

中国南山开发（集团）股份有限公司

2007 年度 9.5 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：

企业主体长期信用等级：AA⁺

本期短期融资券信用等级：A-1

评级时间：

2006 年 11 月 23 日

主要数据：

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年 6 月
资产总额(万元)	552743.70	741324.74	876893.98	955750.00
所有者权益(万元)	185556.54	209811.36	238991.58	244824.00
主营业务收入(万元)	175063.31	267389.92	316538.65	191181.00
利润总额(万元)	65551.65	105757.22	128609.93	77859.00
资产负债率(%)	39.93	46.55	46.69	48.71
全部债务资本化比率(%)	21.40	27.84	29.38	30.41
净资产收益率(%)	12.74	18.45	21.48	13.69
流动比率(%)	149.62	121.42	120.51	106.30
EBITDA 利息倍数(倍)	28.09	27.30	23.38	--
债务保护倍数(倍)	0.47	0.41	0.42	--

注：经调整的流动比率=流动资产/(流动负债-递延收益)

分析员

刘小平 李宝臣 张 成

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层
100101

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.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（以下简称“南山集团”或“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。公司目前资产质量良好，债务负担较轻，盈利水平高，现金流状况良好。公司拥有两家上市公司，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. 公司所从事主要业务多属于国家和地方政府重点支持的行业，外部经营环境良好。
2. 公司整体规模较大，实施多元化经营有利于分散经营风险，整体抗风险能力较强。
3. 公司港航运输所辐射区域经济实力强，货源充足；公司所属港区航线结构和外贸结构匹配较好，具有一定竞争优势。
4. 海洋石油服务业务在其所经营的区域内具有垄断优势。
5. 公司所有下属控股非上市公司资金实行内部集中统一管理，整体资金利用效率高。
6. 公司近三年主营业务利润率维持在较高水平，整体盈利能力强，现金流状况较好。

关注

1. 港航业务存在堆场和运输瓶颈，周边新港口的兴建，带来一定竞争压力。
2. 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，且应收账款管理环节相对薄弱，可能影响公司营业利润率和资金流控制。
3. 未来几年公司仍有较大投资需求。

一、发债主体概况

中国南山开发（集团）股份有限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”或“公司”）。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，原注册资本为10000万元港币。1994年10月经国家工商行政管理局批准，南山开发更名为中国南山开发（集团）股份有限公司。截至2005年底，公司注册资本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%、香港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、房地产开发和新型建材业务等四大核心产业为主，跨行业、跨地区经营的综合性大型企业集团。截至2006年6月底，公司拥有全资及控股子公司12家（见附件5），其中公司控股企业深圳赤湾港航股份有限公司（深赤湾）和深圳赤湾石油基地股份有限公司（深基地）已在深圳证券交易所上市。深赤湾已于2006年5月30日实施股权分置改革，目前公司持股比例为57.51%；公司对深基地持股比例为51.79%。

截至2005年底，公司（合并）资产总额876893.98万元，所有者权益238991.58万元，2005年实现主营业务收入316538.65万元，利润总额128609.93万元，经营活动产生的现金流量净额81015.89万元，现金及现金等价物净增加额19356.88万元。

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

1. 发行方案

公司计划通过簿记建档集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行9.5亿元无担保短期融资券，面值为100元，期限365天，按面值平价发行方式，到期一次性支付本息。

2. 募集资金用途

本期融资券募集资金将主要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和物流园建设以及扩大建材业的规模。若有节余，公司将用于归还部分短期贷款，以降低融资成本，优化债务结构，增强企业竞争力。

三、基础素质

1. 企业规模

公司是国内最早成立的股份制公司之一，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、跨地区经营的大型综合性企业集团。

港航运输

公司是深圳赤湾港唯一的开发建设和经营管理业务主体，2005年5月公司下属控股上市公司——深赤湾入选深证100指数样本股，同年位居2005年中国上市公司竞争力百强第13名。1996年深赤湾通过ISO9002国际认证，成为国内首家获此认证的港口企业。深赤湾拥有赤湾港区和妈湾港区两个集装箱码头，赤湾港处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。截止2005年底，公司两个港区拥有大中型泊位16个，库存堆场120.3万平方米，集装箱年吞吐能力超过400万TEU，散杂货年吞吐能力近800万吨，国际班轮航线53条。2005年，公司完成货物吞吐量4218万吨，较2004年增长21.6%。其中，集装箱吞吐量完成417万TEU（含深赤湾负责经营的妈湾项目33.5万

TEU), 占深圳港集装箱码头业务25.7%的市场份额, 是华南地区三大集装箱码头之一; 散杂货吞吐量完成676万吨, 在深圳三个主要散杂货码头中约占五分之一的市场份额, 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。

海洋石油服务

公司控股上市子公司——深基地主要提供海洋石油后勤保障服务、海洋工程服务和物流后勤服务。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2005年底, 公司石油基地拥有泊位6个, 码头岸线总长450米, 仓库面积7.3万平方米, 堆场面积19.6万平方米, 可供出租的办公楼宇面积25809平方米。

房地产开发

公司的房地产业务以房地产开发为核心, 集土地运营、工程管理、物业管理、物业租赁为一体。截至2005年底, 公司拥有房地产业务公司和项目部共8个, 业务区域已扩展至珠江三角洲和长江三角洲地区, 正在开发建设的房地产项目共6个。在公司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。

新型建材业务

公司主要业务包括活动房屋业务、钢结构生产及工程业务、船舶舾装业务和陆用洁净室业务。目前, 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”)、深圳赤晓建设工程有限公司(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。

华南公司(含下属公司)目前在全国拥有7个生产基地, 拥有35.8万平方米的现代化工业园区, 已通过了ISO9001国际质量体系认证, 并通过中国CCS、欧盟EC、美国ABS等产品质量认证。

深圳赤晓是我国第一家引进欧洲最新技术和设备生产制造彩钢夹芯板的厂家, 拥有“钢结构工程专业承包贰级资质”、“金属板材特种专业工程专业承包施工资质”及“轻型房屋钢结构工程设计乙级资质”, 2003年通过世界权威认证公司——英国NQA的审核。深圳赤晓下属公司上海松尾钢结构有限公司是中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。目前深圳赤晓已形成年产2万吨钢结构和150万平方米各类金属围护板材的生产能力, 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, 曾参与机荷高速、盐坝高速等重要基建工程的建设。

监理公司具有水运工程和工民建工程监理甲级资质, 是深圳市监理协会常务理事单位, 在已竣工的监理项目中, 赤湾港8#泊位、10#泊位、深圳嘉里中心(35层)、亚洲寿力公司厂房等多项工程被评为优质样板工程。

综上分析, 公司规模较大, 在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2005年底, 公司共有员工4130名。按学历构成划分, 拥有大专及以上学历的占38.96%, 高中、中专及技校学历的占52.78%, 初中及以下学历的占8.26%; 按年龄结构划分, 30岁以下的占45.38%, 30~50岁的占50.67%, 50岁以上的占3.95%; 按职称构成划分, 拥有高级职称的占2.01%, 中级职称的占8.64%, 初级职称的占7.51%。总体看, 公司员工文化素质较高, 年龄结构比较合理。

公司现有高级管理人员5人, 包括总经理1人、副总经理3人以及财务经理1人, 均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, 49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、招商局蛇口工业区有限公司董事长、招商局漳州开发区有限公司董事长等多项职位，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，51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、副总经理等职务，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。

总体看，公司员工文化素质较高，年龄结构合理；高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，管理能力强，整体素质较高。

3. 外部环境

公司所在的深圳市委、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的珠江口东岸，是深圳港的三大重要港区之一。珠江三角洲的对外贸易依存度和工业化水平较高，CEPA（“内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排”）的实施、广深高速2号线及南坪快线的兴建、铜鼓航道工程的加快推进、联系内陆腹地的“五定”班车的海铁联运，以及深圳西部码头的珠三角中转乃至国际中转业务的进一步成熟发展，都给深圳市港航运输业提供一个市场发展的平台。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增长。

石油服务业方面，公司控股子公司深基地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%，并享受“五免五减半”的所得税优惠政策。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。

综合看，目前公司整体税赋水平较低，所处区域外部发展环境良好。

四、公司管理

1. 治理结构

截至2005年底，公司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，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会由各家股东委派一名董事组成，以其代表的股份份额行使表决权。公司监事会由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人为股东代表，由前三大股东各推选1名。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。

截至2006年6月底，公司拥有12家全资及控股子公司和8家联营及参股企业。

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

2. 管理质量

目前，公司已经建立起一套较完整的既符合现代化管理规则，又体现企业自身特点的规章制度体系，对人员、财务、管理、安全和质量等各项管理工作均有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

下属企业管理方面，公司制定了《南山开发集团直属企业管理原则》、《中国南山开发(集团)股份有限公司关于合资企业管理有关规定》和《南山集团公司异地公司管理办法(试行)》等，明确了公司对下属企业管理宗旨，规范下属企业管理行为。公司本部作为决策中心、投资中心、结算中心和协调服务中心，对下属企业在人力资源、财会审计、投资规划和经营管理等方面进行调控、监督、协调和考核。下属企业作为经营中心、成本中心、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，追求利润最大化目标。公司实行 KPI 考核制度，年初下达工作指标，每季度进行考评，年终总结与效益挂钩，有效提高集团整体管理水平和工作效率。

财务和资金管理方面，公司建立了完善的财务预算管理、监督和分析制度，实行制度化、规范化、经常化的财务预算与分析。公司通过财务结算中心对非上市公司实行财务资金集中管理，对内部资金归集、调度、监管和跟踪以及外部融资进行统一管理，整体资金调用力度和利用率高。同时，公司采用财务模型和先进的商业智能分析系统(BI)，建立数据仓库和相关数据模型，为公司决策层提供了及时有效的帮助。

内部审计方面，公司专门设立审计室。审计室在总经理领导下，对公司的财务支出、经济活动及其经济效益进行内部审计监督，采用对子公司的年度例行内部审计和对参股公司的各股东联合审计的方式实现了公司治理结构对经营风险的监督控制要求。公司内部审计和内部控制机制较完善，能够有效控制财务风险。

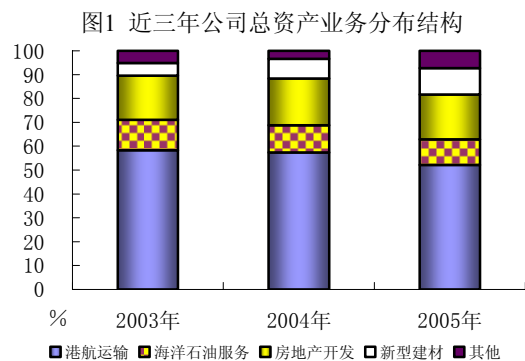
人力资源管理方面，公司注重人才引进与

员工队伍的建设，全面推行“人才强企”战略。公司确定了“因事定位，以位聘人”的制度，根据实际需要选择适合人才，使岗位要求层次与人才实际能力相匹配，在机构设置和人员编制等方面做到精简高效，以降低用工成本。公司深入开展与业绩绩效紧密挂钩的分配体制改革，制定并出台了《中国南山集团总部员工绩效考核办法》等一系列规章制度，充分激发了广大员工和管理人员的积极性。

综合以上，公司法人治理结构完善，整体运作规范，管理水平较高，管理风险较低。

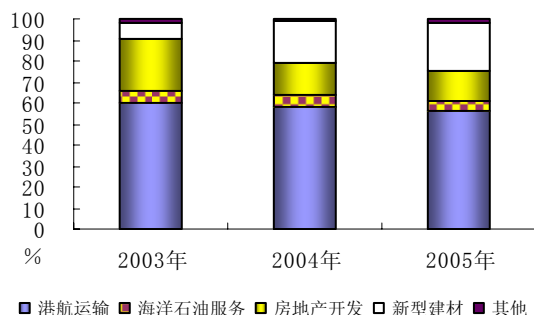
五、经营分析

2003~2005 年，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。2005 年底，公司资产总额 876893.98 万元，从图 1 看，公司总资产在各业务的分布基本稳定，一直以港航业务为主，新型建材业务资产占比近三年有所增长。



从图 2 反映的近三年公司各项业务对主营业务收入贡献比例看，港航运输业务始终是公司收入的主要来源，新型建材业务收入占比快速提高，已成为公司第二大收入来源，房地产开发业务收入占比有较大幅度下降。2005 年公司实现主营业务收入 316538.65 万元，其中港航运输占 56.05%，海洋石油服务占 5.20%，房地产开发占 14.34%，新型建材业务占 22.46%。

图2 近三年各项业务对收入贡献比例



港航运输业务

1. 行业背景

港口是综合运输的枢纽，在整个运输系统中起着举足轻重的作用。改革开放以来，我国政府始终把港口建设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。近年来，随着工业化进程的加快，重工业、对外贸易以及区域经济发展都有力地带动了港口行业的发展，环渤海、长三角和珠三角地区沿海港口群初具规模，其发展趋于港口大型化、服务多元化。

据交通部统计，“十五”期间，我国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量年均分别增长 17.3% 和 26.4%。2005 年，我国港口完成吞吐量和集装箱吞吐量分别为 49.1 亿吨和 7580 万 TEU，分别是“九五”末的 2.2 倍和 3.2 倍，我国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量已连续三年位居世界第一。2005 年底，全国港口拥有万吨级以上生产泊位 1030 个，其中有 10 个港口跻身世界亿吨大港行列。2005 年上海港、深圳港分别完成集装箱吞吐量 1800 万 TEU 和 1618 万 TEU，分别是“九五”末的 3.2 倍和 4.06 倍，分别位居世界第三位和第四位。

2006 年上半年，全国主要港口完成集装箱吞吐量 4212.11 万 TEU，同比增长 22.4%，增幅下降 2.6 个百分点。港口集装箱吞吐量增幅回落的主要原因包括：①“十五”以来，集装箱运输每年以 20% 以上的速度递增，基数和增幅都较大；②受我国外贸进出口商品结构调整的

影响，低附加值产品出口逐步减少；③经过多年发展，集装箱适箱货源增长空间逐步缩小。

港口业属于大型基础设施行业，具有规模经济效益特征，行业集中度高。进入港口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。港口属于资金密集型行业，码头、仓储、后方道路等港务及配套设施需要雄厚的资金支持；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，国内港口业现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。

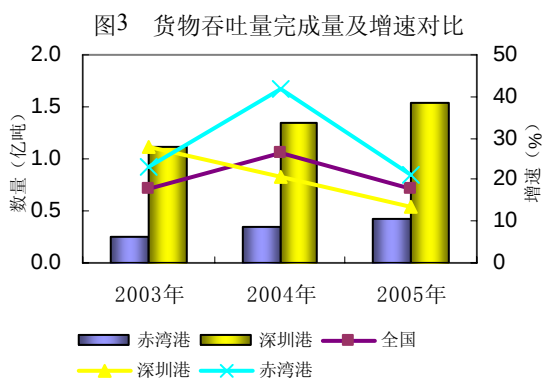
根据《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》，“十一五”期间，国家将积极发展水路运输，完善沿海沿江港口布局，重点建设集装箱、煤炭、进口油气和铁矿石中转运输系统，扩大港口吞吐能力。此外，泛珠三角的建设为广东省沿海港口的持续、快速发展开创了更广阔的腹地，广东省预测到 2010 年全省沿海港口货物吞吐量将达到 9.2 亿吨，集装箱吞吐量将达到 4200 万 TEU，2005 年~2010 年年均增速分别为 9.6%、12.6%。有利的产业政策和良好的市场前景，将支持公司港航港口业务继续保持稳定增长。

综上所述，尽管随着近期中国外贸出口增速放缓，全球运力增长较快，运输市场总体供过于求，价格竞争日趋激烈，在一定程度上将影响集装箱运输需求的增幅，但整体看，世界经济、贸易的稳定增长将带动集装箱运输总体需求稳步攀升，我国持续增长的宏观经济以及政府对港口行业产业政策的支持都将成为港口业稳定发展的保证。预计未来两年，我国港口行业仍有较大的发展前景，行业风险较小。

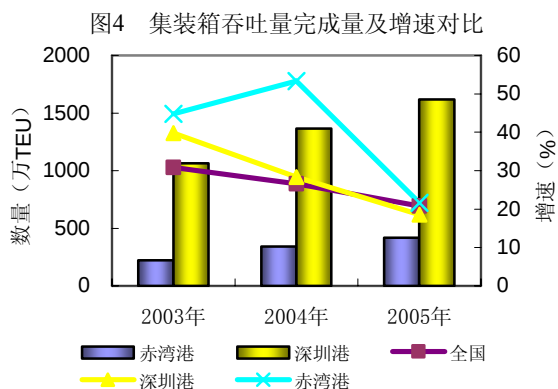
2. 业务状况

公司港航运输业务主要通过上市公司深赤湾来实现。截止 2005 年底，深赤湾资产总额 457376.29 万元，所有者权益 210733.04 万元；2005 年实现主营业务收入 177433.45 万元，利润总额 98416.71 万元，经营活动产生的现金流量净额 121612.07 万元。

2003 年~2005 年，深赤湾完成货物吞吐量分别为 2452 万吨、3475 万吨和 4218 万吨，同比分别增长 22.97%、41.72%和 21.38%。除 2003 年外，2004 年及 2005 年增幅均超出同期深圳港和全国港口的总体增长水平（见图 3）。



2003 年~2005 年，深赤湾完成集装箱吞吐量分别为 223.6 万 TEU、342.8 万 TEU 和 417 万 TEU，同比分别增长 44.82%、53.31%和 21.65%，2003 年、2004 年增幅远高于深圳港以及全国港口同期增幅，2005 年增幅与深圳港以及全国港口增幅持平（见图 4）。



2005 年，深赤湾实现主营业务收入同比增长 14.28%，主营业务利润同比增长 14.95%，净利润同比增长 8.93%，主要业务对净利润的贡献率分别为：集装箱业务 83.43%、散杂货业务 10.05%、其他配套业务 6.52%，经营业绩稳步提升。

表 1 列示了港口行业主要上市公司 2005 年经营业绩情况。2005 年，深赤湾实现每股收益 0.905 元，每股净资产 3.27 元，净资产收益率为 27.69%。在主营业务收入、股东权益和利润总额等指标上，深赤湾落后于上海港和天津港；但在每股收益和净资产收益率等指标上，深赤湾处于全国同行上市公司前列，每股收益比上海港高 0.245 元；净资产收益率比盐田港高 7.42 个百分点。

表 1 港口行业主要上市公司 2005 年经营业绩情况

项目(万元)	深赤湾	上港集	营口港	天津港	盐田港
主营业务收入	177433	477613	74830	236494	64358
主营业务利润	115000	234991	24995	100543	30959
利润总额	98417	192944	16345	114095	80425
净利润	58345	118922	13076	71926	68448
股东权益	210733	740984	116784	401407	337629
每股收益(元)	0.905	0.66	0.52	0.50	0.55
净资产收益率(%)	27.69	16.00	11.20	17.92	20.27

资料来源：各上市公司 2005 年度年报

3. 经营优势

区位优势

赤湾港位于深圳港的西部，具有优良的码头和岸线资源。赤湾港发达的水路网络系统与珠三角各货源地紧密相连，纵横交错的高速路与华南各地区相通，平南铁路连接京广、京九大动脉辐射全国，30 分钟可到达国际空港—香港机场（海路）、中国空港—深圳机场（陆路）。同时，赤湾港地处珠江口东岸，处于全球最大的制造中心——珠三角的腹地，距香港、澳门仅约 20 海里。相对盐田港和香港港，在发展驳船网络化运输方面，拥有无可比拟的地理位置优势。

新项目拓展

赤湾港区的 13#泊位，妈湾港区 5#、6#泊位先后于 2005 年竣工投产，大大提升了码头综

合作能力，使得集装箱码头通过能力增长三成，为集装箱吞吐量的增长提供了有利的支撑；将于 2006 年底投产的妈湾 7#泊位，将是公司未来新的利润增长点；2006 年 3 月，深赤湾与广东省东莞市虎门港管理委员会签署《虎门港麻涌港区 2#—5#泊位岸线及土地使用的合作框架协议》，决定出资开发东莞市虎门港麻涌港区 2#—5#四个 5 万吨级的散杂货公用泊位，预计投资 11.45 亿元，在未来 4 年内分两期建设。该项目建成投产后，可以转移赤湾港区现有一半左右的散杂货业务，为赤湾港突出发展集装箱业务腾出一定的土地和岸线资源，同时继续发挥赤湾港区散杂货业务竞争优势，拓展散杂货业务，促进利润增长。

费率较低

目前赤湾港的费率较低，比盐田港低 30%，只相当于香港港的 1/3 左右。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了良好的保证。自 2002 年起推进的华南驳船网络体系利用驳船运量大、成本低的优势吸引了珠西地区大批货源。

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。截至 2006 年 6 月底，共有 53 条国际集装箱班轮航线挂靠赤湾港。

4. 经营风险

宏观调控和外贸商品结构调整

国家实施宏观调控政策，限制高耗能企业的生产，减缓了对煤炭、石油的需求；同时，受我国外贸商品结构调整以及集装箱适箱货源增长空间逐步缩小的影响，低附加值产品出口逐步减少。预计这些方面将对公司港航业务集装箱吞吐量增长产生一定负面影响。

周边同业竞争

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，盐田港的国际品牌优

势和先进的管理和服 务会对赤湾港造成一定的压力。

珠江三角洲地区，2006 年～2007 年新建项目主要是深圳大铲湾集装箱码头、广州南沙港和盐田港 3 期扩建项目。南沙港地处珠三角的中心，将分流珠三角西部的部分货源，对赤湾港集装箱码头市场带来一定的冲击。而对比大铲湾和南沙港，赤湾港是更为成熟的港口，在航线密度、信誉度、服务效率方面具有优势，在 2007 年上述码头经营步入正轨前，赤湾港面对的冲击不大。

此外，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具备竞争优势，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，目前赤湾港面临的主要竞争压力来自于香港港口和盐田港，同时必须正视来自于大铲湾和南沙港的未来潜在竞争威胁。

主营业务成本和税务负担提高

公司主营业务成本的增加主要源于：泊位、库场、场桥等大型资产的增加导致的固定资产折旧增加；燃料价格上涨导致的燃料成本增加；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，增加外堆场面积导致租赁成本增加。另外，因个别泊位所得税减免优惠期满，税率提高将导致所得税增加。因此，赤湾港主营业务成本和税务负担的提高将对经营产生一定负面影响。

5. 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机会，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；针对广州南沙港口，深赤湾将利用驳船运量大、

信誉度和处理效率高、成本低的优势减少珠三角地区货源的流失；针对盐田港和香港港，深赤湾将继续保持低费率的竞争优势，同时依靠其无可比拟的地理位置，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，深赤湾散杂货业务规模将基本维持在现有水平。

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。根据国家发展规划，到 2010 年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，目前相互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较大。

目前，深基地已成功获得了南海东部海洋石油后勤服务业务 100% 的市场份额，预计 2006 年南海东部区域的总钻井数量将减少到 37 口，比 2005 年减少 12 口，南海东部海域的勘探活动短时期内的下降可能导致公司海洋石油后勤操作服务收入的减少。但是，我国海洋

石油、天然气的总体快速发展以及拓展海外市场的战略给公司带来了异地发展的契机，可开采储量的增加预示着在南海东部海洋石油后勤服务市场仍可维持稳定增长。

2. 业务状况

公司海洋石油服务业务主要通过上市公司深基地来实现。深基地是公司拓展相关的海洋石油服务业务的核心，专门为中国南海海域从事石油及天然气勘探、开发、生产活动的作业提供全方位后勤服务。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。

截止 2005 年底，深基地资产总额 94223.70 万元，所有者权益 73675.78 万元；2005 年实现主营业务收入 16446.81 万元，利润总额 12445.28 万元，净利润 11472.57 万元，每股盈利 0.498 元，其中主营业务收入、净利润同比分别增长 5.06% 和 14.26%。2005 年，海洋石油后勤服务、海洋石油工程、物流后勤服务三项业务对深基地净利润的贡献率分别为 39.44%、47.52% 和 13.04%。

石油后勤服务方面，2005 年公司实现主营业务收入 12231 万元，同比增长 6.6%；净利润 4536 万元，同比下降 3.0%。2005 年，公司在南海东部共钻探各类油井 49 口，有 14 个油田在生产；全年共停泊各类作业船 1550 艘次，共装卸石油设备物资以及其它货物累计 64 万吨，同比增长 4%；为平台供水 23 万吨，同比增长 24%；为平台供柴油 4.4 万吨，同比增长 53%。在仓库及办公楼出租业务方面，全年仓库、堆场加权平均出租率基本与 2004 年持平。

海洋石油工程方面，深基地通过参股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。2005 年，得益于中国海域油田建设速度的加快，胜宝旺公司保持满负荷生产，业务增长迅速，全年实现主营业务收入和净利润分别达到 63221 万元和

17116 万元，深基地获得投资收益 5477 万元，对深基地净利润贡献率达到 47.52%。

物流服务方面，2005 年公司实现主营业务收入 4243 万元，同比增长 1.6%，实现净利润 1496 万元，同比增加 11.6%，其中：上海宝湾国际物流有限公司 2005 年实现主营业务收入 2840 万元，同比增长 14.3%，实现净利润 1335 万元，同比增长 17.3%。上海宝湾国际物流中心二期工程于 2005 年 10 月开始施工，截至 2005 年底完成全部工程建设的 50% 以上。深圳赤湾物流配送有限公司 2005 年实现主营业务收入 1403 万元，同比下降 17.1%，净利润 161 万元，同比下降 21.0%，业绩下降主要是由于周边新的物流园区的建设和投入使用分流了部分客源所致。广州宝湾物流有限公司 2005 年完成一期工程进度的 86%，招商工作已开始启动。天津物流园区项目的调研工作已完成，并已落实了 474 亩项目建设用地。廊坊物流园和昆山物流园也已开始建设，这两个项目有助于完善公司在环渤海和长三角地区的物流战略布局，增强公司竞争实力。

3. 经营优势

区位优势

南中国海被赋予中国能源未来的希望之地，是国家十大油气战略选区之一。2005 年 12 月，中国海洋石油总公司先后与美国、加拿大等 3 家外资公司签订了南海深水海域的勘探开发合同，将有力的带动南海油气资源勘探开发业务发展。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，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，具有战略性区位优势。

品牌和低费率优势

经过 20 多年的发展，深基地已经树立了良好的市场形象和品牌优势，与一批国内、国际重要客户建立了长期合作关系，如中海油、壳牌石油公司以及 BP 等。此外，深基地的收

费标准比新加坡同行低，与国际价格水平相比也具有一定优势。

经营多元化优势

海洋石油后勤服务、海洋石油工程、物流后勤服务等多元化经营模式，有效降低了运营风险。尽管 2005 年深基地主要收入来源的海洋石油后勤服务业务净利润同比下降 3.0%，但物流后勤服务和海洋石油工程业务有力支持了深基地业绩稳定增长。

4. 经营风险

生产能力有限

海洋石油工程方面，公司现有生产能力有限。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，但由于赤湾制造场地的利用率接近饱和，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。

土地储备不足

物流后勤服务方面，公司土地储备不足。我国实行宏观调控政策，土地供应特别是主要城市的土地供应吃紧，土地价格也急剧上升，这在不同程度上可能影响公司物流园区开发的进程以及物流后勤服务业务的盈利能力。

5. 未来发展

海洋石油服务方面，伴随着高石油价格和南海石油勘探与开发的发展，预计今后三至五年对石油后勤服务的需求增长率将稳定在 10% 左右。深基地将通过加强对设立在基地内的各类石油服务公司的管理，为海上石油工业提供各类设备和技术服务。

海洋石油工程方面，在赤湾制造场地的利用率已达到饱和的情况下，公司山东蓬莱场地也已开始具备生产能力，公司在海洋石油工程方面的资金投入力度将有所减少。

物流后勤服务方面，物流后勤服务提供的全新业务，有力地支撑了公司经营业绩增长，并成为公司新的利润增长点。未来几年，面对高端外资物流企业进入，深基地将进一步加大

高标准和规模化的物流园区投资规模，实现精细化和专业化，推进网络化建设，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. 行业背景

自从 1982 年国家在四个城市进行售房试点开始，我国房地产行业在 23 年的发展过程中，经历了如下几个阶段：1982 年～1991 年的试点起步阶段；1992 年～1995 年的非理性炒作和调整推进阶段；1995 年～2002 年的相对稳定协调发展阶段；2003 年～2005 年的快速发展阶段，并成为国民经济的重要支柱产业。

2006 年以来，全国房地产市场供求两旺，国房景气指数的持续增加，表明房地产开发景气逐步上升。在连续出台的房地产宏观调控政策下，房地产市场结构性调整效果开始有所显现，普通住宅销售价格涨幅有所回落，2006 年上半年全国 70 个大中城市房屋售价同比上涨 5.6%，涨幅回落了 3.3 个百分点。

目前，中央和地方政府针对部分地区房地产市场过热、商品房价格上涨过快、房地产市场不规范等现象，出台了一系列政策，对房地产行业进行了有效的调控。预计在以调整和引导房地产市场供求为目的的各种宏观调控措施作用下，房价涨幅会相对平稳，房地产行业在未来几年会逐步实现健康、可持续发展。

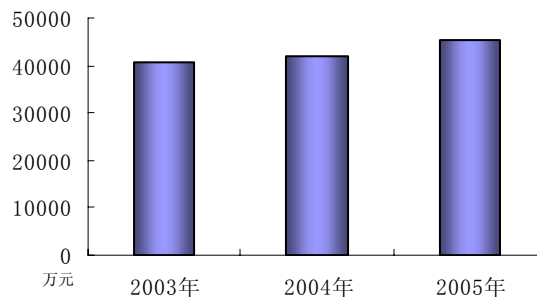
2. 业务状况

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。2003～2005 年，公司房地产业务分别实现营业收入 40869 万元、41860 万元和 45381 万元，（见图 5）。

2005 年，房地产业务实现主营业务收入和净利润分别为 45381 万元和 5971 万元，分别比 2004 年增长 8.4%和 6.0%。房地产业务主要业务板块的经营情况如下：①赤湾地区房地产业务主营业务收入主要来源于房租和地租收入，2005 年实现主营业务收入 17758 万元，实现净

利润 4621 万元；②上海南山房地产开发公司酒店公寓出租率达到 73.61%，较 2004 年提高了 13.61 个百分点；③广州新康房地产开发有限公司 2005 年累计销售面积 5.9 万 m²，实现主营业务收入 18359 万元，权益净利润为 1406 万元；④惠阳新城市项目开发的联排别墅、叠加别墅、公寓和多层洋房，占地面积 200 万 m²，预售情良好，目前一期工程开始施工；⑤大亚湾项目 2005 年 8 月开盘，目前已实现主营业务收入 4026 万元，净利润 554 万元；⑥苏州项目一期、长沙项目、香蜜湖项目等也已陆续启动。受到宏观调控政策因素的影响，大亚湾、惠阳新城市和苏州等新项目进度有所放缓，其收益预期也受到一定影响。

图5 公司房地产业务营业收入



3. 经营优势

赤湾本部效益稳定

由于赤湾独特的地理位置，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 3.2 平方公里集生产与生活为一体的出租、出售的房屋，此项业务每年可为公司带来稳定的收入，使得赤湾本部经营效益较为稳定，为房地产业务外部新项目拓展提供了较为充足的资金支持。

房地产开发经验积累

公司有海湾大厦、新康花园的运作经验以及赤湾 3.2 平方公里土地一级开发的经验，主要管理骨干队伍敬业精神、团队精神较强，为房地产业务发展提供了有力支持。

其他优惠

长沙项目、惠阳项目等部分项目有免交部

分报建费的优惠。此外，长沙项目在项目规划方面，在容积率为 0.8~1.2 的范围内，有自主选择权。

4. 经营风险

宏观环境的影响

国家陆续出台如提高房贷利息、提高首付比率等一系列平抑房地产价格上涨过快的政策，各地政府也相应出台了一些配套调控政策，这些因素将在一定程度上影响房地产开发的销售前景和利润空间。

缺乏知名度

截至 2005 年底，我国房地产企业第 10 名的总资产为 56 亿元，而深圳南山开发实业有限公司目前总资产为 18 亿元，在整个房地产行业中资产规模处于中等水平。公司房地产业务与深圳万科、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。

行业竞争激烈

房地产行业集中度正在加速提高，竞争日益加剧，公司房地产开发业务在激烈竞争中竞争优势不明显。

5. 未来发展

未来五年内，公司新开发项目年综合开发量将达到建筑面积 20~30 万m²以上；土地储备量将达到 50 万m²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. 行业背景

经济快速发展、钢铁新技术、新材料不断出现，为钢结构产业的快速发展奠定了经济、物质和技术基础。目前，钢结构产业处于发展壮大阶段，属于成长型朝阳行业，发展前景广阔。

2005 年我国钢结构产业发展迅速，全年产量已达 1500 万吨，产值约 1200 亿元，其中轻型钢结构应用广泛、发展很快。预计到 2020 年我国钢构产业将以每年 6%~7% 的速度增

长。

与国外钢结构产业发展相比，我国钢结构企业存在以下主要差距：①设计理念落后，不能适应市场需要；②钢材价格变化过快，涨跌幅度过大，市场竞争无序，企业利润波动很大；③科研投入不足，钢结构标准及规范编修期长；④钢结构加工制作、施工安装装备相对落后，劳动生产率有待进一步提高；⑤工程垫资普遍较为严重，实际运作资金流易出问题。

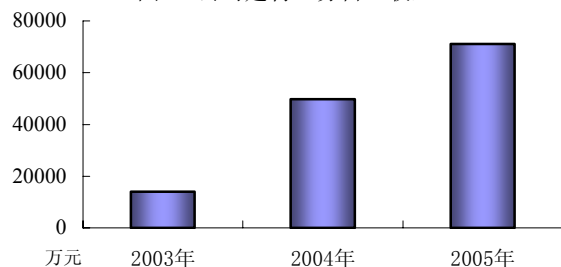
2. 业务状况

公司致力于新型建材的开发生产，其子公司——华南建材（深圳）有限公司是公司发展新型建材和工程业务并以此打造新型房屋业务体系的平台，目前已形成以集成房屋、大型建筑钢结构房屋、船舶耐火舱室系统、工业洁净室为核心业务的新型房屋业务体系。

目前，公司已建立了立足珠三角、面向全国市场的营销网络，现已在北京、上海、成都、广州、南宁、长沙、南昌、海口、济南等重点城市设立销售子公司、分公司及 20 余个办事处。强大的营销网络为广大客户提供拆迁、安装等快捷的服务奠定了坚实的基础，使公司新型建材业务在全国得到迅速的发展。

2003~2005 年，公司新型建材业务实现主营业务收入分别为 14076 万元、49706 万元和 71103 万元，增长情况见图 6。

图6 公司建材业务营业收入



2005 年新型建材业务保持快速增长，全年雅致组合房屋销售总量达到 140 万m²，组合房屋租赁保有量达到 120 万m²，其中新增租赁组合房屋 50 万m²，雅致组合房屋实现主营业务

收入、利润总额分别为 51258 万元和 6040 万元，同比分别增长 45.0% 和 78.9%，组合房屋体系已初具规模，并在全国主要区域形成战略布局，产品市场占有率节节攀升，为效益增长夯实了基础；船舶舾装和洁净室业务实现主营业务收入 5432 万元，同比增长 231.4%，实现利润总额 169 万元（上年同期为-210 万元），并于 2005 年收购了深圳金开利项目，预计金开利项目 2006 年可增加营业收入 16000 万元；钢结构和围护材料业务全年实现主营业务收入和利润总额分别为 12083 万元和 1278 万元，同比分别增长 6.4% 和 9.3%，并于 2005 年收购上海松尾钢结构有限公司，预计 2006 年可增加营业收入 8000 万元。

3. 经营优势

规模优势

目前，公司已成为国内规模最大、营销网络最齐全、最具有竞争优势的集成房屋提供商，树立了一定的品牌优势。公司下属建材行业子公司华南建材（深圳）有限公司、雅致集成房屋股份有限公司、深圳市金开利科技环境有限公司均是高新技术企业，雅致集成房屋股份有限公司是中国钢结构协会团体会员，雅致组合房被评为“中国名优产品”。

政策扶持

公司建材平台享受深圳地方政府多项优惠政策，为新型建材业务发展提供了有力支撑。如：华南建材（深圳）有限公司 XPS 生产线 2003 年获得 1000 万元贷款节能贴息；华南建材（深圳）有限公司宝安分公司、雅致集成房屋股份有限公司、深圳市金开利科技环境有限公司均享受企业所得税“两免三减半”和金属面夹心板应纳增值税减半征收优惠，华南建材（深圳）有限公司蛇口分公司享受泰柏板（钢丝网架夹心板）应纳增值税减半征收等优惠。

4. 经营风险

价格风险

公司新型建材业务以钢材为主要原材料，

钢材等原材料的价格波动将直接影响公司的经营效益；建材行业的进入门槛较低，竞争激烈，且主要以价格战的方式进行，市场风险较大。

应收账款管理

公司发展新型建材业务可能存在资金流控制和应收账款管理风险。随着生产和销售规模的扩张，公司应收账款增长较快，在公司 2005 年底 52281.35 万元的应收账款净额中，新型建材业务占 40.27%。未来几年，对资金流的控制和对应收账款的管理，将成为公司建材平台需要着重完善的环节。

新产品开发风险

公司新型建材业务主导产品组合房屋在外观设计、创新功用等方面更新速度较快，若公司新产品的开发和推广速度跟不上市场的变化，一旦出现新的替代品或其他竞争对手在新产品开发上取得领先优势，可能影响公司的经营效益和未来发展。

5. 未来发展

目前，公司通过兼并收购和自行培育相结合的方式完成了核心业务的整体战略布局，构建了相对完善的业务体系。在未来 1-2 年时间内，公司将对核心业务的各个体系进一步整合，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。在完成上述整合基础上，公司将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，目前公司主营业务突出，在强化核心产业的同时进行相关行业适度多元化扩张，公司规模扩张和效益增长实现了良性发展。

公司经营效率

表 2 列示了公司近三年发展及经营状况。近三年，公司资产总额、主营业务收入和利润总额均大幅增长，分别年均增长了 25.95%、34.47% 和 40.07%。总体看，公司近三年发展速度较快，增长质量较好，资产保值增值的能力较强。

表2 发展速度及经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
资产总额	552744	741325	876894	25.95
所有者权益	185557	209811	238992	13.49
主营业务收入	175063	267390	316539	34.47
主营业务成本	83071	128055	152217	35.37
利润总额	65552	105757	128610	40.07
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率 (%)	15.97	13.77	14.06	14.35
成本率 (%)	61.96	60.32	61.61	61.29
销售债权周转次数(次)	6.65	6.83	6.42	6.59
存货周转次数 (次)	1.58	2.45	1.73	1.91
总资产周转次数 (次)	0.35	0.41	0.39	0.39

从反映经营效率的主要指标看，近三年公司管理费用率和成本率基本稳定，2005 年分别为 14.06%和 61.61%，表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能力尚可；近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数虽有小幅波动，但整体周转速度较快，2005 年分别为 6.42 次、1.73 次和 0.39 次。总体看，公司近年来整体经营效率正常。

公司经营预测

根据公司《五年发展规划》，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，进一步稳固公司港航运输业务的主要核心产业地位；稳定发展石油基地服务业务，加大海上石油钻井平台生产基地的建设，增强基地物流业务功能，继续为公司提供稳定的利润；以独特的品牌、特色和良好的效益回报作为房地产业务的目标定位，积极推进该业务的发展；继续发展新型建材业务，提高产品档次，增加产品类型，提升产品市场竞争力。此外，公司将按照“稳健发展”的原则，构造风险投资机制，寻找新的业务增长点，经过 3~5 年的发展，将公司打造成为一个同时拥有成长型业务和利润贡献型业务的国内一流的大型综合性企业集团。

表 3 列示了公司预测的 2006 年~2008 年的主要财务数据，预测依据包括：①目前稳定的生产经营能力；②投资部分四大业务平台均

有分配，但主要投向是石油服务基地和港航运输平台；③考虑了 2007 年能通过发行短期融资券筹集资金 9.5 亿元。

表 3 经营预测

项目 (亿元)	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
计划投资	81451	121944	85176	2.26
主营业务收入	422000	502000	605000	19.74
利润总额	159800	175600	221100	17.63
净利润	62100	65600	70300	6.40
折旧	26800	30500	34200	12.97
摊销	8400	8800	9100	4.08
利息支出	6290	13570	8980	19.48
少数股东权益	237990	274720	317610	15.52
所有者权益	273280	307830	345330	12.41
EBITDA	201290	228470	273380	16.54
短期债务余额	201636	290033	243830	9.97
长期债务余额	16626	16626	0	
指 标	2006 年	2007 年	2008 年	平均值
全部债务资本化比率 (%)	29.92	34.49	26.89	29.77
净资产收益率 (%)	22.72	21.31	20.36	21.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	32.00	16.84	30.44	26.67
债务保护倍数 (倍)	0.45	0.34	0.47	0.39

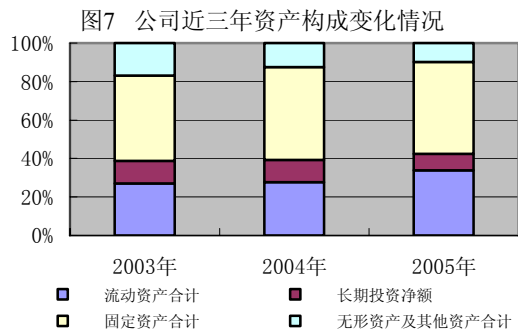
对比公司2006年上半年实际经营业绩，结合公司《五年发展规划》以及对公司所处主要行业未来发展的预期，我们认为，公司预测基本合理，预测目标实现的可能性较大。

六、财务分析

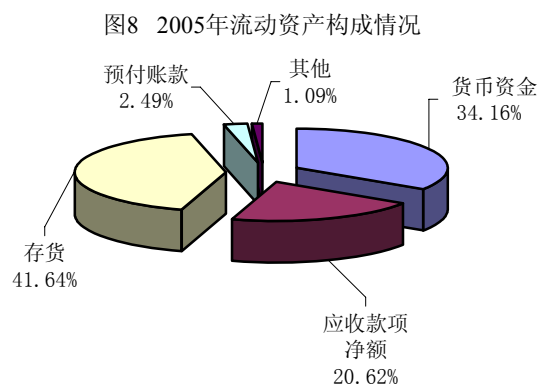
公司提供了2003年~2005年度合并财务报表，报表已经深圳大华天诚会计师事务所审计，并出具了无保留意见审计结论。近三年公司执行《企业会计制度》，会计报表合并范围变化不大，报表可比性较强。本报告采用的财务数据中，2003年、2004年分别为经调整的期初数，2005年为期末数，2006年上半年数据未经审计。

1. 资产质量

近三年，公司资产总额大幅增加，年均增长 25.95%，资产构成情况变化较小（见图 7）。截至 2005 年底，公司资产总额 876893.98 万元，其中：固定资产合计占 47.74%，流动资产合计占 33.93%，无形资产及其他资产合计占 9.79%，长期投资净额占 8.54%。公司资产以固定资产为主，资产构成合理，符合自身业务特点。



近三年，公司流动资产合计年均增长41.26%，截至2005年底，公司流动资产合计297567.12万元，其中：存货和货币资金占比较大，其次是应收款项（含应收账款和其他应收款）和预付账款，见图8。



2005年底，公司货币资金余额为101642.93万元，占流动资产合计的34.16%，占资产总额的11.59%，剔除下属两家上市公司深赤湾和深基地2005年底货币资金22835.32万元，实际公司可自由支配的货币资金为78807.61万元，公司货币资金较为充足。

2005年底，公司应收账款余额53580.71万元，账龄在1年以内的占78.30%，1~3年的占20.61%，3年以上的占1.09%，2005年底应收账款坏账准备余额1299.36万元，占应收账款余额的2.43%，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较小。

2005年底，公司其他应收款余额16636.91万元，账龄在1年以内的占26.46%，1~3年

的占23.99%，3年以上的占49.55%，主要债务人为公司联营及参股企业——深圳平南铁路有限公司和南海粮食工业有限公司，两家公司合计占其他应收款余额的36.35%，债务集中度较高，2005年底其他应收款坏账准备余额7553.69万元，占其他应收款余额的45.40%，坏账准备计提较为充分，风险较低。

近三年，存货在公司流动资产中均占较大比重，2005年由于房地产项目购置土地等原因，使得存货较2004年增长136.89%，2005年底存货余额124273.92万元，主要为土地、房地产开发成本及出租开发商品等，2005年底存货跌价准备余额367.92万元。

2005年底，公司预付账款余额7402.84万元，主要为预付材料、设备和地价款，其中99.84%账龄在1年以内。

2005年底，公司长期投资合计74921.89万元，占资产总额的8.54%，主要为对联营公司的股权投资和孙公司赤湾港航（香港）有限公司向MPIL（Media Port Investments Limited）提供的港币无息贷款。2005年公司取得证券投资收益249.36万元，按成本法核算的从被投资公司分配利润336.20万元，按权益法核算的调增权益10861.30万元，整体看，投资效益较好。

近三年，随着在建工程项目的陆续完工，公司固定资产稳步增加，年均增长30.62%。截至2005年底，公司固定资产净额394110.07万元，主要包括房屋建筑物、港航设施、机械设备等，公司固定资产使用状况良好；2005年由于部分工程项目完工转入固定资产，使得在建工程余额有所减少，2005年底公司在建工程账面余额24353.77万元，主要集中在广州宝湾物流园一期工程和上海宝湾物流园二期工程。

综上分析，公司资产结构合理，流动性稍弱，整体资产质量良好。

2. 负债及权益结构

近三年，公司负债总额有所增加，年均增长36.19%。截至2005年底，公司负债合计

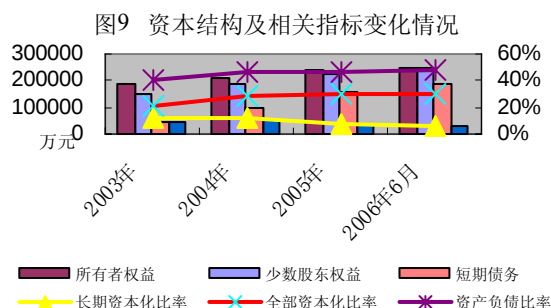
409405.22万元，其中，流动负债占91.01%，长期负债占8.85%。流动负债中，主要为短期借款（占37.81%）和递延收益（占33.73%），其次是应付账款（占7.05%）、其他应付款（占5.85%）和预收账款（占4.37%）。递延收益主要为公司向三级公司收取的泊位土地租金及场地使用费，协议使用期限均在20年以上，这些收入公司已一次性收取，不需要公司偿还，只需分年度摊销即可。

近三年，公司有息债务快速增加，年均增长46.69%，其中，短期债务年均增长88.90%，长期债务有所减少。2005年底公司有息债务合计194457.27万元，主要为短期借款（占72.45%）和长期借款（占18.42%）。公司债务以短期债务为主，债务结构不尽合理。

截至2005年底，公司预计负债3783.08万元，主要是为联营企业深圳平南铁路股份有限公司提供的贷款担保，目前，公司已就该笔担保全额计提坏帐准备。

近三年，公司所有者权益合计稳步增加，年均增长13.49%，截至2005年底，公司所有者权益合计238991.58万元，主要为实收资本、资本公积和盈余公积，未分配利润占19.83%，所有者权益稳定性较好。

从图9看，近三年，公司长期债务资本化比率逐年下降，全部债务资本化比率和资产负债率有所升高。2005年底，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7.12%、29.38%和46.69%。2006年6月底，三项指标分别为5.41%、30.41%和48.71%，与2005年底相比，变化不大。总体看，公司债务负担不重。



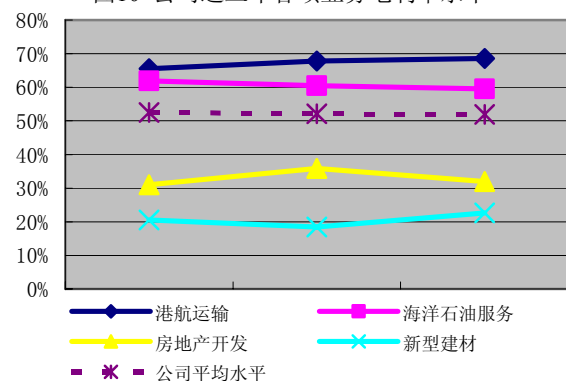
本期9.5亿元短期融资券发行后，以2006年6月底财务数据为基准测算，全部债务资本化比率将上升为38.68%，较2005年底提高了9.30个百分点，本期短期融资券的发行将使公司短期偿债压力有所增加。考虑到2005年8亿元短期融资券在2006年11月底偿还以及公司本期短期融资券的实际用途两方面的因素，结合公司经营预测（表3），2006年~2008年公司全部债务资本化比率分别为29.92%、34.49%和26.89%，负债水平不高，因此，本期短期融资券的发行预计对公司未来的债务负担影响不大。

3. 盈利能力

公司收入主要来源于港航运输、新型建材以及房地产开发。近三年，公司主营业务收入、主营业务利润和利润总额快速增长，年均增长分别达到34.47%、33.83%和40.07%。2005年，公司实现主营业务收入、主营业务利润和利润总额分别为316538.65万元、153710.66万元和128609.93万元。

从图10看，公司四大核心业务的毛利率普遍较高，其中港航运输业务、海洋石油服务业务毛利率高于公司平均水平，对公司利润贡献相对较大。2005年，公司主营业务利润率为48.56%，主营业务盈利能力很强。

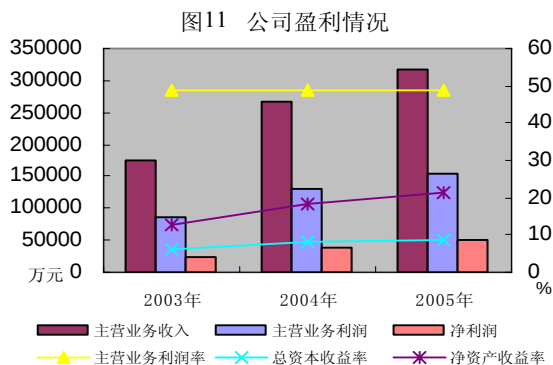
图10 公司近三年各项业务毛利率水平



近三年，公司在主营业务收入快速增长同时，较好地控制了营业费用、管理费用和财务费用的增加，使得近三年利润总额年均增长40.07%，增速明显高于主营业务收入和主营业

务利润的增速。

从盈利情况看（见图 11），公司总资本盈利率和净资产收益率近三年明显提高，2005 年总资本收益率、净资产收益率分别为 8.83% 和 21.48%，公司整体具有很强的盈利能力。



2006 年上半年，公司实现主营业务收入 191181.00 万元，利润总额 77861.00 万元，净利润 33508.00 万元，继续保持了良好的增长势头。

未来几年，赤湾港航业务因受泊位所限，将步入相对平稳增长阶段；海洋石油服务业务将保持稳定增长；房地产和新型建材业务有望获得较快发展，对收入和利润的贡献比重将逐步增大。尽管建材业务的整体利润率低于赤湾港航和石油基地业务，但公司整体仍有望保持较高盈利水平。

4. 现金流量

经营活动方面，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也有较大幅度增加，年均增长 29.62%，2005 年经营活动产生的现金流量净额为 81015.89 万元，较 2004 年减少了 34694.39 万元，主要是由于受房地产开发土地以及经营租赁影响，使得经营活动产生的现金流出增幅大于现金流入增幅。近三年，公司现金收入比较低，2005 年为 89.17%，收入实现质量较差，与公司不断扩大的房地产、新型建材等业务的结算周期略长有关。总体看，公司近三年经营活动现金流状况较好。

投资活动方面，近三年公司投资活跃，主要是为增加港航运输业务生产能力新建泊位和扩大新型建材业务和物流园规模，使得近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，2005 年为 -95399.02 万元。

近三年，筹资活动前现金流量净额有些波动，2003 年、2004 年经营活动产生的现金流量净额能够覆盖投资活动现金流出，2005 年由于新建泊位、购置码头设备以及建设上海、广州两家宝湾物流园等，经营活动产生的现金流量净额无法覆盖投资活动现金流出，使得筹资活动前现金流量净额由正转负。近三年，筹资活动前现金流量净额分别为 9799.40 万元、38387.78 万元和 -14383.13 万元。大规模新建与扩建基础设施是公司增强竞争实力和实现可持续发展的基础，预计随着公司新建泊位和新建物流园的投入运营，内部资金环境会得到改善。

筹资活动方面，现金流入以借款收到的现金为主，2005 年公司借款所收到的现金为 281023.39 万元（其中含 2005 年底发行短期融资券募集资金 80000 万元），较 2004 年增长 102.52%；现金流出以偿还债务、分配股利和偿付利息为主，2005 年该两项现金流出分别为 202727.88 万元和 58853.95 万元。总体上，公司债务规模有所增加，2005 年筹资活动产生的现金流量净额为 34005.21 万元。

总体看，公司目前经营活动创造现金流能力较强，基本能够实现自我滚动发展，现金流状况较好。

表 4 列示了公司 2006 年~2008 年的现金流预测数据。预测 2006 年现金及现金等价物净增额为负，主要原因是：①深赤湾下属赤湾集装箱码头有限公司（持股比例 55%）近年来的利润累积一次性在 2006 年支付，本次共支付 9.9 亿元；②深赤湾 2006 年进行了股权分置改革，公司支付对价款 9834 万元。结合公司目前现金流状况、未来发展规划以及对公司所处主要行业未来发展前景的判断，我们认为，公司预测基本合理。

表 4 现金流预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
现金流入小计	418179	516045	584820	18.26
现金流出小计	289292	393805	464010	26.65
经营活动产生现金流量净额	128887	122240	120810	-3.18
二、投资活动产生的现金流量				
现金流入小计	6958	10125	10581	23.32
现金流出小计	81451	121944	85176	2.26
投资活动产生现金流量净额	-74493	-111819	-74595	0.07
三、筹资活动产生的现金流量				
现金流入小计	266304	319999	197759	-13.83
现金流出小计	350506	323868	233473	-18.38
筹资活动产生现金流量净额	-84202	-3869	-35714	-34.87
四、现金及现金等价物净增加额	-30296	8246	11631	--

资料来源：公司提供

七、偿债能力

1. 短期偿债能力

2003 年~2005 年，公司流动比率和速动比率有所下降，2005 年底分别为 79.86%和 46.61%。考虑到近三年公司流动负债中包含数额较大实际并不需偿还的递延收益项目（2006 年上半年财务报表将其纳入长期负债核算），剔除该部分递延收益，近三年经调整后流动比率分别为 149.62%、121.42%和 120.51%，经调整后速动比率分别为 97.12%、90.59%和 70.33%；2005 年筹资活动前现金流量净额利息偿还能力指标为负，筹资活动前现金流量净额对利息偿还还不具备保护能力。综合来看，公司实际短期支付压力不大。

2. 长期偿债能力

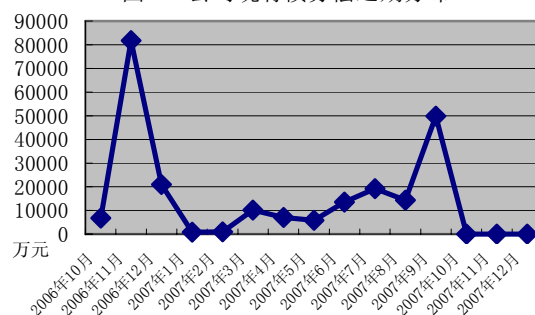
近三年，公司 EBITDA 值大幅增长，年均增长 38.17%，2005 年 EBITDA 值为 166148.37 万元。近三年 EBITDA 利息倍数、债务保护倍数均维持在较高水平，2005 年两项指标分别为 23.38 倍和 0.42 倍，表明公司对利息支出保护能力以及对债务整体保护能力都很强。

2006 年~2008 年，公司预测 EBITDA 利息倍数分别为 32 倍、16.84 倍和 30.44 倍，预测债务保护倍数分别为 0.45 倍、0.34 倍和 0.47 倍，预计公司未来三年对全部债务的保护能力很强。

3. 本期短期融资券偿债能力

图 12 统计的是自 2006 年 10 月~2007 年 12 月期间，公司现有债务的偿还期分布情况，该期间除 2006 年 11 月有较大规模债务（主要为该月到期需要偿还的 80000 万元短期融资券）需偿还外，其余时段不存在高度集中的偿债高峰，债务偿还期分布比较分散，有利于公司合理安排本期短期融资券到期偿还。

图 12 公司现有债务偿还期分布



2007 年公司需要偿还的债务总额为 121636 万元。根据公司预测，2007 年预测经营活动产生的现金流入量和净额分别为 516045 万元、122240 万元，分别为公司当年需要偿还现有债务和本期 95000 万元短期融资券之和的 2.38 倍和 0.56 倍，覆盖程度较高，经营活动现金流的偿还能力正常。

根据公司对 2006 年~2007 年的经营预测（见表 3），2006 年、2007 年公司预计经营活动产生的现金流量净额分别为 128887 万元和 122240 万元，分别是本期短期融资券发行额度的 1.36 倍和 1.29 倍；2006 年、2007 年经营活动现金流入分别为 418179 万元和 516045 万元，分别是本期短期融资券发行额度的 4.40 倍和 5.43 倍。未来经营活动产生的现金流入与经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券的保护能力较强。

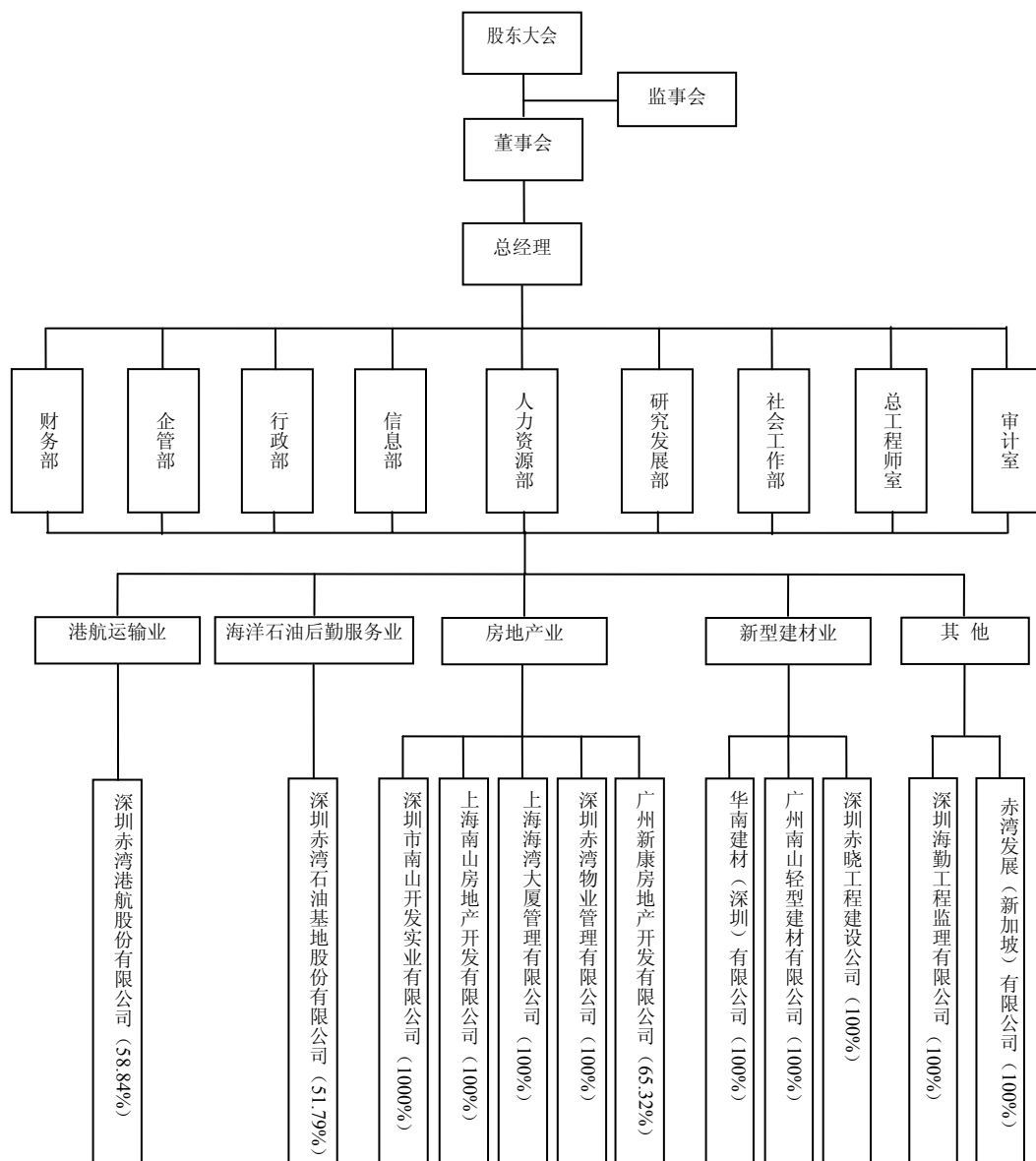
截至 2005 年底，公司货币资金余额为 101642.93 万元，剔除下属两家上市公司 2005 年底货币资金 22835.32 万元，实际公司可自由支配的货币资金为 78807.61 万元，是本期短期融资券的 0.83 倍。

目前，公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至2006年10月，公司在各商业银行获得总授信额度为43.26亿元，其中30.15亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

八、综合评价

公司是一家业务涉及多行业、多领域的综合性企业集团，拥有深圳赤湾港航股份有限公司和深圳赤湾石油基地股份有限公司两家上市公司，在港航运输和海洋石油后勤服务领域具有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；公司目前资产质量良好，债务负担较轻，盈利水平高，现金流状况良好。本期短期融资券的发行对公司现有债务水平影响不大。综合看，公司对本期短期融资券偿还能力较强。

5. 中国南山开发（集团）股份有限公司组织架构



6. 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

7. 短期融资券级别设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95 号）的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

长、短期信用等级的对应关系

