
- **公司面临一定资金支出压力。**截至 2022 年末，公司在建项目尚需一定投资规模，除募集资金覆盖部分外，尚存在一定资金缺口；同时公司在建项目投资回收期较长，未来运营能否达到预期收益存在一定不确定性。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在区域内具有一定的自然垄断特点，与下游客户合作较稳定，预计未来业务持续性较好。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	新中港	协鑫能科	宁波能源	杭州热电	富春环保	恒盛能源
总资产	13.50	299.37	117.01	39.87	91.56	10.96
净资产	11.20	121.84	46.94	24.79	44.14	8.85
营业收入	9.65	106.83	92.97	36.29	47.91	8.87
净利润	1.16	6.56	4.05	2.63	3.64	1.38
销售毛利率	19.74%	15.15%	6.09%	9.26%	16.53%	25.31%
资产负债率	17.03%	59.30%	59.88%	37.81%	51.79%	19.26%

注：以上各指标均为 2022 年及 2022 年末数据

资料来源：Wind

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					0
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/新港转债	2022-5-24	顾春霞、高爽	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
新港转债	3.69	3.69	2022-5-24	2029-3-7

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于 2023 年 3 月发行 6 年期 3.69 亿元公司债，募集资金原计划用于 80,000Nm<sup>3</sup>/h 空压机项目、向陌桑现代茧业供热管道及配套管线项目、高效化、清洁化、智能化改造项目以及偿还银行贷款和补充流动资金。截至 2023 年 5 月末，“新港转债”募集资金中购买结构性存款 4,000.00 万元，七天通知存款 4,000.00 万元，3 年期定期存款（可提前支取）5,000.00 万元，专项账户余额为 1,097.08 万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更；截至 2023 年 3 月末，公司控股股东仍为浙江越盛集团有限公司（以下简称“越盛集团”），实际控制人仍为谢百军、谢迅父子，其合计通过越盛集团间接控制公司 46.93% 股份，公司股权结构见附录二。

截至 2023 年 6 月 20 日，公司已质押股权合计 50,091,484 股，占总股本的 12.51%，全部为越盛集团以其合法拥有的公司部分限售股股票作为质押资产对可转债进行质押担保，占其持有公司股份的 16.75%。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务仍为采用热电联产的方式进行热力产品和电力产品的生产及供应。

2022 年公司合并范围新增增加 1 家子公司，2023 年 1-3 月公司合并范围无变化，具体详见表 1。截至 2023 年 3 月末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录四所示。

**表1 2022 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 2022 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江浙再新中港再生能源科技有限公司	51.00%	1,000.00	RDF 燃料棒的生产与销售	新设

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

**热电联产行业仍具有较高的政策壁垒和资金壁垒，未来具有能耗和环保优势的企业可持续通过出售富余配额获得收益；行业竞争格局整体较分散，具有一定的区域自然垄断性特点**

热电联产行业仍具有较强的政策壁垒，热电联产项目的建设需地方政府进行核准。2014年国家发改委将热电项目的建设核准权限下放，目前，浙江省对抽凝式燃煤热电项目由浙江省发改委核准，其余类型热电联产项目由设区市的发改委核准。热电联产项目需要在地方政府的建设规划内，按照“统一规划、以热定电、立足存量、结构优化、提高能效、环保有限”的原则建设，一定区域内能落地的项目数量和规模受到限制。此外，热电联产属于公共基础设施行业，为典型重资产行业，行业整体投资回收期较长，资金壁垒较强。热电联产项目前期建设投入较大，需要在厂房、设备等建设投入大量资金，对于部分客户，还需铺设专用供热管网并长期维护，资产专用性较强，外部进入者需具备相当的资金实力和运营能力。同时，根据《2021、2022年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》，未

来碳排放管理水平较好、排放水平低的热电联产企业可以通过出售富余配额获得收益，

**表2 热电联产行业相关最新政策**

时间	文件	颁布部门	主要内容
2022年1月	《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》	国家发改委、国家能源局	培育多元竞争的市场主体。有序放开发用电计划，分类推动燃气、热电联产、新能源、核电等优先发电主体参与市场。
2022年1月	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	国家发改委、国家能源局	充分挖掘现有大型热电联产企业供热潜力，鼓励在合理供热半径内的存量凝汽式煤电机组实施热电联产改造。
2022年3月	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》	国家发改委、国家能源局	因地制宜布局氢燃料电池分布式热电联供设备；结合增量配电改革和综合能源服务试点，开展氢电融合的微电网示范，推动燃料电池热电联供应用实践。
2022年6月	《减污降碳协同增效实施方案》	生态环境部、国家发改委、工业和信息化部、住房城乡建设部、交通运输部、农业农村部、国家能源局	推进水环境治理协同控制。推广污水处理厂污泥沼气热电联产及水源热泵等热能利用技术；提高污泥处置和综合利用水平；在污水处理厂推广建设太阳能发电设施。
2022年8月	《关于进一步提升煤电能效和灵活性标准的通知》	国家能源局综合司、国家发改委办公厅、市场监管总局办公厅	有关标准化技术委员会抓紧整合修订《常规燃煤发电机组单位产品能源消耗限额》（GB 21258-2017）、《热电联产单位产品能源消耗限额》（GB 35574-2017）等煤电能效和灵活性相关考核约束标准。
2023年3月	《2021、2022年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》	生态环境部	配额方案新增灵活履约机制及个性化纾困机制，鼓励大容量、高效率、低排放机组和承担热电联产任务等机组，使碳排放管理水平较好、排放水平低的企业可以通过出售富余配额获得收益。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

竞争格局方面，热电联产行业具有一定的区域自然垄断性特点，市场集中度仍较分散。多数热力生产与供应企业使用蒸汽作为热力传导媒介，蒸汽通过管道运输时会存在一定的损耗，长距离运输的经济性较差。当前国家政策及行业发展规划都不提倡在同一区域重复建设多个燃煤锅炉，并通过集中建设热电联产机组逐步淘汰部分地区历史上形成的分散燃煤锅炉现状，一个有供热需求的工业园区往往也只设立一个主要热源，主要热源点附近已建成的热电联产项目将获得先发优势，具有区域内的竞争排他性。

当前热电联产行业市场集中度整体较为分散，尚未形成全国性的大型供热集团。除公司外，绍兴区域内的热电联产企业主要包括浙江华佳热电集团有限公司（位于新昌县）、绍兴上虞杭协热电有限公司（位于上虞经济技术开发区）、浙江天马热电有限公司（位于绍兴滨海工业园区一期及马鞍镇）、绍兴中成热电有限公司（位于绍兴袍江工业区）等。上述热电联产企业供热范围均集中在所属区域，客户以印染、造纸企业为主，蒸汽价格和品质将影响区域内印染业务的流动性和造纸客户的生产积极性，因此周边的热电联产企业在某种程度上存在间接竞争。

行业内的部分规模企业正在向能源投资主体转换，企业的跨区域能力逐步增强，行业并购与域外拓展将进一步提升行业竞争态势。嵊州市周边以热电联产为主业的上市公司中，浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“富春环保”，股票代码：002479.SZ）上市前仅由母公司在“全国白板纸基地”——浙江省富阳市开展集中供热业务，上市后通过收购子公司常安能源、江苏热电、新港热电、东港热电，分别进入常安纺织科技园、江苏中关村科技产业园、常州市新北工业园区、浙江省衢州市等区域参与供



热；宁波能源集团股份有限公司（以下简称“宁波热电”，股票代码：600982.SH）上市前仅在宁波市北仑区开展集中供热业务，上市后开展并购或域外拓展设立了子公司光耀热电（位于余姚市黄家埠镇）和金华热电（位于金华市婺城区罗埠镇）、科丰热电（位于宁波市国家高新区）、久丰热电和明州热电（分别位于宁波市镇海区蟹浦化工区、宁波市鄞州区姜山镇）等，转型为多区域的综合性能源投资集团。

### 我国未来工业和居民采暖热力需求仍将保持稳定增长态势，有效促进热电联产装机发展

中国城镇化快速发展，特别是在北方城市地区，推动了过去 20 年中国集中供暖消费的增长。中国的城市人口有 40% 以上生活在北方采暖地区，在居民数量超过 20 万人的 295 个城市中，有 132 个位于比较寒冷的北方采暖地区。快速发展的城镇化推动了较寒冷的北方采暖地区的室内采暖能源需求，截至 2021 年底，全国城市集中供暖面积达 106.03 亿平方米，过去 20 年增长接近 8 倍，每年增长率均在 5% 以上。

图 1 全国城市集中供热面积逐年增长，近 20 年增长率均在 5% 以上（单位：亿平方米）



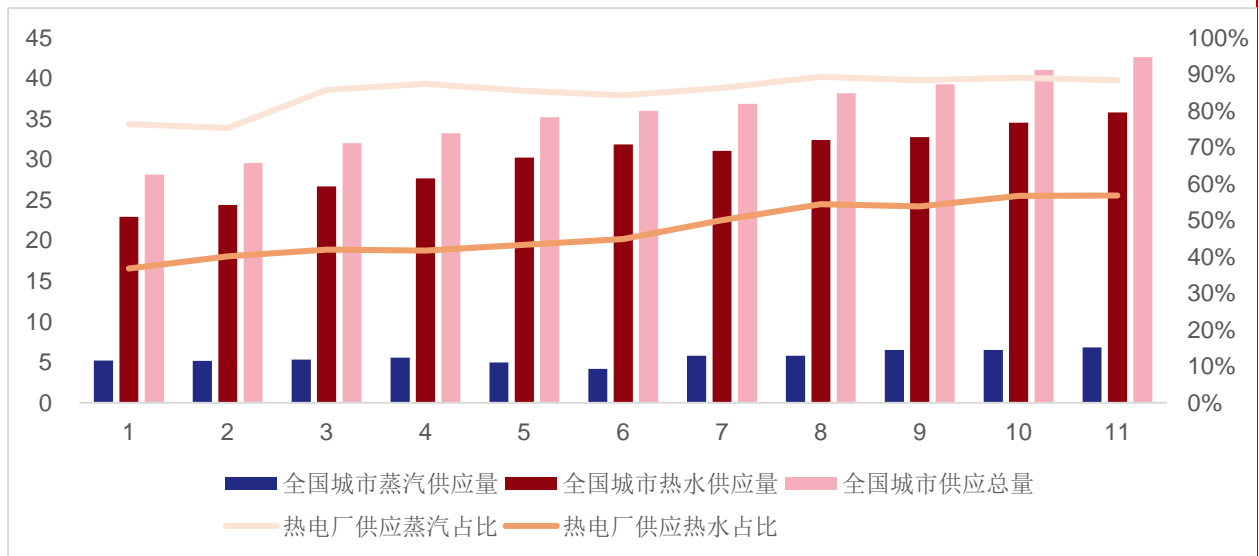
资料来源：住房和城乡建设部，中证鹏元整理

工业层面，为解决针对工业锅炉热效率低、污染严重的现状，国家及各地政府纷纷出台相应政策推动工业锅炉的升级改造。诸多政策、规划都提倡集中供热替代分散供热，这也成为工业锅炉改造的主流方式。伴随国家加快产业升级、提升节能减排标准，工业园区化趋势愈加明显。在钢铁、有色、化工、轻工等产业园区开展热电联产，实现资源梯级利用的需求日益强烈。可以看到诸如长三角、珠三角等区域各级政府在工业园区规划、改造中，均采取集中供热、热电联产的技术方案进行招标，行业的市场需求正在逐步释放。

供热产品中蒸汽主要供工业生产，热水主要供民用采暖，过去 10 年我国城市集中供热总量持续增长，同时热电厂供应的蒸汽和热水热量占比也在持续提升。据住房和城乡建设部统计，我国城市集中供

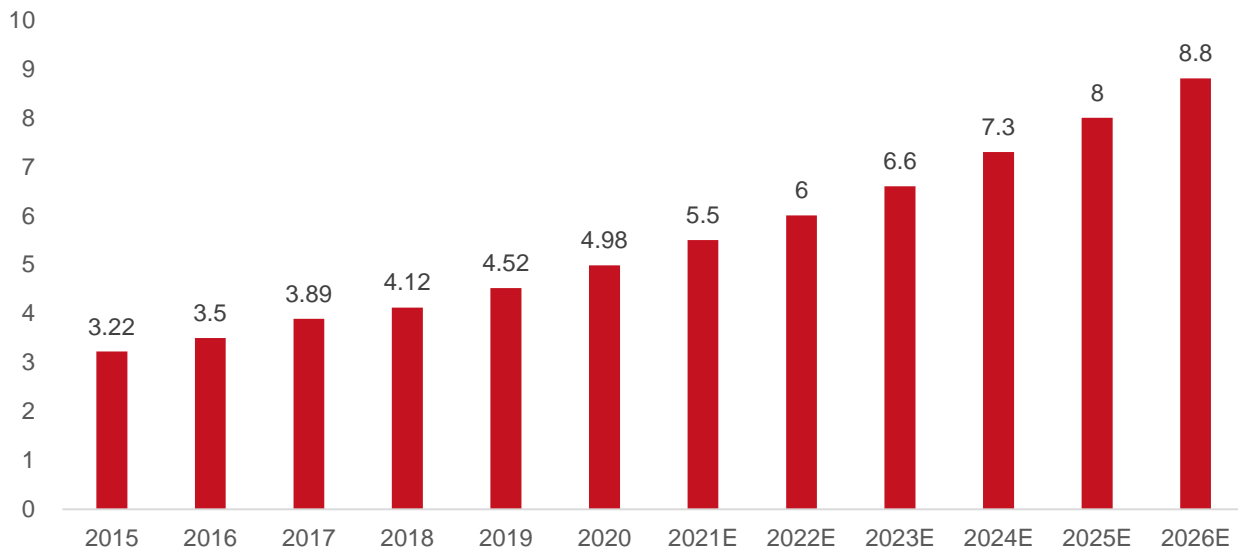
热中，2021年全国城市热水供热总量为35.77亿GJ，其中热电厂供应占比为56.77%，占比较2012年提升16.67个百分点；全国城市蒸汽供热总量为6.82亿GJ，其中热电厂供应占比为88.30%，占比较2012年提升13.08个百分点，近10年占比均在75.00%以上。。

**图2 近10年我国城市集中供热总量持续增长，其中由热电厂供应的蒸汽和热水占比不断提升（单位：亿GJ）**



资料来源：国家统计局，住房和城乡建设部，中证鹏元整理

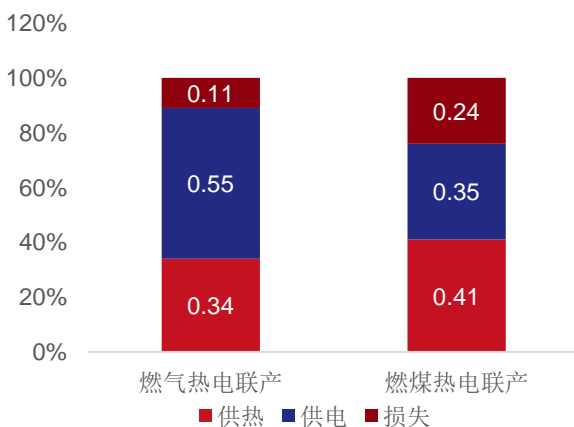
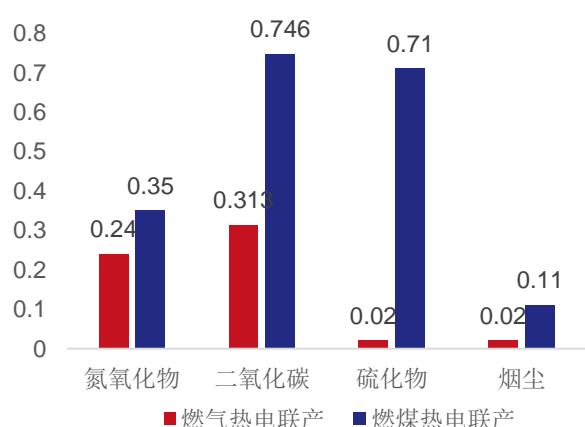
从中长期看，我国未来工业和居民采暖热力需求仍将保持稳定增长态势，有效促进热电联产装机发展。根据前瞻产业研究院测算及预测，截至2020年底我国热电联产装机容量约为4.98亿千瓦，未来5年预计我国热电联产装机容量规模将以10%的年均复合增长率增长，到2026年，我国热电联产装机容量规模将突破8.8亿千瓦。

**图3 预计我国热电联产装机容量规模呈持续增长趋势（单位：亿千瓦）**


资料来源：中电联，前瞻产业研究院，中证鹏元整理

**燃气热电联产具有能效利用优势和环保优势，2022 年我国煤占比进一步下滑，但仍占据主体地位；2022 年煤炭价格高位运行对热电联产企业成本管控和盈利形成较大压力**

热电联产主要燃料为煤炭和天然气，与燃煤热电联产相比，燃气热电联产具有能效利用优势和环保优势。在燃烧同等热值燃料的情况下，燃气机组损失只有燃煤机组的一半不到，高品质的能源“电”的产出率是燃煤机组的 157%，供热量是燃煤机组的 83%；从氮氧化物、硫化物、烟尘和二氧化碳排放来看，在符合国家标准时，燃气机组污染物和二氧化碳排放量均显著优于燃煤机组（以上数据均以 9HA.01 燃气与 66 万超临界煤电对比计算）。

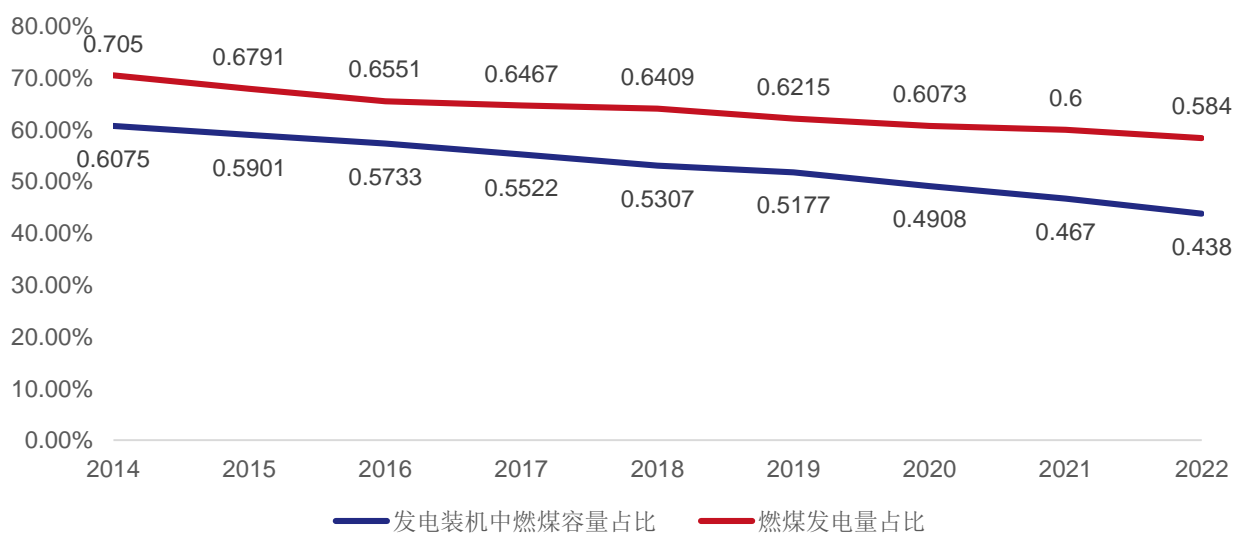
**图4 燃气热电联产较燃煤热电联产能量转化效率更高**

**图5 燃气机组污染物和二氧化碳排放量优于燃煤机组（单位：g/kWh、kg/kWh、g/kWh、g/kWh）**


资料来源：《天然气联合循环电厂热电联产优越性》，中证鹏元整理

资料来源：《天然气联合循环电厂热电联产优越性》，中证鹏元整理

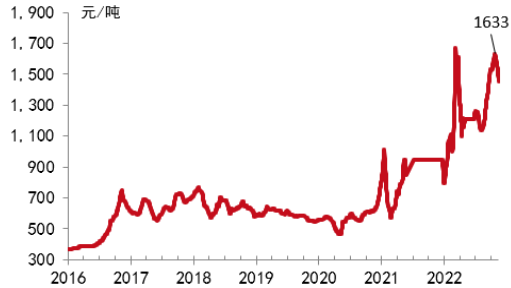
美国、欧洲等国家热电联产燃料以天然气为主，据美国能源部最新数据统计，2019年美国热电联产总装机规模达到8,077.51万千瓦，其中以天然气为原料的燃气热电联产装机容量达到5,819.73万千瓦，占比超过70%。双碳背景下，我国电力能源结构中煤电占比持续下降，2022年全国煤电装机及发电量规模占比进一步降至43.80%、58.40%，但整体占比仍较高。考虑到我国煤多气少的资源禀赋，以及煤炭相对于天然气的价格优势，未来相当长一段时间内，煤电的主体地位难以改变。

**图6 我国电力能源结构仍以煤电为主**



资料来源：中国电力企业联合会，中证鹏元整理

2022年煤炭价格高位运行。2022年初受春节保供要求以及寒冬采暖影响动力煤需求旺盛，同时供给端受印尼出口禁令、俄乌冲突爆发等海外事件扰动，动力煤价格形成首轮上涨；二季度随着供暖季结束，居民用电进入淡季，同时国内下游制造业用电需求低迷，煤炭价格持续回调。三季度受我国夏季持续高温干旱影响，一方面居民用电增速大幅上升，另一方面干旱导致水电出力断崖式下滑，电煤日耗走高，煤价持续上行。至三季度末，非电煤需求开始接力，叠加供给端仍受大型会议管控等因素影响整体收紧，动力煤价格仍继续攀升，至2022年10月下旬，京唐港动力末煤平仓价（Q5500K，山西产）最高攀升至1,633元/吨，较年内低点涨幅达到105.93%。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，一季度受钢厂复产补库需求提振，叠加国内外煤价倒挂，进口煤规模缩减，炼焦煤价格持续上涨至4月中旬的3,350元/吨，较年内低点涨幅超过36.7%，随后受房地产等因素影响，钢铁下游需求疲软、钢价下跌，炼焦煤价格不断回调至11月中旬的2,410元/吨，整体来看，全年价格呈先涨后跌。

**图7 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图8 京唐港山西产主焦煤价格先涨后跌**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为嵊州市唯一的公用供热企业，公司主要从事热力、电力产品的生产供应，跟踪期内，公司与下游客户群保持稳定合作，业务持续性仍较好，跟踪期内公司营业收入规模保持增长，受原材料煤炭价格上涨影响，公司盈利能力有所下滑

公司作为浙江省嵊州市唯一的公用供热企业，采用热电联产的方式进行热力产品和电力产品的生产及供应。跟踪期内，公司收入仍主要来源于热力、电力的销售，收入占比合计均在 95% 以上，其中热力业务主要面向嵊州市工业园区内的 150 多家工业用户供应蒸汽，电力直接销售给国家电网公司。2022 年公司蒸汽产品售价随煤炭等原材料价格上涨而提升，同时，由于 6# 机组投产后焓效率提高，在供热量小幅增长的情况下，当期公司上网电量大幅增加，综合影响下，2022 年公司营业收入同比增长 25.19%。毛利率方面，公司盈利仍由热力和电力产品共同贡献，其中电力业务的毛利率水平高于蒸汽业务，受煤炭等原材料价格上涨以及毛利率水平相对较低的低压蒸汽产品销售占比增加影响，2022 年公司销售毛利率下滑至 19.74%。2023 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.94 亿元，较上年同期下滑 8.22%，受原材料价格上涨影响，2023 年 1-3 月毛利率水平进一步下滑至 12.33%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
热力	14,882.22	76.59	9.81	75,821.16	78.57	18.40	61,137.22	79.31	18.48
电力	3,591.34	18.48	23.84	17,607.15	18.25	24.81	15,366.27	19.93	32.48
压缩空气	900.81	4.64	14.64	1,391.97	1.44	25.12	-	-	-
固体燃料棒	6.85	0.04	38.51	-	-	-	-	-	-
主营业务收入小计	<b>19,381.22</b>	<b>99.75</b>	<b>12.12</b>	<b>94,820.28</b>	<b>98.26</b>	<b>19.69</b>	<b>76,503.49</b>	<b>99.25</b>	<b>21.29</b>
其他业务收入小计	<b>48.71</b>	<b>0.25</b>	<b>99.20</b>	<b>1,679.23</b>	<b>1.74</b>	<b>22.56</b>	<b>580.89</b>	<b>0.75</b>	<b>99.73</b>

合计	19,429.93	100.00	12.33	96,499.51	100.00	19.74	77,084.38	100.00	21.88
----	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------

注：本期债券募投项目“80,000Nm<sup>3</sup>/h 空压机项目”主要生产高压压缩空气产品，电拖部分已于 2022 年 9 月投产，实现对外供应压缩空气。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司作为热电联产企业，跟踪期内，业务在嵊州市仍具有一定的区域垄断性，与下游客户群保持稳定合作，业务持续性仍较好**

公司作为热电联产企业，业务在区域内仍具有一定自然垄断特点。根据当地政府划分的集中供热区域及确定的热源点供热范围，公司建设并运营供热管网，面向嵊州市工业园区内的 150 多家工业用户供应蒸汽，同时将联产电力产品销售给国网浙江省电力有限公司嵊州市供电公司，业务持续性仍较好。公司实行“以热定电、热电联产”的生产模式，所生产的热力和电力均为瞬时型产品，生产直接或间接取决于下游客户热负荷情况。公司在蒸汽供应管网的末端装有传感器，实时监测末端用户蒸汽的温度与压力等参数，根据客户的需求量，传送反馈给工厂调整蒸汽的产量和参数，保证蒸汽的供需平衡；同时，公司所产出的电力除部分内部自用电外全部销售给国网浙江省电力有限公司嵊州市供电公司。

产品定价方面，公司热力定价机制仍由中心价、阶梯价、优惠价三部分构成，中心价综合考虑生产经营成本、用户承受能力，以及周边县市（区）市场行情等因素，与客户协商确认产品销售价格，同时根据主要原材料价格及产品市场价格波动情况，在保证合理毛利率水平前提下相应调整产品定价；阶梯价是公司根据不同用户的当月用汽量分档分别计价，其中以中心价（每月用汽量 500 的用户）为基准，月用汽量越大的企业，阶梯价越便宜；优惠价是公司根据不同的企业性质、热损情况、交易成本、政府政策导向等多种因素，分别给予不同用户不同的优惠折扣。电力销售价格方面，公司作为省级以下电网调度的发电企业，上网电价由浙江省物价局制定。

跟踪期内，公司热力产品的销售模式为直销，主要通过银行转账方式付款，部分用户以银行承兑汇票形式支付蒸汽款，账期一般在 12-30 天，个别大客户账期根据协议延长到 1-2 个月；公司电力产品主要销售给国网浙江省电力有限公司嵊州市供电公司，双方签订长期购售电合同，每月底结算，账期一般为 1-2 个月。

2022 年因经济下行及外贸出口受阻的影响，下游客户用汽量有所下降，但因向浙江华天再生资源有限公司等新客户供应低压蒸汽量增加，综合影响下公司总供热量保持稳定，2022 年公司销售蒸汽 269.38 万吨，同比增长 0.47%，其中售价水平较低的低压蒸汽产品销量有所增长，由于印染行业外贸出口受阻，部分客户出口订单减少，导致中压蒸汽使用量下滑，中压蒸汽销量同比下降 6.51%；受益于 IPO 募投项目“节能减排升级改造项目”（6#机组）投产后焓效率提高，在供热量小幅增长的情况下，2022 年公司实现发电量 49,694.09 万 kwh，同比增长 21.39%，其中上网电量 39,193.37 万 kwh，同比增长 15.49%，上网电量增长不及发电量，主要系电拖投产后，部分电量转换为生产压缩空气所致。2022 年原材料煤碳价仍处于高位，因煤热联动，公司蒸汽产品平均售价同比增长 23.43%；2022 年公司电力平均结算单价保

持相对稳定。

**表4 2021-2022年公司主要产品销售情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
蒸汽	销售量（万吨）	269.38	268.11
	销售收入（万元）	75,821.16	61,137.22
	平均售价（元/吨）	281.46	228.03
电力	销售量（万 KWh）	39,193.37	33,936.16
	销售收入（万元）	17,607.15	15,366.27
	其中：环保电价补贴（万元）	175.85	296.33
	平均结算单价（元/KWh）	0.44924	0.4441

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表5 2021-2022年公司低压、中压蒸汽产品销售情况**

产品名称	项目	2022年	2021年
低压蒸汽 (0.785MPa)	销售量（万吨）	230.26	226.27
	销售收入（万元）	63,527.32	50,103.84
	平均售价（元/吨）	275.90	221.44
中压蒸汽 (3.2MPa)	销售量（万吨）	39.12	41.84
	销售收入（万元）	12,293.83	11,033.38
	平均售价（元/吨）	314.25	263.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客户群体仍主要为国网浙江省电力有限公司嵊州市供电公司及嵊州地区的印染、造纸、医药公司，热电联产行业具有较高的区域壁垒，对于电力客户，公司不参与电力销售的市场竞争，所发电量全额优先上网并按政府定价结算；同时作为嵊州市唯一一家公用集中供热企业，公司根据客户用热需求，铺设运营供热管道向客户供应蒸汽，跟踪期内，公司与客户群体保持稳定的合作关系。从客户集中度来看，2022年公司前五大客户构成较为稳定，前五大客户营业收入占比为 51.88%，较上年有所降低，但仍保持较高水平。

**煤炭采购成本在公司主营业务成本中占比仍较大，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利影响，且 2022 年公司供应商结构发生较大变化，当前原材料采购集中度仍较高**

2022年原材料成本占公司主营业务成本的比重仍在 85%左右，其价格波动对公司产品成本的影响仍较大。公司生产所需的原材料包括煤炭、天然气、石灰石等，其中煤炭仍为最主要的原材料，天然气为两台高峰备用锅炉燃料。公司煤炭采购价格变动趋势与动力煤价格指数（CCI）和国内主要港口平均价格趋势基本保持一致，2022年煤炭价格中枢大幅上扬，公司煤炭采购单价较上年增长 21.75%，当期直接材料耗用金额大幅增加，导致直接材料占比上升；2023年一季度煤炭价格较上年同期涨幅较大，但公司蒸汽平均价格下降，且电价维持不动，当期销售毛利率有所下滑，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利影响。

**表6 公司主要原材料采购情况**

主要原材料	项目	2022年	2021年
煤炭	采购额（万元）	65,380.38	49,640.95
	采购数量（万吨）	53.01	49.00
	采购单价（元/吨）	1,233.37	1,013.05
天然气	采购额（万元）	499.67	1,269.01
	采购数量（万立方米）	100.27	405.95
	采购单价（元/立方米）	4.98	3.13
石灰石	采购额（万元）	361.61	472.46
	采购数量（万吨）	2.41	3.19
	采购单价（元/吨）	149.90	148.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料采购模式仍分为通过直接向终端生产商采购和通过贸易商采购两种方式。公司会根据生产需求确定采购数量，并根据不同供应商的报价和交货期，结合煤炭价格走势和自身资金安排确定供应商以及采购时间。公司当前平均每月耗煤 4 万余吨，在保证至少一个月的安全库存基础上，综合考虑煤炭市场价格趋势、天气情况、各批次煤炭质量等因素，调整采购与仓储规模。结算方式上，公司采购的主要原材料煤炭为大宗商品，普遍要求预付全部货款。双方一般以每船为一批次进行结算，供应商指定交货地点，离岸平仓交货，公司将煤炭从北方港口海运至宁波港后，委托社会公路车辆将煤炭送货入厂，相关运费均由公司承担。

为保障煤炭供应量，2022年公司供应商结构发生较大变化，公司扩大与浙江物产环保能源股份有限公司、天津北方能源有限公司等贸易商合作，前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例增至 77.75%，采购集中度大幅提升，其中对浙江物产环保能源股份有限公司采购占比达 51.75%，对单一供应商采购依赖较大。

**表7 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年度	供应商名称	产品	采购额（不含税）	占比(%)
2022年	浙江物产环保能源股份有限公司	煤	44,213.12	51.75
	天津北方能源有限公司	煤	13,924.48	16.30
	擎宇电力燃料（海南）有限公司	煤	3,890.71	4.55
	太原锅炉集团有限公司	设备	2,319.18	2.71
	上海中煤华东有限公司	煤	2,086.41	2.44
	<b>合计</b>		<b>66,433.90</b>	<b>77.75</b>
2021年	宁波浙缘煤炭销售有限公司	煤	10,764.23	12.57
	神华销售集团华东能源有限公司	煤	10,682.64	12.48
	中国能源建设集团浙江火电建设有限公司	节能减排升级改造项 目安装、土建	9,378.09	10.96
	浙江华佳热电集团能源有限公司	煤	8,114.21	9.48



济宁港铁物流有限公司	煤	6,854.37	8.01
<b>合计</b>		<b>45,793.54</b>	<b>53.50</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司技术上均采用高参数全背压机组配套新型循环流化床锅炉，仍具有能耗和环保优势，跟踪期内公司产能水平保持稳定，在建项目投产后，公司收入规模有望进一步扩大，但较大规模资本支出也

给公司带来一定的资金压力

近年通过对原有机组的技术升级以及高参数机组的陆续投产，目前公司主力汽轮机组整体参数较高，高参数机组具有能耗低、发电效率高等优势；且汽轮机均采用背压机组运行，与抽凝及冷凝机组高达 50% 以上的冷端热损失相比，2022 年公司全厂综合热效率仍保持在 85% 左右，综合热效率、单位供热标煤耗、单位供电标煤耗等指标优于浙江省地方标准的先进值。同时，公司锅炉均为循环流化床锅炉，一般炉内脱硫脱硝效率较高，具备环保处理成本低和高可靠性的优势。

此外，2020 年末生态环境部曾发布通知，将全国 2,225 家发电企业（包括燃气电厂）纳入 2019-2020 年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单，公司为名单内企业；2021 年公司通过全国碳排放权交易系统大宗协议转让的方式累计出售节余碳排放配额 50 万吨，成交价格 50 元/吨（含税），交易总金额 2,500 万元，相关收益计入非经常性损益。2023 年 3 月，生态环境部公布《2021、2022 年度全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》，由于碳排放配额分配与供电量、供热量挂钩且上不封顶，碳排放强度低于基准值的企业不仅碳排放配额充足，而且将可产生结余额的碳排放配额，公司 2021-2022 年度有望继续实现碳排放权配额结余，该等结余配额的市场化交易可为公司提供盈利补充。

**表8 2022 年公司能耗及热效率情况**

项目	单位	浙江省地方标准《热电联产能效、能耗限额及计算方法》（DB33/642-2019）			2022 年公司综合热效率、标煤耗
		1 级	2 级	3 级	
综合热效率	%	≥80	≥75	≥65	85.17
单位供热标煤耗	Kg 标煤/GJ	≤39.6	≤40.5	≤41.1	38.13
单位供电标煤耗	G 标煤/kWh	≤190	≤250	≤295	152.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

IPO 募投项目节能减排升级改造项目 2021 年 9 月建成投产后，公司目前为 5 炉 5 机运行，2022 年设计理想热负荷仍为 448.8t/h，发电装机容量仍为 99.5MW，产能水平保持稳定。2022 年公司各在建项目建设持续推进中，其中热网扩容改造项目为 IPO 募投项目，主要对部分线路的输热管网进行扩容改造，为节能减排升级改造项目的配套建设项目；空压机项目为本期债券募投项目，建成投产后公司将新增热负荷 70t/h，同时将建设一台 15MW 的背压式汽轮机，用于驱动 1 台压缩空气总产量 93,000Nm<sup>3</sup>/h 空气压缩机组，其中 3.55Mpa(a)压缩空气 80,000Nm<sup>3</sup>/h 外供浙江吴越能源有限公司，0.9Mpa(a)压缩空气部分

13000Nm<sup>3</sup>/h 用于公司厂内替代；另建设 1 套 93,000Nm<sup>3</sup>/h 电动空气压缩机组作为备用（包括外供 3.55Mpa(a)压缩空气 80,000Nm<sup>3</sup>/h 和厂内替代自用 0.9Mpa(a)压缩空气部分 13000Nm<sup>3</sup>/h），备用电动空气压缩机组已于 2022 年 9 月先行投产，实现对外供应压缩空气。若以上项目全部顺利投产，届时公司供热、供电以及压缩空气总产能将大幅提升，公司新增产能、产品线与陌桑现代茧业、吴越能源有限公司等客户需求适配，公司未来收入规模有望持续扩大。截至 2022 年末，公司在建项目预计总投资合计 4.64 亿元，尚需投资超过 2.60 亿元，除募集资金覆盖部分外，尚存在一定资金缺口，公司未来仍面临一定资金压力。

**表9 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

序号	项目名称	项目类型	总投资	已投资
1	热网扩容改造项目	IPO 募投项目 <sup>1</sup>	1.76	1.04
2	空压机项目	本期可转债募投项目	2.14	0.82
3	供热管道项目	本期可转债募投项目	0.51	0.06
4	改造项目	本期可转债募投项目	0.23	0.12
合计	-	-	<b>4.64</b>	<b>2.04</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制，2022 年公司合并范围新增子公司 1 家，具体详见表 1。

### 资本实力与资产质量

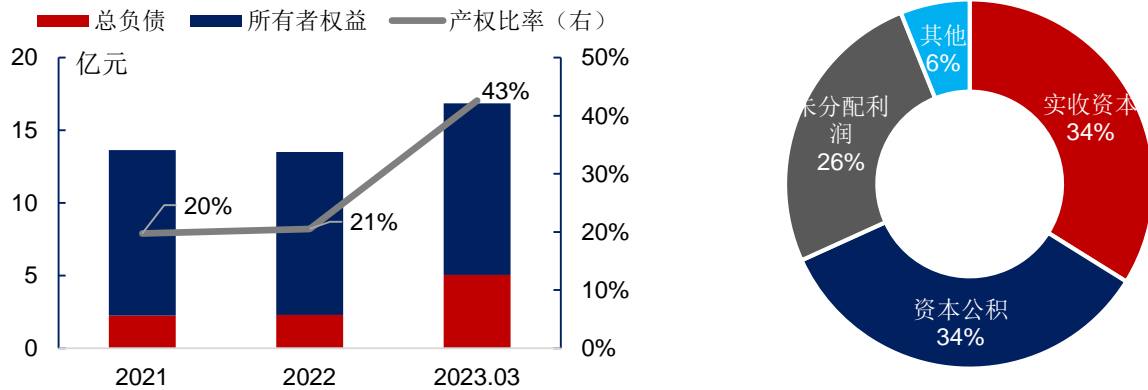
**公司整体资产规模仍较小，资产整体质量尚可，但需关注固定资产折旧对公司利润挤压**

公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积、实收资本构成，受益于成功发行可转换公司债券计入权益部分 0.52 亿元，2023 年 3 月末公司所有者权益规模有所提升，但整体资本实力仍较弱；同时，“新港转债”发行使得公司负债规模大幅增长；2023 年 3 月末公司产权比率增至 42.63%，所有者权益对负债的覆盖程度仍尚可。

**图 9 公司资本结构**

**图 10 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**

<sup>1</sup> 热网扩容改造项目已完工，但部分决算未完成，此处仍列入在建项目。



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2022 年末，公司固定资产主要包括机器设备 3.55 亿元、房屋及建筑物 1.36 亿元、管网 1.70 亿元，其中账面价值合计 0.46 亿元固定资产尚未办理产权证书，固定资产在公司总资产中占比较高，2022 年固定资产新增计提折旧 0.70 亿元，计提规模较上年增长 46.55%，短期将对公司利润形成一定挤压；公司在建工程主要为在建的空压机项目、陌桑茧业热网项目及高效化、清洁化改造项目等，随着热网仙岩线复线项目、空压机项目部分建设完工转固，2022 年末公司固定资产规模有所增长；无形资产主要为公司为项目建设储备购入的土地使用权。

公司货币资金主要为银行存款，受益于发行可转换公司债券募集资金到账，2023 年 3 月末，公司货币资金规模较上年末增长 184.30%，其中 110.74 万元未到期应收利息使用受限。截至 2022 年末，公司应收账款的账龄基本为 1 年以内，欠款方余额前五名合计占比为 49.65%，除国网浙江省电力有限公司嵊州市供电公司外，欠款方仍主要为当地的纺织服装、印染、造纸类民营企业，面临一定账款回收风险；应收票据全部为银行承兑汇票。存货主要为原材料与在途物资，其中煤炭占较大比例；公司主要产品热力、电力为瞬时型产品，存货中不存在在产品、半成品或产成品；2022 年末公司存货规模较上年增长 163.24%，主要系当期原材料煤炭库存增加所致。

跟踪期内公司资产规模保持增长，但整体资产规模仍较小，资产以固定资产、货币资金等为主。公司固定资产规模较大，随着公司项目建设投入增加，需关注后续折旧对公司利润的挤压，且公司近年新建的亚临界发电机组与热网管道回报周期较长，仍需关注项目后续运营情况。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.59	33.12%	1.97	14.55%	2.39	17.53%
应收账款	1.09	6.45%	1.31	9.69%	1.20	8.81%
存货	0.88	5.25%	1.07	7.92%	0.41	2.98%
应收票据	0.80	4.71%	0.68	5.07%	0.65	4.78%

流动资产合计	8.57	50.79%	5.19	38.44%	5.81	42.59%
固定资产	6.57	38.93%	6.64	49.16%	6.23	45.67%
在建工程	0.61	3.64%	0.56	4.16%	0.63	4.64%
无形资产	0.55	3.25%	0.56	4.12%	0.58	4.24%
非流动资产合计	8.30	49.21%	8.31	61.56%	7.84	57.41%
资产总计	16.87	100.00%	13.50	100.00%	13.65	100.00%

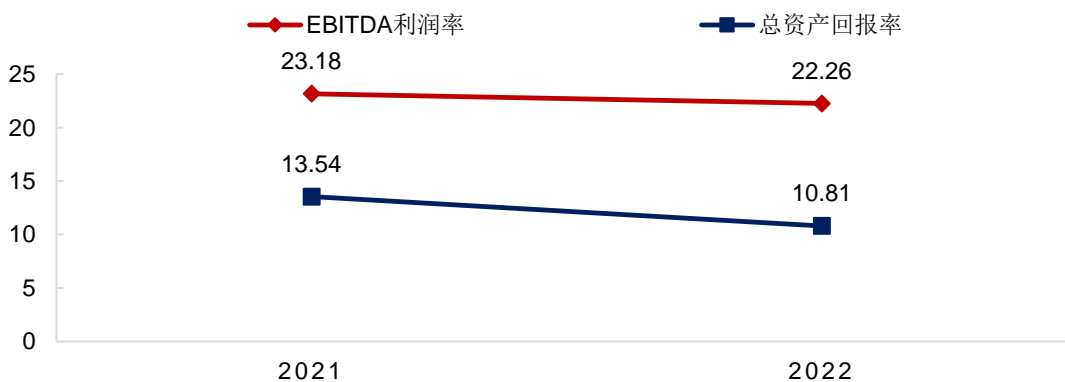
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司业务持续性仍较好，2022 年营业收入规模持续增长，跟踪期内原材料价格上涨对公司成本控制形成较大压力，需注意原材料价格变动对公司盈利的不利影响

公司为热电联产企业，具有一定的区域自然垄断特点，与下游客户建立长期、稳定合作关系，业务持续性仍较好，公司热力产品售价随原材料价格变动上浮，同时 6#机组投产使得公司上网电量增加，2022 年营业收入规模持续增长。由于上游原材料煤炭占营业成本比重仍较高，其价格变动对公司盈利能力影响较大，2022 年上游主要原材料煤炭市场价格中枢上移，公司库存周期相对较短，在原材料市场价格中枢上移的背景下，公司原材料采购价格增幅较大，成本端面临压力较大，2022 年公司 EBITDA 利润率持续下滑，未来仍需注意原材料价格变动对公司盈利的不利影响。2022 年公司资本性支出持续推进，公司总资产规模增长较快，总资产回报率持续下滑。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

本期债券发行后，公司杠杆水平有所提升，债务规模增长明显，但跟踪期短期流动性状况亦有所改善，偿债指标仍较好

“新港转债”成功发行使得 2023 年 3 月末公司总债务规模增至 4.25 亿元，其中短期债务在总债务中占比为 25.23%。截至 2022 年末，公司短期借款为 1.08 亿元，主要为信用借款；长期借款为系空压机项

目贷款；截至 2023 年 3 月末公司应付债券为“新港转债”负债部分。经营性负债方面，公司应付账款主要为生产设施建设和设备更新改造等工程设备款，以及部分原材料和辅助材料的采购款。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.07	21.25%	1.08	46.85%	1.03	45.70%
应付账款	0.32	6.32%	0.45	19.58%	0.72	31.97%
<b>流动负债合计</b>	<b>1.63</b>	<b>32.25%</b>	<b>1.95</b>	<b>84.93%</b>	<b>2.23</b>	<b>99.17%</b>
长期借款	0.10	1.99%	0.10	4.35%	0.00	0.00%
应付债券	3.07	60.99%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.42</b>	<b>67.75%</b>	<b>0.35</b>	<b>15.07%</b>	<b>0.02</b>	<b>0.83%</b>
<b>负债合计</b>	<b>5.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.25</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	4.25	84.22%	1.18	51.21%	1.15	51.26%
其中：短期债务	1.07	21.25%	1.08	46.85%	1.15	51.26%
长期债务	3.17	62.97%	0.10	4.35%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 年 3 月“新港转债”发行使得公司负债规模大幅增加，2023 年 3 月末公司资产负债率和总债务/总资本指标均有所增长，杠杆水平有所提升，但仍处于较低水平。2022 年公司净债务仍为负，净债务/EBITDA 与 FFO/净债务均为负值，且 EBITDA 对利息保障程度仍较好。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

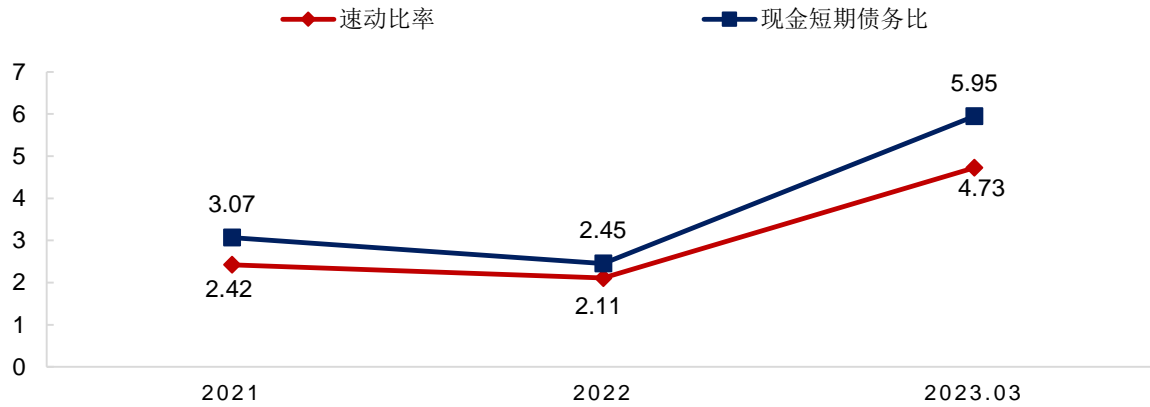
指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
经营活动净现金流（单位：亿元）	0.31	1.65	1.15
FFO(亿元)	--	1.63	1.31
资产负债率	29.89%	17.03%	16.48%
净债务/EBITDA	--	-0.57	-1.23
EBITDA 利息保障倍数	--	53.90	23.67
总债务/总资本	26.42%	9.51%	9.19%
FFO/净债务	--	-132.87%	-59.82%
经营活动现金流/净债务	-15.04%	-134.98%	-52.32%
自由现金流/净债务	-0.88%	-26.19%	66.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，由于现金规模有所降低，2022 年末公司现金短期债务比与速动比率略有下滑，受益于“新港转债”募集资金净额 3.60 亿元到账，以及经营活动产生的现金流（OCF）、FFO 增长，2023 年 3 月末公司短期流动性大幅改善。公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。2023 年 3 月末公司现金类资产可完全覆盖其短期债务，公司尚未使用银行授信额度为 1.87 亿元，具有一定备用流动性伴随经营规模扩大，2022 年公司经营活动产生的现金流（OCF）为 1.65 亿元，较上年有所改善，同时

2022 年公司资本性支出规模降低，同期自由现金流（FCF）转正，但考虑到公司在建项目尚需一定投资规模，除募集资金覆盖部分外，尚存在一定资金缺口。

**图 12 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平仍未产生较大负面影响

环境方面，公司及其子公司的污染防治设施均按环评要求建设与运行，污染物均按照要求排放，跟踪期内，公司及其子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。

社会方面，根据公司提供的《行政处罚情况说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理与管理方面，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。2022 年 2 月，王幼妃女士因退休原因辞去公司董事会秘书职务，公司董事会秘书变更为密志春先生，截至 2023 年 3 月末，公司组织结构见附录三。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 5 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 13 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、本期债券偿还保障分析

### 越盛集团以其合法拥有的公司部分限售股股票作为质押资产对本期债券提供担保

本期债券发行采用股份质押的担保方式，公司控股股东越盛集团将其合法拥有的公司股票合计 50,091,484 股作为质押资产进行质押担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

## 九、结论

公司作为浙江省嵊州市唯一的公用供热企业，采用热电联产的方式进行热力产品和电力产品的生产及供应，在区域内具有一定的自然垄断特点，跟踪期内公司与下游客户合作稳定，收入规模持续增长，公司业务持续性仍较好，随着在建项目投产，公司收入规模有望进一步增加；公司技术上均采用高参数的背压型机组，全厂综合热效率较高，具有一定能耗和环保优势，节余碳排放权配额市场化交易有望为公司带来盈利补充。同时，我们也注意到公司供应商集中度较高，原材料成本占公司主营业务成本的比重仍在 85% 左右，其价格波动对公司产品成本的影响仍较大，2022 年煤炭市场价格高位运行，公司盈利能力亦有所下滑。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“新港转债”的信用等级为 AA-。

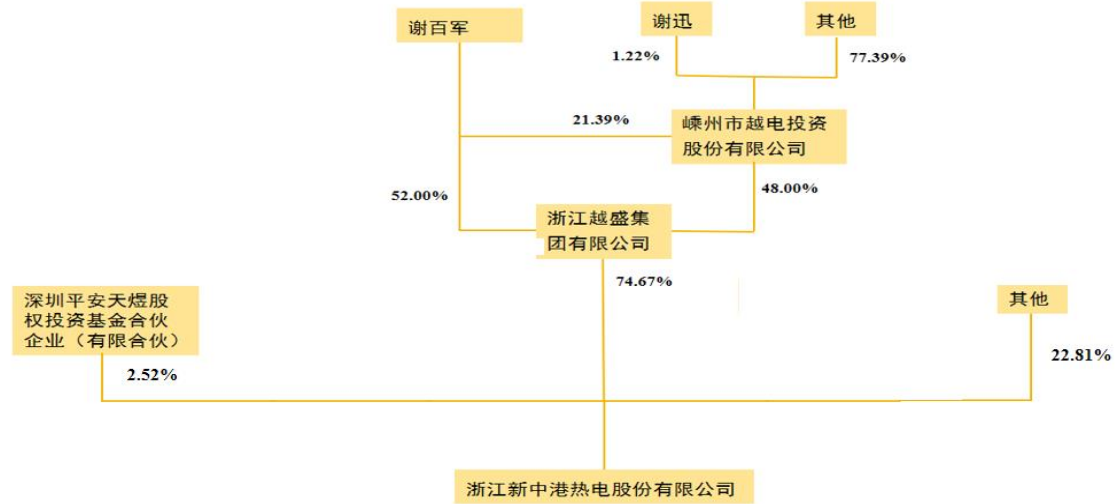
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.59	1.97	2.39	1.88
应收票据及应收账款	1.88	1.99	1.85	1.45
流动资产合计	8.57	5.19	5.81	3.76
固定资产	6.57	6.64	6.23	2.88
非流动资产合计	8.30	8.31	7.84	5.71
资产总计	16.87	13.50	13.65	9.46
短期借款	1.07	1.08	1.03	1.54
流动负债合计	1.63	1.95	2.23	2.35
应付债券	3.07	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.42	0.35	0.02	1.18
负债合计	5.04	2.30	2.25	3.53
总债务	4.25	1.18	1.15	2.91
所有者权益	11.82	11.20	11.40	5.94
营业收入	1.94	9.65	7.71	5.71
营业利润	0.13	1.44	1.26	1.91
净利润	0.10	1.16	1.14	1.57
经营活动产生的现金流量净额	0.31	1.65	1.15	2.12
投资活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.82	-3.11	-2.25
筹资活动产生的现金流量净额	3.60	-1.26	2.46	0.25
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	2.15	1.79	2.41
FFO	--	1.63	1.31	1.69
净债务	-2.07	-1.22	-2.20	0.55
销售毛利率	12.33%	19.74%	21.88%	41.06%
EBITDA 利润率	--	22.26%	23.18%	42.22%
总资产回报率	--	10.81%	13.54%	24.03%
资产负债率	29.89%	17.03%	16.48%	37.25%
净债务/EBITDA	--	-0.57	-1.23	0.23
EBITDA 利息保障倍数	--	53.90	23.67	30.38
总债务/总资本	26.42%	9.51%	9.19%	32.87%
FFO/净债务	--	-132.87%	-59.82%	306.53%
速动比率	4.73	2.11	2.42	1.46
现金短期债务比	5.95	2.45	3.07	1.41

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

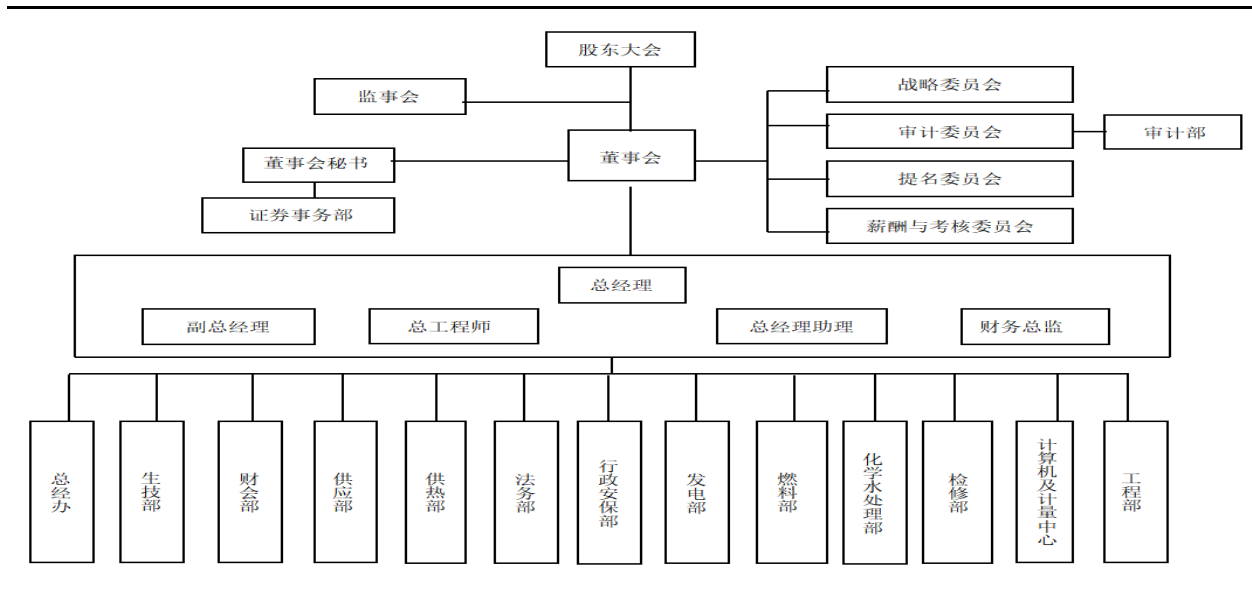


## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供，公司 2023 年一季报，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江越盛能源科技有限公司	6,000.00	100.00%	煤炭贸易
浙江浙再新中港再生能源科技有限公	1,000.00	51.00%	RDF 燃料棒的生产与销售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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、债务人主体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（含）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

### 四、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。