

江苏综艺股份有限公司

2011 年 7 亿元公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

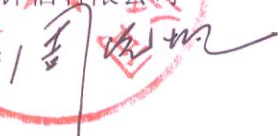
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

江苏综艺股份有限公司

2011 年 7 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

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

债券剩余期限：40 个月

债券剩余规模：7 亿元

跟踪日期：2013 年 05 月 17 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

债券剩余期限：52 个月

债券剩余规模：7 亿元

评级日期：2012 年 5 月 24 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2013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	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	637,910.64	682,939.11	487,900.58
归属母公司所有者权益（万元）	324,319.87	340,674.39	205,251.65
资产负债率	29.49%	30.26%	31.84%
流动比率	3.22	3.62	2.41
营业收入（万元）	50,278.96	118,124.51	91,079.93
投资收益（万元）	48,774.87	53,765.49	61,796.66
营业利润（万元）	19,300.82	55,060.87	52,510.40
利润总额（万元）	25,587.82	66,072.77	58,065.15
有息债务（万元）	148,249.27	156,369.34	75,449.82
综合毛利率	11.01%	19.90%	13.14%
总资产报酬率	5.15%	12.45%	16.46%
EBITDA（万元）	40,035.81	78,682.03	66,123.11
EBITDA 利息保障倍数	4.17	11.56	18.53
经营活动现金流净额（万元）	5,974.56	-106,779.90	-7,778.34

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

正面：

- 公司信息产业经营稳健，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；
- 跟踪期内，本期债券担保方南通综艺投资有限公司经营情况良好，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。

关注：

- 欧美国家对于光伏产业的政策变化对我国光伏行业产生较大不利影响；
- 受行业不利影响，公司太阳能电池产品价格和毛利率较低；
- 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；
- 跟踪期内公司营业收入规模大幅下降，营业利润对投资收益依赖较大；
- 公司太阳能电池生产线开工率较低，部分产能存在闲置；
- 公司海外应收账款规模较大，账期偏长，存在回收及减值风险；
- 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；
- 公司海外电站的管理费用较高，对主营业务利润影响较大；
- 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，存在较大偿付压力。

分析师

姓名： 杨毅嵘 姚煜

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，公司公开发行不超过15亿元公司债券，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2012年12月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

表1 截至2012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
合计	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2012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；公司以公积金转股36,820万股，其中有限售条件股份750万股，无限售条件股份36,070万股。截至2012年12月31日，公司注册资本110,460万元，实收资本110,460万元，股本总数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108,210万股。

表2 跟踪期内公司变更情况

项目	截至2012年12月31日	截至2011年12月31日
公司名称	江苏综艺股份有限公司	江苏综艺股份有限公司
注册资本	110,460万元	73,640万元
实收资本	110,460万元	73,640万元
控股股东	南通综艺投资有限公司	南通综艺投资有限公司
控股股东持股比例	29.09%	28.40%
实际控制人	咎圣达	咎圣达

资料来源：公司提供

2012年，公司合并报表范围新增子公司1家，为公司跟踪期内投资新设全资子公司综艺

（克州）新能源有限公司；2012年减少合并子公司3家，主要原因系公司将持有的北京连邦软件股份有限公司（简称“北京连邦”）88.75%的股份全部转让，转让后公司不再持有北京连邦的股份。北京连邦软件股份有限公司的子公司连邦软件（南通）有限公司、北京连邦软件技术有限公司一并转让。

表 3 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
综艺（克州）新能源有限公司	100%	5,800 万元	新能源制造业	新设子公司

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不纳入合并范围原因
北京连邦软件股份有限公司	88.75%	5,518 万元	软件代理	股份转让
连邦软件（南通）有限公司	100%	5,000 万元	软件和信息技术	股份转让
北京连邦软件技术有限公司	95%	200 万元	软件开发、信息技术	股份转让

资料来源：公司提供

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 637,910.64 万元，归属于母公司的所有者权益为 324,319.87 万元，资产负债率为 29.49%；2012 年度，公司实现营业收入 50,278.96 万元，利润总额 25,587.82 万元，经营活动现金流净额 5,974.56 万元。

三、经营与竞争

2011 年度，公司主营业务收入中，新能源产业占比达到 65%；2012 年，受欧美国贸易壁垒以及欧洲主要光伏应用国削减补贴等因素影响，光伏产业需求放缓，对我国光伏行业影响较大。跟踪期内，公司主营业务收入构成较上年有一定变化，其中，太阳能电站当年未有实现销售收入，太阳能电池实现收入 4,920 万元，收入规模较上年下降较大，新能源产业收入的下降带动公司主营业务收入规模的下降，2012 年度实现主营业务收入 4.21 亿元，较去年下降 62.79%。毛利率方面，受太阳能电池毛利下降及太阳能电站未能实现出售收入等因素影响，公司主营业务毛利率水平较去年有所下降。

表 4 2011-2012 年公司主营业务情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
太阳能电池	4,920.38	0.75%	33,476.58	24.71%
太阳能电站	-	-	40,609.36	21.37%

软件及网络服务	20,310.74	7.83%	17,031.96	9.10%
芯片设计及应用	11,024.13	23.22%	14,806.49	22.54%
其他	5,862.91	16.71%	7,260.72	7.97%
合计	42,118.16	12.27%	113,185.10	19.80%

资料来源：公司提供

受行业影响，公司新能源收入规模大幅下降，利润水平较低

公司新能源业务主要分为太阳能电池和太阳能电站两块。太阳能电池业务方面，公司根据市场情况，以销定产，同时对相关生产线进行进一步技术升级调试，总体生产规模较小。2012年度受行业大环境影响，公司太阳能电池生产规模较上年下降幅度较大，且由于国内光伏业产能过剩，产品价格急剧下降，产品毛利较低，盈利能力欠佳。

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。

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 2012 年末，公司在欧洲建成持有的光伏电站规模约为 53 兆瓦，已全部实现并网。目前仅有西西里公司意大利 0.851 兆瓦 1 个项目在建，未来投入较少。受外部环境及行业因素的影响，公司 2012 年度未实现电站销售，但电站全年发电实现将近 7,000 万元（人民币）的收益，该部分收益已冲减电站账面成本。公司未来将择机出售电站，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。

表 5 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
开曼公司德国 3.178 兆瓦	2012 年	8,143.17
西西里公司 5 兆瓦	2012 年	8,839.52
西西里公司 4 兆瓦	2012 年	7,015.42
西西里公司 2 兆瓦	2012 年	3,447.14
西西里公司 2.5 兆瓦	2012 年	4,318.71
西西里公司 3.4 兆瓦	2012 年	5,860.13
西西里公司意大利 6.149 兆瓦	2012 年	10,133.49
普利亚公司意大利 13.5 兆瓦	2012 年	37,169.82
皮埃蒙特公司 2.50598 兆瓦	2012 年	6,750.91
马尔凯公司 2.5704 兆瓦	2011 年	5,622.02
马尔凯公司 4.2 兆瓦	2011 年	9,304.30
马尔凯公司 3 兆瓦	2011 年	6,517.59
马尔凯公司 0.738 兆瓦	2011 年	1,377.04

合计

114,499.25

注：实际投资规模不包括 2012 年度电站发电实现收益后冲减账面价值部分

资料来源：审计报告

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）等。该项目已于 2012 年实现并网发电，2013 年起将能为公司实现收益，2013 年 5 月，公司已从联邦政府获得 1,930.23 万美元的补贴。

总体而言，跟踪期内，公司太阳能电池业务受行业影响，开工率、收入及毛利率大幅下降，公司海外电站投资规模较大，已基本并网，在建拟建项目少。值得关注的是，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较大影响。

跟踪期内，公司信息产业发展较稳定

公司信息产业中，2012 年实现营业收入 31,334.87 万元，近两年收入规模基本稳定，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对净利润贡献度较高，2012 年销售规模为 1 亿元，深圳毅能达根据客户订单情况定生产，目前在手订单情况较好，公司销售较有保障，近年来经营稳定。智能卡生产销售业务由于客户和订单情况不同，每年产量和销量会有一定波动。公司控股子公司综艺超导科技有限公司的超导滤波系统研发正在持续中，该产品目前尚处于市场拓展阶段，未来形成销售收入时间具有一定不确定性。公司控股子公司北京连邦软件股份有限公司因近年来经营业绩欠佳，2012 年度公司已将持有的北京连邦股份全部转让。

表6 公司智能卡产销量情况

（单位：万张）

产品名称	2012年			2011年			2010年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
普通印刷卡	7,500	1,240	1,195	7,500	1,870	1,814	7,500	1,462	1,187
接触式芯片卡	3,000	895	858	3,000	798	774	3,000	795	722
非接触式芯片卡	3,500	1,920	1,802	3,500	1,644	1,594	3,500	1,461	1,410
SIM 卡	18,000	8,837	8,656	18,000	14,825	14,380	14,400	9,552	9,322
合计	32,000	12,892	12,511	32,000	19,137	18,562	28,400	13,270	12,641

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。随着未来超导滤波系统逐步进入规模生产阶段并实现销售，将有益于公司利润水平的提升。

表7 截至 2013 年 4 月末公司智能卡业务已中标或在手订单情况（单位：万元）

产品名称	订单金额
证件卡	3,000
社会保障卡	4,200
合计	7,200

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司 PE 投资资金量较大，前期项目收益情况较好

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，江苏高投投资了南京新奕天科技有限公司和中国国际期货有限公司两家企业。

表8 2012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
南京新奕天科技有限公司	1,200	14.7%
中国国际期货有限公司	17,000	3.62%
合计	18,200	

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1,415.25万元、南京红宝丽股份分红31.50万元，并通过出售洋河股份346.7万股确认收益4.45亿元，截至2012年底，江苏高投持有洋河股份900万股，公允价值约8.37亿元，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。

四、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2011-2012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2011-2012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。

财务分析

公司股票资产规模较大，可为公司提供一定的财务弹性，但易受股票价格波动影响；营业收入大幅下降，盈利对投资收益依赖度较高；此外，公司有息负债规模较大，存在债

务偿付压力

截至 2012 年底，公司总资产规模 63.79 亿元，较 2011 年末下降 6.59%，资产构成中，流动资产占比较大，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。货币资金基本不受限，流动性良好，其中外汇占比约 15%，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 4.35 亿元，规模较大，主要为 2012 年之前销售欧洲电站的货款，主要欠款单位有 Ecoware S.P.A 和 SUN VALUE ITALIAN SRL 等。2012 年度公司未有电站出售，又收回了一部分货款，因此应收账款规模已有所减小，70%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。2012 年末，公司存货主要为已完工的欧洲电站，计划未来将整体出售给欧洲电站运营商，随着跟踪期内完工电站数量的增多，存货规模也有了大幅上升，较大的存货规模对公司资产流动性产生一定影响，且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 9 2011-2012 年公司主要资产构成情况

(单位：万元)

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	112,672	17.66%	150,251	22.00%
应收账款	43,473	6.81%	65,026	9.52%
存货	124,957	19.59%	105,362	15.43%
流动资产合计	291,113	45.64%	330,728	48.43%
可供出售金融资产	93,224	14.61%	139,963	20.49%
长期股权投资	77,676	12.18%	61,083	8.94%
固定资产	100,779	15.80%	57,162	8.37%
在建工程	48,651	7.63%	74,709	10.94%
非流动资产合计	346,798	54.36%	352,211	51.57%
资产总计	637,911	100.00%	682,939	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，主要由公司投资的两家上市公司南京红宝丽股份有限公司和江苏洋河酒厂股份有限公司构成，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 347 万股，导致 2012 年底可供出售金融资产余额较上年度有所降低。长期股权投资 2012 年末共投资企业 23 家，包括当年新增投资的南京新奕天科技有限公司和中国国际期货有限公司两家企业。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，年末余额 4.87 亿元。2012 年公司美国 19MW 光伏电站项目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。

表 10 2011-2012 年公司盈利能力指标 (单位：万元)

项目	2012 年	2011 年
营业收入	50,278.96	118,124.51
投资收益	48,774.87	53,765.49
营业利润	19,300.82	55,060.87
营业外收入	7,736.47	11,025.81
利润总额	25,587.82	66,072.77
净利润	15,511.76	51,600.12
综合毛利率	11.01%	19.90%
期间费用率	52.05%	17.74%

资料来源：审计报告

跟踪期内，公司营业收入 5.03 亿元，同比减少 57.4%。主要原因系新能源收入下降较快所导致。当年欧洲电站完工数量较多，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较高；2012 年，公司计提存货跌价准备、固定资产减值准备和未及收回的海外应收款共计 8,599.67 万元，资产减值损失规模较上年增幅较大，主要依靠投资收益获得了 1.93 亿元营业利润，公司营业利润对投资收益的依赖度较高，未来投资收益受主要投资对象股价波动影响存在不确定性。受益于政府各类补贴，公司全年实现利润总额 2.56 亿元。

从产品毛利率来看，由于 2012 年度光伏产业晶硅、电池片和组件产品价格大幅降低，太阳能电池生产毛利水平低，受此影响公司 2012 年度综合毛利率水平下降较多。

表 11 公司 2011-2012 年现金流情况 (单位：万元)

项目	2012 年	2011 年
净利润	15,511.76	51,600.12
非付现费用	14,633.89	6,719.45
非经营损益	-31,748.58	-52,798.39
FF0	-1,602.93	5,521.18
营运资本变化	7,577.49	-112,301.08
其中：存货减少	-25,115.66	-83,326.53
经营性应收项目的减少	12,535.91	-72,065.77
经营性应付项目增加	20,157.24	43,091.22
经营活动产生的现金流量净额	5,974.56	-106,779.90
投资活动产生的现金流量净额	-18,381.37	-55,448.27

筹资活动产生的现金流量净额	-15,968.05	200,685.52
现金及现金等价物净增加额	-37,572.73	27,458.12

资料来源：审计报告

公司在欧洲从事的新能源电站建设业务前期需由公司全部垫资建设，对公司营运资金占用程度较高，导致公司 2011 年经营性现金流表现不佳。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 2012 年的投资活动现金流净流出 1.8 元，主要为公司购建固定资产和长期投资所支付的资金以及跟踪期内江苏高投所支付的各项税费。公司通过银行借款、定向增发和债券发行等融资活动活动在一定程度上缓解了经营和投资活动带来的资金压力，偿还债务、支付利息产生现金流出较大，2012 年度筹资活动现金净流出 1.60 亿元。

表 12 2011-2012 年公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	67,477.32	35.87%	61,301.80	29.67%
应付账款	15,924.71	8.47%	14,239.61	6.89%
其他应付款	6,651.81	3.54%	3,888.47	1.88%
一年内到期的非流动负债	4,537.50	2.41%	8,805.00	4.26%
流动负债合计	90,449.42	48.08%	91,468.58	44.27%
长期借款	6,352.50	3.38%	10,890.00	5.27%
应付债券	69,376.67	36.88%	69,206.67	33.49%
递延所得税负债	21,847.00	11.61%	34,898.10	16.89%
非流动负债合计	97,666.17	51.92%	115,167.77	55.73%
负债合计	188,115.59	100.00%	206,636.35	100.00%

资料来源：审计报告

近两年来，公司非流动负债规模较大于流动负债，2012 年末非流动负债占比 51.92%。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 148,249.27 万元，占负债总额的 78.81%。公司存在一定偿付压力。

对比公司近两年的偿债能力指标可以发现，公司的资产负债率在近年来保持稳定。流动比率和速动比率表现较好。随着利息支出的不断增长，公司 EBITDA 利息保障倍数有所降低。

表 13 公司 2011-2012 年偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	29.49%	30.26%

EBITDA（万元）	40,035.81	78,682.03
EBITDA 利息保障倍数	4.17	11.56
流动比率	3.22	3.62
速动比率	1.84	2.46

资料来源：审计报告

五、重要事项

跟踪期内，公司对大额应收账款采取了必要的回收计划及担保措施

截止 2012 年 12 月 31 日，子公司综艺（开曼）太阳能电力有限公司（以下简称“综艺开曼”）应收意大利 Ecoware 公司电站销售款共计 1,873.38 万欧元。目前已取得 Ecoware 公司及其附属公司拥有的 6 个太阳能电站抵押权。鉴于 Ecoware 公司及其母公司 Aion 公司未按 2012 年 2 月 29 日签订的还款协议归还综艺开曼应收账款，综艺开曼已经申请到了对 Ecoware 公司母公司 Aion 公司的支付令，目前正在积极地与 Ecoware 方面商讨最新的还款计划。同时已取得了南通综艺投资有限公司（以下简称“综艺投资”）对该笔应收账款的追加担保。

截止 2012 年 12 月 31 日，子公司综艺(意大利)皮埃蒙特光伏有限公司，应收意大利 SUN VALUE 公司电站销售款共计 1,298.50 万欧元。期后取得回款 531.25 万欧元，预计将于 2013 年 12 月 31 日前收回全部款项。同时已取得了综艺投资对该笔应收账款的追加担保。

截止 2012 年 12 月 31 日，子公司综艺(意大利)皮埃蒙特光伏有限公司,应收德国 D&C Oversea Development GmbH 公司电站销售款共计 779.40 万欧元。期后取得回款 318.75 万欧元，预计将于 2013 年 12 月 31 日前收回全部款项。同时已取得了综艺投资对该笔应收账款的追加担保。

六、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。截至 2012 年 12 月 31 日，综艺投资资产总额为 197.53 亿元，其中归属于母公司所有者的权益为 88.67 亿元；2012 年综艺投资实现营业收入 25.07 亿元，利润总额 10.60 亿元。跟踪期内，综艺投资经营较为稳健。

表 14 2011-2012 年综艺投资合并报表主要财务指标

	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,975,261.49	2,066,392.08
所有者权益合计（万元）	1,264,242.44	1,380,536.70
资产负债率	36.00%	33.19%
流动比率	2.43	2.40
营业收入（万元）	250,734.77	277,002.65
营业利润（万元）	104,425.08	89,449.44
营业外收入（万元）	8,069.06	11,297.51
利润总额（万元）	106,048.63	100,622.20
综合毛利率	39.18%	25.34%
总资产回报率	6.41%	11.18%
经营活动现金流净额（万元）	50,349.79	-100,967.88

资料来源：综艺投资审计报告

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。

七、评级结论

近年来，各国对光伏产业系统补贴持续趋降，欧美经济金融的动荡对光伏产业发展也形成一定的负面影响，受此影响，公司光伏产业 2012 年度销售规模大幅下降，目前公司完工的欧洲电站数量较多，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，近两年来收入规模较为稳定，公司在手订单较多，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，为公司带来较大的投资收益，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。

跟踪期内，本期债券担保方南通综艺投资有限公司经营情况良好，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	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	112,671.72	150,251.25	114,556.96
应收票据	97.70	8.90	138.87
应收账款	43,473.04	65,025.94	28,082.24
预付款项	1,413.40	2,785.11	39,175.74
其他应收款	8,500.47	7,294.64	2,891.93
存货	124,956.59	105,361.80	24,951.88
流动资产合计	291,112.93	330,727.65	209,797.63
可供出售金融资产	93,224.21	139,962.98	165,585.98
长期股权投资	77,675.68	61,083.42	26,840.15
投资性房地产	2,364.20	2,429.51	2,494.82
固定资产	100,778.65	57,162.20	62,289.91
在建工程	48,651.00	74,709.40	8,525.23
工程物资	7,118.23	-	0.00
无形资产	12,711.82	13,172.27	8,981.17
开发支出		-	2,431.82
商誉	100.80	100.80	100.8
长期待摊费用	80.78	132.70	164.4
递延所得税资产	4,092.35	3,458.20	688.67
非流动资产合计	346,797.72	352,211.46	278,102.95
资产总计	637,910.64	682,939.11	487,900.58
短期借款	67,477.32	61,301.80	48,949.82
应付票据	505.28	6,165.87	-
应付账款	15,924.71	14,239.61	16,926.03
预收款项	1,306.93	2,856.72	3,030.63
应付职工薪酬	417.10	644.22	564.26
应交税费	-8,336.07	-8,895.71	12,289.18
应付利息	1,889.08	1,862.22	103.19
应付股利	75.76	480.38	480.38
其他应付款	6,651.81	3,888.47	4,542.21
一年内到期的非流动负债	4,537.50	8,805.00	
其他流动负债		120.00	
流动负债合计	90,449.42	91,468.58	86,885.71
长期借款	6,352.50	10,890.00	26,500.00
应付债券	69,376.67	69,206.67	-
递延所得税负债	21,847.00	34,898.10	41,287.83

其他非流动负债	90.00	173.00	676
非流动负债合计	97,666.17	115,167.77	68,463.83
负债合计	188,115.59	206,636.35	155,349.54
实收资本(或股本)	110,460.00	73,640.00	66,660.00
资本公积金	143,355.97	198,750.40	86,758.43
盈余公积金	6,571.92	6,571.92	6,260.85
未分配利润	76,462.68	76,890.10	45,585.62
外币报表折算差额	-12,530.69	-15,178.02	-13.24
少数股东权益	125,475.18	135,628.38	127,299.39
归属于母公司所有者权益合计	324,319.87	340,674.39	205,251.65
所有者权益合计	449,795.05	476,302.76	332,551.04
负债和所有者权益总计	637,910.64	682,939.11	487,900.58

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	50,278.96	118,124.51	91,079.93
营业收入	50,278.96	118,124.51	91,079.93
二、营业总成本	79,753.00	116,829.13	100,366.19
营业成本	44,743.89	94,612.04	79,111.69
营业税金及附加	238.28	341.35	265.31
销售费用	1,139.43	1,755.36	1,004.40
管理费用	18,228.59	13,427.59	9,528.09
财务费用	6,803.13	5,775.57	3,568.39
资产减值损失	8,599.67	917.22	6,888.31
投资收益	48,774.87	53,765.49	61,796.66
三、营业利润	19,300.82	55,060.87	52,510.40
加：营业外收入	7,736.47	11,025.81	5,578.85
减：营业外支出	1,449.48	13.91	24.1
其中：非流动资产处置损失	42.97	0.08	
四、利润总额	25,587.82	66,072.77	58,065.15
减：所得税	10,076.06	14,472.66	12,908.81
五、净利润	15,511.76	51,600.12	45,156.34
归属于母公司所有者的净利润	3,254.58	31,615.55	27,217.26

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 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	78,475.25	130,142.10	82,597.27
收到的税费返还	5,546.13	2,992.06	1,202.68
收到其他与经营活动有关的现金	19,109.50	13,311.38	8,093.28
经营活动现金流入小计	103,130.88	146,445.54	91,893.24
购买商品、接受劳务支付的现金	73,466.91	222,258.54	89,170.42
支付给职工以及为职工支付的现金	6,345.13	7,137.16	5,349.57
支付的各项税费	6,528.33	9,998.97	3,365.06
支付其他与经营活动有关的现金	10,815.95	13,830.78	1,786.52
经营活动现金流出小计	97,156.32	253,225.45	99,671.57
经营活动产生的现金流量净额	5,974.56	-106,779.90	-7,778.34
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	52,105.24	54,034.17	54,987.80
取得投资收益收到的现金	309.72	1,793.08	1,560.83
处置固定、无形和其他长期资产收回的现金净额	12.62	776.28	66.01
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,179.37	-	0.00
投资活动现金流入小计	53,606.94	56,603.53	56,614.64
购建固定、无形和其他长期资产支付的现金	31,776.51	51,777.33	51,149.14
投资支付的现金	30,233.31	29,154.75	8,900.01
支付其他与投资活动有关的现金	9,978.49	22,890.35	11,525.00
质押贷款净增加额		8,229.37	5,513.86
投资活动现金流出小计	71,988.32	112,051.80	77,088.00
投资活动产生的现金流量净额	-18,381.37	-55,448.27	-20,473.36
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	500.00	133,425.60	25,665.78
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	500.00		25,665.78
取得借款收到的现金	30,477.32	89,411.80	91,699.82
发行债券收到的现金		69,150.00	
筹资活动现金流入小计	30,977.32	291,987.40	117,365.60
偿还债务支付的现金	33,106.80	83,864.82	40,250.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,838.57	7,437.06	4,438.81
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	46,945.37	91,301.88	44,688.81
筹资活动产生的现金流量净额	-15,968.05	200,685.52	72,676.79
四、汇率变动对现金的影响	-9,197.87	-10,999.23	-470.55

五、现金及现金等价物净增加额	-37,572.73	27,458.12	43,954.54
加：期初现金及现金等价物余额	136,491.23	109,033.11	65,078.57
六、期末现金及现金等价物余额	98,918.49	136,491.23	109,033.11

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	15,511.76	51,600.12	45,156.34
加：资产减值准备	8,599.67	917.22	6,888.31
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,241.42	5,312.73	4,175.93
无形资产摊销	722.19	387.28	193.13
长期待摊费用摊销	70.62	102.21	120.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	32.61	-279.88	12.21
财务费用	17,627.82	4,016.50	3,616.29
投资损失	-48,774.87	-53,765.49	-61,796.66
递延所得税资产减少	-634.15	-2,769.53	-323.88
存货的减少	-25,115.66	-83,326.53	-12,816.49
经营性应收项目的减少	12,535.91	-72,065.77	-54,211.15
经营性应付项目的增加	20,157.24	43,091.22	61,207.12
经营活动产生的现金流量净额	5,974.56	-106,779.90	-7,778.34

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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营运效率	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
	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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。