



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪251号

## 凯迪生态环境科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“凯迪生态环境科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“凯迪生态环境科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司上述债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一七年六月九日

## 凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2017）

<b>债券名称</b>	凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
<b>发行主体</b>	凯迪生态环境科技股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 10 亿元		
<b>存续期限</b>	品种 1: 2016/9/7~2019/9/7 品种 2: 2016/9/7~2021/9/7		
<b>上次评级时间</b>	2016/5/16		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	主体级别	AA	评级展望 稳定
	债项级别	AA	评级展望 稳定
主体级别	AA	评级展望 稳定	

<b>债券名称</b>	凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
<b>发行主体</b>	凯迪生态环境科技股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 6 亿元		
<b>存续期限</b>	2016/12/15~2019/12/15		
<b>上次评级时间</b>	2016/12/2		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	主体级别	AA	评级展望 稳定
	债项级别	AA	评级展望 稳定
主体级别	AA	评级展望 稳定	

### 概况数据

凯迪生态	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	33.69	79.36	129.61	130.97
总资产（亿元）	141.81	328.92	417.58	393.67
总债务（亿元）	86.85	194.83	181.94	163.88
营业总收入（亿元）	28.49	34.96	50.01	9.86
营业毛利率（%）	24.11	29.65	33.50	34.63
EBITDA（亿元）	8.02	15.73	19.55	-
所有者权益收益率（%）	5.94	4.29	2.57	4.13
资产负债率（%）	76.25	75.87	68.96	66.73
总债务/EBITDA（X）	10.83	12.39	9.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.00	2.34	2.17	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2017 年一季度所有者权益收益率经过年化处理。

### 基本观点

2016 年，凯迪生态环境科技股份有限公司（以下简称“凯迪生态”或“公司”）依托良好的行业政策，凭借突出的行业地位，业务运营良好，收入规模提升明显；而得益于非公开增发的实施，公司财务杠杆比率也有所下降；同时，其融资渠道保持通畅，备用流动性较为充足，公司仍具备很强的偿债能力。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资本支出压力持续存在以及财务杠杆依旧较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持凯迪生态主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**；维持“凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AA**。

### 正面

- 生物质发电行业发展前景良好。2016 年 10 月 28 日国家能源局印发的《生物质能发展“十三五”规划》强调要加大对生物质能项目的扶持力度，需要研究出台生物天然气、生物质成型燃料供热和液体燃料终端补贴政策并积极支持民间资本进入生物质能领域。公司作为生物质发电的龙头，在有利政策支持下，发展前景良好。
- 行业地位依然突出。截至 2017 年 3 月 31 日，公司运营生物质电厂为 39 家，累计装机容量 1,152.00MW；2016 年公司生物质电厂分别实现发电量和售电量 56.55 亿千瓦时和 50.43 亿千瓦时，同比分别增长 43.20%和 44.04%。公司生物质发电装机规模、年发电量等多项指标均位于国内生物质发电行业前列，公司在生物质发电行业地位突出。

## 分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月9日

- 融资渠道畅通。2016年10月12日，公司获得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批复，核准公司非公开发行不超过6亿股新股；2016年11月9日，公司非公开发行股票4.58亿股，募集资金净额41.76亿元。此外，公司与金融机构保持良好合作关系，截至2017年3月末，公司共获得银行综合授信额度约为182.95亿元，未使用授信额度约为101.38亿元，备用流动性较为充足。

## 关注

- 公司债务规模仍然较高且在建工程未来仍需投入较大规模的资金，未来或面临一定的资金压力。截至2017年3月末，公司总债务为163.88亿元，债务规模较大。同期，公司主要在建工程总投资86.22亿元，已完成投资22.20亿元，公司在建工程未来仍需投入较大规模的资金，未来或面临一定的资金压力。
- 公司财务杠杆依然较高。截至2017年3月末，公司资产负债率为68.96%，总资本化比率为58.40%。虽然2016年公司财务杠杆有所下降，但依然处于较高水平。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 基本分析

公司主要业务包括生物质发电、环保发电、原煤销售和电建项目承包等。2016 年公司实现营业收入 50.01 亿元，同比增长 43.05%，主要是生物质发电业务收入增加所致。2016 年，公司生物质发电、电建项目承包业务、原煤销售和环保发电分别实现营业收入 32.35 亿元、7.17 亿元、5.85 亿元和 2.00 亿元，占营业收入的比重分别为 64.68%、14.33%、11.69% 和 3.99%。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.86 亿元，生物质发电业务收入占同期营业收入比重为 56.68%。

### 2016 年依托良好的政策支撑，公司生物质发电规模有所提升，生物质发电业务收入增速较快。

根据《生物质能发展“十三五”规划》，到 2020 年，生物质能基本实现商业化和规模化利用。届时生物质能年利用量约 5,800 万吨标准煤；生物质发电总装机容量达到 1,500 万千瓦，年发电量 900 亿千瓦时。《生物质能发展“十三五”规划》同时强调要加大对生物质能项目的扶持力度，需要研究出台生物天然气、生物质成型燃料供热和液体燃料终端补贴政策并积极支持民间资本进入生物质能领域。

2016 年公司生物质发电实现营业收入同比增加 43.60% 至 32.25 亿元。2016 年生物质发电营业收入占营业收入比重为 64.68%，同比提高 0.25 个百分点。

2016 年公司新增 3 家生物质发电厂，截至 2017 年 3 月末共运营 39 家生物质电厂，累计装机容量达 1,152.00MW。随着燃料供应逐步稳定以及已投运电厂运营效率提高，公司生物质发电量和上网电量快速上升，2016 年公司生物质电厂分别实现发电量和售电量 56.55 亿千瓦时和 50.43 亿千瓦时，同比分别增长 43.20% 和 44.04%。2017 年 1~3 月，公司生物质电厂分别实现发电量和售电量 10.08 亿千瓦时和 9.05 亿千瓦时。2016 年，随着公司燃料供给逐步稳定以及技术改造完成，公司发电利用小时数同比提高 43.45% 至 5,441.60 小时。2016 年公司生物质上网电价与去年持平，为 0.75 元/千瓦时。

表 1：2014 年~2017 年 3 月公司生物发电运营情况

指标	2014	2015	2016	2017.3
发电量 (亿千瓦时)	50.54	39.49	56.55	10.08
售电量 (亿千瓦时)	44.81	35.01	50.43	9.05
产能利用率 (一代)	92.72%	61.30%	93.70%	-
产能利用率 (二代)	67.40%	56.67%	69.75%	-
含税平均电价 (元/千瓦时)	0.75	0.75	0.75	0.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在《生物质能发展“十三五”规划》有利的政策支持下，公司生物质发电业务运营良好。2016 年，随着新增生物质发电厂，公司发电规模有所提升，发电效率有所提高。

### 受益于煤炭价格上升，公司原煤产量略有提升，原煤销售业务收入快速提升，盈利能力有所增强。

2016 年，我国深化煤炭供给侧改革，煤炭行业退出或拟退出煤矿数量达 1,688 家，退出产能达 25,114 万吨/年。受益于供给侧改革影响，2016 年以来煤炭价格有较大回升，2016 年 12 月电煤价格平均指数 534.92 元/吨，较年初提高 63.75%。

2016 年以来，原煤价格有所回升，公司原煤销售板块运营出现好转。2016 年公司原煤产量为 201.38 万吨，同比提高 5.92%；同期原煤销量为 201.30 万吨同比提高 2.49%；同期原煤销售价格为 290.43 元/吨，同比提高 15.05%。2017 年一季度公司原煤产量为 48.93 万吨，销量 51.54 万吨，销售均价 423.64 元/吨。2016 年公司原煤销售业务实现收入 5.85 亿元，同比提高 17.92%。2016 年公司原煤销售业务收入占营业收入比重为 11.69%，同比下降 2.5 个百分点。

表 2：2014~2017.3 年公司原煤销售业务

#### 产销量及价格情况

单位：万吨、元/吨

年份	产量	销量	销售均价
2014 年	205.04	197.24	367.03
2015 年	190.13	196.40	252.44
2016 年	201.38	201.30	290.43
2017 年 1~3 月	48.93	51.54	423.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年煤炭供给侧改革初见成效，煤炭行业回暖，受此影响公司煤炭业务生产销售量和价格有所提高，盈利能力有所提升。

2016年河南省对现役燃煤发电机组进行超低排放除尘、脱硫、脱硝改造，受此影响公司环保发电业务收入大幅下降。

截至2016年底，公司环保发电装机容量为2×13.5万千瓦。2016年公司环保发电业务发电量和售电量分别为7.44亿千瓦时和6.59亿千瓦时，分别同比下降26.26%和26.29%。因为小规模常规燃煤发电机电耗以及排放较高，公司收到河南省大气污染防治攻坚领导小组的《关于13台统调燃煤发电机组实施超低排放停机改造的通知》，2016年9月8日蓝光电厂1号机组停机改造，停机改造将减少发电量，但环保发电剩余电量指标可转让到生物质发电，公司准备将环保发电机组改造成生物质发电机组。2016年公司环保发电业务实现收入2.00亿元，同比下降42.89%。2016年公司环保发电业务收入占营业收入比重为3.99%，同比下降6.01个百分点。

2016年随着环保要求不断提高，公司环保发电业务受河南省环保政策影响有较大下降。未来公司将环保发电机组改造成生物质发电机组，中诚信证评将对该事项保持关注。

随着越南升龙项目推进，2016年公司电建承包业务收入有较大增加。但公司为避免同业竞争不再新增电建承包项目，随着越南升龙项目的完工，公司电建承包业务板块经营稳定性和持续性将受到影响。

截至2017年3月末，公司电建承包业务在手订单只有越南升龙项目，越南升龙项目合同总额共计4.15亿美元，公司承担咨询、设备选型及成套、调试、运营管理及人员培训等工作，2016年公司越南升龙项目实现收入7.17亿元，同比增加181.88%。2016年公司电建业务收入占营业收入比重为14.33%，同比增加7.06个百分点。2017年1~3月，越南升龙项目实现收入1.58亿元。截至2017年3月末，越南升龙项目已结算收入20.22亿元，已收款14.81亿元。未来公司为减少与控股股东阳光凯

迪新能源集团有限公司（以下简称“阳光凯迪”）的同业竞争，不再新增对外电建承包项目。

表3：截至2017年3月末，公司电建承包业务

工程名称	合同金额 (亿美元)	在手订单明细		
		2016年以及 2017年1~3 月确认收入 (亿元)	累计已结算 收入(亿元)	累计已收款 (亿元)
越南升龙项目	4.15	8.75	20.22	14.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年越南升龙项目对公司电建承包业务形成良好支撑，但公司无电建储备项目，随着越南升龙项目的完工，公司电建承包业务板块经营稳定性和持续性将受一定影响。另外，中越关系在一定程度上给公司项目的顺利实施带来压力，对此也应予以关注。

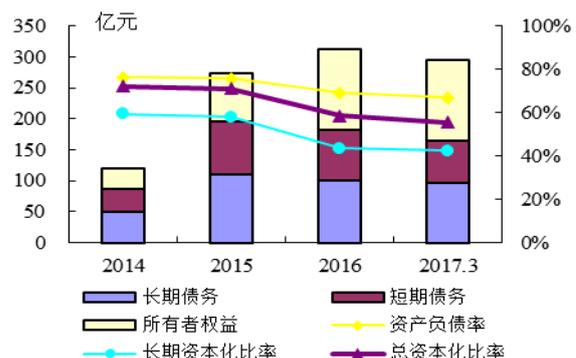
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年财务报告以及未经审计的2017年一季度财务报表。

## 资本结构

2016年随着新建电厂开发建设的推进以及并购增加，公司资产总额同比增加26.95%至417.58亿元；受益于盈余积累以及股票定向增发，2016年公司所有者权益同比增长63.32%至129.61亿元；同期公司负债总额同比增长15.39%至287.97亿元。截至2017年3月末，随着总负债为262.70亿元，公司总资产为393.67亿元，同期所有者权益130.97亿元。

图1：截至2014~2017.3年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.96% 和 58.40%，分别较 2015 年末下降了 6.91 和 12.66 个百分点，公司财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率为 66.73%，总资本化比率为 55.58%，公司财务杠杆进一步下降。

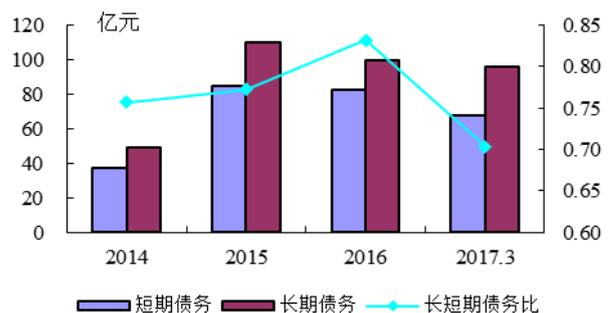
资产构成方面，公司资产主要由非流动资产构成，截至 2016 年末，公司非流动资产为 254.80 亿元，同比增长 5.25%，占总资产比重为 61.02%。公司固定资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，截至 2016 年末分别占非流动资产的比重为 50.26%、36.60% 和 5.02%。其中，固定资产为 128.06 亿元，较 2015 年末大幅上升了 9.22%，主要是 2016 年公司购买固定资产以及在建工程转入所致。截至 2016 年末，公司在建工程为 93.26 亿元较 2015 年下降 4.11%，在建工程主要是生物质能发电厂工程、生物质及风能发电厂技改、杨河煤业井巷工程、蓝光电厂技改工程、风电机组、水电机组和凯迪电厂视频集中监控工程等。无形资产方面，主要为土地使用权，截至 2016 年末为 12.78 亿元，同比增长 0.45%。截至 2016 年末公司流动资产总额同比增加 87.49% 至 162.78 亿元，占总资产比重为 38.98%，主要由货币资金、存货和应收账款构成，分别占非流动资产的比重为 48.27%、25.92% 和 11.51%。其中，货币资金为 78.57 亿元，2016 年货币资金较 2015 年大幅增长 323.36%，主要系公司非公开发行股票募集资金以及对外融资增加所致。截至 2016 年末，公司存货为 42.19 亿元，同比增长 20.26%，公司存货主要是原材料和消耗性生物资产，同期跌价准备为 0.02 亿元。截至 2016 年末，应收账款为 18.73 亿元，同比增加 10.17%，公司应收账款主要为应收的电建项目款和向电力公司售电款，前五大应收账款总额 14.66 亿元，占应收账款总额比率为 77.09%，考虑到下游客户信用良好，公司应收账款风险较低。

负债构成方面，截至 2016 年末公司负债以非流动负债为主。截至 2016 年末，公司流动负债同比下降 14.01% 至 117.14 亿元，占总负债的比重为

40.68%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和应付账款构成，占流动负债的比率分别为 44.31%、22.83% 和 16.37%。截至 2016 年末公司短期借款为 51.90 亿元，同比下降 14.08%。应付账款为 19.18 亿元，同比下降 4.62%，主要为工程款、材料款及采购款。随着长期借款到期转入，截至 2016 年末公司一年内到期的非流动负债同比上升 20.04% 至 26.74 亿元。截至 2016 年末，公司非流动负债为 170.84 亿元，同比增加 50.73%，占总负债的比重为 59.32%，主要由长期应付款、长期借款和应付债券构成，截至 2016 年末，以上三项分别占比为 39.71%、38.15% 和 19.99%。截至 2016 年末公司长期应付款为 67.85 亿元，同比增加 36.88%，主要是新增应付格薪源生物质燃料有限公司股权融资 18.34 亿元。截至 2016 年末，公司长期借款为 65.18 亿元，同比增加 77.47%，主要是公司增加融资所致。2016 年公司成功发行公司债，截至 2016 年末，应付债券同比增加 44.47% 至 34.14 亿元。

从债务期限结构看，2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.83 倍，同比下降 0.06 倍，截至 2017 年 3 月末，公司长短期债务（短期债务/长期债务）比为 0.70 倍，随着到期债务偿还，债务期限结构有所改善。

图 2：2014~2017.3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务规模稳步增长以及定向增发，公司资产和负债规模大幅增加，资本实力也显著增强，公司财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。

## 盈利能力

随着公司生物质发电业务不断扩大，公司营业收入不断上升，2016 年公司实现营业收入同比上升

43.05%至 50.01 亿元；营业毛利率方面，2016 年公司营业毛利率为 33.50%，同比上升 3.85 个百分点，主要是由于受益于煤炭价格有所回升，原煤销售业

务毛利率大幅提升。2017 年一季度公司营业收入为 9.86 亿元，营业毛利率为 34.63%。

表 4：2014~2017.3 公司主营业务收入及毛利率

单位：亿元、%

业务	2014		2015		2016		2017.1~3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
生物质发电	14.83	25.98	22.52	28.59	32.35	26.43	5.59	26.94
环保发电	4.47	21.07	3.50	28.52	2.00	30.90	0.03	23.75
原煤销售	7.24	17.65	4.96	-5.04	5.85	15.17	2.19	45.13
电建承包	1.74	38.22	2.54	51.03	7.17	48.82	1.58	43.95

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

三费方面，2016 年公司对外融资增加，公司三费合计同比上升 60.88%至 15.90 亿元，占营业收入的比例为 31.80%。从三费构成看，公司三费以财务费用和管理费用为主，2016 年公司财务费用为 12.25 亿元，同比大幅增加 68.46%，主要系公司对外融资大幅增加相应造成的利息支出增加所致；2016 年公司管理费用为 3.58 亿元，同比增加 37.20%，主要系公司之子公司凯迪阳光生物能源投资有限公司为达到预定可使用状态的消耗性生物资产的后续支出计入费用所致。2017 年 1~3 月，公司三费合计 2.85 亿元，占营业收入比重为 28.92%，公司三费收入占比较高，期间费用控制能力有待加强。

表 5：2014~2017.3 公司期间费用分析

单位：亿元

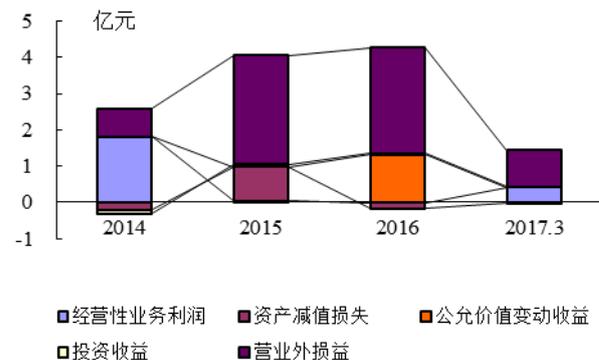
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.08	0.07	0.08	0.02
管理费用	1.85	2.54	3.58	0.80
财务费用	2.86	7.27	12.25	2.03
三费合计	4.79	9.89	15.90	2.85
营业收入	28.49	34.96	50.01	9.86
三费收入占比	16.80%	28.28%	31.80%	28.92%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司经营性业务利润有所下降，但受益于营业外损益的增加，公司利润总额呈增长态势，当期公司利润总额同比增长 1.52%至 4.11 亿元。2016 年，公司经营性业务利润同比大幅下降 128.70%至-0.01 亿元，主要是因为公司期间费用大幅增加所致。公司营业外损益主要是政府补助，政府补助主要是增值税返还。2016 年，公司营业外损益同比减少 2.63%至 2.92 亿元。2016 年随

着公司生物质发电规模扩大，政府补助同比增加 9.17%至 2.64 亿元。2016 年公司公允价值变动损益为 1.32 亿元。根据公司于 2015 年 4 月 13 日与中盈长江签订的《盈利预测补偿协议》，因林业资产 2016 年度净利润为 1.54 亿元，与 2016 年度业绩承诺金额 2.90 亿元之间差异 1.36 亿元折现作为公司报告期的公允价值变动损益，并确认为指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。公司已于 2017 年 4 月 10 日收到该补偿款。2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.42 亿元，同期经营性业务利润 0.42 亿元，营业外损益为 1.01 亿元。

图 3：2014~2017.3 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

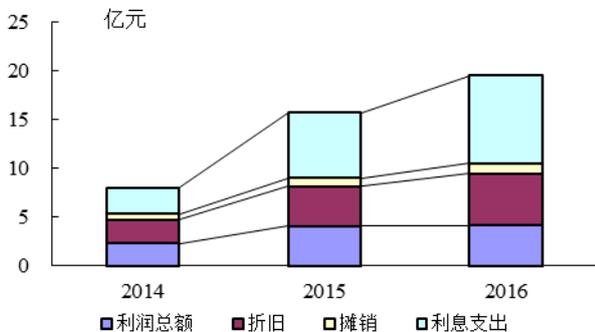
总体来看，2016 年公司生物质发电业务发展良好，公司营业收入不断增加，主营业务毛利率呈上升趋势，但公司期间费用大幅增长，对公司经营性业务利润造成较大侵蚀，目前公司利润总额较依赖于政府补助。

## 偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2016 年公司 EBITDA 同比上

升 24.28%至 19.55 亿元；同期，公司折旧和利息支出分别为 5.35 亿元和 9.01 亿元，分别同比增加 30.17%和 34.28%。

图 4：2014~2016 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，2016 年随着到期债务偿还，公司总债务有所下降。2016 年末，公司总债务同比下降 6.62%至 181.94 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 163.88 亿元，公司债务规模继续下降。

从主要偿债指标来看，2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 2.17 倍，同比下降 0.17 倍；经营活动净现金/利息支出为 0.33 倍，同比下降 0.47 倍，公司 EBITDA、经营性现金净流入对债务利息支出的覆盖能力有所减弱。2016 年公司总债务/EBITDA 倍数为 9.31 倍，同比下降 3.08 倍；经营活动净现金/总债务倍数为 0.02 倍，同比下降 0.01 倍，EBITDA 及经营性现金流对债务偿还的保障也有所下降。

表 6：2014~2017.3 公司偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	37.40	84.91	82.61	67.70
总债务 (亿元)	86.85	194.83	181.94	163.88
EBITDA (亿元)	8.02	15.73	19.55	-
资产负债率 (%)	76.25	75.87	68.96	66.73
总资本化率 (%)	72.05	71.06	58.40	55.58
经营净现金流/总债务 (X)	0.02	0.03	0.02	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.50	0.81	0.33	-0.28
总债务/EBITDA (X)	10.83	12.39	9.31	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.00	2.34	2.17	-

注：经营活动净现金/总债务以及经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度总计人民币 182.95 亿元，尚有 101.38 亿元未使用，备用流动性较为充足。

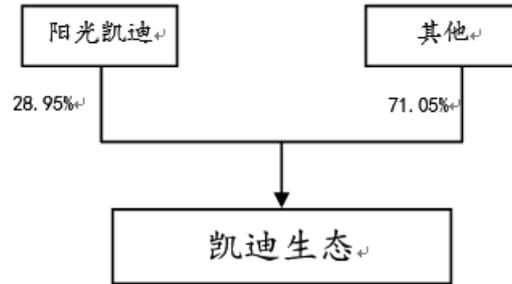
或有事项方面，截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保。截至 2017 年 3 月末公司重大未决诉讼涉诉金额 4,893.58 万元，占同期末净资产的 0.37%，公司涉诉金额较低，对公司经营情况造成重大影响的可能性较低。

总体来看，2016 年公司债务规模仍然较高，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力一般，但考虑到公司在生物质发电行业内拥有很强的竞争实力，发展前景良好，且良好的银企关系以及广阔的融资渠道也对其流动性提供良好支撑，公司整体偿债能力依然很强。

## 结 论

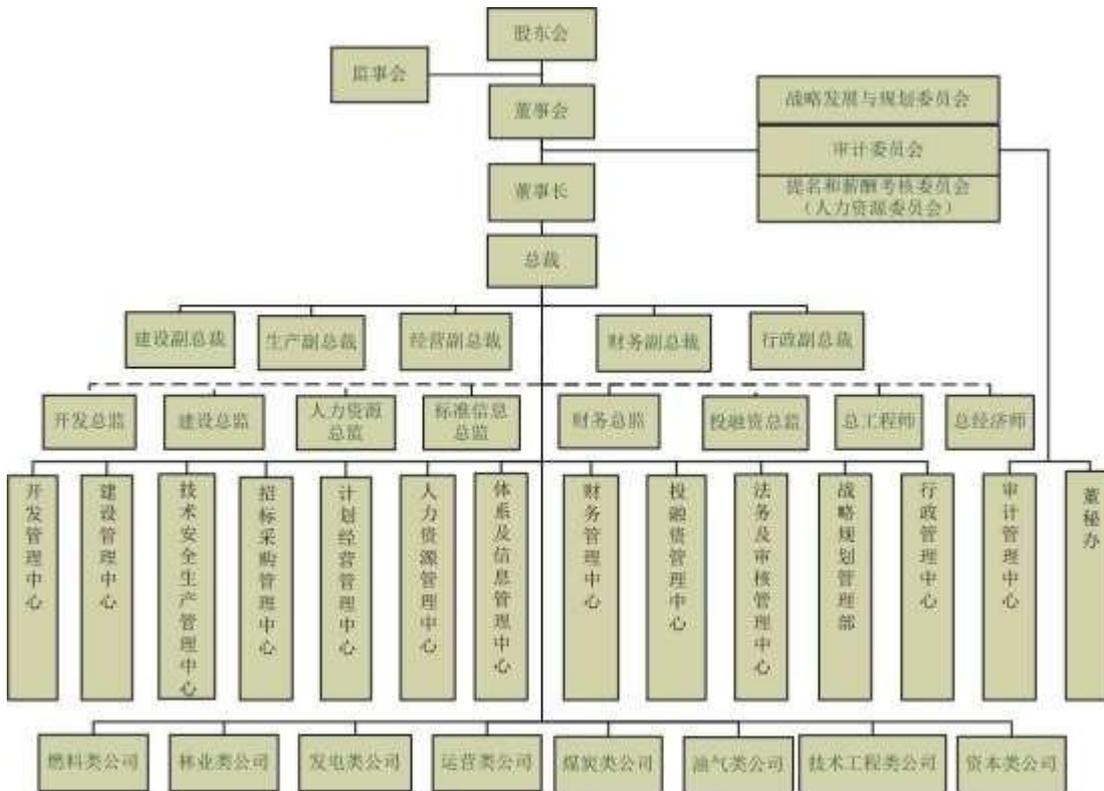
综上，中诚信证评维持凯迪生态环境科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**；维持“凯迪生态环境科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级为 **AA**。

附一：凯迪生态环境科技股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：凯迪生态环境科技股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：凯迪生态环境科技股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	62,010.56	185,257.88	785,690.06	413,925.51
应收账款净额	186,353.45	169,994.67	187,283.52	214,302.62
存货净额	83,544.06	350,859.75	421,942.07	457,552.65
流动资产	415,564.23	868,198.44	1,627,784.31	1,387,366.35
长期投资	5,526.59	14,856.13	20,395.31	20,482.23
固定资产合计	577,454.64	2,179,628.34	2,247,996.86	2,254,850.62
总资产	1,418,093.83	3,289,219.35	4,175,815.64	3,936,742.97
短期债务	374,045.72	849,104.51	826,093.10	677,036.37
长期债务	494,444.33	1,099,226.78	993,266.40	961,795.73
总债务（短期债务+长期债务）	868,490.04	1,948,331.28	1,819,359.49	1,638,832.10
总负债	1,081,236.27	2,495,638.04	2,879,726.25	2,627,025.80
所有者权益（含少数股东权益）	336,857.56	793,581.31	1,296,089.39	1,309,717.17
营业总收入	284,872.51	349,567.63	500,071.55	98,613.85
三费前利润	65,971.27	99,324.85	158,894.94	32,669.96
投资收益	-1,032.12	749.55	350.07	86.92
净利润	20,010.54	34,077.68	33,320.80	13,524.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	80,174.49	157,268.05	195,478.97	-
经营活动产生现金净流量	13,406.85	54,175.66	29,913.12	-5,637.22
投资活动产生现金净流量	-126,823.82	-717,354.45	-225,018.01	-66,572.89
筹资活动产生现金净流量	93,387.33	687,514.88	782,377.77	-237,619.93
现金及现金等价物净增加额	-20,030.23	24,300.16	586,951.61	-309,830.04
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	24.11	29.65	33.50	34.63
所有者权益收益率（%）	5.94	4.29	2.57	4.13
EBITDA/营业总收入（%）	28.14	44.99	39.09	-
速动比率（X）	0.58	0.38	1.03	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.03	0.02	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	0.06	0.04	-0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	0.50	0.81	0.33	-0.28
EBITDA 利息倍数（X）	3.00	2.34	2.17	-
总债务/EBITDA（X）	10.83	12.39	9.31	-
资产负债率（%）	76.25	75.87	68.96	66.73
总资本化比率（%）	72.05	71.06	58.40	55.58
长期资本化比率（%）	59.48	58.07	43.39	42.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年一季度公司所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务以及经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。