

# 信用等级公告

联合[2016]1316号

浙富控股集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙富控股集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**浙富控股集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”**

**浙富控股集团股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年十月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 浙富控股集团股份有限公司

### 2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 12 亿元（含）

本期发行规模：0.5 亿元

债券期限：3 年期，附存续期间第 2 个计息年度末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：股票质押担保

质押股票：上海二三四五网络控股集团股份有限公司股票

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2016 年 10 月 27 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额(亿元)	42.44	50.50	52.12	56.10
所有者权益(亿元)	25.51	30.52	31.41	31.24
长期债务(亿元)	1.00	4.30	4.70	5.00
全部债务(亿元)	11.69	12.40	13.18	15.27
营业收入(亿元)	7.96	6.86	7.07	5.35
净利润(亿元)	0.90	1.05	1.01	0.58
EBITDA(亿元)	1.80	2.72	2.60	--
经营性净现金流(亿元)	-1.01	-0.82	1.21	0.84
营业利润率(%)	26.58	9.11	21.75	26.32
净资产收益率(%)	4.37	3.74	3.25	1.85
资产负债率(%)	39.89	39.55	39.75	44.32
全部债务资本化比率(%)	31.41	28.88	29.56	32.83
流动比率(倍)	1.42	1.22	1.54	1.16
EBITDA 全部债务比(倍)	0.15	0.22	0.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.47	4.20	3.82	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.61	5.44	5.19	--

注：1、公司 2016 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化。  
2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙富控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“浙富控股”）的评级反映了其作为一家以水电设备、核电设备和特种电机设计、制造和销售为主的上市公司，具备较强的研发实力和产品生产能力，具有突出的专利技术优势、较高的客户美誉度和较强的资本运作能力。公司合同能源管理业务盈利能力较强，未来成长空间较大。联合评级同时也关注到市场竞争加剧、公司主要产品的产能利用率不高、原材料价格及汇率波动和库存积压等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在“大能源”业务方面的不断发展，公司在清洁能源设备领域及节能环保领域市场竞争力将进一步加强；同时，配合公司在“战略性新兴产业”方面资本运作的深化，公司整体盈利能力及综合竞争力有望进一步增强。目前，公司 2016 年拟发行股份购买资产并募集配套资金事项预案已通过董事会审议，如该事项顺利实施，公司资本实力有望进一步增强，但该事项能否最终获准仍存在不确定性。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

为确保本次债券如期兑付，公司将所持上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”）的股票进行质押，为本次债券提供担保。二三四五目前的主营业务为互联网信息服务业务，其核心产品覆盖面较广，已形成稳定的客户群体，未来发展较好。本次债券股票质押条款要求质押股票市值对本次债券及本期债券本金的覆盖倍数为 2.00 倍，该项担保措施对本次债券及本期债券的信用水平有明显的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. 公司具有较强的产品研发能力，在各主营业务领域拥有经验丰富的专业技术团队，建有完备的研究开发和科技创新体系；在核心技术领域具备突出的技术优势。

2. 公司的制造水平、工艺、生产设备和生产管理水平较高，在国内外具有较高的客户美誉度。

3. 通过“大能源+战略性新兴产业”的战略部署，使得公司经营多元化；通过并购、资源整合和资本运作，在一定程度上降低公司主营业务风险，提升了公司的经营能力。

4. 公司以二三四五股票进行质押，为本次债券提供担保，对本次债券信用水平带来显著的积极影响。

## 关注

1. 公司所处清洁能源产业受宏观经济影响，行业周期性明显，且受行业政策影响较大，其业务发展持续性面临一定挑战。

2. 公司上游原材料价格波动对公司成本控制提出挑战；随着公司境外业务的不断增长，汇率波动对公司影响较大。

3. 公司产品生产周期较长，如出现客户工程延期，将带来大量库存的积压。

4. 公司盈利能力对投资收益依赖较大。

5. 公司主要产品产能利用率较低。

## 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

程家女

电话：010-85172818

邮箱：chengjn@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

浙富控股集团股份有限公司（以下简称“公司”或“浙富控股”）前身为于2004年3月由孙毅、富春江富士水电设备有限公司、彭建义、富春江水电设备总厂电站设备成套公司、杭州西湖电力电子技术有限公司与另外29名自然人出资1亿元发起设立的浙江富春江水电设备有限公司（以下简称“富春江水电”）。富春江水电于2005年6月、2006年2月和7月和2007年4月和6月共进行5次股权转让，并于2007年6月和7月进行3次增资后，注册资本变更为2.15亿元。

2007年8月，富春江水电以截至2007年7月31日经浙江天健会计师事务所有限公司审计的净资产1.58亿元，按1.4757:1的比例折为10,739.00万股，整体变更设立为股份有限公司，注册资本为1.07亿元，超过折股部分的0.51亿元计入资本公积。

经中国证监会《关于核准浙江富春江水电设备股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2008]923号）批准，公司于2008年8月向社会公开发行人民币普通股3,580万股，此次公开发行股票完成后，公司注册资本变更为1.43亿元。2010~2013年，公司通过多次资本公积转增股本并进行第一次非公开发行股票71,644.08万股后，注册资本变更为14.26亿元。2013年12月，公司因经营需要更为现名。2014年7月，公司进行第二次非公开发行股票10,861.96万股并回购部分限制性普通股后，注册资本变更为15.22亿元。2015年7月，公司以资本公积转增股本方式完成增资，注册资本变更为19.79亿元。

截至2015年6月底，公司前十大股东如下表所示，公司实际控制人为自然人孙毅先生。公司股票简称为“浙富控股”，股票代码为“002266”。

表1 截至2016年6月底公司前十大股东情况（单位：万股、%）

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例	股本性质
1	孙毅	40,004.35	20.22	限售流通 A 股，A 股流通股
2	应保良	5,506.70	2.78	限售流通 A 股，A 股流通股
3	朱建星	5,375.51	2.72	限售流通 A 股
4	彭建义	3,230.52	1.63	限售流通 A 股，A 股流通股
5	中央汇金资产管理有限责任公司	2,653.73	1.34	A 股流通股
6	房华	2,622.20	1.33	限售流通 A 股
7	平安证券—宁波银行—平安—稳盈 5 号集合资产管理计划	2,028.78	1.03	A 股流通股
8	傅友爱	1,427.36	0.72	限售流通 A 股，A 股流通股
9	余永清	1,344.61	0.68	限售流通 A 股，A 股流通股
10	鲍建江	1,138.89	0.58	A 股流通股
合计		<b>65,332.65</b>	<b>33.03</b>	

资料来源：公司提供

公司主要经营范围：压力容器（《中华人民共和国特种设备制造许可证》有效期至2017年10月28日）；电站机电工程总承包。（经营范围中涉及许可证的项目凭证经营），对外承包工程（详见《中华人民共和国对外承包工程资格证书》）。生产、加工：水轮发电机组及安装、水工机械设备、机电配件、化纤机械设备、金属结构件、电站机电设备，有色金属的销售，实业投资，经营进出口业务。主要产品：水轮发电机组、特种发电机、核电设备。

截至2015年底，公司下设集团工作部、投资管理中心、经济运营中心、人力资源中心、财务管理中心、油气事业部、北京销售分公司、证券部等职能部门（见附件1），另外，公司纳入合并

范围内的子公司18家，截至2015年底，公司在职工1,479人。

截至2015年底，公司合并资产总额52.12亿元，负债合计20.72亿元，所有者权益31.41亿元，其中归属于母公司的所有者权益29.03亿元。2015年，公司实现营业收入7.07亿元，净利润1.01亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.71亿元。2015年，公司经营活动现金流量净额为1.21亿元，现金及现金等价物净增加额-0.07亿元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额56.10亿元，负债合计24.86亿元，所有者权益31.24亿元，其中归属于母公司的所有者权益29.20亿元。2016年1~6月，公司实现营业收入5.35亿元，净利润0.58亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.36亿元。2016年1~6月，公司经营活动现金流量净额为0.84亿元，现金及现金等价物净增加额0.44亿元。

公司注册地址：浙江省桐庐县县城迎春南路177号浙富大厦25F；法定代表人：孙毅。

## 二、本期公司债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“浙富控股集团股份有限公司2016年公司债券（第一期）”，本次债券发行总额不超过12.00亿元，其中本期债券发行规模为0.50亿元。本期债券为3年期，附存续期间第2个计息年度末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者发行。本期债券由主承销商组织承销团，采取余额包销的方式承销。

担保人及担保方式：本次债券由公司以其持有的二三四五股票质押担保，本次债券股票质押条款要求质押股票市值对本次债券本金的覆盖倍数为2.00倍；本次债券分期发行，股票质押需对各期债券本金的覆盖倍数为2.00倍。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券计划募集资金为0.50亿元，拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主要从事清洁能源设备（水电设备和核电设备）和特种电机的研制、生产及销售、石油采掘业务和节能服务业务，其中清洁能源设备研制和节能服务业务在公司主营业务收入中占比较大。基于此，本评级报告的行业分析围绕清洁能源设备行业和节能服务行业展开。

### 1. 清洁能源设备

#### （1）水电设备制造

#### 水电行业概况

水电行业作为水电设备制造的上游行业，对水电设备制造业的发展产生重要影响。

2015年，全国主要电力企业合计完成投资8,694亿元，同比增长11.4%，其中，电源工程建设完成投资4,091亿元，同比上升11%；电网工程建设完成投资4,603亿元，同比增长11.7%。2015年，水电累计完成投资782.00亿元，较2014年下降18.54%。2016年1~6月份，全国电源工程建设完成投资1,210亿元，同比下降8.7%，占电力基本建设投资完成额的比重为35.7%。电网基本建设

完成投资 2,180 亿元，同比增长 33.2%，占电力基本建设投资完成额的比重为 64.3%。2016 年 1~6 月份，水电完成投资 227 亿元，同比下降 17.9%，占电源投资的比重为 18.7%，与上年同期相比回落 2.2 个百分点。

2015 年，全年发电工程共投产 899 个项目，装机总容量为 10,429.5 万千瓦，其中，水电工程投产 8 个项目，装机容量 158 万千瓦，占发电投产总容量的 1.5%。2016 年 1~6 月份，全国电源新增发电装机容量 5,699 万千瓦，较上年同期多投产 1,360 万千瓦，同比增长 31.4%。其中，水电新增装机 437 万千瓦，较上年同期少投产 68 万千瓦。

水能资源方面，中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为 6.67 亿千瓦，其中可开发的水能资源为 3.78 亿千瓦。调查显示，发达国家水能资源开发利用已超过 70%，而中国目前水能资源开发利用率为 24%，开发潜力很大。

行业竞争方面，水电行业作为基础能源生产供应业，受国家政策影响较大，市场化程度不高。从水电行业规模情况来看，大型水电项目进入壁垒很高，小型水电相对较低，但仍高于一般行业。按水电站装机容量的大小可将水电站分为大型、中型、小型水电站三个类型，其中大中型水电站的企业对资金要求较高，资金壁垒很高；而小型水电站的行业内中小企业则对资金需求相对较少，资金壁垒较低。由于我国水电项目以大中型项目为主，初始投资较大，具有高投资、回报周期长的特性，行业资金壁垒较高。此外，水力发电属于复杂的能量转化过程，设备部分依赖进口，对技术设备要求较高，行业内技术壁垒也较高。从水电行业发展格局来看，我国水电行业目前已形成两头大、中间小的结构特征。小型水电主要用以满足边远地区供电需求和农业发展需要，调节能力要求不高，因此进入壁垒较低，投入较小，竞争较为激烈，缺乏持续发展和壮大的潜力；而大型水电项目，由于需要建设大坝，涉及国家安全，因此政策限制较多，进入壁垒较高，对资金和跨地区协调能力要求较强，因此大型水电项目基本被国有大型能源集团所垄断，其他企业很难进入这些领域。从目前我国水电行业上市企业情况来看，既有中国水电、长江电力、国投电力和葛洲坝等大型水电企业，也有三峡水利、浙富控股和岷江水电等小型企业。大型企业仍旧占据行业主导地位。

行业发展方面，随着我国经济社会快速发展，未来能源尤其是电力需求将进一步加大，加快水电开发，能有效减轻对煤炭等化石能源的依赖，是应对全球气候变化、解决能源问题的重要途径。在当前风电、核电、太阳能等新能源还无法实现大规模发展的情况下，水电正成为实现节能减排目标的关键。目前中国水电开发利用率只有 35% 左右，远低于发达国家 60%~70% 的平均水平，中国水电项目建设发展空间巨大。未来随着电力能源构成调整力度的加大，尤其是可再生能源开发力度的加大，我国水电行业有望取得较快发展。“十二五”期间是水电开发的高峰期，以三峡开发总公司、五大发电公司、二滩水电开发公司为主导的多项水电建设项目相继开工建设。预计“十三五”期间，国家会继续大力推动水利改革。

总体看，我国水能资源丰富，开发潜力大，水电行业具有较大的规模经济特征，大型水电企业竞争能力强，中小型水电企业数量较多，但整体实力偏弱，以小水电项目为主，竞争较为激烈。水利水电作为环境友好型的清洁能源，随着未来国家水电发展“十三五”规划的陆续推出，水利水电建设项目有望快速推进，这为水利水电相关企业收入和利润增长带来新的契机。

### 水电设备制造业概况

水电设备以水轮发电机组为主，水轮发电机组是利用水能进行发电的设备，为水力发电站的核心组成。水轮发电机组主要由水轮机、发电机两部分构成，其中水轮机将水流的动能转化为机械能，发电机将机械能转化为电能，实现发电。水轮发电机组按照水轮机的工作原理来区分，主

要分为贯流式水轮发电机组、轴流式水轮发电机组、混流式水轮发电机组、冲击式水轮发电机组。各水力发电站建设中根据所处地代表水力资源状况的水头及水流量不同，选择不同类水轮发电机组。

20 世纪 90 年代后，欧洲、北美发达国家经济可开发水电资源日益枯竭，西方发达国家的水电开发规模锐减，进而导致国外水轮发电机组新增装机容量锐减。与此同时，亚洲（除日本以外）、中南美洲国家的水电开发进入前所未有的大发展时期，成为世界水轮发电机组市场的主要客户，水电设备的年订货量占全世界的 90% 以上；尤其是中国成为世界水轮发电机组的中心市场。随着我国水轮发电机组市场权重在全球范围内的不断扩大，以及我国的生产制造成本优势，我国已经成为世界水轮发电机组制造大国。目前，我国水电设备装机容量已经占据世界首位。近几年，受宏观经济影响，电力需求有所放缓，对我国水电行业造成一定的冲击，水轮发电机组产量波动中有所下降。2015 年 1~10 月，中国水轮发电机组累计产量 1,303.61 万千瓦，同比下降 33.75%。

技术方面，目前，我国贯流式机组、轴流式机组及混流式机组产品的制造水平均已进入世界先进行列。水轮发电机组的核心技术主要包括水轮机转轮设计、推力轴承技术、发电机冷却技术和发电机绝缘技术四大方面。三峡工程建设之后，我国高水头大型混流式机组的上述四项技术均达到世界先进甚至最高水平。然而，在高水头冲击式、中低水头混流式、中低水头轴流式及低水头贯流式机组方面，我国的技术水平较国外领先企业仍有一定差距，这也是未来我国水轮发电机组行业需要重点发展的方向。

在经营模式方面，我国水轮发电机组制造行业主要采用订单式生产的模式，制造企业在与客户也即各水力发电运营商签署合同后，按照合同要求进行生产。同时由于不同水电站所处位置水力资源情况各不相同，制造企业需要对各水轮发电机组进行个性化设计、生产。

目前除公司外，国内市场其它主要大中型水轮发电机组制造厂商包括：哈尔滨动力设备股份有限公司、东方电气股份有限公司、天津阿尔斯通水电设备有限公司、上海福伊特西门子水电设备有限公司、东芝水电设备（杭州）有限公司。

### 行业竞争

在我国，水电设备制造业竞争格局主要分为大中型和小型水轮发电机组两个细分市场，其中，大中型水轮发动机生产企业目前有 6 家，受近几年宏观经济低迷影响，该细分市场竞争呈现越来越激烈的局面；小型水轮发动机生产企业众多，市场趋于完全竞争格局。

大中型水轮发电机组具有结构大型、力学设计难度高、表面工艺要求严苛、部分零件加工精度及装配精度要求高等特点，因此进入门槛较高，从业企业数量少。目前，东方电气与哈尔滨电气作为中国两大电力装备集团，综合实力较强，产品涵盖了各类发电设备，市场占有率一直稳居前两位；同时，受益于国家指定的三峡工程建设中水电设备技术受让方，其在特大型的混流式机组方面具有较大竞争优势。天津阿尔斯通与上海福伊特为外资控股的合资企业，由于母公司技术优势逐渐被国产化替代，两公司近年来在我国市场的竞争力逐渐减弱。浙富控股近年来境内市场有所下滑，境外市场整体发展较快，公司竞争力有所增强。

小型水轮发电机组由于单机容量及部件体积小、设计难度相对较低、加工场地及装备投入相对较少，并且相对大中型水轮发电机组标准化程度高，因此，进入门槛较低。由于小水电项目广泛分布于全国各地，对解决我国农村发电问题、提高农村电气化水平起到了至关重要的作用，因此小型水轮发电机组市场需求较大。虽然相关从业企业数量较多，但大部分小型水轮发电机组制造企业规模较小，技术及生产管理能力不足，产品质量参差不齐，并且没有足够的专业设计团队支持。但未来随着全国范围内开展的老旧小水电增容改造，行业监管将更为严格，拥有规模效应



和较高技术水平的企业将在未来竞争中占据有利的地位。

总体看，我国水轮发电机产业存在着中小企业竞争激烈，大型企业寡头垄断的特点。受近年来宏观经济低迷影响，该行业市场竞争趋于白热化。

### 行业关注

水轮发电机组制造行业的景气度受宏观经济及国家政策的影响较大，具有较强的周期性特征。2008年受到全球金融危机的影响，国家对于水电投资审批趋于收紧、各大电力集团的投资热情有所降低，使得我国水电投资建设速度放缓；同时，全世界经济处于低迷阶段，国际水电项目投资也受到一定的影响。但水电作为清洁能源，未来随着经济的复苏行业需求有望得到改善。

水轮发电机组的主要原材料为钢材和铜等金属，原材料价格的波动对企业盈利能力有较大影响。另外，由于水电设备行业的订单以闭口合同为主，如果合同签订到交货期间原材料价格发生较大波动，将会对水电设备制造商盈利水平构成较大影响。

### 行业政策

水电设备制造业主要应用于水利建设的过程中，因此，凡利好于水利水电行业的政策均会对水电设备制造业产生积极影响。

2014年5月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设，到2020年前建设172项重大水利工程。

2015年3月，发改委、财政部、水利部联合出台了《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》，通过政府投资引导、财政补贴、价格机制、金融支持等政策措施，鼓励和引导社会资本投入参与重大水利工程建设运营，并将推出一批吸引社会资本参与的试点项目，探索政府与社会资本合作（PPP）的机制。

2015年1月，国家能源局发布《关于鼓励社会资本投资水电站的指导意见》。《意见》指出，要确立企业在投资中的主体地位。一方面，政府要发挥引导投资作用，并落实政府承担的责任义务。另一方面，企业发挥投资主体地位，并依法开展社会投资活动。发挥投资主体地位主要体现在，各类投资主体均享有依法依规参与水电开发市场公平竞争的权利。

2015年3月，水利部出台了《加快推进农村水利工程建设实施细则》，国开行方面也于同日表示安排900亿元贷款，支持重大水利工程建设，全面提升水利对经济社会可持续发展的保障能力。

2016年3月，国家能源局完成了《水电发展“十三五”规划（征求意见稿）》起草工作，《征求意见稿》提出，“十三五”期间，我国将坚持积极发展水电的方针，做好环境保护和移民安置工作，以西南地区金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江等河流为重点，积极有序推进大型水电基地建设；统筹规划，合理布局，适度加快抽水蓄能电站建设；加强水电科技创新和国际合作，积极推动水电开发技术和重大装备走出去。

未来，国家将进一步理顺水电、燃机、太阳能等发电价格，继续推进火电清洁发展，并通过加大新能源发电上网消纳、政策优惠等方式，进一步调整优化发电结构，促进电力节能减排和绿色发展。水电行业将继续目前良好的发展势头。

总体看，在国家一系列政策的支持下水利水电行业将保持快速发展。

### 行业发展

我国是世界上水能资源最丰富且具有优越水电开发自然条件的国家。目前，尽管我国水电总装机容量和开发量为世界第一位，我国水电开发利用率与水电利用发达国家相比仍有较大差距，且水电总装机容量仍有开发空间。未来随着国家节能减排政策的不断推进，以及对常规能源资源

的控制，大力发展水电是实现能源结构优化升级的最优选择之一，水电作为清洁能源将有望得到较大幅度的增长。未来随着国家“十三五”政策对于水利行业利好的不断出台，加之综合考虑各种非化石能源的建设成本、电能转化效率、发电稳定性等因素，水电站建设和水电设备制造行业在中长期仍将拥有较大的市场需求和发展空间。

随着我国“一带一路”战略投资布局的深入实施，未来在国际市场中，特别是东南亚、非洲和拉丁美洲等地区基础设施建设将不断增加。水利水电作为基础设施建设的重要组成部分，将收益于国家海外市场的开拓。目前，我国水电发展技术水平以及水轮发电机组制造能力已经位居世界前列，随着国际上其他国家未来水电建设需求的增加，水电设备制造行业将具有较好的发展前景。

总体看，随着未来国内和世界经济的复苏、国家对于清洁能源政策的支持以及国家“一带一路”战略的深入实施，作为水利水电建设重要组成部分的水电设备制造业在未来具有较好的发展前景。

## （2）核电行业

公司所生产的核电设备具备独特的技术优势，替代品少，竞争度较低，因此受下游核电行业发展情况影响较大。

### 核电行业概况

电力行业是整个国民经济的基础命脉，核电由于具备发电成本低、发电小时数长、电网接入稳定、零碳排放等明显的比较优势，在电力能源结构中占据了举足轻重的地位。

我国核电产业起步于上世纪 80 年代初。1983 年，我国制定了发展核电的能源政策，决定重点发展压水堆核电站，采用“以我为主，中外合作”的方针，引进国外先进技术，逐步实现设计自主化和设备国产化，并于 1985 年和 1987 年分别动工兴建浙江秦山核电站和广东大亚湾核电站，并投入商业运行。核电作为一种清洁、高效、优质的现代能源，对于缓解我国电力供应紧张局面，特别是东南沿海地区供应不足局面，发挥了重要作用。

目前全球在役核电站主要集中于西欧、北美等地区，该等地区国家核电占电力结构的比重较高、核电的经济社会效益较好。而就在建核电站的分布情况而言，现阶段的建设重点区域则集中于远东和中东欧地区，该等地区的电力供应仍较为依赖火力发电等传统发电方式。随着传统能源的日益枯竭和低碳经济发展趋势在全球范围内的兴起，核电基础较为薄弱的国家已经成为核电建设的主要力量。

我国的核电发展与世界核电应用大国相比仍有较大差距。2015 年，全国累计发电量为 56,184.00 亿千瓦时，核电累计发电量为 1,689.93 亿千瓦时，约占全国累计发电量的 3.01%，发达国家这一比率可高达 70.00% 左右。与燃煤发电相比，核能发电相当于减少燃烧标准煤 5,373.98 万吨，减少排放二氧化碳 14,079.82 万吨，减少排放二氧化硫 45.68 万吨，减少排放氮氧化物 39.77 万吨。2015 年核电累计发电量比 2014 年同期上升了 29.42%；累计上网电量为 1,582.89 亿千瓦时，比 2014 年同期上升了 29.02%。按国家能源局规划，预计到 2020 年，我国核电装机目标要至少达到 8,000 万千瓦，其中在运核电装机达到约 5,800 万千瓦，在建装机达到约 3,000 万千瓦。

2016 年上半年，全国累计发电量为 27,594.90 亿千瓦时，商运核电机组累计发电量为 953.89 亿千瓦时，约占全国累计发电量的 3.46%。与燃煤发电相比，核能发电相当于减少燃烧标准煤 3,004.75 万吨，减少排放二氧化碳 7,872.45 万吨，减少排放二氧化硫 25.54 万吨，减少排放氮氧化物 22.24 万吨。

截至 2015 年底，我国投入运行（以并网发电为标志点）核电机组 30 台、装机容量 2,848 万

千瓦，在建（以 FCD 为标志点）核电机组 24 台、装机容量 2,654.9 万千瓦，在建规模世界第一，占全球在建核电机组装机容量的 37.77%。截至 2016 年 3 月底，我国核电站并网数量、在建数量、计划新建数量和规划新建数量分别为 30 座、24 座、42 座和 136 座，分别占世界的 6.82%，36.92%，24.28% 和 40.36%。我国核电站发展空间在全球范围内占很大比重，未来核电发展空间广阔。

### 行业竞争

我国核电行业受国家发改委经营许可限制，目前拥有商业核电站运营资质的公司仅 3 家，为中广核、中核集团和中电投。我国在核电行业将由双寡头走向三强鼎立的格局，其中，中广核和中核集团在 CPR 和 CNP 上的技术优势长期垄断中国核电站建设，通过引进三代技术，中电投成功中标海阳 AP1000 核电项目，通过技术引进有望逐渐具备与中核集团和中广核竞争的實力。截至 2015 年底，中广核、中核集团和中电投三者市场份额之比为 4:4:2。

在核电设备方面，中国核岛和常规岛设备的国内供应商主要是三大电气集团：东方电气、上海电气和哈尔滨电气。在核岛设备方面，东方电气集团和上海电气集团具备明显的竞争优势，分别占到 45% 以上的市场份额。常规岛设备市场则基本由三大集团垄断：哈电集团和 GE 结成投标联合体，东方电气集团和阿尔斯通结成投标联合体，上海电气集团和西门子组成投标联合体，共同竞争国内常规岛设备市场。

核力发电方面，上游主要包括了核燃料和核电设备，核燃料方面，我国天然铀的供应除了依赖于国内生产，还逐渐发展海外市场的开发，并通过国际贸易等方式进行辅助，目前我国的核燃料供应较为充足。核电设备方面，我国目前能够提供整机生产的企业约 5 家左右，设备的生产处于成长阶段，市场呈现垄断竞争态势；另外，行业内大部分产品需要获得国家核安全局证书，因此，现阶段市场竞争有限。

下游方面，核电站所有的发电量将售给国家电网或南方电网，现阶段我国电网处于垄断地位，且售电价格由政府核定，因此，中国核电行业对下游购买者的议价能力较弱。

总体看，综合多种因素，我国核力发电整体议价能力一般；未来，随着核电市场的不断发展，行业存在潜在进入者威胁。

### 行业关注

自 2008 年全球经济危机以来，全世界经济复苏仍处于不确定状态，经济不景气对电力需求带来了不利的影响；在国家政策方面，国家的货币政策对地电力下游企业规模扩张、融资成本带来重要的影响，如果国家货币政策紧缩，银行信贷逐步收缩、投资资金运用成本提升等，会对整体电力行业带来较大的影响。

目前，我国还没有完全掌握百万千瓦级核电站设计技术，例如堆芯设计、部分关键设备设计尚未掌握，设计验证的手段、工具和能力还不完备，一些关键技术的设计目前仍处在“模仿”阶段。同时，我国核电技术标准规范体系还不完善，并且核电技术和核安全技术的研究开发投入仍需提高。因此，核电关键技术的不断突破和提升，关键设备性能、质量的不断提高、以及自主知识产权的保护都对我国核电产业的发展带来重大的影响。

2011 年 3 月，日本发生的福岛核泄露事故，引起了全球各国政府和民众对于核电站运行安全的高度关注，部分国家出现了反核电浪潮，德国政府甚至宣布放弃发展核电，其他主要核电应用国家均对现有核电站开展全面检查并重新审查核电安全标准，我国亦于 2011 年暂停核电项目的审批，造成了我国核电站建设以及核电设备制造相关行业发展的暂缓。未来，世界各国核电站依然存在核泄漏隐患，因此，整个行业发展存在不确定性。

## 行业政策

核电作为一种清洁、高效、优质的现代能源，对于优化能源结构、保障国家能源安全具有重要意义，因此，得到国家政策的大力支持。

2012 年底，国务院通过了《能源发展“十二五”规划》、重新审议通过了调整后的《核电安全规划（2011-2020 年）》、《核电中长期发展规划（2011-2020 年）》，上述规划中调整了核电发展的近期和中期目标，强调以“安全高效发展核电”为原则，对在建核电装机规模进行上调，并提出到 2020 年在运 5,800 万千瓦、在建 3,000 万千瓦核电装机容量的中长期发展目标。

2013 年 3 月，《关于 2012 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2013 年国民经济和社会发展的决议》，明确强调进一步完善水电、核电价格形成机制。

2013 年 6 月，发改委发布《国家发展改革委关于完善核电上网电价机制有关问题的通知》，对新建核电机组实行标杆上网电价政策，核定全国核电标杆上网电价为 0.43 元/千瓦时。

2013 年 9 月，《国务院关于印发大气污染防治行动计划的通知》，强调要安全高效发展核电，到 2017 年，运行核电机组装机容量达到 5,000 万千瓦。

2014 年 1 月，国家关于《2014 年能源工作指导意见》，强调要适时启动核电重点项目审批，稳步推进沿海地区核电建设，做好内陆地区核电厂址保护工作。

2014 年 5 月，国家发改委、国家能源局和环境保护部联手发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》指出，核电是国家能源结构调整的重要组成部分，要继续安全高效地推进核电建设。

2015 年 4 月，国务院常务会议核准开工建设首台“华龙一号”示范机组福清 5 号核电机组。

2015 年 6 月，国家能源局在华龙一号推介会上指出 2020 年前核电争取实现国外开工 6~8 台。

2015 年 6 月，国家能源局将福建霞浦核电站列入中长期规划，成为 2015 年首个新批厂址。

总体看，未来在政府相关政策的有力支持下，我国核电开发将安全有序高效发展。

## 行业发展

根据世界核能组织（World Nuclear Association）的预测，中国至 2030 年核电总装机容量将达 2 亿千瓦，长期发展潜力十分巨大。同时，在全世界范围内，很多地区，如：亚太、东欧、非洲、拉丁美洲等地区，目前没有或拥有较少的核电站，随着未来全世界对清洁能源的需求，核电项目将在全世界范围内具有广阔的市场需求和发展空间。

未来，我国规划将陆续在安徽芜湖、池州、安庆、宣城，黑龙江佳木斯，浙江苍南、龙游，四川蓬安，重庆涪陵、广东陆丰、海丰、揭阳、韶关、肇庆，辽宁徐大堡等地建立核电站。

总体看，随着我国“一带一路”战略的实施以及国家关于能源方面“十三五”规划的推出，我国核能发展拥有良好的市场前景，核电和核电设备行业发展有望快速增长。

## 2. 节能服务业

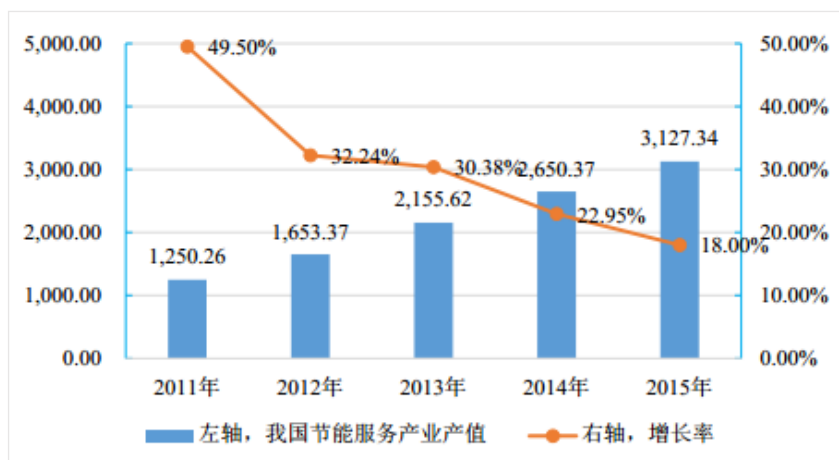
### （1）行业概况

节能服务行业以各种专业性的节能服务公司为主体，以能源消费者为客户，帮助客户解决节能运营改造的技术和执行问题，是现代服务业的重要组成部分。节能服务项目主要分布在建筑、工业和交通运输领域，接受节能服务的目的在于减少能源消耗、提高能源使用效率、降低污染排放等。

在国家、社会和企业大力重视节能减排的背景下，我国节能服务行业发展迅速，产值迅速提高。2011~2015 年，我国节能服务产业产值从 1,250.26 亿元增长到 3,127.34 亿元，年均复合增长 25.76%，每年增长速度均在 10% 以上。特别是在 2015 年，尽管宏观经济增长放缓、能源价格低位徘徊，但在社会节能意识不断提升、排放控制不断加强的刺激下，我国节能服务产业仍然通过

技术、服务、模式方面的创新和积极的开拓市场保持了稳中有增的态势，实现了较高速度的发展。

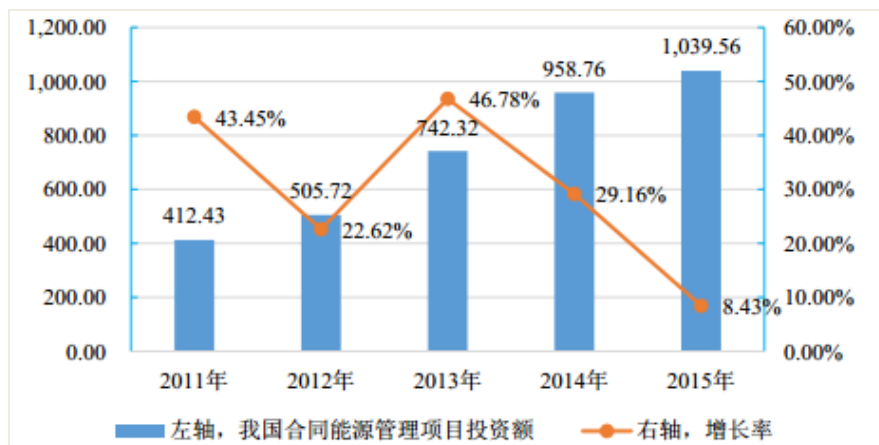
图 1 2011~2015 年中国节能服务产业产值情况（单位：亿元）



资料来源：中国节能协会节能服务产业委员会

与节能服务产业整体的快速发展相对应，我国合同能源管理也增长迅速。2011~2015 年，我国合同能源管理的项目投资额从 412.43 亿元增长到 1,039.56 亿元，年均复合增长 26.00%。伴随着合同能源管理模式不断为广大用能企业、机构所接受，一些技术领先、工程能力强、市场开拓好的节能服务公司的业务发展迅速。根据中国节能协会节能服务产业委员会的数据，“十二五”期间，合同能源管理累计投资超过 10 亿元的节能服务公司有 34 家，超过 5 亿元的有 112 家，超过 1 亿元的有 385 家。

图 2 2011~2015 年我国合同能源管理项目投资额情况（单位：亿元）



资料来源：中国节能协会节能服务产业委员会

## （2）行业竞争

节能服务产业广阔的市场前景，吸引了国内外一大批大小企业，纷纷涉足中国的节能服务市场。一方面，国外节能服务公司开始纷纷涌入中国，如，美国的英福特、英国的保瓦博士、荷兰的飞利浦，以及瑞士的 ABB 和德国西门子；另一方面，国有企业，如中节能、国网、中集集团公司等也开始先后跻身节能服务市场，与众多的外资企业和民营企业展开激烈的竞争。

中国的节能服务公司虽然数量多，但规模小，以民营企业为主。节能服务不仅涉及节能材料和设备，节能项目前期设计和后期管理等都是节能管理的重要环节，而国内企业在这后两方面的

参与很少。大量以节能服务公司为名的企业，实际并不提供节能服务，都是某类特殊的节能产品和材料提供商，有些甚至只是代理国外进口的节能材料。仅有少数企业在提供节能产品和技术的同时也提供合同能源管理服务，但服务围绕自身产品，内容较为单一，以空调系统改造和太阳能、地热泵等新能源利用为主。在节能产品领域，外资企业凭借其高端产品领先，但在节能服务领域，由于市场需求尚未形成规模，加上外资企业由于缺乏本地经验，外资企业并无明显优势。

跨国企业往往拥有多个产品线，能同时提供针对不同能源的各类解决方案，而国内企业提供的解决方案大多比较单一。一些国内能源供应企业开始进入节能服务行业，它们在能源供应方面的垄断优势将有助于其业务发展，而外资企业则很难与其竞争。

未来建筑节能市场会不断细化，行业标准会逐步提高，对中国企业既是机会也是挑战。

### （3）行业关注

#### 技术壁垒

技术是节能服务企业发展的核心。尤其能量系统优化节能服务，是一种运用系统工程原理解决具体问题的技术集成能力，涉及学科与技术广泛，如何准确、全面地为客户进行节能诊断，如何寻求最大限度节能与最佳工况的结合点，能否确保设计出最佳的系统优化方案，是本行业的技术水平所在。并且，针对不同的行业、不同的客户、不同的需求，节能服务公司还需要具备灵活的技术实施能力，具备不断适应客户生产工艺和系统的升级，对各类新材料、新产品和新工艺的应用能力。没有先进的技术与研发能力和丰富的项目经验无法在短时间内获得行业的认可。目前，行业内的节能服务公司具备系统优化节能服务的全面能力的企业尚较少

#### 管理壁垒

合同能源管理的运作模式是要在成功实施节能改造项目基础上，与客户分享节能收益，因此需要节能服务公司具有较强的项目管理能力。节能服务公司需要在有限资源的约束下，对节能项目涉及的内容和过程进行有效管理，包括项目投资、项目建设、项目运行及后期管理、项目收益以及沟通与协调工作等，使各个环节相互衔接，对人、财、物等各种资源高效利用，实现各方共赢。因此，是否具备优秀的项目管理能力，必然影响节能服务企业在市场中的竞争力。

#### 资金壁垒

由于合同能源管理项目投入的一次性和资金占用的长期性，资金能力成为节能服务公司持续发展的必要能力。中小企业本身经济实力不强，资产规模有限，融资能力不强，会成为发展的瓶颈。对于新创办的节能服务企业，开始阶段均为投入期，没有资金回收，一定的资金实力成为必要条件。经过了初创期，投资与回收期的项目并存，并具有较大资产和业务规模，拥有多渠道融资便利的节能服务公司必然更具有竞争优势。

#### 人才壁垒

节能是跨行业、跨学科的一种综合技能很强的专业，对节能管理和技术人才的知识层次、技术水平、综合素质要求高。在提供全程专业化服务过程中，既需要拥有高端研发设计人员，又需要拥有经验丰富的现场执行技术人员。此外，节能项目回收期长，节能业绩计算复杂，要求节能管理和技术人员具备很强的事业心和敬业精神。当前人才紧缺是制约产业发展的一个瓶颈。如没有充裕的人力资源基础，节能服务企业很难在行业内有所作为。

### （4）行业政策

2012年12月，在《工业和信息化部关于石化和化学工业节能减排的指导意见》中提出鼓励专业节能服务机构为石化和化工企业提供能源审计、节能减排工程、合同能源管理、节能项目融资等服务。研究出台能效领跑者激励机制和优惠政策。

2013年8月，在《国务院关于加强发展节能环保产业的意见》中提出了加快发展节能环保产业的总体要求、重点领域等。在发展节能服务产业上，提出落实财政奖励、税收优惠和会计制度，支持重点用能单位采用合同能源管理方式实施节能改造，开展能源审计和“节能医生”诊断，打造“一站式”合同能源管理综合服务平台。

2013年12月，国家税务总局和国家发展改革委出台《关于落实节能服务企业合同能源管理项目企业所得税优惠政策有关征收管理问题的公告》，规定了享受“三免三减半”优惠政策的节能服务公司必须符合的条件，明确了固定资产计提折旧的年限，不同税收政策待遇项目之间的费用分摊方法，对节能减排技术改造项目做了扩大解释。

2014年5月，《国务院办公厅关于印发2014-2015年节能减排低碳发展行动方案的通知》中提出大力实施节能技术改造工程，运用余热余压利用、能量系统优化、电机系统节能等成熟技术改造工程设备，形成节能能力3,200万吨标准煤。同时强调加强对节能减排的财税支持。

2016年4月，工业和信息化部出台《工业节能管理办法》，提出从节能管理、节能监察、工业企业节能、重点用能工业企业节能、法律责任等方面规定了工业节能的管理办法。

2016年6月，工业和信息化部印发《工业绿色发展规划（2016-2020年）》，提出围绕中小工业企业节能管理，搭建公共服务平台，组织开展节能服务公司进企业活动，全面提升中小企业能源管理意识和能力。

#### （5）行业发展

##### 产业升级不断加速

近年来，由于资源、环境问题日益严峻和产能过剩问题不断突出，传统行业中高耗能企业均加快了向清洁生产、绿色生产的产业升级，加大了对节能改造的投入，以节约能源耗费、减小环境压力。节能服务公司能够帮助用能企业以较低的成本、较小的技术风险快速完成节能目标。在全社会产业升级加速的背景下，会有更多客户选择在节能服务公司的协助下进行节能改造，有利于节能服务公司更快地发展业务。同时，用能企业对节能服务公司的技术水平和项目经验提出的要求也越来越高，有利于节能服务行业提升发展质量。

##### 能源互联网蓬勃兴起

合同能源管理模式中，企业能源使用情况被智能、完整的记录和监控，是能源互联网中能源信息的最佳创造方式之一，节能服务公司也拥有大量的实现能量信息双向流通的技术手段和运作经验。随着能源互联网快速兴起，合同能源管理这一重要入口将得到更多企业、机构的重视，能源互联网的参与方都可能成为合同能源管理的用户。此外，结合能源互联网发展新的合同能源管理模式，还有利于解决合同能源管理项目中节能核算、效益分享、回款等容易引发纠纷和困扰的问题，帮助节能服务公司减少运营中的风险因素。

##### 全国碳交易市场即将形成

近年来，全球主要国家就应对气候变化、温室气体排放等议题逐步达成一致。在此背景下，2013年1月，工信部、发改委、科技部、财政部印发了《工业领域应对气候变化行动方案（2012-2020年）》，提出“大力提升工业能效水平，以钢铁、建材、石化和化工、有色等高耗能行业为重点，加强对行业节能减碳的政策指导和规划引导，加快工业节能标准制定”。2014年12月，发改委发布第一部国家碳市场法规《碳排放权交易管理暂行办法》，这将为2016~2020年全国碳市场的全面启动及完善提供重要支撑。2015年9月，中共中央、国务院印发了《生态文明体制改革总体方案》，提出“深化碳排放权交易试点，逐步建立全国碳排放权交易市场，研究制定全国碳排放权交易总量设定与配额分配方案。完善碳交易注册登记系统，建立碳排放权交易市场监管体系。”为了确保

我国 2020 年实现应对气候变化目标任务、2030 年实现碳排放达峰的承诺，各级政府部门加快了碳交易体系和碳排放权初始分配制度的建设，力争 2017 年全面启动全国碳排放权交易市场。碳排放权制度的建立和全国碳交易市场的形成，将大大增加高耗能企业的节能改造需求，而合同能源管理模式在节能审计、风险控制、市场化机制等方面的优势突出，是高耗能企业进行节能改造的优质选择。

总体看，随着国家对于建设资源节约型和环境友好型社会的打造，节能服务业有望迎来良好的发展前景。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是一家集团化运作、多元化布局、国际化经营的上市公司，截至 2015 年底，公司合并范围子公司共 18 家，业务领域涉及清洁能源设备制造（包括水电设备和核电设备制造）、特种发电机制造、石油采掘、节能服务、金融服务等多个板块。公司作为一家“以水电设备为核心，核电设备、特种机电为重点，国际经营与新兴产业战略投资协调发展”的企业，其水电设备制造历史可以追溯到 1970 年。2004 年后，公司随着在核心技术领域研发的突破和先进制造设备的规模化导入，其产品销售范围不仅在国内，还远销德国、日本、俄罗斯、巴基斯坦、土耳其、挪威、冰岛、噶麦隆、乌干达、厄瓜多尔、巴西、秘鲁等地。近年来，公司逐步从水电设备主机供应商向 EPC 供应商转型，已在东南亚、中亚、俄罗斯等地取得了较好的业绩。

水电设备制造方面，公司主要承接大中型水电设备制造，其子公司浙江富春江水电设备有限公司（以下简称“浙富水电”）承担主要生产任务。浙富水电是一家集研发、制造、安装、服务于一体的设备供应商，可以提供技术先进、可靠的高品质成套产品和服务，其产品涵盖了各种机型及容量登记的常规水轮发电机组、潮汐发电机组和抽水蓄能发电机组。目前，浙富水电在水电设备制造方面的主要产品有混流式水轮机、抽流式水轮机、冲击式水轮机、贯流式水轮机、通用水轮发电机、灯泡式水轮发电机等。浙富水电通过自主研发和与世界知名公司的技术合作，承接了瓦尔德克电站 84MVA/81MW 发电电动机项目和夏赫比谢电站 300MVA/290MW 发电电动机项目。近年来，公司的经典业绩主要有湖北潘口水电站混流式水轮机投运、贵州白市水电站混流式水轮发电机投运、重庆银盘水电站轴流式水轮机发电机投运、四川深溪沟水电站轴流式水轮机投运、韩国西娃 SIHWA 潮汐电站灯泡式水轮机发电机投运和四川凤仪水电站灯泡式水轮机发电机投运。

核电设备制造方面，公司实现了核电设备制造领域国外产品国内替代的重点突破，其子公司四川华都核设备制造有限公司（以下简称“华都公司”）承担主要生产任务。华都公司是国内第一家同时具备同一堆型控制棒组件、控制棒驱动机构的制造技术与批产能力的企业，是国家拥有自主知识产权的“三代”核电技术“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商。作为核一级部件设计制造商，华都公司产品质量得到国内外认可，并获得中国广核集团有限公司合格供应商。目前，华都公司生产的控制棒驱动机构适用的反应堆类型主要包括：压水堆 ML-B 型（ACP1000、ACP100）、压水堆 ML-A 型（CNP600、CNP1000）、600MW 示范快堆、熔盐堆、铅铋堆、直线电机型、丝杆螺母型等。华都公司先后中标“某 600MW 示范快堆控制棒驱动机构”、“钍基熔盐堆控制棒驱动机构”，同时产品确认将用于出口巴基斯坦 K2/K3 和福清核电 5#、6#共四个机组的控制棒驱动机构之中，由此首次实现了大型压水堆控制棒驱动机构中关键件钩爪、连杆的国产化供货，进一步巩固了华都公司在“国内控制棒驱动机构研制类型最为全面”的行业地位。

节能服务方面，公司于 2015 年收购浙江格睿能源动力科技有限公司（简称“浙江格睿”），



浙江格睿具有一支包括多位业内专家的长期技术顾问团队，拥有循环冷却水系统整体优化技术、压缩空气系统节能技术、余热利用技术等多项核心技术，技术实力在行业内处于领先地位。目前，浙江格睿已掌握了循环冷却水系统整体优化技术的开发规律，形成了科学有效的技术研发方法和程序，掌握了石油炼化、煤化工、热电等多个行业循环冷却水系统的整体优化技术，可显著减少循环冷却水系统的能耗和水耗。浙江格睿主要服务对象为石化行业，已于中国石油及中国石化多家基地签订了合同能源管理项目。

在产能方面，截至 2015 年底，公司水电机组产能为 1,350,000 千瓦、核电设备产能 244 根、特种发电机产能 230,000 千瓦，均处于较高水平。

在资质方面，目前，公司已经获得 ISO9001 认证、ISO14001 认证、职业健康认证等企业认证；同时，公司凭借多年在海内外的良好业绩和口碑，获得了国家承认的对外承包工程资格证、机电商会的 3A 认证和 CE 认证。公司设立了高品质管理委员会(HQM)和制造质量推进委员会(MQM)，为客户提供高品质的产品提供了保证。

总体看，公司在主要业务领域具有较强的影响力和竞争力。

## 2. 技术及装备水平

在水电设备产品设计、研发方面，公司与西安理工大学联合组建了富安水利机械研究所，专门从事水力机械核心技术的研发，目前，水力机械实验室占地面积 2,000 平方米，效率试验的综合误差可以控制在 0.20% 以内。公司设立了绝缘开发中心，该中心为国家认可实验室，主导开发了国内领先的具有自主知识产权的 VPI 绝缘工艺。公司拥有计算机中心(CAEC)，配备了并行运算能力出众的 IBM 刀片服务器、图形工作站，以高精度的解析手段和实验研究方法为客户提供最优的产品方案。公司也拥有自己的设计部门，采用先进的 3D 设计技术和参数化设计技术，通过 PDM 管理来提高产品设计效率和产品的可靠性，并为工厂制造的 CAM 提供有力的技术支持。

核电方面，公司子公司四川华都拥有的 ML-B 型控制棒驱动机构专利技术系拥有自主知识产权的三代核电技术，其控制棒驱动机构顺利通过了冷态实验、热态实验和抗震实验。四川华都的产品已验证运行超过 1,500 万步，是目前世界上可以确认的磁力提升式控制棒驱动机构的最高运行纪录。2015 年，华都公司新的改进型 CRDM 顺利完成 650 万步热态寿命试验，经检测全部性能参数合格。此次新的改进型 CRDM 在行业内首次采用了“耐 430℃ 高温磁轭线圈”、“无对接焊缝一体化密封壳”、“耐高温高可靠性棒位探测器”、“导磁片防碎型抗磨损钩爪部件”等多项新的专利及专有技术，目标是完成热态极限寿命考验，使之成为能够适应未来核电站调峰发电需要且无需强制风冷的新型压水堆控制棒驱动机构。

在装备方面，公司具有 3,000MW 的水电机组生产能力，涵盖了材料切割成型、焊接、机械加工、电气和总装配、防腐包装等工序，公司最大的起吊能力达到 400 吨，装配平台面积达 3,018 平方米，重型装配车间可同时预装 5 套导水机构。公司拥有大型数控加工中心和专用设备 50 余台，均采用西门子、法那科数控系统，最大加工能力可达直径 18 米、承重 500 吨。公司拥有 1,500 吨压力机、170 毫米卷板机、数控等离子切割机、数控火焰切割机等设备。公司焊工均需具有 ASME 上岗证，通过 UT、PT、MT、RT 等无损探伤确保焊接质量；公司还突破性的开创了超厚板及异种不锈钢焊接防变形、防裂纹技术，已成功用于海水腐蚀环境部件的焊接。公司拥有恒温、恒湿的超大防尘室，通过引进 VPI 设备、全自动磁极线圈焊接机器、全自动包带机等高端设备，保证了大容量发电机核心部件的质量。

截至 2015 年底，公司拥有有效专利累计 64 项，其中发明专利 9 项、实用新型等其它专利 55

项，拥有发明专利受理书 1 项，取得原始软件著作权 2 件，三人次获得国家及行业标准化委员，并参与国家标准及行业标准起草修订及讨论。目前，公司已成功申报省级企业研究院，正积极申报省级重点研究院项目。

总体看，公司在核心产品方面具备较强的技术实力，拥有较为先进的装备，能够承载较高的生产能力，并保证相应产品的生产质量。

### 3. 人员素质

截至 2016 年 6 月底，公司共有高层管理人员 8 名，其中总经理 1 名，副总经理 6 人，财务总监 1 名。公司核心管理团队业务和管理经验丰富。

公司董事长兼总经理孙毅先生，硕士学历，高级经济师，中共党员。现任公司董事长，公司控股子公司浙江临海浙富电机有限公司董事长、四川华都核设备制造有限公司董事长、杭州浙富科技有限公司董事长、杭州市桐庐县浙富小额贷款股份有限公司董事长、浙江格睿能源动力科技有限公司董事长、全资子公司浙江富春江水电设备有限公司执行董事。最近五年内，孙毅先生在公司任职职务如前所述。目前，孙毅先生还担任桐庐浙富置业有限公司董事长、桐庐浙富大厦有限责任公司执行董事、桐庐浙富控股有限公司执行董事、浙江浙富资本管理有限公司执行董事、杭州车猫互联网金融服务有限公司执行董事、杭州浙富核电设备有限公司董事长、桐庐县人大常委、桐庐县青联副主席、富春江镇人大代表、桐庐县机电协会会长。

公司副董事长、副总经理余永清先生，本科学历，高级工程师，曾任职于富春江水电设备有限公司，从事机组设计；1997 年起从事机组等设备的市场营销，主要业绩有辽宁双岭、湖南碗米坡、广西长洲等项目；2005 年加盟公司负责市场营销工作。

截至 2015 年底，公司在职工 1,479 人。其中生产人员 748 人，占员工总数的 50.57%；技术人员 373 人，占员工总数的 25.22%；销售人员 98 人，占员工总数的 6.63%；财务人员 39 人，占员工总数的 2.64%；行政人员 221 人，占员工总数的 14.94%。大学本科及以上学历 487 人，占员工总数的 28.38%；大学专科学历 322 人，占员工总数的 21.33%；高中及以下学历 670 人，占员工总数的 50.30%。

总体来看，公司管理团队综合素质较高、稳定性较好，具有多年的行政管理经验和企业管理经验；因并购的生产型制造企业增多，员工学历水平有所下降，但其文化素质和年龄构成符合行业发展要求，能够较好的满足公司的经营需要。

### 4. 税收优惠

(1) 根据浙江省高新技术企业认定管理工作领导小组浙高企认[2014]03 号文件，浙富水电通过高新技术企业认定，有效期 3 年（2014 年至 2016 年），有效期内减按 15% 的税率计缴企业所得税。

(2) 根据四川省高新技术企业认定管理小组川高企认[2013]7 号文件，四川华都被认定为高新技术企业，认定有效期 3 年（2013 年至 2015 年），有效期内减按 15% 的税率计缴企业所得税。

(3) 根据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》、《国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》的规定，浙江格睿下属子公司西安格睿能源动力科技有限公司（以下简称“西安格睿”）属于设在西部地区的鼓励类产业企业，于 2015 年开始享受按 15% 的税率征收企业所得税。

根据财政部国家税务总局财税[2010]110 号文件，西安格睿公司合同能源管理项目享受增值税免税，所得税三免三减半的优惠政策。

西安格睿公司提供的技术开发服务取得的技术开发收入符合《财政部、国家税务总局关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》（财税[2013]37号）附件3规定，对于登记备案的技术开发合同取得的技术开发收入免征增值税。

（4）根据《西藏自治区人民政府关于企业所得税政策实施办法》（藏政发[2014]51号），西藏自治区的企业统一执行西部大开发战略中企业所得税15%的税率；西藏源沣投资管理公司、西藏源合投资管理有限公司2016年1~6月按15%的税率计缴企业所得税。

总体看，公司相关子公司所开展的业务符合国家发展战略，获得的税收优惠为企业提供了较好的发展环境。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及中国证监会有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构、建立健全公司内部控制体系，规范公司运作。目前公司治理的实际情况符合有关上市公司治理规范性文件的要求，也符合公司自身业务发展需要。

公司依照有关法律法规和监管要求，根据相互独立、相互制衡，权责明确的原则，建立了较为完善的法人治理机构，设立股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司最高的权力机构，按《公司法》及《公司章程》行使职权。股东大会是公司与股东进行沟通的有效渠道，是确保股东对公司重大事项的参与权、知情权和表决权的交流平台。

公司设董事会，对股东大会负责，由10名董事组成，其中4名为独立董事，设董事长1人，副董事长1人，公司董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，任期届满可连任。公司董事会下设战略决策委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，每个专门委员会成员由不少于三名董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应当占多数并担任召集人，审计委员会的召集人应当为会计专业人士。公司董事会每年应至少召开两次会议。

公司设监事会，为公司监督机构，对股东大会负责，由3名监事组成，设主席1人，每届任期三年，任期届满可连任。公司监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，对公司日常生产经营管理负责。

总体看，公司建立了较为完善的法人治理结构体系，股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况较好。

### 2. 管理体制

公司下设集团工作部、投资管理中心、经济运营中心、人力资源中心、财务管理中心、油气事业部、国际水电项目履约中心、北京销售分公司、证券部等职能部门（见附件1）。截至2015年底，公司纳入合并范围内的子公司18家。公司在资金活动、采购及生产活动、资产管理、销售业务、工程项目和产品质量管理、合同管理、财务管理等方面设立了较为完善的制度或规定。

在资金活动管理方面，公司建立了《关联交易决策管理制度》、《对外担保制度》、《关于进一步规范上市公司募集资金使用的通知》等制度规定，对公司资金使用的监督和管理，确保资金安

全，加强规范公司的募集资金的存放、使用和管理，提高其使用效率起到了较好的指导作用。公司具有明确的投融资战略目标和规划，建立了完善的严格的资金授权、批准、审验等相关管理制度，不断加强资金活动的集中管理，明确了筹资、投资、营运等各环节的职责权限和岗位分离要求；同时，公司会定期或不定期地检查和评价资金活动情况，落实责任追究制度，确保资金安全、有效的运行。

在采购管理方面，公司制定了较为健全的采购制度和流程，对采购业务中的采购计划、请购、选择供应商、采购价格确定、订立合同、供应过程、会计系统控制、验收入库进行了规范，明确规定了采购业务相关岗位的控制职责及审批权限，确保了不相容职位相分离，提高了采购业务的准确性和可控性。

在销售业务管理方面，公司严格遵守《企业内部控制应用指引第9号-销售业务》的规定，不断完善业务流程。公司将定期或不定期对销售业务查找管理漏洞，以便及时采取措施加以纠正；同时，公司流程不断加强销售业务在生产、资产、资金等方面管理的衔接，落实责任制，有效防范和化解经营风险。

在资产管理方面，公司制定了《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制应用指引第8号—资产管理》等内部规程，落实对固定资产、无形资产和存货等资产的实时监管、定期盘点、财产记录、账实核对，可以有效控制资产风险，在保障公司资产安全的前提下，提高其使用效率。

在工程项目和产品质量管理方面，公司制定了较为完善的制度和流程，明确了工程立项、工程设计、工程招标、工程建设、工程价款支付、工程验收、项目后评估等关键环节的控制措施；对工程项目的可行性研究与决策、概预算编制与审核、项目实施与价款支付、竣工决算与工程审计等不相容职务进行了分离；规定强化了工程建设全过程的监控，确保工程项目的质量、进度、施工安全和资金安全。

在合同管理方面，公司制定了合同管理制度，对合同的主体、形式与内容、合同的签订、执行、变更与解除以及合同纠纷的调解、仲裁和诉讼等各环节都做出了明确规定，并规范了合同审批会签流程；同时，公司对合同的保管和建档进行了规定，有利于合同的存档以及合同相关信息的查阅，改善了合同的日常管理。

在人力资源管理方面，公司制订较为完善的人力资源管理体系，对人员录用、员工培训、工资薪酬、考核奖惩、辞退辞职等进行规范，并发印公司员工手册，确保员工明确公司制度与管理条例。公司员工采取公开招聘方式，通过竞争上岗、提供培训、内部提拔等形式激励措施，不断提升员工的综合素质和专业能力。公司现有人力资源制度能够确保人力资源的稳定和公司各部门对各类型人才的需求。

在财务管理方面，公司按照相关法律法规规定，结合自身实际情况，建立了内部控制和财务管理制度；明确了财务报告的编制与报送、重大财务事项的判断和处理、财务分析等流程；同时，公司还具有较为健全的财务报告编制、对外披露和业务各环节的授权批准制度，包括编制方案的审批、会计政策与会计估计的审批、重大交易和事项会计处理的审批，对财务报告内容的审核审批等。公司下属的各子公司均设置了独立的会计机构，但由公司统一下派财务负责人，并进行统一授信，以保障公司财务的真实、有效。

在领导层管理方面，公司依据《公司法》，对子公司的经营班子进行管理；公司建立了较为完善的人才招聘、录用、薪酬考核体系，并针对下属企业领导制定了相应的绩效考核体系。子公司有权聘任和解聘除集团公司审批权限以外的管理人员。公司通过完善分配制度，建立领导干部的公开选拔；同时，公司具有完善的培训机制，针对中高层领导和青年员工分别建立了相应的培训

体系，较好地起到了培养人才、留住人才、重用人才的作用。

子公司管理方面，公司在财务、人员和项目招投标管理方面有相关规定，并穿插在公司具体的人力资源管理制度、财务管理制度和合同管理制度中，形成垂直管理的模式，公司未形成系统的子公司管理制度。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了科学有效的职责分工和制衡机制；能够对下属子公司做到统一集中管理，满足了公司日常经营活动的需要。但联合评级也关注到，尽管公司在对子公司各项业务上具有较强的管理能力，但公司仍需完善系统性的子公司管理制度，以便未来对子公司更好的管理。

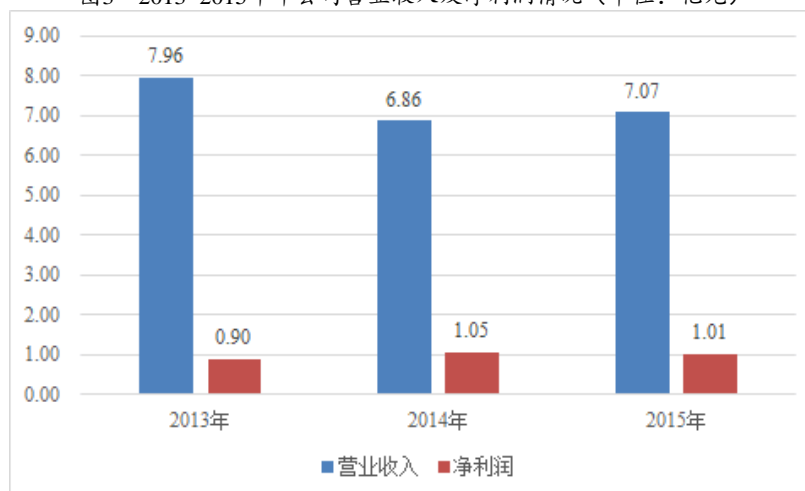
## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司经营战略主要为“大能源+互联网等新兴领域投资”，近年来，在宏观经济下行的大背景下，公司努力践行业务的转型升级。其中，公司于2011年收购华都公司，入驻核电设备制造领域，该业务于2014年产生相关收入；公司于2015年收购浙江格睿，入驻节能服务行业，新增合同能源管理业务。2013~2015年，公司业务涵盖清洁能源设备（水电设备和核电设备）和特种电机的研制、生产及销售、石油采掘业务和节能环保业务，在行业内拥有较高市场地位，主要产品涵盖贯流式、轴流式及混流式三大常规水轮发电机组，潮汐发电机组，抽水蓄能发电机组等水电设备，以核电控制棒驱动机构为主的核岛一级设备，以小型同步发电机及潜水电机为主的各类特种电机设备。

2013~2015年，公司营业收入波动下降，年均复合下降5.73%。2014年，公司实现营业收入6.86亿元，较2013年下降13.83%，主要系水电站建设受国内经济大环境影响步伐放缓，水电机组设备需求下降所致；2015年，公司实现营业收入7.07亿元，较2014年增长3.13%，主要系公司推动自身战略转型升级，新增节能服务业务增加了合同能源管理业务收入所致。2013~2015年，公司净利润波动增长，年均复合增长5.88%，主要系投资收益波动所致。

图3 2013~2015年年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

公司互联网等新兴领域投资主要为长期股权投资，对公司盈利的影响主要体现在利润表的投资收益部分。公司投资的标的主要为上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”）、梦响强音文化传播（上海）有限公司（以下简称“梦想强音”）、杭州市桐庐县浙富

小额贷款股份有限公司等。2013~2015年，公司获得投资收益分别为0.16亿元、3.20亿元和1.97亿元，占同期营业利润的比重分别为18.34%、272.69%和220.95%；其中，2014年投资收益较高主要系二三四五网络科技股份有限公司的长期股权投资置换海隆软件股份公司（已更名为上海二三四五网络控股集团股份有限公司，以下简称“二三四五”）限售股事项而确认投资收益1.61亿元，以及持有梦想强音、二三四五等公司股权确认的投资收益1.56亿元；2015年，投资收益为1.97亿元，主要为出售梦想强音获得长期股权投资收益0.68亿元以及权益法下确认的梦想强音投资收益0.51亿元和二三四五投资收益0.69亿元。公司盈利能力对投资收益依赖较大。

业务构成方面，2013~2015年，公司主营业务占营业收入比重分别为96.41%、99.45%和99.50%，公司主营业务突出，主要由清洁能源设备制造、特种发电机制造、石油采掘和合同能源管理构成。公司清洁能源设备业务主要为水电及核电设备制造，2013~2015年，清洁能源设备业务收入分别为6.74亿元、5.51亿元和5.64亿元，其业务收入在公司主营业务中占比最大，近三年占比均超过80.00%，是公司主营业务收入最主要构成。水电设备制造方面，受国内经济大环境影响，上游水电站建设步伐放缓，水电机组设备需求下降，公司生产的水轮发电机组出现销售收入逐年下滑的情况；核电设备制造方面，随着国内核电建设正式重启，核电设备销售收入呈快速增长态势，公司生产的核电设备产品反应堆控制棒组件作为核一级部件在行业内具有相对垄断地位，市场需求不断放大。2013~2015年，公司特种发电机业务收入分别为0.50亿元、0.97亿元和0.55亿元，占主营业务收入的比重分别为6.46%、14.26%和7.84%，该业务受市场需求影响较大，具有一定的波动性。2013~2015年，公司的石油采掘业务收入分别为0.03亿元、0.34亿元和0.19亿元，占主营业务收入的比重较小，公司的石油采掘业务系子公司AscenSun Oil and Gas Ltd（以下简称“AscenSun油气公司”）在加拿大进行的油田开采，石油采掘业务属公司经营战略“大能源”的重要布局之一，公司进入该领域时间较短，且近两年受国际油价下行冲击，公司该项业务尚未进入稳定盈利阶段。合同能源管理业务是公司紧跟国家战略性新兴产业战略规划布局，于2015年通过收购浙江格睿而展开的新业务，该业务通过循环水系统整体优化技术为客户提供解决节能节水问题的整体优化方案，2015年公司实现合同能源管理业务收入0.65亿元，占主营业务收入比重的9.29%，成为公司主营业务收入中占比第二大的业务，使得公司主营业务收入结构有所调整。

表2 2013~2015年公司主营业务构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
清洁能源设备	6.74	87.87	24.68	5.51	80.75	7.33	5.64	80.11	17.08
其中：水电设备	6.74	87.87	24.68	5.09	74.64	5.43	4.32	61.33	8.09
核电设备	--	--	--	0.42	6.11	30.53	1.32	18.78	46.43
特种发电机	0.50	6.46	20.99	0.97	14.26	14.16	0.55	7.84	19.15
石油采掘	0.03	0.36	19.52	0.34	4.98	22.26	0.19	2.76	-16.95
合同能源管理	--	--	--	--	--	--	0.65	9.29	77.16
其他	0.41	5.30	32.83	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>7.68</b>	<b>100.00</b>	<b>24.86</b>	<b>6.82</b>	<b>100.00</b>	<b>9.04</b>	<b>7.04</b>	<b>100.00</b>	<b>21.89</b>

资料来源：公司提供、联合评级整理

毛利率方面，2013~2015年，公司综合毛利率波动下降，分别为24.86%、9.04%和21.89%。2014年，受清洁能源设备毛利下降影响（主要为水电设备毛利率的下降），公司综合毛利率9.04%，较

2014年下降了15.82个百分点；2015年，受合同能源管理业务毛利率较高影响，公司综合毛利率有所回升，较2014年增长12.84个百分点至21.88%。2013~2015年，公司清洁能源设备毛利率有所波动，其中，2014年该业务毛利率大幅下降，主要系受国内经济大环境影响，国家水电站建设步伐放缓，水电机组设备需求下降且竞争大幅加剧所致；2015年，该业务毛利率17.08%，较2014年增长9.75个百分点，主要系水电设备制造主要原材料成本有所下降、出口水电设备受美元汇率大幅上升使得毛利率有所增加及核电设备处于国内垄断地位，其业务毛利率维持在较高水平所致。2015年，特种发电机业务毛利率19.15%，较2014年增长4.99个百分点，主要系原材料成本下降及出口设备受美元汇率上升影响综合所致。2015年，公司石油采掘业务毛利率-16.95%，处于亏损状态，主要系国际原油价格大幅下降所致。2015年，公司合同能源管理业务毛利率为77.16%，处于较高水平。

2016年1~6月，公司实现营业收入5.35亿元，净利润0.58亿元；实现主营业务收入5.34亿元，综合毛利率26.39%，较2015年底上升了4.5个百分点。2016年1~6月，公司主营业务中清洁能源设备业务实现收入4.50亿元（其中，水电设备实现收入3.87亿元，核电设备实现收入0.64亿元），同比增长87.94%，主要系国家批复重点水利工程增加使得公司承接水电设备制造订单大幅增长所致；公司清洁能源设备业务实现毛利率21.51%，同比增长1.98个百分点，主要系水电设备毛利率回升至17.20%水平所致。2016年1~6月，公司新签订水电合同金额16.29亿元，且预计未来订单量仍呈现一定的增长趋势，未来3~5年内，公司清洁能源设备业务，特别是水电业务增长，具有一定的持续性。2016年1~6月，公司特种发电机业务实现收入0.17亿元，毛利率18.48%，盈利能力基本稳定；石油采掘业务实现收入0.05亿元，毛利率-62.96%，呈持续亏损状态；合同能源管理业务实现收入0.62亿元，毛利率72.00%，盈利能力维持在较高水平。

总体看，近三年，公司主营业务受整体行业环境影响较大，水电设备制造业务收入呈逐年下降趋势；如剔除投资收益影响，公司主营业务呈现一定的亏损。2015年公司通过并购进入节能服务行业，依靠独特技术优势取得了较高的盈利水平，其业务在公司主营业务中占比较重。2016年以来，随着国家水电批复项目的增加，水电行业情况将有所好转，加之国家对核电行业的支持加大，公司清洁能源设备业务盈利规模和盈利能力有望得到增长。未来，随着国家对节能环保产业的大力支持，公司合同能源管理业务有望实现快速增长，或将成为公司盈利能力增长的又一核心力量。

## 2. 清洁能源设备和特种发电机制造

### （1）原料采购

公司生产的产品主要为清洁能源设备（包括水电设备和核电设备）和特种发电机等。公司产品生产所需采购的材料主要分为原材料和外协件两大类。原材料主要包括钢材、铜材、铝材和配件（型材）；外协件主要是委托外协厂家制造的相关产品部分非核心部件如结构件、精加工件和铸锻件等、配套设备，比如自动化元器件等。公司近三年的采购产品情况如下表所示。2013~2015年，公司钢材和铜材的采购量根据市场情况均有所波动；主要系钢材主要用于水电设备，铜材大部分用于特种机电设备，近三年公司各产品订单年度间差异使得相关采购量有所波动；其中，2015年在大宗商品价格呈单边下跌的情况下，公司钢材采购量受订单下降而有所下降，但采购金额较上年变化不大，主要系2015年核电产品订单大幅增加，公司对特级钢材采购量增加，但其单价较高所致；2015年公司铜材采购量大幅下降主要系特种机电产品订单有所减少所致。公司除了采购基本的钢材和铜材之外，外协件的采购金额占比较大，其中主要以采购配套件和结构件为主。由

于公司主要原材料为钢材、铜材和相关材料型材，因此，原材料价格受钢材、铜材大宗商品交易价格影响较大；同时，由于上游黑色金属、有色金属供应商较为强势，公司对于原材料议价能力较弱，原材料价格对公司经营产生较大影响。对此，公司进行大宗商品索价、与供应商签订长期供货合同等方式来减少原材料价格波动对公司经营的影响。

表3 公司近三年清洁能源设备和特种发电机产品及劳务采购情况（单位：万元、%、吨）

项目	2013年度			2014年度			2015年度		
	金额	比重	采购量	金额	比重	采购量	金额	比重	采购量
钢材	7,253.10	16.47	13,725.48	6,274.52	15.05	15,083.89	6,273.10	14.47	10,783.41
铜材	4,327.46	9.83	785.94	4,283.06	10.27	838.53	1,958.35	4.52	384.80
配件及辅料	5,872.20	13.34	--	7,210.10	17.29	--	7,070.04	16.31	--
<b>原材料小计</b>	<b>17,452.76</b>	<b>39.63</b>	<b>--</b>	<b>17,767.68</b>	<b>42.61</b>	<b>--</b>	<b>15,301.49</b>	<b>35.29</b>	<b>--</b>
配套件结构件	19,906.04	45.21	--	18,800.41	45.09	--	20,796.62	47.96	--
加工劳务	3,294.56	7.48	--	2,077.38	4.98	--	2,356.79	5.44	--
外购成品	3,381.44	7.68	--	3,048.37	7.31	--	4,905.96	11.31	--
<b>外协件小计</b>	<b>26,582.04</b>	<b>60.37</b>	<b>--</b>	<b>23,925.16</b>	<b>57.39</b>	<b>--</b>	<b>28,059.37</b>	<b>64.71</b>	<b>--</b>
<b>合计</b>	<b>44,034.80</b>	<b>100.00</b>	<b>--</b>	<b>41,693.84</b>	<b>100.00</b>	<b>--</b>	<b>43,360.86</b>	<b>100.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司总体上采用“以产定购”的采购模式，在获取订单后根据客户的合同交货要求及自身生产进度进行采购。公司购买的原材料主要为金属原材料和标准零部件，有国家统一的型号标准，市场供应充足，公司根据产品所需要的材料标准面向公开市场进行采购。公司采购部门与生产计划部门衔接情况良好，采购部门按照设计、生产部门确定的材料清单及库存情况实施采购。

成本控制方面，公司对外协件生产工厂签订长期协议，以自有技术和经验对外协件的制作工时和原材料成本进行核算，从而限定外协件的采购价格。原材料采购方面，比如钢材公司采用集中统一采购的方式，增加议价能力，但是以公开市场价格随行就市进行采购。

采购区域方面，公司采购的加工件和结构件主要来自于长三角地区，铸锻件主要来自东北地区，钢材主要通过贸易商来采购。公司采购支付价格均为到货价，所以不存在物流运输成本问题从而受到采购半径的限制。公司设有质量控制部门对一般的采购货物进行全检（采购件量大的按照国家抽样标准比例进行抽检）。

采购结算方面，公司的钢材采购通常需要支付一定比例的预付款（一般为30.00%左右），铜材采购通常以公司能接受的采购价格在预付一定的比例情况下提前一段时间锁定采购量和采购价。公司外协件的采购为货到付款，一般不存在预付款。

公司对供应商的考核主要从成本、交货期、售后服务、质量等方面综合评定，一般对合格供应商名单每年评定两次。

公司近三年前5大供应商采购金额及占比情况如下表所示，公司近三年前5大供应商采购占比较低，且呈逐年下降趋势。最近三年公司与主要供应商始终保持良好稳定的合作关系，不存在向单个供应商的采购比例超过总额的50.00%或严重依赖于少数供应商的情形。公司董事、监事、高级管理人员和核心技术人员未在上述供应商中享有权益。最近三年，公司无向关联方采购的情况。



表4 公司清洁能源设备和特种发电机前5大采购客户情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商	采购金额	采购占比	采购内容
2013年	1	供应商 1	1,840.31	4.71	铸锻件
	2	供应商 2	1,648.79	4.20	钢材
	3	供应商 3	1,674.54	4.28	铜材
	4	供应商 4	1,519.63	3.86	钢材
	5	供应商 5	1,373.09	3.51	铜材
	合计			<b>8,056.35</b>	<b>20.56</b>
2014年	1	供应商 1	2,486.35	5.70	钢材
	2	供应商 2	2,022.02	4.64	成套件
	3	供应商 3	1,603.69	3.68	钢材
	4	供应商 4	1,066.29	2.45	铸锻件
	5	供应商 5	1,050.12	2.41	铜材
	合计			<b>8,228.47</b>	<b>18.87</b>
2015年	1	供应商 1	1,385.52	3.67	成套设备
	2	供应商 2	1,138.38	3.01	钢材
	3	供应商 3	1,053.05	2.79	变压器
	4	供应商 4	835.39	2.21	管件
	5	供应商 5	709.76	1.88	铸锻件
	合计			<b>5,122.12</b>	<b>13.55</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司生产所需的能源主要为电力、压缩空气、水，占公司采购总额的比例很小，不会对公司的生产经营形成制约。

2016年1~6月，受订单加大影响，公司采购量显著上升，其中，钢材采购量为7,824.92吨，为去年全年的65.55%，铜材采购量245.72吨，为去年全年的63.86%，外协件采购占比较上年基本持平；公司前五大供应商集中度为30.82%，集中度有所提高，主要系公司于2015年7月中标的埃塞俄比亚城配网改造项目采购金额较大所致，该项目配电网设备采购占比为同期的16.23%。

总体来看，公司采购渠道畅通，与主要供应商建立了良好的合作；公司按照生产需求实施采购保证了其原材料库存储备量处于安全、合理的状态，为公司产品的市场推广奠定了良好的基础。

## （2）产品生产

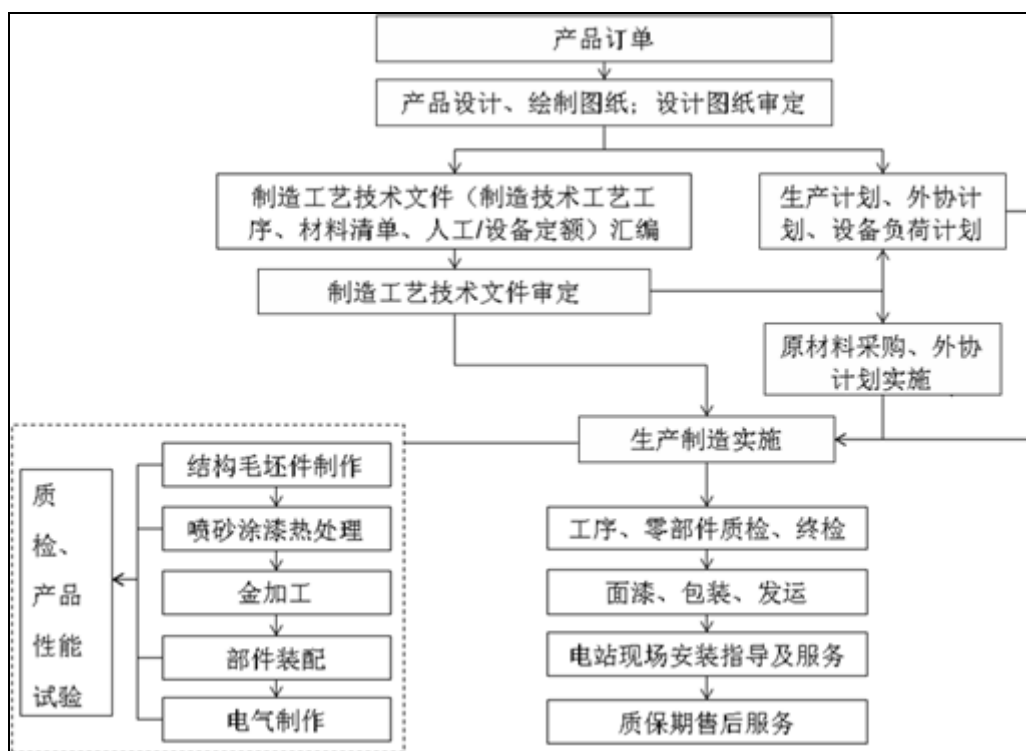
公司根据合同进度要求安排生产、控制生产进度、发货日期；采购部负责采购原材料，并交付各生产工厂；整个生产过程中，设计相关部门、设备保证部门、质量管理部门为生产过程提供生产工艺、技术标准、质量控制、设备保障等支持。

公司生产的产品中水电设备占比最高，以水电设备为例，在销售部门接到订单以后，公司的生产流程大致为：公司项目部召集内部项目启动会，接洽公司设计相关部门对合同要求进行细化、敲定工程指标和参数等设计方案和具体完成时间节点；设备保障部协同生产部门进行生产，其中结构工厂制造毛坯件、金工工厂对毛坯件进行加工装配、电气工厂进行发电机电气部分的制造（包括线帮、线串等）、成品工厂按照项目部交货计划对产品进行油漆、打磨、包装和发货。生产过程中，公司品质管理部门对每一道环节进行质量把控和产品检验，如果需要外协服务和外协加工件则由生产部门提出，采购部进行采购。

公司主要生产的水电设备为水轮发电机组，其工艺流程图如下所示。结构毛坯件制作主要为钢结构件制作，工序包括下料、切割、组装、焊接、铲磨配合等；喷砂涂漆热处理是指在金加工前进行初步防护处理，金加工后进行二次喷砂涂漆；金加工的主要工序包括铣、钳、焊、车、镗、

打孔等；电气制作主要指发电机的定子线棒、转子磁极制作和装配。

图4 公司主要产品水轮发电机组的工艺流程图



资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司的水电设备、核电设备业务均采用订单式生产模式，其产销量相同；特种机电业务在接受订单的情况下，备有一定的库存作为缓冲，但整体库存保持在 1.00%左右水平。近三年，公司水电机组产能由 2013 年的 1,330,000 千瓦上升至 2015 年的 1,350,000 千瓦，变化不大；核电设备产能快速增长，由 2013 年的 1 个堆 61 根扩张至 2015 年的 4 个堆 244 根，主要系核电设备市场需求快速扩张所致；特种电机产能稳定在 230,000 千瓦。

2013~2015 年，公司清洁能源设备、特种发电机及石油天然气产品产能利用率情况如下表所示。近三年，公司水轮发电机组生产设备主要为大中型水电站设备，实际产量受市场不景气影响而逐年下降，产能利用率处于较低水平；公司核电设备（控制棒）尚处于市场拓展期，产能不断扩张，产能利用率在逐年提高，由于公司核电产品具有国内市场垄断地位，未来发展空间较大；公司特种电机设备主要针对小型水电站，近年来市场较为萎靡，产能利用率处于较低水平。由于公司生产的清洁能源设备产品及特种机电产品均为非标产品（每个项目均有特定的参数和规格要求），核电设备（控制棒）及部分水电设备产品特定化要求较高，加之公司设计产能相对宽裕，导致公司的主要产品产能利用率偏低的状态。

表5 公司近三年清洁能源设备及特种发电机产品产能利用率情况

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	
水电机组	实际产量	936,500 千瓦	878,000 千瓦	823,700 千瓦
	产能	1,330,000 千瓦	1,350,000 千瓦	1,350,000 千瓦
	产能利用率	70.41%	65.04%	61.01%
核电设备	实际产量	--	7 根	67 根

(控制棒)	产能	1 个堆 61 根	2 个堆 122 根	4 个堆 244 根
	产能利用率	--	5.73%	27.46%
特种电机	实际产量	152,772 千瓦	170,629 千瓦	99,535 千瓦
	产能	230,000 千瓦	230,000 千瓦	230,000 千瓦
	产能利用率	66.42%	74.19%	43.28%

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：表中产能为公司自有生产设备的产能，不包括外协部分的产能。实际产量为当年最终机组产品吨位数（含自行及外协加工部件）。

公司水电设备产品之贯流式机组、轴流式机组、混流式机组为共线生产，所使用之生产设备具备柔性生产能力，具体所生产的机组类型依据公司所承接的合同确定。就大中型水轮发电机组产品而言，公司已将大部分非核心工序（如锻铸件、结构件加工等）外包给外协厂商，其自有厂房主要配备核心工序涉及的生产设备，具体包括立车、卧车、镗床、铣床等大型数控加工车床及真空浸漆机、全自动磁极线圈焊接机器、全自动包带机等电气部件加工装备。2013~2015 年，公司厂内和外协大型关键设备完成的加工量具体如下表所示，总体上公司内部加工量相对占比较大，外协部分加工量较小。

表6 公司近三年公司清洁能源设备及特种发电机内部和外协大型关键设备完成的加工量情况（单位：吨）

期间	大型数控立车、卧车、镗床、铣床加工量								总计
	公司内部				外协				
	立车	镗床 卧车	铣床	小计	立车	镗床	铣床	小计	
2013 年度	4,278	3,620	670	8,568	1,034	950	876	2,860	11,428
2014 年度	3,308	3,070	502	6,880	780	719	680	2,179	9,059
2015 年度	3,178	2,980	430	6,588	670	650	655	1,975	8,563

资料来源：公司提供，联合评级整理。

产品质量方面，公司在产品设计生产过程中，将质量保证和控制工作贯穿整个环节：在产品的设计开发阶段制定过程开发计划，通过设计联络会、流体传动设计会等会议，结合实际生产经验和顾客特殊技术要求，综合分析和讨论质量保证措施，以保障产品设计和生产计划满足顾客的质量和工期要求；在产品生产阶段，公司在各道关键工序设定质量控制点，保证工序处于受控状态，使工序能够长期稳定地生产合格产品；在产品出厂前，质验人员严格按工艺规程和检验指导书进行产品质量检验，并由品管部根据前期质量控制计划进行产品质量管理监控、运用调查表、控制图、因果图等质量控制工具实施 PDCA 管理循环，保证产品质量持续改进。

此外，公司定期（每年不少于两次）组织过程质量审核，主要包括审查业务人员的技术水平和业务能力，审查工序质量控制点的质量记录和分析结果，审查外协件、及外购原材料的质量和分包方的质控能力，审查生产设备、检验及试验设备、工装器具及剂量器具的完好率、专管率、周期检验率是否满足要求等，并运用数理统计技术、工艺故障模式和影响分析技术进行过程能力分析和缺陷分析，找出过程质量控制存在的问题，采取有效的纠正或预防措施，不断地改进和提高过程质量能力。

公司未因违反有关产品质量和技术监督方面的法律、法规而被处罚，也不存在因产品质量问题而侵犯第三方权利或因此导致诉讼的情形。

安全环保方面，公司的生产经营不存在重污染情况，最近三年及一期也未受到环保部门的处罚，符合国家关于环境保护的要求，公司也未发生过重大的安全事故、未因违反安全生产事项受

过处罚。

2016年1~6月，公司水电机组及核电设备产能利用率变化不大，特种机电设备受市场进一步萎靡，产能利用率进一步下降；受市场订单回升影响，公司主要产品内部和外协大型关键设备完成的加工量情况较去年同期有所上升。

总体看，公司生产模式较为成熟，品质管控较为严格，但整体产能利用率不高；核电设备未来存在一定的市场拓展空间；水电设备在订单驱动下，预计未来产能利用率或将有所提升；特种机电设备受市场持续不景气影响，产能利用率或将维持低位，但其业务占公司营业收入比重较小，业务低迷对公司整体经营影响不大。

### (3) 市场销售

公司水电设备及核电设备客户针对性强，前者的客户主要为国内外各类水电投资商和大型电力集团，后者的客户主要为国内三大核电集团，公司均系通过投标方式获得相关销售合同。公司的投标过程主要为：销售人员通过多种形式获得客户项目信息—跟客户进行初步接触—客户邀标（获得客户项目要求）—研发、设计部门根据客户要求给出初步设计方案—投标、开标、中标—完成商务合同签订—双方协商确定设计方案—正式投产—分次交货—现场安装设备—试运行72小时—2年左右质保期后合同完结。

水轮发电机组方面，目前公司境外项目主要采取联合投标的方式竞标，联合投标方主要有两类，一是境外本土水电设备供应商，公司通过与之联合投标以取得进入相关国家水电市场的资质；二是我国水电基建建设企业（如中国水利水电集团的下属建设单位或建筑设计院等），公司与之联合投标，作为设备提供商参与我国境外水电总承包项目。临海电机的特种电机为标准产品，临海电机与美国雷勃电气建立了长期供销合作关系，是该公司25千瓦以下规格的同步发电机的独家中国供应商，雷勃电气按季度向临海电机下达采购订单。

公司的销售定价方面，公司生产水轮发电机组及特种电机产品直接面向境内外用户销售，充分参与行业竞争，与客户按市场原则确定销售价格。公司生产的控制棒驱动机构产品属于国家核安全局严格监管的核一级设备，目前国内取得该设备制造资格的只有三家企业，行业竞争健康有序，销售价格按市场原则确定。

从公司的销售区域来看，公司经营以国内市场为主，清洁能源设备、特种发电机及石油采掘业务收入按地区划分如下表所示。

表7 近三年公司清洁能源设备及特种发电机业务收入按地区划分情况（单位：万元）

区域	2013年度		2014年度		2015年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	43,802.24	57.28%	39,187.30	60.45%	42,109.59	68.02%
境外	32,672.62	42.72%	25,637.25	39.55%	19,802.24	31.98%
合计	76,474.86	100.00%	64,824.55	100.00%	61,911.83	100.00%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

近年来，公司十分重视海外市场的拓展，在香港投资设立了全资子公司浙富水电国际工程有限公司，作为公司的海外业务开拓平台。随着国际业务的逐步推进，公司海外市场新签合同额规模较大，在国内水电设备市场订单下降情况下，对公司收入进行补充，成为稳定公司业绩的主要力量。2015年，公司承接水电业务订单总额为9.14亿元，分别在越南、老挝、阿根廷等国家签订了重大海外水电订单。

公司核电设备2013年5月及6月分别取得了国家核安全局颁发的《民营核安全设备制造许可

证》及通过了武器装备科研生产单位二级保密资格审查，正式开展核电设备生产制造销售相关业务。目前，核电业务的主要客户为国内核电站的建设方，随着我国核电技术走向国门，公司的核电设备也将迈向国外市场。

公司特种电机主要销往美国，其中小型同步发电机主要为美国雷勃电气（集团）公司代工生产。公司近三年主要产品产销情况如下表所示。公司生产销售以特定化的产品为主，基本采用以销定产的模式，从而公司各主要产品的产销率均达到约 100.00%，公司产销情况很好。

表8 公司近三年清洁能源设备和特种发电机产品产销率情况

项目		2013 年度	2014 年度	2015 年度
水电机组	实际产量	936,500 千瓦	878,000 千瓦	823,700 千瓦
	实际销量	936,500 千瓦	878,000 千瓦	823,700 千瓦
	产销率	100%	100%	100%
核电设备	实际产量	--	7 根	67 根
	实际销量	--	7 根	67 根
	产销率	--	100%	100%
特种电机	实际产量	152,772 千瓦	170,629 千瓦	99,535 千瓦
	实际销量	150,011 千瓦	168,865 千瓦	98,243 千瓦
	产销率	98%	99%	99%

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：表中实际产量为当年最终机组产品吨位数（含自行及外协加工部件）。

公司近三年销售客户情况如下表所示，前五大客户集中度较高，但是公司不存在单一客户销售占比超过 20% 的情形。公司对主要客户的销售回款中不存在实物抵债的情形，公司也不存在对大客户的虚假销售及会计期末销售收入异常增长的情况。公司董事、监事、高级管理人员和核心技术人员未在上述客户中享有权益。最近三年及一期，公司无关联销售。

表9 近三年公司清洁能源设备和特种发电机前5大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	序号	销售客户	销售金额	销售占比	销售内容
2013 年	1	客户 1	13,648.55	17.14	水轮发电机组
	2	客户 2	5,196.51	6.53	水轮发电机组
	3	客户 3	4,788.23	6.01	水轮发电机组
	4	客户 4	4,558.66	5.73	水轮发电机组
	5	客户 5	4,470.40	5.62	水轮发电机组
			合计	32,662.33	41.03
2014 年	1	客户 1	6,020.62	8.82	水轮发电机组
	2	客户 2	5,572.84	8.17	水轮发电机组
	3	客户 3	4,792.51	7.02	水轮发电机组
	4	客户 4	4,514.68	6.62	水轮发电机组
	5	客户 5	4,310.07	6.32	水轮发电机组
			合计	25,210.72	36.95
2015 年	1	客户 1	10,978.47	15.52	水轮发电机组
	2	客户 2	9,323.05	13.18	水轮发电机组
	3	客户 3	6,613.45	9.35	核电设备
	4	客户 4	5,641.82	7.97	核电设备
	5	客户 5	3,042.14	4.30	特种电机
			合计	35,598.93	50.32

资料来源：公司提供

注：上述销售金额统计包含相关税费。

与客户结算方面，公司一般先收取客户10.00%的预付款项，于签订合同日起一个月左右付清；在召开项目联合会期间，公司将收取20.00%~30.00%投料款，账期一般为一个月左右；在正式生产后，将依据工程进度分阶段进行收款，回款周期较长，一般为1~3年，依据合同金额大小而有所区别。

2016年1~6月，公司清洁能源设备和特种发电机产品产销率均维持在100.00%左右水平，整体产销率良好；前五大销售客户占比较2015年变化不大。2016年1~9月，公司承接水电业务订单总额为20.60亿元，其中，国内订单金额13.69亿元；国外订单金额6.91亿元，主要分布在阿根廷及老挝。随着国家大型水利项目近两年批复的增加，公司水电设备业务短期内订单量较为充足，未来业务收入增长具有一定的确定性。

总体看，公司销售以特定化产品为主，结合以销定产的生产模式，公司的产销情况很好；未来随着公司水电、核电等订单的增加，公司盈利能力有望得到增强。

### 3. 节能环保业务

2015年，公司紧跟国家战略性新兴产业战略规划进行布局，进入节能环保产业，收购浙江格睿51.00%的股权，公司发展战略的转型升级得到进一步体现。浙江格睿专业从事节能环保技术的开发；能源动力系统相关设备、节能环保相关设备的研发、设计与销售；能源动力系统节能项目、节能环保项目技术咨询、设计、施工、安装、调试、维护；合同能源管理系统的推广和应用等业务的公司。其为客户提供的循环水系统整体优化技术是解决节能节水问题的整体优化方案，有别于其他公司的单一节能方案，浙江格睿致力于多学科的整体优化方案，在节能减排领域具有革命性的突破。

浙江格睿在接洽高耗能客户后，首先根据其能量利用现状分析存在的问题和节能潜力；随后，制作一套系统节能优化方案，包括技术改造方案和改造的机电设备及调整方案，与客户进行讨论、商议；在与客户签订改造合同后，根据具体模式的不同，执行不同的业务流程。

浙江格睿的业务模式主要为合同能源管理模式、工程总承包模式、技术服务与开发模式三种；其中，合同能源管理模式为提供包括能耗测量、项目设计、设备采购、工程施工、设备安装调试、人员培训、节能量确认和保证等一整套的节能服务，并从客户进行节能改造后获得的节能效益中收回投资和取得利润，一般分享期限为5年左右，分享比例依据不同合同而有所差别，该种模式公司承担改造过程中产生的所有成本，未来收益取决于实际节约的能耗；工程总承包模式为承担节能改造的规划设计、施工、设备采购、设备安装、系统调试、试运行，并对工程的质量、安全、工期、造价全面负责，最后将系统整体移交业主运行，该种模式公司获得一定的收益，其收益水平相较合同能源管理模式较低，但风险也较小；技术开发与服务模式为进行节能改造的能耗测量、项目设计、节能改造方案制定等，仅收取相关服务费用，风险较小。

采购方面，浙江格睿除备少量通用件外，其他节能设备、零部件、辅助材料均采用订单采购模式；浙江格睿制定了严格的采购管理制度等控制采购成本。销售方面，浙江格睿营销人员会通过市场信息收集和方案策划，分析并确定目标客户，并与其沟通，针对客户提出初步的工程技术服务方案；同时，相关人员还通过参加各地行业协会的相关会议进行技术交流、参加招投标、直接探访、电话拜访等方式开拓市场。结算模式方面，对于合同能源管理业务，浙江格睿定期根据客户确认的节电量确认单及按照合同约定的分成比例进行结算并确认收入，并根据具体情况给予客户一定的信用期；对于工程总承包业务，浙江格睿在客户确认工程完工和质量后进行项目交付，同时进行结算、确认收入，并根据具体情况给予客户一定的信用期；技术开发与服务业务，

浙江格睿将技术成果移交给客户，客户确认技术成果的可靠性、质量后进行付款，一般没有相关的展期。

近两年一期，浙江格睿业务开展情况如下表所示。浙江格睿业务收入主要来自于合同能源管理业务，近两年其业务实现快速增长。2016年上半年，浙江格睿新增合同及节电量较少，但于7~9月份，新签订合同能源管理项目9个，新增合同节电量1.66亿度，新签订工程总承包及技术服务与开发项目4个，合同总金额6,340.00万元。整体上，浙江格睿业务发展较快。

表10 近两年一期浙江格睿业务开展情况

项目	类别	2014年度	2015年度	2016年1~6月
合同能源管理项目	新增合同数(个)	16	6	2
	新增合同节电量(万度/年)	13,810	6,540	1,715
	进入节能分享期的合同数	2	14	23
	当期实现收入(万元)	609.97	4,522.66	4,895.07
工程总承包及技术服务与开发项目	新增合同数(个)	2	27	5
	新增合同金额(万元)	311	1,846	1,353
	完工合同数(个)	2	27	5
	当期实现收入(万元)	52.99	2,017.37	1,267.28

资料来源：公司公告，联合评级整理。

根据“十三五”规划要求，我国节能减排势在必行，浙江格睿提供的技术服务具有广阔的市场前景，客户需求量大，市场也由最初的中石化拓展至中石油、中海油等多行业、多集团的多项目，未来市场有望得到进一步开拓。浙江格睿未来高速增长明确，或将成为公司未来新的利润增长点。

总体看，浙江格睿专业化程度较高，业务发展迅速，未来成长性较好，对公司盈利能力形成重要支持。

#### 4. 经营效率

2013~2015年，公司应收账款周转率分别是1.61次、1.82次和1.93次，公司应收账款周转率的提高主要系应收账款下降速度小于营业收入下降速度所致；公司存货周转率分别为0.69次、0.63次和0.62次，处于较低水平，主要系公司设备制造周期较长所致，2014年降幅较大，主要系部分境外项目已按照完工进度确认收入但在年底尚未完成出关手续从而在存货项下形成较大的“建造合同形成的资产”以及个别电站建设缓慢而要求推迟交货所致；公司的资产规模较大，总资产周转率处于较低水平，分别为0.24次、0.15次和0.14次，2014年降幅较大主要系公司营业收入下降而资产规模随着公司经营规模多元化而扩大所致。

总体看，公司经营效率较低。

#### 5. 重要事项

##### (1) 收购二三四五网络科技股份有限公司

2013年8月9日，浙富股份、公司控股股东孙毅与庞升东就公司与孙毅拟共同收购上海二三四五网络科技股份有限公司（简称“二三四五网络公司”）38%股份或该38%股份相对应的权益的事项签署了《股份转让意向协议》。2013年8月10日和2013年10月12日披露了《浙江富春江水电设备股份有限公司关于公司与控股股东拟共同收购上海二三四五网络科技股份有限公司38%

权益并签署意向协议的关联交易公告》和《浙江富春江水电设备股份有限公司关于与控股股东拟共同收购上海二三四五网络科技股份有限公司权益事宜进展的公告》，完成对二三四五网络公司的相关收购，但公司并不实际控制二三四五网络公司。

二三四五网络公司主要从事 2345 网址导航系列产品的研发和运营，通过免费为用户提供安全、方便的网址导航服务，满足用户网站信息检索的需求，从而形成稳定的固定用户群；其他网站和搜索引擎为吸引目标公司用户点击其网站而向二三四五网络公司支付费用以获取页面中推广效果较好的链接位置，二三四五网络公司从而实现收益。二三四五网络公司的产品分为核心产品和战略产品两大类。核心产品已覆盖 PC 端和手机移动端，主要为 2345 网址导航（2345.com、m.2345.com 等）和 2345 浏览器（2345 智能浏览器、2345 加速浏览器、2345 手机浏览器等；战略产品包括 2345 软件大全、2345 好压压缩软件、2345 看图王等自主研发的实用工具。

总体看，收购二三四五网络公司股权符合公司制定的“大能源+互联网等新兴领域战略投资”的转型升级战略规划，是公司践行前瞻性投资互联网等战略新兴领域的一次大胆的尝试。公司收购二三四五网络公司的股权，是公司在互联网领域的初步布局，实现了公司资本与互联网的首次对接，深化了公司对互联网产业的理解，也使得公司在未来对互联网产业战略投资的思路更加清晰。

#### （2）以二三四五网络公司股权认购海隆软件（现更名为二三四五）股份

2014 年 1 月 14 日，公司与上海二三四五网络科技股份有限公司（以下简称“二三四五网络公司”）的直接和间接股东共同与上海海隆软件股份有限公司（现已更名为上海二三四五网络控股集团股份有限公司，以下简称“二三四五”）签署了《发行股票购买资产协议》。根据该协议，海隆软件以发行股份购买资产方式，向二三四五网络公司直接及间接股东发行股份收购二三四五网络公司 100% 权益。2014 年 3 月 5 日，上述交易各方签署了上述协议的《补充协议》，《补充协议》就目标资产交易价值的确定、海隆软件对价股份发行数量的确定和业绩承诺补偿比例的调整等本次交易的有关方面进行了补充约定。2014 年 7 月 28 日，海隆软件取得中国证监会《关于核准上海海隆软件股份有限公司向庞升东等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2014]760 号），并于 2014 年 9 月 19 日完成新股增发登记。海隆软件向公司增发 57,405,569 股（占海隆软件增发后总股本的 16.43%），增发价格 14.96 元/股，股份上市日期为 2014 年 9 月 30 日，锁定期限为 36 个月。至此，公司所持二三四五 32.5% 股权全部置换为海隆软件限售股。2015 年 3 月 10 日，海隆软件实施 2014 年年度权益分派方案，权益分派方案实施后，公司持有海隆软件 143,513,923 股，占海隆软件总股本 16.46%。

近两年一期，公司获得来自二三四五的投资收益分别为 0.64 亿元、0.69 亿元和 0.35 亿元，投资收益规模较大。

总体看，海隆软件与二三四五网络公司的并购重组完善了公司战略投资的退出渠道，同时，也丰富了公司投资收益实现路径，增加了公司资产的流动性。

#### （3）梦响强音证券化路径的调整

2014 年 4 月 24 日，经公司第三届董事会第八次会议决议审议通过，公司与西藏璀璨星河文化传媒有限公司、自然人田明签署了《梦响强音文化传播（上海）有限公司之股权转让协议》，收购梦响强音文化传播（上海）有限公司（以下简称“梦响强音”）40% 股权。公司收购梦响强音是对新兴领域的战略投资尝试。

2015 年 9 月 28 日，经第三届董事会第二十三次会议审议通过了《关于同意公司与上海民星文化传媒合伙企业（有限合伙）及自然人田明签署<浙富控股集团股份有限公司与上海民星文化传



媒合伙企业（有限合伙）关于梦响强音文化传播（上海）有限公司之股权转让协议>的议案》，公司向上海民星文化传媒合伙企业（有限合伙）出售其持有的梦响强音 20.00%股权转让总价款为 45,800 万元；2015 年 11 月 26 日，公司向上海民星文化传媒合伙企业（有限合伙）出售其持有的梦响强音剩余 20.00% 股权，转让总价款为 45,800 万元；同时，公司与上海灿星文化传播有限公司（以下简称“灿星文化”）签署了《浙富控股集团股份有限公司投资入股上海灿星文化传播有限公司之框架意向协议》（以下简称“《框架意向协议》”），公司以 3.00 亿元投资入股灿星文化 6.07% 的股权。（注：上海民星文化传媒合伙企业（有限合伙）与上海灿星文化传播有限公司实际控制人相同）。

灿星文化主要从事电视节目制作业务，是包括“中国好声音”、“中国好歌曲”、“出彩中国人”、“蒙面歌王”、“了不起的挑战”、“金星秀”、“中国好舞蹈”等电视节目的制作方。灿星文化目前的核心业务是“中国好声音”、“蒙面歌王”、“中国好歌曲”、“出彩中国人”等系列节目及品牌衍生开发。经过多年的运作，旗下多个娱乐音乐品牌地位已得以确立，同时各项衍生业务开发已确立较完整的商业模式，其品牌授权业务合作对象、签约艺人队伍、艺人广告代言客户、互联网衍生产品均持良好发展态势。

梦响强音是灿星文化独家授权的制作和/或运营的影视节目的品牌管理开发运营、艺人经纪、衍生产品开发、现场演出、音频内容运营相关的公司，原系灿星文化的下游公司；目前，灿星文化已将梦响强音整合至旗下，成为其控股子公司。

此次交易主要系灿星文化内部战略安排所致，但上述交易使得公司获得股权增值资本利得 0.76 亿元，同时获得现金分红 1.28 亿元，并于 2014~2015 年分别确认投资收益 0.85 亿元和 0.51 亿元。

总体看，公司关于此次资本运作获得了较为丰厚的收益；同时，灿星文化主业竞争优势明显，未来可持续为公司带来投资收益。

#### （4）投资设立浙江浙富资本管理有限公司

2015 年 7 月 10 日，经公司第三届董事会第十九次会议审议通过，公司与控股股东、实际控制人孙毅先生与自然人姚玮、郦琪于 2015 年 7 月 10 日共同出资 10,000 万元人民币在浙江设立浙富资本管理有限公司（以下简称“浙富资本”），其中公司出资额为人民币 5,100 万元，占总出资额的 51%；孙毅先生出资额为人民币 2,000 万元，占总出资额的 20%。浙富资本于 2015 年 7 月 21 日注册成立。

浙富资本成立后紧紧围绕本公司的发展战略，借助并购基金等各种形式，围绕公司在大能源产业链、能源互联网等相关新兴领域做大做强，为标的企业提供一站式金融服务，不断完善公司产业布局，加速推进公司重大战略发展规划，巩固公司在核心竞争领域的行业领先地位，加快公司的转型升级，提升公司综合竞争实力。

总体看，浙富资本的成立将有利于加快公司在“大能源”及其他新兴领域的产业整合和转型升级，迅速提升和优化公司战略投资并购能力和资源整合实力，未来有望推动提升公司的核心竞争力。

#### （5）与杭州车猫网开展战略合作

2015 年 7 月 10 日，公司与杭州车猫网络科技有限公司（简称“车猫网”）签署了《战略合作框架协议》，公司将在汽车金融服务、互联网金融等业务领域与车猫网开展深入合作。公司根据战略发展需要，与杭州车猫网、杭州财米科技有限公司共同出资 3,000 万元人民币在杭州设立杭州车猫互联网金融服务有限公司，其中公司出资 1,530 万元，占车猫网股份的 51%。

车猫网作为国内优秀并高速发展的 O2O 二手车交易互联网平台，主要从事提供投资管理、企业管理咨询，投资管理咨询，技术咨询，汽车技术等业务。车猫网目前业务迅猛发展，并积极布局汽车金融等新兴蓝海领域，未来有望与公司下属子公司浙富小额贷款股份有限公司（以下简称“浙富小贷”）在互联网金融等领域深入合作。

总体看，公司此次与车猫网签署《战略合作框架协议》符合公司“大能源+互联网等新兴领域投资”的发展战略，是公司在新兴领域积极开拓的又一重要实践，有助于公司在互联网领域进行更加深入的投资布局，并进一步拓宽了公司资本运作的途径，有望未来为公司带来新的投资收益。

#### （6）增持浙富小贷公司

2015年6月5日，经公司第三届董事会第十七次会议审议通过，公司与浙江奥鑫控股集团有限公司、桐庐绫绣投资有限公司、自然人卢水晶签署《股权转让协议》拟收购浙富小贷合计23%股权。公司已完成受让股权并办妥相关变更手续，公司现持有浙富小贷13,250万股，占总股本41.79%，为浙富小贷第一大股东。

总体看，公司增持浙富小贷部分股权实现控股后，有利于浙富小贷的长期稳定发展，稳定公司的盈利渠道，优化产业结构，提升资金的使用效率，提高公司防范和处置金融风险的能力，符合公司的发展需要和长远规划，并对公司未来战略的实施产生积极影响。

#### （7）非公开发行 A 股股票

##### 2013年第一次非公开发行

公司于2011年5月9日、2011年12月27日和2012年8月6日召开第二届董事会第七次会议、第十二次会议和第十九次会议审议并通过了《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》、《关于公司非公开发行股票方案的议案》、《关于修订公司非公开发行股票方案的议案》、《关于公司非公开发行股票预案（第二次修订）的议案》、《关于公司非公开发行股票募集资金使用可行性报告（修订版）的议案》、《关于公司前次募集资金使用情况报告的议案》、《关于提请股东大会授权董事会全权办理本次非公开发行股票相关具体事项的议案》、《关于对与本次非公开发行相关的审计、评估报告说明的议案》和《对评估机构的独立性、评估假设前提和评估结论的合理性、评估方法的适用性意见的议案》等与本次发行相关的议案，并将有关议案提交股东大会审议。

2012年1月12日公司召开的2012年第一次临时股东大会和2012年8月23日公司召开的第四次临时股东大会决议批准，公司拟向不超过10名的特定对象合计非公开发行不超过13,798.45万股A股股票。此次募集资金，公司拟用于与中国核动力研究设计院共同增资四川华都核设备制造有限公司实施百万千瓦级核电控制棒驱动机构等核电设备建设项目、增资临海电机实施中小型水轮发电机组及特种发电机建设项目和大型灯泡贯流式和轴流转桨式水轮发电机组生产技术改造项目。

公司于2012年11月23日收到中国证券监督管理委员会核准批复（证监许可[2012]1533号），核准公司非公开发行不超过13,798.45万股新股，2013年5月10日公司非公开发行新股11,788.08股上市，募集资金总额8.90亿元，减除发行费用后募集资金净额8.59亿元。

总体看，此次非公开发行优化了公司在水电设备产能配置格局，使得全系列水轮发电机组产品布局进一步完善；同时，加强了公司特种发电机业务实力。公司通过产业链布局，拥有核电控制棒驱动机构的技术研发及生产能力，并快速投产，使得公司立足于核电设备研制行业，分享核电产业良好的发展前景，形成公司未来新的业务增长点，有利于公司的可持续发展。

##### 2014年第二次非公开发行

2013年8月6日，公司第二届董事会第二十八次会议审议并通过了《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》、《关于公司非公开发行股票方案的议案》和《关于公司非公开发行股票预案的

议案》等相关议案。此次募集资金，公司拟用于补充流动资金。2013年9月4日，公司2013年第一次临时股东大会审议并通过了此次发行的有关议案。2014年1月22日，公司获得中国证监会发审会审核通过，并于2014年2月7日获得中国证监会的核准，公司拟非公开发行16,338.33万股新股。2014年8月18日公司向4名发行对象合计发行10,861.96万股新股上市，共募集资金5.72亿元，扣除发行费用后，募集资金净额5.54亿元。

此次发行完成后，公司的总资产和净资产均有一定幅度增加，资产负债率和财务风险有所降低，优化了公司资本结构，提高了公司债务融资能力，使得公司整体财务状况将得到改善；同时，此次发行扩大了公司资产规模的增长空间，为公司进一步发展奠定了基础。

总体看，公司此次募集资金有助于补充公司营运流动资金，协助公司在“大能源”产业链中的战略部署，有利于提高公司的核心竞争力，为公司进一步增强综合实力起到了很好的支持作用。

#### (8) 2016年拟发行股份购买资产并募集配套资金

2016年9月20日，公司第三届董事会第三十六次会议审议并通过了《关于浙富控股集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案的议案》等与本次交易相关的议案。公司拟采用发行股份的方式向肖礼报、桐庐金睿投资管理合伙企业（有限合伙）、颜春、武桦、赵秀英5名交易对方购买合计持有的浙江格睿能源动力科技有限公司49.00%股权。为提高本次重组绩效，增强重组完成后公司的盈利能力和可持续发展能力，公司拟向不超过十名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，配套资金总金额不超过9.55亿元，不超过拟购买资产交易价格的100.00%。对于募集配套资金拟使用用途如下表所示；募集资金将有助于浙江格睿业务进一步发展并进一步提升公司整体盈利能力。

表11 募集配套资金拟使用用途（单位：万元、%）

序号	项目名称	项目预计投资总额	使用募集资金	实施主体
1	合同能源管理服务能力提升及配套生产基地建设项目	74,688	68,350	浙江格睿
2	高效运维服务体系建设项目	21,384	19,600	浙江格睿
3	研发中心建设项目	6,153	5,100	浙江格睿
4	支付中介机构费用等相关发行费用	2,500	2,500	浙富控股
合计		104,725	95,550	--

资料来源：公司公告，联合评级整理。

该交易完成后，公司将持有浙江格睿能源动力科技有限公司100.00%股权。本次交易不构成中国证监会规定的上市公司重大资产重组，不会导致公司控制权发生变更。公司本次发行股份购买资产事项尚需再次召开董事会审议，并在提交股东大会审议通过后报中国证监会核准，该事项能否取得上述核准以及最终取得核准的时间均存在不确定性。

总体看，上述交易事项如顺利实施将有助于公司资本实力进一步增强，并有助于提升浙江格睿整体经营能力，进而推进公司整体盈利能力的提升；联合评级将持续关注该交易事项的实施情况。

## 6. 经营关注

### (1) 主营业务受宏观经济影响较大，行业周期性明显

公司所处的水电、核电设备制造业受电力行业投资影响较大，而电力行业投资与宏观经济状况和国民生产力水平增速息息相关。受制于宏观经济和行业的周期性波动，对公司的业务发展的持续性不断提出挑战。

(2) 国内行业竞争较为激烈

目前，国内产能严重过剩，电力板块需求增速呈现下滑趋势，公司所处的水电设备制造业市场竞争激烈，近几年价格战较为严重。未来，若国内宏观经济持续不景气，全社会用电量增幅存在下滑的可能性，这对公司的市场竞争力提出了较大的挑战。

(3) 汇率波动和原材料波动对公司影响较大

近年来，公司海外业务不断增长，境外业务占公司主营业务收入比重每年均超过30.00%，公司业务已拓展至非洲、东南亚、南美和北欧等多个国家和地区，尽管2015年公司业务从汇率波动中有所受益，但汇率变化具有双向性，如未来公司不能适时提高外汇风险控制能力，外汇波动将对公司经营的影响将越来越大。

公司所处行业的上游主要为钢材、铜件和铸锻件，因此，钢材和铜材等原材料的波动对公司的成本控制能力提出较大的挑战。

(4) 客户工程延期风险将致使企业存货积压

公司所处水轮发电机组制造周期较长，按照合同约定，客户将按工程进度分8~9次进行付款。公司严格按照交货进度安排生产，但水电站建设受自然环境、地质情况等影响较大，工程进度存在很多不确定性因素。尽管公司积极了解客户工期进展情况，努力调整生产来配合客户工程进度，但若客户工程延期但未与公司进行有效沟通，公司按交货期安排生产将产生库存积压，对公司经营带来不利影响。

(5) 主要产品产能利用率较低

公司近年来主营业务水电设备、核电设备及特种机电整体产能利用率处于较低水平，未来宏观经济存在不确定性风险，公司主要产品产能利用率仍面临维持在较低水平风险。

(6) 公司自身经营管理风险

尽管公司目前内部管理制度和风险控制体系满足公司发展需要，但未来随着公司规模的不间断扩大，合并子公司的增加，财务投资标的的进一步增加，产品的不断丰富以及境外子公司业务的发展，公司自身组织架构和管理体系将不断趋于复杂，这对公司的经营管理能力提出了更高的挑战。

## 7. 未来发展

公司未来的发展将不断拓展业务格局，凸显核电业务重点，探索水电业务新模式。在“大能源”战略目标的指引下，将资源整合的重点放在核电业务上，加大对核电关键技术的研发投入，在节能环保市场开拓方面做出新成就。

公司作为适用于三代核电技术“华龙一号”的核一级部件控制棒驱动机构的主要制造商，公司将在重点推进“华龙一号”技术研发的基础上，在资金流向上向华都公司倾斜，为华都公司的发展提供人力、设备、资金等条件。同时，公司将争取更多的订单，在市场扩大的同时进一步扩大生产能力，根据订单来调整生产，以实现生产与销售的完美契合。

公司将进一步提高自身的技术创新能力，在做深做精反应堆控制棒驱动机构领域的同时，向着专业化方向迈进，以自己的专业技术能力，赢得国内外市场。同时，公司将通过技术研发与创新，在国产三代压水堆控制棒驱动机构生产领域继续努力，争取成为该领域的领军企业。同时，在四代核电技术上取得重大突破。

总体看，公司未来发展方向明晰，发展计划的实施有利于提升公司的整体实力。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供 2013~2015 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，3 年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表符合《企业会计准则》要求。2013 年，公司新增纳入合并范围的子公司共 5 家；2014 年，公司将所持有的吉隆瑞信投资有限公司股权进行转让，纳入合并范围的子公司减少 1 家；2015 年，公司新增纳入合并范围的子公司共 8 家，具体变化情况如下表所示。截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 18 家。公司近三年合并财务报表范围虽有所变化，但由于新纳入合并范围对公司整体影响较小，财务数据的可比性较强。公司 2016 年半年报未经审计。

表 12 2013~2015 年公司合并范围公司变化情况（单位：%）

年份	变化情况	公司名称	持股比例
2013 年	新增	浙江富春江水利水电工程有限公司	100.00
		杭州浙富中小水电设备有限公司	100.00
		AscenSun Energy B.V	100.00
		AscenSun Oil and Gas Ltd.	100.00
		吉隆瑞信投资有限公司	85.53
2014 年	减少	吉隆瑞信投资有限公司	0.00
2015 年	新增	西藏源合投资管理有限公司	100.00
		香港浙富集团国际有限公司	100.00
		西藏源沅投资管理有限公司	100.00
		浙富（北京）清洁能源科技发展有限公司	100.00
		浙江浙富资本管理有限公司	51.00
		杭州车猫互联网金融服务有限公司	51.00
		浙江格睿能源动力科技有限公司	51.00
		西安格睿能源动力科技有限公司	51.00

资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 52.12 亿元，负债合计 20.72 亿元，所有者权益 31.41 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 29.03 亿元。2015 年，公司实现营业收入 7.07 亿元，净利润 1.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.71 亿元。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 1.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.07 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 56.10 亿元，负债合计 24.86 亿元，所有者权益 31.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 29.20 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 5.35 亿元，净利润 0.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.36 亿元。2016 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 0.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.44 亿元。

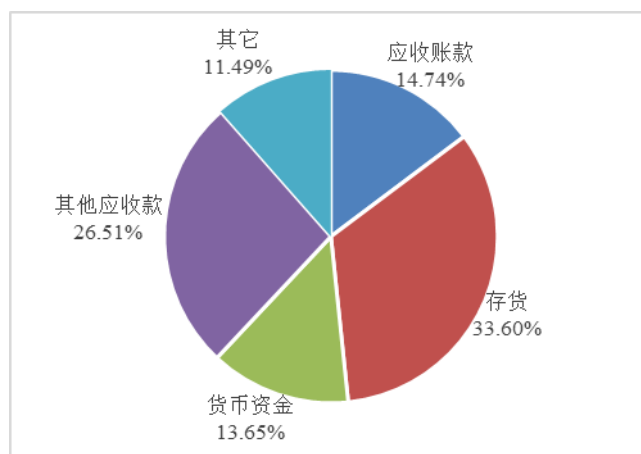
### 2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 10.82%，截至 2015 年底，公司合并资产规模 52.12 亿元，其中流动资产占比 45.13%，非流动资产占比 54.87%，资产结构以非流动资产为主。

## 流动资产

2013~2015年，公司流动资产波动增加，年均复合增长2.97%。截至2014年底，公司流动资产为18.18亿元，较上年底减少18.05%，主要系货币资金减少所致；截至2015年底，公司流动资产为23.52亿元，较上年底增长29.38%，主要系其他应收款增加所致。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金（占13.65%）、应收账款（占14.74%）、其他应收款（占26.51%）和存货（占33.60%）构成。

图5 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2013~2015年，公司货币资金波动减少，年均复合下降33.50%。截至2014年底，公司货币资金为2.90亿元，较上年末减少60.11%，主要系公司偿还银行短期借款和支付股权投资款所致；截至2015年底，公司货币资金为3.21亿元，较上年底增长10.88%，主要系借款增加致使银行存款增加所致。截至2015年底，公司货币资金以银行存款为主，占比96.55%，公司海外项目开展积累了一定外币资金，但人民币占比较大，2015年底人民币占比93.48%，公司外币存在汇率变动风险。截至2015年底，公司货币资金中受限金额为1.18亿元，占比36.76%，主要用于质押开立承兑汇票、保函及信用证等。

公司应收账款主要为合同约定的应收款项和客户保留部分尾款未支付的项目质量保证金。2013~2015年，公司应收账款波动减少，年均复合下降3.86%。截至2014年底，公司应收账款3.17亿元，较上年底减少29.83%，主要系水电设备制造行业业务订单规模的减少所致。截至2015年底，公司应收账款3.47亿元，较上年底增长9.33%，主要系公司于2015年非同一控制下并购浙江格睿，该业务应收账款规模较大所致。从账龄上看，1年以内的应收账款占比69.81%，1至2年的应收账款占比19.62%，2至3年的应收账款占比3.77%，其余为3年以上，公司应收账款总体账龄较短，但因公司承担的海外订单的交货期、回款信用期限较长，导致部分货款账龄相应较长。截至2015年底，公司对全部应收账款计提的坏账准备共计0.39亿元，计提比例为10.13%，计提较为充分；公司前5名应收账款合计1.29亿元，占33.41%，集中度一般。截至2015年底，公司国内、国外应收账款未出现坏账情况，应收账款回收情况较好。

公司存货主要由原材料、在产品、库存商品和建造合同形成的资产构成。2013~2015年，公司存货逐年减少，年均复合下降10.88%。截至2015年底，公司存货7.90亿元，较上年底下降18.30%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产的减少。公司存货主要由原材料（占比6.33%）、在产品（占比4.81%）、库存商品（占比2.03%）和建造合同形成的已完工未结算资产（占比86.84%）构成，其中建造合同形成的已完工未结算资产系设备制造周期较长。截至2015年底，公司依据最

新会计准则计提要求计提存货跌价准备 0.07 亿元。

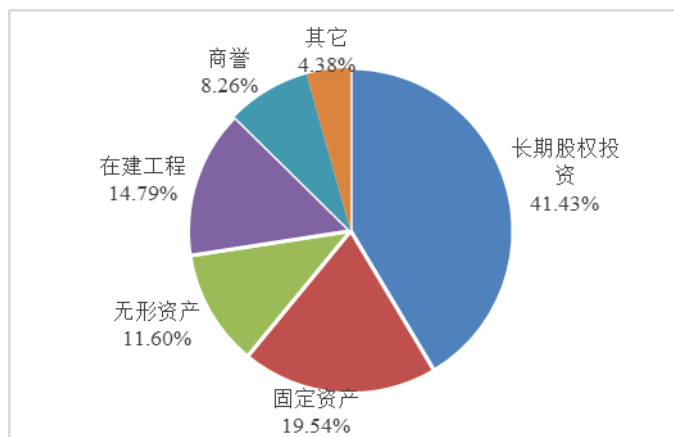
2013~2015 年，公司其他应收款逐年增加，年均复合增长 432.33%，主要系 2015 年的增长。截至 2015 年底，公司其他应收款 6.24 亿元，较上年底增加 5.82 亿元，主要系应收梦想强音剩余 20.00% 股权转让款所致。公司其他应收款主要由股权转让款（占比 83.97%）和押金保证金（占比 12.86%）构成。从账龄上看，1 年以内的其他应收款占比 78.95%，1 至 2 年的其他应收款占比 4.74%，2 至 3 年的其他应收款占比 7.36%，其余为 3 年以上。截至 2015 年底，公司对全部其他应收账款计提的坏账准备共计 0.06 亿元，比例为 1.00%；公司前五名应收账款合计 6.05 亿元，占 96.03%，集中度较高；未来随着公司对梦想强音股权款的收回，同时，如公司并无其他重大转让款或战略变化导致的其他应收款项，公司其他应收款规模将大幅减少。除股权转让款外，公司其他应收款大部分为国内水利水电项目收购、投标等的保证金和出口退税，对于国外客户的其他应收款较小，公司其他应收款回收存的风险较小。

公司其他流动资产包含理财产品、预缴企业所得税额、待摊银行借款利息支出等。2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 140.44%，主要系购买理财产品的快速增加所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产 1.60 亿元，较上年底增长 36.45%，主要系理财产品增加 0.60 亿元所致。

#### 非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产波动增加，年均复合增长 18.81%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 32.31 亿元，较上年底增长 59.50%，主要系长期股权投资的快速增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 28.60 亿元，较上年底下降 11.49%，主要系出售部分长期股权投资减少所致。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 41.43%）、固定资产（占比 19.54%）、在建工程（占比 14.79%）、无形资产（占比 11.60%）和商誉（占比 8.26%）构成。

图6 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增加，年均复合增长 18.22%。截至 2014 年底，公司长期股权投资总额为 19.03 亿元，较上年底增长 124.39%，主要系投资梦想强音增加公司长期股权投资 8.40 亿元所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资总额为 11.85 亿元，较上年底下降 37.72%，主要系公司出售梦想强音股权及按权益法确认二三四五等公司的投资收益及新增对宁波浙富毅铭投资合伙企业（有限合伙）、GENEX POWER LIMITED 等公司的投资所致。公司权益性投资规模大，被投资方相对较分散，一定程度避免了风险集中，但也增加了投资项目管理的难度。2014 年，

公司将所持二三四五网络公司 32.5% 股权全部置换为海隆软件限售股，完善了公司战略投资的退出渠道，获得了 1.61 亿元非货币性资产交换利得形成的投资收益；同时公司主要投资公司梦想强音、二三四五等经营情况良好，公司同期确认权益法下投资收益 1.56 亿元；其中，梦想强音确认的投资收益 0.85 亿元，二三四五确认的投资收益 0.51 亿元。2015 年，受公司出售梦想强音股权影响，公司获得处置长期股权投资收益 0.68 亿元；同期，受被投资企业经营情况持续向好影响，公司确认权益法下投资收益 1.28 亿元，其中，梦想强音确认的投资收益 0.51 亿元，二三四五确认的投资收益 0.69 亿元。

表 13 2013~2015 年公司主要追加长期股权投资情况（单位：万元、%）

年份	投资企业	投资金额	持股比例
2013 年	上海二三四五网络科技股份有限公司	74,812.77	16.46
	杭州市桐庐县浙富小额贷款股份有限公司	6,000.00	30.00
	临海市灵鹰投资有限公司	2,131.75	44.95
	杭州之江电站设备工程有限责任公司	33.01	7.32
	浙江台州高速公路集团股份有限公司	10.66	0.01
2014 年	杭州市桐庐县浙富小额贷款股份有限公司	1,500.00	30.00
	梦响强音文化传播（上海）	84,000.00	40.00
	上海二三四五网络控股集团股份有限公司	85,878.73	16.00
2015 年	杭州市桐庐县浙富小额贷款股份有限公司	6,655.63	41.79
	GENEX POWER LIMITED	2,619.93	20.00
	宁波浙富毅铭投资合伙企业(有限合伙)	4,150.00	47.76

资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司固定资产波动增加，年均复合增长 1.40%。截至 2014 年底，公司固定资产账面净值 5.31 亿元，较年初减少 2.20%，主要系折旧所致。截至 2015 年底，公司固定资产账面净值 5.59 亿元，较上年底增长 5.13%，主要系浙江格睿合同能源管理项目的在建工程转入所致。截至 2015 年底，公司的固定资产净值主要由房屋及建筑物（占比 39.93%）和机器设备（占比 55.16%）构成，公司固定资产的累计折旧计提 3.59 亿元，固定资产成新度为 67.02%，成新度一般。

2013~2015 年，公司在建工程逐年快速增加，年均复合增长 44.74%，主要系公司对浙富科技园项目、核电设备建设项目、特种发电机建设项目、设备安装工程等项目的投入所致。截至 2014 年底，公司在建工程为 3.11 亿元，较上年底增长 53.92%，主要系为浙富科技园项目建设工程新增投入 1.06 亿元。截至 2015 年底，公司在建工程 4.23 亿元，较上年底增长 36.11%，主要系对浙富科技园项目建设工程增加投入 0.81 亿元和对浙江格睿合同能源管理项目新增投入 0.39 亿元所致。

2013~2015 年，公司无形资产逐年增加，年均复合增长 7.73%。截至 2015 年底，公司无形资产账面净值为 3.32 亿元，较上年底增长 6.29%，主要系公司自主研发的非专利技术的增长所致。公司无形资产由土地使用权（占比 42.77%）、专利权（占比 19.28%）、非专利技术（占比 35.54%）和软件（占比 24.09%）构成，公司内部研发形成的无形资产占无形资产余额比例 28.34%，较上年底增加 11.52 个百分点，公司无形资产中专利的账面余额为 0.84 亿元，几乎全部形成于步进式磁力提升型反应堆控制棒驱动机构专利技术。截至 2015 年底，公司无形资产的累计摊销共计提



0.24 亿元。

2013~2015 年，公司商誉大幅增长，年均复合增长 264.67%，主要为 2015 年的增长。截至 2015 年底，公司商誉 2.36 亿元，较上年底增加 2.18 亿元，系公司 2015 年收购浙江格睿 51.00% 股权纳入合并范围所致。

受限资产方面，截至 2015 年底，公司受限资产共计 5.31 亿元。受限资产中，货币资金 1.18 亿元，用于质押开立承兑汇票、保函及信用证等，受限比例为 36.76%；无形资产 0.49 亿元，用于抵押借入长期借款，受限比例为 14.76%；在建工程 3.64 亿元，用于抵押借入长期借款，受限比例为 86.05%；公司整体资产规模不大。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 56.10 亿元，较上年底增长 7.63%，其中流动资产占比 39.64%，非流动资产占比 60.36%，资产结构以非流动资产为主。截至 2016 年 6 月底，公司流动资产 22.24 亿元，较上年底下降 5.47%，主要系收到梦想强音股权款带来的其他应收款大幅减少及公司订单增加带来的存货大幅增加所致；公司流动资产中，货币资金 3.63 亿元，较上年底增长 12.92%，主要系借款规模增加致使银行存款增加所致；应收账款 3.97 亿元，较上年底增长 14.59%，主要系公司订单增加带来清洁能源设备业务和合同能源管理业务应收款项增加所致；预付账款 1.93 亿元，较上年底增长 163.03%，主要系支付收购印尼卡扬项目溢价款 2,000.00 万美元所致；其他应收账款 1.47 元，较上年底下降 76.44%，主要系收回梦想强音剩余股权转让款大部分金额（尚有 0.54 亿元款项未支付）所致；存货 9.55 亿元，较上年底增长 20.85%，主要系水电项目在产品建造合同形成的已完工未结算资产增加所致。非流动资产 33.86 亿元，较上年底增长 18.41%，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增加所致。非流动资产中，可供出售金融资产新增 3.90 亿元，主要系新增对平潭浯石 1 号投资管理合伙企业（有限合伙）0.90 亿元投资和对灿星文化 3.00 亿元投资所致；长期股权投资 13.13 亿元，较上年底增长 10.85%，主要系新增对江西龙头山航电枢纽投资开发有限公司 1.07 亿元投资和对浙富桐君股权投资基金合伙企业（有限合伙）0.20 亿元投资所致所致。

总体看，公司资产规模较大，资产结构以非流动资产为主，存货、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产占比较大，符合公司作为生产制造型企业的特点，也契合公司近年来进行大量股权投资的资产结构调整特征；由于公司大部分长期股权投资企业近年来经营快速发展，其可变现性较高，公司整体资产质量尚可。

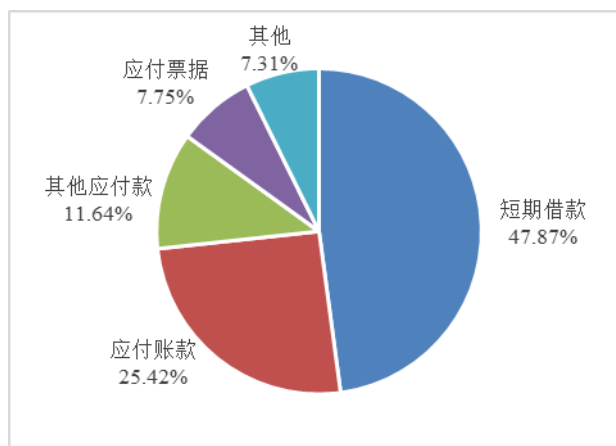
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2013~2015 年，公司负债规模逐年增加，年均复合增长 10.62%。截至 2015 年底，公司负债合计 20.72 亿元，较上年底增长 3.73%，其中流动负债占比 73.60%，非流动负债占比 26.40%，债务结构以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债波动减少，年均复合下降 1.21%。截至 2014 年，公司流动负债合计 14.87 亿元，较上年底减少了 4.83%，主要系短期借款和应付账款的减少所致。截至 2015 年，公司流动负债合计 15.25 亿元，较上年底增长 2.54%，公司流动负债主要由短期借款（占比 47.87%）、应付票据（占比 7.75%）、应付账款（占比 25.42%）和其他应付款（占比 11.64%）构成。

图7 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2013~2015年，公司短期借款波动减少，年均复合下降7.09%。截至2014年底，公司短期借款6.60亿元，较年初减少21.95%，主要为公司进行债务结构调整将短期借款置换成长期借款致使的信用借款的减少所致。截至2015年底，公司短期借款7.30亿元，较上年底增长10.61%，主要系公司为补充流动资金所致。公司的短期借款由信用借款（占比53.42%）、国内信用证议付融资（占比32.88）和商业汇票贴现融资（占比13.70）构成。

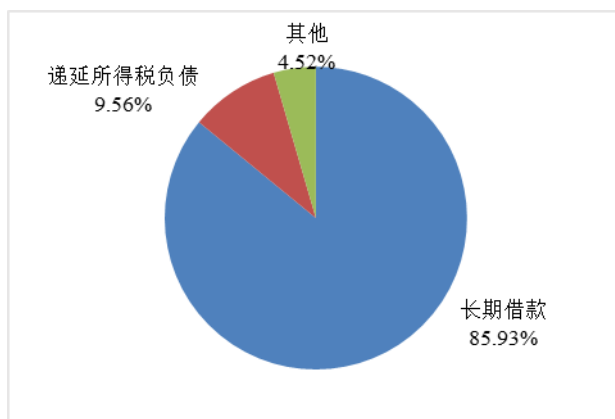
公司的应付票据全部为银行承兑汇票。2013~2015年，公司应付票据逐年减少，年均复合下降12.13%，主要系水电业务逐年减少所致。截至2015年底，公司应付票据1.18亿元，较上年底下降20.99%，主要系公司需到期结算的应付票据增加所致。

公司应付账款主要由水电设备制造货款（业务和付款条件）和长期资产购置款（核电设备和科技园工程款）组成。2013~2015年，公司应付账款逐年减少，年均复合下降3.68%。截至2015年底，公司应付账款3.88亿元，较上年下降3.64%，主要系水电设备制造业务订单量下降致使水电设备制造货款减少所致。截至2015年底，公司应付账款中水电设备制造货款占比69.85%，长期资产购置款（核电设备和科技园工程款）占比30.15%。

2013~2015年，公司其他应付款波动增加，年均复合增长218.89%。截至2014年底，公司其他应付款2.15亿元，较上年增长1,130.38%，主要系收购梦响强音的应付2.10亿元投资款所致。截至2015年底，公司其他应付款1.78亿元，较上年底下降17.35%，主要系已支付梦响强音公司剩余股权款及新增收购浙江格睿剩余股权款1.72亿元综合所致。公司其他应付款中除应付股权款外，大部分为项目押金及保证金等，其金额较小。

2013~2015年，公司非流动负债逐年增加，年均复合增长104.61%，主要系长期借款快速增加所致。截至2015年底，公司非流动负债合计5.47亿元，较上年底增长7.19%，主要系长期借款增加所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比85.93%）和递延所得税负债（占比9.56%）构成。

图8 截至2015年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2013~2015年，随着公司在建项目的不断增长，公司长期负债逐年增加，年均复合增长116.79%。截至2015年底，公司长期借款4.70亿元，较上年底增长9.30%，主要系公司为满足浙富科技产业园区投资建设需要而增加借款所致。公司长期借款由抵押借款（占比46.81%）和信用借款（占比53.19%）构成，其中，浙富科技园项目的长期借款为2.20亿元，于2021年到期；老挝XPXN项目来自中国进出口银行的长期借款2.50亿元，其中，0.80亿元于2017年到期，1.70亿元于2019年到期。

公司递延所得税负债主要系公司于2014年以通过吉隆瑞信公司间接持有上海二三四五网络科技股份有限公司32.50%的股权参与上海海隆软件股份有限公司发行股份收购上海二三四五网络科技股份有限公司100%权益的重大资产重组交易，因非货币资产交换收益形成应纳税暂时性差异2.09亿元，按所得税率25%计提递延所得税负债所致。截至2015年底，公司递延所得税负债0.52亿元，较上年底基本未发生变化。

2013~2015年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长6.20%，近三年分别为11.69亿元、12.40亿元和13.18亿元；其中，主要以短期债务为主。截至2015年底，公司短期债务为8.48亿元，长期债务为4.70亿元，公司债务结构有待优化。截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为39.75%、29.56%和13.02%，公司债务负担水平较低。

截至2016年6月底，公司负债合计24.86亿元，较上年底增长3.73%，其中流动负债占比76.82%，非流动负债占比23.18%，债务结构较上年末变化不大。截至2016年6月底，公司流动负债19.10亿元，较上年底增长25.25%，主要系短期借款、应付账款、预付账款和其他应付款所致；流动负债中，短期借款9.08亿元，较上年底增长24.38%，主要系公司为补充流动资金需求和海外清洁能源投资项目资金需求所致；应付账款4.56亿元，较上年底增长17.55%，主要系埃塞俄比亚城配网改造项目分包合同尚未达到结算条件所致；预付账款1.59亿元，较上年底增长152.11%，主要系江西龙头山项目、四川攀枝花金沙项目等水电项目新合同订单致使预收款项增加所致；其他应付款2.14亿元，较年初增长20.80%，主要系押金保证金增加所致。截至2016年6月底，公司非流动负债5.76亿元，较上年底增长5.37%，主要系长期借款增加所致；非流动负债中，长期借款5.00亿元，较上年底增长6.38%，主要系公司为满足浙富科技产业园区投资建设需要而增加借款所致。截至2016年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.32%、32.83%和13.80%，较上年底分别提高了4.57个百分点、3.27个百分点和0.78个百分点。

总体看，公司流动负债中短期借款和应付账款占比较大，非流动负债中长期借款和递延所得

税负债占比较大，债务结构有待进一步优化；尽管公司债务规模逐年提升，但整体负债负担不大。未来随着公司投入项目的不断增多，公司负债规模将会持续增加，债务负担呈不断上升的趋势。

### 所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长 10.95%，主要系公司非公开发行股票致使股本和资本公积增加所致。截至 2015 年底，公司所有者权益 31.41 亿元，较上年底增长 2.86%，变化幅度不大。

2013 年 4 月，公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票 11,788.08 万股，募集资金净额 8.59 亿元，其中计入股本 1.18 亿元，计入资本公积 7.41 亿元；同年，公司将资本公积转增股本 7.17 亿元。2014 年 8 月，公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票 10,861.96 万股，募集资金净额 5.54 亿元，其中计入股本 1.09 亿元，计入资本公积 4.45 亿元；同年，公司回购尚未解锁的限制性人民币普通股（A 股）1,295.86 万股，共支付 0.20 亿元，其中减少注册资本 0.13 亿元，减少资本公积 0.07 亿元。2015 年 7 月，公司以资本公积 4.57 亿元转增股本方式完成增资，增资后注册资本变更为 19.79 亿元。

截至 2015 年底，公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益 29.03 亿元，少数股东权益 2.37 亿元，少数股东权益占比不大。归属母公司所有者权益中，股本 19.79 亿元（占比 68.16%），资本公积为 1.35 亿元（占比 4.65%），盈余公积 1.14 亿元（占比 3.93%），未分配利润为 6.91 亿元（占比 23.81%）。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益 31.24 亿元，与上年底变化不大，所有者权益结构基本保持稳定。

总体看，公司所有者中股本占比较高，权益结构稳定性较好。

### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入波动减少，年均复合下降 5.73%，主要系清洁能源设备中的水电设备业务 2015 年下降所致。2015 年，公司实现营业收入 7.07 亿元，较 2014 年增长 3.13%，主要系公司为推动自身战略转型升级，新开展的节能环保业务增加了合同能源管理业务收入所致。2013~2015 年，公司营业成本波动减少，年均复合下降 2.70%。2015 年，公司营业成本 5.50 亿元，较 2014 年下降 11.45%，主要系公司在主要原材料价格下降的同时，积极开展开源节流，优化和筛选合格供应商，对成本进行严格有效控制，同时，公司合同能源管理项目成本较低综合所致。2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 24.86%、9.04% 和 21.89%，2014 年公司主营业务毛利率较低主要系全球行业低迷致使水电行业需求不断萎缩，行业竞争激烈致使业务毛利率不断下降，海外业务增多且产品要求较高致使产品成本增加以及汇率波动等原因综合所致。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用总额波动增加，年均复合增长 24.98%，分别为 1.57 亿元、2.63 亿元和 2.46 亿元。期间费用构成中，截至 2015 年底，公司期间费用中销售费用占比 16.67%，管理费用占比 63.27%，财务费用占比 20.05%。销售费用主要用于职工薪酬、运输及报关费、差旅费、售后服务费等，与公司作为大型机械设备生产企业的特点相符合；2013~2015 年，公司销售费用逐年增加，年均复合增长 24.74%，2015 年公司销售费用 0.41 亿元，较 2014 年增长 12.03%，主要系公司加大市场开拓力度，相应职工薪酬、差旅费等销售费用增加所致。管理费用主要用于职工薪酬、技术开发费、办公费和折旧及摊销；2013~2015 年，公司管理费用波动增加，年均复合增长 16.52%，2014 年公司管理费用 1.69 亿元，较 2013 年增长 47.10%，主要系公司业务布局调整，于 2013 年新纳入合并范围子公司 2014 年正常运行带来的相应职工薪酬、差

旅费、办公费等管理费用增加所致；2015年公司管理费用1.56亿元，较2014年下降7.70%，主要系公司严格控制相关费用所致。近三年，公司财务费用波动增长，年均复合增长72.93%，2014年公司财务费用0.58亿元，较2013年增长252.08%，主要系公司借款增加致使利息支出相应增加所致；2015年公司财务费用0.49亿元，较2014年减少15.06%，主要系相关融资成本下降所致。近三年，公司费用收入比分别为19.78%、38.38%和34.77%，公司费用控制能力有待提升。

利润构成方面，2013~2015年，公司营业利润分别为0.86亿元、1.17亿元和0.89亿元，年均复合增长1.69%；同期，公司净利润分别为0.90亿元、1.05亿元和1.01亿元，年均复合增长5.88%。近三年，公司营业利润及净利润均有所波动主要系投资收益波动所致。2013~2015年，公司获得投资收益分别为0.16亿元、3.20亿元和1.97亿元（具体投资收益明细详见财务分析-长期股权投资部分），投资收益占同期营业利润的比重分别为18.34%、272.69%和220.95%，公司营业利润对投资收益依赖度较大，如未来投资收益波动较大可能对公司盈利带来不确定性风险；2013~2015年，公司营业外收入占利润总额的比例较小，主要来自于高新技术企业政府补贴。

盈利指标方面，近三年，公司总资本收益率分别为3.81%、4.23%和3.56%，总资产报酬率分别为3.57%、4.05%和3.02%；公司总资本收益率和总资产报酬率均有所波动主要系净利润及利润总额受投资收益影响而有所波动所致；受公司所有者权益快速增长影响，公司净资产收益率逐年下降，三年分别为4.37%、3.74%和3.25%。整体看，公司盈利能力一般。

2016年1~6月，公司实现营业收入5.35亿元，净利润0.58亿元；实现主营业务收入5.34亿元，综合毛利率26.39%，较2015年底上升了4.5个百分点。2016年1~6月，公司主营业务中清洁能源设备业务实现收入4.50亿元（其中，水电设备实现收入3.87亿元，核电设备实现收入0.64亿元），同比增长87.94%，主要系国家批复重点水利工程增加使得公司承接水电设备制造订单大幅增长所致；公司清洁能源设备业务实现毛利率21.51%，同比增长1.98个百分点，主要系水电设备毛利率回升至17.20%水平所致。2016年1~6月，公司新签订水电合同金额16.29亿元，且预计未来订单量仍呈现一定的增长趋势，未来3~5年内，公司清洁能源设备业务，特别是水电业务增长，具有一定的持续性。2016年1~6月，公司特种发电机业务实现收入0.17亿元，毛利率18.48%，盈利能力基本稳定；石油采掘业务实现收入0.05亿元，毛利率-62.96%，呈持续亏损状态；合同能源管理业务实现收入0.62亿元，毛利率72.00%，盈利能力维持在较高水平。

总体看，近年来公司水电设备收入受行业不景气影响呈逐年下降趋势，对公司营业收入影响较大；公司营业利润对投资收益依赖度较大，期间费用控制能力有待提升，公司整体盈利能力一般。未来，随着公司水电设备业务订单的回升，及公司进行战略调整大力发展核电业务及节能环保业务，同时采用的多元化股权投资策略，公司营业收入规模和盈利能力有望得到提升。

## 5. 现金流

受近年来全球经济低迷影响，水利水电行业需求不景气，加之水电设备市场竞争较激烈，公司水电设备制造业务经营业绩持续下降。公司部分销售收入按完工进度确认，存在部分尚未完成工程结算款项；同时，也存在部分电站因土建施工进度要求推迟交货致使已确认收入但现金收付需要延迟等情况，造成公司经营性现金收入与营业收入不匹配的情况存在。近年来，公司股权投资规模较大，投资活动净现金流持续为负。

从经营活动看，2013~2015年，公司经营活动现金流量净额逐年增加，分别为-1.01亿元、-0.82亿元和1.21亿元。2013~2015年，公司经营活动现金流入逐年增加，年均复合增长17.95%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入不

匹配，主要系公司确认收入与实际收到现金时点具有时滞性所致。公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，近三年占比均在 90.00% 左右，符合公司作为生产型企业的特点；公司收到的其他与经营活动有关的现金占比不大，主要为收回的各类经营性银行保证金、定期存款等。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，近三年维持在 60.00% 左右水平；2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务支付的现金有所波动，主要系公司主营业务工程进度逐年波动所致；2015 年下降较大，主要系公司合同能源管理业务成本较低、公司主要原材料价格有所下降及水电设备收入有所下降综合所致。近三年，公司支付的其他与经营活动有关的现金较稳定，三年占比均为 17.00% 左右，主要为支付的各类经营性银行保证金、定期存款和投标保证金等。2013~2015 年，公司现金收入比分别为 88.30%、130.62% 和 135.25%，现金收入比处于较好水平，公司销售回款能力逐年提升。

从投资活动看，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额呈持续净流出态势，分别为 -8.83 亿元、-8.78 亿元和 -1.49 亿元，主要系公司股权投资支付的现金的规模较大所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流入逐年增加，年均复合增长 14.84%，主要系收回投资收到的现金增加所致。公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主；近三年公司收回投资收到的现金规模较大，主要系公司自有资金对短期保本理财产品的滚动投资所致；公司收到其他与投资活动有关的现金占比很小，主要系收到工程建设项目招标保证金。公司投资活动现金流出以投资支付的现金为主；2013~2015 年，公司投资活动现金流出波动减少，年均复合下降 11.29%，主要系 2015 年投资支付的现金减少所致；2014 年公司投资支付的现金 18.58 亿元，主要系对梦响强音的投资金额 6.30 亿元，其他为自有资金对短期保本理财产品的滚动投资；2015 年公司投资支付的现金主要为自有资金购买的短期保本理财产品构成。近三年，公司支付其他与投资活动有关的现金占比很小，主要系支付收购保证金和退回工程建设项目招标保证金。

从筹资活动看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额逐年减少，年均复合下降 88.09%，分别为 14.59 亿元、5.54 亿元和 0.21 亿元。公司筹资活动流入以取得借款收到的现金为主；2013~2015 年，筹资活动现金流入波动减少，年均复合下降 10.33%，主要系吸收投资收到的现金减少所致；2013~2014 年，公司吸收投资收到的现金规模较大，主要为非公开发行股票收到的现金；公司收到其他与筹资活动有关的现金占比很小，主要系收回质押的定期存款。公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，2013~2015 年，筹资活动现金流出波动增加，年均复合增长 65.24%，主要系偿还债务支付的现金波动增加所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流净额为 0.84 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -2.56 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 2.10 亿元，现金及现金等价物增加额 0.44 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金回收的能力有所增强，经营活动现金流量由净流出转为净流入；公司投资活动较多，经营活动净现金流不能满足投资活动的需求，公司具有一定的筹资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年公司流动比率和速动比率波动增长，主要系公司业务结构变化使得流动资产与流动负债有所波动所致。近三年，公司流动比率分别为 1.42 次、1.22 次和 1.54 次，速动比率分别为 0.78 次、0.57 次和 1.02 次，公司整体流动性尚可。近三年，受公司现金类资产在波动中快速下降影响，公司现金短期债务比逐波动下降，三年分别为 0.74 次、0.39 次和 0.42 倍，公司现金对短期债务的保障能力尚可。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司 EBITDA 分别为 1.80 亿元、2.72 亿元和 2.60 亿元，公司 EBITDA 主要由折旧、计入财务费用的利息支出和利润总额构成；2015 年占比分别为 28.63%、21.33% 和 38.33%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数波动下降，分别为 9.47 倍、4.20 倍和 3.82 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；EBITDA 全部债务比波动增长，分别为 0.15 倍、0.22 倍和 0.20 倍，EBITDA 全部债务的保护能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年 6 月底，公司无对外担保。截至 2016 年 6 月底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2016 年 6 月底，公司已经取得的银行授信总额为 34.11 亿元，其中已用授信额度 19.42 亿元，尚可使用授信额度 14.69 亿元。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1033012200219610C），截至 2016 年 10 月 18 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司间接融资渠道畅通，有息债务负担不重，整体偿债能力较强。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务 15.27 亿元，本次拟发行公司债规模 12.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大；本期发行规模为 0.50 亿元，其对公司目前债务规模影响不大。

以 2016 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 0.50 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.81%、33.55% 和 14.97%，对公司债务负担影响不大。

### 2. 本期公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 2.60 亿元，为本次公司债券发行额度（12.00 亿元）的 0.22 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；本期公司债券发行额度（0.50 亿元）的 5.19 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 11.03 亿元，为本次公司债券发行额度（12.00 亿元）的 0.92 倍；本期公司债券发行额度（0.50 亿元）的 22.06 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次及本期债券覆盖程度较高。

随着公司在清洁能源设备和节能环保领域业务的增长，未来公司盈利能力有望得到恢复和提升，以及公司在股权投资各联营企业投资收益的扩张，公司的整体实力有望进一步增长，考虑到本期公司债券采取了股权质押担保的形式（具体见本评级报告第九节之“债权保护条款分析”部分），联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

为确保本次债券如期兑付，公司以股票质押的方式为本次债券提供担保，初始质押比率（质押比率=质押股票市值/本次债券未偿还本金）为 2.0 倍。出质人与质权代理人<sup>1</sup>签署了《浙富控股集团股份有限公司 2015 年公司债券股票质押担保协议》。目前，公司拥有二三四五（证券代码：

<sup>1</sup>本次债券股票质押担保出质人为浙富控股，质权代理人为广州证券股份有限公司。

002195.SZ) 28,702.78 万股股票, 占二三四五总股本的 15.02%。公司通过一系列的法律手续将合法拥有的股票质押给本次债券持有人, 以保障本次债券的按时还本付息。质押担保的主债权为本次债券的本金和利息。质押担保的范围为本次债券应当偿付的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他出质人应付费用。

## 2. 担保事项持续监督安排

本次债券存续期间, 如质押比率低于 1.35 倍时, 公司应追加一定比例的二三四五股票, 以使质押比率恢复到不低于 2.0 倍, 并相应办理质押登记; 如质押比率 (质押比率=质押股票市值/本次债券未偿还本金) 高于 2.5 倍时, 公司有权要求将超出部分的股票予以解除质押, 债券受托管理人须协助办理, 解除后的质押股票的质押比率不得低于 2.0, 在为本次债券首次办理质押登记后 20 个交易日内不得释放 (解除质押)。

质权存续期间, 如出现质押资产被采取司法冻结、行政强制性措施或其他权利限制情形时, 公司应在该情形出现后十日内, 提供其他形式的资产 (其他形式的资产应由债券受托管理人认可) 进行担保, 以保证担保的资产价值不低于本次债券尚未偿付本金的 2.0 倍; 公司所持有的二三四五的股票全部质押后仍不满足存续期质押比率要求的, 公司应另行提供其他资产质押/抵押等多种增信方式 (该方式应由债券受托管理人认可), 以保证担保的资产价值不低于本期债券尚未偿付本金的 2.0 倍, 保持本次债券的信用等级不变。

## 3. 质押标的物概况

二三四五成立于 2001 年 7 月, 经历次股权变更后, 截至 2016 年 6 月底, 注册资本为 95,523.27 万元, 实际控制人为自然人包叔平先生。公司为二三四五第一大股东, 共持有其 28,702.78 万股股票, 占总股本的 15.02%。

二三四五目前的主营业务为互联网信息服务业务 (含互联网上网入口平台、互联网金融领域)、软件外包服务业务等, 主要收入来源于软件外包服务、系统集成、搜索引擎分流业务收入、网站推广与营销业务收入和软件服务收入。二三四五资产及经营数据如下表所示。

近两年, 随着二三四五经营规模的不断扩大, 其盈利规模和盈利能力快速增长, 分别为 6.54 亿元和 14.70 亿元; 净利润水平分别为 1.14 亿元和 4.18 亿元。2016 年上半年, 二三四五实现营业收入 7.96 亿元, 同比增长 17.63%, 实现净利润 2.32 亿元, 同比增长 26.83%, 主要系下属 2345.com 保持高速增长, 游戏、影视、小说、精准营销等细分领域业绩增长较快。目前, 2345 网址导航用户超过 4,700 万, 国内排名第三, 2345 系列产品合计覆盖用户超过 2.6 亿; “2345 贷款王” 业务快速增长, 平台累计发放贷款笔数超过 77 万笔, 截至 2016 年中期累计发放额度为 13.7 亿元, 较 2015 年末增长约 382%, 贷款余额超过 3.10 亿元。未来, 随着二三四五互联网覆盖用户的不断增长, 及其在金融领域其他创新业务的尝试, 其盈利规模和盈利能力有望保持较快增长。整体看, 以二三四五股票进行质押, 对本次债券还本付息起到了积极的保障作用。

表 14 二三四五资产及经营数据基本情况表 (单位: 万元)

项 目	2014 年度/末	2015 年年度/末	2016 年半年度/末
资产总额	428,913.54	482,151.30	655,605.14
流动资产	164,552.71	211,831.49	365,571.18
负债总额	21,670.65	37,534.32	32,958.18
流动负债	21,599.71	36,929.80	31,575.21
股东权益	407,242.90	444,616.98	622,646.97
归属母公司股东的权益	406,081.47	444,306.28	622,340.49



项 目	2014 年度/末	2015 年年度/末	2016 年半年度/末
营业收入	65,408.43	146,991.48	79,646.74
利润总额	11,679.77	46,610.17	23,924.09
净利润	11,354.93	41,767.41	23,209.42
经营活动现金净流量	11,739.13	48,369.30	-9,765.35
投资活动现金净流量	-84,426.44	26,684.14	-15,208.86
筹资活动现金净流量	82,198.99	-5,061.30	156,624.94

数据来源：Wind 资讯

总体看，近年来二三四五经营规模不断扩大，盈利能力较强，用其股权进行质押对本次债券的还本付息起到了明显积极的作用。联合评级认为，上述担保措施有利于提升本次债券的信用水平。

## 十、综合评价

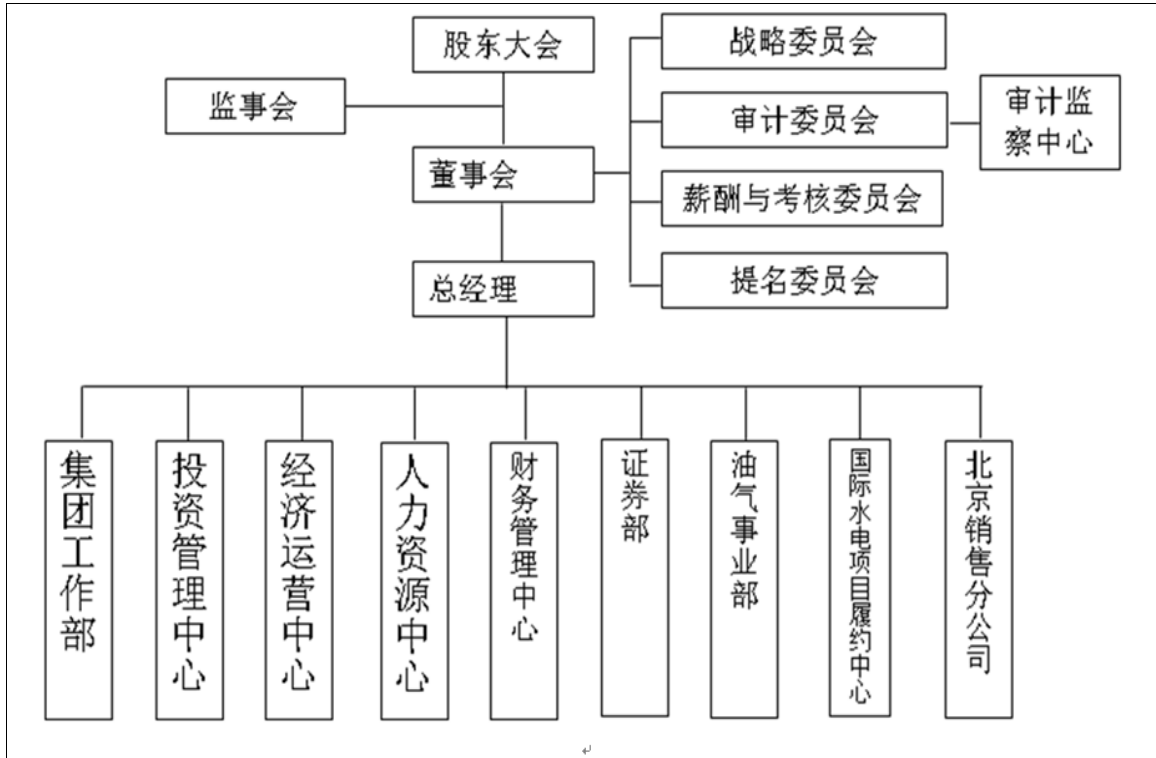
公司作为一家以水电设备、核电设备和特种电机设计、制造和销售为主的上市公司，具备较强的研发实力和产品生产能力，具有突出的专利技术优势、较高的客户美誉度和较强的资本运作能力。公司合同能源管理业务盈利能力较强，未来成长空间较大。联合评级同时也关注到市场竞争加剧、公司主要产品的产能利用率不高、原材料价格及汇率波动和库存积压等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在“大能源”业务方面的不断发展，公司在清洁能源设备领域及节能环保领域市场竞争力将进一步加强；同时，配合公司在“战略性新兴产业”方面资本运作的深化，公司整体盈利能力及综合竞争力有望进一步增强。目前，公司 2016 年拟发行股份购买资产并募集配套资金事项预案已通过董事会审议，如该事项顺利实施，公司资本实力有望进一步增强，但该事项能否最终获准仍存在不确定性。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

为确保本次债券如期兑付，公司将所持上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”）的股票进行质押，为本次债券提供担保。二三四五目前的主营业务为互联网信息服务业务，其核心产品覆盖面较广，已形成稳定的客户群体，未来发展较好。本次债券股票质押条款要求质押股票市值对本次债券及本期债券本金的覆盖倍数为 2.00 倍，该项担保措施对本次债券及本期债券的信用水平有明显的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 浙富控股集团股份有限公司组织架构图



## 附件 2 浙富控股集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额 (亿元)	42.44	50.50	52.12	56.10
所有者权益 (亿元)	25.51	30.52	31.41	31.24
短期债务 (亿元)	10.69	8.10	8.48	10.27
长期债务 (亿元)	1.00	4.30	4.70	5.00
全部债务 (亿元)	11.69	12.40	13.18	15.27
营业收入 (亿元)	7.96	6.86	7.07	5.35
净利润 (亿元)	0.90	1.05	1.01	0.58
EBITDA (亿元)	1.80	2.72	2.60	0.00
经营性净现金流 (亿元)	-1.01	-0.82	1.21	0.84
应收账款周转次数 (次)	1.61	1.82	1.93	--
存货周转次数 (次)	0.69	0.63	0.62	--
总资产周转次数 (次)	0.24	0.15	0.14	0.10
现金收入比率 (%)	88.30	130.62	135.25	0.00
总资本收益率 (%)	3.81	4.23	3.56	--
总资产报酬率 (%)	3.57	4.05	3.02	--
净资产收益率 (%)	4.37	3.74	3.25	1.85
营业利润率 (%)	26.58	9.11	21.75	26.32
费用收入比 (%)	19.78	38.38	34.77	20.75
资产负债率 (%)	39.89	39.55	39.75	44.32
全部债务资本化比率 (%)	31.41	28.88	29.56	32.83
长期债务资本化比率 (%)	3.77	12.35	13.02	13.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.47	4.20	3.82	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.22	0.20	--
流动比率 (倍)	1.42	1.22	1.54	1.16
速动比率 (倍)	0.78	0.57	1.02	0.66
现金短期债务比 (倍)	0.74	0.39	0.42	0.36
经营现金流流动负债比率 (%)	-6.46	-5.50	7.92	4.42
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.15	0.23	0.22	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.61	5.44	5.19	--

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 浙富控股集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年浙富控股集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙富控股集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙富控股集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙富控股集团股份有限公司的相关状况，如发现浙富控股集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如浙富控股集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况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，直至浙富控股集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送浙富控股集团股份有限公司、监管部门等。

