

跟踪评级公告

联合[2015] 1654 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”的信用等级为AA，并维持“12通综投MTN1”、和“13通综投MTN1”的信用等级为AA⁻。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日



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 ⁻

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.01	17.20	24.53	21.51
资产总额(亿元)	197.53	164.38	234.70	238.79
所有者权益(亿元)	126.42	90.49	128.57	131.99
长期债务(亿元)	20.98	29.03	33.54	50.16
全部债务(亿元)	42.98	57.99	71.32	76.43
营业收入(亿元)	25.07	19.87	23.44	8.54
利润总额(亿元)	10.60	-4.92	4.23	4.25
EBITDA(亿元)	13.96	0.46	10.23	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	-1.29	3.14	4.94
营业利润率(%)	38.98	9.24	31.10	78.49
净资产收益率(%)	6.05	-5.53	2.91	--
资产负债率(%)	36.00	44.95	45.22	44.73
全部债务资本化比率(%)	25.37	39.06	35.68	36.67
流动比率(%)	243.32	193.66	184.16	142.74
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	125.62	6.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.57	0.13	2.31	--
经营现金流负债比(%)	20.98	-3.94	6.60	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产中已扣除有使用限制的货币资金。

分析师

赵楠 杨涵

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, 公司投资板块收入和盈利能力得到有效提升, 公司完成的部分海外太阳能电站项目已经实现并网发电, 板块收入规模和利润水平同比上升较快; 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、公司所持可供出售金融资产价格波动较大等因素对公司信用水平的不利影响。

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⁻, 评级展望为稳定, 维持“11通综投MTN1”AA的信用等级, 并“12通综投MTN1”和“13通综投MTN1”AA⁻的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司投资收入大幅上升, 对公司收入规模和盈利能力贡献大。
2. 跟踪期内公司收入增长较快, 资产负债率较低, 经营活动现金流入量和 EBITDA 对公司待偿还债券的保障能力较强。
3. 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. 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。

2. 公司债务规模快速增长，短期债务规模大，存在短期支付压力。
3. 公司其他应收款大幅增长，主要是关联企业往来款，对公司资金形成一定占用。
4. 跟踪期内，江苏综艺股份有限公司股票价格波动较大，可能影响质押资产对“11 通综投 MTN1”的覆盖程度。

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,经通州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2014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2014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19家。

截至2014年底,公司合并资产总额为234.70亿元,所有者权益合计为128.57亿元(包含少数股东权益38.18亿元)。2014年,公司实现营业收入23.44亿元,利润总额4.23亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为238.79亿元,所有者权益合计为131.99亿元(包含少数股东权益37.52亿元)。2015年1~3月,公司实现营业收入8.54亿元,利润总额4.25亿

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

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素实际增长10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005亿元,比上年名义增长15.7%(扣除价格因素实际增长15.1%)。全年进出口总额264335亿元人民币,比上年增长2.3%。

2014年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元,比上年增加11140亿元,增长8.6%。其中,中央一般公共预算收入64490亿元,比上年增加4292亿元,增长7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860亿元,比上年增加6849亿元,增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158

亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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，直接关系到国家政治、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，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 3.70 万亿元，同比增长 20.20%，软件产业收入占电子信息产业比重为 26.60%，比 2013 年提高 1.60 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年末，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

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为 27.7GW 和 29GW，同比分别增长 67.00%和 4.69%。在国际能源署（IEA）PVPS 出版的“2014 年全球光伏市场快照”初步市场数据显示，2014 年全球光伏装机容量从 2013 年的 37.6GW 安装上升至 38.7GW。2015 年一季度全球装机量超过 12GW，预估 2015 年全球太阳能总装机量会高达 52GW。

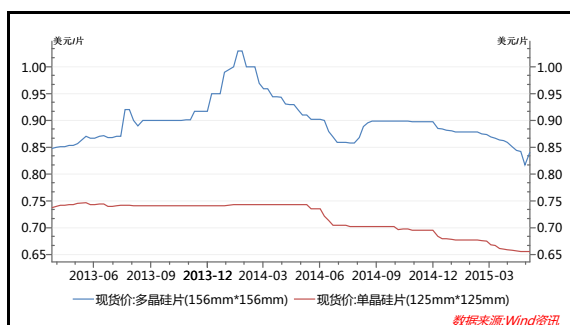
全球光伏发电市场主要集中于亚太地区，其次为欧洲国家，合计约占全球 77%左右的市场份额。从 2014 年各国装机情况来看，中国、日本和美国是全球安装量最高的国家，占全球市场 68%左右，其中中国光伏装机容量达到 10.60GW。

(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在发展阶段，应用市场需求量较小，因此中国生产的晶体硅太阳能电池多数销往欧洲、美国、日本等主要应用市场。

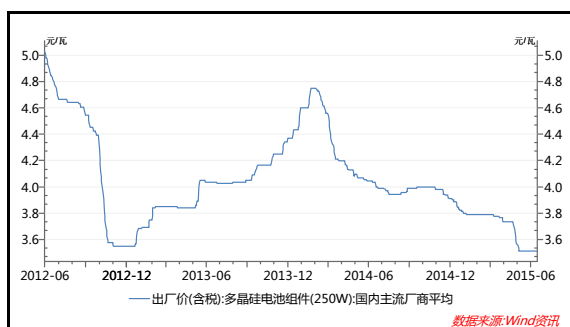
从主要产品价格上看，2011 年以来，光伏产业进入景气度下行阶段，光伏产品价格持续下跌，2012 年晶硅组件价格已跌破众多中小企业的成本价。2013 年，受补库存以及新兴区域需求增加的刺激价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。2014 年以来光伏行业产品市场景气度低迷，多晶硅、单晶硅和晶硅电池组价格持续走低。

图1 多晶硅片和单晶硅片价格走势
(单位: 美元/片)



资料来源: Wind 资讯

图2 晶硅电池组件价格走势
(单位: 元/瓦)



资料来源: Wind 资讯

从对外进出口情况上看,中国光伏协会指出,目前中国光伏行业依然面临着原材料、市场“两头在外”的局面。2014年中国光伏产品的进出口数据,可以看出,整个产业的对外依存度依然偏高,其中光伏电池及组件出口占比达到了52%。2014年,中国太阳能光伏电池进出口总额182.8亿美元,同比增长15.09%。其中,出口额144.1亿美元,同比增长17.27%,出口数量同比增长8.05%;进口额38.7亿美元,同比增长7.62%,进口数量同比增长6.25%。

目前中国光伏市场面临的主要问题可以概括为如下两个方面:

第一,中国光伏产业出口受到进口国政策制约较大,出口市场结构仍不稳定。2014年,中国光伏对欧洲的出口份额降幅较大,而对亚洲、拉美等新兴市场的增长则很明显。目前,日本、美国、荷兰已经成为中国太阳能光伏电池出口的前三大市场。2014年,中国太阳能光

伏电池对欧洲出口额为28.16亿美元,同比下降了24.25%,出口占比降至全年出口份额的19.55%。同期,亚洲国家已经成为中国光伏产品的主要出口市场之一,出口额达到78.54亿美元。2014年中国对拉丁美洲等新兴国家市场增幅最大,出口额高达4.86亿美元,同比增长159.21%。受美国对中国光伏第二次双反和加拿大对中国光伏双反预警案件影响,为避免征收追溯期惩罚关税,中国对北美市场出口光伏电池产品数量出现短期激增,同比增长27.52%,占当年总出口份额的16.4%。

第二,在出口贸易方式结构方面,加工贸易仍然占据行业主要地位。2014年中国太阳能光伏电池加工贸易出口额为75.85亿美元,同比增长15.75%。就国内出口省市分布情况来看,传统的光伏产品大省江苏依然占据了出口主导地位。江苏省太阳能光伏电池2014年全年出口额为67.34亿美元,占全国出口比重高达46.73%。浙江和河北则位列第二、三位,出口额分别为12.46亿美元和11.94亿美元,同比增长均超过15%。

(3) 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 1 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。

2015年国家能源局通过《关于下达2015年光伏发电建设实施方案的通知》提出，2015年全国新增光伏电站规模为1780万千瓦，规模内的项目具备享受国家可再生能源基金补贴资格。

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

目前国内光伏行业过剩产能情况较严重。2014年全球光伏新增装机容量约38.7GW，全球光伏的组件产能在50~60GW左右，其中中国产能就超过40GW。

近年来，国外主要光伏产品消费市场国家对相关产业补贴大幅减低并对中国产品提出“双反”措施，而国内太阳能装机容量尚不足，需求尚未释放，上游晶硅龙头多为外资企业，光伏行业“两头在外”的特征使整个行业暴露在美国市场的风险中。

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，2012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一定的不利影响。

总体看，国内光伏行业整体产能过剩，行业发展对政策依赖性较大，光伏产品制造企业未来仍然面对较大的财务风险和破产风险。

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的发展取得了长足发展。

根据《2014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5652.7亿元，按可比价格计算，比上年增长10.5%。其中：第一产业增加值367.1亿元，增长3.5%；第二产业增加值2873.8亿元，增长10.3%；第三产业增加值2411.8亿元，增长11.9%。人均GDP达到77457元。

全年固定资产投资额3896.4亿元，比2013年增长18.1%，其中，民间投资2895.1亿元，增长20.2%，占固定资产投资的比重达74.3%，提高1.3个百分点；工业投资2046.8亿元，增长10.3%，其中技改投资1220.8亿元，占工业投资的比重达到59.6%，比2013年提高6.4个百分点。固定资产投资中，第二产业投资2046.8

亿元,增长 10.3%;第三产业投资 1839.7 亿元,增长 27.6%。全年基础设施投资 622.8 亿元,增长 44.0%。

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 2014 年底,综艺股份资产总额为 65.69 亿元,所有者权益 45.22 亿元,2014 年实现营业收入 7.15 亿元,利润总额 2.05 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。

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

2014 年公司实现营业收入 23.44 亿元,较 2013 年大幅上升,主要系公司出售可供出售金融资产规模增长较大,导致投资板块收入大幅上升所致。分板块来看,软件业务收入较上年下降较大,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,主要系公司部分太阳能电站已经实现并网发电,形成利润所致;投资板块上,公司处置可供出售金融资产增加,板块收入规模相应大幅上升。

从公司利润水平看,2014 年毛利率水平高达 31.58%,较 2013 年水平大幅上升,主要系两方面原因所致:第一、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,由于减值准备已经计提较为充分,2014 年计提减值损失金额为 0.20 亿元,同比大幅下降;第二、2014 年公司投资业务板块业绩良好,板块收入水平和毛利率均较上年有显著提升。

2015 年第一季度,公司新能源板块实现营业收入 8.54 亿元,较 2014 年同期上升 91.91%,

由于投资收益占比达，毛利率上升至 78.73%，主要系太阳能电站业务下的欧洲电站、美国电站业务带来收入稳中有增，美国 SREC 能源卡价格回升，新疆克州电站实现并网发电所致，太阳能电站业务收入包括电站销售、电费收入、能源卡的收入等。由于 2015 年第一季度太阳能

电站收入中仅包括利润率较低的电费收入，板块毛利率大幅降至 2.82%。

跟踪期内，由于公司所出售的可供出售金融资产价格增长较大，营业收入和毛利率均出现大幅增长。

表 2 近年公司营业收入和毛利率

业务板块	2013 年度		2014 年度		2015 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 (%)
软件	11.18	3.28	9.40	3.90	0.64	4.64
新能源	3.47	-15.95	4.46	19.49	0.52	2.82
投资	2.06	72.81	4.12	99.37	6.19	99.81
高新电子制造	1.57	32.45	2.51	45.03	0.53	36.94
其他	1.59	7.53	2.94	31.88	0.65	46.94
合计	19.87	9.76	23.44	31.58	8.54	78.73

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；各版块收入之和与总收入有细微差异系统计过程中保留两位有效数字所致。

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3 公司主要代理软件产品销售情况（单位：万元）

项目名称	2013 年度	2014 年度	2015 年 1~3 月
微软软件	41995.71	31525.33	1562.87
应用类软件	41760.91	41566.16	2935.82
单机杀毒软件	18873.47	14617.78	726.62
网络安全软件	5948.27	3845.27	734.29
游戏类软件	3231.30	2406.26	461.83
合计	111809.66	93960.80	6421.43

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司软件业务板块营业收入为 9.40 亿元，同比减少 15.96%。毛利率为 3.90%，同比上升 0.62 个百分点，行业利润率不高，主要系国内盗版软件使用率高，软件销售行业竞争激烈所致。

3. 新能源业务

表4 公司新能源业务构成（单位：亿元）

新能源收入构成	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
薄膜太阳能电池	0.00	--	--

单晶硅电池片	0.01	0.13	--
太阳能发电设计及施工	0.00	--	--
硅棒、硅锭及切片	1.99	2.00	0.17
发电收入	1.47	2.33	0.35
合计	3.47	4.46	0.52

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，该业务板块 2014 年延续亏损态势，全年实现收入 1302.54 万元，毛利率 -3.59%。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，未能达到预期验收标准，2013 年度公司子公司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。2014 年，公司预计部分设备已经没有使用价值继续对相关设备计提 0.20 亿元减值损失。考虑到现有薄膜太阳能电池的市场竞争力相对较弱，为改善综艺光伏的经营状况，盘活现有资产，经多次协商决定，公司决定与综艺光伏另一股东（也是其设备供应商）韩国周星工程有限公司对综艺光伏进行等比例增资。2014 年 12 月 31 日综艺光伏收到韩国周星工程有限公司 84 万美元，综艺光伏实收资本从增资前的 94762.28 万元增加到 96308.78 万元。

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。2014 年，公司太阳能电站业务收入增长较快，公司经营欧洲电站、美国电站所得收入稳中有增，投资开发的新疆克州电站实现并网发电。2014 年度，公司全面实现电费和补贴收入 23313.89 万元，同比增长 58.50%，毛利率为 39.19%。

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 2014 年末，公司该板块业务在欧洲地区收入上升较快，全年实现收入 15877.93 万元，毛利率为

37.40%。2014 年上半年，公司在罗马尼亚布加勒斯特地区新建了 12.5MW 光伏电站建设项目，并按计划于当年 12 月顺利实现并网发电，由于正在办理能源卡，电费暂时未记账。西西里意大利公司 6.149MW 电站及 0.851MW 电站、皮埃蒙特公司 2.50598MW 电站及马尔凯公司 3 兆瓦项目中 1 兆瓦项目，预计将由公司自主运营，一年内预期不进行光伏电站整体转让，经公司管理层决定将其转为固定资产。

美国市场方面，公司在建设的停顿瀑布电站 2014 年度运营情况良好，电费收入及 SREC 销售收入较为稳定，为 5359.74 万元，毛利润 2080.85 万元。2014 年公司新建的美国哈瓦 9MW 电站于 2015 年 1 月基本建成，截至 2015 年 3 月底尚未实现收入。2011 年 5 月，公司投资 8000 万美元于美国新泽西州筹建 19MW 光伏电站项目，资金来源为公司自筹，目前由公司控股子公司综艺太阳能(美国)有限公司（以下简称“综艺美国公司”）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。综艺美国公司根据取得 SREC 指标当期的市场价格确认营业收入并列报其他流动资产。出售时，公司根据实际销售价格与账面价值的差额调整当期营业收入。截至 2014 年底，公司共计持有 SREC 指标价值 0.26 亿元，较上年增长 22.02%

2013 年公司在新疆投资开发的 20MW 光伏项目，该项目于 2013 年末实现并网发电，并建立了自主电站运维管理团队。2014 年该项目运营良好。

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

公司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”)。

公司在所投资的二十多家企业中,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。

2014年,公司创业投资板块实现收入4.12亿元,主系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850万股,以及减少南京红宝丽股份有限公司(以下简称“红宝丽”)630.08万股,分别获得现金收益3.18亿元和0.37亿元所致。公司本部新追加投资股权项目2个,投资金额53329.52万元。

表5 2014年公司创业投资新增股权项目情况

投资项目	投资成本	截至2014年底持股比例	所处投资阶段
长安责任保险股份有限公司	2448.60 万元	11.76%	成长期
山东七河生物科技股份有限公司	2000.00 万元	5.13%	成长期
博昱科技(丹阳)有限公司	2000.00 万元	3.83%	成长期
苏州泉达科技创业投资中心(有限合伙)	2950.00 万元	29.50%	成长期
苏州华鼎建筑装饰工程有限公司	2000.00 万元	39.60%	成长期
ContraFect Corporation	83.14 万美元	7.80%	已上市
Centrexion Corporation	455.00 万美元	<5.00%	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和综艺金融港项目等(其中上海综艺控股项目为上海南外滩滨水岸线处的一栋写字楼,公司拿地成本3.8万元/平米,周边写字楼售价12万元/平米,综艺金融港项目位于南通市通州区,包括高新人才公寓和金融商务裙楼,总用地面积2.415公顷,总建筑面积91025平方米),投资规模较小,2015年4~12月和2016年计划

投资额分别为2.75亿元和1.80亿元,2012~2014年,公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.03亿元、-1.29亿元和3.14亿元,公司投资活动支出规模较大,除在建项目外,亦存在股权投资需求,对外部融资存在一定的依赖性。截至2015年3月底,公司拟建项目已投资额11.14亿元,在建项目投资额4.55亿元。后续资金来源主要是自有资金。

表6 公司投资规划(单位:万元)

项目名称	性质	预计总投资	截至2015年3月已投资	2015年4~12月	2016年	2017年	竣工时间
上海综艺控股	在建	100000.00	67000.00	20000.00	18000.00	--	2016.12
综艺金融港	在建	50000.00	44375.00	7500.00	--	--	2015.12
合计	—	150000.00	111375.00	27500.00	18000.00	0.00	--

资料来源:公司提供

注:各期投资金额可能与预计投资金额有所差异。

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；4 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。

九、财务分析

1. 财务概况及财务质量

公司提供的 2014 年财务报表由南通恒信联合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 2015 年第一季度财务报表未经审计。

从合并范围上看，2014 年公司合并范围较 2013 年新增 8 家，没有减少合并单位。截至 2014 年底，公司合并资产总额为 234.70 亿元，所有者权益合计为 128.57 亿元。2014 年，公司实现营业收入 23.44 亿元，利润总额 4.23 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 238.79 亿元，所有者权益合计为 131.99 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.54 亿元，利润总额 4.25 亿元。

2. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 23.44 亿元，较 2013 年增长 17.96%，主要系公司出售可供出售金融资产增加导致投资板块收入大幅上升所致。2014 年，公司营业利润率为 31.10%，较

2013 年的 9.24% 大幅增长了 21.86 个百分点，公司利润总额和毛利率同比出现好转主要系两方面原因所致：第一、2013 年度，公司子公司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，由于减值准备已经计提较为充分，2014 年计提减值损失金额为 0.20 亿元，同比大幅下降；第二、2014 年公司投资业务板块业绩良好，板块收入水平和毛利率均较上年有显著提升。

2014 年，公司期间费用率为 29.14%，较上年的 23.63% 上升 5.51 个百分点。主要系 2014 年公司筹资活动现金流入快速增加导致财务费用增至 4.19 亿元，同比上升 93.57% 所致。

2014 年，公司投资收益较上年大幅增长 132.25% 至 5.84 亿元，主要由洋河股份分红 1.91 亿元和长余系列基金分红 2.42 亿元等构成。

截至 2014 年底，公司营业外收入 0.27 亿元，同比下降了 84.05%，主要是政府补助由上年的 1.54 亿元下降至 2014 年的 0.20 亿元所致，政府补助主要由增值税退税 470.01 万元、密码算法芯片产业补助 550.00 万元，上海地区资金补助 520.00 万元组成。

2014 年，公司实现利润总额 4.23 亿元，跟踪期内实现扭亏为盈，其主要原因是公司投资板块的利润增长，此外 2013 年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，而 2014 年公司计提减值损失金额大幅下降也间接促使当期利润同比大幅上升。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 8.54 亿元和 4.25 亿元，较上年同期增长 91.81% 和 1131.98%，主要系公司于 2015 年初对外出售可供出售金融资产（主要是洋河股份的股票）导致投资业务板块收入大幅上升至 6.19 亿元所致。

整体看，跟踪期内，公司收入增长较快，期间费用高企，利润总额提升主要源于计提减值损失降低及股权投资收益上升。

3. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014年，受益于公司软件、新能源和投资板块收入增长影响，公司经营活动现金流入同比增长5.46%，为28.64亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为24.70亿元，同比变化不大；经营活动现金流出为25.50亿元，同比降低10.38%，主要系公司软件板块开支降低所致，其中支付的购买商品、接受劳务支付的现金为16.87亿元，同比降低8.53%；公司收到其他与经营活动有关的现金为3.82亿元，支付其他与经营活动有关的现金为6.59亿元，公司经营活动现金净流量为3.14亿元；2014年，公司现金收入比为105.39%，同比下降19.41个百分点，主要系公司2014年应收账款规模大幅增长所致。总体看，跟踪期内公司经营现金流增长较快，收入实现质量一般。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入为15.91亿元，同比增长77.67%，主要系公司收回投资取得的现金和取得投资收益收到的现金大幅上升所致；公司投资活动支出的现金为28.17亿元，同比增长33.54%，主要是投资子公司和购买可供出售金融资产的支出；2014年，公司投资活动现金净流量为-12.26亿元，流出规模较2013年下降较大。

2014年，公司筹资活动前现金流量净额为-9.12亿元，经营活动净现金流不能覆盖投资支出。对外部融资依赖程度大。

2014年，公司筹资活动现金流入为71.18亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出为51.81亿元，主要为偿还债务支付的现金；2014年，公司筹资活动现金净流量为19.37亿元，筹资活动现金流入净额同比增长68.62%。

2015年1~3月，公司经营活动产生的现金流入量为10.42亿元，经营活动产生的现金流量净额为4.94亿元，现金收入比为106.32%，较2014年同期有所降低；公司投资活动产生的现金流入量为4.11亿元，投资活动产生的现金流量净额为-7.55亿元，主要系公司于2015年

初大幅增持可供出售的金融资产所致；公司筹资活动现金流入为10.36亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.01亿元。

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流入规模稳步增长，收入实现质量有所下降，投资支出保持较大规模，经营性净现金流量无法覆盖投资活动支出需要，公司资金压力较大。

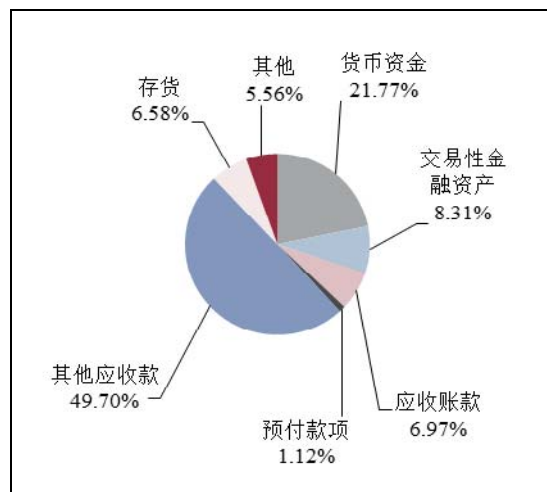
4. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为234.70亿元，较2013年底增长42.78%，主要是由于公司持有的洋河股份和红宝丽股权等可供出售金融资产公允价值大幅上升所致；资产中流动资产占37.36%，非流动资产占62.64%；流动资产为87.69亿元，较2013年底增长37.94%，主要系2014年公司其他应收款规模大幅上升及公司持续盈利并大幅增加长期借款导致货币资金水平大幅上升所致；非流动资产为147.01亿元，同比增长45.83%，主要系公司增持以及持有的可供出售金融资产公允价值大幅上升所致。

截至2014年底，公司流动资产87.69亿元，以其他应收款（占比49.70%）、货币资金（占比21.77%）、交易性金融资产（占比8.31%）、应收账款（占比6.97%）和存货（占比6.58%）为主。

图3 2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底,公司货币资金 19.09 亿元,同比上升 103.33%,主要系公司持续盈利并大幅增加长期借款导致货币资金水平大幅上升所致。公司货币资金中库存现金、其他货币资金和银行存款分别占 0.13%、9.98%和 89.89%,其中受限制货币资金 1.91 亿元,占货币资金的 9.98%。

截至 2014 年底,公司交易性金融资产为 7.29 亿元,同比下降 16.15%,主要系公司于 2014 年底确认公允价值变动收益 -1.90 亿元所致。

截至 2014 年末,公司应收账款账面余额 6.11 亿元,同比增长 29.80%,新增部分主要为公司新增子公司应收彩票佣金。公司计提坏账准备 0.57 亿元,计提比例较为谨慎;从账龄来看,1 年以内应收账款占 97.55%,1~2 年占 0.80%,2~3 年占 0.76%,三年以上的占 0.89%;从集中度来看,公司前五名应收账款客户占 35.05%,同比较低 9.54 个百分点,集中程度较高。总体看,公司应收账款规模较小,账龄较短,集中度较高。

截至 2014 年底,其他应收款为 43.58 亿元,同比增长 60.88%,主要是关联企业往来款的增加,其中账龄在 1 年以内的占 99.69%。公司共计提了 0.09 亿元的坏账准备,占其他应收款总额的 0.20%。

截至 2014 年底,公司存货总额为 5.77 亿元,较上年下降 21.57%,主要系公司西西里意大利公司 6.149MW 电站及 0.851MW 电站、皮埃蒙特公司 2.50598MW 电站及马尔凯公司 3 兆瓦项目中 1 兆瓦项目,预计将由公司自主运营,一年内预期不进行光伏电站整体转让,经公司管理层决定将其转为固定资产,马尔凯公司 0.738MW 对外出售所致。公司存货主要由库存商品(占 32.96%)、产成品—完工电站项目(占 21.40%)、在产品—在建电站项目(占 15.42%)构成和开发产品(占 15.31%)和原材料(占 11.09%)。2014 年公司累计计提存货跌价准备 0.44 亿元,主要为对库存商品(计提减值准备 0.31 亿元)和原材料(计提减值准备 0.13

亿元)的计提。

截至 2014 年底,公司非流动资产 147.01 亿元,同比增长 45.83%,主要系可供出售的金融资产公允价值大幅变动所致,主要构成为可供出售金融资产(占 71.32%)、固定资产(占 14.38%)、无形资产(占 6.48%)和商誉(占 3.58%)。

截至 2014 年底,公司可供出售金融资产 104.85 亿元,同比增长 89.88%。其增长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增长 183.89%。2014 年,公司分别减持洋河股份和红宝丽 850 万股和 630.08 万股,获得收入 3.18 亿元和 0.37 亿元,导致公司投资板块收入的大幅上升。总体来看,公司可供出售金融资产价值高,流动性强,但近年来价值波动幅度较大,对公司资产总额影响极大,存在一定风险。

表 7 2014 年底公司可供出售金融资产构成
(单位: 亿元)

项目	持股数	期末公允价值
南通精华制药股份有限公司	3300 万股	7.40
江苏洋河酒厂股份有限公司	9436 万股	72.33
SINA CORPORATION	17 万股	0.40
辉山乳业股份有限公司	36990 万股	3.94
长余系列基金	4.503 亿份	4.52
从长期股权投资转入	--	12.66
其余投资(主要海外)	--	3.60
合计	--	104.85

资料来源: 公司提供

截至 2014 年末,公司固定资产规模同比增长 14.03%,固定资产净值为 21.15 亿元,主要系西西里意大利公司 6.149 兆瓦电站及 0.851 兆瓦电站、皮埃蒙特公司 2.50598 兆瓦电站及马尔凯公司 3 兆瓦项目中 1 兆瓦项目有存货转固所致。固定资产净值中占比较大的为海外光伏电站、机器设备和房屋及建筑物,分别占 48.82%、29.18%和 21.09%。

截至 2014 年末,公司无形资产 9.53 亿元,

同比增长 84.16%，主要系公司当期获得土地使用权增加 4.45 亿元所致。截至 2014 年底，公司无形资产主要为土地使用权（占 95.77%）。

截至 2014 年底，公司在建工程账面价值 2.11 亿元，同比下降 21.26%，其中主要为新疆克州光伏电站 20MW 项目部分转固所致。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 238.79 亿元，较 2014 年底增长 17.41%，主要系可供出售金融资产的增长 7.57% 至 112.78 亿元所致，其中无形资产为 9.78 亿元，较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模稳步增长，公司流动资产中货币资金和其他应收款占比较高，资产流动性尚可；非流动以资产以可供出售金融资产占比高，流动性好，但其价值受市场价格波动影响明显，对公司资产稳定性影响大。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 128.57 亿元，同比增长 42.09%，主要是公司所持可供出售金融资产价格在 2014 年大幅回升造成公司其他综合收益增加 56.81 亿元所致。2014 年公司资本公积为 8.35 亿元，同比下降 79.66%，主要系公司按照新会计准则将部分其他资本公积确认为其他综合收益所致。公司所有者权益合计中归属母公司所有者权益合计 90.39 亿元，其中股本占 1.11%、资本公积占 9.24%、未分配利润占 26.81%，其他综合收益占 62.84%。截至 2014 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 2015 年 3 月底，公司所有者权益 131.99 亿元（含少数股东权益 37.52 亿元），较 2014 年底略有增长。

总体看，由于公司所持上市公司股权公允价值波动性较大，导致公司其他综合收益增长较大，公司所有者权益稳定性较差。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 106.13 亿元，其中流动负债占 44.87%，非流动负债占

55.13%。

截至 2014 年底，公司流动负债 47.62 亿元，主要以短期借款（占 44.10%）、一年内到期的非流动负债（占 15.75%）、交易性金融负债（占 10.50%）、其他应付款（占 9.70%）和其他流动负债（占 8.40%）为主。

截至 2014 年底，公司短期借款为 21.00 亿元，同比增长 11.80%。主要有质押借款、抵押借款、保证借款以及信用借款构成。

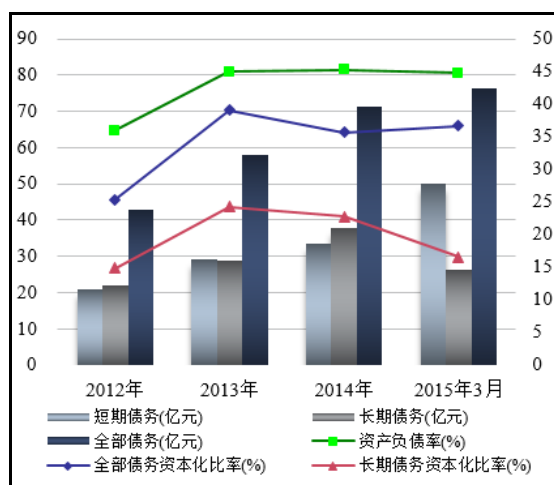
截至 2014 年底，公司交易性金融负债 5.00 亿元，为 2014 年 4 月 4 日，公司发行的 2014 年度第一期短期融资券“通综投 CP001”，发行规模 5 亿元，期限 1 年。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 7.50 亿元，为 2012 年 11 月 26 日，公司发行的 2014 年度第一期中期票据“12 通综投 MTN1”，发行规模 7.5 亿元，期限 3 年。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 4.00 亿元，主要是华泰南通公司一年期质押借款（股票质押式回购交易），该笔交易将于 2015 年 9 月到期。

截至 2014 年底，公司非流动负债 58.51 亿元，主要由应付债券、长期借款和递延所得税收益组成。其中，应付债券为 21.45 亿元，包括公司 2011 年发行的 7.00 亿元中期票据、2013 年发行的 7.50 亿元中期票据。综艺股份 2011 年发行的 7.00 亿元公司债。递延所得税负债为 19.20 亿元，主要系 2014 年公司持有可供出售金融资产公允价值大幅提升，造成当年应纳税暂时性差异从 2013 年底的 43.59 亿元大幅提升至 76.80 亿元所致。

图4 2012~2015年3月底公司债务结构



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司全部债务为71.32亿元，其中长期债务为37.78亿元，短期债务为33.54亿元。截至2014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45.22%、35.68%和22.71%。

截至2015年3月底，公司负债总额106.80亿元，较2014年底变化不大，其中流动负债占54.94%，非流动负债占45.06%；公司全部债务为76.43亿元，其中长期债务26.26亿元，短期债务50.16亿元，公司债务总额较2014年底有所增长，主要是短期借款增长所致。

总体看，目前公司债务结构以短期债务为主，债务水平快速上升。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2014年底，公司流动比率为184.16%，较上年下降9.51个百分点；公司速动比率为172.04%，较上年增长0.78个百分点；经营现金流由负转正，经营现金流流动负债比率为6.60%。总体看，公司可变现的金融资产规模大，短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2014年，受公司收入和利润水平上升影响，公司EBITDA为10.23亿元，较2013年大幅增长；全部债务/EBITDA的比率下降至6.97倍；EBITDA利息倍数上升至2.31倍。整体看，公司长期偿债能力大幅提升，

长期偿债能力尚可。

截至2015年3月底，公司对外担保余额为6.09亿元，担保比率为4.61%。主要为公司对参股公司欧贝黎能源科技股份有限公司担保4.76亿元，对南通好利达时装有限公司担保0.59亿元，对南通好运通服装有限公司担保0.44亿元，对南通市通州区至诚软件开发有限公司担保0.30亿元。

截至2015年3月底，欧贝黎能源科技股份有限公司合并资产总额为21.23亿元，公司实现营业收入9.19亿元，利润总额-0.55亿元，由于欧贝黎能源科技股份有限公司通过城投提供3亿元的反担保措施，另外还有职工股提供反担保，因此公司代偿风险不大。

截至2015年3月底，公司（合并）获得银行授信44.70亿元，其中已使用额度34.55亿元，未使用额度10.15亿元。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（股票代码：600770），具备较好的直接融资渠道。

2014年，公司经营活动现金流入量28.64亿元，为跟踪期内待偿还债券本金（“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1.30倍；经营活动产生的现金流量净额为3.14亿元，为全部待偿还中期票据本金的0.14倍。2014年，公司EBITDA为10.23亿元，为全部待偿还中期票据本金的0.47倍。总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还中期票据的保障能力较强。

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的1.5倍要求。目前公司质押综艺股份股票14700万股，以2015年7月29日为基准，按综艺股份股票前20日均价计算的公司质押资产总市值为21.04亿元，达到“11通综投MTN1”

未偿还本金和当期利息之和的 3.01 倍。公司质押资产对“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

根据中国人民银行企业信用报告（报告编号：G10320612000180900），截至2015年5月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司存在16笔已结清的关注类贷款，主要为银行内部原因以及公司部分业务为光伏行业导致贷款为关注。

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

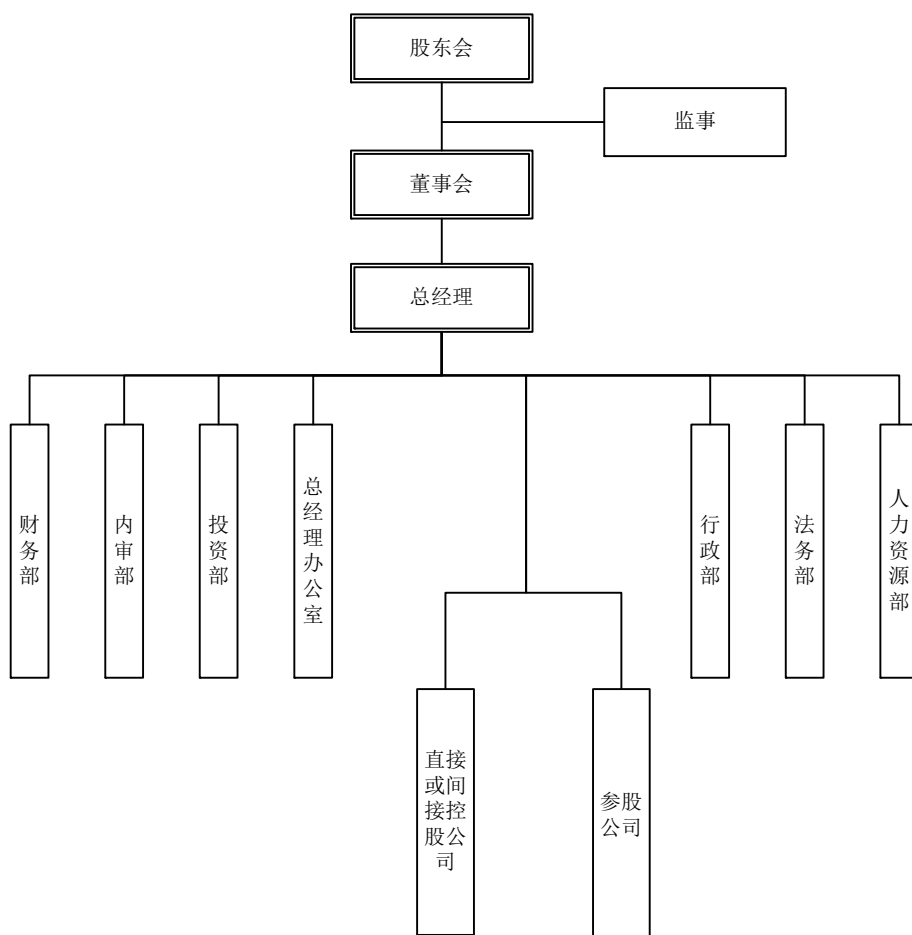
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，维持“11通综投MTN1”AA的信用等级，并维持“12通综投MTN1”和“13通综投MTN1”AA⁻的信用等级。

附件 1-1 截至 2014 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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.01	17.20	24.53	21.51
资产总额(亿元)	197.53	164.38	234.70	238.79
所有者权益(亿元)	126.42	90.49	128.57	131.99
短期债务(亿元)	20.98	29.03	33.54	50.16
长期债务(亿元)	21.99	28.96	37.78	26.26
全部债务(亿元)	42.98	57.99	71.32	76.43
营业收入(亿元)	25.07	19.87	23.44	8.54
利润总额(亿元)	10.60	-4.92	4.23	4.25
EBITDA(亿元)	13.96	0.46	10.23	--
经营性净现金流(亿元)	5.03	-1.29	3.14	4.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.39	3.55	4.24	--
存货周转次数(次)	1.16	1.65	2.44	--
总资产周转次数(次)	0.12	0.11	0.12	--
现金收入比(%)	118.68	124.80	105.39	106.32
营业利润率(%)	38.98	9.24	31.10	78.49
总资本收益率(%)	6.00	-0.92	4.08	--
净资产收益率(%)	6.05	-5.53	2.91	--
长期债务资本化比率(%) ⁰	14.82	24.24	22.71	16.60
全部债务资本化比率(%)	25.37	39.06	35.68	36.67
资产负债率(%)	36.00	44.95	45.22	44.73
流动比率(%)	243.32	193.66	184.16	142.74
速动比率(%)	183.15	171.26	172.04	132.98
经营现金流动负债比(%)	20.98	-3.94	6.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.57	0.13	2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	125.62	6.97	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计；现金类资产中已扣除有使用限制的货币资金。

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%
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
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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