

江苏综艺股份有限公司
2011年7亿元公司债券
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



江苏综艺股份有限公司

2011年7亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

担保主体：南通综艺投资有限公司

债券到期日期：2016年8月30日

债券剩余规模：7亿元

跟踪日期：2014年05月23日

上次评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

担保主体：南通综艺投资有限公司

债券剩余规模：7亿元

评级日期：2013年05月17日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏综艺股份有限公司（以下简称“综艺股份”或“公司”）2011年发行的7亿元公司债券2014年跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	507,872.69	637,910.64	682,939.11
归属母公司所有者权益（万元）	237,382.67	324,319.87	340,674.39
资产负债率	35.36%	29.49%	30.26%
流动比率	1.87	3.22	3.62
营业收入（万元）	37,150.59	50,278.96	118,124.51
投资收益（万元）	3,970.27	48,774.87	53,765.49
营业利润（万元）	-84,970.43	19,300.82	55,060.87
利润总额（万元）	-84,282.88	25,587.82	66,072.77
有息债务（万元）	134,598.74	148,249.27	156,369.34
综合毛利率	14.58%	11.01%	19.90%
总资产报酬率	-13.03%	5.15%	12.45%
EBITDA（万元）	-61,251.28	40,035.81	78,682.03
EBITDA 利息保障倍数	-6.37	4.17	11.56
经营活动现金流净额（万元）	57,487.99	5,974.56	-106,779.90

资料来源：公司2011-2013年审计报告

正面：

- 公司信息产业经营稳定，未来收入来源较有保障；
- 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；
- 公司非公开发行股票将有益于提升公司资本实力和偿债能力；
- 南通综艺投资有限公司经营情况稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保增强了本期债券安全性。

关注：

- 受行业因素影响，公司欧洲电站未来出售时间及资金回笼仍具有较大的不确定性；
- 跟踪期内公司海外电站的管理费用较高，对主营业务利润影响较大；
- PE投资行业存在一定风险，公司投资规模较大，未来收益情况存在一定不确定性；
- 跟踪期内公司营业收入规模下降，亏损规模较大；
- 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影响；
- 公司有息负债规模较大。

分析师

姓名：杨毅嵘 陈鹏

电话：021-51035670

邮箱：yangyr@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2011年7月20日，经中国证监会证监许可[2011]1134号文核准，公司公开发行公司债券，实际募集资金总额7亿元；募集资金用于偿还银行借款和补充流动资金。

本期债券的起息日为2011年8月31日，按年计息，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。2012年至2016年每年的8月31日为上一计息年度的付息日。本期债券的兑付日为2016年8月31日。本期债券第一次付息日为2012年8月31日。

截至2013年12月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

表1 截至2013年12月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012.8.31	70,000	-	5,250	70,000
2013.8.31	70,000	-	5,250	70,000

资料来源：公司提供

本期募集资金计划用于偿还公司的银行借款和补充公司流动资金。截至2013年12月31日，公司募集资金已用于偿还银行借款和补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化。2013年末，公司股本总数仍为110,460万股，其中有限售条件股份2,250万股，无限售条件流通股份108,210万股。

2013年，公司合并报表范围新增子公司5家，详细情况见下表，跟踪期内公司没有减少合并范围的子公司。

表2 跟踪期内公司新增合并报表范围情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏风险投资有限公司	100%	3,000 万美元	创业投资	投资新设
Alliance Solar Capital 2, LLC	70%	570.29 万美元	制造业	投资新设
Alliance Solar Capital 3, LLC	70%	178.78 万美元	制造业	投资新设
综艺超导南京电子科技有限公司	90%	1,000 万元	制造业	投资新设
南通通州区综艺超导科技有限公司	100%	50 万元	制造业	投资新设

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司资产总额为50.79亿元，归属于母公司的所有者权益为23.74亿元，资产负债率为35.36%；2013年度，公司实现营业收入3.72亿元，利润总额亏

损 8.43 亿元，经营活动现金流净额 5.75 亿元。

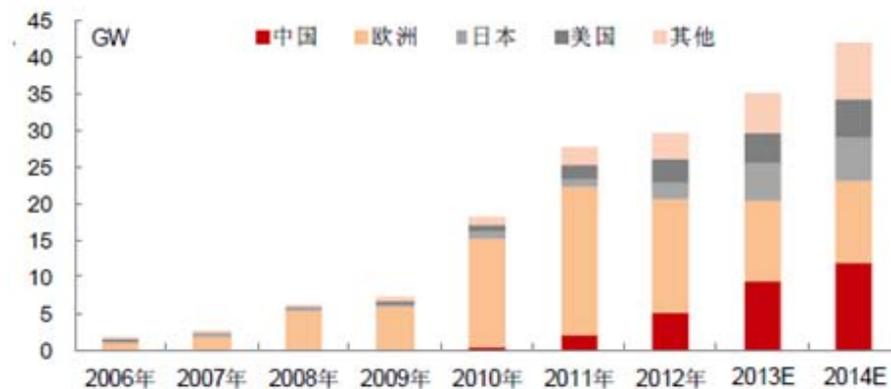
三、运营环境

光伏产业中日美市场需求有所提升，但欧洲市场仍延续颓势，行业景气度略有提升

2013 年全球光伏市场一个显著的特征是国家/地区之间的需求发生明显切换，欧洲市场新增装机容量自 2012 年下滑 21.03% 后，2013 年延续颓势，仅新增 11GW，其中德国市场新增容量约 3.5GW；另一方面，中国、日本、美国市场需求则快速增长，2013 年分别新增 9.8GW、5GW 和 4.1GW，弥补欧洲市场缺口之外并引领需求加速。2013 年和 2014 年全球新增装机规模分别为 35GW 和 42GW，同比增速分别为 17.53% 和 20%。

光伏市场在全球各国间分布的分散化，将使得整体市场摆脱受单一政府政策影响过于强烈的状态，市场变化和发展将逐渐更为稳定和成熟。市场体量的扩大也使得原材料、各环节中间产品和电池组件产品的价格更为稳定，巨幅波动出现的概率将会降低，有利于产业的持续发展。

图 1 2006 年-2014 年全球光伏市场新增装机容量示意图

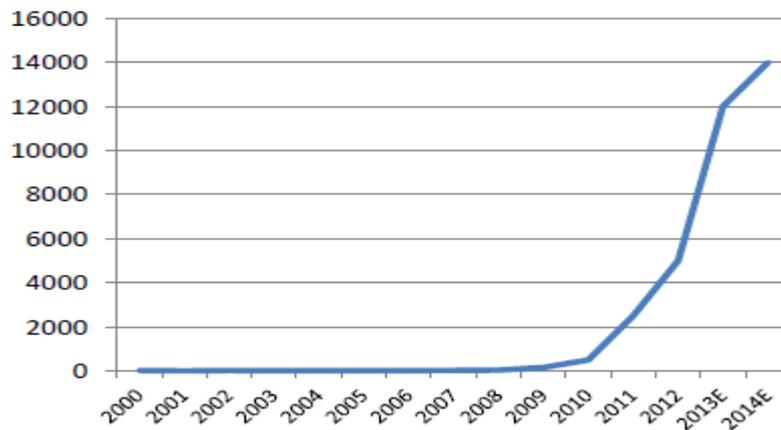


资料来源：华泰证券研究所

中日美市场的快速增长将推动行业景气度大幅回升。其中，美国 2013 年太阳能光伏新安装量创纪录地达到 4.2GW，同比增长 15%，目前的光伏市场主要由大型电站项目主导，在新增项目中占比超过 80%。预计 2014 年将达到 5.5GW，增长潜力可期。日本则受核事故影响，目前加大对光伏等可再生能源的推广力度，光伏装机量有了显著提升，仅从 2012 年 7 月新法案颁布到 2013 年 10 月底，日本的太阳能光伏发电装机量高达 5.67GW，增长迅速。

中国光伏市场增长最为迅猛。2012 年装机量为 5GW，而 2013 年受抢装潮影响达到 12GW，增速惊人。同时，2014 年能源局提出新增光伏装机量 14GW，较此前 12GW 的目标上调了 17%，随着分布式电站的启动，地面电站的继续上量及政策的不断加码，预计 2014 年全年完成 14GW 的目标仍是大概率事件。

图 2 中国光伏装机量增长情况（单位：MW）



资料来源：华宝证券研究所

集成电路成为第一大进口商品，芯片国产化受到国家政策支持

近几年，随着国内市场需求增长以及全球半导体产业向我国转移的趋势，集成电路产业得到了迅速发展。2013 年度，我国芯片产业实现销售收入 2,508.51 亿元，同比增长 16.2%，而全球 IC 产业销售收入增长率仅为 4.8%。然而，国内 IC 产业严重依赖进口，去年中国进口集成电路 2,313.4 亿美元，同比增长 20.4%，已经超过石油成为第一大进口商品。

芯片产业直接与国家安全、信息安全、金融安全挂钩，战略高度不容忽视。我国正不断加速信息产业国产化进程，对于信息安全产业的投入和支持力度空前强劲。根据十八大三中全会《全面深化改革若干重大问题的决定》，健全公共安全体系，保障国家信息安全提上了国家战略高度。另外，中央已经明确表示，基于金融安全和使用进口金融 IC 卡芯片成本较高等原因，未来国内发行的银行 IC 卡统一采用国内厂商的芯片。

四、经营与竞争

2013 年度，公司实现主营业务收入 36,532.26 万元，较去年下降 13.3%。公司主营业务收入中，新能源产业占比达到 40.4%。公司主营业务收入构成较上年有一定变化，其中，新能源业务中，太阳能电站当年实现销售收入 14,691.18 万元，而太阳能电池生产和销售业务规模小；软件及网络服务收入规模下降较快，主要系 2012 年度转让北京连邦软件股份有限

公司股权所致；芯片设计及应用业务发展稳定增长，全年实现收入 15,707.04 万元。

表 3 2012-2013 年公司主营业务情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
太阳能电池	77.18	-26.96%	4,920.38	0.75%
太阳能电站	14,691.18	-8.37%	-	-
软件及网络服务	2,248.83	23.32%	20,310.74	7.83%
芯片设计及应用	15,707.04	32.45%	11,024.13	23.22%
其他	3,808.02	22.70%	5,862.91	16.71%
合计	36,532.26	14.33%	42,118.16	12.27%

资料来源：公司提供

跟踪期内公司太阳能电站业务开始实现电费收入，但尚未能实现盈利

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”）对该其两条生产线共计提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5,150万元，该笔款项预计将于2014年6月30日之前到位。

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，公司全面实现电费和补贴收入，全年合计14,691.18万元，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 兆瓦，已全部实现并网。2013 年，西西里公司 5 个项目合计 16.9 兆瓦、普利亚公司 13.5 兆瓦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 兆瓦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 兆瓦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。

表 4 公司在欧洲市场已完工太阳能电站项目情况（单位：万元）

项目名称	完工时间	实际投资规模	运营模式
西西里公司意大利 0.851 兆瓦项目	2013 年	1,718.06	持有待售
开曼公司德国 3.178 兆瓦	2012 年	8,143.17	持有待售
西西里公司 5 兆瓦	2012 年	8,839.52	自主运营
西西里公司 4 兆瓦	2012 年	7,015.42	自主运营
西西里公司 2 兆瓦	2012 年	3,447.14	自主运营
西西里公司 2.5 兆瓦	2012 年	4,318.71	自主运营
西西里公司 3.4 兆瓦	2012 年	5,860.13	自主运营
西西里公司意大利 6.149 兆瓦	2012 年	10,133.49	持有待售
普利亚公司意大利 13.5 兆瓦	2012 年	37,169.82	自主运营
皮埃蒙特公司 2.50598 兆瓦	2012 年	6,750.91	持有待售
马尔凯公司 2.5704 兆瓦	2011 年	5,622.02	持有待售
马尔凯公司 4.2 兆瓦	2011 年	9,304.30	持有待售
马尔凯公司 3 兆瓦	2011 年	6,517.59	持有待售
马尔凯公司 0.738 兆瓦	2011 年	1,377.04	持有待售
合计		116,217.31	

资料来源：公司提供

美国市场方面，2011 年 5 月，公司投资 8,000 万美元于美国新泽西州筹建 19 兆瓦光伏电站项目，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 1,930.23 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 3,000 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。

跟踪期内，公司信息产业有稳定增长

公司信息产业中，2013 年实现收入 17,955.88 万元，收入规模较上年有所下降，主要系 2012 年度转让北京连邦软件股份有限公司股权所致。信息产业主要由软件及网络服务和芯片设计及应用两大类构成。信息产业中深圳毅能达的智能卡生产销售业务 2013 年销售规模为 1.25 亿元，对净利润贡献度较高。近两年来，深圳毅能达致力于由原来传统卡片市场转向直接面对使用方的政府应用项目市场，在社保、公安、教育等领域市场占有率得到提高，目前在手订单情况良好，销售较有保障，且毛利水平也因此有所提高。公司控股子公司综艺超导科技有限公司的超导滤波系统在 2012 年批量推广基础上，2013 年产销量均得到快速增长，并于 2013 年实现首次盈利，2013 年全年收入规模 2,500 万元左右。由于该产品目前尚处于市场拓展初期阶段，未来收入增长持续性有一定不确定性。

表5 公司智能卡产销量情况（单位：万张）

产品名称	2013年			2012年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
普通印刷卡	7,500	1,367	1,232	7,500	1,240	1,195
接触式芯片卡	3,000	2,090	2,047	3,000	895	858
非接触式芯片卡	3,500	2,752	2,653	3,500	1,920	1,802
SIM 卡	18,000	13,949	15,051	18,000	8,837	8,656
合计	32,000	20,158	20,983	32,000	12,892	12,511

资料来源：公司提供

表6 截至 2013 年末公司智能卡业务已中标或在手订单情况

产品名称	订单金额(万元)
社保卡	3,629
证件卡	3,060
一卡通	421

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司信息产业生产、销售基本保持稳定，在手订单情况较好，整体经营情况和未来发展保持稳定。随着超导滤波系统进入规模生产阶段并实现销售，将有益于公司未来利润水平的提升。

跟踪期内，公司 PE 投资资金量较大，前期项目收益尚可

公司的 PE 投资业务主要是通过控股子公司江苏省高科技产业投资有限公司（以下简称“江苏高投”）进行，江苏高投的主要投资对象是各行业龙头企业和有潜力的高新技术企业。

跟踪期内，江苏高投投资了江苏风险投资有限公司和百年人寿保险股份有限公司等四家企业。

表7 2013年度江苏高投新增投资情况（单位：万元）

被投资企业名称	投资额	持股比例
江苏风险投资有限公司	18,401.40	100%
江苏泉达投资管理有限公司	80.00	40%
百年人寿保险股份有限公司	12,000.00	14.7%
山东天工岩土工程设备有限公司	500.00	6%

资料来源：公司提供

跟踪期内，江苏高投取得所投资上市公司洋河股份分红1,800万元、南京红宝丽股份分红50.41万元，并通过出售洋河股份50万股确认收益2,777.22万元。截至2013年底，江苏高投持有洋河股份850万股，公允价值约3.47亿元（2013年12月31日，洋河股份收盘价40.82元，2014年5月22日，洋河股份收盘价52.90元），该部分股权价值较高，流动性强，但价值易受到股票市场波动影响。总体来说，公司PE投资资金量较大，前期项目收益情况较好，但PE投资行业存在一定风险，未来收益情况存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于公司2012-2013年的合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012-2013年合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司报表按照新会计准则编制。

资产结构与质量

公司受计提资产减值影响资产大幅下降，同时公司股票资产规模较大，整体资产规模受股票价格波动影响较大

截至2013年底，公司总资产规模50.79亿元，较2012年末下降20.39%，主要由于公司子公司为江苏综艺光伏有限公司拥有的一期、二期生产线计提资产减值所致。

公司资产构成中，流动资产占比32.75%，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截止2013年末，货币资金为78,738.92万元，较2012年下降30.12%，主要由于

子公司江苏高投部分货币资金用于对外投资所致，货币资金基本不受限，流动性良好，其中外汇占比约 35.72%，该部分货币资金价值易受汇率波动影响。应收账款年末余额 1.40 亿元，较 2012 年末下降 67.88%，主要为 2012 年之前销售欧洲电站的货款，主要欠款单位有 SUN VALUE ITALIAN SRL 和 D&C OVERSEA DEVELOPMENT CMBH 等，应收账款由公司股东综艺投资担保，坏账风险不大。2013 年度公司收回海外应收货款及部分应收款转让给控股股东南通综艺投资，因此应收账款规模已有所减小，58.03% 应收账款账龄超过一年，账龄偏长，存在一定回收和减值风险。截止 2013 年末，公司存货为 5.34 亿元，较 2012 年末下降 57.30%，主要是公司将部分拟出售的欧洲电站转至固定资产，但公司存货规模仍然较大，受当前光伏行业影响，该部分存货价值及资金回笼均面临风险。

表 8 2012-2013 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	78,739	15.50%	112,672	17.66%
应收账款	13,965	2.75%	43,473	6.81%
存货	53,353	10.51%	124,957	19.59%
流动资产合计	166,341	32.75%	291,113	45.64%
可供出售金融资产	63,650	12.53%	93,224	14.61%
长期股权投资	88,009	17.33%	77,676	12.18%
固定资产	135,153	26.61%	100,779	15.80%
在建工程	26,549	5.23%	48,651	7.63%
非流动资产合计	341,532	67.25%	346,798	54.36%
资产总计	507,873	100.00%	637,911	100.00%

资料来源：审计报告

公司可供出售金融资产和长期股权投资主要由公司 PE 投资形成，其中可供出售金融资产规模较大，主要由公司投资的四家上市公司南京红宝丽股份有限公司、江苏洋河酒厂股份有限公司、辉山乳业股份有限公司和 SINA CORPORATION 构成，其流动性较强，无抵押，可为公司提供一定的财务弹性，由于公司跟踪期内出售洋河股份 50 万股及剩余股票市值下跌，导致 2013 年底可供出售金融资产余额较上年度下降 31.72%。长期股权投资 2012 年末共投资企业 26 家，包括当年新增投资的江苏泉达投资管理有限公司、百年人寿保险股份有限公司和山东天工岩土工程设备有限公司三家企业。在建工程为处于升级调试阶段的 40 兆瓦非晶硅/微晶硅叠层薄膜太阳能电池生产线和新建的新疆克州光伏电站 20 兆瓦项目，年末余额 2.65 亿元，下降幅度大，主要系在建工程和固定资产合计计提减值准备 5.3 亿元导致。2013 年公司海外子公司西西里公司 5 个项目合计 16.9 兆瓦和海外子普利亚公司 13.5 兆

瓦由在建工程结转为固定资产，导致当年固定资产规模增长较快。公司非流动资产中，价值 38,261.62 万元的房屋建筑、机器设备和 1,183.70 万元的土地使用权已用于企业融资抵押，抵押资产占资产比重 6.18%，占比不大。

盈利能力

公司营业收入下降，大量资产减值导致亏损，且投资收益有所降低

跟踪期内，公司营业收入 3.72 亿元，同比减少 26.11%。主要原因系 2012 年转让北京连邦导致本年软件行业的销售减少及太阳能电池收入减少所导致。公司欧洲电站数量较多，海外项目产生的管理费用和利息支出金额较大，但部分海外电站建设业务又未形成销售收入，导致公司当年期间费用率进一步提高。

2013 年，公司计提存货跌价准备和固定资产减值准备共计 6.89 亿元，资产减值损失规模较上年增幅达 701.52%，受此影响公司归属于母公司所有者的净利润亏损 6.79 亿元。公司利润对投资收益的依赖度仍较高，投资收益受主要投资对象股价波动影响较大，截止 2013 年末，公司投资收益 3,970.27 万元，同比下降 91.86%，主要原因系公司子公司江苏高投减持洋河股份 50 万股股票收益较上年减少及剩余股票市值下跌所致；同时，由于部分政府补助根据新能源项目投资进行投资返还，2013 年公司新能源投资减少，政府补助由上年的 7,697.42 万元减少至 999.59 万元。

表 9 2012-2013 年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	37,150.59	50,278.96
投资收益	3,970.27	48,774.87
营业利润	-84,970.43	19,300.82
营业外收入	1,035.02	7,736.47
利润总额	-84,282.88	25,587.82
归属于母公司所有者的净利润	-67,932.30	3,254.58
综合毛利率	14.58%	11.01%
期间费用率	67.80%	52.05%

资料来源：审计报告

现金流

公司经营活动产生的现金能力有所提升，但近年公司管理费用较高，一定程度上影响

利润水平

2013 年公司由于收回以前年度的销售款项及部分应收账款转让给控股股东南通综艺投资有限公司（以下简称“综艺投资”），另外美国子公司收到美国政府 1,930.23 万美元的补贴，公司经营性现金流净流入 57,487.99 万元。跟踪期内公司新电站建设投入较少，营运资本变化有明显好转，经营活动现金流表现较上年有所改善。未来公司已建成电站若能实现销售，将有助于公司经营活动现金流进一步改善。

公司 2013 年的投资活动现金流净流出 4.99 亿元，主要为公司股权投资及购建固定资产、购买理财产品的现金流出。公司通过银行借款等融资活动活动补充在经营和投资中的资金需求，偿还债务、支付利息产生现金流出较上年有所增加，2013 年度筹资活动现金净流出 2.84 亿元。

表 10 公司 2012-2013 年现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	-86,567.53	15,511.76
非付现费用	82,269.38	14,633.89
非经营损益	5,326.01	-31,748.58
FFO	1,027.85	-1,602.93
营运资本变化	56,156.15	7,577.49
其中：存货减少	35,780.96	-25,115.66
经营性应收项目的减少	23,951.46	12,535.91
经营性应付项目增加	-3,576.26	20,157.24
经营活动产生的现金流量净额	57,487.99	5,974.56
投资活动产生的现金流量净额	-49,935.45	-18,381.37
筹资活动产生的现金流量净额	-28,391.80	-15,968.05
现金及现金等价物净增加额	-20,186.82	-37,572.73

资料来源：审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债水平逐步增加，有息负债规模较大

2013 年末公司非流动负债占比 50.50%。公司流动负债中应付账款有所增加，同比增长 35.53%，主要原因系公司子公司克州太阳能应付设备款增加。公司非流动负债中其他流动负债大幅增长，主要原因系综艺太阳能（美国）有限公司本年新增 19MW 光伏电站项目建设投资补贴款所致，该补贴款将分期确认为收入，不构成公司的偿债压力。年末负债结构中，以短期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券等为主的有息负债规模较大，年末有息债

务规模 134,598.75 万元，占负债总额的 74.9%。公司存在一定偿付压力。

表 11 2012-2013 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	60,762.08	33.83%	67,477.32	35.87%
应付账款	21,582.96	12.02%	15,924.71	8.47%
其他应付款	3,426.59	1.91%	6,651.81	3.54%
一年内到期的非流动负债	3,640.00	2.03%	4,537.50	2.41%
流动负债合计	88,912.03	49.50%	90,449.42	48.08%
长期借款	650.00	0.36%	6,352.50	3.38%
应付债券	69,546.67	38.72%	69,376.67	36.88%
递延所得税负债	9,412.38	5.24%	21,847.00	11.61%
其他非流动负债	11,088.08	6.17%	90.00	0.05%
非流动负债合计	90,697.12	50.50%	97,666.17	51.92%
负债合计	179,609.15	100.00%	188,115.59	100.00%

资料来源：审计报告

对比公司近两年的偿债能力指标可以发现，公司的资产负债率略有上升。流动比率和速动比率表现一般。由于公司当年亏损，公司 EBITDA 利息保障倍数低。

表 12 公司 2012-2013 年偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	35.36%	29.49%
EBITDA（万元）	-61,251.28	40,035.81
EBITDA 利息保障倍数	-6.37	4.17
流动比率	1.87	3.22
速动比率	1.27	1.84

资料来源：审计报告

六、重要事项

公司非公开发行股票将有益于提升公司资本实力和偿债能力

2014 年 5 月 5 日，公司非公开发行股票，本次发行证券的类型为人民币普通股（A 股），每股面值 1 元，发行数量为 19,540 万股，全部采取向特定投资者非公开发行股票的方式发行。

本次发行募集资金总额为 120,561.80 万元，募集资金净额为 119,281.80 万元，其中：增加实收资本 19,540 万元，增加资本公积 99,741.80 万元。本次发行的发行对象为公司实际控

制人咎圣达先生。咎圣达先生以现金全额认购本次发行的全部股份。本次发行的发行价格为6.17元/股。

本次发行募集资金净额全部用于补充流动资金，公司主营业务不会发生变更，公司资本实力和偿债能力将得到提升。本次发行后咎圣达仍为实际控制人，直接、间接持股合计比例达到44.70%，不会导致公司控制权发生变化。

七、本期债券担保分析

本期债券由综艺投资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。综艺投资及下属控股子公司的经营范围涉及新能源、软件销售、集成电路设计、智能卡制造、PE股权投资和丝织服装等多个领域。

表 13 2012-2013 年综艺投资主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
信息产业	11.18	3.28%	12.15	4.26%
高新电子制造	1.57	32.45%	1.10	23.22%
新能源	3.47	-15.95%	0.65	4.22%
实业投资	2.06	72.81%	13.23	100%
其他	1.59	7.53%	2.40	11%
收入合计	19.87	9.76%	29.53	48%

资料来源：公司提供

跟踪期内，综艺投资主营业务收入构成基本保持稳定，其中，信息产业实现收入11.18亿元，占总收入比为56.3%，占比较去年有所上升，主要原因在于实业投资收入大幅下降所致。毛利率方面，由于新能源业务亏损，且收入规模占比上升，导致跟踪期内综艺投资主营业务毛利水平下降幅度较大。

综艺投资2013年软件销售规模大，收入较稳定，但毛利不高；新能源收入规模有所增长，但未能盈利；高新电子制造业发展较稳定；2013年综艺投资减持洋河股份较少，当年投资收入规模降低。

截至2013年12月31日，综艺投资资产总额为164.38亿元，其中归属于母公司所有者的权益为62.45亿元；2013年综艺投资实现营业收入19.87亿元，受当年计提6.89亿元资产减值影响，归属于母公司所有者的净利润1.55亿元。

表 14 2012-2013 年综艺投资合并报表主要财务指标

项目	2013 年	2012 年
总资产 (万元)	1,643,799.42	1,975,261.49
所有者权益 (万元)	904,862.74	1,264,242.44
归属于母公司所有者权益 (万元)	624,481.84	886,709.87
资产负债率	44.95%	36.00%
营业收入 (万元)	198,684.82	250,734.77
投资收益 (万元)	25,157.98	66,878.63
营业利润 (万元)	-65,480.25	104,425.08
净利润 (万元)	-50,035.50	76,518.57
综合毛利率	9.76%	39.18%
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	15,466.71	62,150.79
流动比率	1.94	2.43
速动比率	1.71	1.83

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

我们认为，综艺投资为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了进一步保障。

八、评级结论

近年来，欧美经济金融的动荡对光伏产业发展形成的负面影响仍有所持续，公司太阳能电池业务 2013 年度销售规模大幅下降，且公司年内对太阳能电池两条生产线计提减值准备，导致公司全年亏损 6.79 亿元。目前公司完工的欧洲电站数量较多，部分电站实现电费和补贴收入，未来若能成功实现销售，将有益于扩张目前的销售规模。跟踪期内，公司信息产业开展稳健，深圳毅能达收入规模较为稳定，在手订单较多，未来收入较有保障，同时公司于跟踪期内继续减持洋河股份，带来一定投资收益，但需关注公司持有的上市公司股票规模较大，未来其价值易受到股票市场波动影响，同时 PE 投资行业存在一定风险，公司投资规模较大，未来收益情况存在一定不确定性。2014 年第一季度，公司实现 1.6 亿元营业收入，利润总额 983 万元，收益情况良好。2014 年 5 月 5 日，公司向实际控制人咎圣达先生非公开发行股票募集资金 12 亿元用于补充流动资金，一定程度上提升了公司资本实力和偿债能力。

跟踪期内，本期债券担保方南通综艺投资有限公司实现营业收入 19.87 亿元，归属于所有者净利润 1.55 亿元。但整体而言，南通综艺投资经营情况较好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保增强了本期债券安全性。

基于以上情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级 AA-和本期债券信用等级 AA，评级展望为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	78,738.92	112,671.72	150,251.25
应收票据	114.63	97.70	8.90
应收账款	13,965.08	43,473.04	65,025.94
预付款项	2,929.16	1,413.40	2,785.11
其他应收款	1,278.32	8,500.47	7,294.64
存货	53,352.55	124,956.59	105,361.80
其他流动资产	15,962.24		
流动资产合计	166,340.91	291,112.93	330,727.65
可供出售金融资产	63,650.45	93,224.21	139,962.98
长期应收款	591.40		
长期股权投资	88,009.07	77,675.68	61,083.42
投资性房地产	2,497.89	2,364.20	2,429.51
固定资产	135,153.42	100,778.65	57,162.20
在建工程	26,548.60	48,651.00	74,709.40
工程物资	5,808.47	7,118.23	-
无形资产	11,843.80	12,711.82	13,172.27
开发支出	-	-	-
商誉	100.80	100.80	100.80
长期待摊费用	3,858.80	80.78	132.70
递延所得税资产	3,469.08	4,092.35	3,458.20
非流动资产合计	341,531.78	346,797.72	352,211.46
资产总计	507,872.69	637,910.64	682,939.11
短期借款	60,762.08	67,477.32	61,301.80
应付票据	-	505.28	6,165.87
应付账款	21,582.96	15,924.71	14,239.61
预收款项	1,476.91	1,306.93	2,856.72
应付职工薪酬	500.27	417.10	644.22
应交税费	-4,514.37	-8,336.07	-8,895.71
应付利息	1,856.39	1,889.08	1,862.22
应付股利	75.76	75.76	480.38
其他应付款	3,426.59	6,651.81	3,888.47
一年内到期的非流动负债	3,640.00	4,537.50	8,805.00
其他流动负债	105.45	-	120.00
流动负债合计	88,912.03	90,449.42	91,468.58
长期借款	650.00	6,352.50	10,890.00

应付债券	69,546.67	69,376.67	69,206.67
递延所得税负债	9,412.38	21,847.00	34,898.10
其他非流动负债	11,088.08	90.00	173.00
非流动负债合计	90,697.12	97,666.17	115,167.77
负债合计	179,609.15	188,115.59	206,636.35
实收资本(或股本)	110,460.00	110,460.00	73,640.00
资本公积金	130,426.03	143,355.97	198,750.40
盈余公积金	6,571.92	6,571.92	6,571.92
未分配利润	3,007.38	76,462.68	76,890.10
外币报表折算差额	-13,082.66	-12,530.69	-15,178.02
少数股东权益	90,880.88	125,475.18	135,628.38
归属于母公司所有者权益合计	237,382.67	324,319.87	340,674.39
所有者权益合计	328,263.55	449,795.05	476,302.76
负债和所有者权益总计	507,872.69	637,910.64	682,939.11

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	37,150.59	50,278.96	118,124.51
营业收入	37,150.59	50,278.96	118,124.51
二、营业总成本	126,091.30	79,753.00	116,829.13
营业成本	31,735.34	44,743.89	94,612.04
营业税金及附加	239.98	238.28	341.35
销售费用	1,217.04	1,139.43	1,755.36
管理费用	17,056.70	18,228.59	13,427.59
财务费用	6,913.96	6,803.13	5,775.57
资产减值损失	68,928.27	8,599.67	917.22
投资收益	3,970.27	48,774.87	53,765.49
三、营业利润	-84,970.43	19,300.82	55,060.87
加：营业外收入	1,035.02	7,736.47	11,025.81
减：营业外支出	347.47	1,449.48	13.91
其中：非流动资产处置损失	-	42.97	0.08
四、利润总额	-84,282.88	25,587.82	66,072.77
减：所得税	2,284.65	10,076.06	14,472.66
五、净利润	-86,567.53	15,511.76	51,600.12
归属于母公司所有者的净利润	-67,932.30	3,254.58	31,615.55

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
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	78,514.61	78,475.25	130,142.10
收到的税费返还	496.18	5,546.13	2,992.06
收到其他与经营活动有关的现金	34,040.89	19,109.50	13,311.38
经营活动现金流入小计	113,051.68	103,130.88	146,445.54
购买商品、接受劳务支付的现金	31,197.82	73,466.91	222,258.54
支付给职工以及为职工支付的现金	5,729.08	6,345.13	7,137.16
支付的各项税费	8,077.46	6,528.33	9,998.97
支付其他与经营活动有关的现金	10,559.33	10,815.95	13,830.78
经营活动现金流出小计	55,563.69	97,156.32	253,225.45
经营活动产生的现金流量净额	57,487.99	5,974.56	-106,779.90
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	5,843.95	52,105.24	54,034.17
取得投资收益收到的现金	1,225.11	309.72	1,793.08
处置固定、无形和其他长期资产收回的现金净额	66.31	12.62	776.28
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	8,100.00	1,179.37	-
投资活动现金流入小计	15,235.38	53,606.94	56,603.53
购建固定、无形和其他长期资产支付的现金	13,468.38	31,776.51	51,777.33
投资支付的现金	31,009.44	30,233.31	29,154.75
支付其他与投资活动有关的现金	20,693.00	9,978.49	22,890.35
质押贷款净增加额	-	-	8,229.37
投资活动现金流出小计	65,170.82	71,988.32	112,051.80
投资活动产生的现金流量净额	-49,935.45	-18,381.37	-55,448.27
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	500.00	500.00	133,425.60
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	500.00	500.00	-
取得借款收到的现金	23,762.08	30,477.32	89,411.80
发行债券收到的现金	-	-	69,150.00
筹资活动现金流入小计	24,262.08	30,977.32	291,987.40
偿还债务支付的现金	37,077.32	33,106.80	83,864.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,576.56	13,838.57	7,437.06
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	1,384.50	-
筹资活动现金流出小计	52,653.88	46,945.37	91,301.88
筹资活动产生的现金流量净额	-28,391.80	-15,968.05	200,685.52
四、汇率变动对现金的影响	652.44	-9,197.87	-10,999.23

五、现金及现金等价物净增加额	-20,186.82	-37,572.73	27,458.12
加：期初现金及现金等价物余额	98,918.49	136,491.23	109,033.11
六、期末现金及现金等价物余额	78,731.67	98,918.49	136,491.23

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	-86,567.53	15,511.76	51,600.12
加：资产减值准备	68,846.01	8,599.67	917.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,067.83	5,241.42	5,312.73
无形资产摊销	725.31	722.19	387.28
长期待摊费用摊销	630.23	70.62	102.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	303.98	32.61	-279.88
财务费用	8,673.01	17,627.82	4,016.50
投资损失	-3,970.27	-48,774.87	-53,765.49
递延所得税资产减少	623.27	-634.15	-2,769.53
存货的减少	35,780.96	-25,115.66	-83,326.53
经营性应收项目的减少	23,951.46	12,535.91	-72,065.77
经营性应付项目的增加	-3,576.26	20,157.24	43,091.22
经营活动产生的现金流量净额	57,487.99	5,974.56	-106,779.90

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。