

信用等级公告

联合[2011] 267 号

联合资信评估有限公司通过对南通综艺投资有限公司及其拟发行的 2011 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

南通综艺投资有限公司

主体长期信用等级为

AA⁻

南通综艺投资有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年五月二十三日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与南通综艺投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南通综艺投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南通综艺投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南通综艺投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、南通综艺投资有限公司 2011 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年五月二十三日



南通综艺投资有限公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2011 年 5 月 23 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(亿元)	15.65	33.23	157.25	167.99
所有者权益(亿元)	9.86	18.38	105.81	119.97
长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.65	2.55
全部债务(亿元)	3.27	7.74	18.20	18.56
营业收入(亿元)	8.20	10.63	22.96	4.09
利润总额(亿元)	1.33	1.43	13.76	0.59
EBITDA(亿元)	1.83	1.91	15.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.12	0.04	2.53	-3.19
营业利润率(%)	17.29	15.71	41.42	21.05
净资产收益率(%)	12.30	6.71	10.16	--
资产负债率(%)	37.01	44.69	32.72	28.58
全部债务资本化比率(%)	24.93	29.63	14.67	13.40
流动比率(%)	161.02	97.60	148.59	217.57
全部债务/EBITDA(倍)	1.79	4.05	1.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.91	8.48	20.22	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.26	0.27	2.14	--

注: 2011 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

闫昱州 于浩洋

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对南通综艺投资有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其在多元化经营、软件销售规模及品牌效应和新能源产业链布局等方面具备的优势;同时,联合资信也关注到软件行业产品生命周期短,股票市场波动对公司所持金融资产价格影响较大等因素对公司经营及财务状况可能带来的不利影响。

伴随公司一体两翼产业布局的逐步成熟和子公司间业务的整合,多元化经营格局将有助于分散单一行业可能造成的经营风险。此外,公司从事的多个产业具备较强的政策支持,发展前景良好,公司整体竞争实力和抗风险能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司将以其所持有的江苏综艺股份有限公司股票作为质押资产,对本期中期票据还本付息提供质押担保,拟先期质押不低于 5500 万股,并承诺如股票价格下降,将继续追加综艺股份股票或现金,以保证持续满足质押资产价值不低于本期中期票据未偿还本金和当期利息之和的 1.5 倍要求。该质押资产对本期中期票据本息覆盖倍数高,有效提升了本期中期票据本息偿付的安全性。综合分析,本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司多元化一体两翼布局逐步形成,IC 卡、芯片制造已及软件行业受政府支持力度大。
2. 公司软件销售网络规模大,市场占有率高,新能源产业链布局紧密,行业前景好。
3. 公司持有多家上市公司无限制流通股,资产流动性较好。
4. 公司质押资产流动性强,对本期中期票据覆盖倍数较高,具有较好的增信作用。

关注

1. 现阶段，公司业务板块较多，关联性不强。
2. 软件产品及技术更新快，对公司软件销售业务易造成不利影响。
3. 公司创业投资业务对公司利润贡献较大，风险投资行业风险较大，投资项目能否成功并产生预期收益存在不确定性。
4. A 股市场价格波动性强，对公司所持金融资产价格影响较大，导致公司资产、权益较大波动。
5. 公司经营现金净流量大幅下降，债务规模快速增长，债务结构有待改善。

一、主体概况

南通综艺投资有限公司（以下简称“公司”）是由原江苏省南通县计委批准成立的江苏南通绣衣时装（集团）公司改制而成。原公司成立于 1988 年 1 月，注册资本 230 万元，为全民集体联合企业。2002 年 6 月 26 日，经南通市经济体制改革委员会批准（通体改办[2002]22 号文件）改制为有限公司，并更名为南通综艺投资有限公司，公司注册资本 8273.17 万元（中天会验[2002]272 号验资报告），由 9 名自然人股东以实物和货币出资成立。各股东持股比例情况见表 1，公司实际控制人为咎圣达，持股比例为 52%，实际控制人与股东咎瑞国、咎瑞林、咎圣华、咎圣明为亲属关系。

表1 2010年底公司股权结构

投资人	投资金额（万元）	投资占比（%）
咎圣达	4302.05	52.00
季风华	537.75	6.50
咎瑞国	537.75	6.50
徐建	537.75	6.50
曹建忠	537.75	6.50
咎瑞林	537.75	6.50
程建华	537.75	6.50
咎圣华	165.50	2.00
咎圣明	579.12	7.00
合计	8273.17	100

资料来源：公司提供

公司经营范围为：实业投资、投资管理；财务顾问；国内贸易及相关的技术咨询服务；计算机软硬件开发、生产、销售；计算机系统集成；新型电子元器件研发、生产、销售；自营和代理各类商品和技术的进出口，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外。

截至 2010 年底，公司本部设有总经理办公室、投资部、内审部、财务部、法务部、行政部、人力资源部 7 个管理职能部门（见附件 1）；公司纳入合并范围一级子公司 8 家，二、

三级子公司 15 家。（附件 2）。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 157.25 亿元，所有者权益 105.81 亿元，其中少数股东权益 19.66 亿元；2010 年公司实现营业收入 22.96 亿元，利润总额 13.76 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司（合并）资产总额 167.99 亿元，所有者权益 119.97 亿元，其中少数股东权益 33.94 亿元；2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.09 亿元，利润总额 0.59 亿元。

公司注册地址：江苏省通州市兴东镇黄金村；法定代表人：咎瑞林，公司实际控制人为咎圣达。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司计划于 2011 年注册并一次发行额度为 7 亿元的中期票据，发行期限 5 年（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据为固定利率票据，采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息；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。

本期中期票据由公司以其持有的上市公司可流通股为本期中期票据提供担保。

本期中期票据所募集的资金将用于补充公司营运资金和替换部分银行借款，其中 3 亿元用于补充营运资金，其余 4 亿元用于替换银行贷款，具体如下

（1）补充营运资金

公司拟将本次发行中期票据所募资金中的约 3 亿元，用于南通综艺新材料有限公司太阳能用硅棒切片生产所需营运资金。

（2）替换银行贷款

公司拟将本次发行中期票据所募资金中的约 4 亿元，用于替换公司本部银行借款，提高直接融资比例，改善并优化公司融资结构，降低公司综合融资成本。

三、基础素质分析

1. 企业综合竞争实力

近年来公司沿着以股权投资为桥梁，迅速切入具有自主知识产权和核心竞争力的高新技术产业，逐步向现代化高科技投资控股型企业转型的发展战略，加大了权益投资力度，初步形成了以新能源为龙头，信息技术产业和股权投资为两翼的产业布局。

公司子公司中包括上市公司江苏综艺股份有限公司（以下简称“综艺股份”，股票代码：SH600770）。公司通过综艺股份控股公司软件、高新电子制造、新能源、风险投资等板块下的经营主体，形成公司产业布局中重要一环，同时作为上市公司为公司提供了良好的直接融资渠道。截至 2010 年底，综艺股份资产总额为 48.79 亿元，所有者权益 33.26 亿元，2010 年实现营业收入 9.11 亿元，净利润 4.52 亿元。

软件板块方面，公司销售网络规模较大，市场占有率高。公司在北京、上海、天津、重庆、广州、沈阳、石家庄、济南、郑州、南京、南通、苏州、杭州、福州、武汉、长沙、西安、成都等城市设有分公司、办事处和直营店，在全国 100 多个城市拥有 500 多家特许加盟店，拥有千余家合作密切的销售伙伴。目前公司软件销售占有国内正版软件零售市场 30% 左右的市场份额。

高新电子制造方面，公司子公司深圳毅能达智能卡制造有限公司在深圳、北京设有两大 IC 卡生产基地，共有 IC 卡生产线 17 条、并相应配有模块封装、冲卡机、天线装配机、印刷设备等配套生产设备，生产规模较大，是中国 IC 卡市场中重要的大型专业生产厂商之一。根据赛迪顾问统计资料，2008 年公司交通卡和社保卡产品在中国市场份额达到 10.5%。

新能源板块方面，公司逐步建立了从光伏电池生产到电站设计、安装、运营的垂直经营体系。为中国光伏企业中少数同时掌握电池生产能力和光伏电站建设市场的太阳能综合运

营商。

综合看，公司各板块均具备一定综合竞争实力，且多元化的产业布局，降低了公司因单一行业可能造成的经营风险。

2. 人员素质

截至 2011 年 3 月底，公司共有高层管理人员 4 人。其中总经理 1 名，副总经理 2 名，财务负责人 1 名。

咎瑞林，1970 年 10 月出生，EMBA 在读。1991-1995 年任江苏南通黄金集团股份有限公司副总经理；1995-2002 年任南通黄金时装有限公司总经理；2002 年 6 月至今任公司总经理、董事长等职。

咎圣达，1963 年 4 月出生，高级管理人员，工商管理硕士 EMBA，经济师。1982 年-1987 年任南通县绣衣厂技术员；1987-1992 年任江苏省南通县刺绣厂厂长；1992 年-1995 年任江苏南通黄金集团股份有限公司董事长、总经理；1995 年至今任江苏综艺股份有限公司董事长兼总经理；2003 年至今任南通精华制药有限公司、江苏洋河酒厂股份有限公司董事；2005 年至今任南通三越中药饮片有限公司董事。2002 年至今任公司董事，其为公司实际控制人。

截至 2011 年 3 月底，公司拥有员工 2895 人，从人员学历构成上看，公司大专以上员工占比 36.72%，高中及中专员工占比 43.07%，公司初中及初中以下员工占比 20.21%。年龄构成上，公司 30 岁以下员工占比 51.36%，30~50 岁占比 39.00%，50 岁以上占比 9.64%。

整体看来，公司多数高管人员在公司工作多年，对公司经营情况熟悉，团队凝聚力强，工作经验丰富，人员构成能够满足公司日常经营需要。

四、管理分析

1. 管理体制

公司已按《公司法》的要求健全了现代企

业法人治理结构，公司设董事会，其成员为 5 人，由股东会选举产生，对股东负责对公司施行管理；公司不设监事会，设监事 1 名，由股东会选举更换。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名由董事会聘任或解聘。公司下设总经理办公室、投资部、内审部、财务部、法务部、行政部、人力资源部等 7 个管理职能部门。公司经营方针、重大投资、融资、担保等重大经营活动，根据法律法规及《公司章程》的规定，由股东会、董事会、经理层根据各自的权限审议决定；明确各岗位办理业务的权限范围、审批程序和相应责任，公司所有部门必须根据各自部门的管理制度规范运行，促进公司决策的科学化、规范化，以实现公司经营效益水平和管理水平的不断提升，生产经营活动持续稳定。

2. 内部管理

公司内部管理制度涵盖了担保、投资、内部审计、控股子公司管理、人力资源管理等营运环节，确保各项工作有章可循。

对子公司管控方面，为了加强对下属子公司的管理，公司相应制订了《控股子公司管理办法》，从子公司公司治理、经营管理、财务资金及担保管理、投资管理、监督审计、考核与奖罚等方面对子公司运作进行了相应的规定，公司定期、不定期对子公司进行内部审计，加强对下属子公司的有效管控，增强风险防范能力，确保公司经营战略目标的实现。

财务管理方面，公司制定了《内部审计制度》制度规定公司内审部对公司及所属单位行使内部审计监督权，内审部对公司内控建立与执行情况、财务预算的执行情况、公司及所属单位资产经营承包责任、工程项目预决算执行等事项进行审计，并规定了内部审计的工作权限和工作程序。此外公司制定了《担保管理办法》规定了财务部门负责担保事项的日常管

理，财务负责人进行审核并向总经理提出担保事项报告，根据对外担保总额、对外担保占净资产的百分比等情形由总经理提交董事会或股东会审议。制度规定了财务部作为开展担保的日常监管与风险控制工作的部门，统一办理公司与子公司对外担保事项的登记、备案和汇总工作。投资管控方面，制定了《投资管理制度》规定公司投资由公司集中进行，公司投资部对投资项目进行初步评估后，编制项目正式的可行性报告、协议性文件草案等材料，向公司总经理、董事长提出投资建议，公司投资的决策机构为股东会、董事会。公司财务部负责公司投资的财务管理。公司对控股子公司及参股公司的增资活动需按照本制度实施指导、监督和管理。

总体看，公司初步建立了现代企业管理体制，基础管理水平较高，但管理运营中缺乏对公司所有者有效的制衡机制，多元化经营模式下，业务间跨度大，增加了公司统筹经营难度，存在一定程度的管理风险。

五、经营分析

1. 经营现状

公司近年坚持以新能源为龙头，信息产业和股权投资为两翼的发展战略，通过投资控股、参股，公司的产业布局正逐步形成。

2008~2009年，公司营业收入保持较快增速，2009年公司实现营业收入10.63亿元，同比增长29.68%；从营业收入构成看，2008~2009年公司软件板块和高新电子制造板块是公司的支柱产业。进入2010年之后，随着公司新能源板块的效益的逐渐显现，公司新能源板块收入占比大幅提升。此外，2010年公司将本部减持洋河股份流通股所取得收入8.20亿元计入实业投资收入带动公司整体收入规模大幅增长，利润水平大幅上升。

表2 近年公司各板块营业收入及毛利率情况

业务板块	2008 年度		2009 年度		2010 年度		2011 年 1-3 月	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
高新电子制造	1.54	21.01	1.29	17.79	1.28	21.69	0.30	39.66
软件	5.21	9.49	7.09	12.46	7.37	4.19	1.28	11.76
新能源	-	-	-	-	4.37	12.81	1.75	12.41
实业投资	-	-	-	-	8.20	99.81	-	-
其他	1.45	45.04	2.24	27.53	1.73	15.92	0.75	51.80
合计	8.20	17.94	10.63	16.29	22.96	41.86	4.09	21.46
创业投资收益(万元)	5702.83		5684.08		46501.44		0	

资料来源：公司提供

注：创业投资收益为江苏省高科技产业投资有限公司取得的投资收益

2. 软件板块

公司软件板块业务主要包括：软件销售和提供与销售相配套的技术服务，2008~2010 年公司软件板块 98%以上的收入来源于公司软件销售收入。

(1) 行业分析

行业现状

软件业是信息产业的核心，是国民经济基础性战略性产业，直接关系国家政治、经济和社会的安全。中国的软件业起步较晚，但发展迅速，目前已经渗透到了传统产业、企业信息化、电子商务、电子政务等各个领域，销售总额已维持多年高速增长。

中国软件行业起步虽然较晚，但发展非常迅速，目前已经渗透到了传统产业、企业信息化、电子商务、电子政务等各个领域。过去十年，软件行业保持了年均 38%的高速增长，被业界称为中国软件行业的“黄金十年”。

虽然中国软件行业获得了快速增长，但是目前中国软件产业规模在全球软件产业中的份额很小，仅为6%左右，与软件强国相比仍有较大差距。同时中国软件业的迅速崛起也暴露出了许多制约行业进一步发展的问題。现阶段中国的软件企业平均规模较小，资本不够雄厚，至今还没形成规模，这就限制了软件业整体的发展水平。在商业意识和运营能力方面，中国软件企业普遍有所欠缺；强大的品牌效应

尚未形成，需要大量的资源投入，以提升品牌知名度；技术创新能力尚显不足、人才资源也难以于国际化，难以在全球范围内搭建起覆盖广泛的技术支持体系；管理落后，难以完全发挥智力资源的作用。

作为国家扶持的重点行业之一，2008 年政府工作报告强调了“信息化”对“工业化”的质量提升，即传统产业应当借助于信息化实现产业的提升。2009 年 2 月，国务院常务会议审议并原则通过了“电子信息产业调整振兴规划”，加快软件行业的发展，提高软件产业自主发展能力成为其的主要内容之一。“电子信息产业调整振兴规划”表示，软件及信息服务培育要加大投入，同时要加强政策扶持，加大鼓励软件产业发展政策实施力度。

随着各项扶持软件发展政策的出台，中国国产软件将进入一个新的发展高峰期。根据工业和信息化部公布的软件产业发展规划显示，中国软件产业销售收入预计将以 30%左右的速度持续增长，2010 年突破 13000 亿元大关，软件产业出口额达到 125 亿美元，并形成若干软件年销售额超过 50 亿元的软件骨干企业。从未来前景看，中国发展较快的优势企业或在子行业具有垄断地位的企业将成为受益者。

IT 技术服务业方面，前正逐步进入成熟期，市场容量扩大的同时竞争也日益激烈。随着政府及传统行业对于信息化建设的不断深

化，其建设重心逐步转向现有业务系统的优化和升级，以及决策支持系统、增值业务系统的建设；同时，随着全球范围内的互联网产业的逐步复苏，与网络相关的应用软件和服务得到快速的增长。渠道网络强大、服务能力强、资金实力雄厚的企业将在顺应市场变化的同时脱颖而出。伴随着新的计算模式的创新变革，“随需应变”的IT服务商业模式将合作伙伴、客户、终端整合在一起，开发、协作、整合带来了一系列赢利方法的重大变化。未来几年国内IT市场将稳步增长，国内IT投资结构中服务和软件比例将进一步提高。运营与增值服务前景看好，新的商业模式如BOT等开始显露。在行业应用上，IT服务与客户核心业务结合越紧密，创造价值越大，获得的利润越多。据赛迪顾问预测，中国IT产业中软件与服务所占份额将不断提高，预计到2011年将上升到49.8%，软件与服务市场潜力巨大。

风险关注

从中国软件行业近期发展看来，公司所处软件销售行业主要面临以下风险：① 软件产品生命周期短，更新换代频繁对软件销售企业的物流配送体系要求较高。② 软件市场竞争激烈，整体价格呈现下降趋势，销售企业面对较大的库存风险。③ 中国软件市场盗版依然猖獗，对正版软件销售份额形成挤占。

(2) 公司业务

公司软件业务的经营主体为公司本部和北京连邦软件股份有限公司、江苏综创数码科技有限公司、江苏综艺连邦软件有限公司和北京连邦软件技术有限公司。

公司软件销售业务主要通过取得各类软件销售的总经销权、合作伙伴等方式取得软件销售的来源，通过分销、直销、电子商务等渠道销售软件产品获得收入及利润。

公司代理软件产品资源较为丰富。在系统软件方面公司已成为了微软全球金牌认证合作伙伴，取得了其部分产品的全国一级、二级代理权；杀毒及网络安全方面，公司获得趋势

中小企业防病毒产品总经销，取得该公司旗下产品的全国一级总代理权，同时公司也是赛门铁克金牌合作伙伴，取得了该公司旗下诸如诺顿网络安全特警单机版产品的全国总代理权；此外，公司还取得了瑞星防病毒单机版产品区域总经销权。

游戏软件方面，公司先后代理过《传奇》、《剑侠》、《奇迹》、《大话西游》等网络游戏产品，参与联合运营了《傲世》，参与开发并推出《仙侣奇缘》及《仙侣奇缘 II》等网络游戏，积累了丰富的网络游戏销售推广经验。

表3 公司主要代理软件产品销售情况

	2008年 (万元)	2009年 (万元)	2010年 (万元)
微软软件	19757.51	31387.07	34025.82
应用类软件	16073.29	18729.93	21477.08
单机杀毒软件	12900.62	15212.50	12642.49
网络安全软件	2447.82	3341.81	3288.63
游戏类软件	589.88	669.38	685.13
合计	51769.12	69340.69	72119.15

资料来源：公司提供

在销售模式上，公司分销模式主要通过加盟、连锁等形式吸收下一级代理商，并向其分销产品，目前公司通过分销渠道获得的销售收入约占软件收入的65%左右。近年来，公司根据市场变化对以加盟连锁为主的分销经营模式进行了调整，逐步建立了以区域分公司为核心，立足终端市场，服务于加盟商和终端客户的立体营销体系。公司先后在北京、上海、天津、重庆、广州、沈阳、石家庄、济南、郑州、南京、南通、苏州、杭州、福州、武汉、长沙、西安、成都等城市设立了分公司、办事处和直营店。此外，在软件销售立体营销体系的重要组成部分电子商务领域，公司建立了IT软件服务平台，目前公司8844网站已实现上线运营。

公司立体营销体系的建立，对客户服务的提升，大幅提升了公司整体的品牌效益拓宽了软件销售渠道，2008~2010年间公司各类软件保持了较快增长，销售渠道上，公司分销网络

销售快速增长，直销和电子商务渠道实现了快速增长。2010 年实现软件销售收入 72119.15 万元较 2009 年增长 4.01%。2010 年以来，软件销售及互联网销售行业出现重大变化，特别是 360 公司推出 360 永久免费杀毒软件对单机杀毒市场造成了较大冲击，公司软件销售利润水平出现较大下滑。

表4 公司各渠道销售情况（单位：万元）

	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
分销	42517.97	45203.20	43552.76	7881.19
直销	8008.68	20614.99	24138.28	3793.08
电子商务	1242.46	3522.51	4428.12	1153.19
合计	51769.12	69340.69	72119.15	12827.47

资料来源：公司提供

整体看来，公司软件销售网络规模大，具有较强的品牌优势，随着对客户服务的提升，公司软件销售及服务的吸引力有所增强，强化了公司软件销售的综合竞争优势，但软件行业产品及技术更新周期快对公司经营易造成不利影响。

3. 高新电子制造板块

公司高新电子制造板块主要包括 IC 智能卡制造业务。2008~2010 年 IC 智能卡业务构成了公司该板块下收入的主要来源，此外公司高温超导滤波器和芯片设计制造也逐步步入产业化进程，未来有望逐渐产生效益。

(1) 行业分析

行业现状

IC 卡是集成电路卡的英文简称。它是将专用集成电路芯片镶嵌于塑料基片中，封装成型的塑料卡片。根据芯片镶嵌种类的不同 IC 卡可大致分为储存卡、逻辑卡和 CPU 卡。按照数据传输方式不同，IC 卡可分为接触式 IC 卡、非接触式 IC 卡和双界面卡。从 IC 卡行业的发展趋势看，随着社会经济的发展，对保密性能要求的提高，CPU 卡已成为 IC 卡行业发展的主要卡片类型，也将是未来发展的重点类

型。

表5 主要IC种类及说明

IC 卡分类	说明
储存卡	卡内芯片为可编程只读存储器，用于储存信息，使用简单，价格便宜可替代磁卡，但不具备保密功能
逻辑加密卡	其内置芯片除储存功能外还附带加密逻辑，具有一定保密功能
CPU 卡（智能卡）	其芯片内包含微处理器单元、储存单元、输入输出单元，拥有片内操作系统，储存量大，保密性能高。
接触式 IC 卡	该类卡片通过读卡设备于 IC 卡的触点读写数据
非接触式 IC 卡	通过无线电路与读卡设备接触读写数据，芯片附加了射频收发电路
双界面卡	接触式 IC 卡和非接触式 IC 卡的组合，独立操作，但可共享 CPU 和共享空间

资料来源：联合资信整理

中国 IC 卡行业是伴随着国家金卡工程建设的不断推进而产生的一个新兴行业，发展至今，智能卡行业已迅速成长为国民经济新的增长点之一。目前，IC 卡已在中国通信、公安、税务、社保、金融、旅游、石油石化、建设及公用事业等许多领域得到广泛应用对提高各部门、各行业及地方政府的现代化管理水平，改变人们的生活方式和提高生活质量，推动国民经济和社会信息化进程发挥了重要作用。

伴随着中国经济的快速发展和国家政策的支持，中国近年来总体实现了较快发展。受益于电子信息技术的迅速发展及国内金卡工程的推动，中国 IC 卡出货量保持了较快增长，2004 年~2010 年复合增长率超过了 20%。2008 年，受整体经济增长放缓，第二代身份证发放高峰已过、国内通信业重组等因素影响，IC 卡出货量出现首次负增长，2009 年以来，行业市场增速逐步恢复稳定增长，2010 年中国 IC 卡市场全年销售 IC 卡 21.35 亿张较 2009 年增长 8%。

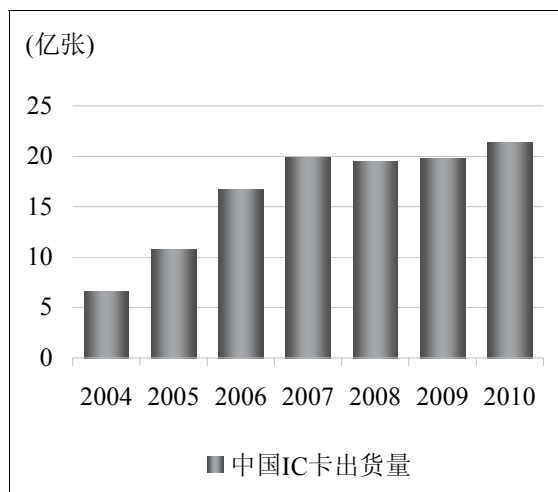
表6 中国IC卡行业主要应用情况

应用行业	应用情况
通信	移动通信卡已成为 IC 卡应用的最大市场
身份证	至 2008 年二代身份证换发工作累积发行 9 亿张
公用事业	税控、公交、水电、燃气等实业
社保	社保卡 2006 年正式立项, 2009 年累积发行 8000 余万张
金融	银行磁条卡向 IC 卡迁移已成趋势, 中国人民银行已决定在全国范围内启动银行芯片迁移工作, 在“十二五”期间全面推行金融 IC 卡应用。

资料来源：联合资信整理

随着 IC 卡市场的快速壮大, 市场进入企业逐步增多, 市场格局已由原来国外金普斯、捷德等少数国外厂商垄断变为国内厂商与国际厂商并存的竞争格局, 市场竞争日趋激烈。出于安全考虑, 中国对 IC 卡生产实行资质认证制度, 在安全、技术等方面的检测十分严格, 对外围企业的进入形成了较高的壁垒, 一定程度上确保了未来行业的有序竞争和健康发展。

图 1 2004 年以来, 中国 IC 卡出货量情况



资料来源：中国信息产业商会智能卡专业委员会

政策环境上, 国家 2008 年 4 月出台的《国家金卡工程全国 IC 卡应用 (2008—2013 年) 发展规划》提出 2008~2013 年间, 中国要形成有利于智能卡应用水平提高和智能卡产业

发展的开放的, 公平、公正的市场竞争格局和与之相适应的 IC 卡行业管理体制, 形成与全面建设小康社会及构建社会主义和谐社会战略目标相适应的 IC 卡应用服务保障能力; 形成一批具有国际竞争力的跨国智能卡企业, 能够提供具有国际先进水平的各类 IC 卡和相关配套产品, 为把中国建设成为世界 IC 卡产业强国奠定坚实基础。从整体政策环境来看, 中国 IC 卡企业面临较好的市场发展环境。

从行业未来发展来看, 在国家相关产业政策的支持下, 智能卡领域将进一步得到深入, 需求将日益增多。通信 IC 卡市场, 是中国 IC 卡应用的最大领域, 近年保持了较快的增长势头, 受中国移动通信市场 3G 和手机支付等新兴业务的拉动, 通信市场 IC 卡需求仍将保持较快增长。金融应用领域中国人民银行 2011 年发布《中国人民银行关于推进金融 IC 卡应用工作的意见》决定在全国范围内正式启动银行卡芯片迁移工作, 在 2011 年 6 月前工、农、中、建、交和招商、储蓄银行开始发行金融 IC 卡, 2013 年前全国性商业银行应全部开始发行金融 IC 卡, 2015 年范围扩大至经济发达地区的商业银行。银行金融 IC 卡的发行将引领中国 IC 卡市场新一轮的快速增长。此外, 在公用事业方面, 城市一卡通的进一步推广和社保卡的进一步推广, 中国 IC 卡的未来市场的整体需求将保持较快增长。

风险关注

近年来, 随着 IC 卡行业的快速发展和产能扩张, IC 卡及上游芯片价格均呈现明显下降趋势, 行业下游客户主要是通信运营商和各级政府客户及银行金融机构, 行业相对下游客户整体议价能力较弱, 限制了行业盈利能力的提升。

(2) 公司业务

公司 IC 智能卡业务的经营主体为深圳毅能达智能卡制造有限公司 (以下简称“毅能达”)。公司主要产品包括各类 IC 卡、电信充值卡等, 产品种类及用途见表。

表7 公司主要产品情况

产品名称	主要用途	主要终端客户
接触式IC卡	校园卡	广州大学城、东北大学
非接触式IC卡	交通卡	广州高速、深圳高速、山西高速
双界面卡	社保卡	南京市民卡、仙桃社保卡、合肥一卡通、抚顺一卡通
刮刮卡	电信刮刮卡	电信充值卡

资料来源：公司提供

近年来公司先后通过了社保 CPU 卡 COS 测试，获得了万事达(MasterCard)国际信用卡组织授权的资质认证。2010 年顺利通过了银联磁条卡生产、银联（接触式/非接触式）IC 卡封装等系列资质认证，使得公司具备了种类齐全的 IC 卡产品生产资质。

公司在深圳、北京设有两大 IC 卡生产基地，共有 IC 卡生产线 17 条、并相应配有模块封装、冲卡机、天线装配机、印刷设备等配套生产设备。截至 2010 年底，公司具有接触式 IC 卡年生产能力为 2 亿张，非接触式 IC 卡年生产能力为 4000 万张，双界面卡年生产能力为 360 万张，电信刮刮卡年生产能力为 2.5 亿张（以上产能是假设单一生产一种卡片的产能）。

表8 公司IC卡产销情况（单位：万张，元/张）

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
接触式 IC 卡	产量	9500.00	13100.00	16812.00	4500.00
	销量	9534.00	13095.00	16583.00	4498.00
	销售均价	0.93	0.72	0.66	0.31
非接触式 IC 卡	产量	1170.00	1358.00	1499.00	465.00
	销量	1106.00	1361.00	1452.00	460.00
	销售均价	2.17	1.78	1.75	1.09
双界面卡	产量	22.00	118.00	219.00	69.00
	销量	20.00	118.00	209.00	69.00
	销售均价	6.50	6.07	5.82	4.07
电信刮刮卡	产量	2200.00	1300.00	1600.00	300.00
	销量	2195.00	1295.00	1455.00	300.00
	销售均价	0.29	0.21	0.22	0.17

资料来源：公司提供

公司智能卡产品主要面对系统集成商为其生产配套 IC 卡片，此外也通过参与招投标项目和业务员市场开拓等方式获得一些 IC 卡

终端客户订单。近年来，公司各类卡片种类产销量保持较快增长，但市场竞争激烈导致公司各类卡片价格总体呈现下降趋势。

公司 IC 卡销售的主要客户包括北京握奇数据系统有限公司、北京华虹集成电路设计有限责任公司和易联众信息指数股份有限公司等系统集成商，客户构成较为稳定。由于毅能达股东之一香港德诚信用咭制造有限公司享受深圳地方对港资企业的优惠政策和通关便利，公司 IC 卡出口产品均经过其销售，对其销售价格按照市场价格制定。

表9 2010年公司IC卡销售主要客户情况（单位：万元，%）

销售客户名称	2010 年	
	金额	占比
北京握奇	4459.76	34.16%
香港德诚	2297	17.59%
南京市劳动和社会保障局有限公司	1727	13.23%
哈尔滨新华科电子有限公司	520	3.98%
易联众信息技术股份有限公司	430	3.29%
合计	9433.76	72.25%

资料来源：公司提供

公司 IC 卡制造的成本主要由原材料、直接人工和制造费用构成，其中原材料成本占到总成本的 85%左右。

表10 近年公司IC卡制造成本构成（单位：万元，%）

	2008 年		2009 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	9447.73	88%	9123.08	87%	12275.00	87%
直接人工	695.21	6%	780.96	7%	1021.00	7%
制造费用	611.11	6%	622.65	6%	803.00	6%
合计	10754.05	100%	10526.69	100%	14099.00	100%

资料来源：公司提供

公司 IC 卡的原材料主要为 PVC 材料和各类 IC 卡芯片，其中各类芯片的采购构成了公司原材料采购成本的主要部分。

表11 近年公司IC业务采购情况

原材料	项目	2008年	2009年	2010年	11年1-3月
PVC	年采购均价（万元/吨）	1.34	1.35	1.57	1.74
	年采购量（吨）	342	270	745.30	71.87
接触式 IC 卡芯片 BL7442	年采购均价（元/个）	0.85	0.75	0.57	0.55
	年采购量（万个）	125.62	46.68	102.10	20.29
非接触式 IC 卡芯片 M1	年采购均价（元/个）	2.65	2.24	1.70	1.67
	年采购量（万个）	570	581	553.54	75.76

资料来源：公司提供

注：公司芯片采购种类繁多以上为代表性芯片采购情况

PVC 材料属大宗商品，公司 PVC 材料主要从多家较为稳定的供应商处获得，并按市场价格结算。公司芯片采购分为自购和客户提供方式，由于公司 IC 卡产品系列多，所需芯片各异，因此公司施行以销定产的采购政策，针对客户需求采购。公司自主采购商品主要为非接触式 IC 卡生产所需芯片，客户提供芯片主要为接触式 IC 卡和非接触式 IC 卡芯片。随着 IC 卡行业的不断发展成熟，IC 卡芯片市场价格呈现下降趋势，公司芯片采购价近年有所下降。

整体看来，公司 IC 卡业务具有一定生产规模，生产资质齐全，下游客户主要由系统集成商构成具有较为稳定的客户基础，公司新获金融 IC 卡生成资质，当前面对金融机构 IC 卡迁移带来的市场机遇，公司 IC 卡业务有望实现快速增长。

（3）其他业务

除 IC 智能卡制造外，公司在高温超导和芯片制造等领域具备较强的科研实力和技术水平，多个产品正处于产业化进程之中。芯片制造和高温超导的产业化推进有望成为公司新的收入和利润增长点。

表12 公司高新电子制造下其他业务概览

子公司名称	主要产品	主要竞争优势	2010 年营业收入
北京神州龙芯集成电路设计有限公司	龙芯 CPU	拥有中国唯一高端通用 CPU 自主知识产权	195.02 万元
综艺超导科技有限公司	高温超导滤波器	国内唯一集高温超导技术研发、生产于一体的高新技术企业、具备技术垄断性	124 万元

资料来源：公司提供

公司参股的北京神州龙芯集成电路设计有限公司拥有中国唯一高端通用 CPU—龙芯系列 CPU 的自主知识产权，具有较强的技术垄断优势，目前龙芯 CPU 正处于产业化进程中，CPU 产品已应用于梦龙系电脑中。2009 年 7 月，为构建龙芯产业链 13 家江苏省 IT 企业组建了江苏国产芯片与软件产业联盟，以推进龙芯的产业化。产业化进程中，政府给予了大力支持，2009 年，江苏省政府以政府采购模式采购了 15 万台龙芯电脑，用于中小学信息技术教育，2010 年龙芯电脑终端成为“中国虹计划”首批制定采购产品用于山东省农村信息化应用。总体看来，龙芯的产业化仍处于起步阶段，有赖于政府的进一步支持，公司未来将坚持推进的高科技产业化，突出“龙芯”自主安全、经济好用、节能环保的特性，逐步占领云计算基础上的集成电路产业制高点，以保证国家信息安全和满足客户需求。

公司子公司综艺超导科技有限公司是继美国之后国内唯一能够进行高温超导滤波技术研究、开发以及工程化实施的高新技术企业，为中国超导技术产业化平台。经过多年研发，公司在高温超导领域具备了国内领先的技术优势和产业化能力。其主要产品高温超导滤波器是以超导滤波器、低温低噪声放大器为核心构成的高温超导滤波器系统。公司高温超导滤波系统及技术能够有效降低移动通讯噪声干扰，提高频率利用率及移动通信质量，减少运营商成本，同时公司产品也可应用于军事雷

达等系统大幅降低干扰、提高探测距离以及提高探测微弱信号。从 2005 年 12 月开始，综艺超导已经成功的进行了产品中试，完成了在中国联通 CDMA 运营网络上的规模长时间稳定运行。测试结果显示公司设备的性能优良，指标稳定；手机的平均发射功率下降近一半，通话质量明显提高，具备了大规模应用的条件。总体看来，公司高温超导产品具备技术垄断性，且已具备产业化条件。目前，公司已具备了年产 1500 台高温超导滤波器的能力，未来移动通信行业中 3G 业务和数据业务的快速增长，对通信系统容量、抗射频干扰能力的需求将迅速提高。公司设备具备较好的市场前景。

4. 新能源

公司新能源板块业务主要包括薄膜太阳能电池制造和光伏电站的建设，未来公司将进一步完善光伏产业链向多晶硅电池生产制造领域拓展。

(1) 行业分析

行业现状

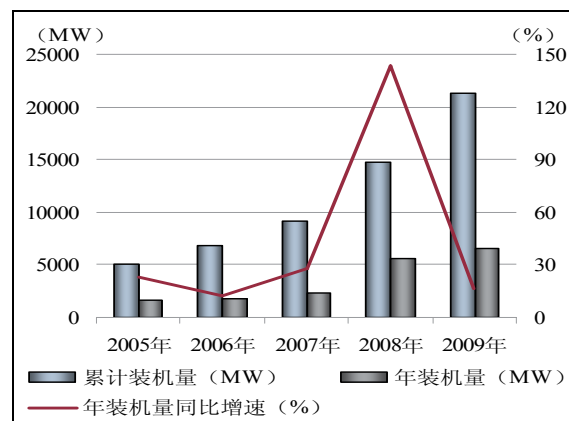
太阳能光伏发电具有安全可靠、无噪音、无污染、制约少、资源广阔等其他常规能源所不具备的优点。太阳能作为替代石化能源的重要可再生能源，被公认为是 21 世纪重要的新能源。

目前基于太阳能的光伏发电技术已应用于并网发电、民用发电、公共设施以及节能建筑一体化等方面。光伏发电的成本相比较传统发电成本而言，成本较高的情况下，完全商业化运作的并网光伏发电上网电价成本高达 3~4 元/千瓦，约为火力发电价格的 11-14 倍，价格上无法与火电竞争。但近年来，在各国上网电价补贴下，全球光伏产业近年经历了快速发展时期。根据欧洲光伏产业协会（EPIA）的统计数据，2001 年~2008 年，全球光伏市场装机量增长了 7 倍，年均复合增长率高达 35%。受金融危机影响，2009 年全球光伏市场新增装机量为 6.6GW，相比 2008 年增长了约 16%，

增速大幅下降。截至 2009 年底，全球光伏累计装机容量达到 21GW。2010 年各光伏主要市场国光伏政策刺激效果显现，EPIA 预计 2010 年世界新增光伏装机容量将达到 14.3~16.5GW 之间，将实现超过 100%的增长率。

全球光伏发电市场主要集中于欧洲国家，其次为日、美、韩等国，合计约占全球 80%左右的市场份额。相对于光伏发电需求而言，光伏发电的电池片及电池组件产能组件主要集中于以中国为首的亚洲地区。中国作为最大的光伏生产国，2009 年其累积光伏装机容量仅约世界总装机容量的 2%左右，这也造成了中国光伏企业主要面向国外市场的市场格局。

图 2 全球光伏市场装机量



资料来源：欧洲光伏产业协会

目前市场中太阳能光电转换电池主要分为两类，一类是晶体硅电池，包括单晶硅（sc-Si）电池、多晶硅（mc-Si）电池两种，截至 2009 年，晶体硅电池约占市场份额的 80%左右；另一类是薄膜电池，主要包括非晶硅（a-Si）薄膜太阳能电池、铜铟镓硒（CIGS）太阳能电池和碲化镉（CdTe）太阳能电池，这类电池市场份额近年呈现较快增长，截至 2009 年约为 20%。

晶体硅太阳能电池一直是主流产品，其中多晶硅太阳能电池自 1998 年开始成为世界光伏市场的主角，但晶体硅太阳能电池对晶体硅纯度要求较高，能耗大。其中多晶硅电池的生产所需的高纯晶体硅的生产主要集中于以

Hemlock 为代表的 7 大厂家之中，其价格受多晶硅产能迅速拉动曾一度高企，于 2008 年达到 450 美元/公斤，随后受金融危机影响和中国产能的迅速扩张，价格出现暴跌至 2010 年 5 月底的 60 美元/公斤左右，目前整体价格趋于稳定维持在较低价位。

表13 各类太阳能电池概况

电池种类	商业光电转化效率	备注
单晶硅电池	16%-22%	需要使用高纯度硅
多晶硅电池	14%-18%	成本相对单晶硅低
非晶硅(a-Si)薄膜	4%-8%	硅材消耗少；但转换率不稳定；有转换率衰退现象
碲化镉(CdTe)薄膜	10%-11%	效率高、成本低；易于大规模生产；但镉有毒，对环境有污染
铜铟镓硒(CIGS)薄膜	7%-12%	转换性能稳定；但制造工艺复杂；铜铟镓为稀有元素，

资料来源：欧洲光伏产业协会

相对于晶体硅太阳能电池技术，非晶硅薄膜太阳能电池虽然在转换效率方面略逊于晶体硅太阳能电池，但其制造成本低廉、能耗小具有较大成本优势，目前已广泛应用于上网电站和离网电站的建设，此外还可经济美观地应用于建筑一体化发电项目。

现阶段光伏发电市场现阶段仍然是一个政策性很强的市场；因此，各国对光伏产业的扶持政策力度决定了光伏产业未来一段时间内发展的方向。目前，从各国扶持光伏产业的补贴政策看，主要可以分两类：一类是投资补贴法，即对安装光伏系统直接进行补贴，如日本；一类是上网电价法，即对光伏发电的上网电价进行设定，设定的价格高于传统的火电、水电等上网电价，如德国、西班牙等国；另外，在美国加利福尼亚两种政策混和执行。

在相关补贴政策支持下，全球范围内光伏发电成本下降迅速，因此各国开始考虑减少补贴以减轻财政负担，同时保证投资者合理的投资回报率。2010年欧洲国家相继出台光伏上网电价下调政策，一定程度上对系统电价产生了压力。但下调后电价仍有较大投资价值，对光

伏发电行业的整体需求影响有限。此外，考虑到美国、日本等国的补贴政策的延续以及中国等太阳能新兴市场政策的积极推动，整体看来，未来行业仍将保持较快的增长速度。

表14 2010年各国太阳能发电补贴政策

国家	政策种类	政策动向
德国	上网电价补贴	2011年1月起所有规格项目上网电价水平下调13%，下调后的上网电价水平为 22-28欧分/千瓦时。
意大利	上网电价补贴	2011年将分3次下调上网电价水平，下调后电价水平29-36、27-35、25-33欧分/千瓦时
捷克	上网电价补贴	2011 年将限制补贴规模，同时在未来三年对现有太阳能电厂征税 26%
法国	上网电价补贴	2010年 9月下调补贴电价 12%；目前到今年一季度暂缓 3kW以上项目审批
美国	联邦补贴+州政府各自政策	联邦政府对风电太阳能投资 30%的现金补贴延长一年至 2011年底；
日本	直接补贴+上网电价补贴	2009年 11月起重启电价收购补贴，同时项目安装实行直接补助。
中国	招标电站+金太阳示范工程	继续采用运营特许招标的方式发展大型光伏电站； 扩大和加快推进金太阳示范工程，对中标设备直接实施补贴。

资料来源：莫尼塔公司

总体看来，光伏行业在经济发展和能源需求日益增长的环境下和各国能源政策的支持下，长期看来具有较好的发展前景。

风险关注

①光伏行业主要依靠各国补贴政策，政策的调整变动将对行业利润水平和整体发展造成较大影响。②晶硅太阳能电池上游原材料价格波动大对生产企业成本控制造成较大影响。

(2) 公司业务

新能源板块是公司近年来重点投资领域，正在形成从光伏电池到光伏发电系统设计、安装、运营的产业链体系，并已于2010年开始产生效益。2010年公司新能源板块实现营业收入4.34亿元。太阳能发电系统设计、施工收入构成了公司新能源板块收入的主要来源。薄膜太

阳能电池生产线初步建成，效益尚未显现，在新能源板块中收入贡献较少。

表15 2010年公司新能源业务构成

新能源项目	2010年	
	金额 (亿元)	占比(%)
薄膜太阳能电池	0.60	13.93
单晶硅电池片	0.85	19.54
太阳能发电设计及施工	2.88	66.53
合计	4.34	100

资料来源：公司提供

薄膜太阳能电池及晶硅太阳能电池

2008年8月公司与韩国周星公司合作设立了江苏综艺光伏有限公司（以下简称“综艺光伏”），公司持股比例为66.70%，主要从事非晶、微晶薄膜太阳能电池的生产销售。综艺光伏第一条26MW薄膜电池生产线已于2009年底建成投产，第二条40MW生产线正在建设中，建成后公司薄膜太阳能产能规模将有较大幅度提升。

公司薄膜太阳能电池产品主要应用于太阳能电站和建筑一体化。公司主导产品ZY-S系列薄膜太阳能电池稳定转化率已超过7%，同等装机功率较晶硅电池可多发15%左右电量，公司正在进一步加紧研发争取近一步增加转化效率。

公司薄膜太阳能电池生产生本主要由原材料和制造费用构成，其中原材料成本约为生产成本的35%左右，公司薄膜太阳能生产所需原料主要为磨边玻璃、EVA胶膜、铝框、接线盒和背板等，公司专设采购部门对原材料采购实行统管。相对晶硅太阳能电池而言，公司薄膜太阳能电池原材料占比小，价格波动较小，且市场供应较为充足。目前公司磨边玻璃、EVA胶膜、铝框、接线盒等原材料主要为国内厂商供应，背板则全部由意大利进口。

表16 2010年公司薄膜太阳能电池原材料采购情况

原材料	项目	2010年
磨边玻璃	年采购均价（元/平方米）	31.00
	年采购量（平方米）	108780.00
EVA胶膜	年采购均价（元/平方米）	20.00
	年采购量（平方米）	123876.00
铝框	年采购均价（元/套）	76.00
	年采购量（套）	93573.00
接线盒	年采购均价（元/套）	23.00
	年采购量（套）	90000.00
背板	年采购均价（欧元/平方米）	7.40
	年采购量（平方米）	185195.20

资料来源：公司提供

目前公司薄膜太阳能电池产品主要面向国际市场销售，客户主要由光伏系统安装商、光伏发电项目开发商、零售商等。2010年5月底，公司薄膜太阳能电池产品已通过TUV认证，为公司拓展欧洲市场奠定了基础。目前公司薄膜太阳能电池主要通过德国EP TECH GMBH公司代理销售，并采用预收30%货款安排生产后发货，收到全额货款后交单提货的结算方式。截至2011年3月底，公司薄膜太阳能电池产能已达到24MW/年，2010年公司生产电池6.75MW，销售薄膜电池6.00MW，每瓦售价在1欧元左右，薄膜太阳能电池销售收入0.61亿元。

2010年，综艺光伏在薄膜生产线兴建过程中，为提高资金使用效率，临时性的经营了单晶硅电池切片加工业务，随公司薄膜生产线的建成投产，公司单晶硅电池业务逐步减少。2010年公司单晶硅电池切片业务收入0.85亿元。公司为进一步延伸光伏发电市场的产业链，已于2010年底设立了南通综艺新材料有限公司，将涉太阳能电池用多晶硅铸锭、硅单晶棒生产；太阳能电池用硅棒切片、销售；太阳能电池支架、机柜生产、销售；自营和代理各类商品及技术的进出口等业务。

太阳能发电系统设计及施工

太阳能发电系统业务的运营主体包括江苏综艺太阳能电力股份有限公司、综艺（开曼）

太阳能电力股份有限公司。公司太阳能电站业务主要面向国际市场从事太阳能电站的设计、安装及运营业务。公司太阳能电站的建设采用与国际公司合作开发共享电站利益分成的运作模式，截至2010年底，公司已分别在捷克、德国、意大利、美国展开了电站开发项目，其中捷克电站项目发电功率2.5MW，取得收入456.5万欧元，实现收益144万欧元；德国电站项目发电功率3.178MW，投资规模794.5万欧元，实现收入905.73欧元，实现收益111万欧元；美国项目电站发电功率6.5MW投资规模2156万美元，截至目前尚未实现收入；意大利项目协议开发功率30MW，投资总规模9300万欧元。2010年公司实现太阳能发电及施工收入2.88亿元，主要来源于欧洲市场，美国项目尚未产生收益。

表17 2010年公司太阳能发电系统设计、施工收入情况

项目名称	2010年
捷克项目	0.43亿元
德国项目	0.80亿元
意大利项目	1.65亿元
合计	2.88亿元

资料来源：公司提供

公司太阳能发电系统施工的电池来源分国内、国外两种，其中德国电站项目电池组片为国外采购，捷克、意大利以及美国项目电池组片由公司参股公司欧贝黎新能源科技股份有限公司提供。

总体看来，公司新能源产业布局逐步形成垂直一体化经营的格局，公司新能源板块产业链优势有望逐步得到体现，随光伏行业的发展快速成长。但欧洲市场电站补贴政策下调可能对公司电站系统设施工业务造成一定不利影响。

5. 风险投资

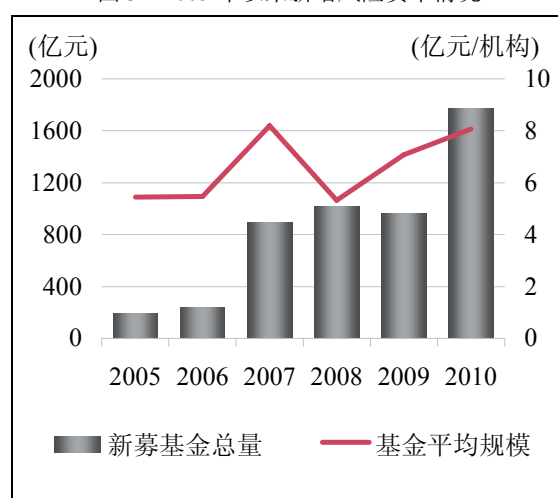
(1) 行业分析

行业现状

风险投资领域主要包括创业投资（VC）和私募股权投资（PE）两大投资形式。创业投

资，是指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。创业投资企业在提高直接融资比重，拓宽中小企业融资渠道，促进自主创新、产业升级和经济结构调整，增加社会就业等方面发挥重要作用。私募股权投资是指通过私募形式，对非上市企业进行的权益性投资，通过上市、并购或管理层回购等方式，出售持股获利。与创业投资相比，私募股权投资主要投向于较成熟的企业。

图3 2005年以来新增风险资本情况



资料来源：中国风险投资研究院

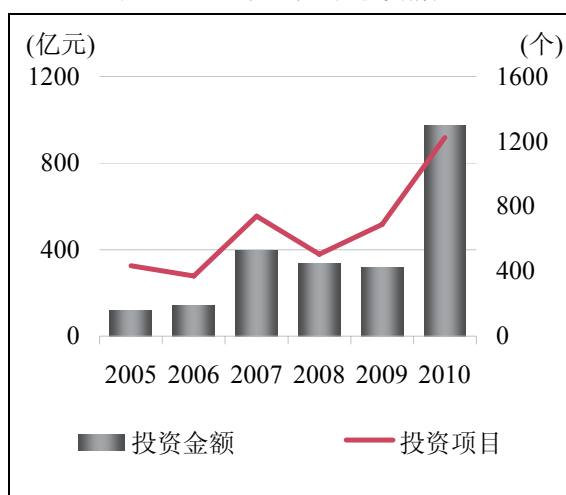
总体看来，2005年以来，中国企业的高成长性和国企改革吸引了大量风险资本流入中国，并带动了中国风险投资较快发展，行业活跃度不断提高。受金融危机影响，2009年风险资本增速有所放缓。2010年以来，全球经济逐步复苏企稳，中国宏观经济保持平稳较快发展，同时经济结构调整和战略性新兴产业布局加速等因素促使风险投资热情高涨，风险资本增速大增长。2010年219只基金完成募集，募集金额达到1768.37亿元，为2009年的1.84倍。

从募集资金构成上看，近年来人民币基金成为市场增长的主要动力，2010年完成募集的人民币资金数量达到194支，占完成募集基金数量的88.58%，合计募集资金规模达到1121.65亿元，占新增资本的63.43%。从资金

来源来看，中国内地的风险资本主要来源于非金融类企业、个人和政府引导基金。海外风险资本主要来源于机构投资者和 FOF（基金中的基金）。

投资方面，受全球经济危机影响，中国风险投资规模 2008 年和 2009 年持续走低，但在国内资本市场逐步成熟、退出渠道逐步放宽以及国家大力发展战略性新兴产业的背景下，中国风险投资行业的投资市场表现极为活跃，2010 年，中国 VC/PE 共投资了 1225 个项目，为 2009 年的 1.78 倍，其中披露投资规模大达到 976.63 亿元较 2009 年大幅增长。

图 4 2005 年以来风险投资情况



资料来源：中国风险投资研究院

投资行业上，近年来传统制造业及 IT 行业，随着 2010 年中国经济转型政策刺激，对消费服务业和医疗保健行业的投资快速增长。风险投资的地域主要集中于经济发展地区，近年来，北京、上海、深圳、江苏广东等地维持了较高的投资比重。

在基金退出方面，近年来，通过上市和原股东回购的方式成为风险资本实现退出的主要途径，管理层收购和其他股东收购占比相对较小，2009 年下半年以来，中国 IPO 市场重启，创业板推出，境外资本市场回暖，上市退出方式爆发式增长，成为了风险机构主要的退出方式，2010 年共有 440 个风险投资项目实现退出，较 2009 年增长 153%。其中上市退出 317

个，股权转让退出项目 112 个。

风险关注

①中国目前虽然已初步建立了风险投资的基本体制，但与国外相比仍有较大差距，中国风险投资行业的健康持续发展仍有待于国家税收政策的扶持和相关法律的完善。②风险投资行业的盈利依赖于投资企业的成长和对退出时机的把握，从国外风险投资经验来看，投资项目大都呈现 1/3 成功、1/3 保本、1/3 失败的概率分布。③中国证券市场波动性较大，且上市进程易受政策影响，对风险投资机构退出可能造成影响。④近年，中国风险投资规模和投资项目数量激增，一定程度上推高了风险投资企业的投资成本，增加了项目运营风险。

(2) 公司业务

公司风险投资板块业务主要通过子公司江苏省高科技产业投资有限公司运作。公司在创业投资领域积累了丰富的行业经验，有一支高素质的专业团队。在所投资的近二十家企业中，已有多家成功发行上市。公司通过对高新技术企业进行股权投资，并为其提供增值服务，包括完善公司治理结构、整合资源、财务咨询，以及为企业开拓项目来源，辅助企业发行上市等，促进企业快速发展。

项目投资方面，公司投资重点集中于重大高新技术产业化项目、优势企业高新技术化项目、快速成长的科技型中小企业、拟上市（包括境内外）的企业。公司投资行业侧重于现代医药和生物工程、精细化工、新材料新技术、农业产业化、光机电一体化、电子信息、环保及资源综合利用等行业；地域上，公司风投业务主要立足于江苏省内，辐射上海、浙江、山东、安徽等地。投资标准上，公司投资项目主要侧重于拥有自主知识产权的拥有较高自主知识产权的项目。所投项目需经省、部级科技成果鉴定为国内领先的技术或工艺，或相当于 90 年代国际先进水平的技术或工艺；或为近年内列入省级或国家火炬计划的项目；或近年内获得国家专利局授权的发明专利或实用新型

专利技术。此外，公司还对投资项目的投产可行性、经济财务指标、经济效益预测和市场占有率和市场策略等方面对投资标的综合考量。投资风险控制方面，公司投资决策委员会，根据宏观经济状况、政策趋势和公司项目经理提交的项目尽职调查报告，做出项目的投资决定，并通过风险控制委员会在项目投资前及过程中实施风险管控。

投资退出方面，公司投资退出途径实现了多样化，包括企业境内上市、境外上市、国内企业收购和管理层回购；公司投资项目运作周期基本为 3-5 年，近年来取得了极高的投资回报。

2008~2010 年公司创业投资板块分别实现投资收益 5702.83 万元、5864.08 万元和 46501.44 万元。

表18 近年公司创投业务项目概况

投资对象	投资时间	投资成本(万元)	2009 年底持股数(万股)	2009 年底年投资占公司股本比例(%)	2010 年持股数(万股)	2010 年投资占公司股本比例(%)	所处投资阶段
长安责任保险股份有限公司	2010.9	11000	0	0	10000	11.76	成长期
新沂中凯农用化工有限公司	2010.8	1400	0	0		16.47	成长期
南通汉瑞实业有限公司	2010.8	1000	0	0		19.63	成长期
江苏汇鸿国际集团土产进出口股份有限公司	2009.12	950	500	5	500	5	成长期
山东宏艺科技有限公司	2009.7	449.8	130	3.94	130	3.94	成长期
江苏嘉隆化工有限公司	2009.3	1500	450.47	13.73	450.47	13.73	成长期
南京乌江化工有限公司	2008.8	1000	892.86	25.02	892.86	25.02	成长期
日照汇丰电子有限公司	2008.4	848.28	482.8	17.75	482.8	17.75	成长期
江苏五彩精细化工股份有限公司	2007.10	616.56	450	11.25	450	11.25	成长期
江苏精科互感器有限公司	2007.9	800	492	12.3	492	12.3	成长期
南京红宝丽股份有限公司	2006.7	450	420	2.67	365.44	1.45	已上市
江苏常铝铝业股份有限公司	2003.9	520.2	64.52	0.38	0	0	已上市 已转让
安徽华星化工股份有限公司	2002.12	234	0				已上市 已转让
江苏康缘药业股份有限公司	2000.11	339.36	0				已上市 已转让
江苏联环药业股份有限公司	2000.4	350	0				已上市 已转让
江苏南大苏富特软件产业股份有限公司	1999.12	400	0				已上市 已转让
江苏万邦生化医药股份有限公司	2001.7	370.23	0				已转让
江苏合义化工新材料有限公司	2001.12	400	0				已转让
江苏双合化工股份有限公司	2001.8	200	0				已转让
江苏春辉科技实业有限公司	2000.12	100	0				已转让
江苏洋河酒厂股份有限公司	2002.12	300	885.07	1.97	718.00	1.60	已上市
盐城市华业医药化工有限公司	2006.3	400	400	8.9	400	8.9	成长期
江苏河海纳米科技股份有限公司	2000.10	50	50	1.87	50	1.87	成长期

资料来源：公司提供

公司创投业务处于经济发达江苏省内，其子公司股东包括江苏省发展与改革委员会、江苏省农村产业指导中心等，其潜在项目来源较多，在政府支持下，公司在项目获得方面具备一定优势。从项目储备上看，公司有多个项目公司正处于成长期，随着中国创业版的推出，

公司创投项目退出渠道拓宽，有利于公司未来业务的发。此外，中国允许上市公司创业板分拆上市，公司旗下诸多子公司，如北京连邦软件技术有限公司和北京神州龙芯集成电路设计有限公司等等一系列具备成长性的科技中小企业有望通过分拆上市实现融资。但公司所

投资项目主要集中于高新技术领域和江苏地区，造成公司风险投资业务面临一定投资集中化风险，此外近年行业内投资规模的数量的膨胀加大了公司业务的运营风险。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块主要包括纺织服装；房屋租赁、餐饮；医药；进出口贸易等。2008~2010 年公司其他业务板营业收入呈逐年下降趋势，在公司业务板块收入构成中的占比逐年减少。此外，公司 2010 年将其本部减持洋河股份流通股权获得的 8.20 亿元记入实业投资收入。

公司纺织服装业务包括南通大兴绣品有限公司、南通综艺时装有限公司等四家企业，2008 和 2009 年公司纺织服装业务分别实现营业收入 8826 万元和 6166 万元，受出口下滑影响 2009~2010 年公司服装业务出现较大幅度下滑，两年间公司分别实现营业收入 6166 万元和 4461.90 万元。

公司房屋租赁板块的经营主体包括江苏市京苏渔工商有限公司和南通天辰文化发展有限公司，主要从事高档办公楼租赁等业务，收入相对稳定，2010 年公司房屋租赁及餐饮业务实现营业收入 3815.16 万元。

公司医药板块 2009 年实现营业收入 2711 万元，较 2008 年有较快增长，其子公司南通三越中药饮片公司主要产品炮甲、虫草、姜半夏等主要产品产销量保持较快增长。2010 年实现营业收入 3888 万元。

公司进出口贸易经营主体为南通综艺进出口公司，受外需波动影响，公司 2009 年进出口贸易收入大幅减少至 1604 万元，较 2008 年减少 28.20%，2010 年以来逐步转好，2010 年实现营业收入 5106 万元。2011 年 1~3 月实现营业收入 1007 万元。

整体看来，公司其他业务分布较为广泛，对公司整体收入形成了有力补充。

7. 经营效率

2008~2010 年，公司销售债权和存货周转次数持续提升，2010 年分别为 7.52 次和 4.71 次；总资产周转次数随公司资产规模快速上涨有所下降，2010 年为 0.24 次，现阶段公司总体资产周转效率不高。

8. 未来规划

根据公司发展规划，公司未来将坚持执行公司既定发展战略致力于打造以信息科技产业为主线的高科技产业链，完成以新能源为龙头、信息技术产业和股权投资为两翼的产业布局，形成一系列在国内外市场中具有核心竞争力的骨干企业，成为名副其实的现代高新技术产业投资集团。未来，公司将继续坚持“一体两翼”的产业路线，在新能源领域方面，在已成立的境外相关企业基础上，进一步拓展海外市场，从事太阳能光伏系统集成，提供各项光伏系统的增值服务，逐步形成从太阳能电池的生产，到光伏系统包括建筑一体化应用的投资、设计、施工、运营一条龙的体系，成为优秀的光伏工程应用一体化方案提供商。信息产业，公司将以合适的运营模式和正确的市场定位获得更大的发展空间。公司未来投资项目主要包括 40MW 薄膜生产线的建设；海外电站项目的建设；太阳能电池切片、多晶硅铸锭、单晶硅棒等项目。公司在建项目的完工有利于公司完成产业链的完善和经营规模的扩大。

表19 公司在建项目及投资规划

项目名称	总投资	截至 2011 年 3 月末已完成投资	完工程度	建设年限
40MW 的薄膜太阳能电池生产线	1.698 亿美元	1.6 亿美元	94%	2009-2011 年三季度
意大利电站项目	9300 万欧元	3924 万欧元	42%	2010-2011 年
太阳能电池用硅晶棒切片、太阳能电池支架、多晶硅铸锭、硅单晶棒项目	12 亿元	2.31 亿元	18%	2011-2012 年一季度
美国新泽西电站项目	8000 万美元	0	0%	2011.6-2011 年底

资料来源：公司提供

总体看来，公司产业化转型布局正在形成，公司所从事的多个行业受国家政策支持力度较大，有利于公司未来经营发展。软件销售板块公司销售网络及品牌效益优势显著，新能源产业链效果将逐步显现，公司具备较好的发展前景。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年度会计报表已经南通恒信联合会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

公司 2008~2010 年报表均按照《企业会计准则》编制，公司 2011 年 1~3 月财务报表未经审计。

从合并范围上看，2010 年公司合并范围子公司增加南通综艺新材料有限公司、阿尔法春天有限公司两家企业。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 157.25 亿元，所有者权益 105.81 亿元，其中少数股东权益 19.66 亿元；2010 年公司实现营业收入 22.96 亿元，利润总额 13.76 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司（合并）资产总额 167.99 亿元，所有者权益 119.97 亿元，其中少数股东权益 33.94 亿元；2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.09 亿元，利润总额 0.59 亿元。

2. 资产质量

2008~2010 年，公司资产规模大幅增长，年均复合增速为 217.03%。资产构成上，公司可供出售金融资产的快速增长，带动公司非流动资产占比快速上升。截至 2010 年底公司资产总额 157.25 亿元。资产构成中流动资产和非流动资产分别占 19.52%和 80.48%。

（1）流动资产

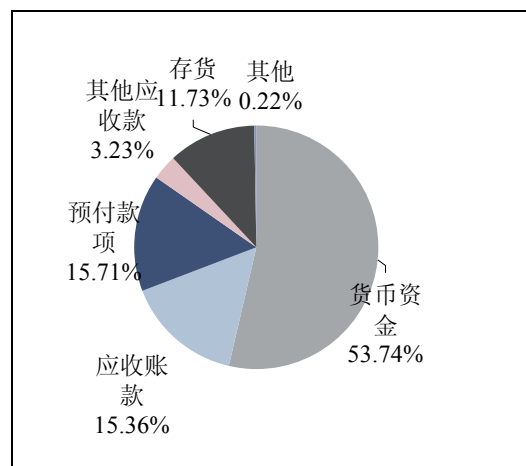
2008~2010 年，公司流动资产年均复合增长 83.77%。流动资产构成上，货币资金占比大

幅上涨，其他应收款占比显著下降。截至 2010 年底，公司流动资产 30.69 亿元，主要由货币资金、应收账款和预付款项构成。

2008~2010 年，公司货币资金波动中年均增长 164.73%。截至 2010 年底，公司货币资金为 16.50 亿元，主要由银行存款构成。其中受限制的货币资金为 1.60 亿元。

2008~2010 年，公司应收账款年均增长 104.40%。截至 2010 年底，公司应收账款账面余额 4.80 亿元。从账龄结构看，1 年以内占 97.28%，1~2 年占 1.57%，公司应收账款账龄较短；从集中度来看，前 5 名单位欠款金额合计占应收账款总额的 44.54%，公司应收账款较集中。截至 2010 年底，公司已计提应收账款坏账准备 860.10 万元。

图 5 2010 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司预付款项年均复合增长 122.41%。截至 2010 年底，公司预付款项账面余额 4.82 亿元。主要由 1 年以内预付款项构成（占 99.73%）。

2008~2010 年，公司其他应收款波动中大幅减少。截至 2010 年底，公司其他应收款账 0.99 亿元，主要为与其他企业往来款。

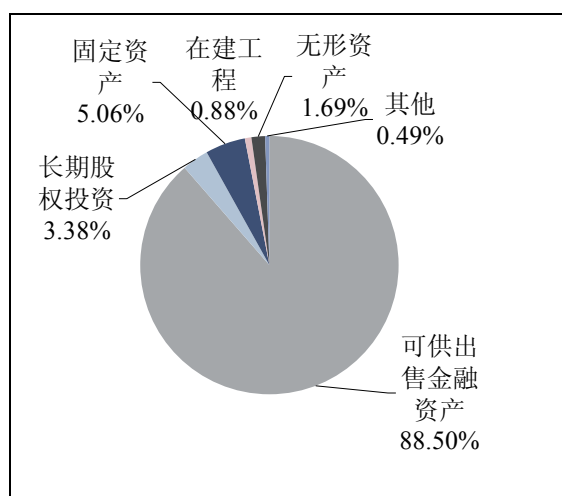
2008~2010 年，受经营规模持续扩大，公司存货净额年均复合增长 32.97%。截至 2010 年底，公司存货账面余额 3.78 亿元，其中原材料占 18.16%，在产品占 35.52%，库存商品占

23.43%，发出商品占 10.77%，开发商品占 9.09%。截至 2010 年底，公司计提存货跌价准备 0.18 亿元。

(2) 非流动资产

2008~2010 年，公司非流动资产年均复合增长 339.34%，主要来自可供出售金融资产和固定资产的增长。截至 2010 年底，公司非流动资产合计 126.56 亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产和长期股权投资构成。

图 6 2010 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司提供

2008 年~2010 年公司可供出售金融资产大幅增长。2009 年，江苏洋河酒厂股份有限公司上市，公司将其对洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）的投资由长期投资转入可供出售金融资产并按评估价值核算，由此，公司可供出售金融资产大幅增加 10.16 亿元。由于 2009 年公司按照评估价值对可供出售金融资产核算，核算价值大幅低于其市场价值。2010 年公司所持洋河股份股权限售解除，公司按照市场价值对期进行计量，公司可供出售金融资产规模相应迅速增长。

截至 2010 年底，公司长期股权投资为 4.27 亿元，主要为公司对南通兆日微电子有限公司、北京神州龙芯集成电路设计有限公司和欧贝黎新能源科技股份有限公司的投资；以及江苏省高科技产业投资有限公司开展风险投资

业务的投资。

表 20 公司主要可供出售金融资产概况

公司名称	2010 年 12 月 31 日			2011 年 3 月 31 日		
	持有股数(万)	收盘价(元/股)	总市值(亿元)	持有股数(万)	收盘价(元/股)	总市值(亿元)
洋河股份	4841.80	224.00	108.46	4841.80	208.60	101.00
红宝丽	365.44	15.09	0.55	365.44	15.96	0.58
精华制药	1650.00	37.80	6.24	1650.00	26.70	4.41
合计			115.24			105.99

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司固定资产原值 8.21 亿元，其中房屋建筑物占 41.40%，机械设备占 52.31%。2010 年底，公司累计对固定资产计提折旧为 1.80 亿元。

2008~2010 年，公司无形资产年复合增长 63.12%。截至 2010 年底无形资产原值 1.21 亿元，主要是土地使用权、高温超导滤波器专利等，2010 年公司累积摊销 0.25 亿元。

2008~2010 年，公司在建工程年均增长 127.64 亿元，截至 2010 年底为 1.11 亿元，主要为薄膜太阳能二线工程。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额为 167.99 亿元，较 2010 年底增加 10.74 亿元。资产构成上，流动资产占比小幅上升。

总体看，近年来，随着公司所持上市公司股票市值的上涨，带动公司资产总额快巨幅增长，但公司所持上市公司股权随股票市场波动将对公司资产及资产结构的稳定性造成较大影响。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益大幅增长，年均增长 227.64%，主要为公司可供出售金融资产增值所带动的资本公积增长。截至 2010 年底，公司所有者权益合计为 157.25 亿元，其中归属于母公司的权益为 86.15 亿元，主要由资本公积（占比 85.74%）和未分配利润

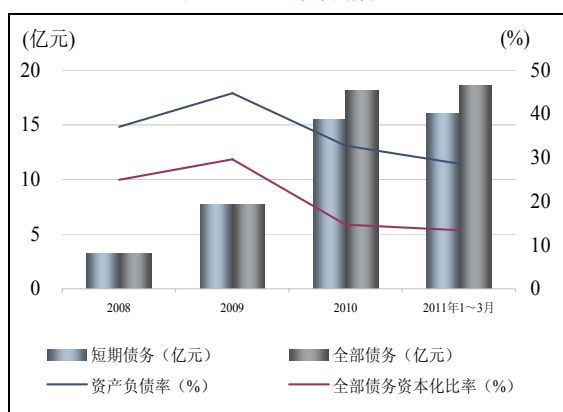
(占比 13.30%) 构成。2011 年 1~3 月公司所有者权益为 119.97 亿元, 较 2010 年底增加主 14.17 亿元, 主要来自少数股东权益的增长。

由于公司所持上市公司股权公允价值波动性较大, 导致公司资本公积较为波动, 由此对公司所有者权益整体稳定性影响较大, 公司所有者权益稳定性较差。

(2) 负债

2008~2010 年, 公司负债总额年复合增长 198.09%。截至 2010 年底, 公司负债合计 51.45 亿元, 其中流动负债占 40.15%, 非流动负债 59.85%。

图 7 公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2008~2010 年, 公司流动负债年复合增长 91.30%。截至 2010 年底, 公司流动负债 20.66 亿元, 主要以短期借款 (占 75.25%)、应付账款 (占 9.45%) 和其他应付款 (占 8.12%) 为主。

截至 2010 年底, 公司非流动负债合计 30.79 亿元, 主要由资产升所致的递延所得税负债 (占比 90.92%) 构成。

2008~2010 年, 公司债务规模增长迅速, 年复合增长 54.13%。截至 2009 年底, 债务总额为 18.20 亿元, 短期债务占 85.44%, 公司债务结构有待改善。

2008~2010 年, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和有所波动, 2010 年底分别为 32.72% 和 14.67%。公司债务负担尚可。

截至 2011 年 3 月底, 公司负债合计 48.02

亿元, 负债规模及构成较 2010 年底基本维持稳定。公司资产负债率和全部债务资本化比率有所下降, 截至 2011 年 3 月底分别为 28.58% 和 13.40%。

总体看, 公司所有者权益维持稳步增长态势; 目前, 公司债务负担较重, 未来计划投资规模较大, 债务负担将进一步加重压力。

4. 盈利能力

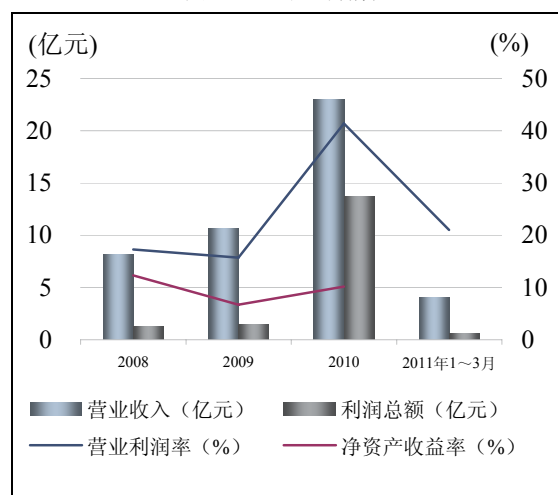
2008~2010 年, 公司营业收入和营业成本分别年均复合增长 22.96% 和 13.25%, 营业收入增长速度高于营业成本增速。2010 年, 公司营业收入和营业成本分别为 22.96 亿元和 13.35 亿元。受公司实业投资业务 (2010 年公司减持洋河股份流通股取得 8.2 亿元收入计入实业投资) 带动公司收入规模同比大幅增长, 利润水平显著提升。2010 年公司营业利润率为 41.42%, 较 2009 年大幅增长。

2008~2010 年, 公司三项期间费用合计年复合增长 47.23%。2010 年为 2.13 亿元, 主要为公司管理费用和财务费用快速上涨所致。

2008~2010 年, 公司投资收益快速增长, 2010 年, 公司获得投资收益 6.56 亿元, 同比增加 5.74 亿元, 主要为处置可供出售金融资产和长期股权投资取得的投资收益。

2010 年, 公司实现营业外收入为 0.56 亿元, 主要为公司项目所获的政府补助。

图 8 公司盈利情况



资料来源：公司提供

2008~2010 年, 公司利润总额大幅增长, 2010 年为 13.76 亿元。

近三年公司, 公司总资本收益率和净资产收益率波动中有所增长 2010 年分别为 9.27% 和 10.16%。

2011 年 1~3 月, 公司实现营业收入 4.09 亿元, 实现利润总额 0.59 亿元, 营业利润率下降至 28.88%。总体看来, 公司盈利能力较好, 但实业投资业务波动性强, 可能对公司收入及利润水平造成一定影响。

5. 现金流

2008~2010 年, 随着销售规模的扩大, 公司销售商品、提供劳务收到的现金年复合增长 42.83%, 从而带动经营现金活动流入量增长 42.83%。2010 年公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量分别为 21.78 亿元和 22.72 亿元。三年间, 公司现金收入比分别为 128.72%、111.94%和 94.87%, 公司收入质量有所下降。

2008~2010 年, 公司购买商品、接受劳务支付的现金年均增长 25.78%, 同时其他经营活动现金流出和支付的各项税费现金流出大幅增长。

2008~2010 年公司经营现金净流量规模波动中大幅增长, 2010 年底为 2.52 亿元。

2008~2010 年, 公司投资活动现金流入额分别为 0.92 亿元、1.07 亿元和 6.04 亿元, 主要为收回投资及取得投资收益收到的现金流入。投资活动现金流出分别 2.21 亿元、4.03 亿元和 10.01 亿元。公司太阳能业务的发展公司投资活动支出大幅增长, 公司投资活动现金净流量三年间为别为-1.29 亿元、-2.97 亿元和 -3.97 亿元规模持续扩大。

2008~2010 年, 公司筹资活动现金流出波动中有所增长, 公司新能源板建设投入规模较大, 公司融资需求近年有所增强, 2010 年公司筹资活动现金流入量大幅增加至 24.85 亿元, 其中主要为公司取得借款收到的现金。

2011 年 1~3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.19 亿元、-3.34 亿元和-12.35 亿元。总体看公司外部融资需求进一步增长

总体上, 公司经营活动获现能力有所弱化; 未来公司计划投资规模较大, 存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 近年公司短期负债随公司新能源项目的建设大幅增长, 导致流动比率和速动比率整体 较为波动, 2010 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 148.59%和 131.16%; 2011 年 3 月底, 流动比率和速动比率分别上升至 217.57%和 195.45%。近三年, 公司经营现金流动负债比大幅提升, 2010 年公司经营现金流动负债比为 12.23%。目前公司流动资产主要由货币资金构成, 公司持有多家上市无限制流通股, 对公司流动性产生良好支持, 公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看, 2008~2010 年, 公司 EBITDA 分别为 1.83 亿元、1.91 亿元和 15 亿元。全部债务/EBITDA 由 2008 年的 1.39 倍下降至 2010 年的 1.21 倍。总体看, 公司对全部债务的保护程度有所增强, 但考虑到公司利润规模可能存在的波动性, 公司长期偿债能力尚可。

截至 2011 年 3 月底, 公司对外担保合计 4700 万元, 对外担保金额较小, 发生代偿对公司整体财务情况影响较小。

截至 2011 年 3 月底, 公司本部获得中国工商银行、中国银行和中国建设银行金融机构授信额度总额为 49.76 亿元, 其中未使用额度 31.75 亿元, 公司间接融资渠道畅通。此外, 公司子公司综艺股份为 A 股上市公司, 为公司提供了良好的直接融资渠道。

七、本期中期票据偿债能力分析

公司本期中期票据发行额度为 7 亿元，占 2011 年 3 月底全部债务的 37.71%。本期中期票据的发行，对公司债务规模将有较大增长，债务结构将有所优化。截至 2011 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 28.58% 和 13.40%，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升为 31.44% 和 17.56%，公司债务负担有所加重；公司未来投资规模较大，预计债务负担会有所上升。

2010 年经营活动产生的现金流入量为本期中票发行额度的 3.25 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好；2010 年公司 EBITDA 是本期中期票据发行额度的 2.14 倍，三年均值为 1.21 倍。总体看来，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保护程度较好。

八、债权保护条款分析

根据公司与兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）签署的《南通综艺投资有限公司 2011 年度第一期中期票据权利质押合同》（以下简称《权利质押合同》），公司拟以其持有的不低于 5500 万股综艺股份股票为本期中期票据提供质押担保，具体数量以公司在中国证券登记结算有限公司上海分公司实际办理质押登记数量为准。并承诺①无论是按照相关要求办理质押登记日前 60 个交易日，还是本期中期票据存续期间 T-10 日（T 日：每年付息日或兑付日）前 20 个交易日，如综艺股份股票收盘均价计算的市值低于本期中期票据未偿付本金和当期利息之和的 1.5 倍，将按要求及时足额追加综艺股份股票或现金，以保证持续满足质押资产价值覆盖本期中期票据未偿付本金和当期利息之和 1.5 倍的要求。②在本期中期票据存续期间，当出现质押股票

持续 5 个交易日收盘价计算的市值低于 M 值（M 值：本期中期票据未偿付本金和当期利息之和）的 1.2 倍，公司将追综艺股份股票或现金，使质押资产市值总额达到本期中期票据未偿付本金和利息值的 1.5 倍及以上。若公司偿债困难，则处置质押资产以清偿债务。

根据公司与兴业银行签署的《南通综艺投资有限公司 2011 年度第一期中期票据债权代理协议》（以下简称《债权代理协议》）以及《南通综艺投资有限公司 2011 年度第一期中期票据偿债账户及质押资产监管协议》（以下简称《偿债账户及质押资产监管协议》），兴业银行作为“南通综艺投资有限公司 2011 年第一期中期票据”全体债券持有人的代理人处理本期中期票据的相关事务，维护债券持有人的利益，代全体债券持有人接受并监管公司为本期中期票据发行提供的质押资产。

（一）公司提供的质押资产

本期中期票据以公司持有的综艺股份股权作为质押资产对本期中期票据还本付息提供质押担保。如公司出现偿债困难，则处置质押资产以清偿债务。

公司拟以不低于 5500 万股综艺股份股票（包括但不限于股息、红利、配股、送股等）为本期中票提供质押担保，质押资产的具体数量以公司在实际办理质押登记数量 A 为准，以《权利质押合同》签订日前 60 个交易日股票收盘均价 B 为基准价计算，所质押股票市值 $A \times B$ 不低于 M（M 值：本期中期票据未偿付本金和当期利息之和）的 1.5 倍，即满足 $A \times B \geq 1.5M$ 。质押担保的范围包括本期中期票据本金及当期利息、罚息、违约金、赔偿金、质物保管费用、实现质权的费用和所有其他甲方应当向乙方支付的费用。截止本期中期票据发行前，综艺股份总股本为 66660 万股。

如按照相关要求办理质押登记日前 60 个交易日综艺股份股票收盘均价显著低于 20.28 元，甲方将继续追加综艺股份股票，直至满足质押资产价值覆盖本期中期票据未偿付本金

和当期利息之和的1.5倍；如甲方可供质押综艺股份股票市值无法覆盖本期中期票据本金和当期利息之和的1.5倍，甲方将追加现金，直至满足质押资产价值覆盖本期中期票据未偿付本金和当期利息之和的1.5倍要求。

如按照相关要求办理质押登记日前 60 个交易日综艺股份收盘均价显著高于 21.28 元，甲方可调整质押股票数量，但仍保证满足质押的综艺股份股票市值不低于本期中期票据未偿付本金和当期利息之和的 1.5 倍，质押股票数量以甲方在中国证券登记结算有限公司上海分公司实际办理质押登记数量为准。

（二）股权质押操作方案

1. 聘请债权代理人 and 监管银行

公司聘请兴业银行（以下简称“兴业银行”）作为本期中期票据的债权代理人，签订《债权代理协议》。兴业银行将代表全体债券持有人在本期中期票据存续期内依照《债权代理协议》约定和相关法律、法规的规定行使权利和履行义务。在公司未按期还本付息时，兴业银行有权召开债券持有人会议或经债券持有人会议授权代理本期中期票据持有人行使债务追偿权。

公司聘请兴业银行作为本期中期票据质押资产的监管人，聘请兴业银行股份有限公司南通分行（简称“兴业银行南通分行”）作为监管银行，与兴业银行南通分行签订《偿债账户及质押资产监管协议》，在兴业银行南通分行设立监管账户，专门用于偿付本期中期票据本息，由兴业银行南通分行对偿债账户及资金进行监管，以切实保障债券投资者到期兑付本息的合法权益。

2. 股权质押方案

公司已与兴业银行签订《权利质押合同》，拟以不低于5500万股综艺股份股票（包括但不限于股息、红利、配股、送股等）为本期中票提供质押担保，质押资产的具体数量以实际办理质押登记数量A为准，依据质押登记日前60个交易日股票收盘均价B为基准价计算，所质

押股票市值 $A*B$ 不低于M（M值：本期中期票据未偿付本金和当期利息之和）的1.5倍，即满足 $A*B \geq 1.5M$ 。质押担保的范围包括本期中期票据本金及当期利息、罚息、违约金、赔偿金、质物保管费用、实现质权的费用和所有其他公司应当向债券持有人支付的费用。

在本期中期票据存续期间，当出现质押股票持续 5 个交易日收盘价计算的市值低于 M 值（M 值：本期中期票据未偿付本金和当期利息之和）的 1.2 倍，债权代理人应向公司发出书面通知要求公司追加担保，公司应当按照债权代理人的要求追加担保，追加质押资产应为现金或综艺股份股票，使质押资产市值总额达到 M 值的 1.5 倍及以上。当甲方未在 5 个工作日内追加担保，经债权代理人督促，公司仍未能履行补救措施，则债权代理人可召集债券持有人会议，通报该等情况，债券持有人会议有权通过决议要求甲方立即提前偿付本息，如启动提前偿付程序后公司未能在 10 个工作日内进行偿付，则债权代理人有权采取任何措施追偿中期票据本息及其他损失。

在本期中期票据每年的付息日或兑付日 T 日（T 日：每年付息日或兑付日），当出现质押股票以 T-10 日前 20 个交易日股票收盘均价计算的市值低于 M 值（M 值：本期中期票据未偿付本金和当期利息之和）的 1.5 倍，则公司在 T-10 至 T-5 日内应追加质押资产，使追加质押资产后，质押资产市值总额达到 M 值的 1.5 倍及以上，追加质押资产应为现金或综艺股份股票。如公司未在 5 个工作日内履行上述追加担保义务，则债券代理人 T-5 日到 T 日通知公司履行追加担保义务；如公司仍未能履行补救措施，则债权代理人可召集债券持有人会议，通报该等情况，债券持有人会议有权通过决议要求公司立即提前偿付本息。如启动提前偿付程序后公司未能在 10 个工作日内进行偿付，则债券代理人有权采取任何措施追偿中期票据本息及其他损失。

在本期中期票据存续期间，在 T+20 交易

日（T 日：每年付息日或兑付日），当出现质押股票以 T+20 日前 20 个交易日股票收盘均价计算的市值和公司追加资产市值总和高于 M 值的 1.5 倍，则公司有权要求解除本期中期票据部分质押资产；但在解除部分质押资产后，用于质押资产市值总和应不低于 M 值的 1.5 倍。

《权利质押合同》签订后，公司负责办理质押股份的备案登记，若追加担保时需要办理质押备案的，则公司应在做出追加担保决议后，到有权主管机关办理质押备案。

《权利质押合同》签订后，由公司和兴业银行共同办理质押登记，公司和兴业银行应根据中国证券登记公司上海分公司相关要求按时办理质押登记，最迟不晚于募集说明书公告前 2 个工作日到中国证券登记结算公司上海分公司办理质押登记手续，质权登记于兴业银行名下，质押证明文件交由兴业银行保管。若追加担保时需要办理质押登记的，则兴业银行应在公司做出追加担保决议后，协助公司于 10 个工作日内到相关机构办理质押登记。

（三）偿债计划及偿债保障措施

1. 偿债计划

公司在充分分析未来财务状况的基础上，对本期中期票据的本息支付做了充分可行的偿债安排，制定了财务安排和人员安排计划。公司在兴业银行南通分行设立偿债账户，聘请兴业银行南通分行对偿债账户和资金进行监管，以切实保障债券投资者到期兑付本息的合法权益。

（1）偿债计划的财务安排

公司将提前准备债券利息和本金，以保证每年的还本付息。偿债资金将来源于公司稳健经营所产生的现金收入，并以公司的日常营运资金为保障。

公司与兴业银行南通分行签订《偿债账户监管协议》，在兴业银行南通分行设立偿债账户，专门用于偿付本期中期票据本息。在本期中期票据存续期前 4 年，公司应在本期中期票

据每年利息支付日 5 个工作日前，将资金划入偿债账户，并使偿债账户资金余额不低于当期应支付利息。在本期中期票据存续期第 5 年，公司应将本年度待偿还利息和待兑付本金按照约定提前划入偿债账户，即：兑付日前第 30 个自然日划入本金的 35%，兑付日前第 5 个自然日划入本金的 65%和当期应支付利息，并使偿债账户资金余额不低于当期应支付利息和应兑付本金之和。在上述规定日期偿债账户资金数额不足以支付本期中期票据当期应付本金和/或利息的，兴业银行南通分行应及时书面通知公司和本期中期票据的债权代理人，并督促公司及时进行补足。若出现偿债账户被查封、销户、冻结及其他情形而不能履约划转现金款项的，兴业银行南通分行应在该情形发生当日即时书面通知公司及本期中期票据的债权代理人，公司应在接到通知后立刻按本期中期票据受托管理人指定的其他账户支付，直至达到偿付本期中期票据全部本息金额为止。

此外，因经济环境变化或其他不可预见因素导致无法依靠自身经营产生的现金流偿付本期中期票据时，公司将通过充分调动自有资金、变现各类资产、银行借款等渠道筹集还本付息资金。

（2）偿债计划的人员安排

在本期中期票据付息日或到期兑付日之前的 20 个工作日内成立偿付工作小组，所有成员将保持相对稳定。自成立起至付息期限或兑付期限结束，偿付工作小组全面负责利息支付、本金兑付及相关事务，并在需要的情况下继续处理付息或兑付期限结束后的有关事宜。偿付工作小组负责制订债券利息及本金偿付办法。

2. 偿债保障措施

公司以其持有的综艺股份不低于 5,500 万股股份为本期中期票据提供质押担保，若发行人违反《权利质押合同》或《偿债账户及质押资产监管协议》规定未按约定偿付本息，债权人兴业银行有权召开债券持有人会议或

经债券持有人会议授权代理全体债券持有人要求行使质权等权利以确保本期中期票据的偿付。股权质押担保为本期中期票据本息偿还提供了有力保障。

3. 违约责任

(1)公司应按募集说明书约定,承担足额、按时偿付本期中期票据本息的义务,若发生全部或部分不能兑付的情况,则启动本期中期票据违约条款;

(2)公司延期兑付的,除进行兑付外,还需按照延期兑付金额以每日万分之三的罚息向债券持有人支付违约金;

(3)如果公司未能按期向债券托管机构指定的资金账户足额划付兑付资金,债券托管机构将在本期中期票据本息兑付日,通过中国债券信息网或上海证券交易所网站及时向债券持有人公告公司的违约事实;

(4)如果公司在本期中期票据本息到期日未能及时兑付,债券持有人有权通过债权代理人向公司提出对延期兑付的赔偿请求,债券持有人可通过债权代理人依法向公司所在地法院提起诉讼。

(四) 债项方案综合评价

公司拟以不低于5500万股综艺股份股权作为质押为本期中期票据提供担保,并承诺①无论是按照相关要求办理质押登记日前60个交易日,还是本期中期票据存续期间T-10日(T日:每年付息日或兑付日)前20个交易日,如综艺股份股票收盘均价计算的市值低于本期中期票据未偿付本金和当期利息之和的1.5倍,将按要求及时足额追加综艺股份股票或现金,以保证持续满足质押资产价值覆盖本期中期票据未偿付本金和当期利息之和1.5倍的要求。②在本期中期票据存续期间,当出现质押股票持续5个交易日收盘价计算的市值低于M值(M值:本期中期票据未偿付本金和当期利息之和)的1.2倍,公司将追加综艺股份股票或现金,使质押资产市值总额达到本期中期票据未偿付本金和利息值的1.5倍及以上。

公司所质押资产对本期中期票据覆盖较好,提高了本期中期票据本息偿付的安全性。但考虑到综艺股份股票价值按照股票收盘均价估算,波动性较大,同时质押股权占总股本比例较高,若集中变现,将对二级市场价格产生较大冲击,进而造成可变现价值降低。联合资信将持续跟踪用于质押担保资产的价值变化及其对本期中期票据保障能力的影响,据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

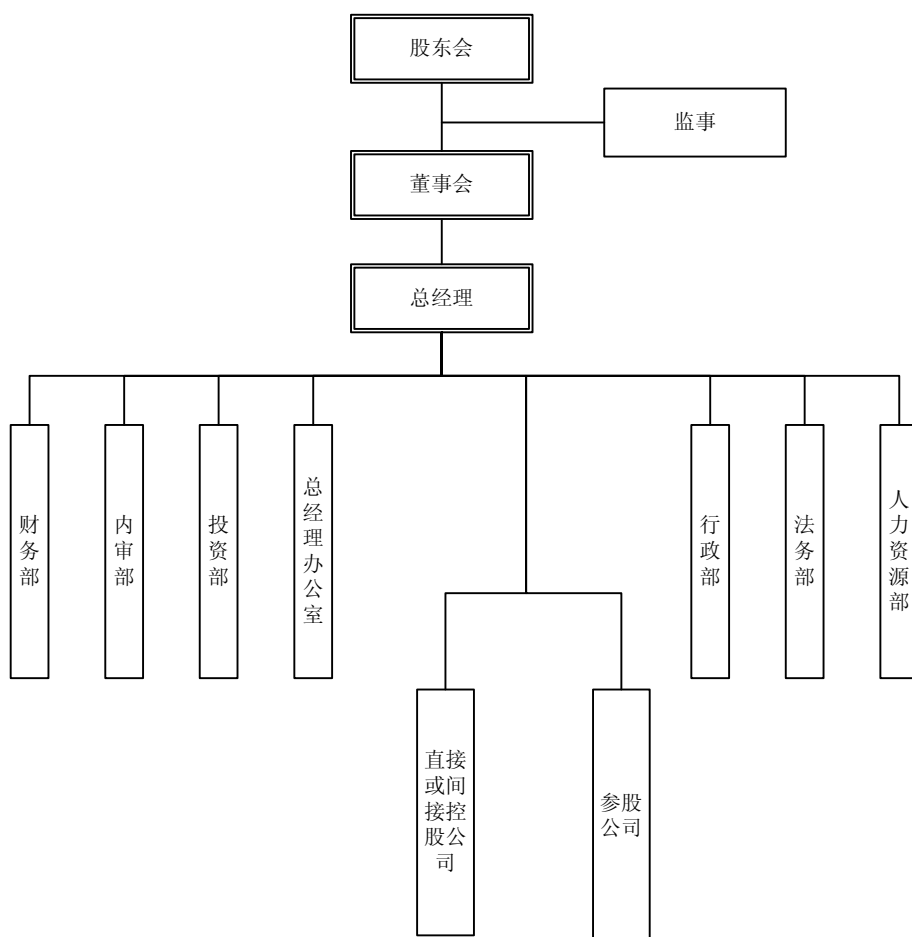
九、综合评价

公司近年积极打造一体两翼的产业格局,在软件销售领域以形成较大的经营规模具有较强的品牌优势市场份额较高,IC卡制造领域形成了一定生产规模。在芯片制造和高温超导产品已进入产业化进程,2010年公司对新能源市场的开拓有望带动公司收入和利润规模的快速增长。公司多元化产业格局有助于分散单一的经营风险。但公司创业投资业务行业风险较大,A股市场波动造成公司所持金融资产价格变动等因素易对公司经营及财务状况造成不利影响。

公司以持有的综艺股份股权对本期中期票据还本付息提供质押担保。该质押资产对本期中期票据本息覆盖倍数较高,提升了本期中期票据本息偿付的安全性。

综合分析,本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 截至 2011 年 3 月底公司主要子公司概况

序号	企业名称	持股比例%	注册资本	业务性质
一级子公司				
1	江苏综艺股份有限公司	35.01	66660 万元	制造业等
2	南通大兴服装绣品有限公司	70	123.09 万元	纺织
3	苏州市京苏渔工商有限公司	100	5076 万元	房屋租赁、餐饮
4	南通综艺时装有限公司	75	51 万美元	服装
5	南通国茂家纺有限公司	75	400 万美元	纺织
6	南通利盈通时装有限公司	75	210 万美元	服装
7	南通三越中药饮片有限公司	52	600 万元	医药
8	南通综艺新材料有限公司	99.5	35000 万元	新能源
9	苏州综艺投资有限公司	51	3060 万元	投资
10	南通综艺科技孵化器有限公司	90	400 万元	投资
11	北京游戏巅峰软件有限责任公司	50	180 万元	软件销售
12	阿尔法春天有限公司	100	5000 万美元	新能源
二、三级子公司				
1	江苏省高科技产业投资有限公司	53.85	10000 万元	创业投资
2	综艺超导科技有限公司	44.21	6800 万元	高新电子制造
3	江苏综艺连邦软件有限公司	100	1000 万元	软件
4	南通综艺进出口有限公司	90	555 万元	贸易
5	北京连邦软件技术有限公司	95	200 万元	软件
6	北京骏毅能达智能科技有限公司	100	1000 万元	高新电子制造
7	深圳市慧毅能达智能卡技术有限公司	81	300 万元	高新电子制造
8	江苏综艺光伏有限公司	66.7	13980 万美元	新能源
9	江苏综艺太阳能电力股份有限公司	52	5000 万元	新能源
10	南通天辰文化发展有限公司	70	4000 万元	房屋租赁、餐饮
11	北京连邦软件股份有限公司	88.75	5517.62 万元	软件销售
12	深圳毅能达智能卡制造有限公司	60	7500 万元	高新电子制造
13	北京天一集成科技有限公司	52.8	4800 万元	高新电子制造
14	江苏综创数码科技有限公司	60	120 万美元	软件
15	综艺(开曼)太阳能电力股份有限公司	100	8000 万美元	新能源

附件 3-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	23539.10	70702.44	164967.88	164.73	223179.41
交易性金融资产			533.49		530.00
应收票据	120.00	135.64	138.87	7.58	
应收账款	11286.92	13610.07	47156.15	104.40	67743.71
预付款项	9749.44	3130.79	48225.55	122.41	55940.77
应收利息					
应收股利					
其他应收款	25829.44	5991.93	9918.84	-38.03	30274.14
存货	20366.70	20643.34	36008.22	32.97	42754.90
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	90891.59	114214.21	306949.01	83.77	420422.92
非流动资产：					
可供出售金融资产	5417.09	111469.33	1120004.23	1337.89	1059082.55
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	16880.54	18451.28	42730.15	59.10	43132.79
投资性房地产	1120.81	1093.08	2494.82	49.19	2478.49
固定资产	24550.43	66330.57	64092.18	61.57	62938.67
在建工程	2147.13	2792.20	11126.58	127.64	66915.32
工程物资	28.00			-100.00	22.44
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	8039.74	10118.93	21391.42	63.12	21167.40
开发支出	1242.61	1832.11	2463.54	40.80	2503.52
商誉	4914.03	4914.03	100.80	-85.68	533.40
合并价差					
长期待摊费用	321.09	519.04	474.00	21.50	
递延所得税资产	679.36	521.11	719.98	2.95	741.01
其他非流动资产	228.99	6.64		-100.00	
非流动资产合计	65569.83	218048.32	1265597.70	339.34	1259515.57
资产总计	156461.41	332262.53	1572546.70	217.03	1679938.49

附件 3-2 公司合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	32738.88	77370.00	155460.82	117.91	160133.86
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	11597.59	23492.38	19526.20	29.76	23785.60
预收款项	1968.55	1520.39	3036.49	24.20	1236.45
应付职工薪酬	589.11	438.87	800.53	16.57	528.54
应交税费	1883.85	1449.03	10396.24	134.92	978.34
应付利息	7.78		103.19	264.12	108.97
应付股利	481.60	954.87	481.60	0.00	481.60
其他应付款	7180.96	11802.05	16774.17	52.84	5979.92
应付分保账款					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	56448.32	117027.59	206579.25	91.30	193233.28
非流动负债：					
长期借款			26500.00		25500.00
应付债券					
长期应付款		760.00	760.00		
专项应付款	357.00	357.00	685.06	38.53	535.06
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	1078.27	29879.34	279929.06	1511.24	256982.53
其他非流动负债	15.48	474.98	15.48		3949.25
非流动负债合计	1450.75	31471.32	307889.61	1356.80	286966.85
负债合计	57899.07	148498.91	514468.86	198.09	480200.13
所有者权益：					
实收资本(或股本)	8273.17	8273.17	8273.17		8273.17
资本公积		72878.67	738635.28		737452.19
减：库存股					
专项储备					
盈余公积					
未分配利润	48268.68	57062.65	114544.73	54.05	114026.50
外币报表折算差额					618.56
归属于母公司权益合计	56541.85	138214.49	861453.18	290.33	860370.42
少数股东权益	42020.49	45549.13	196624.67	116.32	339367.94
所有者权益合计	98562.34	183763.62	1058077.85	227.64	1199738.37
负债和所有者权益总计	156461.41	332262.53	1572546.70	217.03	1679938.49

附件 4 公司合并利润表

(单位：人民币元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、营业收入	81966.39	106291.57	229572.42	67.36	40907.90
减：营业成本	67258.77	88973.29	133477.14	40.87	32129.63
营业税金及附加	532.48	615.95	1004.65	37.36	166.79
销售费用	1553.90	1841.94	2127.50	17.01	466.94
管理费用	6602.32	9500.61	11397.84	31.39	2240.44
财务费用	1674.69	2050.64	7783.38	115.58	1921.48
资产减值损失	539.57	-291.19	6888.31	257.30	162.02
加：公允价值变动收益					
投资收益	8824.29	8204.36	65602.96	172.66	857.97
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	12628.96	11804.69	132496.56	223.91	4678.57
加：营业外收入	1017.99	2578.91	5597.60	134.49	1316.42
减：营业外支出	366.87	85.89	529.59	20.15	51.64
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	13280.07	14297.72	137564.58	221.85	5943.35
减：所得税费用	1156.50	1975.10	30012.21	409.42	955.47
四、净利润	12123.57	12322.61	107552.37	197.85	4987.88
其中：归属于母公司的净利润	6991.07	8793.97	57482.08	186.74	2506.11
少数股东损益	5132.49	3528.65	50070.29	212.34	2481.77

附件 5 公司合并现金流量表

(单位: 人民币元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	105511.05	118982.07	217795.25	43.67	31613.52
收到的税费返还	490.84	632.18	1269.69	60.83	173.39
收到其他与经营活动有关的现金	5344.47	8833.32	8093.28	23.06	1771.65
经营活动现金流入小计	111346.36	128447.57	227158.22	42.83	33558.55
购买商品、接受劳务支付的现金	89207.22	104343.94	141131.03	25.78	46993.68
支付给职工以及为职工支付的现金	9255.81	11052.69	13434.86	20.48	3335.02
支付的各项税费	4558.54	6350.30	24192.44	130.37	9620.18
支付其他与经营活动有关的现金	7167.29	6340.13	23142.87	79.69	5520.12
经营活动现金流出小计	110188.86	128087.07	201901.20	35.36	65469.00
经营活动产生的现金流量净额	1157.50	360.50	25257.01	367.12	-31910.45
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2350.00	7892.92	54987.80	383.73	
取得投资收益收到的现金	5643.64	2777.10	5367.13	-2.48	560.84
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	6.45	3.10	66.01	219.99	3.25
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	1184.39			-100.00	
投资活动现金流入小计	9184.47	10673.12	60420.95	156.49	564.09
购建固定资产、无形资产等支付的现金	14794.65	22739.86	52851.29	89.01	23972.68
投资支付的现金			21051.51		
取得子公司等支付的现金净额	2180.67	6571.36		-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金	5149.51	11015.42	26238.86	125.73	9975.00
投资活动现金流出小计	22124.84	40326.65	100141.65	112.75	33947.68
投资活动产生的现金流量净额	-12940.36	-29653.53	-39720.71	75.20	-33383.59
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		53207.28	25665.78		134045.60
取得借款收到的现金	42440.00	89970.00	222810.82	129.13	45520.00
发行债券收到的现金	390.53			-100.00	
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	42830.53	143177.28	248476.60	140.86	179565.60
偿还债务支付的现金	42271.12	44738.88	118220.00	67.23	41846.96
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3422.14	6443.05	8714.76	59.58	3856.60
支付其他与筹资活动有关的现金	4606.02	15640.12	12347.46	63.73	10378.26
筹资活动现金流出小计	50299.28	66822.05	139282.22	66.41	56081.82
筹资活动产生的现金流量净额	-7468.76	76355.24	109194.37		123483.78
四、汇率变动对现金的影响	-457.32	101.13	-465.24	0.86	21.79
五、现金及现金等价物净增加额	-19708.94	47163.34	94265.44		58211.53
加: 期初现金及现金等价物余额	43248.04	23539.10	70702.44	27.86	164967.88
六、期末现金及现金等价物余额	23539.10	70702.44	164967.88	164.73	223179.41

附件 6 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.86	8.45	7.52	--
存货周转次数(次)	3.02	4.34	4.71	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.43	0.24	--
现金收入比(%)	128.72	111.94	94.87	77.28
盈利能力				
营业利润率(%)	17.29	15.71	41.42	21.05
总资本收益率(%)	10.80	5.58	9.27	--
净资产收益率(%)	12.30	6.71	10.16	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	2.44	2.08
全部债务资本化比率(%)	24.93	29.63	14.67	13.40
资产负债率(%)	37.01	44.69	32.72	28.58
偿债能力				
流动比率(%)	161.02	97.60	148.59	217.57
速动比率(%)	124.94	79.96	131.16	195.45
经营现金流动负债比(%)	2.05	0.31	12.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.91	8.48	20.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.79	4.05	1.21	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.36	-0.38	-0.08	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.74	-13.02	-1.95	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期中票额度(倍)	0.26	0.27	2.14	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.59	1.83	3.25	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.02	0.01	0.36	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.17	-0.42	-0.21	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
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%
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/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

主体长期信用等级的设置及定义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 南通综艺投资有限公司 2011 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

南通综艺投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。南通综艺投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，南通综艺投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南通综艺投资有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现南通综艺投资有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如南通综艺投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至南通综艺投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送南通综艺投资有限公司、主管部门、交易机构等。

