

中国南山开发（集团）股份有限公司

2005 年第一期 8 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：

A-1⁺

评级时间：

2005 年 9 月 19 日

主要数据：

项 目	2002 年	2003 年	2004 年
资产总额(万元)	435653	552744	741650
所有者权益(万元)	172730	185557	211398
主营业务收入(万元)	126666	175063	267390
利润总额(万元)	41320	65552	105757
负债比率(%)	33.46	39.93	46.36
全部资本化比率(%)	17.80	21.40	27.60
净资产收益率(%)	9.36	12.74	18.31
流动比率(%)	170.57	85.85	75.27
经调整的流动比率 [*] (%)	170.57	149.62	128.65
利息倍数(倍)	19.43	28.09	27.30
债务保护倍数(倍)	0.90	0.96	0.89

注：经调整的流动比率=流动资产/(流动负债-递延收益)

分析员

左 戈 刘小平

电话

8610-64938802

传真

8610-64912663

地址

100101
北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: www.lianheratings.com.cn

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司是一家业务涉及多行业、多领域的综合性企业集团，在港航运输和海洋石油服务领域具备较强的规模优势和竞争实力。公司运作规范，管理风险较低，近三年整体经营状况良好，业务量快速增长，经营效率高。公司目前资产质量良好，债务负担较轻，盈利水平高，自身现金流创造能力强。本期短期融资券发行后，公司债务负担将加重，但公司整体债务偿还能力强，融资渠道畅通。综合看，本期短期融资券到期不能偿付的风险较小。

优势：

1. 整体规模大，所从事的主要业务多属国家和地方政府重点支持的行业，经营环境良好；
2. 港航运输所辐射区域经济实力强，航线结构和外贸结构匹配较好，实行低费率战略，货源充足；海洋石油服务业务在其所经营的区域内具有垄断优势；
3. 所有下属控股以上非上市公司资金实行内部集中统一管理，整体资金利用率高；
4. 经营活动产生的现金净流量规模大，是近三年保持整体资金正常周转的主导力量。

关注：

1. 港航业务存在堆场和运输瓶颈，并且随着周边新港口的兴建和开港，将会分流部分货源；
2. 新培育的新型建材业整体利润率低于传统的港航和海洋石油服务业，公司未来营业利润率可能有所下降；
3. 2005 年投资力度将进一步加大，外部融资需求增加。

一、发债主体概况

中国南山开发(集团)股份有限公司(以下简称“公司”)的前身是成立于1982年9月的中国南山开发股份有限公司(以下简称“南山开发”)。南山开发是经国务院批准,在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司,注册资本为10000万元港币。1994年10月经国家工商行政管理局批准,南山开发变更为现名。公司目前注册资本50000万元人民币,其中招商局(南山)控股有限公司持股36.518%、深圳市投资管理公司持股26.103%、广东南油经济发展公司持股23.493%、中海石油投资控股有限公司持股7.831%、黄振辉投资有限公司持股3.915%、中国近海石油服务(香港)有限公司持股1.644%、银川有限公司持股0.496%。

公司从开发经营深圳赤湾港口、石油基地起步,现已发展成为一家以港航运输、海洋石油服务、房地产开发、新型建材业务四大核心产业为主,跨行业跨地区经营的综合性企业集团。

公司内设财务部、研究发展部、人力资源部、信息管理部、企管部、规划部、社会工作部、行政部、审计室9个职能部门,在东莞设立分支机构。截至2004年底,公司拥有全资及控股子公司13家,联营及参股公司8家,其中深圳赤湾港航股份有限公司(公司持股58.84%)和深圳赤湾石油基地股份有限公司(公司持股51.79%)两家控股子公司为深圳证交所上市公司。

截止2004年底,公司(合并)资产总额741650.11万元,所有者权益211397.59万元;2004年实现主营业务收入267389.92万元,利润总额105757.22万元,经营活动产生的现金流量净额115710.28万元。公司现有员工4430人。

公司注册地址:深圳市蛇口区赤湾;法定代表人:傅育宁。

二、本期短期融资券概况

公司计划于2005年发行第一期短期融资券8亿元人民币,期限365天,所筹资金将用于补充公司短期流动资金的需求,加大码头、海上石油钻井平台生产基地的建设以及扩大建材业的规模。若募集资金在使用中有节余,可用于归还贷款,以降低融资成本,提高资金使用效率。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是经国务院批准的国内最早的股份制公司,从开发经营赤湾港起步,现已发展成为以港航运输、海洋石油服务、房地产开发、新型建材业务为主,跨行业跨地区经营的综合性大型企业集团。

港航运输方面,公司是深圳赤湾港唯一的开发建设和经营管理业务主体,拥有控股子公司1家。截止2004年底,赤湾港拥有大中型泊位12个,岸线总长2716.15米,库存堆场70万平方米,集装箱年吞吐能力超过300万TEU,散杂货年吞吐能力近800万吨,班轮航线47条。2004年,公司完成货物吞吐量347.5万吨。其中,集装箱吞吐量完成342.8万TEU,占深圳港集装箱码头业务25.1%的市场份额,是华南地区前三大集装箱码头之一;散杂货吞吐量完成779万吨,在深圳三个主要散杂货码头中占有约四分之一的市场份额,是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。

石油服务方面,公司主要提供海洋石油后勤服务、海洋石油工程、物流后勤服务,拥有控股子公司1家。公司是南海东部区域唯一的海上石油开发后勤供应基地,其赤湾海洋平台工程制造加工场地为东南亚最大的场地之一。截止2004年底,公司石油基地拥有泊位7个,码头岸线总长515米,仓库面积6.7万平方米,堆场面积19.6万平方米,可供出租的办公楼宇面积29400平方米。

房地产开发方面，公司的房地产业务起始于赤湾的开发，目前赤湾区域内房地产已累计开发200万平方米，建成多座仓库堆场、写字楼、公寓楼和住宅生活小区。目前公司拥有的房地产业务公司和项目部共11个，业务区域已扩展至珠江三角洲和长江三角洲地区，其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大康居楼盘之一。

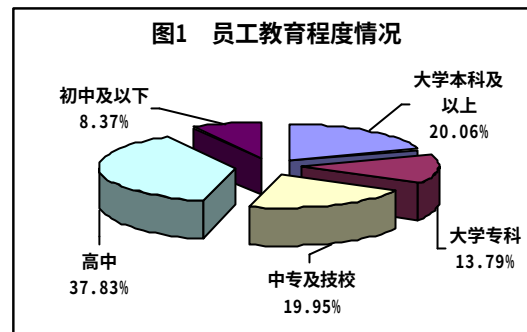
新型建材业方面，公司已投资了华南建材（深圳）有限公司（以下简称“华南公司”）、深圳赤晓组合房屋有限公司（以下简称“深圳赤晓”）、深圳赤晓工程建设有限公司（以下简称“工程公司”）、深圳海勤工程监理有限公司（以下简称“监理公司”）等。其中华南公司目前拥有40000平方米的现代化工业园区，已通过了ISO9001国际质量体系认证，并获得了中国CCS、欧盟EC、美国ABS等国的产品质量认可证书。深圳赤晓近年投资1.2亿元建成面积3.3万平方米的深圳赤晓工业园，现已具备一定规模。赤晓产品经国家科技部鉴定为高科技产品。工程公司拥有建设部和交通部颁发的工程总承包企业资质及爆破B级资质，中标参与机荷高速、盐坝高速等重要基建工程的建设；监理公司是深圳唯一同时取得水运工程及土建工程甲级证书的工程监理企业，参与了深圳最重要的跨世纪基建工程东深引水工程的监理，在深圳市182家监理公司中跻身于17个理事成员单位。

综合看，公司规模较大，主要经营领域均具有较强实力，具有明显市场优势，竞争能力较强。

2. 人员素质

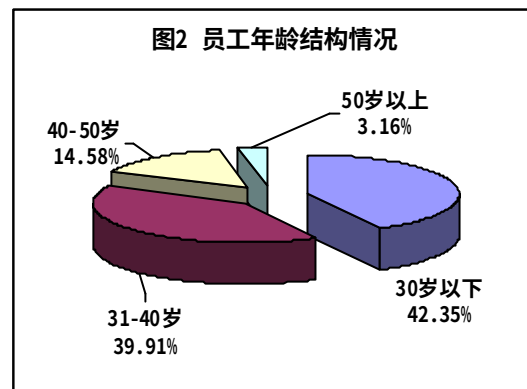
截止2004年底，公司员工共4430名，其中具有大学本科及以上学历的888人、大专学历611人、中专及技校学历884人、高中学历1676人、初中及以下学历371人（见图1）。

图1 员工教育程度情况



公司员工平均年龄为32.32岁，其中30岁以下1876人、30-40岁1768人、40-50岁646人、50岁以上140人（见图2）。

图2 员工年龄结构情况



公司现有高级管理人员包括总经理1人、副总经理3人以及财务经理1人，大多具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长傅育宁先生，48岁，英国布鲁诺尔大学海洋工程学博士，在招商局集团系统内长期从事高层管理工作，目前兼任招商局集团（香港）有限公司董事长、招商局国际有限公司主席、招商局中国基金有限公司主席、招商银行董事会执委会主席等多项职位，具有丰富的国际化大企业经营管理经验，领导能力强。公司总经理王芬女士，50岁，工商管理硕士，自1982年参与赤湾港建港起，在公司系统内从事管理工作多年，曾任公司总经理办公室主任、经营发展部经理、助理总经理等职务，对公司整体状况十分熟悉，具有丰富的企业管理经验和较高的管理水平。

综合看，公司员工业务文化素质较高，年龄结构合理；公司高层管理人员都具有长期从

事相关业务的工作和管理经验，管理能力强，整体素质高。

3. 外部环境

公司所在的深圳市市委、市政府历来十分重视港口的发展，在全国率先实行政企分开的港口管理模式，2000 年将“以港口业为主的现代物流业”作为深圳未来三大战略性支柱产业之一。此外，深圳市正在实施的“以港强市”战略，也赋予港口更加重要的经济使命。

公司开发经营的赤湾港位于深圳特区西部，珠江口东岸，是深圳港的三大重要港区之一。深圳港的优势在于广深高速 2 号线和南坪快线的兴建，铜鼓航道工程的加快推进，CEPA 的实施，联系内陆腹地的“五定”班车的海铁联运，深圳西部码头的珠三角中转乃至国际中转业务进一步成熟运作发展，都能给深圳港航运业提供一个市场发展的平台。珠江三角洲的优势主要是对外贸易依存度较高，工业化水平较高。综上所述，良好的市场前景，将支持公司港航运输业务继续保持稳定高速增长。

石油服务业方面，公司控股子公司深圳赤湾石油基地股份有限公司已经成功地获得了南海东部海洋石油后勤服务业务 100% 的市场占有率。目前南海已被列为中国十大油气战略选区之一，伴随着南海石油天然气可开采储量的增加，中国海洋石油天然气发展趋势的总体加快，公司海洋石油服务业务也将继续保持较快的增长势头。

公司及设立于深圳经济特区的子公司，现行企业所得税税率为 15%。同时，根据深圳地税相关文件，公司分阶段建设、分期投产、经营的各集装箱码头泊位，分别自泊位获利年度起，享受“五免五减半”的企业所得税税收优惠，2005~2006 年，赤湾港的 10~13 号 4 个泊位将仍处于受惠期内。

综合看，公司目前区域发展环境良好，整体税负水平低，外部环境良好。

四、企业管理分析

公司目前前三大股东合计持有公司 86.114% 的股份，第一大股东相对控股，股权结构有助于股东之间的监督与制衡。公司设有股东大会、董事会及监事会。董事会受股东大会委托，代行股东大会职权，因此董事会拥有公司最高权力机构的权力。公司董事会由各家股东委派一名董事组成，以其代表的股份额参加表决。监事会由 5 名监事组成，其中 2 人由公司职工代表担任，其产生和罢免由公司职工民主决定，另外 3 名为股东代表，由前 3 大股东各推选 1 名。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理全面负责公司的日常经营和管理。总体看，公司股权结构合理，董事会和监事会的组成与职能设置兼顾权利和效率，法人治理结构完善。

公司内设财务部、研究发展部、人力资源部、信息管理部、企管部、规划部、社会工作部、行政部、审计室 9 个职能部门，职责分工明晰，组织结构设置能够满足管理需要。

公司目前已经建立起一套较完整的既符合现代化管理规则，又体现企业特点的规章制度体系，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

直属企业管理方面，公司 1995 年就已制定《南山开发集团直属企业管理原则》，明确了公司对直属企业管理宗旨，规范直属企业管理行为：第一，公司作为决策中心、投资中心、结算中心和协调服务中心，对直属企业进行调控、监督、协调和考核；第二，公司重点针对资产、资金、投资和发展、经营决策和经营目标计划四个方面进行管理；第三，直属企业作为经营中心、利润中心，其职责是对企业现有资产负责，保证资产的安全和增值，控制成本，增收节支，追求和实现最大利润目标。

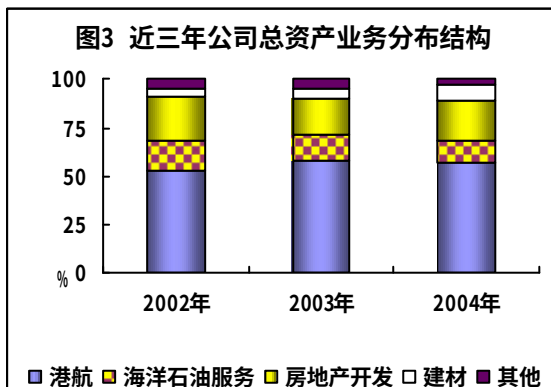
财务和资金管理方面，公司建立了财务预算管理、监督和分析制度，通过财务结算中心实行统一的内部资金归集、调度、监管和跟踪管理，整体资金调用力度和利用率高；此外，

公司专门设立审计室，内部审计和内部控制机制较完善，能够有效控制财务风险。

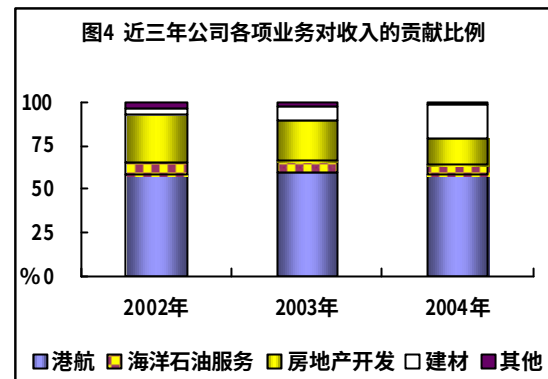
综合看，法人治理结构完善，运作规范，管理重点符合公司多元化企业集团的业务特点，管理水平较高，管理风险较低。

五、企业经营分析

2002~2004 年三年间，公司港航运输、海洋石油服务、房地产开发、新型建材四大核心业务均保持较好的发展态势。从图 3 看，公司总资产的业务分布结构基本稳定，一直以港航运输业务为主，建材业务资产近三年增幅快于其他三大核心业务。2004 年底，公司资产合计 741650.11 万元，其中港航运输占 57.4%，海洋石油服务占 11.4%，房地产开发占 19.6%，建材占 8.2%，其他占 3.4%。



从图 4 反映的近三年公司各项业务对主营业务收入贡献比例看，港航运输业务依然是公司收入的主要来源，房地产开发业务的贡献率有较大幅度下降，建材业务对收入的贡献逐年快速提高，已成为公司第二大收入来源。2004 年公司实现主营业务收入 267389.92 万元，其中港航运输占 58.07%，石油后勤服务占 5.85%，房地产开发占 15.66%，建材占 18.59%，其他占 1.83%。



港航运输业务

1. 行业背景

港口作为综合运输的枢纽，在整个运输系统中起着举足轻重的作用。改革开放以来，我国政府一直把港口作为国民经济发展的重点，长期致力于港口基础设施建设，经过 20 多年的大力投资建设，我国港口的吞吐能力和吞吐量持续上升，瓶颈状况已得到大大缓解。

根据交通部的统计数据，2004 年底，我国港口拥有生产用码头泊位 35108 个，其中万吨级及以上泊位 944 个。2004 年全国港口完成货物吞吐量 41.72 亿吨，其中集装箱吞吐量 6160 万 TEU，已有上海、深圳、宁波、广州、天津、青岛、秦皇岛、大连 8 个港口跻身世界亿吨大港行列，以完成的集装箱吞吐量计，上海港居世界第 3 位，深圳港居世界第 4 位。

港口业具有规模经济效益特征，2004 年国内沿海 8 个枢纽港的集装箱吞吐量合计占全国集装箱吞吐量的 80.45%，行业集中度高，基本形成寡头垄断的竞争格局。目前进入该行业的主要障碍包括：①地理条件。港口对所在港湾的水文、地质、地形、气候等自然条件要求高，所在地理位置不应距离主要贸易航线太远，背靠的腹地应有相当的经济实力或资源优势。目前，国内具备这些优势条件的港湾大部分已建成港口，潜力资源不多；②资金条件。港口属于投资密集型行业，码头、仓储、后方道路等港务及配套设施需要大量的投资，雄厚的资金支持必不可少；③产业政策。港口的开发建设

必须符合国家宏观港口规划，必须得到政府有关部门的批准，审批条件较为苛刻。综合来看，国内港口业经过多年的发展，已形成一定的产业基础和行业格局，行业进入壁垒高，新进入者的威胁小，竞争主要来自现有港口企业之间。

自 2001 年国务院同意交通部等五部委《关于深化中央直属和双重领导港口管理体制改革的意见》以及 2004 年《国务院关于投资体制改革的决定》实施以来，国内港口经营的市场化程度快速提高，企业之间的竞争加剧。我国已规划了 20 个沿海“主枢纽港”，仅在环渤海地区就有 5 个“主枢纽港”，珠江三角洲地区(含香港、澳门)共 7 个“主枢纽港”，区域密度之大在国际上也很少见，不同区域港口之间的竞争随着经营者市场意识的加强日趋激烈。此外，加入 WTO 后，随着各项业务的逐步开放，国外资本通过合资、合作等多种方式，开始在港口领域全方位渗透和扩张，其成熟的管理经验和世界范围内的经营优势将对国内本土港口企业带来巨大的竞争压力。

尽管竞争将日益激烈，但整体看，目前我国港口行业未来两年的发展空间仍很广阔。在全球产业结构调整 and 我国加入 WTO 的背景下，未来我国将吸纳更大规模的海外投资，产业结构调整将进一步深化，我国“世界制造业中心”的地位将促使未来国内企业与其他国家物流交换更加频繁，对外贸易有望进入一个新的高速增长期，这将为港口业的快速发展提供直接动力。宏观经济方面，国内港口吞吐量的增长与国民经济状况密切相关，两者有着几乎完全相同的景气周期。2005~2006 年，国内经济有望继续保持较快的增长，GDP 年增长率预计维持在 8% 以上，持续快速增长的宏观经济将成为港口业稳定发展的保证。产业政策上，我国政府对港口行业高度重视，在国民经济 2010 年远景发展目标和其他多项发展规划中，均提出要优先发展港口行业在内的基础设施产业，加强沿海枢纽港建设，建设国际航运中心。因此，产业政策的支持也是港口行业发展的有利因

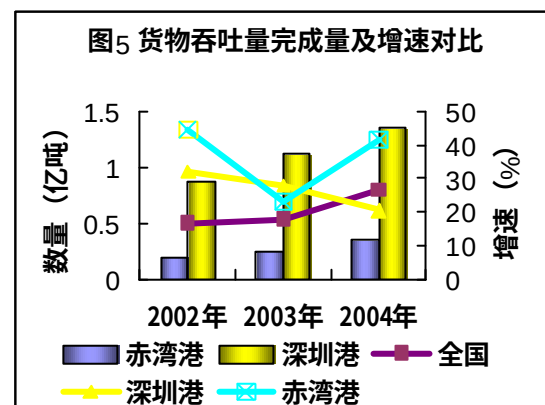
素。

综上所述，未来两年，我国港口业发展前景良好，行业风险较小。

2. 业务情况

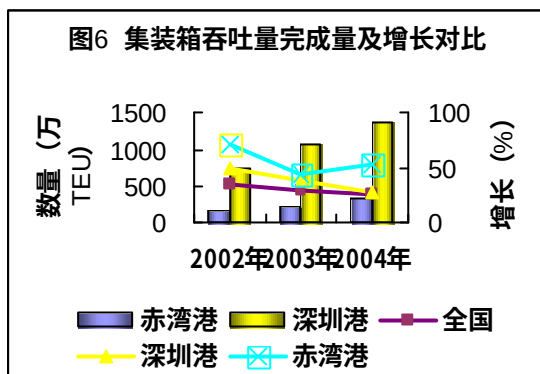
公司港航运输业务主要通过在深圳证券交易所 A、B 股上市公司深圳赤湾港航股份有限公司(以下简称“深赤湾”)来实现，截止 2004 年底，深赤湾资产总额 425711.82 万元，所有者权益 185202.92 万元；2004 年实现主营业务收入 155265.17 万元，利润总额 88131.07 万元，经营活动产生的现金流量净额 103750.70 万元。

2002~2004 年，深赤湾每年完成货物吞吐量分别为 1994 万吨、2452 万吨和 3475 万吨，同比分别增长 44.7%、23.0% 和 41.7%，除 2003 年外，2002 年及 2004 年增幅均远远超出同期深圳港和全国港口的总体增长水平(见图 5)。



资料来源:交通部统计公报及公司资料

近三年，深赤湾每年完成的集装箱吞吐量分别为 154.4 万 TEU、223.6 万 TEU 和 342.8 万 TEU，同比分别增长 71.4%、44.8% 和 53.3%。均高于深圳港以及全国港口同期增幅(见图 6)。



资料来源：交通部统计公报及公司资料

2004年，深赤湾实现主营业务收入同比增长48.18%，利润总额同比增长65.21%，净利润同比增长70.59%，经营业绩快速健康发展。2004年，深赤湾实现每股收益1.08元，每股净资产3.73元，净资产收益率28.92%，经营业绩在全国同行上市公司中处于前列。

表1 港口行业主要上市公司2004年经营业绩情况

项目	深赤湾	上港集	营口港	天津港	盐田港
主营业务收入(万元)	155265	404346	56720	188698	61592
主营业务利润(万元)	100046	212905	19387	80137	26130
利润总额(万元)	88131	187068	12220	53346	77565
净利润(万元)	53563	115574	9017	29299	66849
每股收益(元)	1.08	0.64	0.36	0.20	0.526
股东权益(万元)	185203	679459	103500	290983	352886
净资产收益率(%)	28.92	17.01	8.71	10.07	18.94

资料来源：各上市公司2004年度年报

3. 经营优势与不足

公司港航运输业务具有的经营优势主要有：

地理位置优势

赤湾港位于深圳港的西部，具有优良的码头和岸线资源。其港口正好位于珠江的入海口东岸，可以便捷地利用水上通道接送货源；而深圳西部疏港通道工程在2004年下半年完工后，赤湾港的外部交通条件得到了极大的改观，为公司业务的进一步发展提供了良好保障；同时赤湾港依靠的经济腹地主要是珠三角一带，珠三角地区对外贸易高速增长，为赤湾港提供了充足的货源。

低费率优势

目前赤湾港的费率较低，大约是盐田港的70%，盐田港的费率又是香港HIT的50%。成本低的优势能够吸引大量的货源，为深赤湾的业务拓展提供良好的保证。

航线优势

赤湾港的航线结构与外贸结构匹配较好，增加的航线航班主要以亚欧线居多，而我国对亚欧的贸易量比重正不断提高。2004年赤湾港国际集装箱班轮航线达到47条，全年净增16条，占深圳全港增量的64%。

新项目优势

2005年三个泊位（赤湾港区的13#泊位、妈湾的5#泊位以及妈湾的6#泊位）的建成投产，以及目前正在兴建并将于2006年底投产的妈湾7#泊位，将为深赤湾提供另一个市场发展的平台，这有利于进一步巩固并提升赤湾及整个深圳西部港区的市场地位。

除了上述经营优势外，我们也注意到：

行业竞争激烈

深圳港方面，赤湾港的主要竞争对手是位于深圳港东部的盐田港，盐田国际的品牌优势和先进的管理和服 务会对赤湾港造成一定的压力；珠江三角洲方面，广州南沙集装箱码头的开港，将会分流珠西的部分货源，因为南沙地处珠三角地理位置的中心，珠三角西部地区与南沙的地理距离比赤湾港近，因此，广州南沙集装箱码头的兴建与开港将会对赤湾港集装箱码头市场带来一定的冲击；此外，在整个大珠三角港口群中，由于香港的独特地位及已形成的规模优势，使得香港港口在外贸集装箱运输高速发展中始终处于中心地位。同时由于香港的自由港等政策优势，珠三角地区包括赤湾港在内的其它港口在集装箱货物的进口通关速度及效率上不存在竞争优势，使得相当长时期内，珠三角地区外贸进口货物将通过香港中转再走内河或公路运输。因此，在目前状况下，赤湾港面临着香港港口、盐田港口、广州南沙以及其他港口的激烈竞争。

堆场和运输存在瓶颈制约

目前存在的最大问题是堆场和运输方面仍存在较大的瓶颈制约。堆场方面,近年来,深赤湾码头业务,尤其是集装箱业务发展迅速,赤湾区内可供利用的土地资源已基本开发完毕,码头堆场严重不足,已成为制约深赤湾业务发展的最主要因素之一。运输方面,深赤湾的公路运输存在瓶颈,虽然通往赤湾港的公路线有二条,但普遍只有双向四车道,很容易出现阻塞现象,不利于深赤湾业务的发展。

4. 未来发展

集装箱业务方面,深赤湾将把握集装箱业务持续稳定增长的市场趋势,整合优化赤湾港码头、堆场和道路资源,重点解决堆场不足的矛盾,投资改建部分散杂货堆场为集装箱堆场。针对广州南沙的发展优势,深赤湾将利用驳船运量大、成本低的优势减少珠西地区货源的流失;针对盐田和香港,深赤湾根据其无可比拟的地理位置优势,将大力发展驳船网络化运输。

散杂货业务方面,深赤湾将继续做好进口化肥和进口粮食业务,由于受资源条件限制,深赤湾将基本维持散杂货业务的现有水平。

海洋石油服务业务

1. 行业背景

海洋石油后勤服务行业属于海洋石油及天然气勘探、开发和生产的派生行业,其增长潜力取决于海洋石油及天然气勘探开发的活跃程度。我国近海海域发育了一系列沉积盆地,总面积达近百万平方公里,具有丰富的含油气远景。我国海上油气勘探主要集中于渤海、黄海、东海及南海北部大陆架,目前的发现率不高,极具勘探开发潜力。随着陆地油气资源总量的减少,未来我国石油资源将会更多地依赖于海洋。按国家发展规划,2004-2010 年是我国海洋石油快速发展的时期,国内海洋原油产量将在 2003 年的基础上增长一倍。海油开发的快速推进将为海洋后勤服务行业带来良好的发

展前景。

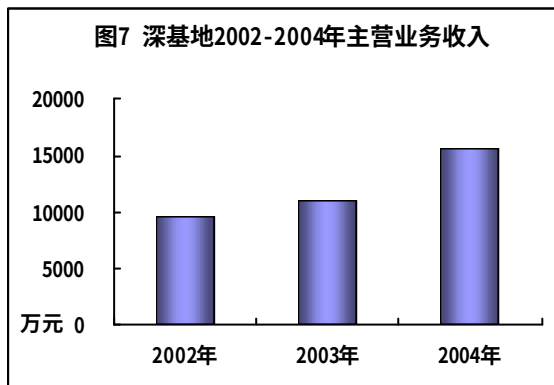
石油后勤服务市场跨度较小,基本上每个石油基地所能提供的有效服务半径均受地域限制,目前互相之间不存在明显的竞争。此外,该行业进入壁垒较高,一方面,由于我国目前的市场容量有限,潜在的进入者很难达到规模经济;另一方面,进入石油后勤服务市场的资本门槛较高、占用资金额度较大、回报期限较长,服务专业性强,因此一般投资者进入与退出的难度都比较大。

2. 业务情况

公司海洋石油服务业主要通过在深圳证券交易所 B 股市场上市的深圳赤湾石油基地股份有限公司(以下简称“深基地”)来实现。深基地专门为中国南海海域从事石油及天然气勘探、开发、生产活动的作业者提供全方位后勤服务,是公司拓展相关的海洋石油服务业方面的核心和旗舰。经过 20 多年的发展,深基地已成为一个业务范围包括海洋石油后勤服务、海洋石油工程、物流后勤服务的多元化企业,2004 年上述三项业务对利润总额的贡献分别为 45%、45%以及 10%。截止 2004 年底,深基地资产总额 84303.06 万元,所有者权益 67223.81 万元;2004 年实现主营业务收入 15654.52 万元,利润总额 11036.13 万元,每股盈利 0.44 元。

2002~2004 年,深基地实现主营业务收入分别为 9547 万元、10962 万元和 15655 万元,2004 年比 2003 年同比增长 42.8%,增速明显(见图 7)。2004 年,深基地主营业务收入显著增长主要得益于物流后勤服务业务的良好表现:上海宝湾国际物流中心一期工程于 2003 年 10 月建成,2004 年首次实现全年经营,深基地取得营业收入 2480 万元;赤湾物流配送公司 2004 年营业收入增长 24.6%,深基地实现营业收入 1700 万元。海洋石油后勤服务营业收入 2004 年增长相对平缓,增长比率为 4.7%。海洋石油工程业务方面,深基地通过参资赤湾胜

宝旺工程公司（深基地持股 32%，以下简称“胜宝旺公司”）获取投资收益，不在“主营业务收入”反映。由于海洋结构工程市场环境日趋活跃，2004 年，胜宝旺公司实现营业收入 53800 万元、同比增长 20%，净利润 13200 万元、同比增长 43%，深基地获得投资收益 4155 万元。



公司在海洋石油服务业务方面的经营优势主要有：

地理位置优势

深基地位于珠江口，面向南海，与赤湾港深水码头相连，靠近蛇口工业区，毗邻香港，具有战略性的地理优势，是为南中国海域各采油区块提供陆上后勤支持服务的最理想的场所，这种资源优势在一定程度上能降低深基地的经营成本，使深基地具备较强的竞争优势。

品牌和低费率优势

深基地通过 20 多年的发展，已经树立了良好的服务形象和品牌优势，建立了一批重要国内和国际客户，并且和这些客户建立了长期的合作关系，比如中海油、壳牌石油公司以及 BP 等。此外，基地的收费标准比新加坡同行低，与国际价格水平相比具有一定的比较优势，深基地独占南海东部海域后勤服务市场。

除了上述经营优势外，我们还注意到：

物流后勤服务方面，公司土地储备不足

由于中国宏观调控政策，土地供应特别是主要城市的土地供应吃紧已经严重地妨碍了物流园区开发的进程。由于深基地土地储备不足，宏观调控对于深基地物流后勤服务业务方面不

利的影响在于土地供应紧缺和土地价格急剧上升，最终影响物流后勤服务业务的盈利能力。

海洋石油工程方面，公司现有生产能力有限

由于海洋结构工程市场环境日趋活跃，海洋石油工程业务将继续保持增长，但由于胜宝旺公司生产能力已接近饱和，因此依靠现有的生产能力无法满足海洋石油工程业务增长的要求。

3. 未来发展

海洋石油后勤服务方面，伴随着高的石油市场价格和南海石油勘探与开发的新局面，预计今后三到五年对石油后勤服务的需求将稳步增长 10% 左右。深基地将通过加强对设立在基地内的多类型石油服务公司的管理，推进网络化建设，或在综合考虑市场机会的基础上采取合资和独资的方式开拓新的市场，为海上石油工业提供各类设备和技术服务。

海上石油工程方面，由于受油价持续攀高、海洋石油发展加速的影响，原油开发商加大了投资力度，可以预计国际、国内的海洋工程市场在较长的时期内会获得稳定的增长。目前胜宝旺公司生产能力已接近饱和，因此深基地正着手山东蓬莱新场基地建设，以扩大生产能力。由于海洋石油工程行业对经济规模要求较高，对资金需求较大，公司在海洋石油工程方面的资金投入力度将较大。

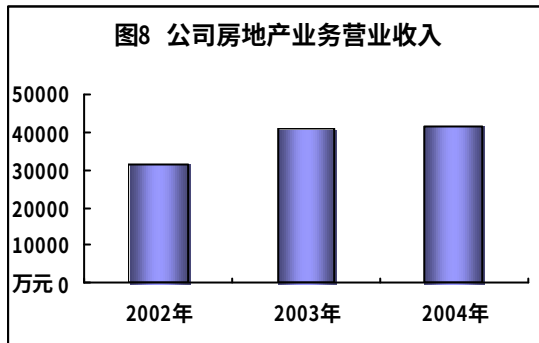
物流后勤服务方面，2004 年经营的显著成绩使公司营业收入、净利润和净资产收益率均达到了历史新高，这很大程度上取决于物流后勤服务方面提供的全新业务。因此，物流后勤服务业务是深基地新的利润增长点，在未来几年内，深基地将进一步加大投资规模，为物流工业提供现代化的配送设施和增值服务。

房地产开发业务

1. 业务现状

公司的房地产业务收入主要来源于房屋销售收入、房地产租赁收入和物业管理及公用事

业收入。2002~2004 年,公司房地产业务每年实现营业收入分别 31799 万元、40869 万元和 41860 万元(见图 8)。



从 2004 年的经营情况来看,赤湾地区房地产业务 2004 年累计完成营业收入 17672 万元,同比增加 19.8%,完成年度计划 124.1%;上海南山房地产开发公司 2004 年销售面积 1270 平方米,售楼收入 3299 万元,完成年度计划的 120.6%;写字楼和综合楼的出租率均为 100%;广州新康房地产开发有限公司 2004 年累计销售面积 6.37 万平方米,比上年增加 3.1%,销售收入 17448 万元,同比增加 10.4%,完成年度计划 108.5%。2004 年深圳市南山开发实业公司对惠阳新城市、惠阳大亚湾两个项目共投入 3354 万元。并于同年 11 月份相继取得苏州和长沙两个新项目,共投入资金 1.5 亿元。

2. 经营优势和不足

公司资金较为充足,2002~2004 年,总部没有银行借款,截止 2004 年 12 月 31 日,房地产业务领域的下属 5 家全资及控股子公司银行借款合计数为 4200 万元,公司发展房地产业务主要依靠自有资金。此外,由于独特的地理优势,公司总部作为赤湾区域内唯一的房地产开发商,目前已建成 3.8 平方公里完善的兼生产与生活为一体的出租、出售的房地产业务,仅此业务 2002~2004 年平均每年为公司带来近 3000 万元净利润。以上经营优势为公司下属房地产企业提供了充分的资金支持,有利于房地产业务板块的发展。

除了上述经营优势外,我们也注意到公司

发展房地产业务可能存在的风险包括:

宏观环境的影响

国家陆续出台了如提高房贷利息、提高首付率等一系列平抑房地产价格增长过快的政策,各地也相应出台了一些补充配套政策,这些因素将在一定程度上影响房地产开发的利润空间和销售速度。

行业竞争激烈

行业集中度正在加速提高,竞争日益加剧,如果不能在近年内形成规模,公司房地产业务在激烈竞争中不具备竞争优势。

缺乏知名度和品牌效应

从目前的情况来看,公司房地产仍处在一个初步发展阶段,与深圳万科、招商地产等知名房地产企业相比,知名度不高,缺乏品牌效应。

3. 未来发展

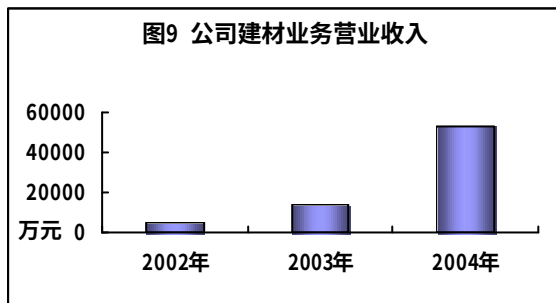
未来五年内,新开发项目年综合开发量达到建筑面积 20~30 万平方米以上;土地储备量达到 50 万平方米以上,形成项目的滚动发展和业务良性循环。

新型建材业务

1. 业务情况

公司致力于新型建材的开发生产,其中,华南公司是公司发展新型建材业务并以此打造新型房屋体系的平台。此外,公司还从事工程施工、项目监理等方面的业务,这些业务正形成一定的规模,呈现良好的发展势头。

2002~2004 年,公司建材业务每年实现营业收入分别为 4572 万元、14076 万元和 49706 万元。



从图9可以看出,近三年公司建材业务营业收入实现快速增长。2003年是公司建材业务加速整合和快速发展的一年,营业收入比2002年同期增长207.87%,主要原因在于:2003年9月,华南公司以增资的方式成功收购了雅致集成房屋股份有限公司(以下简称“雅致公司”)51%的股份,使得组合房的租售业务得到迅猛增长,占据了华南地区活动房市场70%以上的市场份额。2004年建材业务继续保持较大幅度的增长,营业收入比2003年同期增长253.12%,主要原因在于:2004年雅致公司的组合房实现全年销售和租赁,其中销售面积为106万平方米,实现销售收入3.02亿元,组合房租租赁70万平方米,实现租赁收入5119万元;雅致公司相继组建了东莞、上海、北京和成都四大生产基地,设立了海口、南宁、长沙、南昌、厦门五大省级办事处,2004年北京、上海、成都三地共完成营业收入4447万元;5个办事处完成业务额2611万元。

2. 未来发展

华南公司作为公司发展新型建材业的平台,在未来5-10年内,在整合现有资源的基础上,通过兼并收购和自行培育等手段,力争发展成为国内新型房屋体系领域具有较高知名度的大型建材企业集团。主要步骤:

第一阶段,通过兼并收购和自行培育相结合的方式,在1年左右的时间内完成核心业务的整体战略布局,构建完善的业务体系;

第二阶段,利用1-2年的时间,对核心业务的各个体系进行整合,使各业务体系之间相

互协调,以期达到各业务体系之间既相互支持,又具有相对的独立性,最终形成核心业务的总体市场规模优势。

第三阶段,在完成上述整合后,通过不断完善各业务体系的经营链,形成核心竞争优势,确立在业内的领导地位,达到做大做强目标。

综合看,目前公司主业突出,在强化核心产业的同时进行相关行业适度多元化扩张,并使公司产业规模和效益实现了叠加性发展和增长。

公司经营效率

从近3年的情况看,公司资产总额年平均增长30.48%,主营业务收入年平均增长45.29%,营业利润年平均增长79.24%,公司整体呈现良性健康的发展趋势,资产保值增值的能力较强(见表2)。

公司管理费用率和成本率均呈现下降趋势,说明公司的运营管理工作不断规范,管理成本和运营成本控制较好;公司销售债权周转次数近三年来虽有小幅波动,但整体周转速度较快;公司存货周转次数和总资产周转次数逐年上扬,资产利用率有所提高。总体看,公司近年来经营效率有所提高,整体经营效率较好。

表2 经营效率

项 目 (万元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
主营业务收入	126666	175063	267390	45.29
应收账款	20226	33224	46690	51.93
应收票据	80	11	292	91.11
主营业务成本	65423	83071	128055	39.90
存货	53011	52562	64880	10.63
资产总额	435653	552744	741650	30.48
营业利润	33027	66587	106112	79.24
管理费用	20018	17324	22204	5.32
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
管理费用率 (%)	21.38	15.97	13.77	17.04
成本率 (%)	73.93	61.96	60.32	65.40
销售债权周转次数(次)	6.24	5.27	5.69	5.73
存货周转次数 (次)	1.23	1.58	1.97	1.60
总资产周转次数 (次)	0.29	0.32	0.36	0.32

公司未来发展

根据规划,未来几年,公司将大力发

展内外贸集装箱码头业务，整合吸收和持续发展大宗散杂货码头业务，使以港口码头业务为支撑的物流业继续作为集团的主要核心产业；重点培育新型建材业务，使之成为集团的主要产业；稳定发展石油基地服务业务、积极推进房地产业务，使各核心业务在市场中成为具有竞争力和效益良好的企业。此外，按照稳健发展的宗旨，寻求公司可持续发展的新商机，形成新的利润来源，实现规模经济效益。寻找和迅速形成集团新的业务增长点。经过 3~5 年，使公司成为同时拥有具经济规模的成长型业务，以及利润贡献型业务的国内一流的大型综合性企业集团。

根据公司预测（见表3），以2004年底水平为基础，2005~2006年间，公司预计销售收入年平均递增 20.65%，利润总额年平均递增 19.13%，预计2006年将实现销售收入38.92亿元，利润总额15.01亿元。公司近三年盈利规模的年均实际增长速度远高于公司预测的未来两年平均增幅，考虑到公司现有经营管理状况良好，对收入和利润贡献最大的港航运输业务行业风险小、未来发展前景良好，海洋石油服务业务能够保持稳定增长，新型建材业务得到快速发展的可能性较大，因此，公司实现上述预测的基础良好。

表 3 未来预测

项目 (万元)	2004 年	2005 年 预计	2006 年 预计	变动率 (%)
规划投资	-	170213	56910	-
销售收入	267390	356093	389200	20.65
利润总额	105757	129338	150090	19.13
净利润	38717	52633	54580	18.73
折旧及摊销	24625	25544	26550	3.84
利息支出	4958	8041	11637	53.20
短期债务余额	99024	200597	102708	1.84
长期债务余额	52619	69354	69560	14.98
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
长期资本化比率 (%)	11.68	12.83	10.75	11.75
全部资本化比率 (%)	27.60	36.42	22.97	29.00
利息倍数 (倍)	27.30	20.26	16.18	21.18
EBITDA/ 总 债 务 (倍)	0.89	0.60	1.09	0.86

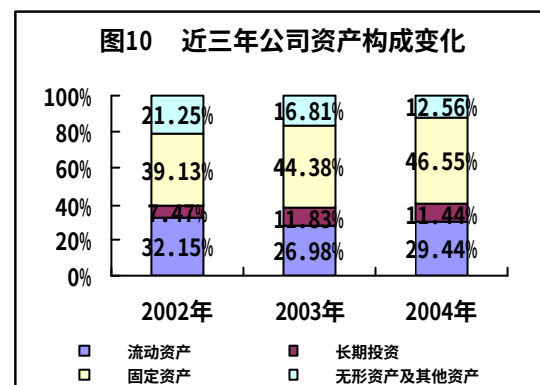
六、财务分析

1. 财务报告说明

公司提供的 2002 年~2004 年合并财务报表已经深圳大华天诚会计师事务所审计，并出具了无保留意见的审计结论。公司会计处理政策的一贯性较好，三年会计报表的可比性强。

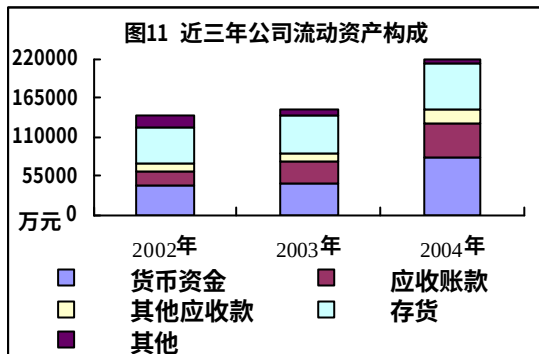
2. 财务构成分析

近 3 年公司资产长短期结构有所变化，其中流动资产占总资产的比例略有下降，长期投资和固定资产所占比例有所上升（见图 10）。截止 2004 年底，公司资产总额 741650.11 万元，以固定资产为主，资产构成合理，符合自身业务特点。



从图 11 看，货币资金和存货近三年均在公司流动资产中占有较大比重，并且随着公司业务规模的扩大，应收账款所占比例迅速增加。2004 年底，公司流动资产 218338.72 万元，其中：货币资金占 37.68%；应收账款占 20.88%，账龄在一年以内的占 88.78%，整体坏账准备计提比率为 2.37%，公司港航运输、海洋石油后勤服务等主要业务结算周期短，客户信誉度较高，应收账款不能收回的风险小；其他应收款占流动资金的 10.03%，账龄在一年以内的占 47.62%，三年以上的占 39.78%，前三大债务人均均为集团母公司或子公司的联营及参股企业，债务集中度高，整体坏账准备计提比率为 24.55%，计提较为充分；存货占流动资金的 29.60%，主要为房地产开发成本及经营租赁组

合房产品。

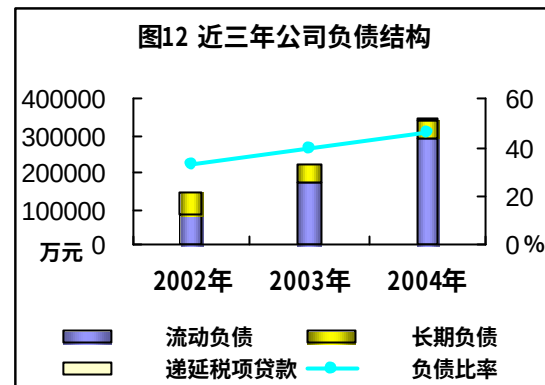


2004 年底，公司长期投资占总资产的 11.44%，主要为对联营公司的股权投资和委托贷款性质的债权投资。近年来，通过出售、重组等方式，目前联营公司的业务和公司主导业务的相关性高，整体看，经济效益较好。

公司固定资产占总资产的 46.55%，主要是房屋建筑物、机器设备和港务及市政设施，固定资产净值为原值的 72.37%，整体成新率较高，使用状况良好。近三年，在良好的行业景气度带动下，公司加大投资力度，在建工程增长迅速，主要集中在港务设施方面。

总体看，公司资产流动性稍弱，但结构合理，资产质量良好。

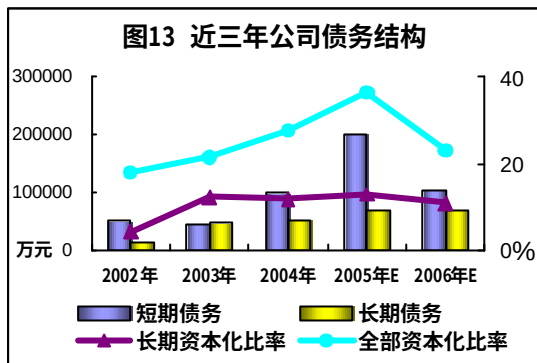
从资金来源情况看，2004 年底，公司自有资本比率为 53.64%，自有资金比率正常。公司股东权益 211397.59 万元。其中，实收资本 50000 万元，占股东权益的 23.65%，所占比重较低；资本公积、盈余公积和未分配利润分别占股东权益的 17.86%、41.16%和 17.20%，公司股东权益以盈余公积为主。公司注重对股东的回报，股利政策相对丰厚，但每年计提的各项公积金也较多，整体看，公司目前自有资金实力正常，股东权益的稳定性较好。



从图 12 看，2002~2004 年，公司总负债规模快速增长，2004 年底为 343820.97 万元，三年平均增长率为 53.58%。2004 年底，公司流动负债占负债总额的 84.36%，其中短期借款 40479.46 万元，占流动负债的 13.96%，应付票据 39598.25 万元，占 13.65%，递延收益 120340.79 万元，占 41.49%。递延收益主要为公司向三级公司收取的泊位土地租金及场地使用费，由于协议使用期限往往在 20 年以上，而这些收入公司已一次性收到，因此产生递延收益，实际不需要偿还，分年度摊销即可。2004 年底，公司长期负债 53050.43 万元，占负债总额的 15.43%，主要为银行长期借款，其中需于 2006 年偿还的约 16000 万元，其余的偿还期主要在 2007 年。

公司近三年负债水平呈上升趋势，负债比率平均值为 39.92%，2004 年底为 46.36%，负债水平不高。

受投资活动增加的影响，公司近三年债务规模快速增长（见图13），三年平均增长率为 55.41%。截至2004年底，公司短期债务与长期债务余额之比为188.19%，考虑到公司固定资产投资规模较大的特征，目前长期债务所占比例偏低，债务结构有待改善。近三年，公司长期资本化比率和全部资本化比率均呈上升趋势，2004年底，两项指标分别为 11.68% 和 27.60%，目前公司整体债务负担较轻。



注：2005~2006年数据来自公司预测

表4 财务构成

项 目 (万元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
所有者权益	172730	185557	211398	10.63
少数股东权益	117160	146449	186432	26.15
短期债务	50269	44456	99024	40.35
长期债务	12516	45919	52619	105.04
负债总额	145764	220738	343821	53.58
资产总额	435653	552744	741650	30.48
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
长期资本化比率 (%)	4.14	12.15	11.68	9.32
全部资本化比率 (%)	17.80	21.40	27.60	22.27
负债比率 (%)	33.46	39.93	46.36	39.92

根据公司预测（见表3），2005年，公司计划投资规模将明显增加，全年投资总额约为17亿元，主要投资码头、海上石油钻井平台生产基地以及建材业。

由于投资所需资金除自有部分外，将主要通过债权融资渠道取得，因此2005年公司的整体债务规模、尤其是短期债务余额较2004年底的水平将有较大幅度增长，公司预测2005年底，全部资本化比率可能会上升至36.42%。2006年，随着投资规模的减小和本期短期融资券的到期偿还，公司预计债务负担将显著下降。

整体看，公司目前资产质量良好，负债水平不高，债务负担较轻，本期短期融资券的发行对公司整体财务构成不会产生太大的不利影响，债务负担仍有望维持正常水平。

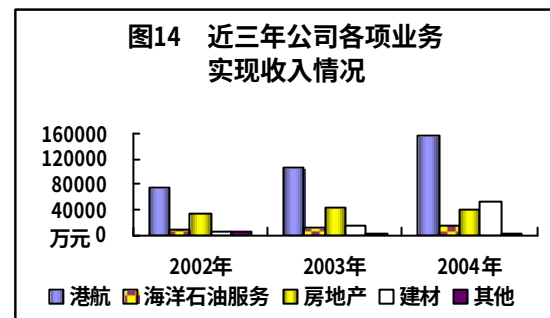
3. 盈利能力分析

2002~2004年，公司主营业务收入年平均增长率45.29%，主营业务利润年平均增长率51.78%，均呈现出快速增长的趋势（见表5）。从图14看，公司收入的大幅增长主要来自于港

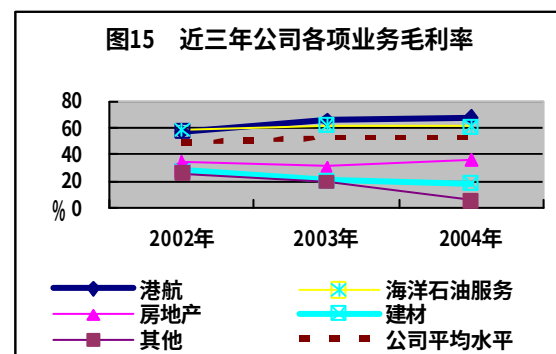
航运输、新型建材两项业务。

表5 盈利能力

项 目 (亿元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
主营业务收入	126666	175063	267390	45.29
主营业务利润	56806	85825	130872	51.78
利润总额	41320	65552	105757	59.98
净利润	16176	23641	38717	54.71
利息支出	2909	3099	4958	30.55
所有者权益	172730	185557	211398	10.63
少数股东权益	117160	146449	186432	26.15
债务资本	62344	76453	112044	34.06
销售商品、提供劳务收到的现金	111912	158267	231977	43.97
指 标 (%)	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
主营业务利润率	44.85	49.03	48.94	47.61
现金收入比	88.35	90.41	86.76	88.50
总资产盈利率	12.56	16.81	21.71	17.03
净资产收益率	9.36	12.74	18.31	13.47

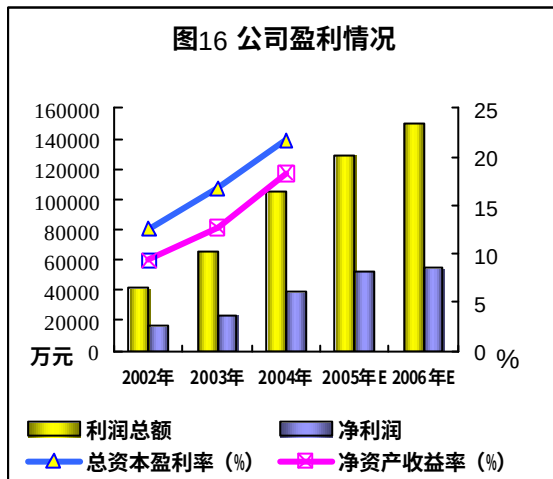


从图15看，公司四大核心业务的毛利率普遍较高。近三年，在国内原材料价格整体显著上扬的背景下，对公司收入贡献最大的港航运输业务由于主要以提供服务为主，因此所受影响不大，主营业务成本的增长幅度低于收入增幅，主营业务利润率总体呈上升趋势，2004年为48.94%，主业的盈利水平很高。



公司在主业收入规模大幅扩张的同时，较

较好地控制了营业、管理和财务费用，因此近三年利润总额的增长速度高于主营收入和主业利润，三年平均增长率为59.98%，经济效益良好。从盈利指标看（见图16），公司总资本盈利率和净资产收益率近三年明显提高，2004年总资本盈利率、净资产收益率分别为21.71%、18.31%，盈利能力强。



注：2005~2006年数据来自公司预测

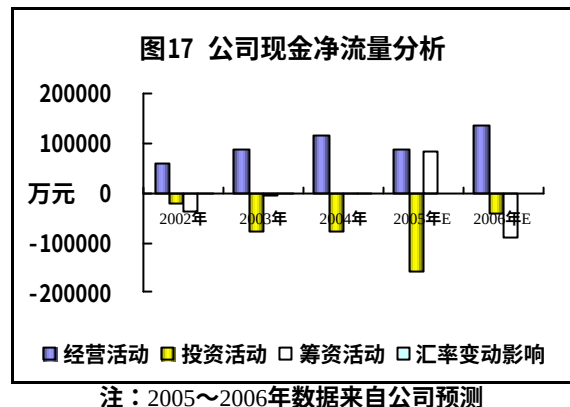
从未来发展看，2005~2006年，公司各项核心业务和总体经营仍将保持良好的业绩和稳定增长，港口运输业务在赤湾港新建泊位受限，与近三年相比，将进入平稳的增长期；海洋石油服务业务将保持稳定增长；新型建材业务有望获得快速发展，对收入和利润的贡献比重将逐步增强。由于建材行业的整体利润率低于港口和海洋石油服务行业，因此公司未来盈利规模将进一步扩张，同时营业利润率等盈利指标可能有所下降，但公司整体仍有望保持较高盈利水平。

4. 现金流分析

2002~2004年，公司现金及现金等价物净增加额均为正值，2004年为37766.94万元，三年年平均增长率为1857.89%，增速极快，主要来源于经营活动和银行借款。

近三年，随着销售收入的快速增长，公司

经营活动产生的现金流入量明显递增，2004年为270894.69万元，占公司现金总流入量的63.21%。从图17可以看出，公司近三年经营活动产生的现金净流量均为正值，且保持着快速的增长，三年平均增长率为41.07%，2004年为115710.28万元，规模较大。



2002~2004年，公司投资活动产生的现金净流量均为负值，2003年和2004年较2002年有明显的扩大，这与近年来公司投资活动频繁的特点是吻合的。近两年，公司一方面新建泊位，增加港航运输业务生产能力；另一方面为培育新的盈利增长点，加大了在物流和新型建材业务板块的投资规模。上述项目使得公司近三年筹资活动前现金流量净额波动明显，三年分别为37342.83万元、9799.40万元和38387.78万元，2003年由于项目均处于在建期，投资现金流出量较大，2004年尽管投资支出较2003年基本持平，但随着新泊位和上海物流园的投入运营，公司经营活动产生的现金流量增加明显，因此筹资活动前现金流量净额上升，恢复到2002年水平。

从筹资活动产生的现金流入看，近三年公司外部融资绝大部分来自银行借款，2004年借款所收到的现金138763万元，三年平均增长率为11.66%。现金流出方面，近三年偿还债务所支付的现金逐年递减，债务规模增加；分配股利或利润所支付的现金年平均增长47.13%，2004年为32473.33万元。

从指标看，公司近三年现金收入比有所波

动，2004年为86.76%，低于2002年、2003年的水平，主要原因在于和港航运输、海洋石油服务等公司传统业务相比，公司房地产、新型建材等新业务的结算周期略长，出现应收账款的机率大。公司目前收入的现金回流质量不高。

2002~2004年，公司盈利现金率（经营现金净流量/利润总额）分别为140.71%、136.30%和109.41%，呈下降趋势，目前仍处于合理水平。公司实现的利润总额能带来足额净现金流入，盈利质量较好。

综合来看，公司目前资金周转状况良好，自身现金流创造能力强，经营活动产生的现金净流量基本能够实现滚动发展，对投资活动的覆盖程度好，是保持整体资金正常周转状况的主导力量。

表6 2005~2006年现金流量表预测

项 目	2005 年	2006 年
一、经营活动产生的现金流量		
现金流入小计	328191	380036
现金流出小计	241944	243183
经营活动产生的现金流量净额	86247	136853
二、投资活动产生的现金流量		
现金流入小计	11214	14180
现金流出小计	170213	56910
投资活动产生的现金流量净额	-158999	-42730
三、筹资活动产生的现金流量		
现金流入小计	232992	138172
现金流出小计	150269	229507
筹资活动产生的现金流量净额	82723	-91335
四、汇率变动对现金的影响额		
五、现金及现金等价物净增加额	9971	2788

公司对2005~2006年的现金流量表预测数据见表6。通过对表3和表6的综合分析，我们认为，公司对现金流的预测与未来业务规划的吻合程度较好，实现的可能性较大。从图17看，2005年由于公司投资规划支出大，加上新建大量供租赁用的组合房屋，造成经营活动产生的现金流出的增幅远大于其产生的现金流入增幅，因此，经营活动产生的现金净流量可能会无法完全覆盖现金流，公司对外部筹资的需求

大。2006年，随着新建项目的投入运营和投资量的缩减，公司对外部融资的需求可能减弱，筹资活动将表现为现金净流出，以偿还债务为主。

5. 偿债能力分析

由表7看，2002~2004年公司流动比率和速动比率逐年下降，2004年底分别为75.27%和52.99%。产生这种现象的主要原因是目前流动负债中的递延收益项目，公司2002年报表曾纳入长期负债核算。考虑到公司递延收益的实际并不需偿还的性质，扣除这部分余额，公司近三年经调整后流动比率分别为170.57%、149.62%和128.65%，经调整后速动比率分别为106.49%、97.12%和90.57%，公司短期支付压力不大。

2004年公司利息倍数为27.30倍，债务保护倍数为0.89倍，表明公司利息支付能力以及对债务整体偿还能力都很强。

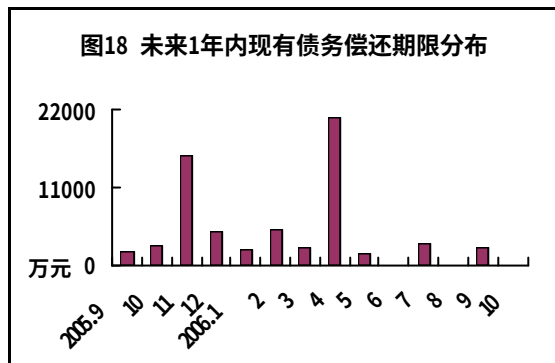
公司2004年经营活动产生的现金流量净额占总债务的76.30%，通过持续经营活动获取现金偿还债务的能力强。近三年，公司自由纯现金债务比平均值为0.92倍，2004年为0.78倍，通过自由资金偿还全部债务的能力良好。从上述情况可以看出，公司目前的偿债能力强。

表7 偿债能力

项 目 (万元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
流动资产	140070	149119	218339	24.85
流动负债	82121	173693	290059	87.94
折旧	9929	11789	16479	28.83
摊销	2355	6596	8146	85.96
利息支出	2909	3099	4958	30.55
利润总额	41320	65552	105757	59.98
EBITDA	56514	87036	135340	54.75
自由纯现金	60537	92864	118139	39.70
总债务	62786	90375	151642	55.41
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
流动比率 (%)	170.57	85.85	75.27	110.56
速动比率 (%)	106.49	55.73	52.99	71.73
利息倍数 (倍)	19.43	28.09	27.30	24.94
债务保护倍数 (倍)	0.90	0.96	0.89	0.92
自由纯现金债务比 (倍)	0.96	1.03	0.78	0.92

图18反映的是截至2005年6月底，据公司初

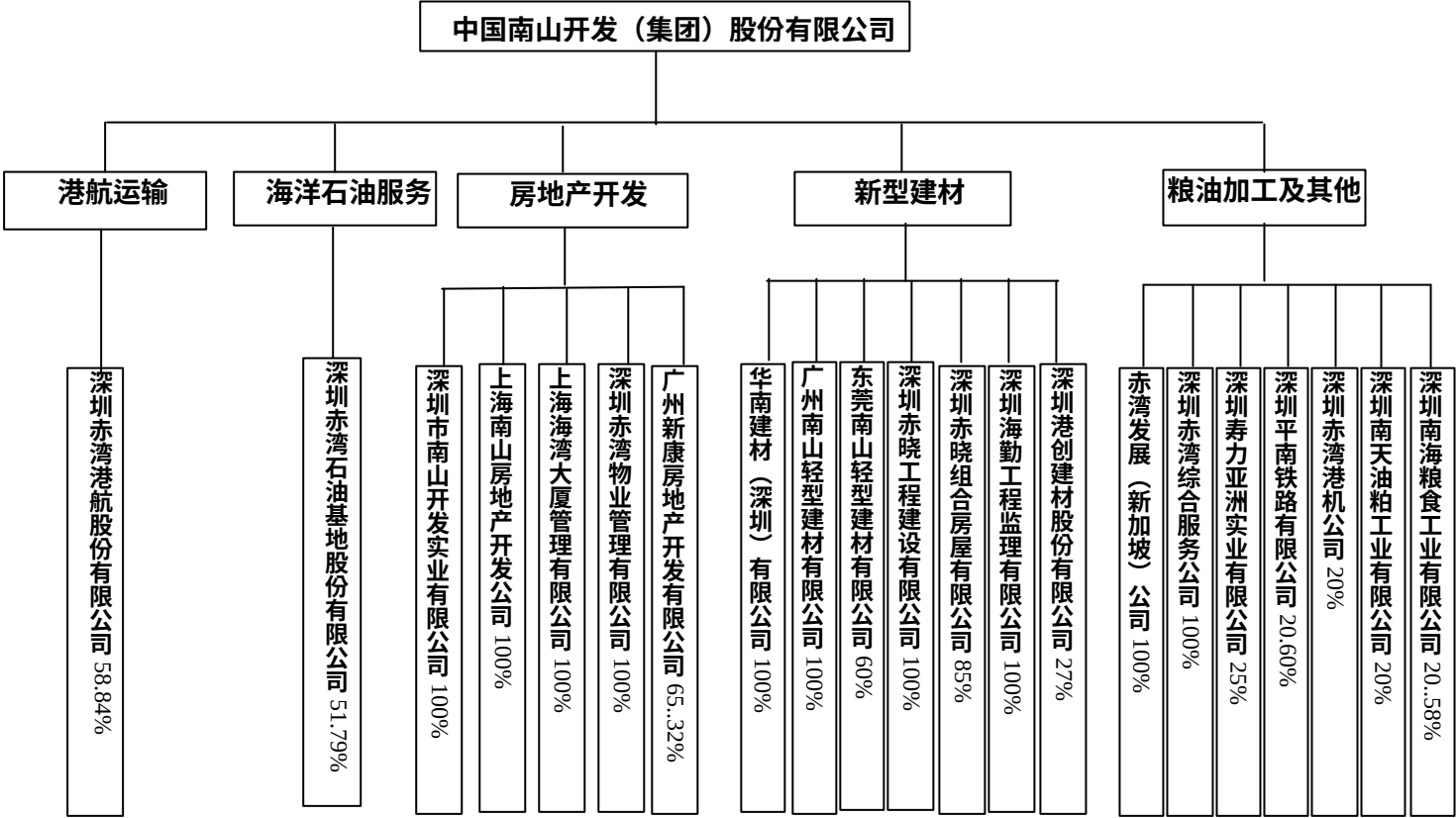
步统计的未来1年内现有债务的偿还期限分布情况，分别在2005年11月和2006年4月，有两次数额相对较大的债务偿付。假设本期短期融资券发行时间为2005年10月，在本期融资券到期前的六个月中，公司现有债务需偿还的规模均较小，这将有助于本期短期融资券的偿付安排。



根据公司的预测数据分析，2005~2006年，公司利息倍数和债务保护倍数将继续处于较好水平。根据公司未来的经营计划及盈利能力，在本期短期融资券到期的2006年，公司投资规模将较2005年减弱，经营活动创造现金流的能力有望保持较高水平，筹资活动前现金流量净额约为9.41亿元，内部资金环境有助于本期融资券的偿付。其次，为了履行第一期短期融资券到期偿还本息义务，公司制订还款计划，决定在短期融资券到期之前5个月，从经营性现金流中逐月提取短期融资券偿还准备金，专项用于支付到期短期融资券本息。此外，公司与国内外多家商业银行建立有稳固的合作关系，截止2005年6月底，公司所获得的综合授信额度为46.6亿元，其中未使用额度36.37亿元，间接融资渠道畅通。

综合上述分析判断，公司对本期短期融资券的偿还能力较强，本期融资券不能按期还本付息的风险较小。

附件 1 中国南山开发（集团）股份有限公司组织架构



附表 1-1 资产负债表(资产)

(单位：万元)

资 产	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	40854.32	44509.11	82276.05	41.91
短期投资	10665.71	36.35		-100.00
减：短期投资跌价准备	103.01			-100.00
短期投资净额	10562.70	36.35		-100.00
应收票据	80.00	11.49	292.19	91.11
应收股利	57.50	47.00		-100.00
应收利息				
应收账款	20225.99	33223.92	46689.68	51.93
其他应收款	20250.69	19780.22	29015.25	19.70
减：坏账准备	9471.74	9479.83	8231.02	-6.78
应收账款净额	31004.95	43524.31	67473.92	47.52
预付账款	4518.65	8135.67	2959.54	-19.07
应收补贴款			4.08	
存货	53011.17	52562.00	64880.08	10.63
减：存货跌价准备	387.43	235.60	251.87	-19.37
存货净额	52623.74	52326.41	64628.21	10.82
待摊费用	368.64	528.79	704.72	38.26
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	140070.50	149119.13	218338.72	24.85
长期投资				
长期股权投资	38516.44	37382.10	46867.14	10.31
长期债权投资		28000.39	38000.39	
长期投资合计	38516.44	65382.49	84867.53	48.44
减：长期投资减值准备	5985.93	0.00	0.00	-100.00
长期投资净额	32530.50	65382.49	84867.53	61.52
合并价差				
固定资产				
固定资产原值	245432.50	283590.29	368210.60	22.48
减：累计折旧	81126.22	85862.05	101744.10	11.99
固定资产净值	164306.28	197728.24	266466.50	27.35
固定资产净值减值准备	539.93	1906.22	112.42	-54.37
固定资产净额	163766.35	195822.01	266354.08	27.53
工程物资				
在建工程	6716.62	49501.33	78910.89	242.76
固定资产清理			0.56	
待处理固定资产净损失			0.00	
固定资产合计	170482.97	245323.35	345265.53	42.31
无形资产及其他资产				
无形资产	77505.17	79368.41	80335.59	1.81
长期待摊费用	15064.32	13550.33	12842.74	-7.67
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	92569.49	92918.74	93178.33	0.33
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	435653.46	552743.70	741650.11	30.48

附表1-2 资产负债表(负债及股东权益)
(单位：万元)

负债及股东权益	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	48237.93	28414.00	40479.46	-8.39
应付票据	441.48	13921.76	39598.25	847.07
应付帐款	5393.42	19069.95	12463.01	52.01
预收帐款	5892.84	8957.04	13150.67	49.39
代销商品款				
应付工资	262.76	648.34	1347.37	126.45
应付福利费	409.88	657.17	902.39	48.38
应付股利	6151.77	3967.91	4240.35	-16.98
应交税金	2531.53	3374.81	5064.47	41.44
其他应付款	178.10	359.13	28.32	-60.13
其他应付款	10031.73	10544.83	23927.04	54.44
预提费用	999.15	1128.15	4984.61	123.36
预计负债		6500.00	4586.48	-
递延收益		74030.13	120340.79	-
一年内到期的长期负债	1590.00	2120.00	18945.79	245.19
其他流动负债				
流动负债合计	82120.58	173693.22	290059.01	87.94
长期负债				
长期借款	12516.48	45919.20	52618.70	105.04
应付债券				
长期应付款	265.00	212.00	413.34	24.89
专项应付款		66.67		-
递延收益	49896.94			-100.00
其他长期负债	4.83	10.90	18.39	95.05
长期负债合计	62683.25	46208.76	53050.43	-8.00
递延税项				
递延税项贷款	960.01	835.77	711.53	-13.91
负债合计	145763.84	220737.75	343820.97	53.58
少数股东权益	117159.70	146449.41	186431.55	26.15
股东权益				
股本	50000.00	50000.00	50000.00	0.00
资本公积	37729.27	37729.27	37765.19	0.05
盈余公积	70887.04	76248.49	87017.72	10.80
其中：公益金	10320.16	11932.76	13154.64	12.90
未分配利润	14113.61	21578.78	36370.17	60.53
外币报表折算差额			244.51	-
股东权益合计	172729.92	185556.54	211397.59	10.63
负债及股东权益合计	435653.46	552743.70	741650.11	30.48

附表2 利润及利润分配表

(单位：万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	126666.00	175063.31	267389.92	45.29
减：折扣与折让				
主营业务收入净额	126666.00	175063.31	267389.92	45.29
减：主营业务成本	65422.86	83071.01	128054.55	39.90
主营业务税金及附加	4437.51	6167.26	8463.79	38.11
二、主营业务利润	56805.63	85825.04	130871.58	51.78
加：其他业务利润	834.64	1913.78	2158.89	60.83
减：存货跌价损失				
营业费用	2279.74	1630.02	3136.28	17.29
管理费用	20017.86	17324.20	22203.83	5.32
财务费用	2315.37	2197.91	1578.61	-17.43
三、营业利润	33027.30	66586.69	106111.77	79.24
加：投资收益	9044.22	7739.83	5795.15	-19.95
补贴收入	0.00	0.00	476.93	
营业外收入	160.45	171.72	824.68	126.71
减：营业外支出	738.42	8946.59	7451.32	217.66
其他支出				
加：以前年度调整	-173.52			-100.00
四、利润总额	41320.03	65551.65	105757.22	59.98
减：所得税	3892.69	6316.33	8143.61	44.64
少数股东损益 (含子公司少数股东权益)	21251.31	35594.12	58896.47	66.48
加：未确认的投资损失				
五、净利润	16176.02	23641.20	38717.15	54.71
加：年初未分配利润	12158.73	14113.61	21578.78	33.22
盈余公积转入数				
减：合资企业提取奖福基金				
其他调整因素				
六、可供分配的利润	28334.76	37754.81	60295.93	45.88
减：提取法定盈余公积	2339.68	1617.60	2532.15	4.03
提取法定公益金	2977.50	1617.60	1231.60	-35.69
提取福利及奖励基金	14.05		16.21	7.38
七、可供股东分配的利润	23003.53	34519.60	56515.97	56.74
减：应付优先股股利				
提取任意盈余公积	3773.32	2131.24	7092.36	37.10
应付普通股股利	5116.60	10809.58	13053.44	59.72
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	14113.61	21578.78	36370.17	60.53

附表 3-1 现金流量表
(单位：万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
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	111911.70	158267.30	231977.26	43.97
收到的租金			24287.41	
收到的税费返还	56.61	104.70	504.71	198.59
收到的其他与经营活动有关的现金	22041.60	40029.55	14125.30	-19.95
现金流入小计	134009.92	198401.55	270894.69	42.18
购买商品、接受劳务支付的现金	35670.32	47723.42	86491.29	55.72
经营租赁所支付的现金			1571.27	
支付给职工以及为职工支付的现金	15139.95	18503.37	26046.65	31.16
支付的各项税费	9195.88	13719.71	18719.83	42.68
支付的其他与经营活动有关的现金	15860.96	29105.71	22355.37	18.72
现金流出小计	75867.10	109052.21	155184.41	43.02
经营活动产生的现金流量净额	58142.82	89349.34	115710.28	41.07
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	16340.05	2378.02	4919.57	-45.13
取得投资收益所收到的现金	2394.53	3515.16	2429.03	0.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	608.12	197.99	1171.83	38.81
收到的其他与投资活动有关的现金	440.85	1852.56	2424.55	134.52
现金流入小计	19783.55	7943.72	10944.97	-25.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	23385.74	52151.52	58481.41	58.14
投资所支付的现金	15423.18	34733.51	22162.97	19.87
支付的其他与投资活动有关的现金	1774.62	608.63	7623.10	107.26
现金流出小计	40583.54	87493.66	88267.47	47.48
投资活动产生的现金流量净额	-20799.99	-79549.94	-77322.50	92.81
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	72.16	812.22	100.00	17.72
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	111291.98	145343.39	138763.00	11.66
收到的其他与筹资活动有关的现金	1128.46	2457.49	7633.26	160.08
现金流入小计	112492.59	148613.10	146496.25	14.12
偿还债务所支付的现金	134720.38	133222.04	111811.05	-8.90
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利利润或偿还利息所支付的现金	15001.39	20530.10	35371.82	53.55
融资租赁所支付的现金				
减少注册资本所支付的现金				
支付的其他与筹资活动有关的现金	17.00	1013.35	128.39	174.81
现金流出小计	149738.77	154765.49	147311.26	-0.81
筹资活动产生的现金流量净额	-37246.18	-6152.39	-815.01	-85.21
四、汇率变动对现金的影响	1.88	7.79	194.17	917.64
五、现金及现金等价物净增加额	98.52	3654.79	37766.94	1857.89

附表3-2 现金流量表补充资料
(单位：万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	16176.02	23641.20	38717.15	54.71
加：少数股东损益	21251.31	35594.12	58896.47	66.48
计提的资产减值准备	9868.60	2913.31	360.97	-80.87
固定资产折旧	9929.19	11789.08	16479.46	28.83
无形资产摊销、长期待摊费用	2355.45	6595.93	8145.56	85.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	44.14	149.07	-208.08	
待摊费用减少(减:增加)	237.75	-160.14	-136.52	
预提费用增加(减:减少)	-629.07	129.01	3876.00	
固定资产报废损失	103.96	85.62	46.86	-32.86
财务费用	2096.53	2197.91	2191.52	2.24
投资损失(减:收益)	-9044.22	-7739.83	-5795.15	-19.95
递延税款贷项(减:借项)	-124.24	-124.24	-124.24	
存货的减少(减:增加)	4183.23	449.17	-12379.36	
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3860.38	-9291.36	-26366.54	161.34
经营性应付项目的增加(减:减少)	5579.94	23120.49	27144.05	120.56
其他	-25.41		4862.12	
经营性活动产生的现金流量净额	58142.82	89349.34	115710.28	41.07
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	40854.32	44509.11	82276.05	41.91
减：货币资金的期初余额	40755.80	40854.32	44509.11	4.50
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	98.52	3654.79	37766.94	1857.89

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
总资本盈利率	(利润总额+利息支出)/(少数股东权益+所有者权益+短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券)
净资产收益率	净利润/所有者权益
长期资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益+少数股东权益)
全部资本化比率	(长期债务+短期债务)/(长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益)
负债比率	负债总额/资产总额
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	EBITDA/(长期债务+短期债务)
自由纯现金债务比	(经营活动产生的现金净流量+取得投资收益所收到的现金)/(长期债务+短期债务)
到期债务偿还倍数	期内(税后利润+折旧+摊销+其他偿债资金)/期内应偿还的长期债务
管理费用率	管理费用/总成本
销售债权周转次数	主营业务收入/(应收账款+应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/存货
总资产周转次数	主营业务收入/资产总额
成本率	总成本/主营业务收入
总成本	主营业务收入-营业利润
EBITDA	税、息、折旧及摊销前的收益 (利润总额+利息支出+折旧+摊销)
短期债务	短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债
长期债务	长期借款+应付债券

附件 5 融资券级别设置及其含义

级别设置		含 义
投资级	A-1	该级别融资券是本公司评出的最高级融资券，其还本付息能力最强，安全性最高。 在此评级中另可有+号调整为 A-1+ 级，以表示还本付息能力极强。
	A-2	该级融资券有足够的还本付息能力，但其安全性不如 A-1 级融资券。
	A-3	该级别融资券有较强的还本付息能力，但与 A-1 和 A-2 级融资券相比，其更易受不良环境变化的影响。
投机级	B	该级别属于投机性融资券，其还付息能力具有较多的不确定因素。
	C	该级别融资券的还本付息能力具有很多的不确定因素。
倒闭级	D	该级别融资券不能按期还本付息。

联合资信评估有限公司关于 中国南山开发（集团）股份有限公司 2005 年 8 亿元短期融资券的跟踪评级安排

根据国际惯例和中国人民银行《短期融资券管理办法》的要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券的存续期内每半年对本期短期融资券进行一次定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“中国南山”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供最新的季度财务报告、半年度财务报告、年度财务报告以及其他相关资料。中国南山如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国南山的经营管理状况及本期短期融资券的相关信息，如发现中国南山出现重大变化，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，联合资信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短期融资券的信用等级。

如中国南山不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至中国南山提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国南山、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零五年九月十九日