

跟踪评级公告

联合[2014] 1521 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持南通综艺投资有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“11通综投MTN1”AA的信用等级，“12通综投MTN1”和“13通综投MTN1”AA⁻的信用等级，并维持“14通综投CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

南通综艺投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
11 通综投 MTN1	7 亿元	2011/09/22~2016/09/22	AA	AA
12 通综投 MTN1	7.5 亿元	2012/11/27~2015/11/27	AA ⁻	AA ⁻
13 通综投 MTN1	7.5 亿元	2013/03/27~2016/03/27	AA ⁻	AA ⁻
14 通综投 CP001	5 亿元	2014/04/09~2015/04/09	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.41	18.50	18.26	14.60
资产总额(亿元)	206.64	197.53	164.38	171.99
所有者权益(亿元)	138.05	126.42	90.49	96.48
长期债务(亿元)	14.99	21.99	28.96	33.37
全部债务(亿元)	37.02	42.98	57.99	56.91
营业收入(亿元)	27.70	25.07	19.87	4.45
利润总额(亿元)	10.06	10.60	-4.92	0.34
EBITDA(亿元)	12.33	13.96	0.46	--
经营性净现金流(亿元)	-10.10	5.03	-1.29	1.99
营业利润率(%)	25.12	38.98	9.24	19.82
净资产收益率(%)	5.63	6.05	-5.53	--
资产负债率(%)	33.19	36.00	44.95	43.90
全部债务资本化比率(%)	21.14	25.37	36.99	35.04
流动比率(%)	240.41	243.32	193.66	213.64
全部债务/EBITDA(倍)	3.00	3.08	125.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.87	5.57	0.13	--
经营现金流动负债比(%)	-43.46	20.98	-3.94	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周天 王叶笛
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

南通综艺投资有限公司(以下简称“南通综艺”或“公司”)是软件、高新电子制造以及新能源等业务多元化发展的集团。跟踪期内, 公司完成的海外电站数量较多, 部分电站已实现电费和补贴收入, 有望扩张目前的收入规模并实现盈利。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到软件行业、光伏行业景气度下滑、公司对两条薄膜太阳能电池生产线计提资产减值准备以及公司投资板块收入降低导致公司利润亏损等因素对公司信用水平的不利影响。

2013 年公司完成对基本停产的子公司江苏综艺光伏有限公司两条薄膜太阳能电池生产线的一次性计提的大额减值损失, 目前资产减值损失业已消化, 2014 年一季度合并报表已呈盈利状态。未来, 随着国家对光伏产业扶持力度的加大, 以及公司新能源板块产品结构逐步转型, 公司新能源板块的收入水平及盈利能力有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司以其所持有的江苏综艺股份有限公司股票作为质押资产, 为“11 通综投 MTN1”还本付息提供质押担保, 该质押资产对“11 通综投 MTN1”本息覆盖倍数高, 有效提升了其本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻, 对评级展望为稳定, 维持“11 通综投 MTN1” AA 的信用等级, “12 通综投 MTN1”和“13 通综投 MTN1” AA⁻ 的信用等级, 并维持“14 通综投 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司软件板块经营稳定, 该板块未来收入来源较有保障。
2. 公司可供出售金融资产价值较高, 变现能

力强。

3. 公司经营活动现金流入量和对公司待偿还债券的保障能力较强。
4. 公司质押资产对“11 通综投 MTN1”覆盖倍数较高，提升了本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司营业收入规模下降。
2. 跟踪期内，公司对薄膜太阳能电池两条生产线计提减值准备导致公司盈利能力大幅下滑。
3. 公司持有的可供出售金融资产规模较大，其价值易受到股票市场波动的影响。
4. 公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于南通综艺投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至2013年底,公司实收资本为10033.17万元。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、咎圣华皆为亲属关系。

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2013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;公司纳入合并范围一级子公司15家。

截至2013年底,公司合并资产总额为164.38亿元,所有者权益合计为90.49亿元。2013年,公司实现营业收入19.87亿元,利润总额-4.92亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额为171.99亿元,所有者权益合计为96.48亿元。2014

年1~3月,公司实现营业收入4.45亿元,利润总额0.34亿元。

公司注册地址:江苏省南通市兴东镇黄金村;法定代表人:咎瑞林。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支

出结构,保障和改善民生。2013年,中国财政累计收入为129143亿元,同比增长10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自8月1日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7月31日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资

金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,2月26日,国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”;从房地产市场运行看,行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供

需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 软件行业

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的问题。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，据工信部发布数据显示，2012年中国软件产业共实现软件业务收入2.50万亿元，同比增长28.5%，增速比电子信息制造业高出16.00个百分点，但低于去年同期3.90个百分点。2013年中国软件产业规模快速增长，全年共实现软件业务收入超过3.06万亿元，同比增长23.40%，软件产业收入占电子信息产业比重为25.00%，比上年提高2.30个百分点。

IT技术服务业方面，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，“按需应变”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

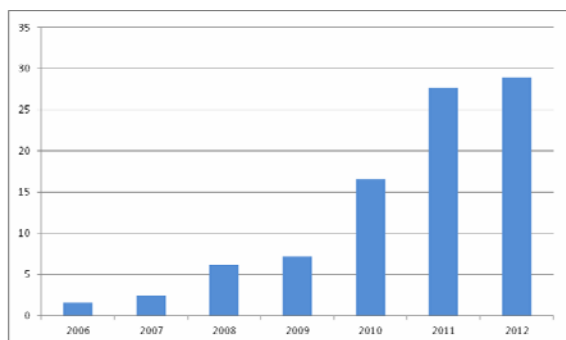
大变化。未来几年国内IT市场将稳步增长，国内IT投资结构中服务和软件比例将进一步提高。运营与增值服务前景看好，新的商业模式如BOT等开始显露。在行业应用上，IT服务与客户核心业务结合越紧密，创造价值越大，获得的利润越多。

2011年12月，工信部印发了《软件和信息通信技术服务业“十二五”发展规划》，规划明确了“十二五”的发展思路和发展目标，确定了10项发展重点和8项重大工程。到2015年，中国软件行业收入将突破4万亿元，年均增长25%以上，出口突破600亿美元。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。

2. 光伏行业

(1) 行业概况

图1 2006~2012年全球太阳能光伏并网规模
(单位: GW)



资料来源: EPIA

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。作为替代石化能源的重要可再生能源，太阳能被认为是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。相比较传统发电成本而言，光伏发电的成本较高，价格上无法与火电竞争。目前，光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，需要靠政府的补贴支持。自2010年开始，各光伏主要市场国家光伏政策刺激效

果显现，根据EPIA（欧洲光伏产业协会）统计，2011年和2012年，全球光伏发电安装量分别达到27.7GW和29GW，同比分别增长67.00%和4.69%。据国际能源局(IEA)报告，2013年已安装的光伏系统发电量至少达到110TWh（或等于1100亿千瓦时），可满足全球电力需求量的0.5%。

全球光伏发电市场主要集中于欧洲国家，其次为日、美等国，合计约占全球80%左右的市场份额。从各国累计装机情况来看，德国和意大利是全球安装量最高的国家，占全球市场56.63%，中国排名世界第五。

表1 世界装机容量前十名情况(单位: MW)

2012 装机量		累计装机量	
德国	7604	德国	32411
中国	3510	意大利	16250
意大利	3337	美国	7221
美国	3313	日本	7000
日本	2000	中国	7000
法国	1079	西班牙	5100
英国	1000	法国	4003
澳大利亚	1000	比利时	2567
印度	980	澳大利亚	2400
希腊	912	捷克	2085

资料来源:《纵览1992—2012年全球光伏产业》

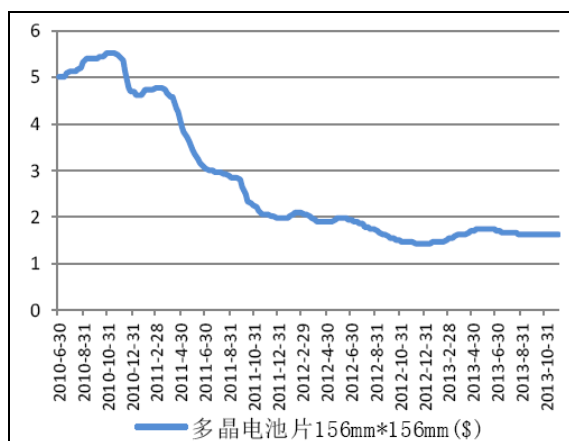
(2) 中国光伏行业概况

光伏电站建设所需的电池片及电池组件产能主要集中在国内。光伏产业在中国的发展史很短，但发展速度很快。2004年以来，中国在晶体硅太阳能电池生产能力快速增长，2007年国内晶体硅太阳能电池片产量1088MW，晶体硅太阳能电池组件产量1380MW，超过日本和欧洲，成为世界第一大晶体硅太阳能电池生产国。由于中国晶体硅太阳能电池应用市场仍处于发展阶段，应用市场需求量较小，因此中国生产的晶体硅太阳能电池90%以上销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。

2011年以来，光伏产业进入景气度下行阶段，光伏产品价格持续下跌，晶硅组件价格从2011年初的1.6美元/瓦下降到2012年底的0.65

美元/瓦，价格已跌破众多中小企业的成本价。2013 年，受补库存以及新兴区域需求增加的刺激价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。根据 solarzoom（光伏太阳能网）数据，2013 年下半年，多晶硅和单晶硅价格略有回升并企稳，晶硅电池组件稳定在 0.7 美元/瓦（图 3）。

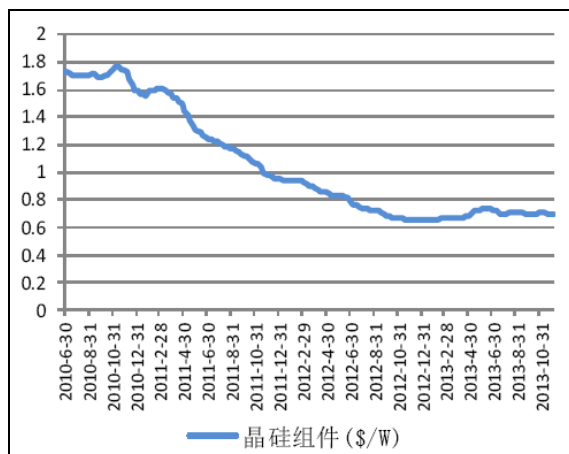
图 2 多晶硅片价格走势（单位：美元/片）



资料来源：solarzoom

图 3 晶硅电池组件价格走势

（单位：美元/瓦）



资料来源：solarzoom

2013 年全球多晶硅产量达 25 万吨，同比略有增长。其中全球主要多晶硅生产国如美国、韩国、德国和日本产量分别为 5.5 万吨、4.8 万吨、4.3 万吨和 1.4 万吨；中国产量约 8 万吨，同比增长 12.7%，产量主要集中于江苏中能、特变电工、大全新能源等几家企业，连续三年位居全球首位，但也仅能满足中国 50%

的市场需求。中国全年多晶硅进口量将达到 7.5 万吨，同比略有下降，其中德国、韩国和美国分别占据总进口量的 33%、28%和 26%。由于多晶硅价格持续在低位运行，加上国外多晶硅企业的低价倾销，国内多晶硅企业面临经营压力较大。

2013 年全球光伏组件产量达 40GW，同比增长 9%，其中全球主要组件生产国如欧洲、日本和美国的组件产量分别为 3.5GW、2.8GW 和 1.2GW，中国光伏组件产量约为 26GW，同比增长 13%，连续 7 年位居全球首位。行业发展环境不断改善，主要电池组件企业在三四季度也相继扭亏为盈，整体发展情况向好。在出口方面，中国光伏组件出口量约为 16GW，出口额约 100 亿美元，同比下降 27%。其中对欧出口份额由去年的近 65%下降至 2013 年的 30%，而日本跃居首位，成为最大的出口国，出口额约为 22 亿美元，占总出口额的 22%。对美国、印度和南非的出口额分别占 10%、5.2%和 4.5%，出口呈多元化发展态势。2014 年，随着行业的整体好转以及由于组件价格下降使得光伏发电成本不断逼近甚至达到平价上网，预计全球组件产量继续呈现增长势头，全年将达到 43GW。中国光伏组件有望超过 28GW，产业集中度进一步提高。但由于多晶硅等原辅材涨价，以及国外市场的不确定性将给企业带来经营压力。

（3）光伏电站建设概况

在光伏产业陷入低迷的背景下，国家陆续推出光伏支持政策，国内电站建设逐步进入实质性发展阶段，目前光伏电站成为光伏产业链中盈利能力最强的环节。

目前国内光伏企业进入光伏电站的商业模式是：少部分电站项目长期持有获得稳定的发电收入；多数开发电站是光伏企业成立电站开发公司，申请获得电站项目的开发权，以 EPC 方式建设电站并实现并网，最后将项目公司出售给电站购买方回笼资金，并争取实现电站的滚动开发。电站购买方主要是五大发电集团的

下属子公司和一些产业基金。因电站审批和并网存在壁垒，国内光伏电站的进入还是有相当的门槛。

根据国家能源局的统计，2013 年新增装机约 10GW。到 2013 年底，中国累计光伏装机达到 16.5GW，其中分布式光伏项目为 5.7GW，地面光伏电站约 10.8GW。目前看来，地面电站和分布式电站是在共同发展的，地面电站的装机容量还远高于分布式。中国在“十二五”规划的发展目标中，国家能源局对光伏进行了多次调整，从最初的 5GW 上调到 35GW，截至 2013 年底，国内累计装机容量 16.5GW，2014 年和 2015 年中国共计要完成 18.5GW 装机容量。

中国光伏发电装机分布在 30 个省、直辖市、自治区，累计装机容量排在前五位的省级地区依次为青海、甘肃、新疆、宁夏、内蒙古。其中青海累计装机为 3.21GW，甘肃累计装机为 2.83GW，新疆累计装机为 1.28GW，宁夏累计装机为 1.26GW，内蒙古累计装机为 910MW，项目主要集中在国家五大发电集团。

(4) 行业政策

由于光伏发电的成本较高，完全商业化运作的价格无法与火电竞争，因此现阶段光伏发电市场仍然是一个政策性很强的市场，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的发展方向。

目前各国扶持光伏产业的补贴政策分成两类：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。

近年来，随着晶硅电池及组件价格迅速下降以及继之而来的光伏电站建设成本下降，各国开始减少补贴以减轻财政负担。自 2010 年开始，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。

表 2 世界主要市场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	2012年4月份开始一次性对补贴降低20%-30%的计划将继续实施；累计光伏装机容量达到52GW上限后，上网电价补贴将被完全取消；太阳能电力将开始以市场价格接入电网；每年2.5GW-3.5GW的年增长目标仍然维持不变；将10~40kW的系统从原有的10~1000kW中独立出来，收购电价从16.5欧分提升至18.5欧分。
意大利	上网电价补贴	对2011年6月-2016年的光伏补贴设定上限为23GW，每年光伏补贴资金为60-70亿欧元。2012年上半年和下半年将分两次进行8-12%的进一步下调；2013-2016年，按照每个季度进行4%的下调。2012年下半年将不设立大型光伏电站项目登记处；停止对农业用地的大型光伏系统发放补贴。意大利光伏补贴已触及60亿欧元上限，第五能源法案于8月27日生效。2012年10月，意大利累计光伏装机量已达到15.9 GW，光伏补贴资金仅剩下2.41亿欧元。
西班牙	上网电价补贴	2011年二季度生效的补贴政策：小型屋顶项目的补贴为28.88欧分，下降了8%，大型屋顶项目为20.37欧分，下降了27%，地面安装系统为13.46欧分，下降了46.5%。2012年起取消对新建可再生能源发电补贴，不影响已运营或在建的电厂补贴。
美国	投资税负优惠保	给予商业太阳能安装30%的投资赋税优惠（ITC）直至2011年底。奥巴马2013财政年度预算将延期“1603财政部计划”。
日本	剩余电力收购	2012年7月1日起，日本正式开始实施《光伏补贴法案》。根据这一法案，在未来20年内，日本的电力公司必须以每千瓦时42日元（约合3.3元人民币）的价格收购日本企业利用太阳能生产的电力。

资料来源：EPIA

2012 年以来，中国出台了一系列的政策支持光伏发电，包括《可再生能源十二五能源规

划》、《太阳能十二五能源规划》、《国家电网关于加强分布式光伏发电并网工作的意见》等。2013 年 7 月，国务院办公厅下发《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》，不仅将《可再生能源发展十二五规划》中光伏发电的目标调整为 35GW，更明确了分布式发电、光伏电站建设和国际市场的递进发展思路。

2013 年 7 月，国务院通过《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》提出，2013~2015 年国内光伏年均新增装机 10GW，到 2015 年总装机达 35GW 以上，提升了装机预期，同时鼓励光伏企业兼并重组，并明确电价和补贴机制；为落实上述政策，国家发改委于当年 8 月发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》确认对光伏电站实行分区域的标杆上网电价政策，以及对分布式光伏发电项目实行按电量进行电价补贴的政策：根据各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类资源区，分别执行每千瓦时 0.9 元、0.95 元、1 元的电价标准；对分布式光伏发电项目的电价补贴标准为每千瓦时 0.42 元；标杆上网电价和电价补贴标准的执行期限原则上为 20 年，保障了电站业主的投资回报水平。通知指出，分区标杆上网电价政策适用于 2013 年 9 月 1 日后备案（核准），以及 9 月 1 日前备案（核准）但于 2014 年 1 月 1 日及以后投运的光伏电站项目；电价补贴标准适用于除享受中央财政投资补贴之外的分布式光伏发电项目。

税收方面，根据财政部、国家税务总局 2008 年印发的关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知，利用风力生产的电力，增值税实行即征即退 50% 的政策。2012 年底，国务院常务会议明确提出，要完善中央财政资金支持光伏发展的机制，光伏电站项目执行与风电相同的增值税优惠政策。

（5）行业关注

光伏行业产能过剩严重，去产能进程缓慢

目前国内光伏产业过剩产能情况较严重，尽管 2011 年以来去产能进程持续了近两年，但

供过于求情况仍较为严重。2012 年全球光伏新增装机容量约 31GW，全球光伏组件产量约为 39GW。截至 2012 年底，全球光伏的组件产能在 50-60GW，其中中国产能达到 40GW 以上。

由于国外主要光伏市场国家补贴大幅减低并对中国产品提出“双反”，而国内太阳能装机容量尚不足，需求未释放，上游晶硅龙头皆为外企，光伏行业两头在外的特征使整个行业暴露在欧美市场的风险中。光伏行业开始留强汰弱逐步退出，产能退出变得越来越激烈。新增产能很少，在产大厂 2012 年基本没有扩产；另一方面，对于已经难以维持生产的产能收购，市场也变得很谨慎。

贸易壁垒加剧了国内光伏行业的窘境

2011 年以来美国和欧洲相继对中国光伏生产企业展开“双反”调查，使得国内光伏企业经营状况恶化。

2011 年 11 月，美国对中国光伏生产企业展开“双反”调查并于 2012 年 5 月做出初裁，对中国出口的电池组件征收 30%~250% 的反倾销关税。

2013 年 6 月，欧盟委员会作出“双反”调查裁决，宣布从 2013 年 6 月 6 日起，对产自中国的光伏产品征收临时反倾销税，前两个月的税率为 11.8%，此后将升至 47.6%。2013 年 7 月 27 日，中国与欧盟就中国出口到欧盟的光伏产品的价格达成了承诺协议，最低进口价格为每瓦 0.56 欧元。此次协议还规定中国可向欧盟市场提供不高于 70 亿瓦光伏组件，大约相当于 2012 年欧盟光伏组件消费总量 150 亿瓦的 47%，超出部分加征 47.6% 关税。中欧谈判的结果避免了中国光伏产品全部被加征 47.6% 关税的情况，该协议的达成对以电池片及组件生产为主的龙头企业承受能力较大，同时进口配额限制有助于促进国内光伏产业优胜劣汰，加速去产能进程。

美国商务部于 2014 年 1 月 23 日宣布，对从中国大陆进口的晶体硅光伏产品发起反倾销和反补贴调查，同时对从中国台湾地区进口的

晶体硅光伏产品发起反倾销调查。美国商务部称，发起这项调查是回应德国光伏巨头太阳能世界公司美国分公司(SolarWorld)的申诉。2014年3月11日，美国商务部发布公告称，将对华晶体硅光伏产品的反补贴调查初步裁定时间由原定的2014年3月28日推迟至2014年6月2日。

行业处于低谷阶段，光伏企业财务风险加大，破产风险加剧

近年，由于光伏行业产能过剩严重、产品价格下跌，造成企业盈利能力日益下降，现金回流情况差，光伏企业存货周转天数和应收账款周转天数大幅上升，企业资金回笼慢，大量资金被存货挤占，企业不得不通过对外融资来维持生存。2012年以来，光伏行业风险集中爆发，无锡尚德、江西赛维、超日太阳能等一批光伏生产企业相继陷入危机，其他光伏企业的经营状况也出现明显恶化。

另一方面，企业融资环境愈发恶化，2011年以来行业的持续低迷使得银行开始采取停贷、观望态度；而债市方面，光伏企业普遍因财务状况恶化而在发债方面受到限制，尚德可转债危机、“超日债”等事件也给光伏企业发债带来了更多的不利影响。

总体看，国内光伏行业产能过剩，仍处在调整期，未来政策依赖性较大，未来仍然面对较大的财务风险以及破产风险。

3. 区域经济环境

南通作为中国首批对外开放的沿海港口城市，近年来南通的经济建设和社会发展取得了长足发展。

根据《2013年南通市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全市实现生产总值5038.9亿元，按可比价格计算，比上年增长11.8%。其中：第一产业增加值345.4亿元，增长3.1%；第二产业增加值2623.5亿元，增长12.0%；第三产业增加值2070亿元，增长12.9%。全年实现服务业增加值1844.9亿元，增长12.3%，占

GDP比重为40.5%，比上年提高1.6个百分点。

2013年全年固定资产投资额3298.7亿元，比上年增长20.8%，其中，民间投资2409.5亿元，增长17.8%，占固定资产投资的比重达73.0%；工业投资1856.1亿元，增长14.3%，其中技改投资987.5亿元，占工业投资的比重达53.2%。固定资产投资中，第一产业投资1.9亿元，下降53.1%；第二产业投资1856.1亿元，增长14.3%；第三产业投资1440.8亿元、增长28.5%。全年基础设施投资522.3亿元，增长17.5%。

整体看，南通市经济保持了持续稳定的发展，经济实力较强；基础设施建设投资力度较大，城市基础设施不断完善

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是由咎圣达等9位自然人出资成立的有限公司，控股股东及实际控制人为咎圣达个人。

2. 企业竞争实力

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。截至2013年底，综艺股份资产总额为50.79亿元，所有者权益32.83亿元，2013年实现营业收入3.72亿元，利润总额-8.43亿元，其亏损原因主要是综艺股份年内对薄膜太阳能电池两条生产线计提减值准备导致亏损。

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。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在人员及管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营状况

2013 年公司实现营业收入 19.87 亿元，较 2012 年有所下降，主要是公司减少处置可供出售金融资产导致投资板块收入大幅下降所致。分板块来看，软件业务收入较上年小幅下降，主要是公司减少了部门项目，从追求规模转向

追求利润所致；公司新能源业务收入较上年大幅上涨，主要是因为公司部分太阳能电站业务开始实现电费收入，但由于发电规模较小，目前尚未实现盈利；投资板块上，公司处置可供出售金融资产减少，板块收入规模相应大幅减少。

从公司利润水平看，2013 年毛利率水平仅为 9.76%，较 2012 年水平大幅下降，主要是因为 2013 年度，子公司综艺光伏有限公司（以下简称“综艺光伏”）对其两条薄膜太阳能电池生产线共完全计提 4.94 亿元的资产减值损失，导致当年亏损规模较大。根据综艺光伏和韩国周星工程有限公司的补偿协议，韩国周星工程有限公司将向综艺光伏补偿 5150 万元，该笔款项目前尚未到位。

2014 年第一季度，公司实现营业收入 4.45 亿元，较上年同期下降 4.30%；公司毛利率大幅回升至 20.41%，其主要原因是公司太阳能电站实现盈利，且毛利率较高。

跟踪期内，公司由于处置可供出售金融资产减少导致营业收入有所下降；毛利率水平则由于综艺光伏对两条薄膜太阳能生产线计提减值准备而大幅下降。

表 3 近年公司营业收入和毛利率

业务板块	2012 年度		2013 年度		2014 年 1-3 月	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (万元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
软件	12.15	4.28	11.18	3.28	2.09	13.02
新能源	0.65	4.62	3.47	-15.95	1.47	24.12
投资	13.23	99.85	2.06	72.81	0.03	100.00
高新电子制造	1.10	22.73	1.57	32.45	0.51	41.54
其他	2.40	10.83	1.59	7.53	0.35	12.37

合计	29.53	48.32	19.87	9.76	4.45	20.41
----	-------	-------	-------	------	------	-------

资料来源：公司提供

注：公司实业投资业务为母公司处置上市公司股权取得的收入和相对应的成本。

2. 软件业务

公司软件业务的经营主体为公司本部和综艺股份旗下的江苏综创数码科技有限公司等企业。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。

表4 公司主要代理软件产品销售情况（单位：万元）

	2012 年	2013 年度	2014 年 1-3 月
微软软件	50084.69	41995.71	7228.14
应用类软件	45212.31	41760.91	8870.23
单机杀毒软件	19696.09	18873.47	3395.19
网络安全软件	5115.39	5948.27	915.30
游戏类软件	1397.32	3231.30	536.19
合计	121505.81	111809.66	20945.06

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，公司软件业务板块营业收入为 11.18 亿元，同比减少 7.98%。毛利率为 3.28%，同比下降 1.00 个百分点，其下降的主要原因为国内盗版软件使用率高，软件销售行业竞争激烈造成的。

3. 新能源业务

表5 公司新能源业务构成（单位：亿元）

新能源收入构成	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
薄膜太阳能电池	0.00	0.00	0.00
单晶硅电池片	0.49	0.01	0.04
太阳能发电设计及施工	0.00	0.00	0.00
硅棒、硅锭及切片	0.15	1.99	0.55
发电收入	0.00	1.47	0.88
合计	0.64	3.47	1.47

资料来源：公司提供

公司新能源业务主要分为太阳能电池和太阳能电站两部分。太阳能电池业务方面，受行业和市场因素影响，2013 年公司减少了电池组件的直接生产和销售，仅有少量代工加工费收入。由于公司薄膜太阳能电池相关生产线进行长期技术升级调试后，目前仍未能达到预期验收标准，2013 年度子公司江苏综艺光伏有限公司（以下简称“综艺光伏”）对其两条薄膜太阳能电池生产线共计提 4.94 亿元的资产减值损失，导致当年公司亏损规模较大。根据综艺光伏和韩国周星工程有限公司的补偿协议，韩国周星工程有限公司将向综艺光伏补偿 5150 万元，该笔款目前尚未到位。

太阳能电站业务方面。公司所建电站主要分布于欧洲和美国，欧洲市场运营模式为公司前期投入资金建设，后期根据当地新能源政策以及市场情况采取销售或自主运营择机销售两种模式，美国市场运营模式为建成后由公司自行运营。2013 年度，公司全面实现电费 and 补贴收入，全年合计 14691.18 万元，但由于欧洲 13.5MW 等几个项目调试运行时间较长，导致发电收入未按正常全年发电量全部体现，且电站并网当年相关维护、调试等相关费用较高，全部计入当年成本，导致当年该业务亏损，未来随着相关费用的降低，其毛利水平将会有所提升。

欧洲市场，公司已在意大利、德国、保加利亚等国完成多个太阳能电站项目。截至 2013

年末，公司在欧洲建成持有的光伏电站规模约为 54 MW，已全部实现并网。2013 年，西西里公司 5 个项目合计 16.9 MW、普利亚公司 13.5 MW 公司计划未来自主运营，不进行整体转让，上述项目结转为固定资产。2013 年，普利亚公司 13.5 MW 项目由于调试时间较长，早期投入成本高，2013 年尚处于亏损状态；而西西里公司 16.9 MW 项目目前已实现盈利。其他项目公司未来将择机出售，但从目前外部环境及行业发展来看，电站出售时间仍具有较大的不确定性，资金回笼速度不确定性较大。择机出售的项目按本期取得发电收入扣减付现成本的净额冲减电站账面成本，不体现利润。但未来若能实现销售，利润水平将在 0.3 欧元每瓦左右，将为公司贡献 700 万欧元左右的利润。

美国市场方面，2011 年 5 月，公司投资 8000 万美元于美国新泽西州筹建 19 MW 光伏电站项目，资金来源为公司自筹，建成后由公司控股子公司综艺太阳能(美国)有限公司自主运营。后续收入来源主要包括电费收入、SREC 销售收入（新能源指标，每发电一千度可获得一个 SREC 指标，该指标可用于交易）和政府一次性投资返还。该项目已于 2012 年实现并网发电，2013 年起为公司实现收益，2013 年 5 月，公司已从联邦政府获得 1930.23 万美元的投资返还，按 15 年分摊计入收入。2013 年度，美国电站项目实际运营利润在 100 万美元以上。

2013 年公司在新疆投资开发的 20MW 光伏项目，该项目于 2013 年末基本实现并网。该项目预计每发电一度可获得 0.25 元的电费和 0.75 元的政府补贴收入，每年总收入达到

3000 万元左右，预计从 2014 年起形成收入。

总体而言，公司海外电站投资规模较大，目前已基本并网，在建拟建项目少。值得关注的是，未来欧美国家对于光伏产业的政策变化将对公司新能源产业收入规模产生一定影响。

4. 投资板块

创业投资产业经营主体主要为阿尔法春天有限公司和综艺股份下属的江苏省高科技产业投资有限公司(以下简称“江苏省高投”)。

公司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。

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，近年来取得了较好的投资回报。

2013 年，公司创业投资板块实现收入 2.06 亿元，主要是公司减少所持有的江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）股份 50 万股，公允价值为 0.28 亿元以及减少中国辉山乳业控股有限公司（以下简称“辉山乳业”）8400 万股，公允价值为 1.78 亿元。2013 年公司本部新投资股权项目 3 个，投资金额 3530 万元。

表 6 2013 年公司创业投资新增股权项目情况（单位：万元、万美元）

投资项目	投资时间	投资成本	截至 2013 年底持股比例	所处投资阶段
江苏泉达投资管理有限公司	2013.6	80.00	40.00	成长期
中国辉山乳业控股有限公司	2013.9	2950.00	0.60	成长期
山东东天岩土工程设备有限公司	2013.12	500.00	6.00	成长期

资料来源：公司提供

5. 未来投资规划

公司目前拟建项目主要是上海综艺控股项目、新疆电站和综艺金融港项目等，投资规模较大，2014 和 2015 年计划投资额分别为 8.42 亿元和 2.75 亿元，2011~2013 年，公司经营活

动产生的现金流量净额分别为-10.10 亿元、5.03 亿元和-1.29 亿元，公司对外部融资存在一定的依赖性。截至 2014 年 3 月底，公司拟建项目已投资额 1.23 亿元，在建项目投资额 5.45 亿元。后续资金来源主要是自有资金。

表 7 公司投资规划

项目名称	性质	预计总投资	2014 年 3 月前	2014 年底	2015 年底	2016 年底	竣工时间
综艺新材料	拟建	16500.00	11500.00	5000.00	0.00	0.00	2014.06
电子标签项目	拟建	3000.00	800.00	2200.00	0.00	0.00	2014.12
综艺超导研发	拟建	2000.00	0.00	2000.00	0.00	0.00	2014.12
新疆电站	在建	25000.00	15000.00	10000.00	0.00	0.00	2014.12
上海综艺控股	在建	100000.00	12000.00	50000.00	20000.00	18000.00	2016.12
综艺金融港	在建	50000.00	27500.00	15000.00	7500.00	0.00	2015.03
合计		196500.00	66800.00	84200.00	27500.00	18000.00	

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2011 年 9 月发行“11 通综投 MTN1”，发行额度为 7 亿元，发行期限为 5 年，募集资金用途为：3 亿元用于补充营运资金；3 亿元用于替换银行贷款。截至目前，上述募集资金已使用完毕。

公司于 2012 年 11 月发行“12 通综投 MTN1”，发行额度为 7.5 亿元，发行期限 3 年，募集资金用途为：4 亿元用于替换公司银行借款；3.5 亿元用于补充流动资金。截至目前，上述募集资金已使用完毕。

公司于 2013 年 3 月发行“13 通综投 MTN1”，发行额度为 7.5 亿元，发行期限为 3 年。募集资金用途为：6 亿元用于置换银行贷款；1.5 亿元用于补充营运资金。截至目前，上述募集资金已使用完毕。

公司于 2014 年 4 月发行“14 通综投 CP001”，发行额度为 5 亿元，发行期限为 365 天。募集资金用途为：全部 5 亿元用于置换银行借款，补充流动资金。截至目前，上述募集资金已使用完毕。

九、财务分析

1. 财务概况及财务质量

公司提供的 2013 年财务报表由南通恒信会计师事务所审计并对年度财务报表出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年第一季度财务报表未经审计。

从合并范围上看，2013 年合并范围较 2012 年新增 8 家，没有减少合并单位。在合并 2008 年~2012 年会计报表时，公司与子公司江苏省高科技产业投资有限公司主要在营业收入及投资收益科目核算中口径不一致，经公司董事会审议，公司对部分会计报表数据进行更正。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 164.38 亿元，所有者权益合计为 90.49 亿元。2013 年，公司实现营业收入 19.87 亿元，利润总额 -4.92 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 171.99 亿元，所有者权益合计为 96.48 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.45 亿元，利润

总额0.34亿元。

2. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 19.87 亿元，较 2012 年下降 20.74%，主要是公司处置可供出售金融资产减少导致投资板块收入大幅下降所致。2013 年，公司营业利润率为 9.24%，较 2012 年的 38.98%大幅下降了 29.74 个百分点，主要是 2013 年度子公司江苏综艺光伏有限公司（以下简称“综艺光伏”）对该其两条薄膜太阳能电池生产线共计提 4.94 亿元的资产减值损失，导致当年公司亏损规模较大。根据综艺光伏和韩国周星工程有限公司的补偿协议，韩国周星工程有限公司将向综艺光伏补偿 5150 万元，该笔款目前尚未到位。

2013 年，公司期间费用率为 23.63%，较上年的 19.58%上升 4.05 个百分点。主要原因是营业收入的下降所致，各项期间费用相对于去年变化不大。

2013 年，公司投资收益较上年大幅减少 62.33%至 2.52 亿元，主要由洋河股份分红 1.93 亿元、精华制药分红 0.02 亿元等构成。

截至 2013 年底，公司营业外收入 1.70 亿元，同比上升了 98.76%，主要是政府补助由上年的 0.80 亿元增加至 1.54 亿元，政府补助主要由新材料区政府补贴 0.54 亿元以及走出去政府补贴 0.90 亿元组成。

2013 年，公司实现利润总额-4.92 亿元，跟踪期内出现亏损，其主要原因是公司投资板块的利润减少以及公司对新能源板块计提了大量的资产减值损失导致了新能源板块的亏损。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 4.45 亿元和 0.34 亿元，较上年同期变化不大。

总体看，跟踪期内，由于公司投资板块处置可供出售金融资产减少，公司营业收入有所下降；同时，由于公司新能源板块对太阳能电池两条薄膜太阳能电池生产线计提减值准备而导致大幅亏损对公司毛利率影响较大，盈利能

力明显减弱。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年，公司经营活动现金流入为 27.16 亿元，较 2012 年下降 18.32%；从收入实现质量指标看，2012 和 2013 年，公司现金收入比分别为 118.68%和 124.80%，收入的现金实现质量正常，且不断提高；经营活动现金流出为 28.45 亿元，较 2012 年持平；经营活动产生的现金流量净额为-1.29 亿元，由正转负，表现为净流出。

2013 年，公司投资活动现金流入较 2012 年下降 48.88%至 5.73 亿元，主要构成为收回投资收到的现金以及取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出为 21.09 亿元，与 2012 年持平，主要是投资子公司和可供出售金融资产的支出；投资活动产生的现金净流出量为-15.36 亿元，较 2012 年增加了 46.15%。

筹资活动方面，2013年公司偿还债务规模小于取得借款规模，筹资活动现金流量净额为 11.49 亿元，公司经营活动净现金流不能完全覆盖投资支出。

2014 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.99 亿元，现金收入比为 124.80%。2014 年 1~3 月，公司投资活动现金流出量为 5.01 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金主要为在建工程项目款；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.45 亿元；2014 年 1~3 月，筹资活动现金流入共计 14.04 亿元，筹资活动产生的现金流净额为-2.27 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模减小，导致公司经营活动现金流表现为净流出；同时，公司投资规模保持高位，公司的筹资规模大幅增加。

4. 资本及债务结构

资产

截至2013年底，公司资产总额为164.38亿

元，较2012年底下降16.78%，主要是由于洋河股份股价下跌以及公司出售其部分股份的原因，可供出售金融资产大幅下降所致；资产中流动资产占38.68%，非流动资产占61.32%；流动资产为63.57亿元，较2012年底增长8.87%；非流动资产为100.81亿元，较2012年底下降27.54%。

截至2013年底，公司流动资产63.57亿元，以货币资金（占比14.77%）、交易性金融资产（占比13.67%）、其他应收款（占比42.61%）和存货（占比11.57%）为主。

截至2013年底，公司货币资金9.39亿元，同比减少35.38%，主要是银行存款减少所致。货币资金主要由现金和银行存款构成，受限制货币资金1.07亿元，占货币资金的11.40%。

截至2013年底，公司交易性金融资产为8.69亿元，同比大幅增加120%，其主要原因是公司增加了交易性权益工具的投资。

截至2013年底，公司应收账款总额为4.71亿元，其中账龄在1年内的占80.13%，账龄较短。前五名欠款客户合计占比为44.59%，应收账款集中度较高。2013年公司对应收账款累计提取坏账准备0.34亿元，占应收账款总额的7.22%，计提较充分。

截至2013年底，其他应收款为27.09亿元，同比增长54.71%，主要是与非关联方往来款的增加，其中账龄在1年以内的占99.67%。公司共计提了0.07亿元的坏账准备，占其他应收款总额的0.26%。

截至2013年底，公司存货总额为7.35亿元，较上年下降49.10%，其减少的主要原因是公司西里以及普利亚电站未来将自主运营，一年内预期不进行光伏电站整体转让，经公司管理层决策转为固定资产，这一部分的减少导致公司产成品-完工电站项目减少6.32亿元。公司存货主要由原材料（占比6.80%）、库存商品（占比22.59%）和产成品（占比60.27%）构成。2013年公司累计计提存货跌价准备0.39亿元。

截至2013年底，公司非流动资产100.81

亿元，主要为可供出售金融资产（占54.77%）长期股权投资（占17.12%）、固定资产（占18.40%）和无形资产（占5.13%）。

表8 2013年底公司可供出售金融资产主要构成
(单位: 亿元)

项目	期末公允价值
南京红宝丽股份有限公司	32638283.86
南通精华制药股份有限公司	414810000.00
江苏洋河酒厂股份有限公司	3933415200.00
SINA CORPORATION	89789428.91
辉山乳业股份有限公司	793623578.33
合计	5264276491.10

资料来源：公司提供

截至2013年底，公司可供出售金融资产55.22亿元，同比下降42.42%。其下降的主要原因是公司持有的洋河股份的可流通股期末公允价值较年初大幅下降56.51%。由于洋河股份股价在2013年下降较快，公司在2013年仅减持50万股，从而导致了公司投资板块收入的大幅减少。但总体来看，公司可供出售金融资产价值较高，变现能力强，能为公司提供一定的财务弹性。

截至2013年底，公司固定资产原值为24.33亿元，净值为18.54亿元，较上年底增长74.74%，其中由存货海外光伏电站转入的为4.85亿元。固定资产净值中占比较大的为海外光伏电站、房屋及建筑物和机器设备，分别占49.41%、25.78%和27.13%。

截至2013年底，公司在建工程账面价值2.68亿元，同比下降72.48%，其中主要为薄膜太阳能电池二线工程的转固以及新材料厂房工程及设备的减少。

截至2014年3月底，公司合并资产总额171.99亿元，较2013年底增加了4.63%，主要是可供出售金融资产的增加14.05%至62.98亿元所致，其中无形资产为9.51亿元，较2013年底增加了84.14%，主要是公司土地使用权的增加。

总体看，公司易于变现资产占比较高，整体资产流动性较强。但公司资产分布中易受市

场影响的金融资产类资产占比较大，给资产稳定性带来一定影响。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益 90.49 亿元，同比下降 28.42%，主要是公司出售江苏洋河酒厂部分股份以及公司所持可供出售金融资产价格下跌导致公司资本公积下降 40.07%至 41.06 亿元所致，其中归属母公司所有者权益合计 62.45 亿元。归属母公司所有者权益中股本占 1.60%、资本公积占 65.74%、未分配利润占 35.13%。截至 2013 年底，公司实收资本 1.00 亿元，公司实际控制人未发生变化。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 96.48 亿元（含少数股东权益 28.22 亿元），较 2013 年底增长 6.62%。

总体看，由于公司所持上市公司股权公允价值波动性较大，导致公司资本公积波动大，公司所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 73.89 亿元，其中流动负债占 44.43%，非流动负债占 55.57%。

截至 2013 年底，公司流动负债 32.83 亿元，主要以短期借款（占 57.23%）、交易性金融负债（占 15.23%）和其他流动负债（占 14.84%）为主。

截至 2013 年底，公司短期借款为 18.79 亿元，同比下降了 7.71%。主要有质押借款、抵押借款、保证借款以及信用借款构成。

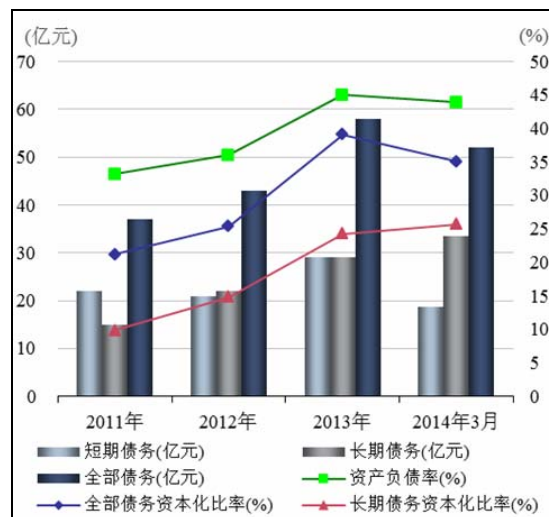
截至 2013 年底，公司交易性金融负债 5.00 亿元，主要是 2013 年 3 月 38 日，公司发行了南通综艺投资有限公司 2013 年度第一期短期融资券，发行规模 5 亿元，期限 1 年。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 4.86 亿元，主要是华泰南通公司一年期借款。

截至 2013 年底，公司非流动负债 41.07 亿元，主要由应付债券和递延所得税收益组成。其中，应付债券包括公司 2011 年发行的 7.00 亿元中期票据、2012 年的 7.50 亿元中期票据、

2013 年发行的 7.50 亿元中期票据以及综艺股份 2011 年发行的 7.00 亿元公司债。递延收益为 1.11 亿元，主要包括子公司美国 19MW 光伏电站项目建设投资补贴。

图 4 2011~2014 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司全部债务为 57.99 亿元，其中长期债务为 28.96 亿元，短期债务为 29.03 亿元。截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.95%、39.06%和 24.24%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 75.50 亿元，较 2013 年底增加 2.18%，其中流动负债占 36.71%，非流动负债占 63.29%；公司全部债务为 56.91 亿元，其中长期债务 33.37 元，短期债务 23.54 亿元，公司长期债务较 2013 年底有所增长，主要是长期借款增多所致。

总体看，目前公司债务结构以长期债务为主，债务负担有所上升。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2013 年底，公司流动比率为 193.66%，较上年下降 49.66 个百分点；公司速动比率为 171.26%，较上年下降 11.89 个百分点；经营现金流由正转负，经营现金流动负债比率为 -3.94%。总体看，公司可变现的金融资产大，对短期债务覆盖能力强。

从长期偿债指标来看，2013 年，受利润下

降影响，公司EBITDA为0.46亿元，较2012年大幅减少；全部债务/EBITDA的比率为125.62倍；EBITDA利息倍数为0.13倍。整体看，公司长期偿债能力大幅下降，长期偿债能力差。

截至2014年3月底，公司对外担保余额为6.58亿元，担保比率为6.82%；其中对参股公司欧贝黎能源科技股份有限公司担保5.90亿元，对南通好利达时装有限公司担保0.49亿元，对南通好运通服装有限公司各担保0.19万元。

截至2014年3月底，欧贝黎能源科技股份有限公司合并资产总额为21.35亿元，公司实现营业收入3.34亿元，利润总额-0.10亿元。

截至2014年3月底，公司本部获得银行授信32.18亿元，未使用额度10.67亿元。公司间接融资渠道通畅。此外，公司子公司综艺股份作为A股上市公司，具备较好的直接融资渠道。

2013年，公司经营活动现金流入量27.16亿元，为一年内待偿还债券本金（5亿元“14通综投CP001”）的5.43倍。截至2014年3月底，公司现金类资产合计14.60亿元，为待偿还债券本金的2.92倍。公司经营活动现金流量和现金类资产对公司待偿还债券的保障能力较强。

2013年，公司EBITDA为0.46亿元，为公司存续中长期债券本金（“11通综投MTN1”7亿元+“12通综投MTN1”7.5亿元+“13通综投MTN1”7.5亿元）的0.02倍。同期公司经营活动现金流入量为存续中长期债券本金的1.23倍。公司经营活动现金流入量对公司待偿还中长期债券的保障程度一般。

此外，公司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“11通综投MTN1”还本付息提供质押担保，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“11通综投MTN1”未偿还本金和当期利息之和（以下简称M值）的1.5倍要求。截至2014年7月29日，公司质押综艺股份股票14700万股，公司质押资产总市值达到M值的1.72倍。公司追加质押后资产对“11通综投

MTN1”的本息保障倍数高，有效提升了其本息的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对光伏、软件行业的发展现状、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

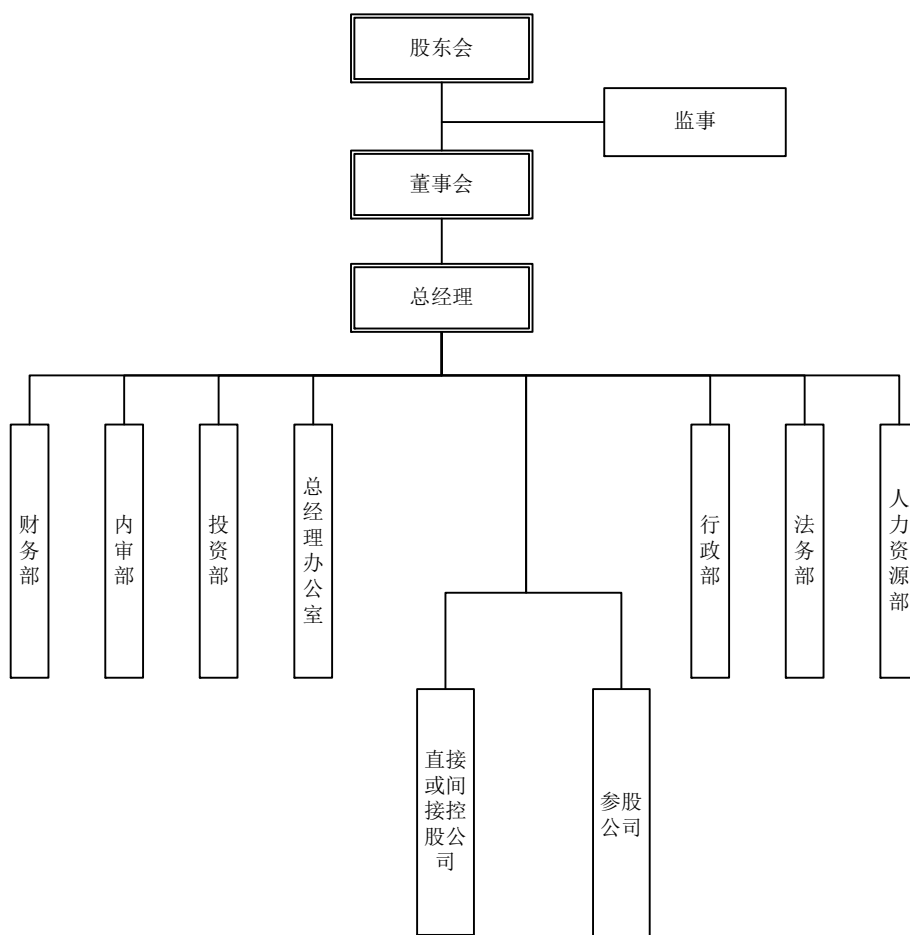
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“11通综投MTN1”AA⁻的信用等级，“12通综投MTN1”和“13通综投MTN1”AA⁻的信用等级，并维持“14通综投CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 截至 2013 年底公司股权结构

投资人	投资金额(元)	投资占比 (%)	出资方式
咎圣达	52172500.00	52.00	现金、实物
季风华	6521500.01	6.50	现金、实物
咎瑞国	6521500.01	6.50	现金、实物
徐 建	6521500.01	6.50	现金、实物
曹剑忠	6521500.01	6.50	现金、实物
咎瑞林	6521500.01	6.50	现金、实物
程建华	6521500.01	6.50	现金、实物
咎圣华	2006979.95	2.00	现金、实物
朱美兰	4514914.28	4.50	现金、实物
咎超	2006628.57	2.00	现金、实物
咎红燕	250828.57	0.25	现金、实物
江有珍	250828.57	0.25	现金、实物
合 计	100331680.00	100.00	-

资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.41	18.50	18.26	14.60
资产总额(亿元)	206.64	197.53	164.38	171.99
所有者权益(亿元)	138.05	126.42	90.49	96.48
短期债务(亿元)	22.03	20.98	29.03	23.53
长期债务(亿元)	14.99	21.99	28.96	33.37
全部债务(亿元)	37.02	42.98	57.99	56.91
营业收入(亿元)	27.70	25.07	19.87	4.45
利润总额(亿元)	10.06	10.60	-4.92	0.34
EBITDA(亿元)	12.33	13.96	0.46	--
经营性净现金流(亿元)	-10.10	5.03	-1.29	1.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.19	3.39	3.55	--
存货周转次数(次)	2.68	1.16	1.65	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.12	0.11	--
现金收入比(%)	111.09	118.68	124.80	100.36
营业利润率(%)	25.12	38.98	9.24	19.82
总资本收益率(%)	4.44	4.52	-3.37	--
净资产收益率(%)	5.63	6.05	-5.53	--
长期债务资本化比率(%) ⁰	9.79	14.82	24.24	25.70
全部债务资本化比率(%)	21.14	25.37	39.06	35.04
资产负债率(%)	33.19	36.00	44.95	43.90
流动比率(%)	240.41	243.32	193.66	213.64
速动比率(%)	189.53	183.15	171.26	187.75
经营现金流动负债比(%)	-43.46	20.98	-3.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.87	5.57	0.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.00	3.08	125.62	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	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+费用化利息支出) / (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%
经营现金流流动负债比	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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据+应付短期融资券
 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

附件4 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》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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息