跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1593 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，并维持“11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

二零一六年七月二十二日

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

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.20	24.53	19.91	19.88
资产总额(亿元)	164.38	234.70	252.03	245.84
所有者权益(亿元)	90.49	128.57	140.70	138.97
短期债务(亿元)	29.03	37.54	49.26	44.90
全部债务(亿元)	57.99	75.32	81.56	77.20
营业收入(亿元)	19.87	23.44	47.81	6.46
利润总额(亿元)	-4.92	4.23	18.61	0.75
EBITDA(亿元)	0.46	10.23	25.34	--
经营性净现金流(亿元)	-1.29	3.14	31.59	1.28
营业利润率(%)	9.24	31.10	78.87	23.22
净资产收益率(%)	-5.53	2.91	10.22	--
资产负债率(%)	44.95	45.22	44.17	43.47
全部债务资本化比率(%)	39.06	36.94	36.70	35.71
流动比率(%)	193.66	184.16	157.96	163.88
全部债务/EBITDA(倍)	125.62	7.37	3.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.13	2.31	5.16	--
经营现金流动负债比(%)	-3.94	6.60	52.23	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2.现金类资产中已扣除受限资金；
3.其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

分析师

黄 露　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“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，公司海外太阳能电站项目已实现并网发电，板块收入规模和利润水平较为稳定。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、公司投资板块受资本市场波动影响较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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（以下简称“综艺股份”）股票作为质押资产，为“11通综投MTN1”还本付息提供质押担保，进一步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。

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. 公司现金类资产和经营活动现金流对公司待偿还中期票据保障能力较强。
3. 公司质押资产进一步增强了“11 通综投 MTN1”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. 公司债务规模有所增长，短期债务占比提高，存在一定短期支付压力。
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。

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至“11 通综投 MTN1”到期日内有效；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“11 通综投 MTN1”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 2016 年 3 月底，公司实收资本为 10033.17 万元。公司实际控制人为眷圣达，持股比例为 52%，实际控制人与股东眷瑞国、眷瑞林、眷圣华皆为亲属关系。

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 2015 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 22 家。

截至2015年底，公司合并资产总额为252.03亿元，所有者权益合计为140.70亿元（包含少数股东权益39.76亿元）。2015年，公司实现营业收入47.81亿元，利润总额18.61亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为245.84亿元，所有者权益合计为138.97亿元（包含少数股东权益39.95亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入6.46亿元，利润总额0.75亿元。

公司注册地址：江苏省南通市兴东镇黄金村；法定代表人：眷瑞林。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年

中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点；除2月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为2.3万亿美元和1.7万亿美元，同比分别下降2.9%和14.2%，进、出口增速较2014年分别回落10个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是2015年政策性银行共发行专项金融债6000亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排4批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广PPP模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年末，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%，比上年末高1.1个百分点，高于年初设定的12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。整体看，2015年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

（1） 行业现状

中国软件行业现处于快速成长期，正加速成长为信息产业中增长最快、潜力最大的行业。根据工业与信息化部有关统计资料，2010年～2015年中国软件产业营业收入从1.3万亿元增长到4.3万亿元，增长幅度为230%。全国规模以上软件和信息技术服务企业达40941家，共完成软件业务收入4.3万亿元，同比增长16.6%，其中软件产品收入为1.4万亿，同比增长16.4%，软件产品收入占软件业务总收入的32.56%。

从细分产业领域来看，2015年，软件产品实现收入14048亿元，同比增长16.4%，增速低于2014年7.1个百分点，比1~11月提高1.2个百分点。其中，信息安全产品增长16.3%，增速比1~11月下调0.2个百分点；信息技术服务实现收入22123亿元，同比增长18.4%，增速比2014年提高1.7个百分点，比1~11月提高0.6个百分点。其中，运营相关服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入增长

18.3%；电子商务平台服务（包括在线交易平台服务、在线交易支撑服务在内的信息技术支持服务）收入增长 25.1%；集成电路设计实现收入 1449 亿元，同比增长 13.3%；其他信息技术服务（包括信息技术咨询设计服务、系统集成、运维服务、数据服务等）收入增长 17.8%。嵌入式系统软件实现收入 7077 亿元，同比增长 11.8%，增速低于 2014 年 18.9 个百分点，比 1~11 月下降 1.7 个百分点。软件业实现出口 545 亿美元，同比增长 5.3%，增速比 2014 年提高 1.6 个百分点。

（2） 行业政策

软件业一直是中国政府扶持和资助的重点产业，从2000年以来，国务院和国家各部委出台了一系列政策法规，以加强软件政策体系建设，为软件业的快速发展奠定了坚实的基础。

表1 2000年以来中国主要软件产业政策

时间	政策文件	制定单位	政策方向及内容
2000 年	《鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（俗称“18 号文”）	国务院	明确从税收、投融资、知识产权保护、人才培养及政府采购等方面规定了多重鼓励扶持政策
2001 年	《国家软件企业产业基地管理办法》	信息产业部、国家计委	规范国家级软件产业基地的建设和管理
2002 年	《振兴软件产业行动纲要（2002 年至 2005 年）》	国务院	制定了阶段产业目标（2002－2005 年），并提出了振兴的具体措施
2003 年	《关于加快软件人才培养和队伍建设的若干意见》	教育部、发改委、科技部、人事部、信息产业部等部委	加快软件人才培养和队伍建设
2004 年	《关于进一步提高中国软件企业技术创新能力的实施意见》	科技部、发改委、商务部、信息产业部、国家标准化管理委员会	提高中国软件企业技术创新能力
2004 年	《关于支持软件产业发展专项整合资金使用情况的函》	财政部	整合资金支持软件行业的发展
2006 年	“核高基”重大专项	国务院	为中国基础软件的发展提供支持
2008 年	《软件产业“十一五”专项规划》	信息产业部	制定了发展目标（2006－2010 年），提出大力支持民族软件产业，积极发展软件服务业
2009 年	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	制定了发展目标（2009－2011 年），调整产业结构，提升软件和信息服务比重
2011 年	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（“新 18 号文”）	国务院	强化投融资支持；加大对研究开发的支持力度；实施税收优惠；加强人才培养和引进；严格落实软件和集成电路知识产权保护制度，依法打击各类侵权行为；加强市场引导，规范市场秩序。
2012 年	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	加强以网络化操作系统、海量数据处理软件等为代表的基础软件、云计算软件、工业软件、智能终端软件、信息安全软件等关键软件的开发等。
2012 年	《软件和信息技术服务业“十二五”发展规划》	工业和信息化部	重点发展基础软件、工业软件与行业解决方案、信息技术咨询服务、服务外包、新兴技术服务等领域，至 2015 年，培育 10 家以上年收入超过 100 亿元的软件企业，产生 3 到 5 个千亿级企业。
2013 年	《国家重大科技基础设施建设中长期规划（2012—2030 年）》	国务院	将建设未来网络试验设施，包括：原创性网络设备系统，资源监控管理系统，涵盖云计算服务、物联网应用、空间信息网络仿真、网络信息安全、高性能集成电路验证以及量子通信网络等开放式网络试验系统。
2015 年	《促进大数据发展行动纲要》	国务院	推动大数据发展和应用，在未来 5 至 10 年打造精准治理、多方协作的社会治理新模式，建立运行平稳、安全高效的经济运行新机制，构建以人为本、惠及全民的民生服务新体系，开启大众创业、万众创新的创新驱动新格局，培育高端智能、新兴繁荣的产业发展新生态。

资料来源：联合资信整理

2015 年 8 月，国务院正式发布《中国制造 2025》，指出新一代信息技术产业要与制造业深度融合，加大科技创新力度，推动三维（3D）打印、移动互联网、云计算、大数据、生物工程、新能源、新材料等领域取得新突破。同时，《中国制造 2025》还指出国家将着力提升集成电路设计水平，不断丰富知识产权（IP）核和设计工具，突破关系国家信息与网络安全及电子整机产业发展的核心通用芯片，提升国产芯片的应用适配能力。掌握高密度封装及三维（3D）微组装技术，提升封装产业和测试的自主发展能力。形成关键制造装备供货能力；此外，在信息通信设备方面，要掌握新型计算、高速互联、先进存储、体系化安全保障等核心技术，全面突破第五代移动通信（5G）技术、核心路由交换技术、超高速大容量智能光传输技术、“未来网络”核心技术和体系架构，积极推动量子计算、神经网络等发展。研发高端服务器、大容量存储、新型路由交换、新型智能终端、新一代基站、网络安全等设备，推动核心信息通信设备体系化发展与规模化应用；在操作系统及工业软件领域，将致力于开发安全领域操作系统等工业基础软件。突破智能设计与仿真及其工具、制造物联与服务、工业大数据处理等高端工业软件核心技术，开发自主可控的高端工业平台软件和重点领域应用软件，建立完善工业软件集成标准与安全测评体系。推进自主工业软件体系化发展和产业化应用。

总体看，在国家相关政策支持下，软件行业发展良好，随着各项扶持软件发展政策的陆续出台，继“黄金十年”之后，中国软件行业仍有望进入新一轮发展高峰期。但同时，联合资信也关注到国内系统集成业务市场竞争持续加剧，对相关企业的产品提出了更高的要求。

（3） 行业关注及未来发展

全球化背景下，国际软件企业在中国高端软件市场占据优势的同时，正加紧对中端市场的渗透和争夺，行业竞争将进一步升级。此外，中国软件生产缺乏核心技术和人才，仍以小作坊式为主要生产方式，加上盗版泛滥，企业缺乏创新及研发投入。因此，短期来看，随着新兴产业的蓬勃发展和各领域信息化程度的不断提高，软件作为信息技术的重要核心，将在能源、水利、交通、城市公共服务、医疗卫生、教育、文化领域得到更加广泛和深入的应用，而各种移动终端的快速普及，这势必要求软件更加的多元和个性化，以符合不同客户群体的需要；长期来看，人工智能、物联网、云计算等将是软件行业未来发展的方向，其中云计算技术，将是软件行业的革新发展阶段。

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。

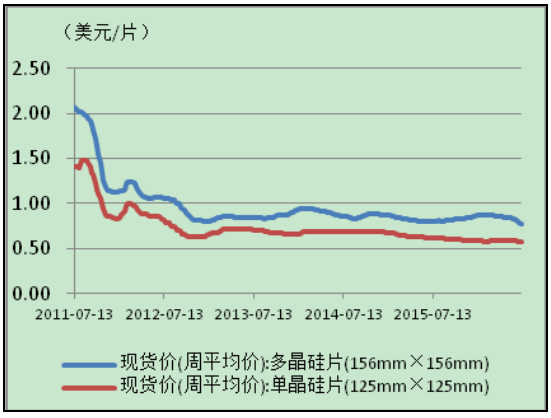
由于近几年国际石油、天然气、煤炭价格的剧烈波动以及节能减排和环境保护需求的日益增强，利用太阳电池半导体材料的光伏效应，将太阳光辐射能直接转换为电能的发电形式逐步得以推广。光伏产业链包括硅料、铸锭（拉棒）、切片、电池片、电池组件、应用系统等 6 个环节。上游为硅料、硅片环节；中游为电池片、电池组件环节；下游为应用系统环节。目前中国太阳能光伏产业已经形成比较完整的产业链，特别是在太阳能电池制造方面已经达到了国际先进水平。

光伏中游产业主要涉及电池片和光伏组件的生产制造。电池片方面，将硅片加工为电池是实现光电转换的最核心步骤。中国的电池片产业为传统优势行业，其产量占全球总产量近

80%的份额；其中约三分之一于国内安装，其余转为出口及库存。同时，由于中国以集中式光伏电站为主导，所以相对应生产多晶硅电池片占比较高，具备电池片的产量优势，但是电池转换效率为企业的核心竞争力，这也要求企业不断提高研发投入与技术水平，提升企业竞争实力。光伏组件方面，相较于电池片技术含量低，由于中国的劳动力成本较低，组件环节成为中国最具竞争力的环节，也是受贸易壁垒最严重的环节，其产品主要出口日本、美国及欧盟国家等。2011年起，欧美先后展开对中国的“双反”调查，中国光伏产业进入相对低迷期；2013年8月，中国与欧盟就光伏产品达成“价格承诺”协议，使中国光伏产品在双方协商达成的贸易安排下，继续对欧盟出口，并保持合理市场份额。2014年以来，中国光伏产业持续回暖，一方面由于欧美对中国“双反”矛盾的缓和，另一方面由于中国对欧美市场依赖度有所减弱，中国内陆及周边国家的新兴市场开始崛起。

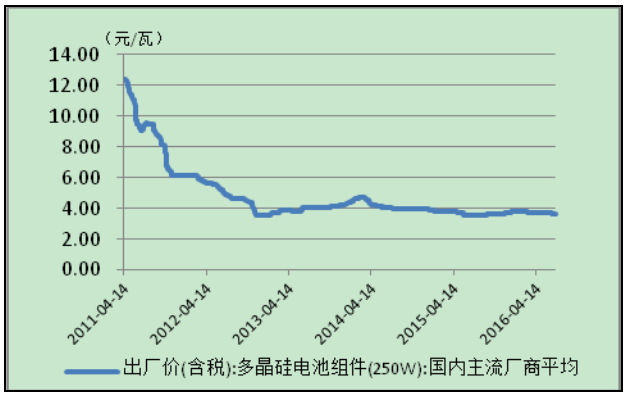
从主要产品价格上看，2011 年以来，光伏产业进入景气度下行阶段，光伏产品价格持续下跌，2012 年晶硅组件价格已跌破众多中小企业的成本价。2013 年，受补库存以及新兴区域需求增加的刺激价格略有回升，但是价格仍然偏低，企业盈利水平较差。2014 年以来光伏行业产品市场景气度低迷，多晶硅、单晶硅和晶硅电池组价格持续走低。

图 1　多晶硅片和单晶硅片价格走势



资料来源：Wind 资讯

图 2　晶硅电池组件价格走势



资料来源：Wind 资讯

（2）　行业政策

为促进光伏行业的持续发展，中国陆续发布了系列支持政策，主要从电价、电量、发展模式及补贴机制等方面进行了规范，为包括光伏在内的可再生能源发电行业的发展创造了良好的政策环境。

上网电量全额收购

根据《中华人民共和国可再生能源法》（以下简称《可再生能源法》）的规定，电网企业应当与依法取得行政许可或者报送备案的可再生能源发电企业签订并网协议，全额收购其电网覆盖范围内可再生能源并网发电项目的上网电量，并为可再生能源发电提供上网服务。

实施优惠上网电价

国家发改委相继发布《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格[2013]1638 号）和《关于完善陆上风电、光伏发电上网标杆电价政策的通知》（发改价格[2015]3044 号）。根据以上通知，光伏电站价格方面，各地太阳能资源条件和建设成本，将全国分为三类太阳能资源区，上网电价分别为：0.80 元/千瓦时、0.88 元/千瓦时和 0.98 元/千瓦时。此外，对分布式光伏发电系统自用电量免收随电价征收的各类基金和附件以及系统备用容量费和其他相关并网服务费，而电量式网电价健康发展分布式光伏发电系统自用有余上网的电量，由电网企业按照当地燃煤机组标杆上

网电价收购。

完善分布式光伏发电发展模式

2014 年 9 月 2 日，国家能源局发布《国家能源局关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》（国能新能[2014]406 号），鼓励利用建筑屋顶及附属场地建设的分布式光伏发电项目，在项目备案时可选择“自发自用、余电上网”或“全额上网”中的一种模式。“全额上网”项目的全部发电量由电网企业按照当地光伏电站标杆上网电价收购。已按“自发自用、余电上网”模式执行的项目，在用电负荷显著减少（含消失）或供用电关系无法履行的情况下，允许变更为“全额上网”模式。在地面或利用农业大棚等无电力消费设施建设、以 35 千伏及以下电压等级接入电网（东北地区 66 千伏及以下）、单个项目容量不超过 2 万千瓦且所发电量主要在并网点变电台区消纳的光伏电站项目，纳入分布式光伏发电规模指标管理，执行当地光伏电站标杆上网电价，电网企业按照《分布式发电管理暂行办法》的第十七条规定及设立的“绿色通道”，由地级市或县级电网企业按照简化程序办理电网接入并提供相应并网服务。

政府补贴支持

国家发改委于 2013 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》（发改价格[2013]1638 号）。根据该通知，分布式光伏发电价格方面，实行按照全电量补贴的政策，电价补贴标准为每千瓦时 0.42 元（含税）。各地方政府也出台相关补贴措施来刺激光伏应用市场，如 2014 年 8 月，北京市财政局、发改委联合发布实施了《北京市分布式光伏发电奖励资金管理办法》，规定对 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日期间并网发电的分布式光伏发电项目，按照实际发电量给予每千瓦时 0.3 元（含税）的奖励，连续奖励 5 年，加上国家对分布式光伏项目每千瓦时 0.42 元的补贴，北京市的分布式光伏项目能够拿到每千瓦时 0.72 元的资金支持。此外，国家能源局新能源和可再生能源司副司长梁志鹏在 2015 光伏领袖峰会上表示，中国光伏补贴未来 8~10 年不会停。

可再生能源在局域电网就近消纳

在新能源综合开发利用，实现就近消纳方面，国家发改委于 2015 年 10 月 8 日发布《关于可再生能源就近消纳试点的意见（暂行）》，提出在甘肃和内蒙古开展可再生能源就近消纳试点。《意见》提出的总体目标是，在可再生能源富集地区加强电力外送、扩大消纳范围的同时开展就近消纳试点，以可再生能源为主、传统能源调峰配合形成局域电网，降低用电成本，形成竞争优势，促使可再生能源和当地经济社会发展形成良性循环。

总体上看，近年来随着中国用电需求的增长以及环保问题的频现，光伏发电受到政策扶持的力度很大。

（3） 行业关注

弃光限电问题

近年来，中国光伏发电装机规模快速增长，截至 2015 年底，为 43.18GW，但光伏电站建设速度远超过电网承受能力，政府为扶持上游发电装备制造业发展，大力支持下游电站建设以开拓国内市场，很多地区因为盲目建设，其装机量早已超过本地的消纳能力，不仅造成大量的能源浪费，也给运营企业带来巨大的损失；其次由于光伏发电补贴一度采用“事前补贴”的方式，而非“度电补贴”，电站一旦建设完成，不经并网也能拿到补贴，企业没有发电量等考核压力，一时间导致大量的光伏电站建设完成后处于闲置状态。在光伏电站数量快速增加的同时，受制于电网建设滞后以及输配能力较低的影响，“弃光限电”问题日益严重。根据国家能源局统计，2015 年，全国累计弃光电量约为 46.5 亿千瓦时，弃光率为 12.62%，主要集中在甘肃和新疆等中西部地区，这些地区光照条件较好且空间成本很低，是光伏电站建设的理想场所，但电力消纳能力远远不足。对此，一方面，政府应合理控制、规划电站建设，统筹大规模光伏基地与特高压电网通道建设；同时，加大对可再生能源的优先调度力度，以保证光

伏发电的顺利并网；另一方面，企业应不断提升储能技术水平，更高效利用光能资源。

政府补贴拖欠问题

中国光伏发电起步较晚，受制于晶硅、电池组件等原料的高成本以及生产技术研发的高投入，光伏发电的整体成本较高。目前，光伏发电的成本为 0.15 美元/度，而火电成本仅为 0.05~0.09 美元/度。较高的发电成本限制了光伏的经济性，因此，投资光伏在很大程度上依赖于政府补贴。但一方面，由于光伏装机规模增长快，可再生能源补贴无法应收尽收；另一方面，补贴发放程序过于复杂，导致光伏发电补贴拖欠问题严重，政府补贴的平均发放周期为 2~3 年。2015 年中国可再生能源电力发展基金补贴约 500 亿元，但累计缺口已达约 400 亿元，严重影响企业利润水平及资金链运转。对此，政府应合理规划补贴发放规模，简化补贴发放程序，缩短运营商的回款周期。

融资渠道单一问题

截至目前，光伏发电的成本仍高于传统的火电、水电成本，中国光伏市场的可持续发展的关键在于融资环节，但是中国光伏业融资渠道相对单一，即国家开发银行提供贷款。同时，由于生产产品质量仍需提高，银行投资风险相对高，从而进一步收紧对光伏发电企业的融资。在此基础上，由于订单不足、利润下降等原因，企业资产负债率不断攀升，江浙等地区的中小企业资产负债率高达 85%。这种行业融资困难，企业债务负担重的弊端严重影响中国光伏发电企业的可持续发展。对此，不仅要求企业开拓、利用众筹、融资租赁、资产证券化等多种渠道获得债权型资金支持，也要求企业努力拓展权益型资金渠道，争取长期资金支持；同时要求政府持续支持光伏企业开展关键工艺技术创新和前瞻性基础研究，提高产业竞争力。

整体看，中国光伏装机发展快，且以大型地面电站为主，但由于发电成本相对高，电站运营对补贴依赖性强。同时，受制于光伏电力的就地消纳能力和输配电网的传输能力，弃光限电问题严重。未来，政府应有效落实补贴资金，加快输配电网建设以及电站维运、保险、再融资等电站后服务建设，以推动光伏发电及并网，促进光伏发电行业的可持续发展。

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《2015 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 6148.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中：第一产业增加值 354.9 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 2977.5 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 2816.0 亿元，增长 10.5%。人均 GDP 达到 84236 元。

全年固定资产投资额 4376.0 亿元，比 2014 年增长 12.3%，其中，民间投资 3380.2 亿元，增长 16.8%，占固定资产投资的比重达 77.2%，提高 2.9 个百分点；工业投资 2223.8 亿元，增长 8.7%，其中技改投资 1526.1 亿元，增长 25.0%，占工业投资的比重达到 68.6%，比上年提高 9.0 个百分点。全市服务业投资达到 2143.7 亿元，增长 16.5%。完成基础设施投资 678.0 亿元，增长 8.9%。

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

公司由昝圣达等9位自然人出资成立，控股股东及实际控制人为昝圣达，截至目前，昝圣达持有公司52%股权。

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 2015 年底，综艺股份资产总额为 66.88 亿元，所有者权益 46.27 亿元，2015 年实现营业收入 5.64 亿元，利润总额-1.23 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 20 个城市拥有 30 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 10%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 2 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，公司在高层管理人员及管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营状况

2015 年，公司实现主营业务收入 47.77 亿元，同比增长 103.80%，主要由于投资板块收入的大幅增长。分板块看，2015 年，公司软件业务板块收入 4.32 亿元，同比减少 54.04%，主要由于公司减少了部门项目，从追求规模转向追求利润所致；同期，公司投资板块收入大幅增长至 35.58 亿元，主要由于 2015 年上半年资本市场活跃度提升，公司减持江苏洋河酒厂股份有限公司（以下简称“洋河股份”）3952 万股（平均销售价格为 87.17 元/股），获得现金收入 34.45 亿元。2015 年，公司新能源板块和高新电子制造板块收入较为稳定，分别为 4.01 亿元和 2.51 亿元。

毛利率方面，软件业务板块，由于高质量产品销售量增加，毛利率提升至 7.79%；新能源板块收入主要为硅棒、硅锭及切片收入和太阳能电站业务收入，其中，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，2015 年，由于硅棒、硅锭及切片产品的毛利亏损且收入规模占比较大，导致公司新能源板块毛利率同比下降 12.85 个百分点至 6.64%。同期，公司投资及高新电子制造板块毛利率较为稳定。主要受投资板块毛利率高，且 2015 年投资收入占比大幅提升影响，公司整体毛利率同比提升 47.73 个百分点至 79.31%。

表 2　近年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年度			2015 年度			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
软件	9.40	40.10	3.90	4.32	9.04	7.79	1.46	22.60	20.17
新能源	4.46	19.03	19.49	4.01	8.39	6.64	3.12	48.30	3.08
投资	4.12	17.58	99.37	35.58	74.48	99.85	0.88	13.62	72.75

高新电子制造	2.52	10.75	45.03	2.51	52.44	44.96	0.72	11.15	45.12
其他	2.94	12.54	31.88	1.35	2.83	46.28	0.28	4.33	52.99
合计	**23.44**	**100.00**	**31.58**	**47.77**	**100.00**	**79.31**	**6.46**	**100.00**	**23.28**

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。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 6.46 亿元，占 2015 年的 13.52%，主要由于投资板块收入的大幅减少。毛利率方面，受个人定制方面软件（应用软件）毛利率增加的影响，公司软件业务板块毛利率进一步提升至 20.17%；新能源板块受能源卡收入季节性影响，毛利率进一步下降至 3.08%；投资板块由于公司减持辉山乳业股份有限公司股份，毛利率低于洋河股份收益，导致板块毛利率同比下降 27.10 个百分点至 72.75%。由于高毛利率的投资板块收入大幅下降，公司整体毛利率回落至 23.28%。

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	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
微软软件	31525.33	13673.00	4507.00
应用类软件	41566.16	19681.00	6855.00
单机杀毒软件	14617.78	6603.00	2105.00
网络安全软件	3845.27	863.00	285.00
游戏类软件	2406.26	2339.00	780.00
合计	**93960.80**	**43160.00**	**14532.00**

资料来源：公司提供

整体看，受公司销售策略变化影响，2015 年，微软软件及应用类软件销售收入同比减少 50%以上，导致公司整体软件业务收入缩减，但个人定制软件业务的毛利率较高，导致板块毛利率持续提升。目前，国内盗版软件使用率较高，软件销售行业竞争激烈，成为公司软件业务发展制约因素。

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	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
单晶硅电池片	0.13	--	--
太阳能发电设计及施工	--	--	1.61
硅棒、硅锭及切片	2.00	2.19	1.19
发电收入	2.33	1.82	0.32
合计	**4.46**	**4.01**	**3.12**

资料来源：公司提供

目前，公司新能源业务主要涉及硅棒、硅锭及切片和太阳能电站两部分。单晶硅电池片和薄膜太阳能电池片业务受行业和市场因素影响持续亏损，且生产线升级改造也未能达到预期验收标准，2015 年，公司已剥离该项业务。硅棒、硅锭及切片业务方面，主要由南通综艺新材料有限公司（以下简称“综艺新材料”）负责经营。目前，该板块业务竞争激烈，受行业发展形势影响，公司仅投产一期项目，具备硅棒硅锭硅片 200MW/年的生产能力。近年来，

公司硅产品生产销售稳步提升，2015 年，实现收入 2.19 亿元，同比上涨 9.50%。其中，综艺新材料 2015 年签订承包协议，将公司租给常州天合公司，收取固定租赁费用，承包费约占销售收入的 10%。2016 年 1~3 月，受市场影响，公司硅产品板块收入提升较快，一季度实现收入 1.19 亿元，占 2015 年全年收入的 54.34%。

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。2015 年，公司太阳能电站业务实现电费收入和补贴合计 1.82 亿元，同比减少 21.89%，主要由于太阳能电站业务的海外补贴收入同比有所减少，同期，该板块毛利率同比下降 18.17 个百分点至 20.48%。

欧洲市场方面，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。2015 年，综艺意大利马尔凯公司 2.57MW 项目、4.2MW 项目和 3MW 项目自出经营并转入公司固定资产，当期实现电力收入合计 0.22 亿元。2015 年，公司欧洲太阳能电站收入合计 0.81 亿元。

美国市场方面，美国 19MW 光伏电站项目已于 2012 年并网发电，2015 年实现电费收入 0.58 亿元，收入水平较为稳定；此外，公司于 2014 年投建太阳能（美国）公司 9MW 项目，并已于 2016 年一季度实现销售。未来，随着公司美国市场上光伏项目规模的逐步扩张，收入有望稳定增长。

新疆市场方面，公司投建综艺新疆克州 20MW 光伏项目，并于 2013 年底实现并网发电，实现自主电站运维管理。2015 年该项目运营良好，实现收入 0.19 亿元。

2016 年 1~3 月，保加利亚和罗马尼亚地区上网电价水平有所提升，但受各地区整体发电量有所减少影响，公司一季度实现电费收入及不补贴合计 0.32 亿元，仅占 2015 年全年收入的 17.58%。

表5　公司太阳能电站运营情况（单位：兆瓦、元/千瓦时、万千瓦时、万元）

光伏电站	装机	电价补贴及年限	理论预测年均发电量	上网电量	上网电价
集中式					
综艺美国公司 19MW 项目	19.00	约 0.07 美元/Kwh+SREC 能源卡（市价 220 美金/张，余额 1 万 7 千张）（补贴年限 20 年）	2470.00	2511.28	2.31
综艺意大利马尔凯公司 2.57MW 项目	2.57	0.23 欧元/Kwh（补贴年限 20 年）	305.00	304.72	1.83
综艺意大利马尔凯公司 4.2MW 项目	4.20	0.23 欧元/Kwh（补贴年限 20 年）	465.00	464.18	1.83
综艺意大利马尔凯公司 3MW 项目	3.00	0.242 欧元/Kwh（补贴年限 20 年）	430.00	436.85	1.91
综艺西西里公司保加利亚 16.9MW 项目	16.90	0.25 欧元/Kwh	1690.00	1654.89	1.73
综艺卢森堡公司罗马尼亚 12.5MW 项目	12.50	0.12 欧元/Kwh(含能源卡）	1375.00	1167.18	0.11
综艺开曼德国 3.178MW 项目	3.18	0.28 欧元/Kwh	350.00	362.23	1.93
综艺新疆克州 20MW 项目	20.00	1 元人民币/Kwh	2400.00	1919.72	1.00
小计				**8821.05**	
分布式					
综艺意大利西西里公司 7MW 项目	7.00	约 0.2114 欧元/KWH(补贴年限 20 年，其中 3MW 暂无补贴，）	620.00	606.21	0.94
综艺意大利普利亚公司 12.34MW 项目	12.34	0.1875 欧元/Kwh(补贴年限 20 年）	1234.00	1070.06	1.54
小计				**1676.28**	
合计				**10497.33**	

资料来源：公司提供

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。公司光伏项目收入受政府补贴影响较大，未来，各地区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。

2015 年，公司投资板块实现收入 35.58 亿元，主要为减持洋河股份 3952 万股，实现现金收入 34.45 亿元。同期，公司本部新追加投资股权项目 15 个，投资金额合计 12.14 亿元，所投资公司多处于成长期。

表 6 2015 年公司创业投资新增股权项目情况

投资项目	投资成本（万元）	截至 2015 年底持股比例（%）	所处投资阶段
百年人寿保险股份有限公司	13000.00	2.57	成长期
苏州华鼎建筑装饰工程有限公司	1949.84	33.30	成长期
常州中天新材料有限公司	2000.00	5.00	成长期
深圳毅能达金融信息股份有限公司	2100.00	2.04	已上市
北京掌上明珠科技股份有限公司	2000.00	2.33	已上市
Kadmon Corporation,LLC	1382.32	＜5	成长期
北京大唐志诚软件技术有限公司	15.30	5.00	成长期
Centrexion Therapeutics Corporation	122.91	2.04	成长期
辉山乳业集团（盐城）有限公司	1099.67	2.33	成长期
上海新世界股份有限公司（为预付款，比例＜2%）	9661.20	11.49 元/股	已上市
北京东方智科股权投资中心（有限合伙）	4000.00	＜5	成长期
南通高投股权投资中心（有限合伙）	2500.00	50.00	成长期
江苏通州华商村镇银行有限公司	6860.00	0.49	成长期
北京中星微电子有限公司	74569.99	33.00	成长期
南通高投投资管理有限公司	100.00	100.00	成长期
合计	**121361.23**		

资料来源：公司提供
注：上海新世界股份有限公司的投资为预付款，比例＜2%。

5. 未来投资规划

公司未来投资项目主要为参与上海新世界 2016 年定向增发项目。截至 2016 年 3 月底，公司已完成投资 9661.20 万元，预计 2016 年 4~12 月完成投资 86950.80 万元，公司股权投资规模较大，存在一定对外融资压力。

表 7 公司投资规划（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2016 年 3 月已投资	2016 年 4~12 月计划投资
参与上海新世界定向增发	96612.00	9661.20	86950.80
合计	**96612.00**	**9661.20**	**86950.80**

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；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。

九、财务分析

1. 财务概况及财务质量

公司提供的 2014~2015 年财务报表经南通恒信联合会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年第一季度财务报表未经审计。

从合并范围上看，2015 年公司合并范围较 2014 年新增 8 家，没有减少合并单位。

截至2015年底，公司合并资产总额为252.03亿元，所有者权益合计为140.70亿元（包含少数股东权益39.76亿元）。2015年，公司实现营业收入47.81亿元，利润总额18.61亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为245.84亿元，所有者权益合计为138.97亿元（包含少数股东权益39.95亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入6.46亿元，利润总额0.75亿元。

2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 47.81 亿元，同比增长 104.00%，主要由于公司减持洋河股份，获得现金收入 34.45 亿元。此外，由于公司软件板块经营规模缩减，成本有所下降，导致公司整体成本同比下降 38.37%至 9.88 亿元。受此影响，公司营业利润率同比提升 47.77 个百分点至 78.87%。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用合计 6.83 亿元，较 2014 年变化不大，其中管理费用有所增长，占比为 53.12%；财务费用有所减少，占比为 43.01%，主要由于利息收入的增长。整体看，公司期间费用支出变化不大，但由于 2015 年公司收入的大幅增长，期间费用占营业收入的比重同比下降 14.85 个百分点至 14.29%。

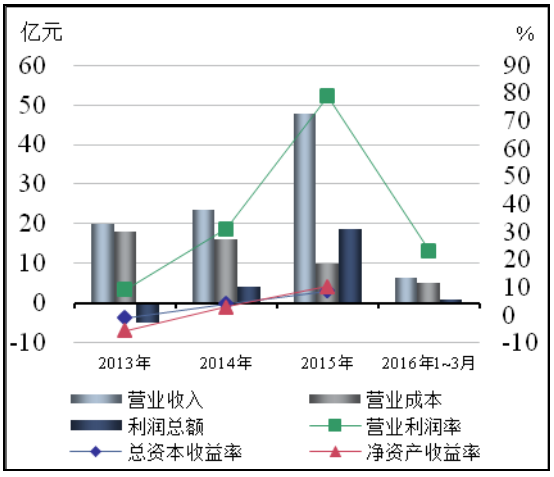
2015 年，公司实现公允价值变动收益为 1.01 亿元；同期，由于二级市场股票交易亏损，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资亏损 13.25 亿元，公司 2015 年投资收益损失 11.76 亿元。

2015 年，公司实现营业外收入 1.03 亿元，同比增长 278.01%，主要为非流动资产处置利得以及政府补助的增长。政府补助中，江苏省南通高新技术产业开发区财政局给予综艺投资 0.60 亿元，占比 79.28%。

受上述因素影响，公司 2015 年实现利润总额 18.61 亿元，同比增长 339.80%。

从盈利指标看，公司总资本收益率与净资产收益率均有所增长，2015 年分别为 8.68%和 10.22%，同比分别上涨 4.68 个百分点和 7.31 个百分点。

图 3　近年公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2016 年 1~3 月，由于公司投资板块收入的大幅减少，公司实现营业收入及利润总额分别减少至 6.46 亿元和 0.75 亿元，分别占 2015 年全年收入及利润的 13.52%和 4.05%。同期，受高毛利率的投资板块收入减少，公司营业利润回落至 23.22%。

跟踪期内，公司减持洋河股份而获得现金

收益 34.45 亿元，带动公司整体营业收入的大幅增长，但其增长不具有可持续性。整体看，随着公司软件板块及新能源板块收入的下降，公司实际盈利能力有所减弱。

3. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015年，受减持洋河股份的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长101.98%至49.89亿元，带动公司经营活动现金流入量同比大幅增长143.01%至69.61亿元。同期，受软件板块开支降低影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比减少34.84%；此外，由于资金拆借等增长，公司支付其他与经营活动相关的现金同比增长208.54%至20.32亿元，导致公司经营活动现金流出量同比增长49.07%至38.01亿元。2015年，公司经营活动产生的现金净流量为31.59亿元，同比增长9.05倍。

投资活动现金流方面，跟踪期内，公司投资活动产生的现金流收支规模大幅增长。2015年，综艺股份子公司于二级市场的股票交易量增加，导致公司投资活动现金流入量大幅增长至 51.87 亿元。同期，公司缩减在建项目规模，新增股权投资项目，导致公司购建固定资产、无形资产所支付的现金同比减少 82.06%至 1.90 亿元，而投资支付的现金同比增长 7.88 倍至 87.05 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出量为 91.65 亿元，投资活动产生的现金净流出量为 39.78 亿元。

2015年，公司筹资活动前现金流量净额为-8.19亿元，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较大。

银行借款为公司的主要筹资方式，2015年公司筹资活动现金流入量为71.79亿元，其中取得借款收到的现金占97.75%。同期，公司筹资活动现金流出合计69.49亿元，相应主要表现为偿还债务支付的现金（占92.17%）。2015年，公司筹资活动产生的现金净流入2.30亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入量和现金净流入量分别为 7.17 亿元和 1.28 亿元，分别占 2015 年全年的 10.30%和 4.04%。同期，由于公司投资板块收入大幅下降，公司整体投资规模有所下降，投资活动产生的现金净流入量为 1.70 亿元。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流足以覆盖投资支出，公司筹资活动净流出 2.61 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模稳步增长，但受股权投资波动较大影响，公司投资活动现金收支波动大，经营性净现金流量无法覆盖投资活动支出需要，公司存在一定的对外融资压力。

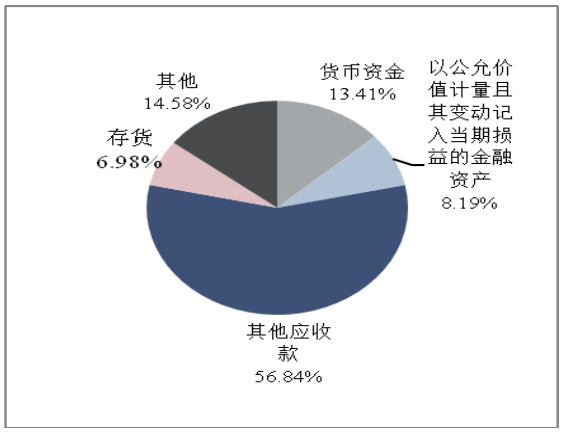
4. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额252.03亿元，同比增长7.38%，主要由于其他应收款和长期股权投资的增长。从资产结构看，流动资产占比37.92%，非流动资产占比62.08%，公司资产以非流动资产为主。

受其他应收款快速增长影响，截至2015年底，公司流动资产合计95.56亿元，同比增长8.97%，主要由货币资金（占比13.41%）、其他应收款（占比56.84%）、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（占比8.19%）和存货（占比6.98%）构成。

图 4　2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金12.81亿元，同比减少32.88%，主要由于银行存款的减少。公司货币资金中，受限资金0.81亿元，占比6.32%，受限资金占比较小。同期，公司以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产同比增长7.34%至7.82亿元，全部为交易性金融资产。

截至2015年底，受增发综艺股份及精华制药影响，公司其他应收款账面余额快速增长至54.42亿元，其中，1年以内的占比99.47%；1~2年的占比0.35%，2年以上的占比0.18%；按欠款方归集的年末余额前五名主要为中星微中国（母公司）有限公司等投资及房地产公司，合计其他应收款23.16亿元，占比42.56%，公司其他应收款账龄短，集中度较低，回收风险较低。截至2015年底，公司其他应收款合计计提坏账准备0.11亿元，其他应收款账面价值同比增长24.63%至54.31亿元。同期，公司存货同比增长15.59%至6.67亿元，主要由于子产品—在建电站项目和开发产品的增长。

主要由于长期股权投资的快速增长，截至2015 年底，公司非流动资产合计 156.47 亿元，同比增长 6.44%，主要由可供出售金融资产（占比 66.85%）、长期股权投资（占比 7.53%）和固定资产（占比 14.37%）构成。

表8　2015年底公司以公允价值计量的金额较大的可供出售金融资产（单位：%、亿元）

项目	占该公司股权比例	期末账面值
江苏洋河酒厂股份有限公司	5.00	51.46
南通精华制药股份有限公司	11.78	12.77
辉山乳业股份有限公司	2.70	8.96
黑牡丹（集团）股份有限公司	3.00	3.78
长余系列基金	--	3.40
合计	--	**80.37**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 104.60 亿元，较 2014 年底变化不大，其中，按公允价值计量可供出售金融资产 85.59 亿元，主要为洋河股份和南通精华制药股份有限公司。同期，公司长期股权投资同比大幅增长 304.96%至 11.78 亿元，主要由于追加中星微 7.46 亿元股权投资。截至 2015 年底，公司固定资产合计 22.49 亿元，同比增长 6.33%，主要由于海外光伏电站占比较高，增长较快。

截至2016年3月底，公司资产合计245.84亿元，其中流动资产占比37.78%，非流动资产占比62.22%，较2015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和长期股权投资占比高，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 2015 年底，公司所有者权益合计 140.70 亿元，同比增长 9.43%，主要来自于未分配利润的增长。公司归属于母公司所有者权益合计 100.93 亿元，其中，实收资本占比 0.99%；资本公积占比 8.89%，其他综合收益占比 50.74%；未分配利润占比 39.38%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 138.97 亿元，较 2015 年底变化不大。

整体看，公司所有者权益稳定增长，但其他综合收益和未分配利润占比高，且受资本市场波动影响较大，公司权益稳定性弱。

负债

截至2015年底，公司负债合计111.33亿元，同比增长 4.90%，主要由于一年内到期的非流动负债的快速增长。从负债结构看，流动负债占比 54.34%；非流动负债占比 45.66%，流动负债比重增长较快。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 60.50 亿元，同比增长 27.04%，主要由短期借款（占比 39.66%）和一年内到期的非流动负债（占比 35.52%）构成。其中，短期借款 23.99 亿元，主要由信用借款（占比 44.36%）和质押借款（占比 26.63%）构成。同期，公司应付债券全部转

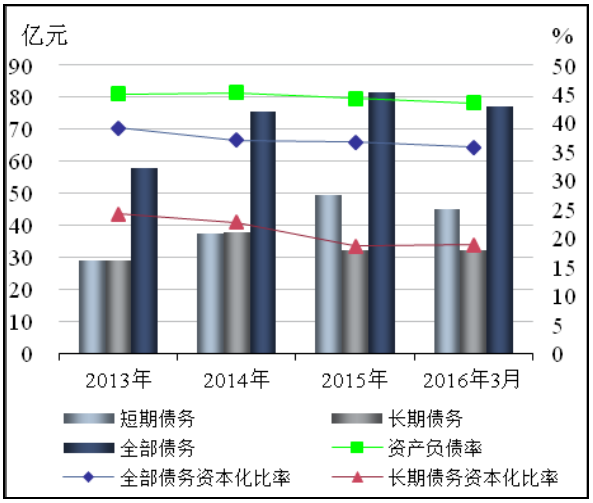
入一年内到期的非流动负债，导致该科目余额的大幅增长。

截至2015年底，公司非流动负债合计50.84亿元，同比减少13.12%，主要由长期借款（占比63.54%）和递延所得税负债（占比33.39%）构成。受投资规模扩大影响，公司债务需求有所增长，截至2015年底，公司长期借款同比增长97.82%至32.30亿元，全部为信用借款。

截至2016年3月底，公司负债合计106.87亿元，较2015年底减少4.00%。其中，流动负债占比53.03%，非流动负债占比46.97%。公司负债结构较2015年底变化不大。

有息债务方面，由于公司长短期借款的增长，截至2015年底，公司全部债务同比增长8.29%至81.56亿元，同期，由于应付债券转入一年内到期的非流动负债科目，公司短期债务占比提升10.56个百分点至60.40%，长期债务占比下降至39.60%。截至2016年3月底，受一年内到期的非流动负债减少影响，公司全部债务下降至77.20亿元，其中，短期债务占比较2015年底下降2.24个百分点至58.16%。

图5　近年公司债务结构指标情况



资料来源：公司财务报告

从债务指标看，2015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均有所下降，分别为44.17%、36.70%和18.67%。截至2016年3月底，以上指标分别为43.47%、35.71%和18.86%。公司债务负担有所减轻。

总体看，受公司投资规模扩大影响，对外融资需求有所增长，公司债务规模增长，且以短期债务为主，公司存在一定的短期偿付压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为157.96%和146.94%，同比分别下降26.20个百分点和25.11个百分点。同期，受减持洋河股份影响，公司经营活动现金流入量大幅增长，推动公司经营现金流动负债比同比大幅提升至52.23%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别回升至163.88%和155.26%。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2015年，受公司收入和利润水平上升影响，公司EBITDA同比增长147.78%至25.34亿元；全部债务/EBITDA的比率下降至3.22倍；EBITDA利息倍数上升至5.16倍。公司整体偿债能力有所增强。

截至2016年3月底，公司对外担保余额为6.76亿元，担保比率为4.86%。主要为对参股公司欧贝黎新能源科技股份有限公司担保5.48亿元和对南通好利达时装有限公司担保0.69亿元。其中，欧贝黎新能源科技股份有限公司自然人股东以其所持有股份对该担保提供反担保。

表9　截至2016年3月底对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	有效担保金额
欧贝黎新能源科技股份有限公司	54800
南通三越中药饮片有限公司	1000
南通好利达时装有限公司	6900
南通市通州区至诚软件开发有限公司	3000
南通市通州区好运通服装有限公司	1900
合计	**67600.00**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司（合并）获得银行授信63.98亿元，其中未使用额度9.26亿元。

公司间接融资渠道有待拓宽。此外，公司子公司综艺股份作为 A 股上市公司（股票代码：SH.600770），具备较好的直接融资渠道。

截至2016年3月底，公司存续期内中期票据为7亿元“11通综投MTN1”，并将于2016年9月22日到期兑付，截至2015年底，公司扣除受限资金的现金类资产为19.91亿元，为“11通综投MTN1”的2.84倍；截至2016年3月底，公司扣除受限资金的现金类资产为19.88亿元，为“11通综投MTN1”的2.84倍。2015年，公司经营活动现金流入量和现金净流量分别为69.61亿元和31.59亿元，分别为“11通综投MTN1”的9.94倍和4.51倍。公司现金类资产和经营活动现金流对“11通综投MTN1”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。受综艺股份市场价格波动影响，公司逐步追加质押股票股数，截至目前，公司质押综艺股份股票 11250 万股，以 2016 年 7 月 11 日为基准，按综艺股份股票前 20 日均价（12.07 元/股）计算的公司质押资产总市值为 13.58 亿元，达到“11 通综投 MTN1”未偿还本金和当期利息之和的 1.80 倍，进一步保障了“11 通综投 MTN1”到期兑付的安全性。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10320612000180900），截至2016年7月12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。公司过往债务履约情况良好。

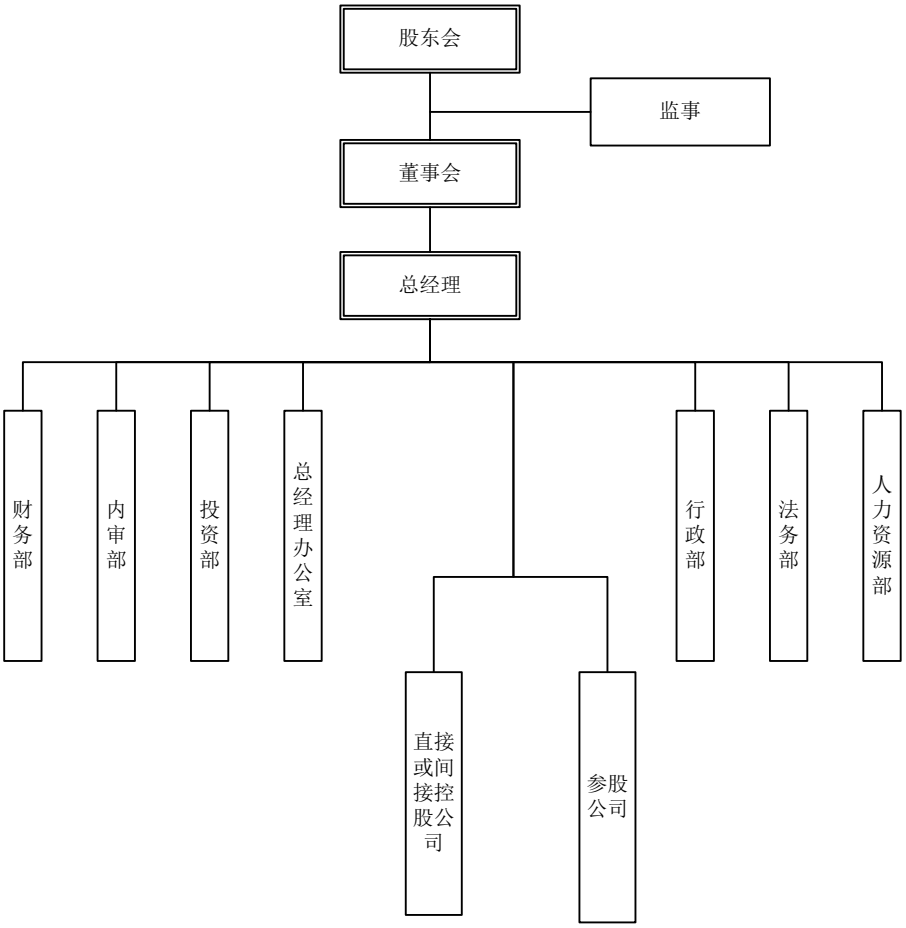
7. 抗风险能力

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。

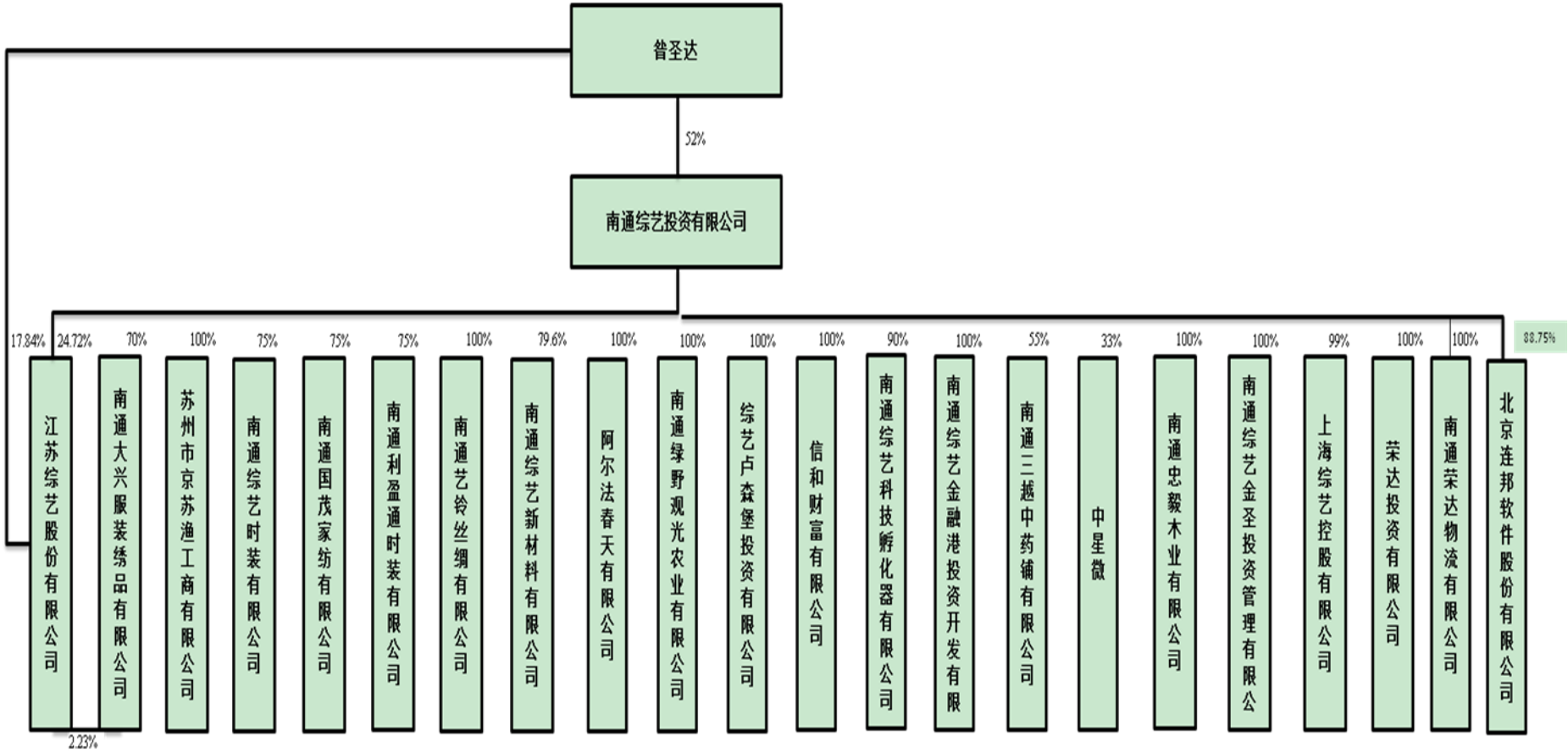
十、结论

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。

附件 1-1　公司组织结构图



附件 1-2　公司架构图


曾圣达
52%
南通综艺投资有限公司
17.84%
24.72%
70%
100%
75%
75%
75%
100%
79.6%
100%
100%
100%
100%
90%
100%
55%
33%
100%
100%
99%
100%
100%
88.75%
2.23%
江苏综艺股份有限公司
南通大兴服装绣品有限公司
苏州市京苏渔工商有限公司
南通综艺时装有限公司
南通国茂家纺有限公司
南通利盈通时装有限公司
南通艺铃丝绸有限公司
南通综艺新材料有限公司
阿尔法春天有限公司
南通绿野观光农业有限公司
综艺卢森堡投资有限公司
信和财富有限公司
南通综艺科技孵化器有限公司
南通综艺金融港投资开发有限
南通三越中药铺有限公司
中星微
南通忠毅木业有限公司
南通综艺金圣投资管理有限公
上海综艺控股有限公司
荣达投资有限公司
南通荣达物流有限公司
北京连邦软件股份有限公司

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.20	24.53	19.91	19.88
资产总额(亿元)	164.38	234.70	252.03	245.84
所有者权益(亿元)	90.49	128.57	140.70	138.97
短期债务(亿元)	29.03	37.54	49.26	44.90
长期债务(亿元)	28.96	37.78	32.30	32.30
全部债务(亿元)	57.99	75.32	81.56	77.20
营业收入(亿元)	19.87	23.44	47.81	6.46
利润总额(亿元)	-4.92	4.23	18.61	0.75
EBITDA(亿元)	0.46	10.23	25.34	--
经营性净现金流(亿元)	-1.29	3.14	31.59	1.28
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.55	4.24	9.18	--
存货周转次数(次)	1.65	2.44	1.59	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.12	0.20	--
现金收入比(%)	124.80	105.39	104.34	58.05
营业利润率(%)	9.24	31.10	78.87	23.22
总资本收益率(%)	-0.92	4.00	8.68	--
净资产收益率(%)	-5.53	2.91	10.22	--
长期债务资本化比率(%)	24.24	22.71	18.67	18.86
全部债务资本化比率(%)	39.06	36.94	36.70	35.71
资产负债率(%)	44.95	45.22	44.17	43.47
流动比率(%)	193.66	184.16	157.96	163.88
速动比率(%)	171.26	172.04	146.94	155.26
经营现金流动负债比(%)	-3.94	6.60	52.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.13	2.31	5.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	125.62	7.37	3.22	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.现金类资产中已扣除受限资金；
3.其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

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	（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	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+一年内到期的非流动负债+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　主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用等级含义同中长期债券信用等级。