

跟 踪 评 级 公 告

联合[2012] 1176 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11 南山 MTN1”和“11 南山 MTN2”的信用等级为 AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十六日

评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国南山开发（集团）股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	本次评级结果	上次评级结果
11 南山 MTN1	18 亿元	2011/09/15-2016/09/15	AA ⁺	AA ⁺
11 南山 MTN2	7 亿元	2011/10/28-2016/10/28	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2012 年 12 月 26 日

财务数据：

项目	2010 年	2011 年	*2011 年	*2012 年 9 月
现金类资产(亿元)	35.80	39.58	34.80	45.68
资产总额(亿元)	192.94	233.40	199.06	215.19
所有者权益(亿元)	81.51	88.61	78.61	79.75
短期债务(亿元)	28.26	37.77	24.45	7.60
全部债务(亿元)	67.76	97.15	79.44	86.40
营业收入(亿元)	53.86	67.33	50.25	34.95
利润总额(亿元)	15.26	13.86	8.61	4.51
EBITDA(亿元)	22.66	24.71	16.80	--
经营性净现金流(亿元)	5.48	3.42	-4.04	7.90
营业利润率(%)	35.72	31.08	24.35	22.29
净资产收益率(%)	15.89	12.45	9.24	--
资产负债率(%)	57.73	62.03	60.51	62.94
全部债务资本化比率(%)	45.39	52.30	50.26	52.00
流动比率(%)	157.54	156.63	207.28	266.47
全部债务/EBITDA(倍)	2.99	3.93	4.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.60	5.10	3.98	--
经营现金流动负债比(%)	9.58	4.82	-8.06	--

注：1、公司全部债务中已剔除一年内到期的非流动负债中的递延收益；长期债务中包含计入长期应付款的融资租赁款。

2、*2011 年数据依据经审计的模拟深赤湾股份托管后的财务数据计算而得。

3、*2012 年三季度模拟财务数据未经审计。

分析师

王珂

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，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”）于 2012 年 9 月 30 日将持有的深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”）57.52% 的 A 股股份全部委托给大股东招商局国际有限公司（以下简称“招商局国际”）代为管理（以下简称“本次股份托管”）。南山集团对深赤湾由控制转变为重大影响，自托管之日起深赤湾不再纳入南山集团合并报表范围，转入长期股权投资科目核算。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对南山集团的评级反映了跟踪期内公司集成房屋体系、海洋石油后勤服务及物流园区、房地产开发等核心业务经营状况稳定。本次股份托管后，公司业务板块中将不包含深赤湾经营的港航运输业务，对业务结构和收入规模造成一定影响，整体盈利能力将有所下滑；相应的长期股权投资有所增长，整体仍保持较大的资产规模；整体偿债指标有所弱化，但仍保持良好水平。同时联合资信也关注到，营业成本上升较快、区域市场竞争日趋激烈、房地产和基础设施建设行业以及造船行业景气度波动等因素对公司经营和发展造成的不利影响。

联合资信认为，公司作为招商局集团有限公司旗下大型集团化企业，在本次股份托管后仍可凭借在核心业务领域较强的规模和竞争实力和多元化经营格局，保持稳定的经营状况，从而对其基本信用面提供良好支撑，并保持对存续债券很强的偿还能力。

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11 南山 MTN1”和“11 南山 MTN2”的信用等级为 AA⁺。

优势

1. 跟踪期内，公司集成房屋体系、海洋石油后勤服务及物流园区、房地产开发等核心业务经营状况稳定，整体抗风险能力进一步增强。
2. 公司旗下的雅致集成房屋股份有限公司拥有领先的研发能力与技术优势，是目前中国最大的集成房屋与船舶耐火舱室的制造企业。
3. 本次股份托管后，公司仍保持较大的资产规模，流动资产中货币资金依然充足。
4. 本次股份托管后，公司经营活动现金流入量和现金类资产仍对存续债券具备良好的保障能力。

关注

1. 房地产和基础设施建设行业以及造船行业景气度波动，对公司集成房屋体系业务经营发展造成不利影响。
2. 跟踪期内，原材料、人工以及燃油动力等营业成本上涨较快，公司整体盈利能力有所下滑。
3. 本次股份托管后，公司投资收益规模显著上升，对利润总额贡献程度较高。
4. 目前公司存货占比较高，主要为房地产开发成本。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国南山开发（集团）股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国南山开发（集团）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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国南山开发（集团）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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国南山开发（集团）股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于中国南山开发(集团)股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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,南山开发更名为现名。截至2010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7.831%、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(招商局(南山)控股有限公司下属全资子公司)持股0.496%。2010年5月26日广东省广业投资有限公司将其所持南山集团股份托管给了招商局(南山)控股有限公司,招商局(南山)控股有限公司在公司董事会的表决权增加至60.011%。自2010年起,南山集团纳入招商局国际合并范围。公司第一大股东—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—招商局国际的全资子公司。公司实际控制人为招商局集团有限公司。

公司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2011年底,公司本部设财务部、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(见附件1-2);拥有6家一级全资及控股

子公司(见附件1-3);拥有在职职工11047人。

截至2011年底,公司(合并)资产总额233.40亿元,所有者权益88.61亿元(其中少数股东权益38.67亿元);2011年公司实现营业收入67.33亿元,利润总额13.86亿元。

模拟深赤湾股份托管后,截至2011年底,公司(合并)资产总额199.06亿元,所有者权益78.61亿元(其中少数股东权益17.60亿元);2011年公司实现营业收入50.25亿元,利润总额8.61亿元。

模拟深赤湾股份托管后,截至2012年9月底,公司(合并)资产总额215.19亿元,所有者权益79.75亿元(其中少数股东权益18.20亿元);2012年1~9月,公司实现营业收入34.95亿元,利润总额4.51亿元。

公司注册地址:深圳市蛇口区赤湾;法定代表人:傅育宁。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来,受欧债危机扩散影响,外需总体出现走弱态势,同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求,在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响,制造业投资在2011年一直保持高速增长,在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言,2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》,2011年国内生产总值471564亿元,比上年增长9.2%。其中,第一产业增加值47712亿元,增长4.5%;第二产业增加值220592亿元,增长10.6%;第三产业增加值203260亿元,增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%,第二产业增加值比重为46.8%,第三产业增加值比重为43.1%。

2011年,中国全社会固定资产投资311022亿元,比上年增长23.6%,扣除价格因素,实际增长15.9%。其中,固定资产投资(不含农户)301933亿元,增长23.8%;农户投资9089亿元,增长15.3%。东部地区投资130319亿元,比上年增长20.1%;中部地区投资70783亿元,增长27.5%;西部地区投资71849亿元,增长28.7%;东北地区投资32687亿元,增长30.4%。2011年,中国全年货物运输总量369亿吨,比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨公里,增长12.1%。

2012年前三季度实现国内生产总值35.3万亿元,同比增长7.7%,环比增长2.2个百分点。根据国家统计局发布的最新统计数据,2012年1~9月,全国民间固定资产投资15.9万亿元,同比名义增长25.1%(扣除价格因素实际增长23.4%),增速与1~8月份持平。其中,东部地区投资7.9万亿元,同比增长21.6%;中部地区投资4.8万亿元,同比增长28.3%;西部地区投资3.2万亿元,同比增长29.6%。2012年1~9月,全国规模以上工业企业实现利润3.5万亿元,同比下降1.8%。在41个工业大类行业中,26个行业利润同比增长,14个行业同比下降,1个行业由同期盈利转为亏损。

2. 政策环境

财政政策方面,2011年全年公共财政收入103740亿元,比上年增加20639亿元,增长24.8%;其中税收收入89720亿元,增加16510亿元,增长22.6%。2011年,中国财政政策主要措施包括:重启价格调节基金,加大对农业的财政补贴力度,抑制物价上涨幅度;支持自主创新和战略性新兴产业发展,有序启动“十二五”规划重大项目建设,促进产业结构优化升级;继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策,分步实施个人所得税制度改革,促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上,明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,根据形势变化适时适度预调

微调,以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元,同比增长19.8%;用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。2012年上半年,全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出,分别较上年同期增长44.1%和36.4%。

货币政策方面,2011年,央行货币政策较为频繁,年度内6次上调存款准备金率,3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》,2011年年末,中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元,同比增长13.6%,增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%,增速比上年低4.1个百分点,比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元,其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行,12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%,比年初上升1.82个百分点。2012年1~7月,央行3次下调存款准备金率,并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率,通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》,截至2012年9月底,中国广义货币供应量M2余额为94.4万亿元,同比增长14.8%。人民币贷款余额61.51万亿元,同比增长16.3%。前三季度社会融资规模为11.7万亿元。金融机构贷款利率继续下行。

产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日,国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》;2011年9月7日,国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》;2011年中央政府继续加强房地产调控,“国八条”、房产税试点改革先后落地,“限购”、“限

价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、重大事项

依据《中国南山开发（集团）股份有限公司与招商局国际有限公司关于深圳赤湾港航股份有限公司之股份托管协议》（以下简称《托管协议》），南山集团于2012年9月30日将持有的深赤湾57.52%的A股股份全部委托给招商局国际有限公司代为管理，招商局国际有限公司同意接受上述委托。从托管之日起深赤湾不再纳入南山集团合并报表范围。

近年来，深圳区域内在建港口陆续投入使用，产能过剩带来港口市场的无序竞争，区域内的竞争日趋激烈，对深赤湾业务经营带来一定压力。为加强深圳西部港区一体化及深港合作的稳定发展，提升西部港区的竞争力，增强战略协同效应。南山集团同意将其持有的深赤湾股份委托招商局国际管理。

本次股份托管前，招商局国际持有南山集团合计37.02%的股份，为其控股股东；招商局国际通过南山集团间接持有深赤湾37087.80万股的A股股份（持股比例57.52%），南山集团为深赤湾控股股东；招商局国际通过景锋企业间接持有深赤湾5531.42万股的B股股份（持股比例8.58%），合计持股比例为66.10%，招商局国际的控股股东招商局集团为深赤湾的实际控制人。

本次股份托管后，招商局国际以委托管理的方式成为南山集团持有深赤湾57.52%股份的唯一受托人，代南山集团行使托管股份项下的股东权利。获得深赤湾57.52%股份项下股东

权利，从而直接控制深赤湾；招商局国际合计控制深赤湾的权益未发生变化，仍为66.10%。因此本次股份托管前后，深赤湾股权结构未发生变化，实际控制人未发生变化。

招商局集团通过子公司China Merchants Union(BVI)Limited持有招商局国际53.99%股份；通过下属子公司持有招商局国际1.51%股份，合计持有55.50%股份，为其实际控制人。招商局国际于1992年在香港联交所上市，主要从事集装箱、散杂货的港口装卸服务，投资并管理的港口分布于中国内地、中国香港以及东南亚、非洲等区域。多年发展，招商局国际现已成为中国领先的公共码头营运商，在中国沿海主要枢纽港建立了较为完善的港口网络群，覆盖珠江三角洲、长江三角洲、环渤海湾地区、厦门湾经济区和西南地区。在大力发展集装箱码头业务的同时，招商局国际还着力拓展以港口业务为核心的海运物流增值服务，其中包括深圳、青岛保税港区、天津海天物流园区，以及服务于其港口、物流园及广大客户的快捷开放的电子信息平台，服务于深圳西部港区的华南驳船转运系统等。截至2011年底，招商局国际资产总额870.86亿港元，所有者权益547.60亿港元；2011年招商局国际实现营业收入94.70亿港元，利润总额76.86亿港元。

深赤湾于1993年5月在深交所上市（股票简称：深赤湾A；股票代码：000022）。目前深赤湾旗下拥有中国华南地区重要的进出口港口区一赤湾港区、妈湾港区和东莞麻涌港区，及与之配套的港口服务企业18家（其中11家全资子公司，7家控股及参股企业）。截至2011年底，深赤湾资产总额63.45亿元，所有者权益41.06亿元；2011年深赤湾实现营业收入17.08亿元，利润总额8.16亿元。

目前在深圳区域内除招商局国际外，深赤湾还存在与盐田港区、大铲湾港区的市场竞争。在同一实际控制人招商局集团的协调下，本次股份托管有利于加强招商局国际和深赤湾的合作，改善深圳西部港区的市场竞争环境，提升

招商局国际在深圳西部港口的业务以及深赤湾的整体市场竞争力。

本次股份托管后，招商局国际占有深赤湾董事会大多数席位，对深赤湾的生产经营具有控制地位；南山集团对深赤湾由控制转变为重大影响。自托管之日起港航公司不再纳入南山集团合并报表范围（详见财务分析）。

五、经营分析

1. 经营概况

模拟本次股份托管前经营概况

公司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、集成房屋体系四大核心业务为主，跨行业、跨地区经营的大型综合性企业集团。

2011年，在集成房屋体系、海洋石油服务及物流后勤服务和房地产开发三大业务板块带动下，公司实现营业收入同比增长25.01%，为67.33亿元。从收入构成来看，货物吞吐量同比下滑导致港航运输业务收入同比有所下降，占营业收入比重由2010年的32.21%下降至25.37%；房地产项目确认收入同比大幅增长导致该业务板块占营业收入比重由2010年的8.69%上升至18.63%；海洋石油服务及物流后勤服

务、集成房屋体系业务占营业收入比重同比小幅下滑。

业务毛利率方面，2011年由于人工成本、原材料成本以及燃油动力成本上涨较快，公司营业成本同比增长32.80%，高于营业收入增幅7.79个百分点，由此导致业务毛利率同比下滑4.61个百分点，为35.30%。

从各板块业务毛利润贡献情况来看，2011年港航运输、海洋石油服务及物流后勤服务、房地产开发以及集成房屋体系对公司业务毛利润贡献率分别为38.84%、12.54%、18.47%和24.86%。港航运输为公司业务毛利润的最主要来源；集成房屋体系以及房地产开发为公司业务毛利润的重要来源。

模拟本次股份托管后经营概况

2012年9月30日，深赤湾股份托管至招商局国际后将不再纳入南山集团合并报表范围。

2011年公司实现营业收入50.25亿元，较股份托管前下降25.37%；其中集成房屋体系板块为最主要的收入来源，占营业收入比重为56.48%。从业务毛利率来看，2011年为28.60%，较股份托管前下降6.70个百分点；从各板块业务毛利润贡献情况来看，集成房屋体系将成为公司最主要的毛利润来源。

表1 公司营业收入及毛利率情况

业务类型	营业收入（亿元）				收入占比（%）				毛利率（%）			
	2010年	2011年	*2011年	*12年1~9月	2010年	2011年	*2011年	*12年1~9月	2010年	2011年	*2011年	*12年1~9月
港航运输	17.40	17.08	--	--	32.31	25.37	--	--	57.35	54.05	--	--
海洋石油服务及物流后勤服务	4.00	4.62	4.62	4.31	7.43	6.86	9.19	12.33	66.64	64.50	64.50	59.77
房地产开发	4.68	12.54	12.54	3.67	8.69	18.63	24.96	10.50	33.71	35.00	35.00	22.44
集成房屋体系	25.00	28.38	28.38	21.80	46.42	42.14	56.48	62.37	24.66	20.82	20.82	18.82
其他	2.78	4.71	4.71	5.16	5.16	7.00	9.37	14.76	--	--	--	--
合计	53.86	67.33	50.25	34.95	100.00	100.00	100.00	100.00	39.91	35.30	28.60	25.33

资料来源：公司提供

注：*2011年和*2012年三季度数据依据模拟深赤湾股份托管后的财务数据计算而得。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 34.95 亿元，占 2011 年全年的 69.55%，主要由于房地产业务收入受确认时点影响同比有所下降以及集成房屋体系业务收入受宏观经济形势影响同比有所下降；业务毛利率为 25.33%，较 2011 年底下降 3.27 个百分点。

总体来看，本次股份托管后，公司业务板块中将不包含深赤湾经营的港航运输业务，对业务结构和收入规模造成一定影响，整体毛利率水平将有所下滑。

2. 港航运输

(1) 行业分析

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。港口发展与经济发展之间的关系尤为密切。2011 年中国港口完成货物吞吐量 100.41 亿吨，比上年增长 12.4%，增速有所回落，其中，沿海港口完成 63.60 亿吨，内河港口完成 36.81 亿吨，比上年分别增长 12.7%和 12.0%；2011 年中国港口完成集装箱吞吐量 1.64 亿 TEU，比上年增长 12.0%，增幅有所回落。其中，沿海港口完成 1.46 亿 TEU，内河港口完成 1736 万 TEU，比上年分别增长 11.3%和 18.3%。

2012 年以来，受欧债危机持续以及中国宏观经济增速趋缓影响，港口货物吞吐量增速趋于回落。2012 年 1~9 月，规模以上港口累计完成货物吞吐量 71.95 亿吨，同比增长 6.3%，增速较一、二季度分别回落 3.1 个和 2.0 个百分点；增速较去年同期回落 7.4 个百分点。其中，完成外贸货物吞吐量 22.60 亿吨，同比增长 10.7%，增速较去年同期上升 0.5 个百分点，主要受益于大宗能源、原材料外贸进港量保持快速增长；完成内贸货物吞吐量 49.3 亿吨，同比增长 4.4%，增速较去年同期回落 10.9 个百分点；同期规模以上港口完成集装箱吞吐量 13094 万 TEU，同比增长 8.1%，增速同比回落 4.4 个百分点。

分货种来看，2011 年各形态货种吞吐量增

速均有所回落。2011 年中国港口全年完成液体散货吞吐量 9.11 亿吨，比上年增长 6.7%；干散货吞吐量 58.55 亿吨，增长 13.6%；件杂货吞吐量 10.18 亿吨，增长 6.6%；集装箱吞吐量（按重量计算）17.75 亿吨，增长 15.8%；滚装汽车吞吐量（按重量计算）4.83 亿吨，增长 10.2%。液体散货、干散货、件杂货、集装箱和滚装汽车吞吐量增速较上年同期略有回落，在港口货物吞吐量中所占比重分别为 9.1%、58.3%、10.1%、17.7%和 4.8%。2012 年 1~8 月，全国规模以上港口完成煤炭及制品吞吐量 13.0 亿吨，同比增长 2.5%，增速较去年同期回落 15.8 个百分点；完成石油天然气及制品吞吐量 4.9 亿吨，下降 2.8%，增速较去年同期回落 10.8 个百分点；完成金属矿石吞吐量 9.9 亿吨，增长 7.4%，增速较去年同期回落 2.8 个百分点。

总体看，2011 年以来，中国港口行业整体运行平稳，但欧债危机持续蔓延以及中国宏观经济增长趋缓导致港口吞吐量增速较往年有所回落。未来随着全球经济复苏以及国内宏观经济的持续稳定增长，中国港口行业有望保持稳定的发展态势。

(2) 经营概况

公司港航运输业务主要包括集装箱、散杂货码头及港口配套业务等，全部由深赤湾经营管理。2011 年深赤湾实现营业收入 17.08 亿元，同比下降 1.84%；业务毛利率 54.05%，同比下降 3.30 个百分点；利润总额 8.16 亿元，同比下降 15.18%。

2011 年深赤湾经营业绩同比出现下滑主要由于①全球经济复苏放缓导致中国对外贸易形势下行，影响了以外向型经济为主的深圳地区集装箱吞吐量。2011 年深赤湾完成集装箱吞吐量 579.3 万 TEU，同比下降 5.8%，占深圳港集装箱码头业务 25.7%的市场份额，同比下降 1.5 个百分点。②中国宏观经济增速放缓导致大宗散货需求不足，影响深赤湾散杂货吞吐量。2011 年深赤湾完成货物吞吐量 6384 万吨，同比下降 0.5%，占深圳港货物吞吐量的 27.4%，同比下

降 0.6 个百分点，完成散杂货吞吐量 925.1 万吨，同比下降 9.4%；③人工、原材料及燃油动力成本的快速上涨以及影响了港航业务的盈利能力；④由于深圳区域内存在多家港口运营主体，各港口前期大规模建设的港务设施逐步投入使用，产能扩张较快，港口相互竞争日趋激烈，影响了深赤湾业务发展。

2012 年 1~9 月，深赤湾实现营业收入 13.59 亿元，同比增长 6.03%；业务毛利率为 54.98%，较 2011 年底上升 0.94 个百分点；实现利润总额 5.96 亿元，同比下降 2.30%。2012 年 1~9 月，深赤湾完成货物吞吐量 4698.8 万吨，同比下降 1.8%；集装箱吞吐量累计完成 406.2 万 TEU，同比下降 7.3%；散杂货吞吐量累计完成 843.8 万吨，同比增长 26.5%。

总体看，受宏观经济、营业成本以及区域市场竞争环境影响，跟踪期内深赤湾经营业绩有所波动。

3. 海洋石油服务及后勤物流服务

(1) 行业概况

海洋石油后勤服务

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。

中国海洋石油后勤服务市场主要分布于南海东部、西部、东海及渤海四个基地。海洋石油后勤服务市场的成长性有地域性特点。渤海湾区域由于产油量快速增长，使得该区域海洋石油后勤服务市场增长也较快，其它浅海地区由于石油开采已处于成熟期，市场增长相对缓慢。

从区域市场竞争状况来看，海洋石油后勤业务服务于海洋石油开发。目前中国海洋油气开发产业链基本被中海油集团垄断。虽然中石油、中石化等少数巨型国企陆续下海，但未来该行业依然处于寡头垄断。开展海洋石油后勤服务需要与该行业垄断企业保持长期良好的合

作关系。目前赤湾石油基地仅占有南海东部作业区的大部分后勤服务市场份额，其它市场均由中海油集团旗下企业占据，该行业进入壁垒较高，行业内竞争不充分。

目前中国沿海已建成四大石油后勤服务基地，各基地之间无直接竞争关系。除深赤湾基地外，其余三个基地均属于中海油集团。此外，中海油在惠州的石油基地即将投入使用，将为南海东部作业服务，在南海地区形成与赤湾基地和相互制衡的竞争态势。中海油惠州石油基地的基本服务功能包含了本公司目前赤湾石油基地内的所有功能，未来将成为公司最大的竞争对手。

从未来发展来看，短期内，全球经济复苏将进一步刺激石油开采。2011 年中海油的油气净产量 3.3 亿桶油当量，同比微增 0.7%。2010 年以来，因美国政府继续推行的量化宽松货币政策引发国际原油市场的变动，油价不断上涨，短期对国际原油的开采将有进一步刺激。

长期来看，全球石油需求持续增长，深海采油是未来的趋势。据 IEA 预测，全球能源需求在 2007~2030 年间将以年均 1.5% 的增速持续增长。2030 年前，原油仍将是最大的能源消费品种，占其 34% 份额。而陆地油气开发将进入衰退期，海洋资源空间巨大，其中浅海区域石油资源逐渐减少，深海油气资源丰富，是未来开采重心。

随着中国海洋石油开发的持续升温，海洋石油后勤需求必将保持快速增长，市场需求中长期向好。

物流园区业务

2011 年中国物流行业运行继续保持较快增长，物流费用占 GDP 比重逐渐向国际水平靠近。2011 年全国社会物流总额 158.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 12.3%，增幅比上年回落 2.7 个百分点。2011 年，社会物流总费用依然处于高位，达 8.4 万亿元，同比增长 18.5%，增幅比去年同期提高 1.8 个百分点。社会物流总费用与 GDP 的比值为 18%，与

2008 年到 2011 年社会物流总费用占比大致相同, 显示出物流行业面临的成本压力仍未减轻, 其主要原因在于银根收紧、贷款利率上调等宏观经济政策的影响, 以及原燃料、动力价格和劳动力成本的上升。物流业增加值为 3.2 万亿元, 同比增长 13.9%, 增速同比略有提高。

物流地产市场走势总体较为平稳, 仓储设施更新换代带来较大市场空间。中西部地区高质量仓储物业市场发展速度较快, 但竞争也较为激烈。据统计, 目前长三角地区高端仓储物业存量占全国约 1/2 的市场份额, 环渤海地区占据约 1/4, 中西部地区市场规模相对较小, 仅占市场总量的 6%。考虑到未来中西部地区承接沿海地区产业转移、旺盛的消费市场以及有竞争力的租金价格等因素, 市场份额有望逐步扩大。

在市场竞争方面, 目前市场高品质仓储物业的来源主要包括: (1) 专业从事高端仓储设施开发租赁的物流地产开发商, 如普洛斯、宝湾、丰树等; (2) 出于自身业务需求或是寻求改变轻资产运营模式的物流服务商, 如宝供物流 (PGL)、嘉里大通 (Kerryeas)、招商物流等;

(3) 出于自身业务需求的生产及商贸流通企业, 代表企业有苏宁电器、京东商城、当当网等。总体而言, 物流企业、生产及商贸流通企业与专业物流地产开发商之间合作关系大于竞争关系, 行业内竞争主要来源于专业物流地产开发商之间, 竞争较为激烈。市场进入时间早晚、资金筹措能力强弱、政府关系维护是否良好、战略选择 (偏激进还是保守) 等因素的差异是目前影响专业物流地产开发商的市场地位的主要因素。

未来市场将逐渐细分出各类冷藏冷冻、农产品及农村配送、电子商务配送、医药配送等专业性仓储设施, 仓储设施将呈现专业化发展趋势。包括仓单质押、分销配送、越库配送以及托盘的统一管理与共用租赁等的新兴业务模式将不断出现, 仓储增值服务将呈现多样化发展趋势。

金融仓储、私人仓储以及仓储联盟将相继涌现, 发展势头良好, 未来, 新经营业态将不断涌现。仓储设备与技术不断进步, RFID (射频识别) 技术应用范围不断扩大, 更加环保的新材料托盘及包装将得以更广泛的使用。

行业政策长期向好, 物流业战略振兴规划的出台和实施细则的逐步推出实施, 将引导物流业走上中长期稳定发展的轨道。

(2) 经营概况

公司海洋石油服务业务和物流园业务主要通过控股的深交所上市子公司—深圳赤湾石油基地股份有限公司 (以下简称“深基地”, 股票代码: 200035, 公司持股比例为 51.79%) 经营。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, 初步实现了从单一浅水型基地到深浅水综合服务基地的战略性转变。

截至 2011 年底, 深基地资产总额 36.48 亿元; 2011 年实现营业收入 4.62 亿元, 同比增长 15.45%; 业务毛利率为 64.50%, 同比下滑 2.14 个百分点; 实现利润总额 1.48 亿元, 同比下降 3.90%。2011 年深基地经营业绩下滑主要由于一方面参股企业胜宝旺建设的蓬莱场地项目工程延期, 导致投资收益减少; 另一方面, 各项营业成本以及财务费用支出上涨较快。

石油后勤服务方面, 截至 2011 年底, 公司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。2011 年石油基地仓库和堆场出租率均达到 95%, 货物装卸量达到 79 万吨, 同比增长 13.2%。

物流服务方面, 宝湾物流是深基地的物流服务品牌, 在短短几年间快速成长, 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，宝湾物流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。2011 年物流仓库平均出租率达到 93.4%，同比增加 7.2 个百分点，其中广州宝湾、上海宝湾和昆山宝湾年末仓库出租率均保持 100%。目前公司物流后勤服务业务正在逐步形成以珠三角、长三角、京津塘和环渤海地区的重点区域网络化战略格局。

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“赤湾胜宝旺”）获取投资收益，赤湾胜宝旺拥有东南亚最大的海洋平台工程制造加工场地。2011 年深基地对赤湾胜宝旺实现投资收益 2320 万元，同比有所下滑，主要由于赤湾胜宝旺控股的蓬莱场地项目工程延期。

2012 年 1~9 月，深基地实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 30.41%；业务毛利率为 54.99%，较 2011 年有所下滑；实现利润总额 0.71 亿元，同比大幅增长，主要来自对参股企业以及银行理财产品投资收益增长所致。

4. 房地产开发业务

（1）行业概况

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2011 年以来房地产行业仍呈增长态势，但由于受到国家宏观调控影响，增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61740 亿元，比 2010 年增长 27.9%，增速下降 5.3 个百分点。2012 年房地产开发投资增速延续下降趋势，2012 年 1~7 月，全国房地产开发投资 36774 亿元，同比名义增长 15.4%，较上年同期 33.6% 的增速大幅回落。房地产行业是受政策影响波动较大的行业。

从商品房销售价格看，2011 年受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，进入 9 月份，调控效果在限购城市进

一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。2012 年上半年房地产价格在国家强力调控下，呈持续呈现下降态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，百城住宅均价自 2011 年 9 月开始下跌，下跌态势持续 9 个月后于 2012 年 6 月首次止跌。具体来看，2012 年 1~5 月百城价格指数持续下跌，6 月百城住宅均价为 8688 元/平方米，环比上涨 0.05%，结束了连续 9 个月环比下跌的态势。与去年同期相比，6 月百城住宅均价下跌 1.9%，较 2010 年以来的阶段性高点下跌 2.2%。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011 年全国房地产开发企业房屋施工面积 50.80 亿平方米，比上年增长 25.3%；房屋新开工面积 19.01 亿平方米，增长 16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由 2010 年的 18.7% 下降至 2011 年的 17.6%，下降了 1.1 个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 10.99 亿平方米，比上年增长 4.9%，增幅回落 5.2 个百分点；商品房销售额 5.91 万亿元，增长 12.14%，增幅回落 6.72 个百分点。2012 年以来房屋供给增速延续放缓趋势，2012 年 1~7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 489216 万平方米，同比增长 15.3%，增速比 1~6 月份回落 1.9 个百分点；房屋新开工面积 103905 万平方米，下降 9.8%，降幅比 1~6 月份扩大 2.7 个百分点；房屋竣工面积 38608 万平方米，增长 19.0%，增速回落 1.7 个百分点；销售方面，2012 年 1~7 月份，商品房销售面积 48593 万平方米，同比下降 6.6%，降幅比 1~6 月份缩小 3.4 个百分点；商品房销售额 28699 亿元，下降 0.5%，降幅缩小 4.7

个百分点。

从未来发展来看，短期内，在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，同时市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

从长远看，在政府大力转变房地产供应结构的情势下，中国房地产正在进入产业升级调整阶段。未来中国房地产行业有四个发展趋势：一是房地产产品细分化，尤其商业地产细分化；二是房地产由资本收益向现金流收益发展，更多的商业物业会采取持有运营获取长期的现金流收益；三是房地产金融会不断完善、高速发展，为中国房地产业发展注入更多丰富血液；四是房地产中介服务更加全程化、专业化。

另一方面，保障性住房建设成为国家政策支持的重点。“十二五”期间，中国城镇保障性安居工程将建设 3600 万套，覆盖面达到 20% 左右。随着各地政府对保障房建设工作的日益重视，大量低收入人群的住房需求得到有效的释放。

总体看，房地产行业与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策和经济周期影响大，中国房地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段，目前国家宏观调控政策日趋严厉且短期内不会放松，保障房的大力推进有助于增加

市场供给，房价上涨和销售量增速均回落并逐渐回归理性。

（2）经营概况

房地产开发方面，公司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。2011 年公司房地产业务实现营业收入 12.54 亿元，同比大幅增长，主要由于达到收入确认条件的竣工的房地产项目同比增长；业务毛利率为 35.00%，同比上升 1.29 个百分点。2012 年 1~9 月，公司房地产业务实现收入 3.67 亿元，同比大幅下降，主要由于部分项目尚未达到收入确认条件；业务毛利率为 22.44%，较 2011 年有所下滑。

2011 年，公司房地产业务加大开工力度，房地产项目新开工面积 21.89 万平方米，竣工面积 24.99 万平方米，销售面积 17.6 万平方米，实现销售额 13.62 亿元。2012 年公司房地产业务收入主要来自半岛一号一惠阳新城、巴黎印象一苏州南山地产、赤湾生活小区一房地产经营部、苏州金成家园一期一苏州南山置业以及苏迪亚诺项目一长沙南山项目。2012 年 1~9 月，公司房地产业务加大开工力度，房地产项目新开工面积 24.02 万平方米，竣工面积 37.32 万平方米，销售面积 18.24 万平方米，实现销售额 13.56 亿元（部分尚未达到收入确认条件）。

表 2 截至 2012 年 9 月底房地产在建项目情况（单位：万元、平方米、%）

项目主体	项目名称	项目类别	规划建筑面积	总投资	截至 2012 年 9 月底已投入	未来三年 投资支出
惠阳新城市房地产开发有限公司	半岛一号	一期	141631	41018	38967	2051
惠阳新城市房地产开发有限公司	半岛一号	二期	213594	80730	76693	4037
惠阳新城市房地产开发有限公司	半岛一号	三期	160895	68407	64986	3421
惠阳新城市房地产开发有限公司	半岛一号	南一岛	67086	41193	32954	8239
惠阳新城市房地产开发有限公司	半岛一号	南二岛	54835	37902	15160	22274
长沙南山房地产开发有限公司	苏迪亚诺		395120	134114	105677	28437
长沙南山新城房地产开发有限公司	滨江新城		263463	169552	58257	111295
长沙南山天池房地产开发有限公司			599705	249905	31996	209242
上海新南山房地产开发公司	上海徐泾项目	普通商品房	15.9 万	276600	92778	161303
苏州南山发展有限公司	南山檀郡	住宅	137754	155871	105929	32696

项目主体	项目名称	项目类别	规划建筑面积	总投资	截至 2012 年 9 月底已投入	未来三年 投资支出
苏州南山置业有限公司	南山金城 1958	住宅	326178	194512	151061	27865
合计			2360261	1449804	774458	610860

资料来源：公司提供

截至 2012 年 9 月底，公司房地产在建项目 11 个，计划总投资 144.98 亿元，规划建筑面积 236.03 万平方米；截至 2012 年 9 月底，上述项目已投入 77.45 亿元，未来三年仍需投入 61.09 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司土地储备达到 91.27 万平方米，包括苏州置业：5.76 万平方米、长沙新城：6.16 万平方米、长沙南山/天池：0.82/39.02 万平方米、惠阳新城市：15.11 万平方米、上海青浦：14.33 万平方米和苏州招商：10.07 万平方米。

5. 集成房屋体系业务

(1) 行业概况

集成房屋

从产品类别看，建筑临建房产品基本处于成熟期，市场已处于完全竞争状态，行业利润率已接近社会平均利润率；其它类型如农业、商业公用、旅游、军事类集成房屋尚处于发展初期。从产品应用区域看，华南区处于平稳成熟期，华北、华东区处于成长期中期，西南区处于成长期初期，其他区域还处于导入期，行业整体处于成长期。

从行业特征来看，行业门槛不高，竞争激烈，呈区域性特征。随着活动板房市场需求量的逐年放大，市场进入者增多，竞争加剧，各区域均已形成一些区域性企业参与市场竞争，区域市场的价格竞争日趋白热化。

集成房屋行业较低的市场集中度和价格竞争态势使得其对客户的议价能力较弱。由于原材料需求总量不大，集成房屋行业对钢材等原材料供应商的议价能力整体上一一直处于弱势。

近几年以“得劳斯”为代表的箱房企业以其独特的经营模式在华南区域快速成长，目前

已有快速复制布局全国之势；同时中集住人箱的出现也可能引起市场格局的变化。

未来国内外集成房屋市场均将继续保持一定程度增长。国外发展中国家临建房市场前景乐观。中东国家正大力投资于基础能源建设项目和城市建设项目；非洲、拉美、东南亚及南亚的大多数国家基础设施落后，规划期内，道路和其他基础设施建设尤其是贫困乡村地区的基础设施建设项目较多。国内集成房屋行业应用范围仍将呈现明显的区域性特征经济发达、城市化水平高的中心城市，集成房屋的应用范围可由临建市场向商务、商业、旅游别墅等领域拓展；经济欠发达、城市化水平不高的二、三线城市和乡镇，集成房屋大量仍主要用于工地临建。

箱房尚处于初步阶段，短期内对市场冲击仍将有限，箱房初期将从对密封性要求特别高的区域和中心城市的短期租赁市场等开始，预计未来将会在中心城市形成一定的规模需求。未来个别重点城市的箱房将对拆装房产生一定冲击，但全国范围内大规模替代拆装房尚需一段时间。

租赁业务作为一种较为成熟的经营模式，在一定程度上可提高潜在进入者的门槛，未来将继续在市场竞争中发挥重要作用。受地方政府的要求，活动板房的芯材升级，换用阻燃型或不燃型材料将是必然趋势。

船舶舱室

船舶舱室业务是指开发、制造、销售防火、隔音、隔热功能的船舶舱室系统及配套系统的产品，并承担船舶舱室工程总承包，与造船行业景气度紧密相关。

2011 年以来，全球航运市场景气度明显下滑，主要由于一方面全球经济复苏放缓制约了

干散货及集装箱运输需求增长；另一方面新船交付高度集中，运力供给过剩压力进一步加大，航运市场供需结构性失衡，运价持续低位徘徊。航运市场景气度于世界造船市场相关程度较高。根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计，2011 年全球新船订单量累计达 62.46 百万载重吨，比 2010 年下滑 48.21%；全年造船完工量 158.91 百万载重吨，同比增长 8.79%；2011 年全球累计手持船舶订单 356.10 百万载重吨，同比下降 24.65%。除完工量外，其余主要指标均有明显下降，主要是在现有订单不断完成的同时，受 2011 年美国债务危机和欧洲诸国家主权债务危机影响，资金链收紧，新增订单及手持订单显著减少。目前世界造船市场呈现中、日、韩三国鼎立的局面。根据英国克拉克松研究公司（Clarkson）的统计，2011 年中国新接订单量、手持订单量、造船完工量均已超越韩国成为世界第一。

金融危机对于船舶舱室行业的滞后性影响在 2010 年已开始逐步显现，但仍保持一定需求。数据显示，2011 年是交船高峰期，2012 年虽然有所下滑，但仍保持较高的交船数量，因此近年来对于舱室产品的需求仍然保持旺盛。目前行业竞争格局稳定，国内企业国际竞争力偏弱。随着造船业向发展中国家尤其是中国的转移，船舶舱室行业也将进一步向发展中国家转移。随着造船行业的调整以及船舶建造标准的不断提升，船厂对于舱室供应企业的要求会越来越高。国内市场竞争方式将逐步由价格竞争转变为综合实力的竞争。高端市场领域需求将成为热点。船舶行业的调整，导致舱室产品需求下滑，同时舱室企业的利润率不断被挤压。有实力的舱室企业可能会发展豪华邮轮和海工等高端市场领域业务，实现产品升级。

建筑钢结构

建筑钢结构业务是指开发、设计、制造、安装大中型建筑钢结构及其相应围护设施。在欧美日等发达国家，钢结构建筑已成为新型建筑主流，并成为现代建筑业发展方向，但市场

已较为饱和。近几年国内钢结构行业快速发展，但在建筑领域应用比例仍偏小，行业发展空间较大。

钢结构出口市场竞争比较激烈，品质、设备、产品、价格是竞争的关键因素。国际工程公司基本都在中国（大多在上海）设立采购组织寻找供应商，而能达到其要求的供应商较少，主要有上海松尾、广州永联、上海冠达尔、中远川崎和沪宁钢机等。

人民币汇率不断升值及钢材价格持续上涨，对出口加工型钢结构企业的利润空间影响较大。随着竞争的加剧，大型钢结构企业将凭借其技术、管理优势逐步向项目管理的方向发展；国内钢结构企业技术及项目管理水平的提高，使其向更为高端的市场领域拓展成为可能。

复合板材和集成通信机房

复合板材和集成通信机房业务主要指隔热保温板、复合夹芯板等复合板材的设计、生产、销售与深加工，轻钢结构集成通信机房的设计、生产和安装。

目前夹芯板产品在国内市场中处于“成长期”并将接近“成熟期”。政府推行的安全节能环保政策，将促进隔热保温板、复合夹心板等钢结构配套产品对传统产品的替代进程，国内市场总体需求将稳中有升。国家对建筑的防火要求越来越高，岩棉夹芯板的市场前景看好。国际市场正快速增长，已成为部分中国夹芯板企业利润新的增长点。

通信机房行业属于起步阶段，行业集中度低，缺乏行业标准；该领域的竞争主要集中在具备板材生产能力的专业机房集成商和不具备板材生产能力的通信设备制造商、机房 OEM 制造商之间，目前尚不存在具备绝对竞争优势的企业，规范的竞争格局尚未形成。

随着国家对节能、环保要求的提高，保温材料还有较大发展空间。板材应用领域不断拓宽，板材产品需求向高档化方向发展。行业内技术装备水平不断提升，原有国内同行企业也已引进世界上最先进的生产线，实现技术提升。

（2）经营概况

集成房屋体系业务主要有公司下属全资子公司—赤晓企业有限公司（以下简称“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，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。截至 2011 年底，赤晓企业资产总额 49.90 亿元。2011 年实现营业收入 28.38 亿元。2012 年 1~9 月，赤晓企业实现营业收入 21.80 亿元。近年来，受原材料和人工成本不断上涨影响，集成房屋体系业务毛利率呈现下滑趋势，2011 年为 20.82%，同比下降 3.84 个百分点；2012 年 1~9 月进一步下滑至 18.82%。

集成房屋和船舶舾装

集成房屋和船舶舾装业务主要由赤晓企业下属的深交所上市公司—雅致集成房屋股份有限公司（以下简称“雅致股份”，股票代码：002314，公司持股比例 48.77%）经营。雅致股份致力于新型集成房屋及船舶耐火舱室业务的开发与经营，拥有领先的研发能力与技术优势，目前为中国最大的集成房屋与船舶耐火舱室的制造企业。2011 年雅致股份实现营业收入 24.68 亿元，同比增长 10.13%，主要由于集成房屋业务量上升；其中实现集成房屋业务收入 19.86 亿元，同比增长 10.36%；船舶舱室业务收入 4.82 亿元，同比增长 9.97%。2011 年雅致股份实现利润总额 1.53 亿元，同比下降 25.37%，主要由于钢材等原材料和人工成本上涨较快。

公司集成房屋业务与下游房地产市场以及

基础设施建设行业关系较为密切，房地产市场因宏观调控和市场需求等原因而存在一定的下行空间，可能导致房地产开工面积下降或开工进度放缓从而直接影响到房地产建设工地对集成房屋的需求，对公司经营成果产生不利影响。公司船舶舱室业务与造船行业景气程度密切相关。2011 年以来，造船行业受航运市场低迷影响呈现下行趋势，未来复苏迹象尚不明显，可能对雅致股份经营产生一定影响。

受上述原因影响，2012 年 1~9 月，雅致股份实现营业收入 17.76 亿元，同比下降 3.95%；实现利润总额 0.11 亿元，同比大幅下降。

钢结构和复合板材

钢结构业务主要由公司下属的上海松尾钢结构有限公司（以下简称“上海松尾”）经营。上海松尾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。2011 年公司钢结构业务实现年度加工量 2.00 万吨，同比增长 16.20%；实现营业收入 2.12 亿元，同比增长 29.20%；净利润 500 万元，同比下降 80.00%，主要由于 2011 年单价较低的国内项目销售重量占比显著提高，且大部分为毛利率较低的来料加工项目，加之钢材成本不断上涨，影响了盈利水平。

6. 未来发展

（1）在建项目

表 3 公司未来投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2012 年 9 月已投入	2012 年四季度计划投入	2013 年	2014 年	2015 年
地铁口综合体项目	71429	272	253	10444	34009	16539
天津临港	42906	1000	1952	15164	19790	669
南通宝湾	40800	0	750	8259	10653	7463
南京宝湾	37254	11968	537	13050	7100	1220
上海明江	35305	25660	803	1111	100	100
广州宝湾 A 地块	41392	6524	155	15000	15318	3000
新都宝湾	18119	15707	82	88	100	100
合计	287205	61132	4532	63117	87070	29091

资料来源：公司提供

未来公司投资建设项目主要为公司总部负责的地铁4号线赤湾站综合体以及深基地负责的南通宝湾、天津临港、广州宝湾A地块、新都宝湾、南京宝湾以及上海明江等物流园区建设等工程。上述项目计划总投资28.72亿元，截至2012年9月底，已完成投入6.11亿元；2012年四季度计划投入0.45亿元；2013~2015年上述项目计划分别投入6.31亿元、8.71亿元和2.91亿元。总体看，考虑到房地产业务投资规模，公司未来投资规模较大，存在一定的资金需求压力。

（2）发展规划

根据公司《十二五规划》，未来公司将努力追求港口运营、海洋石油后勤服务和物流园区、房地产开发、集成房屋体系业务的规模化经营和规模效益，培育以干线运输为基础的综合物流业务，以实现投资价值最大化。把握“相关性、互补性”的原则，适当对新产业做出探索。业务规模发展的手段将重点通过实体业务推进与资本运作并举来实现，同时把握质量、规模、效益均衡协调发展。公司将积极探索以实现公司内资源最优化配置、寻求各业务更大发展为出发点的相关业务整合，提高资源利用效率。公司将强化总部职能，实施价值管理，以价值最大化为导向，努力提升集团总体价值。

综合看，深赤湾股份托管后，公司业务板块中将不包含港航运输业务，对业务结构和收入规模造成一定影响，整体盈利能力将有所下滑。公司作为招商局集团有限公司旗下大型集团化企业，联合资信认为本次股份托管后，公司仍可凭借在上述业务领域较强的规模和竞争实力和业务多元化经营格局，保持稳定的经营状况。同时联合资信也关注到，营业成本上升较快、区域市场竞争日趋激烈、房地产和基础设施建设行业以及造船行业景气度波动对公司核心业务经营和发展造成的不利影响。

六、募集资金使用情况

“11南山MTN1”于2011年9月发行，募集资金中9.7亿元用于深圳港赤湾港区赤湾石油基地工作船码头工程（1亿元，已使用6000万元）、深圳港赤湾港区突提多用途泊位改扩建工程（3亿元，已使用4570万元）；廊坊宝湾（1亿元）已全部投入使用且项目已完工、龙泉宝湾（2亿元，已使用1亿元）、明江物流（1亿元）已全部投入且项目已完工、港区联络道1、2号支线（0.7万元）已全部投入且项目已完工。

“11南山MTN2”于2011年10月发行，募集资金中1.2亿元成都新宝湾工程建设。目前募集资金已全部投入使用且项目已完工。

七、财务分析

1. 财务质量及概况

2012年9月30日，深赤湾股份托管至招商局国际后将不再纳入南山集团合并报表范围。公司提供的股份托管前的2011年财务数据以及模拟深赤湾股份托管后2011年财务数据已经大华会计师事务所有限公司深圳分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论（大华（深）审字【2012】1532号）。2012年1~9月模拟财务数据未经审计。

以下分析基于股份托管前2011年财务数据以及模拟深赤湾股份托管后2011年、2012年1~9月份财务数据。

截至2011年底，公司（合并）资产总额233.40亿元，所有者权益88.61亿元（其中少数股东权益38.67亿元）；2011年公司实现营业收入67.33亿元，利润总额13.86亿元。

模拟深赤湾股份托管后，截至2011年底，公司（合并）资产总额199.06亿元，所有者权益78.61亿元（其中少数股东权益17.60亿元）；2011年公司实现营业收入50.25亿元，利润总额8.61亿元。

模拟深赤湾股份托管后，截至2012年9月底，公司（合并）资产总额215.19亿元，所有

者权益 79.75 亿元（其中少数股东权益 18.20 亿元）；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 34.95 亿元，利润总额 4.51 亿元。

2. 盈利能力

深赤湾股份托管前

2011 年，在房地产开发、集成房屋体系和海洋石油服务及物流后勤服务三大业务板块带动下，公司实现营业收入同比增长 25.01%，为 67.33 亿元。2011 年，由于人工成本、原材料成本以及燃油动力成本上涨较快，公司营业成本同比增长 32.80%，高于营业收入增幅 7.79 个百分点，由此导致营业利润率同比下滑 4.64 个百分点，为 31.08%。

2011 年，公司期间费用合计较上年增长 27.98%，为 9.33 亿元，主要来自借款利率上调和债务规模扩大导致的财务费用增长以及管理费用上升；占营业收入的比重同比上升 0.32 个百分点，为 13.86%。公司期间费用占营业收入比重较高。

2011 年，公司实现投资收益 1.23 亿元，同比下降 28.43%，主要是以权益法核算的长期股权投资收益同比下降所致。2011 年公司实现营业外收入 0.31 亿元，同比有所下降，主要由于税收减免等其他利得较上年有所减少。2011 年公司投资收益和营业外收入合计占利润总额比例为 13.35%。

2011 年，营业成本快速增长导致盈利能力同比有所下滑。受此影响，公司实现利润总额同比下降 9.18%，为 13.86 亿元；净利润 11.03 亿元，同比下降 14.86%。

股份托管前，在房地产开发、集成房屋体系和海洋石油服务及物流后勤服务三大业务板块带动下，公司营业收入保持较快增长；受营业成本上升较快影响，盈利规模有所下降，盈利能力有所下滑。

模拟深赤湾股份托管后

2011 年，公司实现营业收入 50.25 亿元，较托管前下降 25.37%，全部来自深赤湾经营的

港航运输业务。2011 年，公司实现营业成本 35.88 亿元，较托管前下降 17.63%。2011 年公司营业利润率为 24.35%，较托管前下降 11.37 个百分点。本次股份托管对公司营业收入规模和盈利能力有一定影响。

2011 年，公司期间费用合计 7.29 亿元，较托管前小幅下降，主要来自财务费用和管理费用减少；占营业收入的比重为 15.17%，较托管前上升 1.31 个百分点。本次股份托管后期间费用占营业收入比重仍较高。

2011 年，公司实现投资收益 3.97 亿元，较托管前增长 77.49%，增长部分主要来自于对深赤湾按权益法核算的长期股权投资收益；较托管前减少以成本法核算的长期股权投资单位分回的股利或利润和可供出售金融资产收益合计 0.04 亿元。2011 年公司实现营业外收入 0.29 亿元，较托管前下降 6.10%，主要是税收减免等其他利得。2011 年公司实现营业外收入和投资收益合计占利润总额比重为 49.42%，贡献程度较高，本次股份托管对公司利润总额的构成影响较大。

2011 年，公司实现利润总额 8.67 亿元，较托管前下降 37.86%；净利润 7.27 亿元，较托管前下降 34.12%。本次股份托管对公司盈利规模影响较大。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 34.95 亿元，占 2011 年全年的 69.55%，主要由于房地产业务收入受确认时点影响同比有所下降以及集成房屋体系业务收入受宏观经济形势影响同比有所下降；利润总额 4.51 亿元，占 2011 年全年的 52.38%；营业利润率为 22.29%，较 2011 年底下降 2.06 个百分点。

总体来看，股份托管后，公司业务板块中将不包含深赤湾经营的港航运输业务，营业收入和盈利规模有所下降；盈利能力有所下滑，投资收益规模显著上升，对利润总额贡献程度较高。

3. 资本及债务结构

资产质量

深赤湾股份托管前

截至2011年底，公司资产总额为233.40亿元，同比增长20.97%，其中流动资产占47.68%，非流动资产占52.32%，资产构成合理。

截至2011年底，公司流动资产为111.29亿元，同比增长23.49%，主要来自存货的大幅增长；构成主要以存货、货币资金和应收账款为主。

截至2011年底，公司货币资金38.52亿元，同比增长9.79%，其中银行存款占97.69%，公司货币资金充足；应收票据1.07亿元，同比增长48.40%，主要是银行承兑汇票增加；其他应收款账面价值3.97亿元，同比下降31.74%；新增其他流动资产5.16亿元，主要是银行理财产品。截至2011年底，应收账款余额12.37亿元，同比增长29.66%，主要由于一方面集成房屋体系业务生产和销售规模的扩张导致下属子公司赤晓企业组合房销售类客户款项；另一方面深赤湾港口运输类客户增长较快；应收账款全部采用账龄分析法计提坏账准备，其中账龄一年以内占86.05%，整体账龄较短；累计计提坏账准备0.97亿元。

截至2011年底，公司存货余额49.02亿元，同比增长30.68%，主要来自库存商品、自制半成品及在产品和开发成本增长。2011年底存货构成中，原材料、自制半成品及在产品和库存商品分别占3.84%、5.41%和1.96%；开发成本合计占88.55%，其中土地开发成本、房地产开发成本和房地产开发产品分别占存货余额的69.31%、7.92%和11.30%。2011年底共计提存货跌价准备84.41万元。

截至2011年底，公司非流动资产122.11亿元，同比增长18.76%，主要来自固定资产、在建工程和长期股权投资的增长。2011年底公司非流动资产构成主要以固定资产、无形资产、长期股权投资和投资性房地产为主。

截至2011年底，公司固定资产原值78.64

亿元，同比增长11.82%，主要来自商住房屋和机械设备增加；构成包括机械设备、房屋建筑物、港务设施和经营租赁集成房等；2011年底固定资产累计折旧26.25亿元，提取减值准备0.65亿元。

截至2011年底，公司长期股权投资23.10亿元，同比增长13.86%，主要来自以权益法核算的长期股权投资收益增加以及对深圳招商局海运物流有限公司增资（1.20亿元）。对长期股权投资中对联营及合营企业投资（占93.89%），投资对象主要包括中海港务（莱州）有限公司、深圳赤湾胜宝旺工程有限公司和Media Port Investments Limited。

截至2011年底，公司无形资产20.95亿元，主要是公司拥有的土地使用权；投资性房地产原值9.97亿元，其中房屋和建筑物占96.79%，累计计提折旧2.53亿元；在建工程12.62亿元，同比大幅增长，主要来自公司总部在建的赤湾港区突堤延长工程、东岸线深水码头工程，深赤湾在建的麻涌港区新沙南作业区2#~5#泊位、CHCC泊位延长工程，深基地在建的廊坊宝湾物流园和上海明江物流园工程等。

总体看，公司资产规模较大，构成以非流动资产为主。流动资产中货币资金充足，应收款项和存货（主要为房地产开发成本）占比较高。公司整体资产质量良好。

模拟深赤湾股份托管后

截至2011年底，公司资产总额199.06亿元，较股份托管前下降14.71%，主要来自货币资金、应收账款、无形资产和固定资产减少；其中流动资产占比较股份托管前上升4.46个百分点，为52.14%，资产结构转变为以非流动资产为主的结构。

截至2011年底，公司流动资产103.80亿元，较股份托管前下降6.73%，其中货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产分别占32.49%、8.76%、3.71%、46.99%和4.96%。

截至2011年底，公司货币资金33.73亿元，较股份托管前下降12.43%，但仍保持较为充足

的水平；应收账款较托管前下降 8.76%，主要为组合房销售类客户，账龄一年以内的占 82.93%，整体账龄仍较短；存货 48.77 亿元，较托管前下降 0.48%；其他应收款和其他流动资产分别较托管前下降 2.98%和 0.19%。

截至 2011 年底，公司非流动资产 95.26 亿元，较托管前下降 21.99%，其中长期股权投资、固定资产、投资性房地产、在建工程 and 无形资产分别占 41.77%、28.26%、7.44%、7.82%和 11.09%。

截至 2011 年底，公司固定资产原值 36.71 亿元，较托管前下降 53.52%，主要来自深赤湾拥有的港口及码头设施、车辆和机器设备；无形资产 10.57 亿元，较托管前下降 49.58%，减少部分主要为深赤湾名下的土地使用权；在建工程 7.45 亿元，较托管前下降 41.02%，减少部分主要为深赤湾在建的码头及港务设施工程；投资性房地较托管前下降 4.67%。

截至 2011 年底，公司长期股权投资 39.79 亿元，较托管前增长 72.27%，主要是新增以权益法核算对共同控制企业（深赤湾）的投资额。2012 年 9 月 30 日，公司将持有的深赤湾股份全部托管给招商国际后，公司对深赤湾由控制转变为重大影响，自托管之日起深赤湾不再纳入公司合并报表范围。因此，依据企业会计准则的相关规定：企业因处置部分股权投资或其他原因丧失了对原有子公司控制权的，在合并财务报表中，对于剩余股权，应当按照其在丧失控制权日的公允价值进行重新计量，对于同一控制下计量中产生的差额计入资本公积。截至深赤湾股份托管日（2012 年 9 月 30 日）前最后一个交易日收盘价，深赤湾 A 股股价为 8.70 元人民币/股，B 股股价为 9.08 港元/股。依据公司持有的深赤湾股份折合市值为 32.32 亿元计入长期股权投资中对共同控制企业的投资额一项。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 215.19 亿元，较 2011 年底增长 8.11%；其中流动资产占 54.58%，非流动资产占 45.42%，流动资产占

比较 2011 年底有所上升。截至 2012 年 9 月底，公司流动资产 117.45 亿元，较 2011 年底增长 13.15%，主要来自货币资金和存货增长；非流动资产较 2011 年底增长 2.61%。

综合看，本次股份托管后，公司仍保持较大的资产规模，资产构成转变为以流动资产为主。流动资产中货币资金依然充足，存货占比仍然较高。非流动资产中长期股权投资大幅增长，固定资产、在建工程和无形资产等有所下降。总体看，本次股份托管对公司整体资产规模及质量有一定影响。

所有者权益

深赤湾股份托管前

2011 年公司所有者权益合计 88.61 亿元，较上年增长 11.01%，其中归属于母公司所有者权益合计占 56.36%，少数股东权益占 43.64%。归属于母公司所有者权益合计 49.94 亿元，较上年增长 6.99%，其中实收资本占 18.02%，资本公积占 18.25%，盈余公积占 24.95%，未分配利润占 38.68%，外币报表折算差额占 0.10%，盈余公积和未分配利润占比较大，对所有者权益的稳定性有一定影响；少数股东权益 38.67 亿元，较上年增长 11.01%。

截至 2011 年底，公司实收资本 9.00 亿元，同比增长 4 亿元，系盈余公积转增股本。上述增资已经天健正信会计师事务所深圳分所验（2011）综字第 150013 号验资报告验证。截至 2011 年底，公司资本公积 9.11 亿元，同比下降 0.07%，主要系下属子公司宝湾控股重组导致资本公积下降以及公司在二级市场购入下属上市公司股票，投资抵销时减少资本公积；盈余公积 12.46 亿元，同比下降 24.30%，主要系转增股本。

总体看，盈余公积和未分配利润占比较大，对公司所有者权益的稳定性有一定影响。

模拟深赤湾股份托管后

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 78.61 亿元，较股份托管前下降 11.29%，主要来自少数股东权益减少；归属于母公司所有者权益合

计占 77.60%，少数股东权益占 22.40%。

截至 2011 年底，归属于母公司所有者权益合计 61.01 亿元，较股份托管前增长 22.17%，主要来自资本公积增长；其中实收资本占 14.75%，资本公积占 33.08%，盈余公积占 20.42%，未分配利润占 31.66%，外币报表折算差额占 0.08%。盈余公积和未分配利润占比较仍较大，对所有者权益的稳定性有一定影响；少数股东权益 17.60 亿元，较托管前下降 54.49%。

截至 2011 年底，公司资本公积 20.18 亿元，较托管前增长 121.50%，变动主要系本次股份托管形成：①因调整深赤湾股份至长期股权投资而产生的与账面价值的差额 12.34 亿元；②南山集团持有深赤湾股权因流通分置权改革支付给少数股东对价 1.26 亿元计入了长期股权投资成本，因南山集团持有深赤湾股份的已按托管日市价计量，相应支付的对价应冲减资本公积。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 79.75 亿元（其中少数股东权益 18.20 亿元），较 2011 年底增长 1.46%，其中归属母公司所有者权益构成基本保持稳定。

总体看，本次股份托管导致公司少数股东大幅下降，资本公积相应上升；盈余公积和未分配利润占比仍然较大，对公司所有者权益的稳定性有一定影响。

负债

深赤湾股份托管前

截至 2011 年底，公司负债合计 144.78 亿元，同比增长 29.99%，主要来自非流动负债的增长。负债合计中，流动负债占 49.08%，非流动负债占 50.92%。

截至 2011 年底，公司流动负债 71.05 亿元同比增长 24.21%，主要来自一年内到期的非流动负债、应付账款和应付股利增长；构成主要以短期借款（占 36.16%）、预收款项（占 14.98%）、应付账款（占 9.62%）、其他应付款（占 9.00%）、应付股利（占 5.23%）和一年内

到期的非流动负债（占 14.81%）为主。

截至 2011 年底，公司短期借款 25.69 亿元，同比大幅增长 20.11%，全部由信用借款构成；预收款项 10.64 亿元，主要为房地产预收款项，同比下降 10.42%，主要由于半岛一号-惠阳新城以及苏迪亚诺-长沙南山等房地产项目收入确认所致；应付账款 6.84 亿元，同比增长 27.24%，主要是业务量增长导致应付原材料款增加；其他应付款 6.39 亿元，同比增长 6.94%，构成主要是赤湾六路改造工程和小南山隧道工程预提费用；应付股利 3.71 亿元，同比增长 74.07%，主要是应付香港国际企业有限公司和海丰发展有限公司股利。

截至 2011 年底，公司非流动负债 73.73 亿元，同比增长 36.09%，主要来自长期借款和递延收益的增长；构成主要以长期借款（占 77.24%）和递延收益（占 18.16%）为主。

截至 2011 年底，公司长期借款 56.95 亿元，同比增长%，其中包含公司于 2011 年 9 月和 10 月发行的两期合计 25 亿元的中期票据“11 南山 MTN1”和“11 南山 MTN2”。

截至 2011 年底，公司递延收益 13.39 亿元，同比下降 4.17%，全部为土地、仓库、堆场和房地租金。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。

截至 2011 年底，公司长期应付款 2.43 亿元，主要为应付融资租赁款。

截至 2011 年底，公司全部有息债务总额 97.15 亿元，较上年增长 43.37%；其中短期债务占 38.88%，长期债务占 61.12%，债务期限结构较为合理。

截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 40.13%、52.30%和 62.03%，分别较上年上升 7.49、6.91 和 4.30 个百分点，债务负担比上年有所加重。总体看，公司负债水平正常。

总体看，公司债务逐步加重，但仍处于正

常水平。

模拟深赤湾股份托管后

截至 2011 年底，公司负债合计 120.45 亿元，较股份托管前下降 16.80%，主要来自流动负债的减少。负债合计中，流动负债占 41.57%，非流动负债占 58.43%，非流动负债占比有所上升。

截至 2011 年底，公司流动负债 50.08 亿元较托管前下降 29.52%，主要来自短期借款和应付股利减少；构成主要以短期借款（占 25.56%）、预收款项（占 21.15%）、应付账款（占 10.45%）、其他应付款（占 11.75%）、应付股利和一年内到期的非流动负债（占 20.22%）为主。

截至 2011 年底，公司非流动负债 70.37 亿元，较托管前下降 4.55%，主要来自长期借款和递延收益的减少；构成主要以长期借款（占 78.14%）和递延收益（占 18.20%）为主。

截至 2011 年底，公司全部有息债务总额 79.44 亿元，较托管前下降 18.23%；其中短期债务占 30.78%，长期债务占 69.22%，长期债务占比较托管前进一步提升。

截至 2011 年底，公司长期债务资本化比率为 41.16%，较托管前上升 1.03 个百分点；全部债务资本化和资产负债率分别为 50.26% 和 60.51%，分别较托管前下降 2.04 和 1.52 个百分点。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计为 135.44 亿元，较 2011 年底增长 12.44%，其中流动负债占 32.55%，非流动负债占 67.45%，非流动负债占比显著上升。截至 2012 年 9 月底，公司预收款项较 2011 年大幅增长，主要来自房地产项目预售款；长期借款较 2011 年底增长 21.34%，主要由于下属子公司深基地于 2012 年 3 月发行的期限为 5 年、额度为 4 亿元中期票据“12 深赤湾 MTN1”；新增应付债券 7.91 亿元，主要来自下属子公司雅致股份于 2012 年 4 月发行的合计 8 亿元的公司债券品种一：3 亿元 5 年期的“12 雅致 01”，品种二：5 亿元 7 年期的“12 雅致 02”。

表 4 截至 2012 年 9 月底公司合并口径内

存续债券明细情况

名 称	额 度	存续期	发行主体	期限	记账科目
11 南山 MTN1	18 亿元	2011/09/15-2016/09/15	公司本部	5 年	长期借款
11 南山 MTN2	7 亿元	2011/10/28-2016/10/28	公司本部	5 年	长期借款
12 雅致 01	3 亿元	2012/04/10-2017/04/09	雅致股份	5 年	应付债券
12 雅致 02	5 亿元	2012/04/10-2019/04/09	雅致股份	7 年	应付债券
12 深赤湾 MTN1	4 亿元	2012/03/09-2017/03/09	深基地	5 年	长期借款
合计	37 亿元	--	--	--	--

资料来源：根据公开资料整理

注：“12 雅致 01”、“12 雅致 02”和“12 深赤湾 MTN1”已由南山集团提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2012 年 9 月底，公司全部有息债务 86.40 亿元，较 2011 年底增长 8.76%，主要来自下属子公司发行债券导致的长期债务增加；其中短期债务较 2011 年底大幅下降，占比为 8.80%；长期债务占 91.20%，占比进一步提升。

截至 2012 年 9 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 49.70%、52.00% 和 62.94%，债务负担较 2011 年底有所加重，但仍处于正常水平。

总体看，本次股份托管将导致公司债务负担有所减轻；债务结构转变为以长期债务为主。

4. 现金流及保障

深赤湾股份托管前

2011 年，港航运输业务收入同比有所下降，公司销售商品、提供劳务收到的现金在其他业务板块收入增长带动下同比小幅增长 6.71%；收到其他与经营活动有关的现金 2.33 亿元，主要是利息收入以及收到的各项往来款项；经营活动产生的现金流入量为 66.29 亿元，同比增长 7.91%。2011 年，公司营业成本增长较快，导致购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 7.46%；支付其他与经营活动有关的现金 5.12 亿元，主要是管理费用支付的现金和支付各项往来款项；经营活动现金流出量同比增长 12.36%，增幅高于现金流入量 4.45 个百分点，影响经营活动现金流量净额同比下降 37.56%，

为 3.42 亿元。2011 年，公司现金收入比为 94.60%，同比下降 16.23 个百分点，收入实现质量有所下降。

2011 年，公司投资活动产生的现金流入量 12.13 亿元，同比上升 61.69%，主要是收回投资收到的现金和处置固定资产收回的现金同比增长所致；同期，投资活动现金流出合计 32.06 亿元，同比增长 48.80%，主要由于港务设施和物流基地等项目建设投入导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比上升所致；投资活动现金净流出 19.93 亿元。

2011 年，公司筹资活动现金流入量 60.96 亿元，同比增长 88.90%，主要来自银行贷款以及 2011 年 9 月和 10 月发行的两期合计 25 亿元的中期票据“11 南山 MTN1”和“11 南山 MTN2”；同期，筹资活动产生的现金流出量 40.83 亿元，同比增长 69.36%；同期，公司筹资活动现金流量净额为 20.13 亿元。现阶段，公司在建项目较多，对外部资金需求较大。

总体看，股份托管前，公司经营活动获取现金的能力有所下降；目前公司在建项目较多，对外融资需求较大。

模拟深赤湾股份托管后

2011 年，经营活动产生的现金流入量为 49.33 亿元，较股份托管前下降 25.58%，主要由于港航业务涉及的销售商品、提供劳务收到的现金减少；收到其他与经营活动有关的现金较下降 22.56%，主要来自深赤湾港建费返还和收到各项往来款减少。2011 年，公司经营活动现金流出量 53.37 亿元，较股份托管前下降 15.10%，降幅低于现金流入量；其中购买商品、接受劳务支付的现金下降 8.56%；支付其他与经营活动有关的现金下降 28.13%，主要来自深赤湾管理费用支付的现金减少。2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.04 亿元，较托管前大幅下降。2011 年，公司现金收入比为 94.06%，收入实现质量较股份托管前基本保持稳定。

2011 年，公司投资活动产生的现金流入量

11.16 亿元，较股份托管前下降 7.99%，主要来自深赤湾收到其他与投资活动有关的现金减少；同期，投资活动现金流出合计 24.00 亿元，较托管前下降 25.14%，主要来自深赤湾在建的由于港务设施投入；投资活动现金净流出 12.84 亿元，较托管前下降 35.58%。

2011 年，公司筹资活动现金流入量 45.55 亿元，较托管前下降 25.28%，主要来自深赤湾银行贷款；同期，筹资活动产生的现金流出量 22.12 亿元，较托管前下降 45.84%；同期，公司筹资活动现金流量净额为 23.43 亿元。本次股份托管后，公司对外部资金需求仍然较大。

2012 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流入量分别为 20.80 亿元和 7.90 亿元；公司投资活动现金流出规模大于流入，合计净流出为 509.33 万元；筹资活动现金流净额表现为净流出，合计-4.64 亿元。2012 年 1~9 月，公司现金收入比为 93.83%，收入实现质量较 2011 年有所下滑。

总体看，本次股份托管对公司经营活动现金流状况影响较大，经营活动现金流量净额表现为净流出；公司对外部资金仍然需求较大。

5. 偿债能力

深赤湾股份托管前

从短期偿债指标看，截至 2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 153.63% 和 87.66%，较 2011 年底有所下降；截至 2012 年 9 月底，流动比率和速动比率分别小幅下滑至 210.07% 和 117.55%。2011 年，公司经营现金流动负债比为 4.82%，较 2011 年下降 4.76 个百分点。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2011 年公司 EBITDA 为 24.71 亿元，较上年增长 9.05%；公司 EBITDA 对利息保障能力有所下降，为 5.10 倍，主要由于债务规模上升以借款利率提高导致的资本化和费用化利息支出规模增长较快；同期内，公司全部债务/EBITDA 倍数上升至 3.93 倍。总体看，公司对全部债务保障能力良好。

总体看，公司整体偿债能力较 2010 年有所下滑，但仍保持良好水平。

模拟深赤湾股份托管后

从短期偿债指标看，截至 2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 207.28% 和 109.88%，较托管前显著上升；经营现金流动负债比为 -8.06%；经营活动现金流入量/流动负债为 0.99%，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2011 年公司 EBITDA 为 16.80 亿元，较股份托管前下降 32.01%，主要由于利润总额减少；公司 EBITDA 对利息保障能力有所下降，为 3.98 倍，较股份托管前有所下降；同期内，公司全部债务/EBITDA 倍数为 4.73 倍，较股份托管前有所上升。总体看，公司对全部债务保障能力较股份托管前有所下滑。

总体看，本次股份托管将导致公司整体偿债能力有所下滑，整体偿债能力一般。

6. 存续期内债券偿还能力分析

目前公司存续债券总额为 25 亿元，为公司于 2011 年 9 月发行的第一期额度为 18 亿元，期限为 5 年的中期票据（“11 南山 MTN1”）以及 2011 年 10 月发行的第二期额度为 7 亿元，期限为 5 年的中期票据（“11 南山 MTN2”）。

深赤湾股份托管前

2011 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为公司存续债券总额的 0.99 倍、2.15 倍和 0.14 倍，经营活动现金流入量对公司存续债券保障能力良好。

截至 2011 年底，公司现金类资产 39.58 亿元，剔除受限制货币资金（0.27 亿元）后为 39.31 亿元，为公司存续债券总额的 1.57 倍。公司现金类资产对存续债券保障能力具备一定的保障能力。

模拟深赤湾股份托管后

2011 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为公司存续债券总额的 0.67 倍和 1.97 倍，经营活动现金流入量对公司存续债券具备

良好的保障能力。

截至 2011 年底，公司现金类资产 34.80 亿元，剔除受限制货币资金（0.27 亿元）后为 34.53 亿元，为公司存续债券总额的 1.38 倍。截至 2012 年 9 月底，公司现金类资产 42.73 亿元，剔除受限制货币资金（0.27 亿元）后为 42.46 亿元，为公司存续债券总额的 1.70 倍，公司现金类资产对存续债券保障能力具备良好的保障能力。

总体看，本次股份托管后，公司经营活动现金流入量和现金类资产仍对存续债券具备良好的保障能力。

截至 2012 年 9 月底，公司拥有银行授信总额 130.00 亿元，未使用额度 64.47 亿元，公司的间接融资渠道畅通。公司总部以及下属的深基地、深赤湾和雅致股份已分别于 2011 年和 2012 年成功发行了中期票据和公司债等直接债务融资工具；另外考虑到深基地、深赤湾和雅致股份均为上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。

截至 2012 年 9 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211668112），截至 2012 年 11 月 30 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

作为国内最早一批成立的股份制公司之一，经过三十年经营发展，公司已发展成为一家业务涉及多行业、多地区、多元化经营的大型综合性集团企业。公司在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和竞争实力，整体抗风险能力较强。

八、结论

跟踪期内，公司集成房屋体系、海洋石油

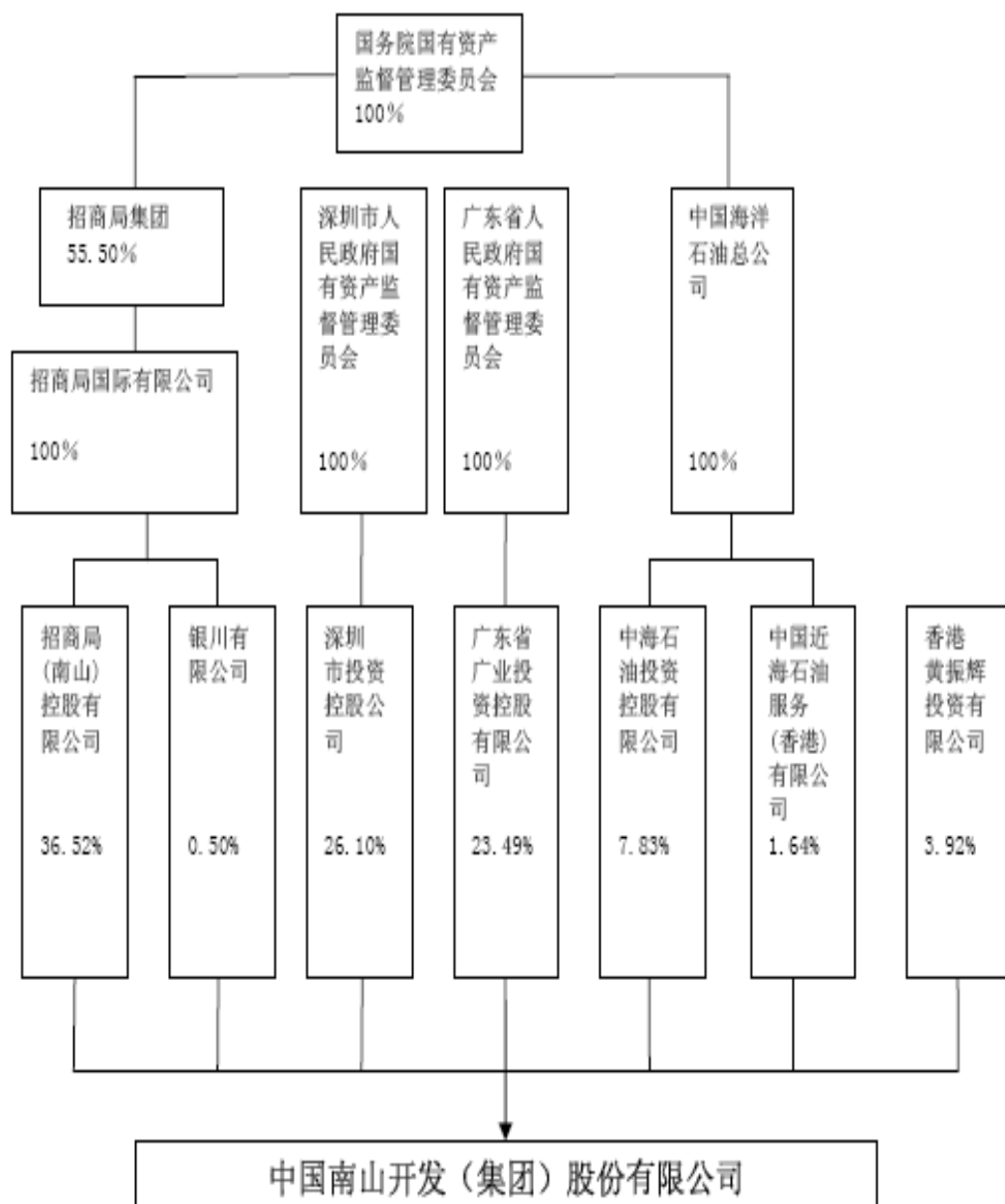
后勤服务及物流园区、房地产开发等核心业务经营状况稳定。但营业成本上升较快、区域市场竞争日趋激烈、房地产和基础设施建设行业以及造船行业景气度波动易对公司核心业务经营和发展造成不利影响。

本次股份托管后，公司业务板块中将不包含深赤湾经营的港航运输业务，对业务结构和收入规模造成一定影响，整体盈利能力将有所下滑；投资收益规模显著上升，对利润总额贡献程度较高；长期股权投资有所增长，仍保持较大的资产规模；债务结构转变为以长期负债为主；整体偿债能力指标有所下滑，但仍保持良好水平；公司经营活动现金流入量和现金类资产仍对存续债券具备良好的保障能力。

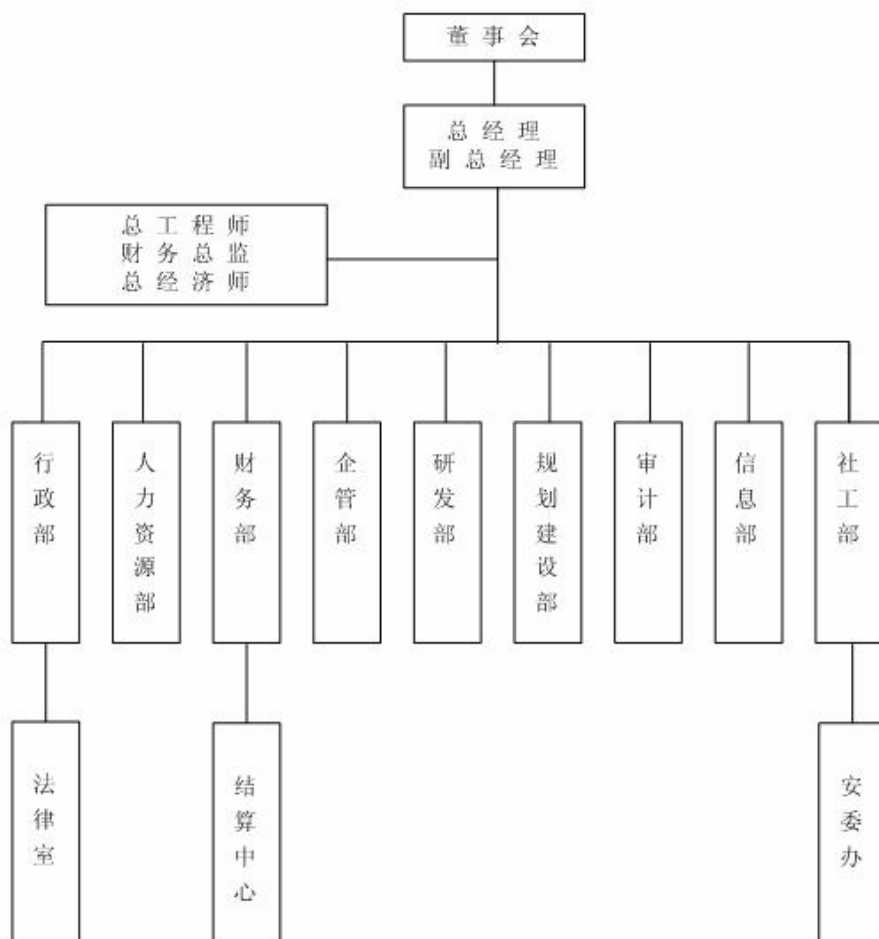
公司作为招商局集团有限公司旗下大型集团化企业，在本次股份托管后仍可凭借在核心业务领域较强的规模和竞争实力和多元化经营格局，保持稳定的经营状况，从而对其存续债券保持很强的偿还能力。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11 南山 MTN1”和“11 南山 MTN2”的信用等级为 AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2011 年底公司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（折人民币：元）
赤湾发展(新加坡)有限公司	新加坡	USD 900000.00	7452000.00	100.00%
深圳赤湾港航股份有限公司	深圳	CNY 644763730.00	371658496.00	57.64%
深圳赤湾石油基地股份有限公司	深圳	CNY 230600000.00	121100969.00	52.52%
深圳南山房地产开发有限公司	深圳	CNY 300000000.00	1972760505.24	100.00%
赤晓企业有限公司	深圳	CNY 200000000.00	347443800.00	100.00%
深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	CNY 50000000.00	201738801.62	100.00%

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	*2011 年	*2012 年 9 月
流动资产：						
货币资金	356857.71	350824.97	385167.93	3.89	337289.04	417189.00
交易性金融资产						0.00
应收票据	1008.67	7188.70	10667.94	225.21	10667.94	10111.17
应收账款	91663.74	87397.40	113987.62	11.51	90907.92	111637.80
预付款项	20594.53	22212.61	21157.25	1.36	20807.48	15809.55
应收利息	38.48	364.73	582.50	289.10	577.33	900.99
应收股利						
其他应收款	60104.42	58197.17	39722.98	-18.70	38539.60	34108.59
待摊费用	0.00	0.00	0.00	--	0.00	2007.44
存货	198728.52	375024.42	490080.73	57.04	487730.69	541732.22
一年内到期的非流动资产						
其他流动资产	20150.00	0.00	51562.39	59.97	51462.00	41000.00
流动资产合计	749146.07	901210.01	1112929.34	21.89	1037982.00	1174496.77
非流动资产：						
可供出售金融资产	714.00	664.00	569.00	-10.73	0.00	
持有至到期投资						
长期应收款	10803.76	0.00	2735.94	-49.68	2735.94	2998.93
长期股权投资	112502.27	202838.25	230960.68	43.28	397886.13	400869.21
股权分置流通权						
投资性房地产	77569.43	69766.20	74336.00	-2.11	70868.08	90474.75
固定资产	385307.49	467693.79	517408.49	15.88	269200.73	275309.84
在建工程	77573.47	31245.11	126244.94	27.57	74463.12	53916.01
工程物资						
固定资产清理		0.09		--		1927.08
生产性生物资产						
油气资产						
无形资产	170677.54	205817.75	209549.47	10.80	105656.78	107643.31
开发支出						
商誉	3719.50	3401.08	8699.93	52.94	7614.04	7614.04
长期待摊费用	19801.60	18651.08	18157.40	-4.24	11908.55	11751.77
递延所得税资产	6534.07	8456.05	10570.70	27.19	4645.61	5039.57
其他非流动资产	9634.50	19668.62	21832.50	50.53	7621.67	19893.60
非流动资产合计	874837.63	1028202.01	1221065.07	18.14	952600.66	977438.12
资产总计	1623983.70	1929412.02	2333994.41	19.88	1990582.65	2151934.89

注：*2011年数据为经审计的、模拟深赤湾股份托管后的财务数据；*2012年三季度模拟数据未经审计

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	*2011 年	*2012 年 9 月
流动负债：						
短期借款	106122.40	213908.00	256930.00	55.60	128007.00	60900.00
交易性金融负债						
应付票据	34876.08	27893.23	16063.01	-32.13	15192.52	14184.95
应付账款	58181.46	53724.80	68360.53	8.40	52349.23	55336.53
预收款项	49452.72	118787.27	106409.03	46.69	105904.50	206710.08
应付职工薪酬	15851.26	18968.72	28807.68	34.81	23213.09	16733.83
应交税费	18581.78	16367.62	22770.11	10.70	10592.00	-3358.83
应付利息	199.20	464.13	4900.15	395.97	4736.37	8678.05
应付股利	21422.31	21341.60	37149.40	31.69	633.25	10564.26
其他应付款	76264.30	59794.10	63942.93	-8.43	58862.00	52545.76
预提费用				--		17511.09
一年内到期的非流动负债	16720.00	40800.00	105205.10	150.84	101279.92	960.00
其他流动负债						
流动负债合计	397671.51	572049.48	710537.94	33.67	500769.90	440765.71
非流动负债：						
长期借款	363240.00	395000.00	569460.00	25.21	549930.00	
应付债券				--		79083.80
长期应付款			24340.71	--	24340.71	41553.31
专项应付款	1594.00	6911.96	8179.05	126.52	0.00	
递延收益	107277.01	139719.96	133900.20	11.72	128075.11	125674.57
预计负债	3783.08			-100.00		
递延所得税负债	132.44	132.48		-100.00		
其他非流动负债	3783.08	0.00	1402.40	-39.11	1402.40	
非流动负债合计	476026.53	541764.41	737282.36	24.45	703748.21	913621.05
负债合计	873698.03	1113813.88	1447820.30	28.73	1204518.12	1354386.76
所有者权益：						
实收资本（或股本）	50000.00	50000.00	90000.00	34.16	90000.00	90000.00
资本公积	91080.10	91187.95	91124.94	0.02	201843.25	195848.86
专项储备						
盈余公积	158141.83	164601.24	124601.24	-11.24	124601.24	126908.93
未分配利润	119628.77	160154.34	193137.00	27.06	193137.00	202373.34
外币报表折算差额	798.50	820.10	515.94	-19.62	515.94	408.84
归属于母公司所有者权益合计	419649.20	466763.64	499379.12	9.09	610097.43	615539.96
少数股东权益	330141.29	348339.32	386680.74	8.22	175967.11	182008.17
所有者权益合计	749790.49	815102.96	886059.86	8.71	786064.54	797548.13
负债和所有者权益总计	1623488.52	1928916.84	2333880.16	19.90	1990582.65	2151934.89

注：*2011年数据为经审计的、模拟深赤湾股份托管后的财务数据；*2012年三季度模拟数据未经审计

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	*2011 年	*12 年 1~9 月
一、营业收入	521101.94	538611.44	673341.66	13.67	502527.97	349454.02
减: 营业成本	338245.96	328008.66	435623.39	13.49	358819.36	260938.34
营业税金及附加	18758.55	18221.62	28439.05	23.13	21336.86	10609.97
销售费用	14591.76	19785.83	21517.17	21.43	21517.17	15505.25
管理费用	47805.60	51166.94	58502.37	10.62	42683.75	35259.33
财务费用	7060.45	1960.39	13285.67	37.18	12048.57	16958.58
资产减值损失	2445.10	3605.72	1729.07	-15.91	1703.96	764.26
加: 公允价值变动收益						
投资收益	20363.49	31312.56	22356.86	4.78	39680.74	34554.32
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	19493.24	28219.23	21930.86	6.07	10534.04	
汇兑收益						
二、营业利润	112558.02	147174.83	136601.79	10.16	84099.02	43972.61
加: 营业外收入	3334.03	6650.32	3078.77	-3.90	2890.92	1672.52
减: 营业外支出	1842.85	1222.13	1083.83	-23.31	880.24	570.78
加以前年度损益调整						-12.80
三、利润总额	114049.20	152603.02	138596.73	10.24	86109.69	45061.54
减: 所得税费用	14590.99	23067.62	28311.31	39.30	13455.15	6640.17
四、净利润	99458.21	129535.40	110285.42	5.30	72654.55	38421.37
其中: 归属于母公司所有者的净利润	50801.88	66499.93	61105.61	9.67	61105.61	32309.02
少数股东损益	48656.33	63035.47	49179.81	0.54	11548.94	6112.35

注: *2011年数据为经审计的、模拟深赤湾股份托管后的财务数据; *2012年三季度模拟数据未经审计

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	*2011 年	*12 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	511134.27	596944.38	636988.21	11.63	472693.67	327903.87
收到的租金	0.00	0.00	0.00	--	0.00	80435.67
收到的税费返还	2834.16	1978.05	2582.74	-4.54	2582.74	2932.26
收到其他与经营活动有关的现金	7582.83	15417.42	23337.98	75.43	18072.38	19092.95
经营活动现金流入小计	521551.26	614339.85	662908.93	12.74	493348.79	430364.75
购买商品、接受劳务支付的现金	198792.85	390419.77	419544.41	45.27	383491.63	206399.59
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00	3088.82
支付给职工以及为职工支付的现金	67118.76	74946.69	91133.85	16.52	69244.99	58122.98
支付的各项税费	44774.78	58517.24	66746.06	22.09	44160.11	41227.91
支付其他与经营活动有关的现金	31377.88	35625.29	51246.20	27.80	36832.71	42519.64
经营活动现金流出小计	342064.27	559508.99	628670.52	35.57	533729.44	351358.94
经营活动产生的现金流量净额	179487.00	54830.86	34238.41	-56.32	-40380.65	79005.81
二、投资活动产生的现金流量:						
收回投资收到的现金	7881.16	28072.45	43579.91	135.15	43579.91	32642.14
取得投资收益收到的现金	8946.99	6454.13	16205.01	34.58	11100.53	27050.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	20828.10	15372.84	25842.07	11.39	25738.09	15349.87
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	13320.00	2552.49	0.00	--	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	20991.32	22581.46	35696.69	30.40	31208.78	132962.00
投资活动现金流入小计	71967.57	75033.38	121323.68	29.84	111627.31	208004.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	111026.16	125607.75	182050.87	28.05	123461.38	76811.21
投资支付的现金	0.00	88558.41	33623.27	--	21623.27	8724.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3588.03	0.00	30528.42	191.69	20500.00	460.00
支付其他与投资活动有关的现金	22359.01	1329.78	74462.00	82.49	74462.00	122518.41
投资活动现金流出小计	136973.20	215495.94	320664.55	53.01	240046.65	208513.62
投资活动产生的现金流量净额	-65005.63	-140462.56	-199340.87	75.11	-128419.34	-509.33
三、筹资活动产生的现金流量:						
吸收投资收到的现金	119128.92	0.00	10194.00	-70.75	1000.00	5000.00
取得借款收到的现金	573734.26	321248.80	598212.00	2.11	453307.00	275461.50
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	1463.35	1189.39	--	1189.39	-48217.60
筹资活动现金流入小计	692863.18	322712.15	609595.39	-6.20	455496.39	232243.90
偿还债务支付的现金	519904.00	153168.80	326846.00	-20.71	176241.00	229910.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	101482.09	87782.14	80040.59	-11.19	43916.76	48715.40
支付其他与筹资活动有关的现金	3526.13	152.99	1437.98	-36.14	993.12	60.63
筹资活动现金流出小计	624912.22	241103.93	408324.57	-19.17	221150.88	278686.56
筹资活动产生的现金流量净额	67950.96	81608.22	201270.82	72.10	234345.51	-46442.66
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	316.76	-528.65	-940.15	--	-24.20	-32.76
五、现金及现金等价物净增加额	182749.09	-4552.13	35228.21	-56.09	65521.32	32021.06

注: *2011年数据为经审计的、模拟深赤湾股份托管后的财务数据; *2012年三季度模拟数据未经审计

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	*2011 年
一、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	99458.21	129535.40	110285.42	5.30	72654.55
加：资产减值准备	2445.10	3605.72	1722.90	-16.06	2027.06
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	37384.92	46804.78	50051.06	15.71	34057.52
无形资产摊销	6638.32	7000.69	7129.05	3.63	3225.11
长期待摊费用摊销	2451.07	2207.88	2812.38	7.12	2473.42
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）	-5324.86	-3415.04	-6745.18	12.55	-6946.13
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	213.40	0.05	31.66	-61.48	31.14
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）					
财务费用（收益以“－”号填列）	6962.47	8415.65	20799.93	72.84	18050.79
投资损失（收益以“－”号填列）	-20363.49	-31312.56	-22356.86	4.78	-39680.74
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-1430.45	-1675.38	-2004.61	18.38	-1287.88
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）					
待摊费用减少	-207.89	0.00	0.00	-100.00	0.00
预提费用增加	-973.56	0.00	0.00	-100.00	0.00
存货的减少（增加以“－”号填列）	29213.08	-173953.15	-106042.00	--	-106351.76
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-10013.78	935.68	-24819.29	57.43	-20366.54
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	33584.04	70246.45	2795.75	-71.15	2462.05
其他	-549.58	-3565.30	578.20	--	-729.23
经营活动产生的现金流量净额	179487.00	54830.86	34238.41	-56.32	-40380.65
二、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					
三、现金及现金等价物净变动情况：					
现金的期末余额	351838.74	347286.61	382514.82	4.27	334635.92
减：现金的期初余额	169089.65	351838.74	347286.61	43.31	269114.60
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	182749.09	-4552.13	35228.21	-56.09	65521.32

注：*2011年数据为经审计的、模拟深赤湾股份托管后的财务数据。

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	*2011 年	*2012 年 9 月
经营效率						
销售债权周转次数(次)	5.98	5.75	5.95	6.27	5.12	--
存货周转次数(次)	1.59	1.14	0.89	1.41	0.83	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.30	0.31	0.35	0.26	--
现金收入比(%)	98.09	110.83	94.60	104.29	94.06	93.83
盈利能力						
营业利润率(%)	31.49	35.72	31.08	34.18	24.35	22.29
总资本收益率(%)	8.99	9.88	8.55	10.66	7.27	--
净资产收益率(%)	13.26	15.89	12.45	16.54	9.24	--
财务构成						
长期债务资本化比率(%)	32.64	32.64	40.13	27.37	41.16	49.70
全部债务资本化比率(%)	41.00	45.39	52.30	43.53	50.26	52.00
资产负债率(%)	53.80	57.73	62.03	56.24	60.51	62.94
偿债能力						
流动比率(%)	188.38	157.54	156.63	154.22	207.28	266.47
速动比率(%)	138.41	91.98	87.66	99.11	109.88	143.56
经营现金流流动负债比(%)	45.13	9.58	4.82	21.30	-8.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.88	12.60	5.10	12.09	3.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.97	2.99	3.93	2.79	4.73	--
筹资前现金流量净额债务保	0.22	-0.13	-0.17	0.02	-0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿	7.76	-4.76	-3.41	0.23	-4.00	--

注：*2011年、*2012年三季度数据依据模拟深赤湾股份托管后的财务数据计算而得。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	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) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
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 + 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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。