

复盘凯迪生态生物质发电未了局:陈义龙“万亿神话”梦断,残局何人收?

证券时报记者 朱锷

7年前,凯迪生态(000939)前董事长陈义龙曾经公开宣称:2015年,凯迪(规模)将突破600亿元;2020年,凯迪销售额将达3000亿元;到2030年,凯迪的规模可能做到1万亿元。”

如今,第一阶段目标时限已到,距离3000亿元目标仅有2年,凯迪生态深陷系列负面事件,并在最近一年间大面积爆发:票据实质性违约、数月未发员工工资、被证监会立案调查、2017年年报久拖未披、大股东持股遭司法轮候冻结、母公司多个银行账户被冻结……

自2009年从控股股东阳光凯迪(前称“武汉环泰”、凯迪控股,下文统称“阳光凯迪”)收购9家生物质发电厂开始,凯迪生态(前称“凯迪电力”,下文统称“凯迪生态”)切入生物质发电行业,开始了一场大规模收购电厂、大规模融资举债的扩张运动。

很显然,过去10年的运作,并没有为这家企业带来预期中的变化,反而一步步将之推向了再也无法掩盖的流动性危机之中。

分析凯迪生态如今面临的窘境,有人说是沉重的财务负担使然,有人说是生物质燃料短缺或成本过高所致,甚至还有人说公司“拿钱没办事”、“被大股东掏空”。真实的凯迪生态究竟是什么样子?

谁的凯迪生态?

阳光凯迪入主凯迪生态,已是14年前的往事。2004年,阳光凯迪前身武汉环泰收购中动力持有的凯迪生态13.398%的股份,成为上市公司第一大股东。彼时,凯迪生态上市才5年。其后,阳光凯迪多次向凯迪生态注入资产,上市公司主业由烟气脱硫行业转型为煤电汽灰渣产业链。

2009年,凯迪生态从阳光凯迪处收购南陵、淮南、崇阳等9家电厂,从此切入生物质发电行业;2014年,阳光凯迪旗下生物质资产(除生物质燃油项目外)整体注入凯迪生态,公司又转型为一家集生物质发电、风电、水电业务于一身的清洁能源企业。

截至去年三季度末,阳光凯迪共持有上市公司29.08%的股份。按照凯迪生态的说法,因控股股东的股权结构分散,没有一方能够控制上市公司董事会,故公司并不存在实际控制人。

从阳光凯迪的股权结构来看,丰盈长江新能源投资有限公司持有阳光凯迪31.5%股份,为后者第一大股东;而陈义龙则持有丰盈长江66.81%的股权。

在湖北资本圈里,谁都知道陈义龙是凯迪的“灵魂人物”,虽然他在2013年已经辞任上市公司董事长,但新任董事长李林芝也多被认为是陈义龙的代言人。

在凯迪生态内部,陈义龙更像一个符号、一种象征,近几年每次召开年度股东大会时,李林芝都不免会提起陈义龙作为上市公司以及国内生物质发电的“奠基者”和“引路人”的角色。

翻看陈义龙的简历,1959年1月出生的他今年已近六旬,目前他担任阳光凯迪董事长,同时也是湖北省工商联副主席,是第十一届、十二届、十三届全国人大代表。

可以看出,大学老师出身的陈义龙,过去在与之相关的商界和政界关系的处理上都游刃有余,他甚至可以邀请到重要的政经人物到他备受市场质疑的“柴变油”项目视察,并将之作为宣扬公司价值的依据。

2015年2月,中国华融前董事长赖小民曾公开为陈义龙站台,他在主旨演讲中说:我从陈义龙董事长身上有了新的发现,知道能源还可以种植。我接触他的时候,当时做了一个重大的决定,就是投资凯迪,我投了20亿!”

今年4月,因个人涉嫌严重违纪违法,赖小民接受纪律审查和检查调查。直到现在,凯迪生态仍与华融保持着各种合作关系。截至2017年三季度末,华融还直接持有凯迪生态2.81%的股份。

在证券时报·e公司记者的印象中,陈义龙更像是一名“演说家”。在任

何公开场合,他总是西装笔挺、梳戴整洁、正襟危坐;在股东大会上,针对投资者的一个问题,他可以独自一人滔滔不绝、声情并茂、例证丰富地“演说”两三个小时,内容除了描绘生物质发电的宏伟蓝图之外,还不免用自己的的一套算法和理论来侧面印证市场对凯迪的低估。

2011年4月,在接受武汉本地媒体采访时,陈义龙放出“万亿”豪言,这份载有采访内容的报纸被放置在其后公司召开的股东大会上,供投资者取阅。

然而,认定凯迪前景光明的大股东,却在陈义龙的表态后大笔套现。当时,受“万亿”目标刺激,凯迪生态股价从15元左右一路涨至近25元,而阳光凯迪则通过大宗交易系统减持上市公司2888万股,套现近6亿元。

到2017年11月15日,凯迪生态停牌前最后一个交易日,公司股价仅报收4.99元/股。

循环往复的并购

阳光凯迪入主凯迪生态以来,上市公司没有搞房地产,也没有去贴其他热门行业,倒是一心一意扎根在环保和生物质这个领域,这是陈义龙引以为傲的事。

以生物质为燃料来发电,虽不属于什么新能源,但相比传统火电而言,毕竟污染少,这也正好符合国家建设生态文明的国策。陈义龙正是抓住了这一点。按照国家目前的生物质发电补贴政策,只要发电就能上网,而且上网电价高达0.75元/度甚至更高。

如此一来,陈义龙的“商业逻辑”便可以讲圆了,他多次宣称“一个生物质电厂正常经营下一年利润可以达到3000万”。从另一个角度来讲,阳光凯迪的投资也可以套现了,前期布局的电厂,不论盈利与否,在大环境和“商业逻辑”面前,上市公司统统买单。

第一批收购:

2009年,凯迪生态以3802万元的价格,收购阳光凯迪旗下南陵、淮南、崇阳、来凤、祁东、隆回、安仁、茶陵、松滋等9家电厂。直到现在,这些电厂仍是凯迪生态生物质发电的主力军,相比此后的收购,这笔收购可谓“物美价廉”。

彼时,除了这9家电厂之外,阳光凯迪旗下还有102个生物质能电厂项目,并承诺在适当时机,通过资本运作的方式全部转让给凯迪生态。

第二批收购:

2010年,凯迪生态收购阳光凯迪旗下宿迁、万载、望江等3家电厂,交易价格2.96亿元。2012年,凯迪生态又以9618万元的价格,收购阳光凯迪所持五河电厂51%股权、桐城电厂51%股权。这两笔收购均设有业绩承诺。

2013年,凯迪生态披露年报数据,这5家电厂2012年净利润均为亏损状态,与此前的承诺利润相去甚远。根据协议规定,阳光凯迪又以4.4亿元的总价回购了这些电厂的股权。

第三批收购:

2014年,凯迪生态以2.07亿元的价格收购阳光凯迪旗下北流、浦北、平乐等3家电厂,与此前收购的一代电厂不同,凯迪生态表示这3家均为效率更高的二代电厂,装机容量均为1*30MW。据介绍,一代电厂度电燃料需求约为1.7公斤,而二代电厂仅需1.2公斤左右。

第四批收购:

2014年7月,凯迪生态开始停牌筹划资产重组,其后披露的重组预案显示,公司拟以68.51亿元的价格收购关联方旗下87家生物质电厂100%股权、1家生物质电厂运营公司100%股权、5家风电厂100%股权、2家水电厂100%股权、1家水电厂87.5%的股权以及58家林业公司100%股权。此次并购也是凯迪生态上市以来最大的一笔并购,生物质电厂方面,就连尚未开建的电厂也一并打包甩给了上市公司。这87家电厂中,只有21家建成,且其中绝大部分尚处于亏损状态;另有49家尚未开建。

而这21家已建成的电厂中,有5家还是阳光凯迪2013年从上市公司回购的电厂。证券时报·e公司记者对



生物质电厂	2012年承诺净利润	2012年实际净利润	2014年承诺净利润	2014年1-6月净利润
宿迁电厂	1321万元	-1305万元	/	-278万元
望江电厂	1088万元	-1030万元	/	86万元
万载电厂	1201万元	-513万元	/	580万元
桐城电厂	1103万元	-1530万元	1523万元	-354万元
五河电厂	1650万元	-613万元	2036万元	-543万元

朱锷/供图 彭春霞/制图

比财务数据发现,这5家电厂中,有3家直到2014年上半年仍处亏损状态,这也显得阳光凯迪4年前给出的业绩承诺“十分不靠谱”。

不论过程怎样,部分持续亏损的资产经过阳光凯迪“左右口袋”来回倒手的运作,最终还是被纳入了上市公司体内。

第五批收购:

很多投资者可能并没注意到,在整体上市完成后,凯迪生态在2017年还曾并购2家生物质电厂。去年6月,凯迪生态收购洋浦长江持有的洪雅、松桃2家生物质电厂,交易总价1.38亿元。

令人费解的是,这2家电厂都是交易对方洋浦长江于2016年6月从阳光凯迪处购得,二者交易价格均为8100万元(注册资本)。彼时,洪雅电厂尚未投产,然而根据凯迪生态披露的报表,到2017年一季度,这家电厂却已实现盈利431万元,在凯迪诸多电厂之中“鹤立鸡群”。

证券时报·e公司记者注意到,这2家电厂成立时间在2010年-2012年之间,那么,为何在2014年重组时阳光凯迪未将之一并注入上市公司,反而在重组完成后经第三方倒手后再卖给上市公司?在凯迪生态体外,究竟还有多少类似这种出自阳光凯迪的电厂?

早在2009年,凯迪生态首次从阳光凯迪处收购生物质电厂时,阳光凯迪就承诺,除现有存量电厂外,不再进行生物质直燃式电厂的投资、建设和运营。如今看来,阳光凯迪是否违背了上述承诺还有待探究。

此外,还不得不提到北海“柴变油”项目。2013年6月15日,凯迪生态公告称,停止北海4*55MW生物质发电机组项目建设,采用阳光凯迪的技术与工艺,分期建设生物质合成液体燃料项目。根据规划,该项目第一期将建设一条年产20万吨生物质合成液体燃料项目,2020年产量将达到200万吨。

所谓生物质液体燃料,通俗地讲,就是通过特定工艺将生物质(有机物)

转化成热值可以匹敌柴油的燃油(无机物)。这一过程需要将生物质进行汽化,理论上讲即便可以实现也会能耗巨大。而早在2015年,阳光凯迪就宣称,其生物质柴油质量达到国家标准、符合上市要求”。

按照陈义龙当时的说法,北海项目今后将是凯迪电力重点发展的项目,并将成为“世界上规模最大的生物质燃油基地”。然而5年之后,这一项目尚未见到任何进展,凯迪生态如今对此也讳莫如深。

抓住ABS救命稻草

凯迪生态真正开始大举进军生物质发电行业,自然得从2014年的整体上市开始。

当年,凯迪生态收购的巨量资产之中,大部分都在建或在建,这也意味着凯迪生态此后将踏上漫漫的投资、建设之路。而前期历时多年对全国范围内生物质资源调查、项目选址进行详细勘察的阳光凯迪,则已实现大规模套现。

在2014年的重大资产重组中,现金支付部分高达37.09亿元。其中,根据重组预案数据,阳光凯迪在此次收购后拿走16亿元,中盈长江(武汉环科持股41%)则拿走18.36亿元。

要知道,截至2013年末,凯迪生态账面货币资金仅8.2亿元,在19.57亿元的重组配套募资中,也只有不到10亿元是用于支付现金对价,这也意味着为了这笔收购,凯迪生态当时面临着举债近20亿元的压力,更不用说那些在建、未建的60多家电厂将要投入的大笔资金。

此后,凯迪生态开始大规模开展股权融资、资产证券化或举债,雪球也越滚越大,流动性危机暗涌。

据证券时报·e公司记者不完全统计,不考虑2014年重组的配套募资,凯迪生态2015年至今各类融资总额(不含银行贷款)已超百亿。其中包括:2016年

度非公开发行股票,募资不超过49.48亿元;2016年公司债,发行总额为10亿元;2016年公司债第二期,发行总额为6亿元。

此外,凯迪生态在2015年还开展了多笔资产证券化(ABS)项目。当时,就此事接受证券时报·e公司记者采访时,公司时任总裁陈义生(后涉嫌职务侵占被刑拘、解聘)称,凯迪资产证券化的票面利率相较银行贷款而言略高,但实际操作成本则与银行贷款相当;且前者在融资用途和时限上更加灵活,对于需要大量资金投入的电厂建设而言更具优势。

如今看来,这些项目虽能解一时之需,但由于项目的基础资产为生物质电厂的未来收费权,客观上也加剧了凯迪生态的流动性危机。

除上述融资项目之外,凯迪生态2017年4月还拟发行规模不超过30亿元银行间债券市场非金融企业超短期融资券,发行不超过10亿元公司债,发行不超过30亿元绿色公司债、发行不超过20亿元中期票据,后未见相关进展公告。

一位在凯迪生态体系内工作多年的财务人员向证券时报·e公司记者表示,凯迪生态面临的财务负担太重,导致公司资金周转存在严重问题。而公司一名不愿具名的董办相关负责人则认为,生物质发电的补贴未能及时到位、ABS锁死了大量电费收入,直接导致公司流动性吃紧。

很多人可能会忽略一个重要的事实,那就是凯迪生态在面临较大资金压力的情况下,还在不断地对外投资各类产业基金等,且金额巨大。如:2015年8月,以1亿美元现金全资设立凯迪香港投资公司。

2016年5月,发起设立生物质产业发电投资并购基金,认缴出资3亿元;与华容天泽共同发起设立华融凯迪扶贫投资,首次认缴出资5亿元,其中凯迪生态出资1亿元;认缴出资1.2亿元参与设立投资基金东润恒君。

2016年6月,凯迪生态公告称,认缴出资3.6亿元参与设立投资基金嘉兴凯路。

2016年12月,发起设立总规模10亿元的有机农业产业基金,首期募资规模1.5亿元,凯迪生态出资5000万元;与华融天泽合资设立华融凯迪基金,子公司凯迪香港拟以11.36亿港元收购中民金融0245.HK 4.91%的股份。

对于以上投资公司、产业基金等,凯迪生态的实际出资额是多少,在公司公告中暂时未能找到答案。一家以实业为主的企业,如此密集、大规模地参与各类基金,其实际意义究竟何在?从另一个角度来讲,对于公司即将到来的流动性危

机,凯迪生态高管层应该有所察觉,此时公司还外投大笔资金,其目的又是怎样?

寄望重组

大股东将尚未盈利甚至尚未开建的资产注入上市公司,其风险本应被投资者充分关注。而借新钱还旧债的同时,若在主业上不能实现足够现金流的回收,则很可能会遇上掉链子的时候。

今年5月7日,凯迪生态中期票据“11凯迪MTN1”尚未足额支付应付本金及利息,涉及金额达6.98亿元,构成违约;信用评级机构下调凯迪生态评级至C级。此外,公司用于暂时补充流动资金约15亿元募集资金,也无法按期归还。

近日,多名凯迪生态员工向证券时报·e公司记者表示,公司已欠发数月工资,包括中层管理人员。一位不愿具名的凯迪工作人员5月24日告诉证券时报·e公司记者,近期频繁有第三方机构到访公司电厂,包括评估、审计机构以及律所,债权人的光顾更是常态,而电厂财务人员上班的第一件事便是查看公司账户是否被冻结,不论发电机组是否已经停机。

根据凯迪生态5月23日晚间公告,因公司中票违约引发的信用风险,导致部分债权人单方面提出债务提前到期,并向相关法院申请诉前保全;公司母公司账户共有9个账户被冻结,冻结金额10.76亿元,被冻结账户余额为2444万元。证券时报·e公司记者了解到的信息是,凯迪生态一些子公司的账户也被冻结,目前尚不清楚具体冻结情况。

一位不愿具名的凯迪生态债权人代表5月24日表示,因为凯迪生态事件,他连“工作都要丢了”。去年一季度怎能预料到?凯迪生态业绩大增还高送转,下半年钱才开始紧张。”这位债权人代表表示,自己“被教育了”。

发生在凯迪生态身上的危机愈演愈烈,截至5月22日,凯迪生态已投产生物质电厂46家,其中正在运行的只有12家;水电项目全部未投产。员工工资方面,凯迪生态称公司2月份工资欠款2770万元、3月份工资欠款3088万元、4月工资欠款3208万元。

对于公司目前的经营状况,凯迪生态坦陈,公司电厂生产因短时流动性不足造成了较大面积的停机;2018年,公司到期的有息债务本息为147.53亿元,集中兑付金额巨大,资产负债表日后已经发生多起债务违约,受此影响,公司部分在建项目出现停建、不再建设等情形,在建工程存在重大减值风险。

此外,虽然此前已进行过多笔套现,凯迪生态大股东的日子看起来也并不好过。截至5月18日,阳光凯迪所持公司股票被司法轮候冻结总数量为11.21亿股,占公司总股本的比例为28.53%,占其所持股份的98%。

不论是证券时报·e公司记者从凯迪生态相关负责人处了解到的信息,还是上市公司的公开表态,凯迪生态都在传递一个讯息,即公司已做好背水一战的准备,将“重生”的希望寄托于正在推进的重组事项。

目前已知的进展是,此次重组将分为三个方面,一是股权重组,阳光凯迪将出让或托管上市公司控制权;二是资产重组,凯迪生态拟将风电、水电、林业资产、在建工程等等分别做成资产包,各包整体出售;三是债务重组,与债权人协商,推出债务重组方案。

言外之意即是,若此次重组顺利推进,凯迪生态将发生几大变化:一是控股股东将发生变更,二是公司债务压力将降低,三是公司将聚焦于生物质发电主业。

而即便此次重组顺利开展,凯迪生态可能还将面临一系列风险因素,诸如年报不能在规定的期限之前披露,公司可能会*ST甚至暂停上市;公司被证监会立案调查,是否存在重大违规尚无定论。此外,凯迪生态现有生物质发电资产中,还有一半以上尚未达产、仍需继续大规模投入。

那么,曾经的“生物质发电第一股”最终能否摆脱泥潭?又是谁来接盘如此局面下的凯迪生态?我们将持续关注。