

浙江富春江环保热电股份有限公司与东兴证券股份有限公司《关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函》的回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2017 年 9 月 22 日出具的《关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函》，东兴证券股份有限公司（以下简称“东兴证券”、“保荐机构”）会同发行人浙江富春江环保热电股份有限公司（以下简称“发行人”、“公司”、“富春环保”），就《关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函》涉及的问题进行了认真研究、核查。根据文件的要求，现将有关问题解释、回复说明如下，请予以审核。

问题一：2013 年 1 月，申请人以 2.66 亿元收购新港热电 70% 股权，评估基准日为 2012 年 10 月 31 日，新港热电股东全部权益的评估值为 3.90 亿元；本次申请人拟以 3 亿元收购新港热电剩余 30% 股权，评估基准日为 2016 年 9 月 30 日，新港热电股东全部权益的评估值为 10.07 亿元。本次收购价格与前次收购价格差异较大。请申请人进一步说明两次收购价格差异较大的原因及合理性，本次收购评估增值率较高的合理性。请保荐机构进行核查，并发表核查意见。

回复：

（一）请申请人进一步说明两次收购价格差异较大的原因及合理性

前后两次收购价格差异较大，主要是因为评估时点所依据的客户和市场需求、企业经营情况等客观因素发生了较大变化所致。

1、评估基准日不同，两次评估的基准日相差 47 个月整

2013 年富春环保对新港热电的投资定价，评估基准日为 2012 年 10 月 31 日；2016 年富春环保对新港热电的投资定价，评估基准日为 2016 年 9 月 30 日，两次评估的评估基准日相差 47 个月。2013 年申请人完成对新港热电 70% 股权的收购之后，加强了新港热电业务技术、企业管理及产业协同等方面能力，使得新港

热电的盈利能力得到提升。

2、2012 年至今，新港热电的优质客户及供汽量不断增长

在前述两次评估之间，新港热电新增了富德能源等多家优质热用户，客户用热量也在不断增加，鉴此，2016 年评估时对新港热电未来营业收入的预测高于 2012 年评估预测数。

3、2012 年之后，新港热电的盈利不断增长

2012 年之后，新港热电的实际盈利能力较强，净利润增长明显。2012 至 2016 年，新港热电实现的净利润（业经审计）分别为 2,425.44 万元、5,241.51 万元、5,069.74 万元、6,292.85 万元和 6,915.99 万元。持续较强的盈利能力以及未来产能扩张计划为公司未来盈利的增长提供了坚实的基础，并在一定程度上降低了未来盈利实现的不确定性。

4、新港热电生产效率和毛利率有所提高

2012 年以后，新港热电不断提升精细化生产管理水平，先后实施了锅炉燃烧系统节能改造、受热面布置调整等提高生产效率的举措，各年吨标煤产汽量逐渐提高，新港热电的毛利率从 2012 年的 24.88% 提高到 2016 年的 39.05%，提升了公司的盈利能力。

5、新港热电已被认定为高新技术企业，享受所得税优惠政策

2012 年评估时，新港热电尚未被认定为高新技术企业，企业所得税按照 25% 税率征收；2016 年评估时，新港热电已通过高新技术企业认定，企业所得税减按 15% 的税率计缴，大大地提高了公司的获利能力。

6、新港热电正在实施产能扩充计划，生产经营规模将有效扩大

2012 年评估时，新港热电没有新增扩产需求，2016 年评估时，为满足日益增长的客户用汽需求，新港热电拟新建 2 台 220t/h（一用一备）高温超高压循环流化床锅炉与 1 台 B6MW 汽轮发电机组，未来生产经营规模将有效扩大。

7、综合两次收购价格来看，申请人收购新港热电全部股权的对价不高

2013 年申请人收购新港热电 70% 的股权，支付对价 26,600 万元，本次收购剩余 30% 股权，支付对价 30,000 万元，合计支付对价 56,600 万元，相当于对应新港热电 2013 年度、2016 年度净利润的市盈率分别为 10.80 倍和 8.18 倍。申请人收购新港热电 100% 股权所支付的对价并不高。

8、与近年来同行业收购比较，申请人收购新港热电 30% 的估值水平不高
近年上市公司收购同行业热电企业估值情况如下：

单位：万元

上市公司	项目进度	并购标的	评估基准日	评估价值	标的净利润	静态市盈率（倍）
江苏阳光 (600220)	已过会	江苏阳光璜塘热电有限公司 24% 股权	2014 年 4 月 30 日	30,831.12	2,035.92	15.14
东方能源 (000958)	已过会	中电投石家庄供热有限公司 61% 股权	2014 年 12 月 31 日	49,871.81	3,279.46	15.21
联美控股 (600167)	已过会	沈阳新北热电有限责任公司 100% 股权	2015 年 7 月 31 日	235,973.52	8,825.05	26.74
		国惠环保新能源有限公司 100% 股权		239,285.92	5,192.67	46.08
漳泽电力 (000767)	进行中	大同煤矿集团同达热电有限公司 51% 股权	2016 年 5 月 31 日	60,646.70	3,089.11	19.63
平均值						24.56
富春环保 (002479)	进行中	新港热电 30% 股权	2016 年 9 月 30 日	100,706.61	6,292.85	16.00

注：标的净利润为评估当年度净利润，或评估基准日上一年度数据。新港热电保守按 2015 年度净利润计算。如扣除联美控股数据，收购同行业热电企业平均市盈率仍有 16.66 倍，与本次并购估值一致。

由上表可见，申请人本次收购新港热电 30% 股权评估价值所对应市盈率低于近年同行业收购标的公司的市盈率平均值，估值水平合理。

综上，经过多年的发展，新港热电经营规模扩大，抵抗上下游经营风险能力增强；管理能力提高，生产经营团队更为稳定；热用户及其需求有效增加，市场需求稳定性增强；长短期偿债能力均有所提高。2012 至 2016 年，新港热电的经营风险、管理风险、市场风险和财务风险等各方面的风险因素均有所减小。随着未来产能的扩张，2016 年新起点上的新港热电的未来盈利能力较 2012 年评估时显著提高，未来生产经营过程中面临的风险因素将有所减少。而且，与同行业并购相比，申请人本次收购新港热电 30% 股权的估值正常、合理。

因此，2016 年评估值与 2012 年评估值及基于评估值确定的两次交易作价相差较大，符合评估作价时的行业和市场、企业经营等客观情况，具有合理性。

(二) 本次收购增值率较高的合理性

以 2016 年 9 月 30 日为评估基准日，新港热电审定的股东全部权益账面价值 18,510.31 万元，评估价值为 100,706.61 万元，评估增值 82,196.30 元，增值率为 444.06%。增值率较高的合理性分析如下：

1、热电联产的政策支持力度大

热电联产与热电分产相比具有提高资源利用效率、降低城市大气污染、实现节能降耗等优点。因此，我国一直重视热电联产行业的发展，并颁布了多项优惠政策予以扶持。

根据《大气污染防治行动计划》中有关热电联产的要求，我国将全面整治燃煤小锅炉，并加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”的工程建设。到 2017 年，除必要保留的以外，地级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉，禁止新建每小时 20 蒸吨以下的燃煤锅炉；其他地区原则上不再新建每小时 10 蒸吨以下的燃煤锅炉。在供热供汽管网不能覆盖的地区，改用电、新能源或洁净煤，推广应用高效节能环保型锅炉。在化工、造纸、印染、制革、制药等产业集聚区，通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉。

2、江浙地区工业园区热电联产市场空间广阔

江浙地区中小企业众多，造纸、印染、纺织等轻工业产业形成独特的“块状经济”产业集群，对蒸汽的需求量极大。此区域的热电联产行业具有总体规模大、集中度低、单机容量偏小、机组盈利能力迥异等特点。

浙江地区 100t/h 以下热电机组占比高达 79%，超过 200t/h 的机组占比不足 5%；整体而言，两省内热电机组单机容量仍偏小，部分热电厂仍以低效、高污染的抽凝机组为主，未来整合、改造、扩建市场空间巨大。

新港热电所处常州市新北区滨江工业区，隶属于常州国家高新区，区内多为大型企业，热需求量较大且稳定，新港热电目前尚只辐射区内部分企业，未来整合、改造、扩建市场空间巨大。

3、新港热电生产规模较大，生产效率较高，并拟扩建热电产能

新港热电子评估基准日时装机容量 27MW，额定蒸发量 525 蒸吨/小时，四炉二机规模，该工程分别于 2000 年、2005 年建成，且在 2010 年经扩建并投产。当前运行方式以“一炉带两机”方式为主，目前日平均小时供热 220 吨/小时，昼夜热负荷波动较小（<50 蒸吨/小时），发电机组采用一用一备的运行方式。公司

能源利用效率较高，超高温、超高压、全背压发电机组在行业中优势明显，热电比大于 1000%，锅炉实际热效率超过 85%，全厂热效率超过 80%，符合国家政策导向及行业政策。

为满足日益增长的客户用汽需求，新港热电拟新建 2 台 220t/h（一用一备）高温超高压循环流化床锅炉与 1 台 B6MW 汽轮发电机组，项目建成后，将大大扩充新港热电的供热产能。

4、新港热电具有地理区位优势，竞争对手较少

新港热电位于常州市新北区滨江工业区内，属于国家级高新区范围内，北临长江，南连江苏南北的省 338 干道，东西两面分别是常州万吨级国际货运码头和轮渡码头，地理条件十分优越，是常州市新北区内首家投资建设基础设施的民营企业，主要担负着滨江工业区内工业企业的供电供热任务。

热电联产企业具有区域自然垄断性特点。热电联产行业属于基础设施行业，各地方政府根据实际情况制定当地城市的供热规划和热电联产规划，并根据规划划分集中供热区域，确定热源点的供热范围。具体热电联产项目建设还需按照规划依据量级报经省级经贸委或国家发改委审批。根据有关规定，通常情况下一个热力区域只规划一个主要热源点，供热半径以内不再增设第二个热源点。因此，热电企业都有明确的供热范围，所在城市或区域内行业竞争度较低。

5、新港热电市场优势明显

新港热电所在园区现有多家用热企业为央企和外资企业，整体规模、经济实力及抗风险能力相对较强。同时化工、制药、印染等供热用户的主要产品属消耗品，不可再生，市场供求关系相对稳定，特别是化工企业，产品利润相对丰厚，受外部经济环境影响较小，因此，供热负荷稳定，汽款回笼及时。

6、新港热电客户用热需求大，公司盈利能力好

新港热电最大的新增热用户富德能源未来平均用汽需求将达到 128t/h，其中 2017 年新增 60t/h，2018 年继续增加 68t/h。根据新签订的供热合同及新港热电对园区内热用户的调查结果显示，除富德能源外，常茂化工、东风汽车、依丝特、飞宇化工、世鑫化工等热用户均有新增用汽需求。随着园区招商引资不断深入，新增热用户数量的持续增长以及老热用户的产能逐步释放，未来新港热电的热负荷将继续保持增长。

2012 年以后，由于新港热电对锅炉燃烧系统进行了节能改造、对受热面布置作出调整等提高生产效率的举措，各年吨标煤产汽量逐渐提高，其毛利率亦不断提高。此外，自 2013 年开始，新港热电通过高新技术企业认定，并于 2016 年通过高新技术企业复审，根据相关税收法律法规，高新技术企业适用的企业所得税率为 15%。

旺盛的市场需求，较高的生产效率、毛利率以及作为高新技术企业所享受的税收优惠政策，都为新港热电未来保持较好盈利能力提供了有力保障。

7、新港热电评估基准日后业绩增长迅速，符合预期趋势

新港热电 2016 年实际实现的营业收入为 31,907.55 万元，高于本次评估预测的 30,364.18 万元；2016 年实际实现的净利润为 6,915.99 万元，相应的息前税后利润为 7,556.08 万元，高于本次评估预测的 6,995.88 万元。根据未经审计的财务报表反映，2017 年 1-6 月新港热电实现的营业收入为 24,121.14 万元，实现的净利润为 4,710.93 万元，营业收入与净利润均增长迅速。

从上述数据可以看出，新港热电评估基准日以后经营情况良好，业绩增长迅速，符合预期趋势。

综上所述，本次评估增值率较高，符合新港热电所属行业状况、市场需求及企业具体经营情况等客观事实，具有合理性。

（三）申请人关于本次评估估值风险的补充披露

申请人对本次收购新港热电 30% 股权评估事宜补充披露风险提示如下：

“新港热电 30% 股权的估值风险

本次收购新港热电 30% 股权的评估值较净资产账面价值增值较高，主要是由于新港热电具有较好的持续盈利能力、且预计未来的业绩增速较高而得出的结果。由于评估过程的各种假设存在不确定性，本次交易仍存在因未来实际情况与评估假设不一致，尤其是宏观经济的波动、产业政策的变化、市场竞争环境改变等因素，使得标的资产未来盈利水平达不到评估时的预测，导致出现标的资产的估值与实际情况不符的情形。提醒投资者注意本次交易存在前述相关因素影响标的资产盈利能力进而影响标的资产估值的风险。”

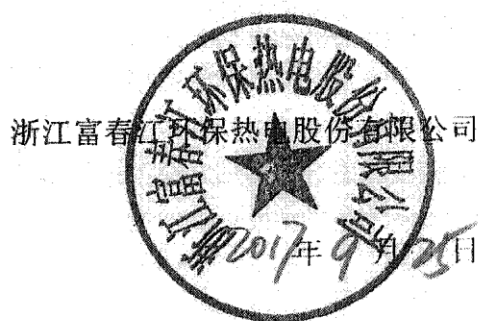
（四）请保荐机构进行核查并发表核查意见

保荐机构查阅了热电联产行业国家和地方政策，新港热电的两次评估报告及 2012 年至 2017 年上半年财务报表，新港热电与下游客户签署的供热供电协议，新港热电改扩建项目可研报告，同行业并购公开信息；实地走访了新港热电生产经营地，访谈了申请人及新港热电主要负责人，负责本次新港热电评估工作的评估师等。


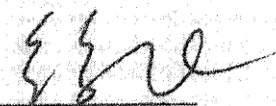
经核查，保荐机构认为：新港热电两次评估价格差异较大，本次评估增值率较高，与产业政策鼓励、市场容量大、下游客户需求持续增长、企业优势明显且产能和收入利润增长迅速等客观原因相关，具有合理性；申请人本次收购新港热电 30% 股权的估值水平与同行业收购相比不存在较大差异，是客观、合理的。

（以下无正文）

(此页无正文，为《浙江富春江环保热电股份有限公司与东兴证券股份有限公司关于〈关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函〉的回复》之发行人盖章页)



(此页无正文，为《浙江富春江环保热电股份有限公司与东兴证券股份有限公司关于〈关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函〉的回复》之保荐机构盖章页)


王 璟
徐 飞