

信用等级公告

联合[2011]041 号

雅致集成房屋股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对雅致集成房屋股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2011 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

雅致集成房屋股份有限公司主体长期信用等级为 AA

雅致集成房屋股份有限公司拟发行的 2011 年不超过人民币 8 亿元公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：何首肯 赵卿

二零一一年十一月二十八日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（建设路门）4 层

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

雅致集成房屋股份有限公司

2011 年不超过 8 亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA+

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 8 亿元

债券期限: 不超过 7 年

担保方: 中国南山开发(集团)股份有限公司

担保方式: 无条件不可撤销的连带责任保证担保

还本付息方式: 按年付息、到期还本

评级时间: 2011 年 11 月 28 日

财务数据

公司				
项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011.9
资产总额(亿元)	21.43	30.89	33.76	36.15
所有者权益(亿元)	7.11	19.48	20.43	20.37
长期债务(亿元)	0.00	0.30	0.00	0.00
全部债务(亿元)	7.34	4.30	5.58	6.75
营业收入(亿元)	23.46	19.16	22.41	18.49
净利润(亿元)	1.81	1.47	1.67	1.10
EBITDA(亿元)	3.73	3.52	3.83	--
经营性净现金流(亿元)	1.19	4.80	2.44	-1.26
营业利润率(%)	22.39	23.46	22.75	20.03
净资产收益率(%)	25.50	11.05	8.38	--
资产负债率(%)	66.85	36.93	39.48	43.67
全部债务资本化比率(%)	50.81	18.08	21.46	24.89
流动比率(%)	0.89	1.84	1.57	1.40
EBITDA 全部债务比	0.51	0.82	0.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.82	13.01	58.94	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.47	0.44	0.48	--

担保方				
项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011.9
资产总额(亿元)	137.98	162.40	192.94	222.06
所有者权益(亿元)	60.38	74.98	81.51	85.90
营业收入(亿元)	61.05	52.11	53.86	46.56
净利润(亿元)	13.92	9.95	12.95	8.07
资产负债率(%)	56.24	53.83	57.75	61.32

注: ①公司于 2007 年开始执行新会计准则; ②2007 年公司收购华南建材 75%的股权和金开利 100%股权, 合并范围增加上述两家公司; 2010 年公司转让金开利公司, 合并范围相应减少金开利; ③本报告财务数据及指标计算均是合并口径, 三季度数据均未年化; ④本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对雅致集成房屋股份有限公司(以下简称“公司”或“雅致股份”)的评级反映了公司作为国内最大的集成房屋生产企业, 在行业地位、经营规模和技术水平方面的竞争优势。近三年公司不断加大在国内销售网络方面的拓展力度, 积极调整产品结构, 经营规模不断扩大。目前公司在常熟和新疆的生产基地建设正处于前期建设阶段, 工程预计于 2012 年以后投入运营, 未来有望成为公司新的利润增长点。

2009 年 12 月, 公司顺利完成首发上市, 资产规模进一步提升, 竞争优势进一步得以强化。目前公司资产规模中等, 资产质量及现金流状况良好, 盈利能力和偿债能力正常, 债务负担合理。未来随着公司募投项目的建成投产, 其整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券由中国南山开发(集团)股份有限公司(以下简称“南山开发”)提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。南山开发是公司实际控制人, 为国有大型企业, 其在港航运输、海洋石油服务、房地产开发和集成房屋业务等方面具备较强的规模、区位优势和竞争实力, 整体综合实力和抗风险能力强。南山开发的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

综合来看, 本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 公司是国内集成房屋和船舶舱室耐火材料行业的龙头企业, 在集成房屋和船舶舱室业务领域中运营经验丰富, 具有很强的行业竞争实力。

2. 未来随着城市化进程的推进, 在我国

经济持续增长的大背景下，建筑业、旅游业等产业对集成房屋的市场需求也将持续增长，集成房屋行业长期发展空间广阔。

3. 公司参与制定了集成房屋行业的部分技术标准体系，技术水平行业领先；公司在国内已建成4个全功能生产基地和8个租赁周转基地，能够满足大部分地区大型订单的及时供货，具有很强的营销及服务网络优势。

4. 公司实际控制人为南山开发，其综合竞争实力强，股东背景实力雄厚，南山开发在业务拓展、资金运用、外部关系协调等方面对公司外部支持较大。

关注

1. 集成房屋部分客户来自于房地产行业，在近年来政府对房地产行业调控从紧的大背景下，房地产投资速度的放缓可能会影响部分集成房屋产品需求。

2. 近年来公司逐步加大租赁业务规模的拓展，租赁业务规模的增长会增加企业的前期资金投入和折旧规模，从而对公司的经营效率提出了更高要求。

3. 目前国内集成房屋行业进入门槛较低，统一行业标准缺失，竞争也日趋激烈。公司产品大多为中端的拆装式活动房屋，有待进一步改善产品结构，提高产品附加值。

4. 受市场竞争的影响，近年来公司产品订单价格有所下降，加之随着上游钢材价格的不断上涨，其主营业务利润率逐年下降，产品利润水平有所摊薄。

5. 受世界外部经济环境的影响，近几年国际船舶市场景气度不足。2011年造船行业新船订单增长幅度小，公司船舶舱室业务的市场前景存在一定不确定性。

分析师

何苗苗

电话 022-58356915

邮箱 hemiaomiao@lianhecris.com

赵卿

电话 010-52026883

邮箱 zhaoqing@lianhecris.com

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道80号（建设路门）4层
(300042)

Http: // www.lianhecreditrating.com

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与雅致集成房屋股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与雅致集成房屋股份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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因雅致集成房屋股份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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由雅致集成房屋股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

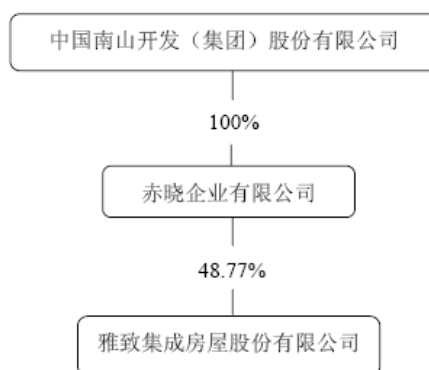
雅致集成房屋股份有限公司 2011 年公司债信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

雅致集成房屋股份有限公司(以下简称“公司”或“雅致股份”)前身为深圳市雅致轻钢房屋系统有限公司。2005年1月,经深圳市人民政府深府股[2005]1号文批准,深圳市雅致轻钢房屋系统有限公司整体改制为股份有限公司。2009年11月,根据中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)关于核准雅致集成房屋股份有限公司首次公开发行股票批复》(证监许可[2009]1175号文),公司公开发行境内上市内资股(A股)股票,并于2009年12月3日在深圳证券交易所中小企业板上市挂牌交易(证券简称“雅致股份”,股票代码“002314”)。截至2011年9月末,公司注册资本为29,000万元。

目前公司控股股东为赤晓企业有限公司(以下简称“赤晓企业”),持有公司14,144万股股份,占公司总股本的48.77%。公司实际控制人是中国南山开发(集团)股份有限公司(以下简称“南山开发”),持有公司控股股东赤晓企业100%的股权。截至2011年9月末,公司股权结构关系如下图1所示。

图1 公司股权关系图



资料来源:公司提供。

公司主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务,是国内最大的集成房屋生产企业,目前具有年产集成房屋500万平方米的生产能力。此外,公司还涉足船舶舱室耐火材料的研发、生产和销售,下属子公司华南建材(深圳)有限公司(以下简称“华南建材”)是国内最大的船舶舱室耐火材料生产商及工程承包商,具有年产船舶舱室防火门5.5万扇,卫生单元1.2万套的生产能力。

截至2011年三季度末,公司直接和间接控股的子公司共计14家。公司本部下设行政部、人力资源部、财务部、证券事务部、审计部、信息中心、研发中心、采购部、运营部、国际业务部、安环办等部门。截至2010年年底,公司拥有在职员工7,787名。

截至2010年底,公司合并资产总额337,565.85万元,负债总额133,271.97万元,所有者权益(含少数股东权益)204,293.88万元。2010年公司实现合并营业收入224,123.87万元,净利润(含少数股东损益)16,726.49万元。经营活动产生的现金流量净额24,350.97万元,现金及现金等价物净增加额38.42万元。

截至2011年9月底,公司合并资产总额361,515.03万元,负债总额157,857.69万元,所有者权益(含少数股东权益)203,657.34万元。2011年1~9月公司实现合并营业收入184,893.44万元,净利润(含少数股东损益)10,985.53万元,经营活动产生的现金流量净额-12,641.05万元,现金及现金等价物净增加额-29,278.19万元。

公司法定代表人:田俊彦。注册地址:深圳市南山区高新区南区科技南十二路007号九洲电

器大厦五楼A室。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“雅致集成房屋股份有限公司2011年公司债券”（5年期品种简称“11雅致01”，7年期品种简称“11雅致02”），预计发行规模不超过人民币8亿元（含8亿元）。本期债券分为两个品种，品种一为5年期，发行规模为3亿元；品种二为7年期，发行规模为5亿元。

利率上调选择权：公司有权决定是否在品种一存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。公司将于品种一第3个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调品种一票面利率以及上调幅度的公告。若公司未行使利率上调权，则品种一后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

公司有权决定是否在品种二存续期的第5年末上调本期债券后2年的票面利率。公司将于品种二第5个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调品种二票面利率以及上调幅度的公告。若公司未行使利率上调权，则品种二后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

回售条款：公司发出关于是否上调品种一票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在品种一第3个计息年度付息日将其持有的品种一全部或部分按面值回售给公司。品种一第3个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和证券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

公司发出关于是否上调品种二票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在品种二第5个计息年度付息日将其持有的品种二全部或部分按面值回售给公司。品种二第5个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和证券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

债券利率或其确定方式：本期债券票面利率由公司 and 保荐人（主承销商）按照发行时网下询价结果共同协商一致，并经监管部门备案后确定。

还本付息的方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。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。

2. 本期债券募集资金用途

2011年11月10日，公司2011年第二次临时股东大会通过了《关于公司符合发行公司债券条件的议案》、《关于本次发行公司债券的议案》、《关于提请股东大会授权董事会在有关法律法规规定范围内全权办理本次公司债券发行相关事宜的议案》，本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还借款、调整债务结构和用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务，是国内集成房屋行业的龙头企业，2010年集成房屋主营业务收入达到17.99亿元，占总营业收入比例达到80%。此外，公司还涉足船舶舱室耐火材料的研发、生产和销售。

集成房屋属于建筑钢结构行业中的轻钢结构子行业，其与建筑业发展密切相关。船舶舱室耐火材料属于船舶舾装行业，是船舶配套工业的细分行业。船舶配套工业是现代造船工业的重要组成部分，对造船工业的发展起着举足轻重的作用。

1. 集成房屋业务

行业概况

集成房屋诞生于上个世纪 50 年代末，是伴随着世界范围内城市化进程的发展而发展起来的新兴行业。经过 50 余年的发展，欧美与日本集成房屋市场发展规模以及行业集中度均已达到较高水平，上述国家租赁业务庞大，高集成度、高舒适度的箱式组合房屋已占主导地位，其应用范围已由建筑业的临建市场向商务、商业和旅游别墅等领域扩展。我国集成房屋行业起步于改革开放之后，相对于发达国家应用领域较为狭窄，目前集成房屋产品 90%以上应用于地铁、铁路、公路和房地产等建设工地的临时建筑，其他市场尚待开拓。伴随着建筑业的快速发展，我国集成房屋行业以接近建筑业平均增长率的速度不断发展，目前年均增长率约为 15%~20%¹左右。

目前我国集成房屋行业具有如下特点：（1）行业属于劳动力密集型，进入壁垒不高，目前该行业尚无统一的行业准入制度，行业统一的标准规范缺失；（2）我国集成房屋产品主要用于建筑工地的临时性建筑，技术水平不高，业内中小生产企业众多，竞争较为激烈；（3）发达国家已基本完成城市化进程，集成房屋的应用范围由临建市场向商务、商业、旅游等领域拓展，其产品集中于档次较高的箱型房，而我国尚处于行业发展的初步成长期，产品档次相对较低；（4）顺应我国经济梯度发展的现状，档次较高的箱型房将从对密封性要求较高的区域和中心城市的短期租赁市场向一般城市拓展，预计未来将在中心城市形成较大规模需求；（5）自然灾害、战争及临时突发事件可能会促进集成房屋产品的大规模临时性需求，如 2008 年的汶川地震。

产品情况

根据国外集成房屋行业的发展路线，集成房屋产品经历了“砖瓦房—水泥挂板房—拆装式活动房—箱型房”的发展历程。目前集成房屋按照结构型式不同分为拆装式、板式、箱式和轻钢龙骨等几大类，市场上较为常见的产品为拆装式活动房屋和箱式组合房屋。

相对于水泥挂板房和板式组合房屋，集成房屋具有如下优点：①房屋主要原材料为钢材，避免了拆解后对环境的破坏，可以重复利用；夹芯板中的复合材料多采用聚苯乙烯、聚胺酯、岩棉等轻质节能材料，其在施工中不产生建筑垃圾，经济环保；②房屋的单位自重量约为 15~30kg/m²，远低于砖石、砖混、钢筋混凝土等其他建筑结构，运输便利。拆卸后损耗率较小，修整后可异地重新组装使用；③基本构件大都由工厂预制，现场完成组装，生产高效，使用快捷方便；④集成房屋的钢结构属于柔性结构，自重轻，可有效降低地震响应及灾害影响程度；其产品对地基基础要求低，环境适应能力强，尤其适用于自然灾害和临时突发事件。

表 1 集成房屋产品简要情况一览

特性	水泥挂板房	板式组合房屋	集成房屋	
			拆装式活动房屋	箱式组合房屋
结构安全性	差	一般	优	优
防风性能	一般	差	优	优
抗震性	差	一般	优	优
拆装损耗	>50%	<30%	<5%	<1%
重复使用性	差	一般	优	优
环保性	差	一般	优	优
安装速度	慢	慢	快	快
备注	优点是价格低，缺点主要是安全性差、拆装损耗率高、不美观以及不环保等，我国部分省市已明	优点是保温隔热性能较好，缺点主要是抗强风、重复使用损耗率较高，不适合租赁。该类活动房的生产厂商集中在江苏省	由标准构件组成，由工厂生产后，按要求进行现场拼装。	整体箱式房屋可在工厂做好，运到现场吊装即可使用；折叠箱式房屋的部分构件设计成可折叠的，可在现场组装构件，然后再组合成房屋。

¹ 目前集成房屋行业尚无权威统计数据，此处资料引自雅致股份分析数据。

	令禁止。	吴江市。	具有较大的功能比较优势，推动了工地临建设施的进步，在活动房屋市场中逐渐取得主导地位，
--	------	------	--

资料来源：联合评级搜集整理。

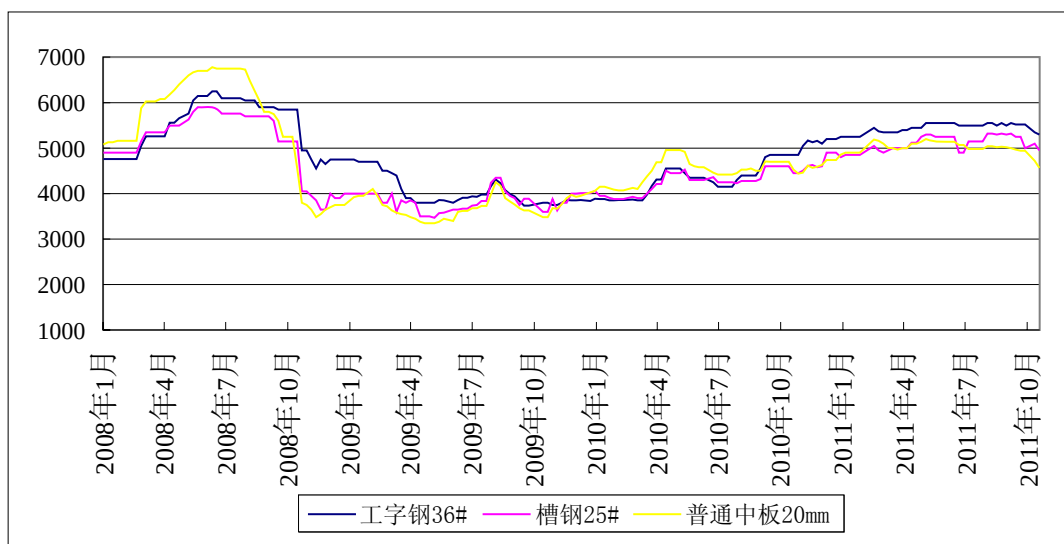
从应用领域看，目前我国集成房屋的最大应用领域为施工工地的临时性配套用房。从应用区域分布来看，经济发达地区（如广东、北京和上海地区）集成房屋应用较为广泛。除了传统的施工工地建筑市场，集成房屋在一些特殊行业（例如矿山、水利、石油、天然气）的野外作业中也具有很大市场空间。此外，随着我国城市化进程的推进和民众生活水平的提供，我国高档集成房屋发展空间广阔。未来如学校、幼儿园、医院等市政用房；售楼部、展览厅、商店、报亭、餐馆、电话亭等商业建筑；度假型商务会所、旅游景点过夜住房、娱乐型别墅等旅游用房都存在大量潜在市场需求。

原料供应

集成房屋行业的上游材料主要为彩钢板、带钢、型钢等，与钢铁行业相关性较大，钢材价格的变动对集成房屋行业整体利润影响较大。从议价能力方面看，由于集成房屋行业整体钢材需求总量相对其他行业较小，加之业内集成房屋企业多以中小企业为主，使得集成房屋生产企业在钢材市场中议价能力相对较弱，一般是被动接受供应商价格。

受国际铁矿石价格上涨的影响，钢材价格近几年波动攀升，给整体制造类企业带来一定的成本压力。受金融危机的影响，2008年下半年钢材价格较上半年出现较大幅度下降；2009~2010年随着国内经济的复苏，钢材价格也相应回升。进入2011年，国内钢材价格在波动中增长，2011年8月在达到阶段性高点后，钢材价格指数出现回落。截至2011年9月末，虽然我国钢材综合价格指数已连续8周出现下降，9月末为132.30点，但仍高于年初128.98的水平。以广东地区为例，截至2011年9月末，36号工字钢均价5,520元/吨，较年初上涨约270元；20mm普通中板价格为4,940元/吨，仍较年初4,900元的价格略高。受能源价格上涨、通货膨胀水平处于高位的影响，未来钢材价格仍面临一定的上涨压力。

图2 各类钢材价格情况（含税价，广东地区） 单位：元/吨



资料来源：wind 资讯。

整体看，国内钢材价格的波动会对集成房屋企业的生产成本形成一定不利，特别是材料价格持续快速上涨时，会在短期影响行业利润率。长期来看，随着能源、矿产品价格的逐步提升，钢材仍有上涨预期，业内企业将面临一定的成本上涨压力。

竞争状况

从国际范围来看，西方发达国家的集成房屋行业已经处于较为成熟的发展阶段，涌现出一些技术水平较高的代表性企业。欧美代表厂商有法国 ALGECO、德国 ALHO 等，日本代表厂商有大和株式会社、日本东海租赁株式会社等，上述企业集成房屋的应用已拓展到商务、商业、旅游别墅等领域。相对于西方发达国家，受城市化进程发展较慢的限制，发展中国家的集成房屋应用领域大多为建筑业的活动板房市场，行业技术水平相对较低，产品也多以中低档的拆装式活动房屋为主。

从国内情况看，目前我国集成房屋行业存在“小、散、乱”的现状，业内各类大小企业上千家，其中包括大量设施简陋、设备简单、施工粗糙的“作坊式”工厂。产品方面，各家集成房屋各种产品外观相似、结构雷同、同质性高，品牌优势不明显。由于部分中低端客户对集成房屋产品价格较为敏感，许多中小型集成房屋企业存在以次充好的现象，引发业内价格战，加剧了行业的粗放和无序竞争，行业利润空间受到压缩，加上上游材料成本上升较快，近年来集成房屋行业整体盈利水平呈现下降趋势。

目前国内集成房屋的主要生产企业包括雅致股份、北京宏联众轻钢结构房屋有限公司（以下简称“宏联众”）、北京诚栋国际营地集成房屋有限公司（以下简称“诚栋”）、榕东活动房屋股份有限公司（以下简称“榕东”）、恒鑫活动房发展有限公司（以下简称“恒鑫”）、深圳市得劳斯集装箱有限公司（以下简称“得劳斯”）等 6 家企业。上述企业主要产品为生产活动板房，具体情况如下表 2 所示。相对于业内众多的中小集成房屋企业，全国性的大型集成房屋企业（如雅致股份）具有在销售网络、服务品牌、供货能力方面的显著优势，整体竞争力较强。未来随着国家及各地的行业规范性政策的出台，集成房屋行业将逐步趋于规范，市场集中度有望有所提高。

表 2 我国主要集成房屋生产企业情况

名称	地区	主要优势
雅致股份	广东深圳	集成房屋行业的龙头企业，情况详见本报告。
宏联众	北京	拥有三家分公司，主要在华北、东北、西北和华中市场开展业务，2009 年的营业额达 3.1 亿元。现有租赁库存 3 万平方米以上，年生产能力达 100 万平方米。
诚栋	北京	是国内最早生产集成房屋的专业厂家。该公司研发力量强、技术先进，与国内多家大型国企建立有合作关系。其注重海外市场拓展，产品销往海外几十个多个国家和地区，是国内集成房屋行业产品出口经营业绩最好的企业之一。年集成房屋生产能力可达 200 万平方米。
榕东	福建福州	主要股东为日本东海租赁株式会社与福州市第一建筑工程公司等。自上世纪 80 年代末将日本活动房引入中国，是国内最早引进日本拼装、镶板式房屋的厂商，在国内创立了“榕东活动房”品牌，并在全国最早开展租赁业务。
恒鑫	四川成都	最早成立于 1993 年的福建厦门，是国内最早开发生产安装活动房的厂家之一，现有多家子公司。公司拥有现代化生产流水线 4 条，日生产量达到 4,000m ² ，在四川等西部地区具有较大市场份额。
得劳斯	广东深圳	主要以租赁方式经营住人集装箱活动房，产品主要为箱式活动板房。业务区域主要为珠三角各大城市，业务范围已拓展到华东、华北、西北地区，近年来在全国销售网络拓展较快。

资料来源：联合评级搜集整理。

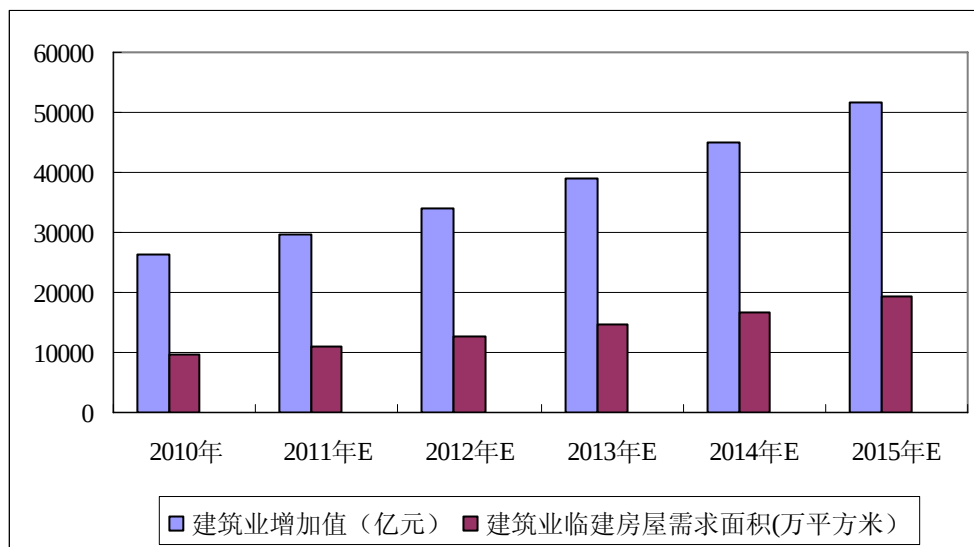
下游需求

集成房屋主要应用于基础建设项目工地及房地产建设项目的临时建筑，其下游行业主要是建筑业。建筑业作为国民经济的支柱产业，近年来随着国民经济的快速发展行业规模不断扩大。据国家统计局的统计数据，2010 年我国全社会建筑业实现增加值 26,451 亿元，同比增长 12.6%，对临建用房需求面积近 2 亿 m²，市场容量可观。由于集成房屋本身具有的比较优势以及政府行政措

施的影响，其应用将从部分承包商的主动选用到部分城市的建议使用，最终过渡到部分城市的强制性应用，上述对扩大集成房屋产品应用市场具有较强的推动作用。

目前尚未有独立机构对集成房屋行业的市场情况作出权威统计分析，根据国家和地方规划部门、统计部门的数据，结合未来四年 GDP、建筑业产值、基本建设投资以及集成房屋应用趋势等因素，雅致股份对集成房屋市场进行了分析预测。雅致股份预计未来 3~5 年建筑业临建房屋需求面积总量年均增长率为 9%，2012 年建筑业临建房屋需求面积总量约 2 亿 m²，建筑业临建房屋市场容量约 800 亿元，2015 年之前会保持平稳增长。

图 3 未来建筑业与国内集成房屋需求预测情况



资料来源：公司提供。

此外，国内临建房屋市场发展情况表明，集成房屋的市场容量、市场成熟度与当地的整体经济发展水平成正比。目前我国集成房屋在临建活动房市场中占有率仅在 30%左右，存在巨大的发展潜力。综合分析国内外发展趋势，集成房屋的应用将由经济发达的沿海地区逐步向内地辐射，由中心城市逐步向二、三线城市辐射。

整体来看，尽管受金融危机后国内四万亿投资已逐步实施完成，近年来国内房地产行业宏观调控风险加大的影响，未来 1~2 年国内建筑行业整体增长率可能略有下降，但作为国民经济的基础性行业，随着我国国民经济的不断向好发展，未来建筑业有望继续保持平稳增长态势，集成房屋也会面临较大发展空间。

行业政策

虽然国家有关部门还未就临时建筑的管理颁布全国性的法律法规，但部分省市依据当地的实际情况出台了一些地方性法规，其中部分地方法规明确提出了强制或鼓励使用轻钢结构集成房屋的政策。从国内各城市出台的情况来看，广东地区对于鼓励集成房屋使用政策推动力度较大，广州、深圳、佛山和珠海等地已经出台强制性标准，而北京、上海和江浙地区是建议使用轻钢结构活动房。

表 3 国内部分省市对轻钢结构集成房屋的政策

地区	法规规定	主要内容	备注
广州	强制性规定	建筑施工现场临时建筑需使用轻钢结构活动房	不含番禺、花都增城区
深圳	强制性规定	同上	
佛山	强制性规定	同上	只限佛山禅城区
珠海	强制性规定	同上	

东莞	建议使用	2005 年开始不准使用石棉瓦房，但砖房及水泥挂板房不限制	
厦门	建议使用	建议使用集成房屋，但对使用水泥挂板，砖房等并不干涉	
长沙	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	
北京	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	
山东省	建议使用	规范集成房屋的设计、制作、安装和使用	
济南	强制性规定	农民工宿舍应使用环保型装配式彩钢板活动房，厕所、沐浴间等提倡使用环保型整体式钢板房	
杭州	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	安监局要求不使用水泥挂板房
昆山	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	同上
南京	建议使用	建筑施工现场临时建筑建议使用钢结构活动房	同上
苏州	建议使用	《苏州市建筑施工现场装配式活动房安全管理的规定》	
重庆	强制性规定	临建设施必须用活动房屋。	只限高新区

资料来源：联合评级搜集整理。

集成房屋行业属于建筑钢结构的细分子行业，近年来国家已经出台系列政策鼓励建筑钢结构行业发展。2011 年 8 月，住房和城乡建设部印发了《建筑业发展“十二五”规划》(简称《“规划”》)，指出建筑钢结构具有减少土地污染、实现工厂化生产、迅速组装住宅的优点，未来国家将更加重视研发钢结构技术，进一步推广建筑钢结构。未来 5 年，我国将鼓励采用先进的节能减排技术和材料，尽量少用碳排放量大的建材，逐步增大高强度、高性能建材的使用比例，推动建筑垃圾的有效处理和再利用等，上述政策必将为钢结构生产和安装企业（包括集成房屋行业）带来新的发展机会。

行业关注

（1）集成房屋的认识和使用有待提高

集成房屋行业在国内起步较晚，目前 90%左右的产品都是应用于房地产、基础建设项目（包括地铁、铁路、公路等）建设工地的临时建筑，其他市场尚待开拓。受经济发展水平及用户使用习惯的影响，国内各区域对活动房屋的认识和使用尚处于不同的发展阶段。经济相对发达的东南沿海及京津地区集成房屋使用较为广泛，而内陆区域除各省会中心城市外，二、三线城市的使用率较低。

（2）无序竞争情况严重，行业利润率有所下降

由于初始资金、技术要求不高，行业准入门槛较低，国内集成房屋行业存在“小、散、乱”的问题。进入该行业的企业数量不断增长，竞争日益加剧。许多中小型企业不断以低价进行恶性竞争，加剧了行业的粗放发展；加之随着近年来上游原材料价格的上涨，集成房屋行业利润空间不断受到压缩。

（3）房地产行业的周期波动可能会影响部分下游需求

目前集成房屋行业的部分客户来自于房地产业，由于房地产行业周期性波动明显，其开工面积和开工进度的变化将对集成房屋的下游需求产生一定影响。2010 年以来，我国政府陆续出台多项政策加大对房地产行业的宏观调控，房地产行业下行风险加大。在目前房地产行业调控政策继续深化执行的大背景下，其投资速度的放缓有可能会影响部分集成房屋行业的下游需求。

（4）行业标准和相关制度有待进一步完善和规范

目前我国对于集成房屋尚未出台强制性行业标准，也没有专门的规定和参考图集。虽然雅致股份作为业内龙头企业对集成房屋的生产制定了部分技术标准体系，包括 Q/YZ1-2005《拼装式活动房》、Q/YZ2-2006《箱式组合房》两份企业标准及与中国标准化协会联合制订的《拆装式活动

房屋》标准，但规范统一的全国性行业标准依旧缺失。整体来看，我国集成房屋的行业标准和使用制度有待进一步规范和完善。

未来发展

从国外集成房屋的发展方向及国内临建房屋的发展趋势来看，未来集成房屋行业的集中度将有所提高，租赁业务占集成房屋业务的比重也将有所提升。集成房屋的运输半径一般为 100~300 公里不等，受运输半径限制，必须有足够的业务分支机构才能确保其租赁业务快速运转。租赁业务是国内集成房屋行业发展的一个重要方向，若大规模开展租赁业务，庞大的资金规模、技术力量、完善的营运网络和运输系统是开展规模化经营性租赁业务的前提。目前只有大型集成房屋企业具备上述实力，中小集成房屋企业会在竞争中不断被淘汰，行业集中度也会相应提升。

未来我国经济发展面临的政策、体制和产业环境总体向好，将为整个“十二五”期间经济持续快速增长提供良好的外部环境。在经济持续增长的大背景下，建筑业、旅游业等下游产业对活动房屋的市场需求也有望持续增长。根据银河证券研究所的研究报告，“十二五”期间我国建筑业总产值平均增长率将在 21%，公路水运等交通建设投资平均增速在 10%左右，届时将会带来大量的临时建筑需求。在国家大力发展保障性住房政策的推动下（未来 5 年 3,600 万套，对应的建筑面积达 21 亿平米），预计保障房在未来 5 年可能会给房屋建设市场原有总量（约 66 亿平米）带来 30%左右的提升，有效抵减商品房投资下降带来的风险。此外，据人民网报导，到 2020 年，我国国内旅游人次将达到 29 亿人次以上，旅游业的大力发展也将推动集成房屋如箱型别墅产品的更广泛的应用。

联合评级认为，集成房屋行业作为国内的新兴行业，其功能比较优势突出，行业发展空间广阔。目前我国集成房屋行业发展正处于成长期，伴随着我国国民经济的快速发展行业规模有望进一步扩展。虽然我国集成房屋行业存在着集中度不高、行业标准缺失等有待规范的情况，但随着相关行业标准的陆续出台、业内竞争次序的规范，整个行业会逐步走上健康有序发展的轨道，未来整体行业发展前景广阔。

2. 船舶配套（船舶耐火舱室）行业

行业概况

船舶配套业是船舶工业的重要组成部分，是影响船舶工业综合实力的重要因素。船舶舾装是船舶配套的子行业，主要包括船装、机装、电装等系统及相关的管路、动力与控制装置的安装。船舶舾装作业面广，工程量大，其工程量通常占船舶建造总工程量的 50%~60%，复杂船型甚至更高。随着全球经济一体化的推进，船舶配套业的国际化特征日益明显。由于船舶产品是根据现有国际标准，各个国家船检部门指定的行业应用产品，其政策性壁垒相对较高。

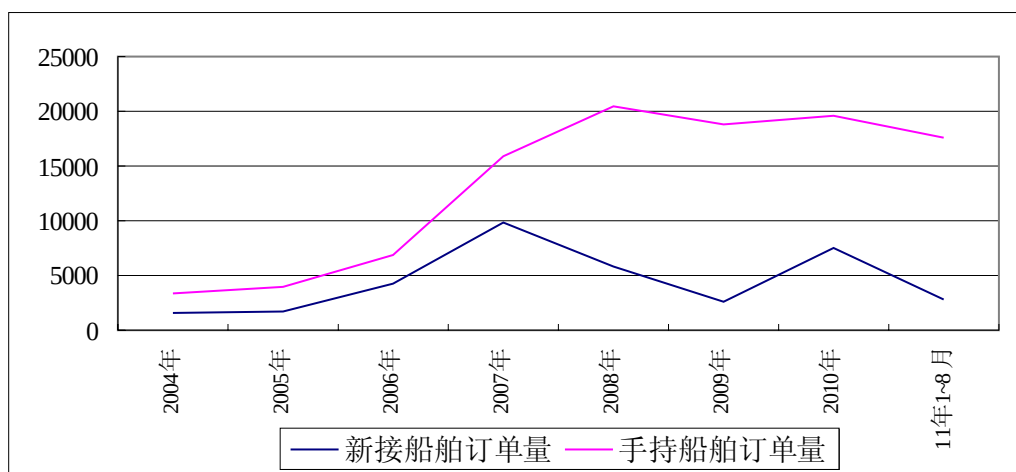
船舶耐火舱室是船舶舾装的细分子行业，其在我国尚属于新兴产业，由于发展时间较短，我国船舶舱室产品研发设计能力与世界知名企业存在明显差距。目前国内企业尚处于提供相关产品和服务的初级阶段，还不能满足具备较高附加值船舶的舱室整体配套需求。目前国内还未推广船舶耐火舱室整体制造的模式，业内企业仅是进行耐火舱室内部装修，如装修设计、耐火材料生产及安装服务等。

2008 年的金融危机使世界船舶工业结束了持续 6 年的兴盛期进入低迷阶段，2009 年全球新船订单只有 2008 年的七分之一，主要船型的新船价格普遍下降 40%以上，全球船市一片萧条。2010 年以来，伴随着国际国内船舶市场的恢复性增长，我国船舶配套业呈现回升态势，但由于船舶市场需求依然疲软，新船价格仍在低位徘徊，国内外航运、造船和配套产能过剩的矛盾依然突出。

进入 2011 年，我国船舶工业经济运行平稳增长，但受国际航运市场持续低迷的影响，船舶行业“接单难”、“交船难”等情况依然突出。

根据国家发改委的统计数据，2011 年 1~8 月，我国造船完工 4,316 万载重吨，同比增长 6.9%。8 月当月仅交付船舶 470 万载重吨，同比下降 9%，环比下降 37 个百分点。2011 年 1~8 月，我国新承接船舶订单 2,807 万载重吨，同比下降 36.9%。8 月当月承接新船订单 449 万载重吨，同比下降 60%，2011 年以来约有 40% 左右的企业没有接到订单。由于造船完工量连续超过同期新接订单量，企业手持船舶订单量继续减少。截至 8 月底，我国船舶工业手持订单 17,578 万载重吨，比上年同期下降 9.4%，比 2010 年底下降 10.3%。

图 4 我国船舶工业订单情况 单位：万载重吨



资料来源：wind 资讯。

竞争情况

目前世界造船业仍然是以中国、韩国、日本、欧洲为主的“四极格局”。中国在新船完工量、新接订单量和手持订单量三大造船指标已全面超过韩国，居全球第一位；韩国造船业一方面在高附加值船舶领域继续保持竞争优势，同时也采取降价接单的方式和中国展开竞争；日本造船业继续衰退，新船订单量指标远远落后中韩；欧洲造船业一直在豪华邮轮领域保持竞争优势，但近年来有弱化趋势。随着劳动力价格的不断提升以及发展中国家对于造船行业加强重视程度，全球造船向发展中国家转移的趋势将会加快。未来传统造船强国将不断受到新兴造船国家的挑战，从而逐步形成中、韩、日、欧洲和新兴造船国家相互竞争的多极格局。

船舶耐火舱室属于劳动密集型行业，目前欧美及日本相关生产企业已经很少。目前全球生产企业实际上集中在中国和韩国，韩国是世界最主要的船舶耐火舱室系统产品生产国。韩国企业生产所用的岩棉原材料基本来自于进口，人工费用较高，因此生产成本远高于中国。韩国企业的品牌、设计技术和整体配套能力较强，产品主要面向欧美、日本及韩国本土，虽然已有部分进入中国市场，但市场份额较小。中国生产企业由于发展时间较短，无论企业综合实力还是产品设计、生产水平都和韩国企业存在一定差距，主要依靠成本优势和韩国企业竞争；加上船舶产品存在严格的行业准入限制，各个国家均需通过当地船检部门或船级社的相关认证才能销售，目前国内企业除华南建材外，尚没有其它企业进入国际市场。

从国内竞争情况看，目前国内从事船舶舱室业务的相关企业近 40 家，行业集中度较低，普遍规模较小，产品设计及生产能力较弱。国内企业中，华南建材、江西朝阳机械厂、江苏海陆装饰有限公司实力相对较强。由于行业国际化特征明显，我国大型船舶耐火舱室生产企业（如华南建材）的竞争主要来自于海外，其主要竞争对手是韩国 BIP 公司（BNBIP Industries Co., Ltd.）、韩国

STACO 公司 (STACO Co., Ltd.) 和丹麦 TNF 公司 (TNF Interiors by Inexa) 等。由于国内企业设计与生产工艺水平不高, 低水平价格竞争现象较严重, 我国企业对海外客户缺少话语权, 议价能力不强。

行业政策

《船舶工业中长期发展规划 (2006~2015 年)》提出, 到 2011 年, 我国自主开发、建造的主力船舶将达到国际先进水平, 年造船能力达到 2,300 万载重吨, 年产量 1,700 万载重吨, 造船年销售收入 1,500 亿元 (其中出口 1,200 万载重吨, 出口值 120 亿美元)。到 2015 年, 计划形成开发和建造高技术、高附加值船舶的能力, 年造船能力达到 2,800 万载重吨, 年产量 2,200 万载重吨, 年销售收入 1,800 亿元 (其中出口 1,500 万载重吨, 出口值 160 亿美元), 使我国成为世界造船强国。船舶工业的快速发展, 必将带来对船舶舾装中船舶耐火舱室相关产品需求的增加。

随着全球陆地石油资源的不断减少, 海洋石油开采更加引起重视, 海洋石油工程设备需求快速上升, 加上世界造船行业的低迷因素, 全球主要造船国家均在大力发展海洋工程制造领域, 以增加在此高附加值领域的竞争优势。2011 年 9 月, 国家发改委、科技部、工信部和能源局印发了《海洋工程装备产业创新发展战略 (2011~2020)》 (以下简称 “发展战略”), 制定发展战略的目的是为了贯彻落实《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》精神, 上述发展战略的出台将增强海洋工程装备产业的创新能力和国际竞争力, 推动海洋资源开发和海洋工程装备产业创新、持续、协调发展, 也为船舶配套行业提供了良好的发展机遇和前景。

行业关注

2010 年全球造船行业有所回暖, 但是需求结构畸形, 大量订单并不是有效需求, 相当一部分有低价突击签单和投机性签单的现象。新船价格仍然在低位徘徊, 并且回升阻力较大。目前影响全球经济增长的不利因素较多, 世界航运业仍然未能摆脱供过于求的局面。未来全球造船调整期预计仍将延续, 造船市场行情变得更加复杂。

由于全球新船订单一般在签订后 2 年以后才会陆续交付, 因此金融危机对于船舶舱室行业影响具有一定的滞后性。2010 年船市调整对于舱室行业的影响已经开始逐步显现, 主要表现在系列船订单大幅减少、远期订单减少, 产品价格下降并且船厂付款周期延长。全球手持订单交付期数据显示, 2011 年是交船高峰期, 2012 年虽然下滑, 但是仍然保持较高的交船数量。据此判断, 2011 年造船行业对于舱室产品的需求仍然保持旺盛, 但如果新船订单不能继续保持上升态势, 2012 年后舱室产品需求将逐步下滑, 行业整体将面临较大经营压力。此外, 我国船舶舱室行业还面临着原材料 (如钢材、优质岩棉) 涨价、舱室产品价格竞争、人民币升值等诸多经营不利因素。

未来发展

根据《船舶工业中长期发展规划 (2006~2015 年)》, 到 2015 年, 我国将形成开发和建造高技术、高附加值船舶的能力, 目标将成为世界造船强国。我国船舶工业的快速发展, 必将带来对船舶舾装中船舶耐火舱室相关产品需求的增加。雅致股份综合《中国船舶工业年鉴》、《全国船舶工业经济运行分析报告》及其他相关市场统计资料, 预计目前中国船舶耐火舱室的市场容量约为 100 亿元, 全球市场容量超过 530 亿元。其中, 船舶舱室耐火材料占整体舱室造价 12~15%, 国内市场容量约为 12~15 亿元, 未来我国船舶耐火舱室行业仍有广阔市场空间。

联合评级认为, 船舶配套业是船舶工业的重要组成部分, 是影响船舶工业综合实力的重要因素。虽然受众多外部不利因素的影响, 船舶工业近年来的发展出现一定波动, 但未来随着世界经济的复苏, 船舶工业仍有较大市场需求前景。我国作为世界造船大国, 目前正积极改善船舶配套产品质量, 改进产品技术以及生产工艺, 行业整体竞争力不断提升。虽然世界船舶市场需求依然

疲软，国内外航运、造船和配套产能过剩的矛盾依然突出，但船舶工业未来长期发展前景广阔。整体来看，未来我国船舶耐火舱室行业是机遇与挑战并存。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内最大的集成房屋生产企业，具有多年集成房屋的研发、生产、销售和管理经验。目前公司在全国生产基地的集成房屋设计年生产能力达到 500 万 m^2 ，租赁资产总保有量达到 331 万 m^2 ，是国内集成房屋领域规模最大、供应能力最强的企业。目前公司能够满足全国大部分地区大型订单的及时供货，尤其在集成房屋需求超过 1 万 m^2 的特大型建设项目上具有明显竞争优势。近年来公司先后承担了广州火车新站、比亚迪汽车城、番禺龙穴岛造船等 1 万 m^2 以上的特大型项目。“5.12 汶川地震”后，公司在中央及各级地方政府的支持下，充分发挥规模优势，承担了 165.30 万 m^2 的集成房屋生产任务，有力地保障了抗震救灾的需要。

销售网络方面，公司总部位于广东省深圳市，生产基地分布在我国华南、华东、华中、西南、东北等主要区域，并且在全国主要城市周边初步完成了三级营运网络的战略布局，产品销售及服务网络覆盖全国近百个重点城市。完善的营运网络与服务进一步强化了公司的综合竞争优势，使其逐步形成经营上的良性循环。目前公司已在大部分重点市场区域形成包括集成房屋的销售、租赁等各项业务，并配有全面的维修、维护、拆装等服务，业务范围全面完善。

船舶耐火舱室业务方面，公司下属子公司华南建材是国内最大的船舶舱室耐火材料生产商及工程承包商，拥有完整的产品线，产品品质已获得 CCS、EC、ABS、NK、LR、GL、DNV 和 BV 等多家国际船级社的产品质量认证，在国内外客户中有较大的影响力。2010 年华南建材营业收入突破 4 亿元人民币，指标居国内前列。东莞麻涌生产基地全面投产后，公司船舶舱室的生产规模已经位居世界前列。

公司成立以来先后荣获“中国名优产品”、“全国行业质量示范企业”、“全国科技创新质量管理先进单位”等称号，“雅致”品牌曾于 2006 年被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。2009 年 12 月完成公开发行上市后，公司成为集成房屋行业唯一的上市企业，行业地位进一步得到巩固和强化。

总体来看，作为集成房屋领域的龙头企业，公司在经营规模、网络布局、供货能力等方面竞争优势明显；子公司华南建材是国内最大的船舶舱室耐火材料生产商及工程承包商，产品线完整，整体竞争实力突出。

2. 技术水平

公司设立了专门的技术研发部，从事产品的技术研发，拥有业内领先的研发能力及技术优势。目前公司拥有集成房屋方面的 30 项实用新型专利，并在生产中不断进行生产工艺技术改造，积极进行有关产品实用新型专利的申报工作。公司采用机械手自动焊接、双 C 型钢自动焊接线、轧、冲联合半自动生产线、封闭式喷漆水旋房等先进技术手段进行产品生产，生产工艺领先于国内同行业其他企业。近年来公司先后开发出包括新型结构拆装式活动房屋，箱式组合房一型、二型、三型、四型、活动别墅、活动卫生间、折叠式仓库等新型的集成房屋新产品，产品序列在行业内处于领先水平。

船舶舱室业务方面，公司子公司华南建材目前拥有 5 项实用新型专利，并正与芬兰 ALMACO 公司合作共同开发用于豪华邮轮的整体舱室系统。该项目的成功开发，使豪华邮轮的整体舱室系统开发技术作为华南建材的核心技术之一，填补了国内在整体舱室领域的空白，现该项目已根据

工程定单进入批量生产阶段。华南建材的另一核心技术——船舶舱室系统的总承包工程，业已完成“南海二号”、“大力士”铺管船、“海王星”等大工程的总承包施工设计，华南建材已掌握船舶舱室系统施工设计技术，未来可拓展船舶舱室系统的总承包工程业务。

公司建立有严格的产品质量控制体系，已获得 ISO9001 质量管理体系等多项认证，在与同行业企业的竞争中保持着产品质量竞争优势。公司较早制定了本企业的技术标准和产品标准，企业标准 Q/YZ1-2005《拼装式活动房》、企业标准 Q/YZ2-2006《箱式组合房》分别于 2005 年、2006 年通过深圳技术监督局备案。2007 年公司与中国标准化协会合作，主编了我国第一部集成房屋全国性的标准 CAS154-2007《拆装式活动房屋》标准（中国标准化协会），在业内具有较强行业话语权。

整体来看，公司经过多年的技术积累，已建立起自己的核心技术体系，技术储备充足，并已经取得了多项专利和产品认证，整体技术水平较高。

3. 人员素质

公司现有总经理 1 名、副总经理 4 名，公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长田俊彦先生，50 岁，硕士研究生学历。田先生曾任华中科技大学工商管理学院讲师、副教授、南山开发研究发展部总经理、华南建材总经理。现任南山开发总经理、东方物流有限公司董事长、深圳市南山房地产开发有限公司总经理、深圳赤湾石油基地股份有限公司董事、赤晓企业有限公司董事、上海松尾钢结构有限公司执行董事、东莞南山轻型建材有限公司董事长。

公司总经理商跃祥先生，48 岁，大学学历。商先生曾任景德镇陶瓷学院企业管理系经济管理教研室主任、讲师、南山开发企业管理部经理助理、深圳赤湾港航股份有限公司经营部经理、华南建材总经理、公司副总经理。

截至 2010 年底，公司在职员工 7,787 人；按照教育程度划分，本科及大专以上学历占比 23.18%，中专学历占比 14.01%，中专以下学历占比 62.81%；按照专业构成划分，生产人员占比 35.21%，销售人员 13.68%，技术人员占比 40.98%，财务和审计人员 1.96%，行政人员 8.17%。公司作为集成房屋生产为主业的生产制造类企业，相关技术及生产人员占比较大。

总体来看，公司高层管理人员拥有丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工学历构成较为合理，能够满足公司目前生产经营发展需要。

4. 外部支持

公司实际控制人南山开发是国内最早成立的股份制企业之一，其从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为以港航运输、海洋石油后勤服务及物流园区、房地产开发、集成房屋四大核心业务为主，跨行业、跨地区经营的大型综合性企业集团。南山开发的实际控制人是招商局集团有限公司，股东实力雄厚。截至 2010 年底，南山开发拥有 6 家一级全资及控股子公司，其中包括深赤湾、深基地、雅致股份三家上市公司。2010 年南山开发（合并）资产总额 1,929,412.02 万元，年合并营业收入达到 538,611.44 万元，净利润达到 129,535.40 万元，其经营规模大，竞争实力强。

2003 年 9 月南山开发控股公司后，积极采取各项措施，支持和帮助公司迅速扩展规模，抢得市场先机。南山开发将其先进的管理理念运用到公司，通过股东大会、董事会等议事手段，促使公司加强内部管理、规范企业治理，在无序的市场竞争中提升产品质量，整体竞争力不断提高。目前南山开发在业务拓展、资金运用、外部关系协调等方面给予了公司较大支持。

5. 税收优惠

根据财政部、国家税务总局 2008 年 12 月 9 日发布的《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税[2008]156 号文），公司、雅致东莞分公司、华南建材（深圳）有限公司东莞分公司和华南建材（深圳）有限公司宝安分公司、廊坊雅致、成都雅致自 2009 年 1 月 1 日起对其生产的部分新型墙体材料享受增值税优惠政策（即征即退 50%），优惠有效期无时间限制。2008~2010 年公司及其下属分、子公司合计获得的增值税税收优惠额分别为 1,156.46 万元、325.28 万元、736.42 万元，上述增值税优惠政策对公司整体经营具有一定积极影响。

五、公司管理

1. 治理结构

根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 2 人。监事会是公司的监督机构，负责公司对董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司经理层由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

公司董事会内部按照功能分别设立了审计、薪酬与考核委员会、提名委员会、战略委员会，制定了相关规章制度，规范了董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善治理结构。公司董事会秘书负责协调相关事务并从事上市公司的信息披露、投资者关系管理等工作。审计部作为审计委员会常设机构，直接对董事会负责并报告工作，保证了审计工作的独立性、客观性。

总体看，公司法人治理结构完善，实际管理制度运行情况良好。

2. 管理体制

公司实行总部直属管理，公司本部下设行政部、人力资源部、财务部、证券事务部、审计部、信息中心、研发中心、采购部、运营部、国际业务部、安环办等部门并制定了相应的岗位职责。公司按照集成房屋和船舶舱室两大业务进行分属管理，除华南建材因专营船舶舱室业务运营相对独立外，公司深圳总部与其余下属分子公司采取直属管理的方式，下属各分子公司在总部统一管理下运作。公司在内部建立了 OA 系统和 ERP 系统，应用金蝶 K/3 财务管理软件，通过信息、技术与管理的相互结合，有效提升了整体管理水平。

采购管理方面，公司主要大宗原材料如带钢、彩钢板由总部统筹进行采购，部分次要材料由下属公司自行采购但报总部备案。公司对采购供应商进行严格把关，选择具有一定实力和资信水平的供应商，充分保证材料的质量和供应的及时性。每年总部采购部门通过对总部和下属子公司的期间发货统计表、期间物料领用统计表、期间库存、期间合同或订单下达时间、实际到货时间的对比分析，综合考虑供方资源延期、供方排产延期、供方运输延期等因素，确定年度采购计划，并根据实际情况将年度计划结合实际生产需要落实到每月执行。采购计划中，公司会明确物料用量、订货时间和计划到货时间、资金使用计划等具体项目。

生产管理方面，公司集成房屋生产主要采用计划生产模式，由生产部根据销售业务需求和租赁业务需求制定生产计划，车间按照计划需要从原材料库中领取原材料，然后依据计划下单进行

制作、涂装后以成品构件的形式统一入库完成生产。华南建材主要采用以销定产的生产模式，根据定单来安排采购和生产任务。公司每年下半年都要进行经营预算，结合市场情况进行生产计划安排。运营部会结合各分子公司产能分布情况将生产指标下发至各地分子公司。公司及下属各子公司均制定有详细的生产作业流程、产品检验制度、安全生产制度，通过严格的标准工序，以保证在生产效率较高的情况下实现产品质量合格和生产过程安全。公司注重安全生产管理，定期对员工进行安全生产管理培训，近三年未出现重大安全生产事故。

销售管理方面，集成房屋产品全部通过公司下设的业务部门进行销售或租赁，业务部门直接面对终端客户，不存在经销商或者代理商。公司的销售业务分布在三个层级的营销网络，包括 4 个全功能生产基地（东莞麻涌、河北廊坊、江苏苏州、四川成都）、8 个租赁周转基地（深圳福永、福建晋江、福建闽侯、广西南宁、上海南翔、重庆、湖北武汉、江苏南京）及多个初级营销网点（主要包括北京、湖南长沙、江西南昌等），业务触角遍及除新疆、西藏、宁夏以外的内地的全部省级区域。

财务管理方面，公司对下属分子公司实行收支专线分属管理，所有的资金调度及使用均由公司总部统筹安排。除了子公司华南建材外，其他子公司没有借贷权限，所有借贷业务均由公司总部统筹安排。公司通过向下属子公司派遣财务人员，统一贯彻公司财务管理制度。每年年底总部财务部门根据各生产分厂、部门编制的成本费用预算结合公司的生产经营实际情况进行成本预算方案编制，报经公司办公会审议通过后，将各项成本费用预算指标下达各工厂、部门执行，财务部门定期对各工厂、部门成本费用开支情况进行统计分析。公司内审部每年会对下属各分子公司进行审计，并结合审计情况对各企业经营绩效进行评价提出改进措施。公司企业管理部具有投资项目的建议权，其与财务部和内审部对项目投资运作情况进行跟进和监督。

人力资源管理方面，公司针对不同的岗位确立了不同的管理、考核、培训和招聘机制，针对具体岗位实行不同的绩效考核办法。公司员工绩效考核按月进行，由企业管理部和人力资源部共同执行，企业管理部每月会对下属各分子公司进行整体绩效考核，结合考核情况对分子公司整体经营情况进行打分，各分子公司人力资源部结合组织绩效情况核定各岗位绩效系数从而核发员工的薪酬。公司注重员工培训，每年各分部系统（如人力资源、安全环保、财务管理部门）都会定期举行对口业务培训，组织下属公司进行业务学习，提升员工业务素质水平。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是全国主要的集成房屋生产商之一，主要从事集成房屋的生产、销售和租赁业务，其整体经营规模居行业龙头地位。2007年底，公司收购了控股股东赤晓企业持有的华南建材75%的股权和深圳市金开利环境工程有限公司（以下简称“金开利”）100%股权，进入船舶舱室耐火材料行业和洁净室行业。其中，金开利主要从事空气净化技术设备及系统工程的设计、安装和施工，由于经营不善，2010年3月公司将所持金开利公司100%股权转让²。

从近三年公司经营发展趋势看，受2008年汶川地震因素的拉动，2008年公司主营业务收入处于三年最高水平，2009年后公司主营业务收入相应回落处于正常增长态势。2010年公司实现主营业务收入224,123.87万元，较上年增长16.99%；实现毛利55,436.00万元，较上年增长13.97%。从收入和利润占比上看，集成房屋业务一直是公司的主要收入和利润来源，2010年其收入和毛利占

²金开利转让价格为人民币 2,605.82 万元，2010 年 6 月公司收到全额股权转让款。

比分别达到了80.26%和81.97%，船舶舱室业务居于次要地位。从毛利率情况看，公司集成房屋毛利率近三年呈现波动，受市场竞争和原料价格上涨影响，毛利率由2009年的26.34%下降至2010年的25.26%，船舶舱室业务也呈现相同态势，毛利率由2009年的23.19%下降至2010年的22.52%。

表4 公司近三年主营业务构成及毛利率情况 单位：万元 %

项目	营业收入			营业成本			毛利率		
	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
集成房屋	196,094.41	147,451.15	179,883.41	147,173.69	108,614.19	134,441.23	24.95	26.34	25.26
船舶舱室	27,842.83	39,166.20	43,831.11	22,984.19	30,081.90	33,959.29	17.45	23.19	22.52
洁净室	10,652.04	4,953.76	409.36	8,369.43	4,234.47	287.35	21.43	14.52	29.81
合计	234,589.28	191,571.11	224,123.87	178,527.31	142,930.56	168,687.87	23.90	25.39	24.73

资料来源：公司年报。

进入2011年，公司主营业务收入规模继续保持平稳增长态势，但受外部环境、市场竞争和原材料价格上涨等因素的影响，公司两大业务毛利率有所下降。2011年上半年公司集成房屋业务实现营业收入95,094.58万元，较上年同期增长21.83%；毛利率为23.10%，较上年同期23.98%略有下降。2011年上半年公司船舶舱室业务实现营业收入25,699.29万元，较上年同期增长3.84%；营业利润率为18.94%，较上年同期的22.79%下降幅度较大。

2. 房屋集成业务

原材料采购

公司集成房屋产品的原材料包括彩钢板、带钢、型钢、PU料、EPS泡沫和铝型材等，其中彩钢板、带钢和型钢在公司采购份额中占比较大，也是集成房屋产品生产成本的最主要来源。公司集成房屋成本构成中，原材料一直占有较大比例，直接材料成本占比基本在75%以上，原材料的价格波动是影响产品生产成本的最主要因素。

公司各类钢材采购原料供应商较为稳定，主要来自于广东华冠钢铁有限公司、江西洪都钢厂、天津市坤金工贸有限公司等企业。公司与上述原料供应商均签有长期合作合同，能够保证稳定的原料供应，价格会视市场行情动态调整。公司一般是按照生产计划每月进行原料采购，库存原材料会保证正常1~2月左右的生产需求。采购结算上，公司与主要供应商多以银行承兑汇票进行月结。供应量方面，由于2008年抗震救灾储备了较多的采购原料，2009年公司各类原料采购量出现一定程度的下降；随着原储备材料的逐步消耗，2010年公司原料采购量开始恢复增长（见下表5）。

从近三年公司主要原料价格³看，2008年集成房屋各类原料价格均处于近三年高位水平，受金融危机的影响，2008年下半年各类原材料价格出现不同程度的下降，这种下降趋势一直持续到2009年；2009年公司各类原材料平均价格较2008年有20%~30%的降幅。2010年以来，随着外部经济环境的向好，除铝型材变化不大之外，各类原料价格出现回升。其中，彩钢卷采购均价达到了6,117元/吨，较上年增长了10.78%；带钢采购均价达到了3,836元/吨，较上年增长了8.88%；型钢采购均价达到了3,992元/吨，较上年变化不大。

表5 集成房屋产品原料采购情况（不含税）

序号	原料	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年二季度
1	彩钢卷	采购量（吨）	57,588	32,468	44,762	20,420
		采购均价（元/吨）	7,254	5,522	6,117	6,534
2	带钢	采购量（吨）	54,873	29,402	52,418	29,800
		采购均价（元/吨）	4,667	3,523	3,836	4,388

³ 注：由于公司暂未提供三季度经营数据，相关经营数据仍以半年度数据为主进行分析，下同。

3	型钢	采购量 (吨)	28,650	8,280	12,646	17,733
		采购均价 (元/吨)	5,137	3,913	3,992	4,485
4	PU 料	采购量 (吨)	1,550	699	810	396
		采购均价 (元/吨)	17,111	12,482	13,849	15,522
5	EPS 泡沫	采购量 (m ³)	347,600	257,179	290,056	132,997
		采购均价 (元/m ³)	189	134	148	163
6	铝型材	采购量 (吨)	1,802	1,019	1,251	592
		采购均价 (元/吨)	23,277	17,719	17,607	18,598

资料来源：公司提供。

生产情况

公司集成房屋产品包括拆装式系列集成房屋（含中档坡顶型活动房、高档坡顶型活动房、豪华平顶型活动房）、箱式组合房屋（含箱式一型、箱式二型、箱式三型、箱式四型和旅游别墅）以及配套的活动岗亭、活动卫生间及活动围墙等，其中主导产品是拆装式集成房屋，占集成房屋营业收入的 90%以上。

集成房屋的生产主要采用计划生产模式，由生产部根据销售业务需求和租赁业务需求制定生产计划并执行。目前公司已建成四个大型全功能生产基地，分别位于广东省东莞市、江苏省苏州市、河北省廊坊市和四川省成都市。2010 年公司根据市场形势变更了 IPO 募投资金用途，计划在新疆和江苏常州设立新的全功能性生产基地。

表6 2008~2011年6月公司集成房屋产品的产能、产量情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月末 /1~6 月
产能 (万平方米)	480.00	480.00	480.00	500.00*
年产量 (万平方米)	526.00	390.00	490.00	247.00
产能利用率 (%)	109.58	81.25	102.08	98.80

资料来源：公司提供。注：产能数据已经过年化处理，下同。

从产能和产量上看，截至 2011 年 6 月底，公司已经形成年产集成房屋 500 万平米的生产能力，2010 年共生产集成房屋 490 万平方米。从近三年产能利用率情况看，除 2009 年受上年抗震救灾存量情况影响产能利用率有所下降外，公司基本保持着约 100%的产能利用率。进入 2011 年，公司集成房屋生产规模正常稳步增长，2011 年上半年共生产集成房屋 247 万平方米，为产能规模的 49.40%。

从实际情况看，目前公司产品仍集中在中档的拆装式集成房屋，箱式组合房屋产量占比较小。箱式组合房作为顺应市场发展的新型产品，目前已经在一些竞争对手中发展较快（如得劳斯），公司也在积极加大箱式房屋的市场业务拓展，计划加大箱式组合房屋的产品结构占比。

销售情况

公司集成房屋产品全部为自行销售，直接面对终端客户。目前公司营销网络分为三个层级，包括 4 个全功能生产基地（东莞麻涌、河北廊坊、江苏苏州、四川成都）、8 个租赁周转基地（深圳福永、福建晋江、福建闽侯、广西南宁、上海南翔、重庆、湖北武汉、江苏南京）及多个初级营销网点（主要包括北京、湖南长沙、江西南昌等），业务触角遍及除新疆、西藏、宁夏以外的内地全部省级区域。由于集成房屋产品有一定的销售半径限制（约 100 公里），相对于国内其他的集成生产企业，公司销售网络覆盖面较宽，具有较大的营销网络优势。

公司销售区域主要分布于国内，下游客户主要来自于各大建筑商。销售业务方面，公司与各下游客户一般是先预收一定比例货款（约 20%~30%），再按进度进行款项结算，一般以银行承兑汇票结算为主。如下表 7 所示，受汶川地震因素的拉动，2008 年公司集成房屋销量处于较高水平，

2009 年有所回落，2010 年随着市场需求的平稳增长，销量和销售收入也相应提升。2010 年公司集成房屋销售量和销售收入分别达到了 336 万平方米和 9.54 亿元，分别较上年增长了 38.27%和 28.74%。

表7 2008~2011年6月集成房屋销售情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 6 月底/上半年
销售量（万平方米）	401.00	243.00	336.00	193.00
新品销售收入（亿元）	12.83	7.41	9.54	5.30
平均销售价格（元/m ² ）	319.74	305.04	283.78	274.61

资料来源：公司提供。

从销售定价方面看，公司主要从市场供求形势结合成本利润情况进行定价。受近三年市场竞争的影响，公司集成房屋平均销售价格呈现下降态势，如表 8 所示，公司集成房屋平均销售价格由 2008 年的 319.74 元/平方米下降至 2010 年的 283.78 元/平方米。2011 年上半年，销售价格仍有小幅下滑，平均销售价格为 274.61 元/平方米，较 2010 年下降了 3.23%。

联合评级注意到，公司存在着国际市场开发不足的情况。出口方面，公司目前虽然已间接向中东、东南亚、非洲等十几个国家和地区出口了集成房屋，但出口业务收入规模一直不大，公司的国际市场开发能力有待加强。

租赁服务

公司借鉴国外产业发展的先进模式，在全国重点市场区域内开展集成房屋租赁服务，已成为国内最大的集成房屋租赁商。截至2011年6月30日，公司经营租出的固定资产（原值）为10.47亿元，占固定资产总额的83%。对于租赁业务，公司一般会于合同签署之日预收一定比例的押金，并视客户租期情况收款，租期不长的客户一般为一次全额收取，租期较长的客户半年收取一次。

目前公司已经建成8个租赁周转基地，租赁周转基地主要承担租赁房屋拆回后的简单维护、冲洗和堆放功能。基于租赁业务的特点，公司的租赁周转基地对场所的依赖性较低，基地一般位于大、中城市的城乡结合部。

表8 2008~2011年6月公司租赁业务的产能、产量情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月末/上半年
转固租赁资产*（万平方米）	110.00	144.00	175.00	55.00
租赁期末保有量（万平方米）	314.00	379.00	501.00	532.00
期末在租率（%）	91.00	93.00	95.00	88.00

资料来源：公司提供。*注：①转固租赁资产为存货产成品中转为租赁用集成房屋产品的数量。②租赁资产期末保有量=期初租赁资产保有量+年集成房屋产量-年集成房屋销售量-租赁资产销售量。

租赁资产方面，公司近年来加大了租赁业务的开拓力度，租赁资产期末保有量和期末在租率逐年提高，2010 年底租赁资产期末保有量达到了 501 万平方米，较上年增长了 32.19%，期末在租率达到了 95%。进入 2011 年，公司集成房屋租赁业务规模继续稳步增长，截至 2011 年 6 月底，公司租赁资产期末保有量达到 532 万平方米。

租赁价格方面，公司依据各区域不同的市场竞争状况和客户情况制定租赁价格；同时，公司也会适时出售部分租赁资产，二手租赁资产的平均销售价格略低于一手集成房屋销售价格。租赁时限方面，由于下游客户主要来自于建筑业，租赁时间和工程周期相关性较大，大部分客户租期在两年以内。

如表 9 所示，近三年公司租赁资产平均售价有所波动，2010 年达到了 242.10 元/平方米，较上年小幅增长 5.26%。2011 年上半年受市场行情的影响，租赁资产平均售价出现回落，平均价格

为 225.74 元/平方米。租赁价格方面，受市场竞争的影响，近三年公司租赁价格呈现单边下降态势，由 2008 年 136.94 元/㎡·年下降至 2010 年的 121.73 元/㎡·年。

由于 2008 年底存量租赁资产数额较大，在 2009 年市场集成房屋需求相应回落的情况下，公司先以租赁资产满足销售需求，使得 2009 年租赁资产销售量和销售收入处于较高水平，2010 年相应有所降低。近三年公司租赁业务收入逐年增长，2010 年达到了 60,988.77 万元，较上年增长了 28.48%。

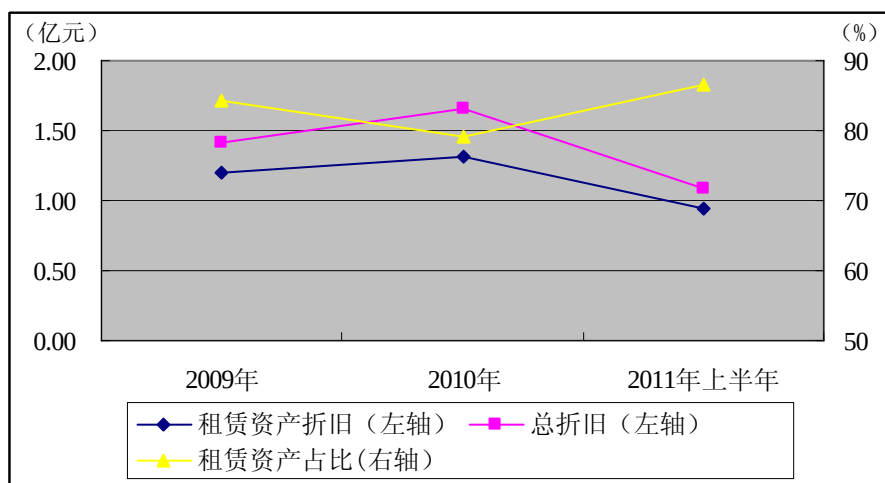
表9 2008~2011年6月集成房屋租赁情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年上半年
租赁资产销售量（万平方米）	62.44	71.00	61.00	24.00
租赁资产销售收入（万元）	1.58	1.80	1.48	0.54
租赁资产平均售价（元/㎡）	252.40	253.82	242.10	225.74
租赁均价（元/㎡·年）	136.94	125.15	121.73	122.34
租赁业务收入（万元）	43,000.72	47,469.32	60,988.77	32,544.05

资料来源：公司提供。

近年来公司加大了租赁业务拓展力度，但租赁业务规模的扩大也会增加企业的前期资金投入和折旧规模，从而对公司经营效率提出了更高要求。目前公司经营性租赁资产折旧年限为 7 年，年折旧率约为 9~15%，折旧在租赁业务成本构成比例较大（约为 30~40%）。如下图 5 所示，从近三年公司折旧情况看，经营性租赁资产的折旧数额约占每年公司折旧总额的 80%~85%左右。

图5 近年来集成房屋租赁折旧情况



资料来源：公司提供。

从实际情况看，由于租赁资产可重复使用，在固定成本（如折旧、后期维护）变化不大的情况下，租赁业务毛利率相对较高，单项资产的租赁回收期较短（平均约为 2~3 年）。近年来公司一直将房屋租赁业务确定为战略发展主导方向，租赁业务规模的拓展对公司的资金投入、物流管理水平也提出了更高的要求。

整体来看，受原材料波动上涨的影响，加之近三年售价和租价呈现逐年降低态势，上述因素导致公司集成房屋产品毛利率呈现波动下降，近三年公司集成房屋的毛利率分别为 24.95%、26.34%和 25.26%。

3. 船舶舱室业务

船舶舱室业务主要由华南建材进行经营，其业务收入占主营业务收入的 20%，业务占比较小。华南建材主要产品包括复合岩棉板、舱室防火门、整体卫生单元、整体舱室等四类，其中整体舱

室目前处于研发和小批量生产阶段。

华南建材自 2002 年进入该行业后，呈现跨越式快速发展，在销售额、研发设计水平、品牌知名度等方面均处于国内领先水平，并且随着与国际知名企业的合作不断增多，在国际上的品牌影响力也逐渐增强。2010 年华南建材船舶舱室业务销售收入 4.38 亿元，居国内同行业前列。

原料采购

船舶舱室配套产品的原材料包括冷轧钢板、镀锌钢板、岩棉、胶水、PVC 保护膜、洁具等，其中钢材的采购量最大，约占该业务板块材料采购额的 45%~50%。2008 年公司各类原料均处于较高价格水平，各类采购量也处于较高水平。受金融危机的影响，2009 年公司各类原料价格相应有所回落，进入 2010 年随着经济形势的复苏，各类原料价格均相应有所增长。其中镀锌钢卷价格达到了 5,079 元/吨，较上年增长了 15.56%。进入 2011 年，各类原料价格继续呈现稳中有升的态势，镀锌钢卷价格达到了 5,676 元/吨。采购结算上，公司与主要供应商多以银行承兑汇票结算。

表 10 公司船舶舱室配套产品原料采购情况（不含税）

原料	项目	2009 年	2010 年	11 年上半年
镀锌钢卷	采购量（吨）	18,684.00	20,000.00	9,650.00
	采购均价（元/吨）	4,395.00	5,079.00	5,676.00
岩棉	采购量（m ² ）	5,979.00	6,742.00	2,976.00
	采购均价（元/m ² ）	3,419.00	3,675.00	3,932.00
PVC 膜	采购量（m ² ）	1,929,926.00	1,665,321.00	875,540.00
	采购均价（元/m ² ）	7.70	7.70	7.70
胶水	采购量（kg）	417.00	549.00	285.00
	采购均价（元/kg）	18.00	18.00	18.00

资料来源：公司提供。

生产情况

公司船舶舱室业务主要采用以销定产的生产模式，根据定单来安排采购和生产任务。如下表 11 所示，近三年公司三类主导产品产能和产量逐年增长，但受市场外部环境的影响，产能利用率均出现一定的波动态势。2010 年公司复合板产量达到了 145 万平方米，较上年增长了 11.81%；防火门产量达到了 52,529 扇，较上年增长了 9.85%；卫生单元产量达到了 10,021 套，较上年增长了 3.45%。

表 11 近三年船舶舱室产能及产量情况

产品名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年上半年
复合板				
生产能力（万平方米）	90.00	135.00	150.00	150.00
生产量（万平方米）	90.17	130.40	145.80	65.49
产能利用率	100.19	96.59	97.20	87.32
防火门				
生产能力（扇）	30,000.00	48,000.00	55,000.00	55,000.00
卫生单元配套用量（扇）	8,255	9,924	10,804	6,919
生产量（扇）	31,087.00	47,820.00	52,529.00	29,541.00
产能利用率	103.62	99.63	95.51	107.42
卫生单元				
生产能力（套）	8,200.00	10,000.00	11,000.00	12,000.00
生产量（套）	8,255.00	9,687.00	10,021.00	6,871.00
产能利用率	100.67	96.87	91.10	114.52

资料来源：公司提供。

销售情况

公司船舶舱室业务主要用于船舶配套，与海运市场关联度较大。受 2008 年前期市场订单的拉

动，2009 年各类产品的售价较上年呈现上涨态势，金融危机的影响在 2009 年以后开始显现。2010 年公司各类主导产品的价格较上年均有所回落，其中复合板平均售价为 175.57 元/平方米，较上年小幅下降 5.61%；防火门售价为 1,701.79 元/扇，较上年小幅下降 7.36%；卫生单元平均售价 12,481.86 元/套，较上年下降 6.21%。从近三年销量情况来看，公司各类产品销量呈现逐年增长态势，其中 2010 年防火门销量达到 39,878 扇，较上年 31.70%，是增长率最大的产品。进入 2011 年，由于国际造船市场外部需求不足，公司船舶舱室各类产品价格也呈现一定的下滑，其中卫生单元价格下降幅度最大，平均价格较上年下降了 10.09%，为 11,222.63 元/套。

目前华南建材已经进入到行业的一些高端领域，如整体耐火舱室系统，其未来目标是发展成为具有较强综合竞争实力的国际船舶耐火舱室系统整体方案服务商。相对于国外竞争对手，公司尚需在产品设计、制造和服务网络建设方面进一步提升。未来华南建材拟在条件成熟时，通过并购方式整合国内船舶舱室市场，争取在规模和核心竞争力相对提高的基础上，逐步扩大公司船舶舱室业务在全球的市场份额。

目前华南建材通过在海外选择合作代理商的方式进行出口业务拓展，在代理商的选择上，公司会充分考虑其业务经验和资金实力，并与其签订合作协议。为规避汇率风险，公司一般是通过人民币进行业务结算，如在使用美元结算的情况下，公司会与代理商签订汇率风险分担条款，约定在汇率波动超过 50%时，变化部分由双方按比例分担。目前船舶舱室配套产品已在美国、澳大利亚、法国、西班牙、日本等二十多个国家和地区使用，但整体来看，目前华南建材出口业务收入规模仅占全部耐火舱室规模的比例约为 25%，国际市场业务规模仍有待提高。

表 12 近三年船舶舱室销量及销售价格情况

产品名称	2008 年	2009 年	2010 年	11 年上半年
复合板				
销售量（万平方米）	86.91	117.81	140.50	75.05
平均售价（元/m ² ）	163.97	186.01	175.57	164.96
防火门				
销售量（扇）	22,454.00	30,279.00	39,878.00	22,425.00
卫生单元配套用量（扇）	8,255.00	9,924.00	10,804.00	6,919.00
平均售价（元/扇）	1,519.98	1,836.95	1,701.79	1,643.79
卫生单元				
销售量（套）	7,583.00	8,784.00	9,916.00	7,363.00
平均售价（元/套）	11,769.00	13,308.88	12,481.86	11,222.63

资料来源：公司提供。

值得注意的是，受世界外部经济环境的影响，2011 年国内外新船订单增长幅度小，订单价格也有所下调，公司船舶舱室业务的市场前景仍存在一定不确定性。2011 年上半年公司船舶舱室业务实现营业收入 25,699.29 万元，仅较上年同期增长 3.84%；营业利润率为 18.94%，较上年同期的 22.79%下降幅度较大，主要原因在于原材料价格不断上升、产品售价出现下降所致。

4. 关联交易

公司关联交易主要来自于与控股股东及实际控制人控制的相关企业的相关资金及业务往来。从实际情况看，公司关联交易主要为租赁母公司的子公司深圳赤晓建筑科技有限公司及南山开发子公司东莞南山轻型建材有限公司场地租赁费用，2010 年公司共发生关联租赁费用 1,369.51 万元，在公司期间费用总额中占比很小。根据 2011 年 3 月天健会计师事务所有限公司出具的《关于雅致集成房屋股份有限公司控股股东及其他关联方资金占用情况的专项审计说明》，控股股东及相关关联方与公司的资金往来主要为非经营性的往来款，未发现大额经营性资金占用的情况。

总体来看，公司与关联方不存在显失公允的关联交易，关联交易金额较小，对公司的财务状

况和经营成果不构成重大影响。

5. 经营效率

近三年公司应收账款周转次数、存货周转次数等指标呈现一定幅度波动。其中，近三年公司应收账款周转次数分别为 4.15 次、3.27 次和 3.61 次，存货周转次数分别为 4.33 次、3.94 次和 5.14 次，2010 年上述两项指标均处于较高水平；随着近三年资产规模的增长，尤其是 2009 年公司完成首发上市，公司总资产周转次数呈逐年下降态势，分别为 1.09 次、0.73 次和 0.69 次，2010 年仍处于正常水平。

整体看，公司经营效率运作水平较高。

6. 投资项目

经中国证监会证监许可[2009]1175 号核准，公司于 2009 年 12 月公开发行股票 7,364.10 万股，募集资金净额为 117,769.80 万元。公司募集资金主要用于成都赤晓科技有限公司（以下简称“成都赤晓”）60 万 m² 集成房屋生产及配套租赁基地建设项目、武汉雅致集成房屋有限公司（以下简称“武汉雅致”）集成房屋建设项目、新建船舶舾装生产基地项目和信息化系统建设四个项目。截至 2011 年 6 月末，武汉雅致项目已正常实施完成，其余项目由于出现变更或进度放缓，尚未完全达到预计可使用状态。

从项目具体实施情况来看，受市场环境变化的影响，2011 年 3 月公司公告将原成都赤晓 60 万 m² 集成房屋生产及配套租赁基地建设项目（投资总额为 34,020 万元）变更为江苏常熟华东箱式集成房屋生产项目（投资总额为 25,000 万元）和新疆地区集成房屋生产及配套基地建设项目（投资总额为 9,020 万元），目前项目正在进行土地征用和租赁的前期运作；华南建材船舶舾装生产基地项目方面，由于设计方案变更影响了项目进度，该项目尚处于施工招投标阶段；雅致股份信息化系统建设项目方面，由于要与内部控制建设紧密配套实施，而公司内部控制建设尚处于实施阶段，该项目进度相应放缓。武汉雅致项目已于 2010 年 9 月达到预计可使用状态，项目实施完毕。

表13 截至2011年6月末公司募投项目实施情况 单位：万元

项目名称	调整后投资额	已使用资金	预计达产日期	预计项目经济效益情况
新疆地区集成房屋生产及配套租赁基地建设	9,020	0	2013 年	项目用于生产模块化箱式集成房屋、组合式公寓箱式集成房屋、高档营地箱式集成房屋。年产能设计目标为 30,000 个箱，其中高档箱 10%、中档标准箱 55%~60%、低档箱 30%~35%。项目财务内部收益率达到 18.62%，税后静态投资回收期为 7.07 年（其中建设期 1 年），达产后年平均税后利润 7,327 万元。
华东箱式集成房屋生产项目	25,000	0	2012 年底	主要生产拆装式集成房屋和箱式集成房屋。本项目财务内部收益率达到 18.77%，税后静态投资回收期为 6.48 年[含租地经营 2 年(其中建设期 1 年)]；达产后年平均税后利润 1,715 万元。
武汉雅致集成房屋建设项目	28,400	10,940.28	2010 年 9 月	用于年产 64 万 m ² 拆装式集成房屋和 16 万 m ² 箱式组合房屋。项目完全达产后，可实现年营业收入 37,301.56 万元，年税后利润 3,066.80 万元，投资利润率 14.59%，所得税后项目财务内部收益率 13.54%。
华南建材船舶舾装生产基地	15,000	2,377.90	2012 年 11 月	项目完全达产后，可实现年销售收入 10,690 万元，按所得税 25% 税率计算，项目年税后利润 1,413.51 万元，投资利润率 13.84%，所得税后项目财务内部收益率 11.54%，所得税后项目投资回收期为 8.45 年（含建设期）。

雅致股份信息化系统建设项目	2,560	696.93	2012 年 12 月	建设进度 27.22%，项目的实施将为公司带来一定的间接投资效益，集中体现在信息化系统建设对公司的重大战略意义。
合计	79,980.		--	

资料来源：公司提供。注：公司募集资金的超募部分有 3.78 亿元用于归还银行借款，截至 2011 年 6 月末实际累计投入募集资金 5.18 亿元，尚未使用资金为 6.6 亿元。

联合评级认为，公司上述项目的变更是基于市场行情的适时变化，变更后项目均具有良好的经济效益。从公司投资计划来看，未来公司主要是进行上述募投项目的实施建设，2011~2013 年的投资额计划分别为 2.23 亿元、3.10 亿元和 4 亿元，合计总投资额为 9.33 亿元。2011 年将是公司投资项目的投入时期，2012 年底公司上述募投项目有望形成实质性能，未来将对公司的收入和利润水平形成有效贡献。总体看，除去已有的募投资金外，公司未来三年尚有约 2~3 亿元的投资需求，资金需求不大。上述新项目资本支出将主要通过自筹解决，公司还计划通过发债、贷款等方式进行融资。联合评级同时也注意到，由于市场形势存在一定变化，上述项目的实施和效益释放情况也有待进一步关注。

7. 未来发展

公司未来将以稳健发展为宗旨，寻求核心业务可持续发展的新商机，提升核心业务的规模、市场地位和核心竞争力；合理控制负债比例，保持良好的财务和资产状况，提高经营管理能力和管理水平，实现公司长期稳定和健康发展，努力使公司在集成房屋、船舶舱室两大业务上取得更大的发展。

集成房屋业务方面，公司将通过产业化的规模优势降低企业的运营成本，使用差异化的竞争方式获取核心竞争优势，大力发展租赁业务，将公司打造成为经营性租赁为主的运营商和集成房屋行业的领导者。从发展实施上，公司制定了四大方向：一是逐步优化租赁资产结构，降低租赁资产市场风险；二是改进箱型房经营模式，全面改进和完善箱型房的产品定位、运作模式和营销策略，尽快使箱型房形成市场规模；三是整合资源、集中优势推进箱式房市场开拓，形成华南、华中、华东和新疆四个箱式房生产基地，以品牌营销开拓市场；四是重点扶持国际业务的发展，加大海外市场开拓、建立国际营销渠道、改进国际营销模式，提高国际业务收入比重。

船舶舱室业务方面，公司将以设备引进和工艺革新提升产品档次，加强研发力度完善产品系列。通过品牌系统建设和加强规范化管理提升企业软实力。通过完善业务模式和营销策略强化国际市场竞争优势。公司将通过战略投资保持公司快速健康发展速度，争取发展成为国际船舶耐火舱室系统主要供应商。

联合评级认为，目前公司发展战略清晰，经营思路较为稳健务实，未来发展机遇和挑战并存。从实际情况看，我国集成房屋行业总体处于成长期，后续发展空间巨大。在各大中心城市和南方沿海城市的建设工程施工现场，拆装式集成房屋用量逐年增多，随着市场的逐步发展和完善，箱式集成房屋需求也会逐渐增长，上述行业发展趋势使得公司面临广阔发展空间。2011 年我国城镇固定资产投资仍将保持较快的增长，公司集成房屋产品市场的容量仍会有所增长，但受外部不利经济因素的影响，加之市场竞争日趋激烈，公司也面临较大挑战。船舶舱室业务方面，由于 2009 年~2010 年世界造船业造船量激增实际上已透支了未来两年的需求，2011 年新船订单增长速度下降，因此公司船舶舱室业务的市场前景存在不确定性，但长期来看，世界航运业将来仍有较大的造船需求，船舶舱室业务仍有较大发展空间。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008 年~2010 年度合并财务报表均已经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见，2011 年三季度财务数据未经审计。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，2010 年公司减少合并转让的金开利公司，合并范围变化未涉及主营业务变更，近三年财务可比性强。

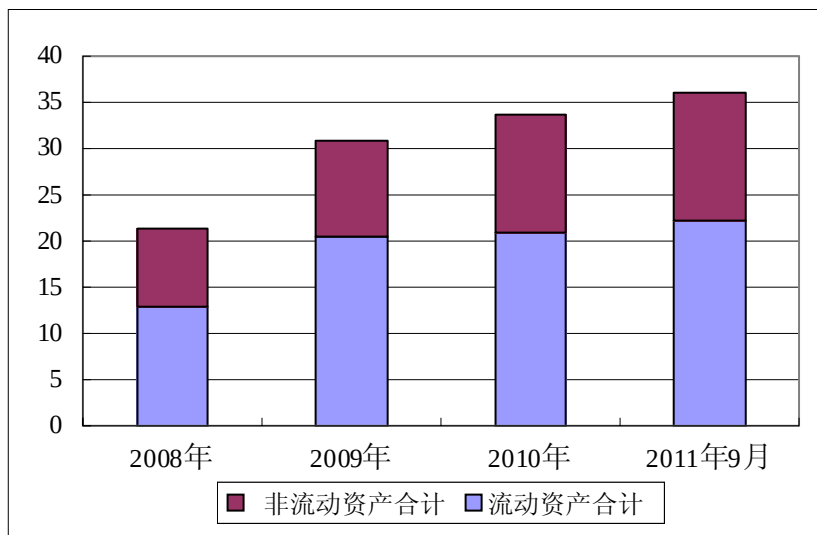
截至2010年底，公司合并资产总额337,565.85万元，负债总额133,271.97万元，所有者权益（含少数股东权益）204,293.87万元。2010年公司实现合并营业收入224,123.87万元，净利润（含少数股东损益）16,726.49万元。经营活动产生的现金流量净额24,350.97万元，现金及现金等价物净增加额38.42万元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额 361,515.03 万元，负债总额 157,857.69 万元，所有者权益（含少数股东权益）203,657.34 万元。2011 年 1~9 月公司实现合并营业收入 184,893.44 万元，净利润（含少数股东损益）10,985.53 万元，经营活动产生的现金流量净额-12,641.05 万元，现金及现金等价物净增加额-29,278.19 万元。

2. 资产质量

由于 2009 年公司完成首发上市，加之经营规模的扩大，近三年公司资产规模稳步增长（如下图 6）。截至 2010 年底，公司资产总额 337,565.85 万元，其中流动资产和非流动资产分别占比 61.80% 和 38.20%，资产构成以流动资产为主。

图 6 近三年公司资产情况 单位：亿元



资料来源：公司年报。

流动资产

近三年公司流动资产逐年稳步上升，复合增长率为 27.73%。截至 2010 年底公司流动资产合计 208,608.26 万元，其中货币资金占 49.24%，应收账款占 27.02%，存货占 16.45%，上述三项是流动资产构成的主要来源。

2009年底公司上市募集资金到位，使得公司货币资金较2008年大幅增加。由于募投项目有所变更，公司募投资金未按原计划使用，公司一直保持着较高的货币资金规模。2010年底，公司货币资金为102,720.91万元，主要以银行存款为主。

近三年公司应收账款逐年平稳增长，2010年底公司应收账款余额63,465.05万元，较上年增长4.51%。从账龄结构来看，应收账款中账龄在1年以内的占75.53%，1~2年的占比13.45%，2年以上的占比11.02%。公司严格按照账龄情况计提了坏账准备，2010年底公司累计计提坏账准备7,107.99万元，其中42.23%是针对账龄在三年以上的应收账款所提取，结合公司账龄情况分析公司坏账准备计提较为充足。目前公司应收账款主要来自于中铁十一局集团有限公司、中建二局和中铁四局等大型国有企业，账龄多在半年之内，货款回收有保障。

近三年公司存货净额略有波动，截至2010年底公司存货净额为34,326.05万元。从存货构成上看，最近三年公司存货以在产品和原材料为主，2010年公司在产品和原材料在存货中的占比分别为48.68%和33.31%，其他存货主要为产成品和周转材料。截至2010年底，公司对存货计提了跌价准备4.21万元，减值数额不大。结合生产经营及销售实际情况看，公司存货跌价准备充分。

近年来公司将部分客户的结算方式转为以票据收款为主，使得2010年应收票据余额增长幅度较快。2010年底公司应收票据期末余额为3,844.70万元，较上年同期增长339.28%，主要为银行承兑汇票。

非流动资产

近三年公司非流动资产逐年增长，三年增长率为22.11%。截至2010年底，公司非流动资产合计128,957.59万元，其中固定资产占比为93.12%，是非流动资产的主要构成部分。

近三年公司固定资产规模随公司业务量平稳增长，三年复合增长率为24.26%。截至2010年底固定资产账面余额合计153,961.16万元，主要包括房屋建筑物（占8.25%）和经营租赁集成房屋构件（占82.60%），其他主要为机器设备、运输设备、电子及其它设备。截至2010年底，公司累积计提折旧达到33,141.96万元，计提减值准备729.44万元。公司固定资产成新率为78.47%，成新率较高。

此外，公司非流动资产还包括长期股权投资、无形资产、在建工程和递延所得税资产等，占比较小。

2011年9月底，公司资产总额为361,515.03万元，较年初增长7.09%，资产构成较2010年底变化不大。

总体看，公司近三年资产呈稳步上升态势，资产构成以流动资产为主，货币资金规模较大，整体看公司资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

近三年公司负债总额有所波动，负债结构以流动负债为主。2010年底公司负债总额为133,271.97万元，全部来自于流动负债。相对于公司长期资产为主的资产构成而言，负债结构有待进一步改善。

截至2010年底，公司流动负债合计133,271.97万元，主要包括预收款项（占23.87%）、短期借款（占21.76%）、应付票据（占20.13%）和应付账款（占18.97%）。

2009年公司用募集资金偿还了部分银行借款，使得当年短期借款下降明显，2009年底短期借款余额9,000万元，较上年大幅下降84.29%。2010年由于销售规模扩大，需要补充流动资金，短期借款规模相应回升。截至2010年底，公司短期借款余额为29,000万元，较上年上升222.22%。

公司将商业票据作为近年来主要的支付结算方式，近三年公司应付票据增长幅度较快，年复合增长率为29.12%。截至2010年底，公司应付票据余额为26,831.05万元，全部为银行承兑汇票。

受经营规模扩大的带动，2010年公司应付账款和预收款项较上年相比均有一定幅度的增长。

其中，应付账款主要来自于应付的供应商材料款，2010 年底达到了 25,275.69 万元，较上年增长了 8.42%；预收账款主要来自于预收租金和货款，2010 年底达到了 31,818.46 万元，较上年增长了 3.25%。

公司非流动负债主要包括长期借款，2009 年底长期借款余额为 3,000 万元。截至 2010 年底，该笔长期借款已全部偿还。

2010 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 39.48%、21.46%和 0%，均处于较低水平，公司整体债务负担较轻。

截至 2011 年 9 月底，公司负债合计 157,857.69 万元，较年初略有增长，负债结构与年初相比变化不大，依然由流动负债构成。

总体看，公司目前负债水平不高，债务负担不重，但负债构成全部来自于流动负债，负债结构有待进一步改善。

所有者权益

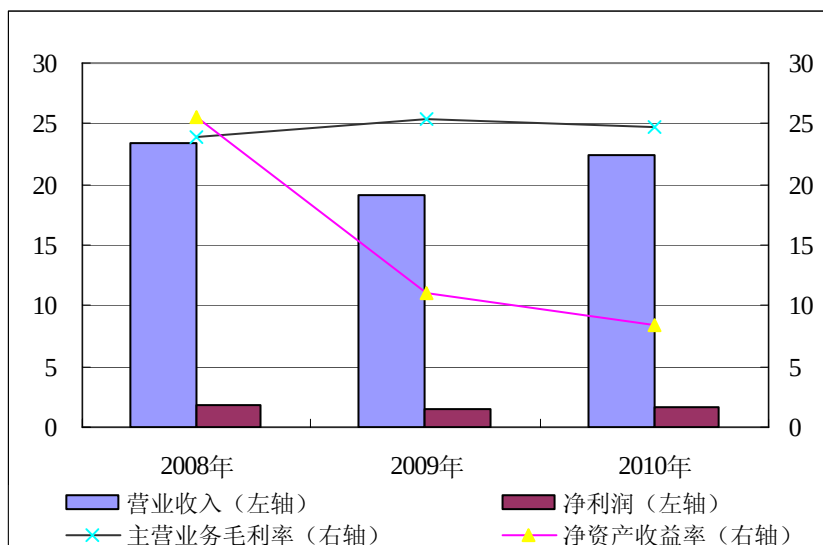
由于公司 2009 年成功完成首发上市，相应带动当年所有者权益大幅度增长。截至 2010 年底，公司所有者权益合计 204,293.88 万元，其中归属母公司所有者权益占比 94.72%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 14.99%，资本公积占 59.02%，未分配利润占 22.68%。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益合计为 203,657.34 万元，较年初略有下降，所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入和利润总额呈现较大波动，其中 2009 年营业收入和利润总额较 2008 年下降幅度分别达到了 18.34%和 15.57%，主要原因是受汶川地震等自然灾害影响，2008 年公司业务规模大幅提高，2009 年恢复到正常水平。2010 年随着公司经营规模的扩大，公司营业收入和利润总额相应平稳增长，2010 年分别为 224,123.87 万元和 20,548.37 万元，较 2009 年同期分别增长 16.99%和 14.91%。

图 7 近三年公司盈利指标情况 单位：亿元 %



资料来源：公司年报。

从盈利指标看，受 2009 年以来公司所有者权益增长的影响，公司净资产收益率有所下降，近三年分别为 25.50%、11.05%和 8.38%，2010 年处于正常水平；从主营业务毛利率和营业利润率上

看，近三年公司主营业务毛利率和营业利润率呈现小幅波动，其中 2009 年处于较高水平，2010 年略有下降，指标值分别为 24.73%和 22.75%，处于正常水平。

2011 年前三季度，公司收入规模保持着良好增长态势，但受原料涨价和订单价格下降的影响，公司盈利水平有所下降。2011 年前三季度，公司实现营业收入 184,893.44 万元，较上年同期增长 13.52%；实现利润总额 14,159.51 万元，较上年同期下降 1.26%。

总体看，近三年公司收入和利润规模出现一定波动，但整体盈利能力正常。未来受建筑业投资速度放缓和市场竞争的影响，公司盈利状况存在波动的可能性，但从长期发展情况来看，随着国内集成房屋市场需求的增长，加之公司近年来致力于调整产品结构，提高产品附加值，其盈利状况有望在波动中有所提升。

5. 现金流

近三年经营活动现金流入基本保持和营业收入同趋势的变化，经营活动现金流入随业务规模先降后升，2010 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 24,350.97 万元，较 2009 年下降 49.24%。近三年公司现金收入比维持在正常水平，2010 年为 100.29%，收入实现质量正常。

投资活动方面，近年来公司逐渐加大对生产基地、信息化系统建设等募投项目的投资力度，使用自有资金和募投资金加快建设，投资支出相应增加。2010 年公司投资活动现金流出合计达到 51,270.52 万元，较上年增长 8.67%，全部来自于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2010 年公司投资活动现金净流入呈现净流出状态，为-350,05.15 万元。

从筹资活动来看，2009 年公司成功完成 IPO，相应筹资现金流入增长较快；2010 年公司筹资活动现金流入主要为取得银行短期借款所收到的现金，筹资现金净流入相应较 2009 年下降幅度较快。从公司近三年现金流量情况来看，除 2009 年经营活动现金流能够覆盖投资支出外，其他年份经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，公司存在一定程度的对外筹资依赖性。

2011 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-12,641.05 万元，经营现金流呈现净流出状态；投资活动产生的现金流量净额为-24,910.26 万元，主要来自于购建固定资产支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为 8,389.82 万元，主要来自于取得借款收到的现金。

总体看，公司经营性现金流规模较大，收入实现质量正常。近年来随着业务规模的扩大，公司投资支出相应加大，目前公司经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求，仍有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，近三年公司流动比率和速动比率呈现波动，2010 年底这两项指标分别为 1.57 和 1.31，处于正常水平。2010 年公司现金短期债务比为 1.91 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力较强。如果本次债券能顺利发行，公司债务结构有望得到进一步优化，短期支付能力有望进一步增强。

长期偿债能力方面，公司 2010 年底资产负债率为 39.48%，处于较低水平；近三年来公司 EBITDA 逐年上升，2010 年为 38,286.85 万元；2010 年公司 EBITDA 利息倍数为 58.94 倍，较上年大幅上升，主要是由于公司利息支出规模减少所致；2010 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.69 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较强。整体看，公司目前长期偿债能力较强。

总体看，目前公司整体偿债能力较强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2011 年三季度末，公司债务总额为 67,496.58 万元，本期拟发行公司债额度为 80,000 万元，总发债额度相对于公司债务规模较大，但由于此次债券募集资金部分将用于偿还银行借款，故对公司整体债务负担影响不大。

以 2011 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 28.20%、42%和 53.87%，负债水平有所上升，但仍处于合理水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2010 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 8 亿元公司债的保护倍数分别为 0.48 倍、2.90 倍和 0.30 倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度正常。

公司本次计划发公司债募集资金 8 亿元，在募投项目产能顺利释放的情况下，公司盈利能力有望得以增强，未来公司自有经营现金流有望能够顺利偿还本期债券，对本期债券的偿还能力也会有所提高。

截至 2011 年 9 月底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2011 年 9 月末，公司共计获得银行授信额度 20.40 亿元，已使用额度 6.75 亿元，尚可使用的授信额度较大。公司作为 A 股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

综合来看，本期债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据中国南山开发（集团）股份有限公司为本期债券向债券持有人出具的担保函，南山开发为公司本期拟发行的 8 亿元公司债券的还本付息提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

如公司不能在《募集说明书》规定的期限内按约定偿付本期债券本金和/或利息，保证人应在收到本期债券持有人或本期债券受托管理的书面索赔要求后，根据担保函向本期债券持有人履行担保义务。本期债券持有人可分别或联合要求保证人承担保证责任。

保证人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。本期债券持有人、本期债券受托管理人在此期间内未要求保证人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在保证债务诉讼时效届满之前向保证人追偿的，保证人免除保证责任。

2. 担保人分析

（1）南山开发概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“南山开发”）的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司，是经国务院批准，在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司，原注册资本为 10,000 万元港币，1994 年 10 月经国家工商行政管理局批准正式更名为现名。

截至 2010 年底，南山开发注册资本 50,000 万元人民币，其中招商局（南山）控股有限公司

持股 36.518%、深圳市投资控股有限公司持股 26.103%、广东省广业投资控股有限公司持股 23.493%、中海石油投资控股有限公司持股 7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股 1.64%、银川有限公司（招商局（南山）控股有限公司下属全资子公司）持股 0.50%。

南山开发第一大股东——招商局（南山）控股有限公司是招商局集团有限公司下属控股公司招商局国际有限公司的全资子公司。南山开发实际控制人为招商局集团有限公司。

南山开发经营范围包括土地开发，发展港口运输，相应发展工业、商业、房地产和旅游业、保税仓库经营业务等。

截至 2010 年底，南山开发本部设财务部、人力资源部、研究发展部、信息管理部、企管部、规划部、社会工作部、行政部和审计部等 9 个职能部门；拥有 6 家一级全资及控股子公司（见附件 12）。

（2）经营概况

南山开发是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为以港航运输、海洋石油后勤服务及物流园区、房地产开发、集成房屋四大核心业务为主，跨行业、跨地区经营的大型综合性企业集团。

港航运输业务方面，南山开发是深圳赤湾港唯一的开发建设和经营管理业务主体，下属控股深交所上市子公司—深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”，南山开发持股比例为 57.51%）主营集装箱、散杂货码头及港口配套业务。南山开发旗下拥有华南地区重要的进出口港口区—赤湾港区、妈湾港区和东莞麻涌港区三个集装箱码头和散杂货码头，及与之配套的港口服务企业 18 家（其中 11 家全资企业，7 家控股及参股企业）；其中赤湾港位于全球最大的制造中心—珠三角的腹地，是泛珠三角的出海口，为华南地区主要进口粮食中转基地和全国两大进口化肥集散地之一。截至 2010 年底，南山开发下辖三个港区拥有泊位 16 个；堆场面积 135 万平方米；集装箱年吞吐量 614.7 万 TEU⁴，散杂货年吞吐量近 1,021.4 万吨；国际班轮航线 56 条。

海洋石油后勤服务和物流园区业务方面，南山开发控股深交所上市子公司—深圳赤湾石油基地股份有限公司（以下简称“深基地”，南山开发持股比例为 51.79%）主要提供海洋石油后勤保障服务、物流园区业务和海洋工程服务。截至 2010 年底，南山开发石油基地作为深浅水综合服务基地，拥有 7 个五千吨的泊位；功能齐全的专业码头岸线总长 515 米，仓库面积 9.6 万平方米，堆场面积 26.84 万平方米，可供出租的办公楼宇面积 3.6 万平方米；宝湾物流是深基地的物流品牌，相继在长三角、珠三角、环渤海等经济区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区项目，目前投入运营及规划开发的物流仓储设施已经超过 70 万平方米，是国内著名的物流园区开发商和运营商之一；南山开发参股的赤湾胜宝旺工程有限公司拥有东南亚最大的海洋平台工程制造加工场地。

房地产开发方面，南山开发下属的深圳市南山房地产开发有限公司（以下简称“南山地产”）以房地产开发及销售为核心业务，集土地运营、工程管理、物业管理、物业租赁为一体。截至 2010 年底，南山地产在深圳、苏州和长沙等地成立项目公司，拥有在建房地产项目 4 个，房地产项目新开工面积 35.5 万平方米，销售面积 17.1 万平方米，年末土地储备达到 98.6 万平方米。在南山开发完成的房地产项目中，上海海湾大厦被评为外滩 25 栋标志性建筑之一，广州新康花园被评为广州市 10 大康居明星楼盘之一。

⁴ TEU：即 20 英尺标准集装箱，是国际标准箱单位，通常用来表示船舶装载集装箱的能力。

集成房屋体系业务方面，南山开发下属全资子公司赤晓企业主要从事集成房屋及建材业务的股权投资及管理，通过对下属企业雅致股份（南山开发持股比例 48.77%）、赤晓建筑科技有限公司、深圳赤晓工程建设有限公司和上海松尾钢结构有限公司（以下简称“上海松尾”）、华南建材等的投资管理，目前已经形成以集成房屋、船舶舾装、建筑钢结构、建筑围护材料四大业务板块为主的业务组合体系。其中，上海松尾是我国目前唯一一家产品获准销往日本的钢结构公司，是国际最大工程公司——美国柏克德在中国大陆的指定钢结构供应商。

南山开发以港航运输、海洋石油服务、房地产开发、集成房屋体系为四大核心业务。2008 年～2010 年，南山开发营业收入呈波动态势，年均复合下降 6.07%，其中 2009 年较 2008 年下降 14.65%，主要是由于港口运输（主要为欧美航线）业务受 2008 年全球金融危机影响在 2009 年全面体现所致。2010 年南山开发营业收入 538,611.44 万元，较上年小幅增长 3.36%，其中港航运输占 32.31%，海洋石油服务占 7.43%，房地产开发占 8.69%，集成房屋体系占 46.42%，其他占 5.16%。从近三年南山开发主营业务收入构成情况看（见下表 14），集成房屋体系业务收入是南山开发第一大收入来源，且利润水平较为稳定；港航运输业务始终是南山开发收入和利润的重要来源，占比呈波动上升趋势，利润水平高；海洋石油服务业务收入占公司收入比重最小，但呈现稳步上升趋势，利润水平高；房地产开发业务收入占比呈波动态势，2010 年有较大降幅，主要原因是南山地产自 2010 年起按新会计准则要求变更收入确认原则，即由按收齐全款确认收入变更为按入伙时点确认收入。

表 14 2008 年～2010 年南山开发主营业务收入构成情况

业务类型	营业收入（亿元）			收入占比（%）			毛利率（%）		
	08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
港航运输	19.14	14.65	17.4	31.35	28.11	32.31	56.68	53.49	57.35
海洋石油服务及物流 后勤服务	2.83	3.32	4	4.64	6.37	7.43	68.52	63.96	66.64
房地产开发	9.65	10.07	4.68	15.81	19.32	8.69	31.82	21.38	33.71
集成房屋体系	28.8	23.11	25	47.17	44.35	46.42	22.47	24.63	24.66
其他	0.63	0.96	2.78	1.03	1.84	5.16	--	--	--
合计	61.05	52.11	53.86	100	100	100	36.95	34.81	39.91

资料来源：南山开发提供。

（3）财务分析

财务概况

南山开发提供的 2008 年～2009 年度合并财务报表均已经广东大华德律会计师事务所审计，2010 年度合并财务报表已经立信大华会计师事务所有限公司深圳分所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2007 年南山开发开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。南山开发 2011 年三季度报未经审计。

自 2010 年起，南山开发下属南山地产按新会计准则要求变更收入确认原则，即由按收齐全款确认收入变更为以收到全款并办理入伙手续作为确认收入的时点。

截至 2010 年底，南山开发（合并）资产总额 1,929,412.02 万元，所有者权益 815,102.96 万元（其中少数股东权益 348,339.32 万元）；2010 年南山开发实现营业收入 538,611.44 万元，净利润 129,535.40 万元；2010 年经营活动产生的现金流量净额 54,830.86 万元。

截至 2011 年 9 月底，南山开发（合并）资产总额 2,220,632.90 万元，所有者权益 858,980.66 万元（其中少数股东权益 375,636.17 万元）；2011 年前三季度南山开发实现营业收入 465,583.56 万元，净

利润80,730.98万元；2011年前三季度南山开发经营活动产生的现金流量净额43,439.79万元。

资产负债情况

近三年南山开发合并资产总额年均复合增长 18.25%，2010 年底为 1,929,412.02 万元，较上年增长 18.81%，其中流动资产占 46.71%，非流动资产占 53.29%，资产构成合理。

南山开发流动资产主要以存货（占比 41.61%）、货币资金（占比 38.93%）、应收账款（占比 9.70%）和其他应收款（占比 6.46%）为主，货币资金充裕。南山开发非流动资产主要来自于固定资产（占比 45.49%）、无形资产（占比 20.02%）、长期股权投资（占比 19.73%）和投资性房地产（占比 6.79%）为主。

负债方面，近三年南山开发负债合计年均复合增长 19.83%，2010 年底为 1,114,309.06 万元，较上年增长 27.47%，主要来自非流动负债的增长。负债合计中，流动负债占 51.38%，非流动负债占 48.62%。流动负债构成主要以短期借款（占比 37.36%）、预收款项（占比 20.75%）、其他应付款（占比 10.44%）、应付账款（占比 9.38%）为主；非流动负债构成主要以长期借款（占 72.91%）和递延收益（占 25.79%）为主。

所有者权益方面，近三年南山开发所有者权益合计年均复合增长 16.19%，2010 年底为 815,102.96 万元，其中归属于母公司所有者权益合计占 57.26%，少数股东权益占 42.74%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 10.71%，资本公积占 19.54%，盈余公积占 35.26%，未分配利润占 34.31%，盈余公积和未分配利润占比较大。

截至 2011 年 9 月底，南山开发（合并）资产总额、负债合计和所有者权益分别较上年末增长了 15.09%、22.20%和 5.38%，资产负债和权益结构构成较 2010 年底相比变化不大。

盈利能力

近三年南山开发营业收入呈波动态势，年均复合下降6.07%，其中2009年较2008年下降14.65%，主要是由于港航运输（主要为欧美航线）业务受2008年全球金融危机影响较大所致；2010年港航运输业务收入水平较2009年明显好转，但受南山地产按新会计准则要求变更收入确认原则影响，营业收入较上年仅小幅增长3.36%，为538,611.44万元。近三年南山开发营业成本年均复合下降7.44%，高于营业收入的下降速度。

收入及成本的波动相应带动近三年南山开发利润水平呈现波动，南山开发近三年利润总额和净利润分别年均复合下降1.53%和3.52%。2010年南山开发实现利润总额152,603.02万元和净利润129,535.40万元，分别较上年大幅增长33.80%和30.24%。从盈利指标看，近三年南山开发营业利润率分别为34.35%、31.49%和35.72%，净资产收益率分别为23.05%、14.70%和16.56%，均处于较高水平。

2011年前三季度，南山开发实现营业收入465,583.56万元，较上年同期增长了6.7%；净利润80,730.98万元，较上年同期下降了21.9%。

总体看，受全球经济波动影响，近年来公司经营业绩有所波动，但盈利水平始终保持较高水平，整体盈利能力强。

现金流

从经营活动看，近三年受营业收入波动影响，南山开发销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动净现金流均呈现波动态势，2010年分别为596,944.38万元和54,830.86万元；从收入实现质量指标看，2008年~2010年，公司现金收入比呈逐年上升趋势，三年加权平均值为104.29%，收入实现质量尚可。

从投资和筹资活动看，近三年南山开发投资规模呈波动增长态势，主要是购建固定资产、无

形资产和其他长期资产支付的现金；近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-80,309.57万元、-67,518.92万元和-140,462.56万元。投资规模的增长使得南山开发外部融资需求程度较高，2010年南山开发筹资活动前现金流量净额为-85,631.70万元，表明南山开发自身经营活动产生的现金净流量尚不能满足投资资金需求。

2011年1~9月，南山开发经营活动产生的现金流量净额为43,439.79万元，由上年同期的净流出转为净流入；投资活动产生的现金流量净额为-112,169.00万元，为净流出状态；筹资活动产生的现金流量净额为164,245.80万元。

总体看，近年来南山开发经营性现金流波动较大，经营活动获取现金能力强，收入实现质量尚可；由于其投资规模逐年增长，对外部融资需求程度较高。

偿债能力

从短期偿债指标看，近三年南山开发流动比率和速动比率均呈波动态势，2010年末分别为1.57和0.92，较上年均有所下降，指标水平良好；近三年经营现金流流动负债比呈波动态势，分别为17.53%、45.71%和9.58%。南山开发短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年南山开发EBITDA呈波动态势，EBITDA利息倍数逐年提高，分别为11.13倍、11.88倍和12.60倍；EBITDA全部债务比分别为0.49、0.34和0.33，南山开发对全部债务的保护能力强。总体看，南山开发整体偿债能力较强。

截至2011年9月底，南山开发无对外担保、无重大应披露的未决诉讼事项。

南山开发为本期拟发行的8亿元公司债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保，作为从事多元化产业经营的大型国有企业集团，南山开发在港航运输、海洋石油后勤服务及物流园区、集成房屋体系业务等方面具备较强的规模、区位优势 and 竞争实力，整体综合实力和抗风险能力强。南山开发的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。联合评级综合评定南山开发信用级别为“AA+”，评级展望为“稳定”。

十、综合评价

雅致股份作为国内最大的集成房屋生产企业，在行业地位、产能规模、市场份额和技术水平方面具有较强竞争优势。近三年公司不断加大在国内销售网络方面的拓展力度，积极调整产品结构，经营规模不断扩大。目前公司在常熟和新疆的生产基地建设项目正处于前期建设阶段，工程预计于2012年以后投入运营，未来有望成为公司新的利润增长点。

2009年12月，公司顺利完成首发上市，资产规模进一步提升。目前公司资产规模中等，资产质量及现金流状况良好，盈利能力和偿债能力正常，债务负担合理。未来随着公司募投项目的建成投产，其整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券由中国南山开发（集团）股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。南山开发是公司实际控制人，为国有大型企业，其在港航运输、海洋石油后勤服务及物流园区、集成房屋体系业务等方面具备较强的规模、区位优势 and 竞争实力，整体综合实力和抗风险能力强。南山开发的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

整体看，公司对本期拟发行的不超过8亿元公司债券具有较强的偿还能力，债券到期不能偿付风险很低。

附件 1-1 雅致集成房屋股份有限公司
2008 年～2011 年 9 月公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	19,118.30	104,154.60	102,720.91	131.80	73,701.05
交易性金融资产					
应收票据	990.17	875.23	3,844.70	97.05	5,447.84
应收账款	52,301.77	54,673.68	56,357.06	3.80	81,346.44
预付款项	13,888.59	10,600.73	8,872.50	-20.07	12,270.78
应收利息			232.91		101.36
应收股利					
其他应收款	2,611.07	2,312.75	1,540.82	-23.18	2,797.97
存货	38,679.00	31,295.67	34,326.05	-5.79	45,004.40
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	271.96	455.95	713.31	61.95	781.06
流动资产合计	127,860.85	204,368.61	208,608.26	27.73	221,450.90
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	366.00	366.00	366.00		366.00
投资性房地产					
固定资产	77,775.46	94,622.13	120,089.76	24.26	128,100.01
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	187.79	1,571.48	210.82	5.95	1,060.56
工程物资					
固定资产清理					1,917.57
无形资产	6,099.64	6,115.16	5,959.37	-1.16	5,900.59
开发支出					
商誉	133.03	133.03	133.03		133.03
长期待摊费用	402.02	274.08	447.17	5.47	370.09
递延所得税资产	1,517.48	1,438.24	1,751.43	7.43	2,216.27
其他非流动资产					
非流动资产合计	86,481.44	104,520.12	128,957.59	22.11	140,064.13
资产总计	214,342.28	308,888.73	337,565.85	25.49	361,515.03

附件 1-2 雅致集成房屋股份有限公司
2008 年～2011 年 9 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	57,300.00	9,000.00	29,000.00	-28.86	45,700.00
交易性金融负债					
应付票据	16,092.41	30,992.90	26,831.05	29.12	21,796.58
应付账款	19,885.20	23,313.52	25,275.69	12.74	35,395.73
预收款项	34,964.52	30,817.59	31,818.46	-4.60	32,858.38
应付职工薪酬	9,144.84	8,456.88	12,018.09	14.64	7,379.88
应交税费	1,115.59	2,554.25	1,545.15	17.69	445.10
应付利息					
应付股利	0.00	2,317.77	2,317.77		7,221.42
其他应付款	4,119.11	3,239.67	4,056.84	-0.76	5,461.47
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	664.01	378.77	408.92	-21.53	1,599.14
流动负债合计	143,285.68	111,071.34	133,271.97	-3.56	157,857.69
非流动负债：					
长期借款		3,000.00			
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	0.00	3,000.00	0.00		0.00
负债合计	143,285.68	114,071.34	133,271.97	-3.56	157,857.69
所有者权益：					
股本	21,635.90	29,000.00	29,000.00	15.77	29,000.00
资本公积	3,345.49	113,751.19	114,207.44	484.28	114,207.44
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	4,462.33	6,236.59	6,415.47	19.90	6,415.47
未分配利润	31,237.46	36,779.53	43,876.07	18.52	46,619.37
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	60,681.17	185,767.31	193,498.98	78.57	196,242.27
少数股东权益	10,375.42	9,050.08	10,794.90	2.00	7,415.07
所有者权益合计	71,056.60	194,817.39	204,293.88	69.56	203,657.34
负债和所有者权益总计	214,342.28	308,888.73	337,565.85	25.49	361,515.03

附件 2 雅致集成房屋股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月公司合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	234,589.28	191,571.11	224,123.87	-2.26	184,893.44
减：营业成本	178,527.31	142,930.56	168,687.87	-2.79	143,878.01
营业税金及附加	3,537.39	3,696.82	4,447.81	12.13	3,979.70
销售费用	10,570.16	11,052.24	15,918.72	22.72	10,994.42
管理费用	12,769.28	12,017.03	13,775.11	3.86	10,286.26
财务费用	3,834.81	2,531.88	-584.86		619.75
资产减值损失	5,326.66	2,014.46	2,370.63	-33.29	1,687.26
加：公允价值变动收益（损失以“一”号填列）					
投资收益（损失以“一”号填列）		99.00	109.85		
其中：对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益（损益以“一”号添列）					
二、营业利润（亏损以“一”号填列）	20,023.68	17,427.11	19,618.43	-1.02	13,448.06
加：营业外收入	1,511.69	884.41	1,481.13	-1.02	881.97
减：营业外支出	354.84	429.58	551.18	24.63	170.52
其中：非流动资产处置损失	23.00	170.62	191.16		
三、利润总额（亏损总额以“一”号填列）	21,180.53	17,881.94	20,548.37	-1.50	14,159.51
减：所得税费用	3,061.50	3,195.47	3,821.88	11.73	3,173.99
四、净利润（净亏损以“一”号填列）	18,119.02	14,686.48	16,726.49	-3.92	10,985.53
其中：归属于母公司所有者的净利润	15,424.11	12,725.31	14,525.42	-2.96	9,993.29
少数股东损益	2,694.91	1,961.16	2,201.07	-9.63	992.23
五、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.71	0.57	0.50	-16.08	0.34
（二）稀释每股收益	0.71	0.57	0.50	-16.08	0.34
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	18,119.02	14,686.48	16,726.49	-3.92	10,985.53
归属于母公司所有者的综合收益总额	15,424.11	12,725.31	14,525.42	-2.96	9,993.29
归属于少数股东的综合收益总额	2,694.91	1,961.16	2,201.07	-9.63	992.23

附件 3 雅致集成房屋股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9
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	251,654.69	194,738.45	224,775.50	-5.49	157,025.88
收到的税费返还	1,099.26	1,795.65	1,481.21	16.08	787.82
收到其他与经营活动有关的现金	2,861.25	586.33	6,129.53	46.36	4,100.56
经营活动现金流入小计	255,615.20	197,120.43	232,386.23	-4.65	161,914.26
购买商品、接受劳务支付的现金	189,700.85	91,888.66	143,293.82	-13.09	110,846.02
支付给职工以及为职工支付的现金	31,721.71	32,350.76	37,029.66	8.04	36,455.64
支付的各项税费	13,710.26	14,891.04	17,040.51	11.49	13,727.33
支付其他与经营活动有关的现金	8,625.52	10,014.67	10,671.28	11.23	13,526.32
经营活动现金流出小计	243,758.35	149,145.12	208,035.26	-7.62	174,555.31
经营活动产生的现金流量净额	11,856.85	47,975.30	24,350.97	43.31	-12,641.05
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金		99.00			
处置固定资产、无形资产和其他长期	15,799.05	20,622.38	13,712.87	-6.84	8,288.77
处置子公司及其他营业单位收到的现			2,552.49		
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	15,799.05	20,721.38	16,265.36	1.47	8,288.77
购建固定资产、无形资产和其他长期	42,226.44	47,178.33	51,270.52	10.19	33,199.03
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	42,226.44	47,178.33	51,270.52	10.19	33,199.03
投资活动产生的现金流量净额	-26,427.39	-26,456.95	-35,005.15	15.09	-24,910.26
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	574.11	119,128.92		-100.00	
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	104,000.00	57,000.00	29,000.00	-47.19	45,700.00
收到其他与筹资活动有关的现金	817.64		1,472.11	34.18	
筹资活动现金流入小计	105,391.75	176,128.92	30,472.11	-46.23	45,700.00
偿还债务支付的现金	82,942.31	102,300.00	12,000.00	-61.96	29,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现	10,460.10	9,085.93	7,899.63	-13.10	8,051.85
支付其他与筹资活动有关的现金	93.84	3,424.61		-100.00	258.33
筹资活动现金流出小计	93,496.25	114,810.54	19,899.63	-53.87	37,310.18
筹资活动产生的现金流量净额	11,895.50	61,318.37	10,572.48	-5.72	8,389.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的	-114.71	134.08	120.12		-116.70
五、现金及现金等价物净增加额	-2,789.74	82,970.81	38.42		-29,278.19
加：期初现金及现金等价物余额	18,965.56	16,175.82	99,146.63	128.64	99,185.05
六、期末现金及现金等价物余额	16,175.82	99,146.63	99,185.05	147.62	69,906.86

附件 4 雅致集成房屋股份有限公司
2008 年~2010 年公司现金流量表补充
 （单位：人民币万元）

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	18,119.02	14,686.48	16,726.49	-3.92
加：资产减值准备	5,326.66	2,014.46	2,370.63	-33.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,008.61	14,163.43	16,633.56	17.69
无形资产摊销	153.16	162.42	305.53	41.24
长期待摊费用摊销	143.17	326.44	149.77	2.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	-6,082.45	-4,615.32	-3,710.25	-21.90
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）				
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）				
财务费用（收益以“-”号填列）	3,912.78	2,574.13	529.51	-63.21
投资损失（收益以“-”号填列）		-99.00	-109.85	
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1,207.43	79.24	-489.74	-36.31
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）				
存货的减少（增加以“-”号填列）	-22,855.42	7,383.32	-6,927.42	-44.95
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-21,784.68	-2,391.20	-9,764.38	-33.05
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	24,123.43	13,690.90	8,637.13	-40.16
其他				
经营活动产生的现金流量净额	11,856.85	47,975.30	24,350.97	43.31
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	16,175.82	99,146.63	99,185.05	147.62
减：现金的期初余额	18,965.56	16,175.82	99,146.63	128.64
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-2,789.74	82,970.81	38.42	

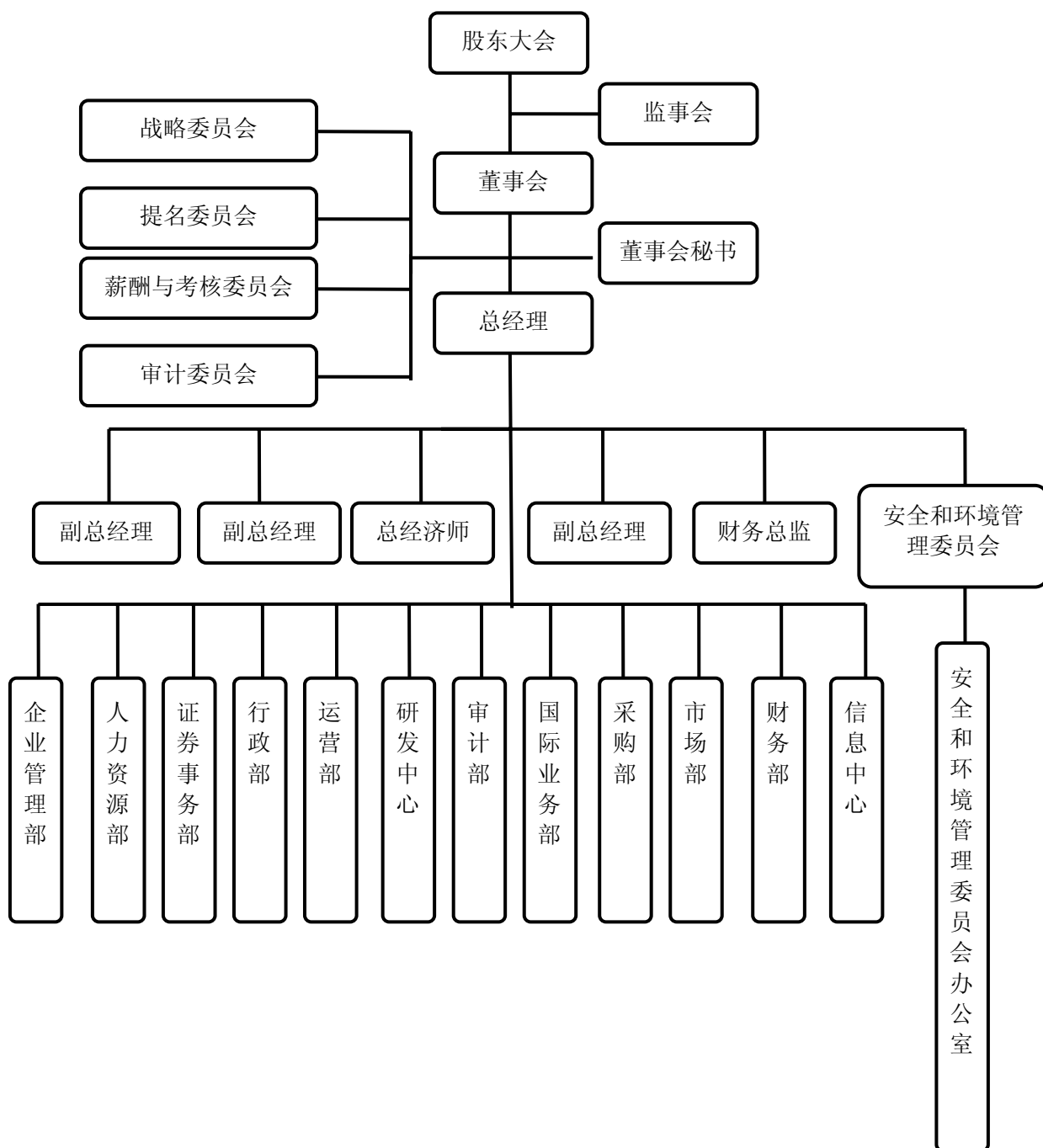
附件 5 雅致集成房屋股份有限公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	4.15	3.27	3.61	--
存货周转次数(次)	4.33	3.94	5.14	--
总资产周转次数(次)	1.09	0.73	0.69	--
盈利能力				
总资本收益率(%)	15.17	9.10	6.98	--
净资产收益率(%)	25.50	11.05	8.38	--
主营业务毛利率(%)	23.90	25.39	24.73	--
营业利润率(%)	22.39	23.46	22.75	20.03
费用收入比(%)	11.58	13.36	12.99	11.84
财务构成				
资产负债率(%)	66.85	36.93	39.48	43.67
全部债务资本化比率(%)	50.81	18.08	21.46	24.89
长期债务资本化比率(%)	0.00	1.52	0.00	0.00
偿债能力				
EBITDA(万元)	37,283.54	35,242.44	38,286.85	--
短期债务(万元)	73,392.41	39,992.90	55,831.05	67,496.58
长期债务(万元)	0.00	3,000.00	0.00	0.00
全部债务(万元)	73,392.41	42,992.90	55,831.05	67,496.58
EBITDA 利息倍数	9.82	13.01	58.94	--
EBITDA 全部债务比	0.51	0.82	0.69	--
经营现金债务保护倍数	0.16	1.12	0.44	-0.19
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.20	0.50	-0.19	-0.56
流动比率(%)	0.89	1.84	1.57	1.40
速动比率(%)	0.62	1.56	1.31	1.12
现金短期债务比	0.27	2.63	1.91	1.17
经营现金流动负债比率(%)	8.27	43.19	18.27	-8.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.84	7.95	-16.40	--
现金流				
现金收入比率(%)	107.27	101.65	100.29	84.93
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-14,570.53	21,518.35	-10,654.18	-37,551.31
本期公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数	0.47	0.44	0.48	--

注：①由于缺少部分 2007 年财务明细数据，2008 年部分财务指标（如应收账款周转次数、存货周转次数）以 2008 年期末数据计算；②由于三季度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

附件 6 公司组织结构图



附件 7-1 中国南山开发（集团）股份有限公司
 2008 年～2011 年 9 月公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	172,043.13	356,857.71	350,824.97	42.80	446,215.33
交易性金融资产					
应收票据	1,774.79	1,008.67	7,188.70	101.26	6,030.84
应收账款	79,955.06	91,663.74	87,397.40	4.55	125,943.85
预付款项	25,225.70	20,594.53	22,212.61	-6.16	23,695.93
应收利息	45.49	38.48	364.73	183.16	106.53
应收股利					4,800.00
其他应收款	65,253.96	60,104.42	58,197.17	-5.56	63,725.25
委托贷款					3,000.00
存货	227,374.65	198,728.52	375,024.42	28.43	419,317.36
待摊费用					2,153.87
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	15,150.00	20,150.00		-100.00	
流动资产合计	586,822.78	749,146.07	901,210.01	23.93	1,094,988.95
非流动资产：					
可供出售金融资产	544.00	714.00	664.00	10.48	530.00
持有至到期投资					
长期应收款	18,403.91	10,803.76		-100.00	
长期股权投资	98,048.05	112,502.27	202,838.25	43.83	218,022.68
股权分置流通权					12,629.03
投资性房地产	51,688.45	77,569.43	69,766.20	16.18	73,957.19
固定资产	347,304.58	385,307.49	467,693.79	16.04	468,971.31
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	78,345.46	77,573.47	31,245.11	-36.85	92,533.99
工程物资					1,933.86
固定资产清理			0.09		
无形资产	159,020.45	170,677.54	205,817.75	13.77	207,082.47
开发支出					
商誉	3,401.08	3,719.50	3,401.08		3,839.67
长期待摊费用	19,229.64	19,801.60	18,651.08	-1.52	18,141.74
递延所得税资产	5,103.61	6,534.07	8,456.05	28.72	8,378.98
其他非流动资产	11,857.51	9,634.50	19,668.62	28.79	19,623.02
非流动资产合计	792,946.76	874,837.63	1,028,202.01	13.87	1,125,643.96
资产总计	1,379,769.54	1,623,983.70	1,929,412.02	18.25	2,220,632.90

附件 7-2 中国南山开发（集团）股份有限公司
2008 年～2011 年 9 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	391,784.00	106,122.40	213,908.00	-26.11	292,158.00
交易性金融负债					
应付票据	17,512.81	34,876.08	27,893.23	26.20	27,221.13
应付账款	30,050.07	58,181.46	53,724.80	33.71	65,139.25
预收款项	47,895.54	49,452.72	118,787.27	57.48	147,009.64
应付职工薪酬	15,822.79	15,851.26	18,968.72	9.49	13,577.81
应交税费	10,754.16	18,581.78	16,367.62	23.37	9,575.06
应付利息	3,872.46	199.20	464.13	-65.38	1,143.37
应付股利	30,414.27	21,422.31	21,341.60	-16.23	41,079.66
预提费用	71,704.62	76,264.30	59,794.10	-8.68	42,121.91
其他应付款					15,609.69
一年内到期的非流动负债	495.18	17,215.18	41,295.18	813.21	18,245.18
其他流动负债					
流动负债合计	620,305.90	398,166.68	572,544.65	-3.93	672,880.69
非流动负债：					
长期借款	40,480.00	363,240.00	395,000.00	212.38	545,000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款		1,594.00	6,911.96		7,949.87
预计负债	3,783.08	3,783.08		-100.00	
递延所得税负债	86.40	132.44	132.48	23.83	120.43
其他非流动负债	111,332.96	107,277.01	139,719.96	12.03	135,701.25
非流动负债合计	155,682.43	476,026.53	541,764.41	86.55	688,771.55
负债合计	775,988.33	874,193.21	1,114,309.06	19.83	1,361,652.24
所有者权益：					
股本	50,000.00	50,000.00	50,000.00	0.00	50,000.00
资本公积	37,856.22	91,080.10	91,187.95	55.20	92,604.52
专项储备					
盈余公积	154,174.12	158,141.83	164,601.24	3.33	164,601.24
未分配利润	114,087.79	119,628.77	160,154.34	18.48	175,318.45
外币报表折算差额	725.63	798.50	820.10	6.31	820.29
归属于母公司所有者权益合计	356,843.76	419,649.20	466,763.64	14.37	483,344.50
少数股东权益	246,937.45	330,141.29	348,339.32	18.77	375,636.17
所有者权益合计	603,781.21	749,790.49	815,102.96	16.19	858,980.66
负债和所有者权益总计	1,379,769.54	1,623,983.70	1,929,412.02	18.25	2,220,632.90

附件 8 中国南山开发（集团）股份有限公司
2008 年～2011 年 9 月公司合并利润表

（单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	610,529.07	521,101.94	538,611.44	-6.07	465,583.56
减：营业成本	382,831.56	338,245.96	328,008.66	-7.44	299,371.63
营业税金及附加	17,991.99	18,758.55	18,221.62	0.64	17,816.03
销售费用	13,482.13	14,591.76	19,785.83	21.14	14,736.16
管理费用	47,693.39	47,805.60	51,166.94	3.58	38,115.03
财务费用	1,292.36	7,060.45	1,960.39	23.16	11,496.00
资产减值损失	5,794.71	2,445.10	3,605.72	-21.12	1,694.65
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）					
投资收益（损失以“－”号填列）	14,070.02	20,363.49	31,312.56	49.18	16,352.40
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	13,958.42	19,493.24	28,219.23	42.19	16,316.40
汇兑收益（损益以“－”号添列）					
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	155,512.95	112,558.02	147,174.83	-2.72	98,706.46
加：营业外收入	2,978.29	3,334.03	6,650.32	49.43	1,455.07
减：营业外支出	1,097.99	1,842.85	1,222.13	5.50	493.96
其中：非流动资产处置损失	569.06	636.64	510.48	-5.29	57.43
加：以前年度损益调整					0.48
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	157,393.24	114,049.20	152,603.02	-1.53	99,668.04
减：所得税费用	18,229.02	14,590.99	23,067.62	12.49	18,937.06
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	139,164.22	99,458.21	129,535.40	-3.52	80,730.98
其中：归属于母公司所有者的净利润	72,671.94	50,801.88	66,499.93	-4.34	43,357.83
少数股东损益	66,492.29	48,656.33	63,035.47	-2.63	37,373.15
五、每股收益：					
（一）基本每股收益					
（二）稀释每股收益					
六、其他综合收益	-295.65	205.47	107.91		
七、综合收益总额	138,868.58	99,663.68	129,643.32	-3.38	
归属于母公司所有者的综合收益总额	72,548.97	50,951.01	66,629.11	-4.17	
归属于少数股东的综合收益总额	66,319.61	48,712.67	63,014.21	-2.52	

附件 9 中国南山开发（集团）股份有限公司
2008 年～2011 年 9 月公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	11 年 1~9 月
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	580,009.40	511,134.27	596,944.38	1.45	372,581.76
收到的租金					71,238.65
收到的税费返还	1,282.03	2,834.16	1,978.05	24.21	1,076.63
收到其他与经营活动有关的现金	16,486.40	10,096.12	15,417.42	-3.30	10,005.99
经营活动现金流入小计	597,777.84	524,064.56	614,339.85	1.38	454,903.03
购买商品、接受劳务支付的现金	344,121.71	198,792.85	390,419.77	6.51	246,656.23
经营租赁所支付的现金					2,209.10
支付给职工以及为职工支付的现金	69,325.13	67,118.76	74,946.69	3.98	69,295.45
支付的各项税费	45,362.39	44,774.78	58,517.24	13.58	50,681.11
支付其他与经营活动有关的现金	30,251.42	31,377.88	35,625.29	8.52	42,621.35
经营活动现金流出小计	489,060.65	342,064.27	559,508.99	6.96	411,463.24
经营活动产生的现金流量净额	108,717.19	182,000.29	54,830.86	-28.98	43,439.79
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	3,014.60	7,881.16	28,072.45	205.16	30,052.00
取得投资收益收到的现金	24,906.22	6,433.69	6,454.13	-49.09	10,892.61
处置固定资产、无形资产和其他长期	22,224.90	20,828.10	15,372.84	-16.83	8,490.12
处置子公司及其他营业单位收到的		13,320.00	2,552.49		0.00
现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	6,790.00	20,991.32	22,581.46	82.36	23,000.00
投资活动现金流入小计	56,935.72	69,454.28	75,033.38	14.80	72,434.73
购建固定资产、无形资产和其他长期	114,668.87	111,026.16	125,607.75		123,467.59
资产支付的现金				4.66	
投资支付的现金	8,936.81		88,558.41	214.79	28,107.73
取得子公司及其他营业单位支付的		3,588.03	0.00		10,028.42
现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	13,639.61	22,359.01	1,329.78	-68.78	23,000.00
投资活动现金流出小计	137,245.30	136,973.20	215,495.94	25.31	184,603.73
投资活动产生的现金流量净额	-80,309.57	-67,518.92	-140,462.56	32.25	-112,169.00
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金		119,128.92			9,194.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	787,357.51	573,734.26	321,248.80	-36.12	441,805.00
收到其他与筹资活动有关的现金			1,463.35		475.04
筹资活动现金流入小计	787,357.51	692,863.18	322,712.15	-35.98	451,474.04
偿还债务支付的现金	711,512.56	519,904.00	153,168.80	-53.60	236,605.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现	104,438.44	101,482.09	87,782.14		50,374.00
金				-8.32	
支付其他与筹资活动有关的现金	426.69	3,526.13	152.99	-40.12	249.25
筹资活动现金流出小计	816,377.69	624,912.22	241,103.93	-45.66	287,228.24
筹资活动产生的现金流量净额	-29,020.18	67,950.96	81,608.22		164,245.80
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2,821.02	316.76	-528.65	-56.71	-126.23
五、现金及现金等价物净增加额	-3,433.58	182,749.09	-4,552.13	15.14	95,390.36

附件 10 中国南山开发（集团）股份有限公司
2008 年～2010 年公司现金流量表补充
 （单位：人民币万元）

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	139,164.22	99,458.21	129,535.40	-3.52
加：资产减值准备	5,794.71	2,445.10	3,605.72	-21.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	35,576.24	37,384.92	46,804.78	14.70
无形资产摊销	6,603.97	6,638.32	7,000.69	2.96
长期待摊费用摊销	2,177.86	2,451.07	2,207.88	0.69
待摊费用减少	-239.97			
预提费用增加	2,273.99			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	8,971.67	-5,324.86	-3,415.04	
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	126.78	213.40	0.05	-97.96
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）				
财务费用（收益以“－”号填列）	3,759.48	6,962.47	8,415.65	49.62
投资损失（收益以“－”号填列）	-14,070.02	-17,850.20	-31,312.56	49.18
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-1,786.90	-1,430.45	-1,675.38	-3.17
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-338.82			-100.00
存货的减少（增加以“－”号填列）	-53,048.52	29,213.08	-173,953.15	81.08
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-41,421.12	-10,013.78	935.68	
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	14,146.84	33,584.04	70,246.45	122.83
其他	1,026.78	-1,731.03	-3,565.30	
经营活动产生的现金流量净额	108,717.19	182,000.29	54,830.86	-28.98
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	169,089.65	351,838.74	347,286.61	43.31
减：现金的期初余额	172,523.24	169,089.65	351,838.74	42.81
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-3,433.58	182,749.09	-4,552.13	15.14

附件 11 中国南山开发（集团）股份有限公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	7.70	5.68	5.56	--
存货周转次数（次）	1.81	1.58	1.14	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.35	0.30	--
盈利能力				
总资产收益率（%）	16.14	9.83	10.68	--
净资产收益率（%）	23.05	14.70	16.56	--
主营业务毛利率（%）	36.76	34.79	38.61	--
营业利润率（%）	34.35	31.49	35.72	31.87
费用收入比（%）	10.23	13.33	13.54	13.82
财务构成				
资产负债率（%）	56.24	53.83	57.75	61.32
全部债务资本化比率（%）	42.69	41.00	45.39	50.68
长期债务资本化比率（%）	6.28	32.64	32.64	38.82
偿债能力				
EBITDA（万元）	221,658.57	175,272.35	226,605.26	--
短期债务（万元）	409,296.81	157,718.48	282,601.23	337,624.31
长期债务（万元）	40,480.00	363,240.00	395,000.00	545,000.00
全部债务（万元）	449,776.81	520,958.48	677,601.23	882,624.31
EBITDA 利息倍数	11.13	11.88	12.60	--
EBITDA 全部债务比	0.49	0.34	0.33	--
经营现金债务保护倍数	0.24	0.35	0.08	0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.06	0.22	-0.13	-0.08
流动比率（%）	0.95	1.88	1.57	1.63
速动比率（%）	0.58	1.38	0.92	1.00
现金短期债务比	0.42	2.27	1.27	1.34
经营现金流动负债比率（%）	17.53	45.71	9.58	6.46
经营现金利息偿还能力（倍）	5.46	12.34	3.05	--
现金流				
现金收入比率（%）	95.00	98.09	110.83	80.02
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	28,407.61	114,481.37	-85,631.70	-68,729.21

附件 12 截至 2010 年底南山开发下属一级控股子公司

控股子公司名称	注册地	注册资本	持股比例	实际投资额	
				原币	折人民币
赤湾发展(新加坡)有限公司	新加坡	USD 900,000.00	100.00%	USD 900,000.00	7,452,000.00
深圳赤湾港航股份有限公司	深圳	CNY 644,763,730.00	57.51%	CNY 370,802,900.00	370,802,900.00
深圳赤湾石油基地股份有限公司	深圳	CNY 230,600,000.00	51.79%	CNY 119,420,000.00	119,420,000.00
深圳南山房地产开发有限公司	深圳	CNY 300,000,000.00	100.00%	CNY 1,500,000,000.00	1,500,000,000.00
赤晓企业有限公司	深圳	CNY 200,000,000.00	100.00%	CNY 347,443,800.00	347,443,800.00
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	CNY 50,000,000.00	100.00%	CNY 96,658,801.62	96,658,801.62
合计					2,941,777,501.62

附件 13 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 14 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 雅致集成房屋股份有限公司 2011 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年雅致集成房屋股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

雅致集成房屋股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。雅致集成房屋股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注雅致集成房屋股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现雅致集成房屋股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如雅致集成房屋股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况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，直至雅致集成房屋股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送雅致集成房屋股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一一年十一月二十八日