武汉凯迪电力股份有限公司
2011年11.8亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

声 明

本次跟踪信用评级结果：
本期公司债券跟踪信用等级：AA
评级展望：稳定
主体长期信用等级：AA
债券剩余期限：65个月
债券剩余规模：11.8亿元
担保方式：保证担保
担保主体：阳光凯迪新能源集团有限公司
跟踪日期：2013年06月27日

上次跟踪信用评级结果：
主体长期信用等级：AA
本期公司债券跟踪信用等级：AA
评级展望：稳定
债券剩余期限：77个月
债券剩余规模：11.8亿元
担保方式：保证担保
担保主体：阳光凯迪新能源集团有限公司
跟踪日期：2012年06月15日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对武汉凯迪电力股份有限公司（以下简称“凯迪电力”或“公司”）及2011年发行的11.8亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪评级结果为：维持本期公司债券信用等级为AA，维持发行主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	1,137,289.20	1,163,499.69	946,028.34	1,020,689.33
归属于母公司所有者权益（万元）	246,214.64	241,039.58	254,083.49	201,251.68
有息债务（万元）	650,005.04	669,343.25	503,137.26	423,370.73
资产负债率	72.82%	73.60%	66.49%	66.84%
流动比率	0.86	0.75	1.17	0.90
速动比率	0.83	0.72	1.10	0.76
营业收入（万元）	59,549.57	263,919.71	268,672.85	345,342.72
营业利润（万元）	5,023.00	8,477.47	102,547.64	56,268.41
利润总额（万元）	5,076.24	11,753.82	102,976.39	57,264.78
综合毛利率	29.42%	25.13%	33.70%	29.01%
总资产回报率	–	3.73%	12.06%	7.96%
EBITDA利息保障倍数	–	1.47	7.95	4.09
经营活动现金流净额（万元）	-8,614.37	-37,541.00	77,157.74	12,160.84

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表正面：

●跟踪期，公司原煤销售业务依然相对稳定，给公司带来稳定的利润来源；

●公司电建承包业务利润空间较大，业务具备良好的持续性；

●公司环保发电业务实现扭亏为盈，2013年环保发电经营存在进一步改善的空间；

●阳光凯迪新能源集团有限公司资本实力进一步增强，经营状况良好，其提供的不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的偿还提供良好的保障。

关注：

●2012年公司生物质发电业务因燃料控制问题经营状况不甚理想，公司加大了燃料体系的整顿，后续效果有待进一步观察；

●公司生物质电厂投产进度低于预期，后续生物质电厂投产情况有待观察；

●我国经济下行压力较大，导致煤炭价格下降，后续公司煤炭业务经营可能存在压力；

●公司拥有的万益、鸠山煤矿2009年收购至今一直未投产，目前面临采矿权证过期，小煤矿关闭等各方面压力，其后续情况有待进一步关注；

●公司环保发电受煤炭价格变化影响波动较大，目前盈利有限，后续经营情况仍需观察；

●公司电建承包业务回款期偏长，给公司带来一定的资金运营压力，后续款项回收需进一步关注；

●2012年公司盈利水平有较大幅度下降，未来能否大幅改善有待观察；

●公司生物质电厂投资资金需求量大，依然存在资金筹集压力；

●公司有息债务规模较大，存在债务压力尤其流动性债务压力。

分析师
姓名：贺亮明 王一峰
电话：0755-82872242
邮箱：helm@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准武汉凯迪电力股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1400号），2011年11月21日，公司公开发行11.8亿元公司债券，募集资金总额11.8亿元。

本期债券的起息日为2011年11月21日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2012年至2018年每年的11月21日为上一个计息年度的付息日期（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日；顺延期间付息款项不另计利息）。若投资者行使回售选择权，则2012年至2016年每年的11月21日为回售部分债券上一个计息年度的付息日期（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日；顺延期间付息款项不另计利息）。本期债券的兑付日期为2018年11月21日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日；顺延期间付息款项不另计利息）。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日期为2016年11月21日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日；顺延期间付息款项不另计利息）。

本期债券募集资金已全部使用完毕，其中5亿元已用于偿还银行贷款，其余部分已用于补充流动资金。2012年11月21日公司已经支付本期债券的第一期利息。

表1 截至2013年5月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年11月21日	118,000	0	10,030	118,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期，公司股本和主营业务未发生变化。截至2013年3月31日，公司控股股东阳光凯迪新能源集团有限公司（以下简称为“阳光凯迪集团”）持有公司28.49%的股权。

三、经营与竞争

2012年公司实现营业收入262,085.57万元，同比下降1.82%，主要受生物质发电收入下降影响。由于对燃料收购体系进行整顿，2012年5-9月公司在运营生物质电厂基本处于停产状态，导致收入和毛利率下降幅度较大。

2012年原煤销售和电建承包项目毛利率有所下降，其中原煤销售毛利率下降主要受销售价格稍有下降及安全生产费提升影响；电建承包项目毛利率下降与结转项目有关。2012年原煤销售和电建承包项目毛利率水平依然较高。

水泥销售收入来源于孙公司平顶山市江岭环保建材有限公司（以下简称“江岭建材公司”）。由于子公司河南蓝光环保发电有限公司（以下简称“蓝光环保公司”）于2012年12月31日与中国联合水泥集团有限公司签订关于平顶山市江岭环保建材有限公司100%股权的交接协议，截止2012年12月31日，公司实质已经不再拥有江岭建材公司控制权，故2013年1-3月公司不再将其纳入合并范围。

2013年1-3月公司生物质发电收入继续下降，主要原因系原收购控股股东阳光凯迪集团的五河电厂等5家电厂由于盈利未达到预期，由阳光凯迪集团予以回购，2013年初公司已将这5家电厂的运营权移交给阳光凯迪集团，2013年1-3月公司不再对这5家生物质电厂拥有控制权，故不再纳入合并范围。2013年1-3月公司生物质发电业务毛利率相比2012年有明显改善，但由于新增的崇阳电厂、松滋电厂处于投产初期，产能利用率不高，因此毛利率水平依然不高。

表2 近年公司收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年1-3月		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
原煤销售	21,523.87	36.89%	109,368.53	36.19%	107,661.69	41.34%
电建承包项目	20,595.37	38.42%	70,905.48	37.29%	68,967.37	49.21%
环保发电	13,665.13	11.53%	41,210.95	5.78%	35,519.07	3.69%
生物质发电	3,765.20	2.36%	30,972.38	-12.31%	46,903.23	19.34%
水泥销售	0.00	–	9,628.23	7.87%	7,895.26	5.68%
合计	59,549.57	29.42%	262,085.57	24.93%	266,946.62	33.44%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内受燃料收购体系整顿影响，公司生物质发电业务经营状况不甚理想，未来燃料体系整顿效果有待进一步观察；目前在建生物质项目规模较大，存在资金压力，同时已建成生物质电厂的后续运营情况值得关注

2012年公司生物质发电实现收入30,972.38万元，同比下降33.97%，毛利率为-12.31%，相比2011年大幅下降。截至2012年末公司正式运营的生物质电厂为祁东电厂、万载电厂、桐城电厂、五河电厂、宿迁电厂、望江电厂6家，与2011年末相同。2012年这6家正式运营生物质电厂完成上网电量46,436万千瓦时，同比下降41.08%。2012年另有来凤电厂、崇阳电厂、松滋电厂、南陵电厂处于设备调试和试运营期间。

由于电厂原材料出现问题，2012年上半年，电厂燃料供应中大量中间商从中牟利，燃料的价格虚高，并且质量低劣，导致厂用电率升高，单耗上升，从而对电厂机组运行效能产生了极大的负面影响，电厂效益远远低于年初预算。因此公司在2012年5-9月全面停止了电厂的运行，展开专项整治燃料收购。2012年电厂的停产及燃料质量问题，导致当年收入和毛利率大幅下降。

2012年公司主要从燃料收购体系建立、加工、运输、仓储等环节进行全面整顿。针对中间商从中大量牟利情况，公司采取压缩中间环节的做法，建立了村级收购模式和大客户供应模式，同时制定了生物质电厂燃料战略目标实施方案，以提高燃料供应质量、数量，从源头上控制成本；在燃料加工环节，通过采取专业化的外包，以加工费总体打包的形式来降低破碎成本和管理风险；在燃料长途运输环节，采取与物流公司合作，通过物流公司的回头车或水运来降低运输成本；在燃料短途倒运环节，采取集约化的方式，通过投入小三轮车或农用拖拉机，组织农民成立短途倒运车队，来降低倒运环节的成本；仓储方面，通过制定料场存储堆放的定置管理标准，来规范燃料在料场内的倒运，降低厂内倒运成本。燃料等成本控制依然是公司生物质运营面临的最大问题，公司燃料整顿效果后续仍将进一步观察。

万载电厂、桐城电厂、五河电厂、宿迁电厂、望江电厂5家电厂系公司向控股股东阳光凯迪集团收购获取的，由于2012年这5家电厂盈利未达到盈利承诺，因此阳光凯迪集团履行承诺对这5家电厂进行回购。截至本报告出具日，公司已与控股股东阳光凯迪集团就上述5家电厂签订了《股权转让协议》，转让金额合计39,415.71万元。

根据公司原计划，2012年新投产10家生物质电厂，虽然较多电厂厂内建设已经完成，但主要受电网接入系统建设进度较慢影响（主要由电厂所在地电网建设，公司对其建设进度控制能力较弱），公司生物质电厂投入运营实际进度较慢，截至2013年3月末相比2011年末实际新增来凤电厂、崇阳电厂、松滋电厂、南陵电厂4家生物质电厂运营，但同时减少万载电厂、桐城电厂、五河电厂、宿迁电厂、望江电厂5家。

截至2013年3月末公司实际控制的在运营生物质电厂为祁东电厂、来凤电厂、崇阳电厂、松滋电厂、南陵电厂5家。

截至2013年3月31日，公司在建生物质电厂项目16个，公司预计其中12个在2013年内要投产，另外4个在2014年内投产。后续公司生物质电厂的投产进度及运营情况值得关注。

表3 截至2013年3月31日公司在建生物质电厂项目情况

电厂名称	装机容量（万千瓦）	预计总投资（万元）	已投资（万元）	预计投产时间
淮南电厂	3	24,000	16,612	2013年6月25日
霍山电厂	3	24,000	24,000	2013年12月30日
太湖电厂	3	24,000	4,375	2014年12月10日
庐江电厂	3	24,000	24,000	2013年8月25日
金寨电厂	3	24,000	24,000	2013年8月30日
霍邱电厂	3	24,000	24,000	2013年4月30日
丰都电厂	3	24,000	24,000	2013年6月30日
西阳电厂	3	24,000	12,007	2014年1月30日
阳新电厂	3	24,000	5,827	2013年12月30日
谷城电厂	3	24,000	17,796	2013年12月10日
江陵电厂	3	24,000	9,318	2013年12月30日
隆回电厂	3	24,000	24,000	2013年6月15日
安仁电厂	3	24,000	17,793	2013年8月30日
茶陵电厂	3	24,000	8,798	2014年8月30日
汝城电厂	3	24,000	6,496	2014年12月30日
赤壁电厂	3	24,000	19,160	2013年7月20日
合计	48	384,000	262,182	–

资料来源：公司提供

截至2013年3月31日，公司在建生物质电厂计划总投资38.40亿元，已投资26.22亿元，尚需投资12.18亿元，后续仍存在资金压力。

跟踪期，公司电厂建设总承包业务经营正常，业务依然具备较好的持续性；但该业务回款相对较慢，给公司带来一定的营运资金压力

2012年公司电建承包业务实现收入70,905.48万元，同比增长2.81%。主要结转越南升龙2*300MW燃煤火电厂项目（以下简称“升龙项目”）。2012年该业务毛利率有所下降，主要原因系2011年公司主要结转的越南冒溪项目毛利率较高。截至2013年3月31日公司电建承包业务在手订单为升龙项目，该项目合同总额30,315万美元，已结算收入61,895.19万元人民币，未来2年仍将给公司带来稳定的电建承包收入。

升龙项目系关联方武汉凯迪电力工程有限公司（受同一股东控制，以下简称“凯迪工程”）中标，公司与凯迪工程达成《合作协议》，公司承担该工程主要设备选型及成套、调试（含试运耗材）及人员培训的工作，协议总额为30,315万美元，约占工程总承包合同额的47%。

表4 截至2013年3月31日公司电建承包业务在手订单明细

工程名称	合同金额（万美元）	合同签订日期	预计完工日期	已结算收入（万元）	已收款（万元）
越南升龙2*300MW燃煤火电厂项目	30,315	2011年12月	2015年9月	61,895.19	16,800

资料来源：公司提供

整体而言，跟踪期公司电建承包业务经营正常，未来一段时间该业务具备较好的持续性。但也应该关注到，该项目合同是以美元计价，近年美元相对人民币持续贬值，未来汇率的波动可能影响该项目给公司带来的利润回报，此外该项目回款期相对较长，给公司带来一定的资金营运压力。

跟踪期，受我国经济下行压力加大影响，原煤销售价格有所下降，导致该业务毛利率有所下降，但依然利润空间较高，是公司主要利润来源；2013年我国经济下行压力依然较大，未来该业务经营情况有待观察

公司原煤销售业务主要由子公司郑州煤炭工业(集团)杨河煤业有限公司（以下简称“杨河煤业”）经营。2012年公司实现原煤销售收入109,368.53万元，同比增长1.58%。2012年原煤产、销量为219.70万吨、218.66万吨，分别同比增长5.01%、4.42%。但2012年我国经济增速放缓，导致煤炭销售价格下滑，公司煤炭销售平均价格由2011年的529.47元/吨下降至499.45元/吨。此外，2012年杨河煤业安全生产费由2011年的45元/吨上升至70元/吨，受上述因素影响，2012年原煤销售业务毛利率相比2011年下降5.15个百分点，为36.19%。整体看，原煤销售业务毛利率依然较高，跟踪期仍为公司利润主要来源业务。

表5 2011-2012年公司原煤销售业务产量、销量、平均售价情况

年份	产量（万吨）	销量（万吨）	平均售价（元/吨）
2012年	219.70	218.66	499.45
2011年	209.22	209.41	529.47

资料来源：公司提供

2013年我国经济下行压力依然较大，煤炭价格存在继续下滑的可能，后续应持续关注该业务经营表现。

此外，公司对万益、鸠山煤矿公司投资约12,000万元，2009年收购至今一直未投产，目前面临采矿权证过期，小煤矿关闭等各方面压力，其后续情况有待进一步关注。

跟踪期，公司环保发电业务实现扭亏为盈，该业务受煤炭价格影响相对较大易产生波动

2012年公司实现环保发电收入41,210.95万元，同比增长16.02%。公司环保发电业务由子公司河南蓝光环保发电有限公司（以下简称“蓝光电厂”）经营。2012年蓝光电厂实现净利润234.42万元，成功扭亏为盈。

由于煤矸石的价格随着煤炭价格上涨而有所上升，导致成本较高，而上网电价偏低，使得2012年以前公司环保发电业务处于亏损状态。为此公司积极推进蓝光电厂技术改造，于2012年上半年成功实施了干煤泥的掺烧，并加大供气量，在保障蓝光电厂持续、稳定发电的情况下，有效降低了发电成本。2012年度，煤炭价格下降，蓝光电厂增加发电小时数，全年发电达到10.85亿千瓦时，同比2011年增长14.45%。此外，蓝光电厂利用所在地区煤泥资源丰富的优势，当年掺烧煤泥30万吨，掺烧比达到40%，降低成本约2,500万元。作为平顶山地区唯一热电联产机组，蓝光电厂依靠自身优势，开发工业供热120万吨/年，2012年供热量为40万吨，增加收入5,200万元。

表6 2011-2012年蓝光电厂情况

年份	装机容量（万千瓦）	发电量（亿千瓦时）	上网电量（亿千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）	机组利用小时数(小时)
2012年	27	10.85	9.54	0.44	4,019.14
2011年	27	9.48	8.58	0.42	3,510.39

资料来源：公司提供

主要由于煤炭价格的下降及技改效果体现，2012年至今环保发电毛利率持续上升，2013年1-3月毛利率为11.53%。2013年我国煤炭价格仍存在下降压力情况下，有利于公司环保发电业务规模增长。但公司环保发电受煤炭价格波动影响较大，目前规模相对较小，对公司整体盈利贡献有限。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众环海华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

财务分析

2012年，由于对生物质电厂的持续投入，公司总资产规模保持增长；公司营业收入比较稳定，但受综合毛利率下降及投资收益减少影响，盈利水平有较大幅度下滑；投资活动资金需求量大，对筹资有较高的依赖性；有息债务规模大，存在一定的债务压力

2012年公司持续加大对生物质电厂的投资力度，总资产规模保持增长态势，2012年末公司总资产达到1,163,499.69万元，同比增长22.99%，其中固定资产和在建工程增幅较大。2013年3月末，由于公司已将回购的5个生物质电厂移交股东阳光凯迪集团经营，不再将其纳入合并范围，因此固定资产规模下降幅度较大，相应地总资产规模有所下降。

从资产构成看，由于公司对电厂建设投入的持续增加，非流动资产占较高，资产结构比较合理。2012年末公司流动资产占比28.15%，流动资产主要由货币资金和应收账款构成。2012年末应收账款余额有较大幅度增长，主要系公司确认越南升龙项目营业收入导致应收账款相应增加所致，该部分应收账款余额为4.55亿元、应收对象为关联方凯迪工程。公司应收账款规模较大，对营运资金占用量大，影响资金使用效率，相关回收风险应予以关注。

非流动资产方面，可供出售金融资产系以公允价值计量的东湖高新股权，2012年由于出售其部分股份而减少；固定资产主要为各生物质电厂设备及房屋建筑物；在建工程主要为生物质电厂工程项目，近年公司加速向生物质发电产业转型，在建工程规模增长幅度较大。

表7 近年公司主要资产构成（单位：万元）

资产项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	360,092.28	31.66%	327,519.13	28.15%	275,715.14	29.14%	385,694.37	37.79%
货币资金	47,388.39	4.17%	91,132.34	7.83%	83,131.96	8.79%	111,120.66	10.89%
应收账款	184,262.56	16.20%	164,946.07	14.18%	103,730.32	10.96%	144,896.43	14.20%
预付款项	47,668.16	4.19%	38,325.59	3.29%	34,675.50	3.67%	38,370.57	3.76%
其他应收款	65,493.14	5.76%	16,768.56	1.44%	36,073.98	3.81%	29,365.58	2.88%
存货	13,848.38	1.22%	15,009.00	1.29%	16,851.64	1.78%	59,719.52	5.85%
非流动资产合计	777,196.92	68.34%	835,980.56	71.85%	670,313.20	70.86%	634,994.96	62.21%
可供出售金融资产	14,377.03	1.26%	13,757.33	1.18%	62,674.80	6.63%	0.00	0.00%
长期股权投资	43,257.44	3.80%	13,230.79	1.14%	7,326.66	0.77%	43,720.80	4.28%
固定资产	266,067.17	23.39%	370,115.99	31.81%	286,678.62	30.30%	407,706.29	39.94%
在建工程	317,614.15	27.93%	301,316.92	25.90%	176,855.46	18.69%	53,176.98	5.21%
无形资产	80,867.60	7.11%	80,308.48	6.90%	82,377.30	8.71%	86,001.80	8.43%
资产总计	1,137,289.20	100.00%	1,163,499.69	100.00%	946,028.34	100.00%	1,020,689.33	100.00%

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

2012年公司收入基本保持稳定，全年实现营业收入263,919.71万元。分业务构成看，除生物质发电收入减少外，2012年公司其他业务收入均保持增长。公司生物质发电收入下降主要系2012年燃料整顿，5-9月基本处于停产状态。

2012年公司综合毛利率为25.13%，同比下降8.57个百分点，其中原煤销售、电建总承包和生物质发电毛利率均有不同程度下降。而由于生物质发电业务前期投资规模大，2012年期间费用率继续提升，达到20.26%。此外，由于2011年公司确认东湖高新投资收益规模大，而2012年投资收益规模较小。上述因素导致公司2012年净利润水平有较大幅度下降。

2013年1-3月受益于环保发电和生物质发电毛利率的提升，公司综合毛利率相比2012年有所提升。但公司仍存在一定的经营压力，未来生物质发电业务能否恢复正常尚需观察，此外生物质电厂大量投产后固定资产折旧以及财务费用规模预计将大幅增加，因此未来公司盈利能力能否大幅改善有待进一步观察。

表8 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入	59,549.57	263,919.71	268,672.85	345,342.72
投资收益	516.36	167.94	59,893.46	15,049.76
营业利润	5,023.00	8,477.47	102,547.64	56,268.41
利润总额	5,076.24	11,753.82	102,976.39	57,264.78
净利润	3,851.59	7,575.52	84,558.57	43,125.95
综合毛利率	29.42%	25.13%	33.70%	29.01%
期间费用率	20.84%	20.26%	15.76%	13.84%
总资产回报率	–	3.73%	12.06%	7.96%

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

2012年公司经营活动净现金流存在一定的缺口。主要系应收账款增加占用较多营运资金，而购买支付款稍有增加。

2012年公司投资活动净额持续存在较大缺口，主要系生物质电厂建设的投入。2012年公司主要通过出售东湖高新股票收回投资现金38,838.31万元。但由于生物质电厂项目投资需求量大，截至2013年3月31日，在建生物质项目仍需投入12.18亿元，未来公司投资需求量较大。

2012年公司筹资活动主要系银行借贷，由于资金需求量大，公司加大了借款力度，预计后续公司仍对筹资有较高的依赖程度。

表9 近年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
经营活动产生的现金流量净额	-8,614.37	-37,541.00	77,157.74	12,160.84
投资活动产生的现金流量净额	-44,657.20	-103,862.49	-205,018.08	-60,013.18
筹资活动产生的现金流量净额	9,527.62	149,373.93	99,822.20	3,190.33
现金及现金等价物净增加额	-43,743.95	8,000.38	-27,988.70	-44,676.92

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

2012年末公司负债规模保持增长，期末负债总额达到856,314.47万元。债务增长主要来源于短期借款、应付账款和长期借款，尤其短期借款规模增幅较大。

表10 近年公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年		2010年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	417,374.64	50.40%	436,031.07	50.92%	234,914.37	37.34%	426,989.40	62.59%
短期借款	135,113.75	16.31%	147,499.25	17.22%	34,681.61	5.51%	153,110.00	22.44%
应付票据	59,523.40	7.19%	41,463.82	4.84%	72,975.06	11.60%	12,522.51	1.84%
应付账款	109,526.09	13.22%	106,862.15	12.48%	44,751.31	7.11%	75,241.84	11.03%
预收款项	1,023.43	0.12%	950.10	0.11%	740.60	0.12%	57,639.50	8.45%
其他应付款	13,829.45	1.67%	25,658.42	3.00%	30,047.63	4.78%	44,813.59	6.57%
一年内到期的非流动负债	75,940.20	9.17%	98,864.67	11.55%	39,060.94	6.21%	59,503.22	8.72%
非流动负债合计	410,800.12	49.60%	420,283.40	49.08%	394,126.91	62.66%	255,201.99	37.41%
长期借款	144,475.50	17.45%	146,677.00	17.13%	122,013.00	19.40%	198,235.00	29.06%
应付债券	234,952.19	28.37%	234,838.51	27.42%	234,406.65	37.26%	0.00	0.00%
长期应付款	27,512.37	3.32%	33,093.51	3.86%	29,620.52	4.71%	55,252.23	8.10%
负债总计	828,174.76	100.00%	856,314.47	100.00%	629,041.28	100.00%	682,191.39	100.00%

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

主要由于短期借款的增加，2013年3月末公司有息债务达到650,005.04万元。

表11 近年公司有息债务情况

	2013年3月	2012年	2011年	2010年
有息债务（万元）	650,005.04	669,343.25	503,137.26	423,370.73

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

由于负债的增加，2013年3月末公司资产负债率达到72.82%，债务压力有所加大。流动比率、速动比率表现不佳。由于盈利水平的下降和负债的增加，2012年EBITDA利息保障倍数仅1.47。

整体看，公司有息债务规模较大，存在债务压力尤其流动债务压力较大。

表12 近年公司主要偿债指标

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
资产负债率	72.82%	73.60%	66.49%	66.84%
流动比率	0.86	0.75	1.17	0.90
速动比率	0.83	0.72	1.10	0.76
EBITDA利息保障倍数	–	1.47	7.95	4.09

资料来源：公司2010-2012年审计报告及未经审计的2013年1-3月份财务报表

五、本期债券担保分析

本期债券由公司股东阳光凯迪集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

跟踪期，阳光凯迪集团继续收到武汉盈江新能源开发有限公司、中国华融资产管理公司、华融渝富基业（天津）股权投资合伙企业三家股东缴纳的实收资本，截至2012年12月31日，阳光凯迪集团注册资本为人民币42,095.24万元，实收资本增加至39,563.68万元，股权结构如下：

表13 截至2012年12月31日阳光凯迪集团股本结构（单位：万元）

股东名称	认缴注册资本		累计实缴注册资本	
	金额	占注册资本比例	金额	占注册资本比例
武汉环科投资有限公司	13,260.00	31.50%	13,260.00	31.50%
Asia Green Energy Pte. Ltd.	9,100.00	21.62%	9,100.00	21.62%
武汉盈江新能源开发有限公司	7,428.57	17.65%	4,897.02	11.63%
中国华融资产管理公司	6,933.33	16.47%	6,933.33	16.47%
Prime Achieve Pte. Ltd.	3,640.00	8.65%	3,640.00	8.65%
华融渝富基业（天津）股权投资合伙企业	1,733.33	4.12%	1,733.33	4.12%
合计	42,095.24	100.00%	39,563.68	93.99%

资料来源：阳光凯迪集团提供

2012年末阳光凯迪集团总资产为3,173,703.43万元，同比增长30.61%，归属于母公司所有者权益508,153.52万元，同比增长57.27%。2012年阳光凯迪集团实现营业收入566,391.80万元，同比增长42.02%，收入增长主要来源于脱硫及电建业务。2012年阳光凯迪集团实现利润总额72,542.60万元，同比下降35.16%，主要原因系2012年确认的投资收益相比2011年有较大幅度减少，2012年阳光凯迪集团投资收益主要来源于持有的上市公司徐州燃控股权的转让。剔除投资收益的影响，2012年阳光凯迪集团主营业务盈利水平稍有上升。由于在建生物质电厂规模大，阳光凯迪集团负债规模持续增加，因此2012年末资产负债率较高，达到76.50%。受电建承包业务回款较慢影响，2012年阳光凯迪集团经营活动现金流净额为-71,540.09万元。

整体而言，跟踪期，阳光凯迪集团资本实力得到进一步增强，经营整体状况良好，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的偿还提供良好的保障。

表14 2010-2012年阳光凯迪集团主要财务指标

项 目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	3,173,703.43	2,429,909.91	1,802,450.35
归属于母公司所有者权益（万元）	508,153.52	323,100.21	361,252.36
资产负债率	76.50%	76.57%	63.32%
流动比率	0.89	1.00	1.15
营业收入（万元）	566,391.80	398,815.91	578,878.21
投资收益	32,059.29	75,412.76	37,449.91
利润总额（万元）	72,542.60	111,875.55	80,939.60
综合毛利率	22.07%	29.21%	21.88%
总资产回报率	4.13%	6.73%	5.19%
经营活动现金流净额（万元）	-71,540.09	72,909.93	39,335.08

资料来源：阳光凯迪集团2010-2012年审计报告

六、评级结论

跟踪期，公司原煤销售业务依然相对稳定，给公司带来稳定的利润来源；公司电建承包业务利润空间较大，业务具备良好的持续性；公司环保发电业务实现扭亏为盈，2013年环保发电经营存在进一步改善的空间；阳光凯迪新能源集团有限公司资本实力进一步增强，经营状况良好，其提供的不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的偿还提供良好的保障。

但我们也关注到，2012年公司盈利水平有较大幅度下降，剔除投资收益影响外，生物质发电业务对公司经营拖累较大；2012年公司生物质发电业务因燃料控制问题经营状况不甚理想，公司加大了燃料体系的整顿，但后续效果有待进一步观察；公司生物质电厂投产进度低于预期；我国经济下行压力较大，导致煤炭价格下降，后续公司煤炭业务经营可能存在压力；公司拥有的万益、鸠山煤矿2009年收购至今一直未投产，目前面临采矿权证过期，小煤矿关闭等各方面压力；公司电建承包业务回款期偏长，给公司带来一定的资金运营压力，后续款项回收需进一步关注；公司生物质电厂投资资金需求量大，依然存在资金筹集压力；公司有息债务规模较大，存在债务有利尤其流动性债务压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	47,388.39	91,132.34	83,131.96	111,120.66
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	18.00
应收票据	1,230.00	925.00	1,035.00	2,060.00
应收账款	184,262.56	164,946.07	103,730.32	144,896.43
预付款项	47,668.16	38,325.59	34,675.50	38,370.57
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	65,493.14	16,768.56	36,073.98	29,365.58
存货	13,848.38	15,009.00	16,851.64	59,719.52
一年内到期的非流动资产	201.66	412.57	216.75	143.60
流动资产合计	360,092.28	327,519.13	275,715.14	385,694.37
可供出售金融资产	14,377.03	13,757.33	62,674.80	0.00
长期股权投资	43,257.44	13,230.79	7,326.66	43,720.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	1,331.02
固定资产	266,067.17	370,115.99	286,678.62	407,706.29
工程物资	7.17	0.00	7.17	0.00
在建工程	317,614.15	301,316.92	176,855.46	53,176.98
无形资产	80,867.60	80,308.48	82,377.30	86,001.80
商誉	3,116.88	3,116.88	3,116.88	5,188.37
长期待摊费用	16,668.21	17,691.67	18,373.97	577.47
递延所得税资产	887.05	1,136.59	893.56	4,107.67
其他非流动资产	34,341.39	35,306.91	32,008.79	33,184.57
非流动资产合计	777,196.92	835,980.56	670,313.20	634,994.96
资产总计	1,137,289.20	1,163,499.69	946,028.34	1,020,689.33
短期借款	135,113.75	147,499.25	34,681.61	153,110.00
应付票据	59,523.40	41,463.82	72,975.06	12,522.51
应付账款	109,526.09	106,862.15	44,751.31	75,241.84
预收款项	1,023.43	950.10	740.60	57,639.50
应付职工薪酬	8.98	7.24	139.01	1,394.17
应交税费	12,338.18