

南山集团公司2006年 10亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

AAA

评级时间:

2006年4月15日

主要数据:

项 目	2003年	2004年	2005年
资产总额(万元)	1168314.34	1569341.71	1786069.66
所有者权益(万元)	643094.10	736413.54	822927.77
主营业务收入(万元)	408605.30	727341.95	694835.04
利润总额(万元)	87123.50	113199.54	112174.47
负债比率(%)	37.62	46.41	47.64
全部资本化比率(%)	30.82	37.58	42.53
净资产收益率(%)	10.59	12.67	10.51
流动比率(%)	94.05	112.71	106.82
EIBTDA 利息倍数(倍)	16.19	16.64	12.91
债务保护倍数(倍)	0.31	0.25	0.18

分析员

鹿永东 刘小平

电话

8610-64912118

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

评级观点

南山集团公司是一家业务涉及多行业、多领域的综合性企业集团,在纺织和铝业领域具备较强的竞争实力。公司管理模式运转顺畅,整体管理水平较高。公司实行多元化经营,经营风险分散,近年来整体经营状况良好,经营风险较小。公司目前资产质量良好,债务负担基本合理,盈利水平高,整体偿债能力基本正常。本期债券由中国建设银行股份有限公司授权中国建设银行股份有限公司山东分行提供担保。中国建设银行股份有限公司的担保实力强,对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 整体规模大,市场化程度高,实行多元化经营,抗风险能力强。
2. 技术和设备竞争实力强,品牌知名度高,销售网络覆盖面广,市场容量大。
3. 实施链式运作模式,经济资源得到优化配置,主要经营领域毛利水平高,盈利能力强。
4. 外部环境良好,得到了有关政府部门支持。

关注

1. 铝型材及精纺呢绒行业内企业众多,行业集中度低,行业内部竞争激烈。
2. 公司快速发展,对管理和人才提出更高要求。
3. 部分产业受国家宏观调控影响,存在一定政策风险。

一、发债主体概况

南山集团公司（以下简称“南山集团”或“公司”）的前身是成立于1979年的龙口市东江镇前宋村村办的集体所有制企业。1992年7月16日，公司组建烟台南山集团，1996年更为现名。公司注册资本为人民币13500万元，营业执照注册号3706811801034。

公司的经营范围包括：铝锭、铝型材系列、毛纺织系列、板材系列、宾馆、酒店、能源、游乐、建筑、房地产、出口商品、企业生产的铝型材制品、板材家具、纺织品、进出口商品、企业生产科研所需原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件相关技术、加工、销售、管理服务。目前，公司初步形成了由农业向工业、由乡村向城市化转变的新兴园区。

公司是山东省136户重点企业之一和计划单列单位，是全国首批授予的“全国小城镇建设示范区”，是中央文明委授予的“全国创建文明村镇工作先进单位”，在全国500家最大乡镇企业经济效益评比中位居前列。

公司内设办公室、财务处、财务监管办、招标办、总务处、人事处、劳资处、居委会、项目办、外经外贸办、审计办、质检办、安全生产监督办、法律办、企划部、宣传部、计算机中心、保卫处、教育处、驻外办事处20个职能部门。截至2005年底，公司拥有全资及控股子公司29家，其中山东南山实业股份有限公司（以下简称“南山实业”，南山集团持股47.47%）是龙口市第一家上市公司。

截止2005年底，公司资产总额1786069.66万元，所有者权益822927.77万元，少数股东权益112181.22万元。2005年实现主营业务收入694835.04万元，利润总额112174.47万元，现金及现金等价物净增加额-62060.21万元。

公司地址：山东省龙口市南山村；法定代表人：宋作文。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2005]2800号”文批准，公司计划于2006年发行人民币债券10亿元。本期债券期限为10年，采用固定利率，票面年利率4.1%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“中国建设银行”）授权中国建设银行山东分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金10亿元人民币，将全部用于东海电厂1×300MW热电项目和年产20万吨新型合金铝板带箔项目，项目建设规模合计总投资为35.29亿元，本期债券筹资额占项目总投资的28.34%。

（1）东海电厂1×300MW热电项目

该项目经国家发展和改革委员会“发改能源[2004]2095号”文件批准建设，建设1台300MW抽汽供热机组，并关停南山集团现有2台6MW燃煤小机组及其配套的3台35吨/小时链条炉，替代供热区域内现有25台小锅炉。项目投产后，能提供工业用汽不少于200吨/小时，供采暖面积不少于356平方米。

该项目总投资14.75亿元。经测算，该项目投产后，当热价为26.55元/GJ，电价为320元/KKWh时，全部投资内部收益率为11.60%，注资内部收益率为16.91%，投资回收期为9.74年。

（2）年产20万吨新型合金铝板带箔项目

该项目经山东省发展和改革委员会“鲁计外资[2004]613号”文件批准建设。该项目引进国外先进的生产技术设备，新建设冷轧和箔轧生产线，年产新型合金铝板带箔材料20万吨，

产品以制罐料、高档 PS 板基等高附加值产品为主。该项目总投资为 20.54 亿元。

经测算，该项目全部投资回收期为 10.1 年（含建设期），全部投资内部收益率为 10.4%。

综合看，以上项目的建设符合国家产业发展方向，符合公司实际情况，有助于公司扩大产能规模、降低经营成本、增强竞争力，对于公司实现高效益、高质量、可持续发展具有重要意义。

三、基础素质分析

1. 企业规模

经过多年的发展，公司已由一个队办企业发展成为以电力、铝业、纺织、旅游、教育五大产业链条为主，集产、供、销、科、工、贸为一体多产业并举的国家级集团企业。根据中国企业联合会、中国企业家协会排出（以主营业务收入为统计口径）的 2005 年“中国企业 500 强”，公司位居第 250 位，位列烟台市上榜企业之首。

电力方面，截至 2005 年底，公司已经建成投产装机容量为 43.2 万千瓦的热电厂，年发电时间达 7000-8000 小时。公司目前在建的 30 万千瓦北海坑口热电厂（以下简称“北海电厂”），将于 2006 年投产发电。

铝业方面，公司现已发展成为我国有色金属行业现代化大型骨干生产企业以及我国铝型材生产行业规模最大、产品规格最多的铝型材生产加工基地之一。目前公司铝型材的年生产能力 9 万吨，共有 100 多个系列、6000 多个规格。

纺织业方面，公司是中国北方最大的精纺生产企业。目前公司精纺呢绒年生产能力达到 1500 万米，在国内位居第二；公司精纺呢绒产品覆盖全国 20 多个省市自治区，并出口东南亚、日本、韩国、欧洲等国家和港、澳、台地区，市场占有率在国内位居前列，销售收入在国内排名第二。

旅游业方面，公司拥有的南山旅游风景区

是国家首批授予 187 处 AAAA 级景区之一，旅游客流量连续几年位居烟台地区第一位。公司拥有的南山国际会议中心是烟台市首家五星级酒店。

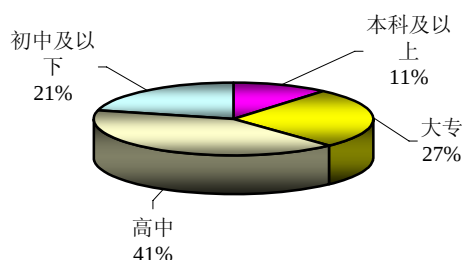
教育产业方面，公司创办了第一所经国家教育部批准成立的村办大学，并投资设立了一所集幼儿、小学、初中、高中和国际教育为一体的全日制寄宿式学校，目前是国内投资规模较大、设施较完善的现代化国际性学校，现拥有在校学生约 30000 人。

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。

2. 人员素质

截止 2005 年底，公司员工共 36000 名，其中具有大学本科及以上学历的 3960 人、大专学历 9720 人、高中（含职高、中专、技校）学历 14760 人、初中及以下学历 7560 人（见图 1），公司员工文化素质基本能够满足生产经营和管理的需要。但是，我们也注意到，企业的快速发展也为企业管理提出更高的要求，高素质管理人才的匮乏可能成为制约企业发展的主要因素之一。

图1 公司员工教育程度情况



公司现有董事、监事和高级管理人员共 40 人。公司董事长宋作文先生，现年 59 岁，大专学历，高级经济师，中共党员，历任前宋村党支部书记、南山集团党委书记、总经理、总裁、董事长等职务，全国优秀企业家、全国人大代表，有多年的企业管理经验，有较强的组织能力和超前的开拓创新意识。公司总经理程仁策

先生，现年 43 岁，本科学历，在公司系统内从事管理工作多年，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基本能够满足生产经营的需要，公司高层管理人员具有长期从事相关业务的工作和管理经验，具有较高的管理协调能力、决策能力，富有开拓创新精神。

3. 外部环境

南山集团座落于胶东地区经济最发达的中心地带山东半岛港口城市——龙口市，东邻烟台，南靠青岛，西依龙口港，北与大连隔海相邻，水、陆、空交通十分便利，优越的地理位置为南山集团提供了良好的市场发展平台。

龙口矿区是我国最大的海滨煤田，盛产褐煤，现有煤储量超过 120 亿吨。目前矿区内的梁家煤矿、北皂煤矿、洼里煤矿、桑园煤矿、柳海煤矿总的开采能力年生产能力为 500 万吨，其中南山集团下属子公司——柳海煤矿，年生产能力为 180 万吨。南山集团的东海电厂和北海电厂所在的东海工业园区正处于该矿区附近，周围煤炭资源丰富，有利于南山集团依托自身资源优势，就地将一次能源转化为二次能源，实现资源的综合利用。

南山集团是山东省 136 家重点企业之一和计划单列单位，属于山东省及烟台市重点扶持单位，优越的政策环境和良好的政府背景成为公司在项目孵化、市场开拓、资金融通、税收政策等方面的强大支持因素，保证了公司业务的有效开展。

综合看，良好的外部发展环境，地方政府的有力支持，为公司持续健康发展奠定了良好基础。

四、企业管理分析

1. 管理体制

公司按照《公司法》等相关规定，结合公

司自身实际情况，建立了较为完善的法人治理结构。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。公司内设 20 个职能部门，内部职责分工明晰，组织结构设置基本能够满足管理需要。

随着公司快速发展和规模不断扩大，对现有管理模式将提出更高的要求。同时，我们也关注到公司产权关系不够清晰，可能会对未来发展产生一定的负面影响。

2. 管理水平

公司已经建立起一套较完整的规章制度体系，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

投资管理方面，公司制定了专门的投资业务管理制度，南山集团及下属公司所有对外投资项目须上报公司投资管理部门，凡 5000 万元以上的重大投资项目还应由公司总经理办公室和董事会审议决定，公司投资管理部门、总经理办公室和董事会在综合考虑项目盈利预期、所需投资与公司存量资金状况及是否符合公司主业发展方向等因素后统一做出决策。这种投资管理模式能很好的保证公司对投资的总量控制，引导投资方向，减少投资失误，确保投资效益。

经营管理方面，公司全面推行了以标准化、专业化、系统化、数据化为主要内容的精细化管理，大力倡导“精细增加效益，细节决定成功”的生产经营理念，促进了生产成本的降低和产品质量的提高。截至 2005 年底，公司已打造了中国驰名商标 1 个，中国名牌产品 1 个，国家免检产品 6 个。

财务管理方面，公司建立了预算管理和财务分析制度，内部审计和内部监督机制较完善，能够有效控制财务风险。公司实行资金集中式的财务运作模式，除上市公司南山实业外，南山集团对各子公司实行分公司式的管理模式，在资金等资源的控制运用上由南山集团统一运作。公司成立了专门的资金管理部门，负责调

剂下属各公司的资金余缺，除南山实业按上市公司有关规定进行资金运作外，任何公司无权独自对外融资或提供担保。

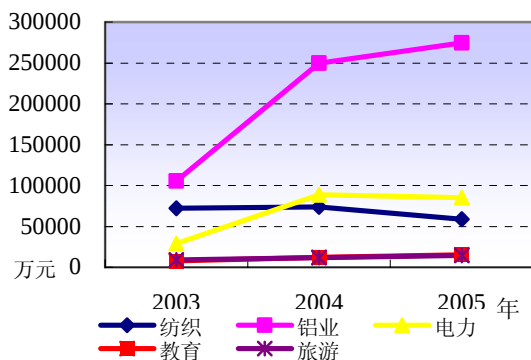
通过分析和实地考察，我们认为公司法人治理结构基本健全，以投资管理、经营管理和财务管理三个核心内容的内控机制较为完善，具有良好的防范和化解经营风险能力。公司管理水平较高，管理风险较低，但管理效率有待提高。

五、企业经营分析

（一）产业运营分析

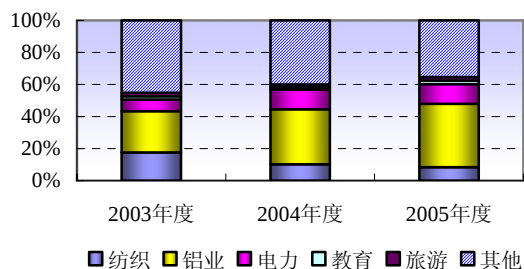
公司通过“链式运作”，对主导产业向后拉长、向前延伸，形成了以电力、铝业、纺织、旅游、教育为主的五大产业链条。从图2可以看出，2003~2005年三年间，五大产业板块中，除纺织业外，电力、铝业、旅游、教育产业在整体上均保持较好的发展态势。

图2 近三年五大板块主营业务收入变动情况



从图3反映的近三年公司五大业务板块对主营业务收入的贡献比例看，铝业一直是主营业务收入的主要来源，纺织业的贡献率有较大幅度下降，电力对主营业务收入的贡献逐年提高，在五大业务板块中，电力对公司主营业务收入的贡献已位居第二。2005年公司实现主营业务收入694835.04万元，其中铝业占39.51%，电力占12.22%，纺织业占8.48%，旅游占2.10%，教育占2.12%。

图3 近三年公司主营业务收入占比情况

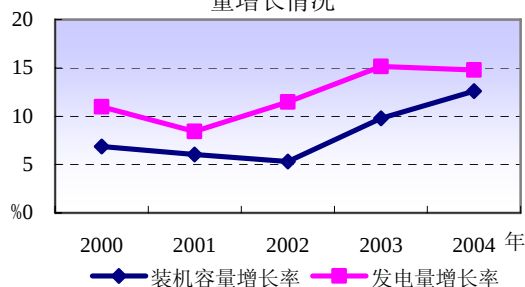


电力产业

1. 行业背景

电力工业是国民经济的重要基础行业之一，是国家经济发展战略中的重点和先行产业。我国在建国初期就确立了电力工业先行的战略方针。改革开放以后，经过20多年的大规模建设，电力工业也得到迅速发展。从图4可以看出，2000-2004年我国装机容量和发电量不断增长，缺电现象得到明显改善，有力地支持了国民经济的快速发展。全国装机容量分别在1987年、1995年、2000年和2004年跨越1亿千瓦、2亿千瓦、3亿千瓦和4亿千瓦四个台阶。到2004年底，装机容量达到4.407亿千瓦，发电量达到21870亿千瓦时。据不完全统计，2005年我国发电装机容量超过5亿千瓦，发电量为24747亿千瓦时。未来几年，随着经济的持续快速发展，电力需求总规模将进一步增长，但随着国家宏观调控效果的逐步显现，工业用电量增速将减缓，因此，在未来几年，我国的装机容量和发电量的增速将有所缓解。

图4 2000-2004年我国装机容量和发电量增长情况



数据来源：《中国电力年鉴》及中国企业联合会《全国电力生产统计指标快报》

在电源结构方面，我国火力发电所占比例较大，2004 年底火电装机容量 32490 万千瓦，占全部装机容量的 73.72%；水电装机容量 10826 万千瓦，占全部装机容量的 24.56%；核电装机容量 684 万千瓦，占全部装机容量的 1.55%；其他能源占 0.17%。就发电设备而言，目前我国的发电设备以火力发电为主，在各主要电网中主力机组的单机容量在 30—60 万千瓦，单机 60 万千瓦以上的大容量、高参数超临界机组仍为少数。尽管国家正在实施关停小机组计划，仍有大批 10 万千瓦以下的小机组在运行，这些机组性能较差，污染严重，使得我国电力行业的技术指标如煤耗率等仍处于相对落后的水平。因此在未来一段时间内，我国将根据国内资源状况调整电源结构，积极发展水电；不断优化火电的机组结构、技术结构和地区结构，实现火力技术的产业升级和更新，严格压缩和限制常规小火电的发展，不断提高大机组、高效能、环保型机组的比重；适当发展使用洁净燃料的天然气和核能发电机组；因地制宜发展以风力发电为主的新能源，同时加快大型超临界火电机组、大型燃气蒸汽联合循环机组和电力环保装置等设备的国产化步伐。

在发电市场方面，目前全国联网的格局尚未形成，各发电企业的竞争目前只局限在各地地区电网内。现阶段，政府对同一地区电网内的发电量基本采取年度计划分配的方式确定，由电网统一调度执行。由于在发电领域缺乏竞争机制，不同投资性质、机组类型的电厂之间竞争状况并不明显，随着供求形势的变化和我国电力体制改革的进一步深入，在厂网分开的基础上，发电企业将逐步实现竞价上网，不同类型电厂之间将展开真正的竞争，电力市场有望进一步完善。

2. 公司业务情况

电力产业是公司的基础产业，为公司铝业、纺织、旅游、教育、综合服务等各个方面提供了充足的能源保障，大大降低了生产成本。

公司 13.2 万千瓦机组所产生的热、电，全部提供给南山实业相关产业使用，富余部分自动上网；公司 30 万千瓦机组所产生的热电全部供应给南山集团下属公司及生活用电，富余部分自动上网。截至目前，南山集团每年富余电力 5—6 亿度，全部供应烟台电网。由于公司电力是在满足自身需求以后才供应上网，不属于调峰机组，因此公司的发电机组能够满负荷运行，加上其每年所需的检修时间大大小于同类机组，因此公司生产负荷利用率达到了 105%，大大降低了产品生产成本。

南山集团为了实现其计划建设的氧化铝厂、柳海煤矿、铝深加工等项目的能源保障，于 2004 年投资新建了北海电厂。北海电厂主要是利用柳海煤矿所生产的褐煤进行发电、供热，计划于 2006 年投产发电。

2003~2005 年，公司电力产业实现主营业务收入分别为 28981.19 万元、88747.79 万元和 84953.88 万元，年复合增长率为 71.21%，经营业绩快速健康发展，主要原因在于公司装机容量为 43.2 万千瓦的两个热电厂于 2004 年初投产并一直满负荷运行。

未来几年，随着北海和东海电厂相继投产发电，公司电力板块的主营业务收入有望进一步快速增长。此外由于电力板块是公司的基础产业，以上两个电厂的投产，也将为其他产业的发展提供保障，这在一定程度上能降低公司的生产成本，在不考虑其他因素的情况下，公司的整体盈利能力也有望进一步增长。

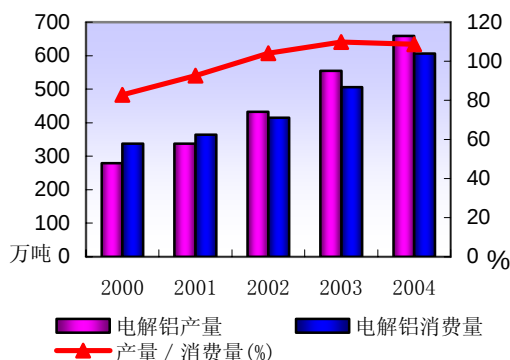
铝业

1. 行业背景

铝作为国民经济中不可缺少的基础性原材料之一，被广泛用于建筑、包装、交通运输、电力、电信、航空航天、军工等领域，是世界上第二大最常使用的金属。铝工业属于资金密集型高能耗基础工业，具有产品价格波动频繁、需求具有周期性、行业竞争激烈、受国家政策影响较大等风险特性。

改革开放以来,随着我国经济的逐步回升,对铝的需求逐渐增加,在中国有色金属工业“优先发展铝工业”的战略发展方针指导下,各地方政府采取各种优惠措施,鼓励投资电解铝项目,使得我国铝工业取得了长足发展,如今已经形成了从铝土矿、氧化铝、电解铝、铝加工、研发为一体的比较完善的工业体系,铝产量和消费量呈现出稳步增长的势头,成为了世界铝生产、消费大国。据 IAI 统计数据表明,2004 年我国电解铝产量超过 658.90 万吨,较 2003 年同比增长 18.78%,占世界总产量的 22.58%,居世界第一位。在我国电解铝产量迅速增长的同时,电解铝消费量增幅却远不如前者(参见图 5),在国内供应过剩和国家出口退税优惠政策的双重作用下,我国铝出口快速增长,到 2004 年,我国电解铝净出口量达到 70.78 万吨,成为世界重要的电解铝出口国之一,我国铝工业在国际铝市场的影响力日益重大。

图 5 2000-2004 年我国电解铝产量及消费量对比



数据来源: www.world-aluminum.org.

2005 年,随着国家对铝行业的宏观调控措施逐步实施以及国家取消对电解铝的出口退税并加征 5% 的出口关税以来,电解铝出口量下降,国内市场的供给增加,价格稍有下降,但 2005 年第四季度,受国际铝价高涨刺激,国内电解铝价格又出现新一轮上涨行情。总体看,电解铝市场方面,2005 年国家宏观调控在一定程度上会对生产规模小、技术水平落后的小型电解铝加工企业产生一定影响,但一些有实力的铝加工重点企业将获得进一步发展契机。

铝型材方面,由于该产品具有强度高、重量轻、稳定性强、耐腐蚀性强、可塑性好、变形量小、无污染、无毒、防火性强,使用寿命长(可达 50~100 年),回收性好,可回炉重炼等优点,被广泛用于建筑门窗、玻璃幕墙等各种建筑物中,因此铝型材的需求量与房地产建设相关性很强。目前由于铝型材市场行业集中度低,竞争较为激烈,再加上国家对铝型材加工企业上下游市场(电解铝市场和房地产市场)宏观调控效果的逐步显现,这对技术设备落后的中小型铝型材加工厂商带来一定的冲击。

铝深加工方面,为了满足国内铝加工业发展的需求、适应加入 WTO 后国际市场环境需求,国家大力提倡发展高精度铝的深加工产品,以替代进口,并在政策上给予鼓励和优惠,因此从整体上看我国的铝深加工企业面临着良好的发展机遇。

2. 公司业务情况

铝业是公司的支柱产业,经过多年的发展,公司逐步形成了以煤、电、铝及铝深加工为一体的国内第一条比较完整的产业链。

目前公司铝业的初级产品是电解铝,主导产品为铝锭、铝棒及铝型材。其中电解铝、铝锭、铝棒在满足自身生产铝型材生产需求的情况下,剩余部分通过进料加工的形式出口;铝型材方面,公司是国家建设部铝合金建筑型材定点生产厂家,2004 年 10 月国家质量监督检验检疫总局授予“南山牌”铝合金建筑型材为中国名牌产品。公司生产的铝型材先后通过 ISO9002、ISO9001 以及英国皇家 UKAS 质量体系认证,2004 年公司被中国有色金属加工工业协会评审为“全国铝型材企业十强”。公司铝型材销售网络遍布全国各地及美国、法国、英国、新西兰、韩国、日本、澳大利亚、台湾等国家和地区,内销部分占 40%,外销部分占 60%。

此外,公司根据国家产业政策并结合自身的条件,针对国内外新型铝合金材料的需求和

发展，在扩大电解铝产能的基础上加快了从电解铝等初级产品向深加工产品发展的步伐，通过合资的形式投资兴建 200kt/a 高精度新型铝合金热轧卷生产线项目及 200kt/a 高精度铝板带箔冷轧、箔轧生产线项目，形成了一个良性发展的产业链，从而优化了资源配置，调整了深加工产品的结构，增加了高附加值产品的比重，市场前景良好。

2003~2005 年，公司铝业实现主营业务收入分别为 105479.15 万元、249897.74 万元和 274531.44 万元，年复合增长率为 61.33%，增长速度较快，这主要得益于：一是公司两条新的铝生产线陆续投产；二是公司通过引进大型先进设备及技术，提升了产品层次和质量，市场份额进一步扩大。

未来几年，随着铝业深加工产品的投产和销售，以及铝业板块产业链优势的发挥，可以预计，公司铝业市场的收入在未来一段时期内会有稳定的增长。

纺织产业

1. 行业背景

纺织工业是我国的传统行业，也是我国重要支柱产业之一，在国民经济中占有重要地位。改革开放 20 年多年来，在国家相关政策的扶持下，纺织工业进入快速发展时期，总体规模高速扩张，棉布、棉纱、羊绒、服装等主要纺织品产量跃居世界首位。纺织工业在国民经济中的比重大幅提高，纺织品连续多年列出口大宗产品的首位。我国是全球最大的纺织品生产和出口国，据中国纺织工业协会统计，2004 年我国纤维加工量 2400 万吨，约占世界生产能力的 38%；对全球出口纺织品服装 951 亿美元，约占我国全年出口总额的 16%，占全世界纺织品贸易总额的 1/4。

我国与发达国家纺织业的相互依存度高。纺织品是我国最具比较竞争优势的大宗出口产品，我国的优势在于较低的劳动力成本和较完

整的制造加工产业链，而发达国家的优势在于资金、设计研发、品牌资源和发达的营销手段以及销售渠道。我国纺织品服装在世界市场的格局中处于中低档，而欧美等发达国家主要占据高档市场。我国既是纺织品生产大国，也是纺织品消费大国，国内生产、消费市场的巨大潜力为发达国家的中高档服装、家用和工业纺织品、面料、纺织原材料和纺织机械的出口提供了广阔市场。总体看，我国纺织工业在国际市场的优势和贸易地位十分重要，今后相当长的时期内纺织工业仍将是我国出口创汇的支柱产业之一。

从 2005 年 1 月 1 日起，WTO 成员国之间纺织品配额取消，实现自由贸易。全球纺织品配额取消后，对世界纺织服装生产供应市场的总体格局将产生一定的影响，部分纺织品的投资与贸易将逐步向最佳生产资源配置的地区流动。相对于配额时代，国际纺织品服装市场将在更加公平、健康、自由的贸易环境下发展。2005 年一季度我国纺织品出口 224 亿美元，同比增长 19.1%。但从 2005 年 4 月份开始，美欧以配额取消后中国纺织品扰乱市场为由，对中国纺织品提出特保设限。其中，美国除对袜子出口实施保障措施外，又于 4 月 4 日启动了对内衣、衬衫、裤子的调查；欧盟于 4 月 6 日公布了针对中国纺织品特限措施的行动指南；土耳其对我国 42 个类别纺织品进行设限。种种迹象表明，针对中国纺织品出口的新一轮贸易保护浪潮已经迫近。

然而，从提出特保设限的出口产品种类来看，主要集中在对欧美等国国内产业产生较大冲击的纺织品，如棉制品，而公司纺织产业中主导产品主要是精纺呢绒面料和高档西装，新一轮贸易保护政策对公司纺织产业影响较小。

2. 公司业务现状

纺织产业是公司的优势产业，公司纺织产业的主导产品包括：以科技含量高和高档轻薄

为主的双组份毛精纺系列产品、以多功能性为主的精纺舒适毛织物、以生态科学应用为主的系列毛织物等。目前公司的精纺呢绒面料主要销往国内知名品牌服装厂，如红领、新郎、庄吉、法派、步森、报喜鸟、虎豹、杉杉、威克多、雅戈尔、顺美等，并出口东南亚、日本、韩国、欧洲等国家和港、澳、台地区，同时也是公安部、检察院、法院、铁路等职业服装面料定点加工企业。公司生产的精纺呢绒产品供不应求，其生产规模和市场占有率居国内前列。

公司注重对纺织产业设备和技术的投入。在纺织产业板块，公司拥有省级技术中心，配备了雄厚的科研力量，并与多家国内外著名科研机构 and 大学进行全面合作。近 3 年公司累计投入 6448 万元用于纺织产业的科技开发与技术进步，公司还引进了德国、法国、意大利等西欧国家生产的世界最先进的高档精纺呢绒面料生产线和检测仪器，公司科研开发能力与科技成果储备始终处于国内同行业领先水平，并不断向国际先进水平靠拢。

公司加强对纺织产品的创新，在现有产品的基础上，不断调整产品结构，以满足市场对产品的需求。目前公司共有数百个新产品，20 多种毛织物通过鉴定，达到国际先进水平，其中“南山牌”精纺呢绒曾多次荣获国内、国际大奖，并通过了 ISO9002 国际质量体系认证及 ISO14001 国际标准环境管理体系认证，产品连续多年被评为“最受消费者欢迎的产品”。

2003~2005 年，公司纺织产业实现主营业务收入分别为 72131.86 万元、73811.23 万元和 58932.85 万元，年复合增长率为-9.61%。近三年公司纺织产业主营业务收入呈现负增长，主要原因在于部分产品的转型和贸易方式的调整，2005 年公司由原有的织巾生产改为高档服装生产，贸易方式由原来的一般贸易改为加工贸易。

旅游产业

1. 行业背景

旅游业在国际上被誉为永不衰落的朝阳产业，也是我国对外开放最早和开放程度最高的行业之一，在第三产业中处于龙头产业地位。

我国旅游业自从 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 20 多年的发展，从无到有，从小到大，产业形象日益鲜明，产业规模不断壮大，旅游业已成为国民经济中发展速度最快的行业之一，同时也是具有明显国际竞争优势的产业之一。国家对旅游业给予了许多实质性的政策支持，鼓励在旅游交通及基础设施建设、重大旅游度假项目和专项旅游项目、大型旅游资源综合开发项目和租赁服务等领域投资，这些项目享受免征进口关税和进口环节增值税等优惠。我国现有 12 个国家级旅游度假区、近 100 个省级旅游度假区，它们均享有税收、进出口货物等方面的优惠政策。

发达国家发展旅游业的经验表明，在人均 GDP 达到 1000 美元以后，旅游的大众化、普遍化便开始迅猛发展，目前我国已经达到这一水平，说明我国的大众旅游时代已经到来。人民生活水平的提高、可自由支配收入比重的增大、节假日的延长、闲暇时间的增多，必然会极大地促进旅游业的发展。中国作为世界上旅游资源最丰富的国家之一，旅游业将继续成为国民经济新的增长点。

2004 年全国旅游业总收入 6840 亿元，比 2003 年增长 40.11%，相当于全国 GDP 的 5.05%，自此，旅游业总收入占全国 GDP 的比重已经连续 5 年稳定在 5% 以上。其中国际旅游外汇收入 257 亿美元，同比增长 47.9%，跃居世界第 4 位。目前我国入境旅游已居亚洲第一，国内旅游已是世界最大的客源市场，出境旅游已成为各国关注的客源输出国。数据表明，旅游业将迎来一个快速发展的机遇，市场机会巨大。

公司所在的山东省是中国的一个经济大

省，也是一个拥有丰富旅游资源的大省，其旅游资源规模大、种类全、品位高、分布广、交通便利，近年来全省旅游业持续、快速发展，进而带动了公司旅游产业的发展。

2. 公司业务现状

旅游产业是公司的朝阳产业，经过几年的发展，南山集团旅游产业以宾馆、酒店、景区、高尔夫、康乐宫、歌剧院为主体，形成了“住、购、行、饮、游、娱、乐”的产业链条体系。其旅游景区由南山大佛、南山禅寺、古建筑群、国际高尔夫俱乐部、康乐宫和热带植物园等组成，其中南山大佛是目前世界上最大的铜铸佛像。

2003~2005 年，公司旅游产业实现主营业务收入分别为 8995.08 万元、11737.17 万元和 14615.62 万元，由于公司旅游产业陆续进入收益回收期，近三年复合增长率为 27.47%。

教育产业

1. 行业背景

在跨入知识经济时代的历史进程之际，教育已成为国民经济和社会发展全局性、先导性、基础性的关键领域。经济增长和社会进步，在很大程度上取决于教育发展的速度和质量。加速培养同现代化要求相适应的数以亿计的高素质劳动者和专门人才，发挥我国巨大的人力资源的优势，关系未来社会主义事业的全局。在这种局面下，教育在国民经济和社会发展中的占据着越来越重要地位和作用，而随着教育行业的迅速发展，教育产品和服务的需求激增，教育产业市场也在不断发展壮大。

近年来，我国教育事业实现了跨越式发展，教育改革取得了突破性进展，国民受教育程度逐步提高。2004 年全国共有幼儿园 11.79 万所，小学 39.42 万所，初中 63757 所，高中阶段教育 31407 所，普通高等学校和成人高等学校 2236 所。自从《民办教育促进法》及《民办教育促进法实施条例》实施以来，我国的民办教

育得到了新的发展。2004 年全国各级各类民办学校（机构）共有 7.85 万所。教育事业是我国的百年大计，我国教育行业将继续高速发展，国家对教育的投入力度将进一步加大，教育产业化也将迅速扩大。

2. 公司业务现状

教育产业是公司的发展产业。发展教育产业之初，南山集团本着培养适合南山产业特点的专业型人才的目的，涉入了教育产业，成立了适合南山产业发展特点的职业技术学校。随着教育产业的良好发展，南山集团本着“取之于社会、服务于社会”的宗旨，不仅为自身也为社会培养了大批有用的人才。截至目前，南山集团在教育产业累计投资超过 7 亿元，形成了从幼儿、小学、初中、高中到大学的完整教育体系，南山教育也由此开始步入产业化发展的轨道。

2003~2005 年，公司教育产业实现主营业务收入分别为 7962.16 万元、12031.28 万元和 15211.03 万元，由于公司教育产业陆续进入收益回收期，近三年公司年复合增长率为 38.22%。

其他

在培育壮大主导产业的同时，公司凭借自身的资金和品牌等方面优势，积极发展优势辅业，比如木业、酒业、房地产业、计算机软件开发等行业。为进一步优化产业结构，公司按照“有进有退”的原则，加快退出弱势辅业，先后对不锈钢、印刷等 12 户中小型企业进行了淘汰。

2003~2005 年，公司其他产业合计实现主营业务收入分别为 185055.85 万元、291116.74 万元和 246590.22 万元。公司其他业务板块在主营业务收入中占比较大，其中贸易板块在 2005 年主营业务收入中占比 14.83%。

综合看，南山集团已发展成基础牢固、主业突出的综合型企业集团。在主业方面，公司

在稳固纺织业这一优势产业市场地位的同时，重点发展了电力、铝业、教育和旅游等基础或新兴产业。可以看出，南山集团公司基础产业与朝阳产业并举，原料基地、产品加工和终端产品销售相辅相成，使公司资源得到优化配置，并形成规模效应，降低了营运成本，公司发展前景良好。

（二）经营优势与经营风险

1. 经营优势

公司在经营中的优势有效地保证了公司稳定、持续发展的目标，这些优势主要体现在以下方面：

生产设备优势：公司的生产设备大部分来自国内外一流企业生产的先进设备，具有能耗低、寿命长、污染小的特点，竞争实力较强。

技术优势：公司注重技术研发和产品创新，其中部分纺织和铝业产品的各项技术、质量指标都在同行业中位居前列。

链式运作优势：公司通过将主导产业向后拉长，向前延伸，形成既有原料基地，又有加工环节，还有终端产品的完整产业链条，以最低的成本、最高的效率，使各种经济要素得到优化配置。

品牌优势：公司经过多年的发展，树立了良好的“南山”品牌形象。“南山”牌系列产品被中国保护消费者基金会评为“消费者信得过优质产品”，被人民日报社授予“中国名牌上榜品牌”；“南山”牌商标被山东省工商局审定为“山东省著名商标”。目前公司拥有中国驰名商标1个，中国名牌产品2个。

2. 经营风险

在企业的经营过程中，我们还应关注以下风险：

行业竞争激烈：公司铝型材业务及精纺呢绒业务均处完全竞争市场，低水平重复建设现象严重，行业内企业众多，行业集中度低，行业内部竞争激烈。

市场需求季节性变化较大：公司铝型材产品的市场需求呈季节性变化，对公司现金流量的稳定性会造成一定的影响，同时市场需求季节性波动也会影响公司的存货管理和年度生产计划。

原材料价格波动：公司主要的原材料为原毛、羊毛条、氧化铝、原煤等，上述原材料均属于有限性资源，其价格的波动将直接影响公司的盈利能力。

高级人才缺乏：公司发展需要大量高级人才，由于公司规模扩张较快，企业的快速发展为企业管理提出更高的要求，高素质管理人才的匮乏可能成为制约企业发展的主要因素之一。

（三）经营效率

从近3年的情况看，公司资产总额年平均增长23.64%，公司主营业务收入年平均增长30.40%，营业利润年平均增长12.46%，整体呈现良性健康的发展趋势。（见表1）。

表1 经营效率

项 目（万元）	2003 年	2004 年	2005 年	变动率（%）
主营业务收入	408605	727342	694835	30.40
应收账款	15159	55984	51710	84.70
应收票据	2164	10053	5704	62.37
主营业务成本	275199	563417	524298	38.03
存货	81558	103144	109619	15.93
资产总额	1168314	1569342	1786070	23.64
营业利润	86324	111956	109173	12.46
管理费用	34032	43854	41338	10.21
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率（%）	10.56	7.13	7.06	8.25
成本率（%）	78.87	84.61	84.29	82.59
销售债权周转次数(次)	23.59	11.01	12.10	15.57
存货周转次数（次）	3.37	5.46	4.78	4.54
总资产周转次数（次）	0.35	0.46	0.39	0.40

公司管理费用率呈现下降趋势，说明公司的管理工作不断规范，管理成本控制较好；受成本变动的影响，公司成本率有所波动，但整体水平较低；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整体周转速度较快，2005年三项指标分别为12.10次、4.78次和0.39次，均处于较高水平。

总体看，公司近年来经营效率较高，整体经营效率较好。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2003 年~2005 年合并财务报表已经山东中和正信会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计结论。

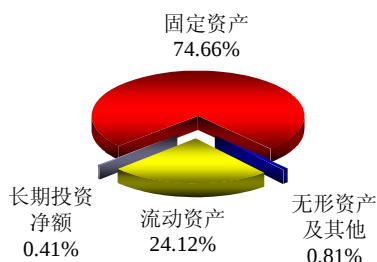
公司的合并会计报表合并了每年 12 月 31 日止公司及其境内下属子公司的年度会计报表。这些子公司包括公司拥有其 50% 以上权益性资本或通过其他方法对其经营活动能够实施控制的被投资企业。公司会计政策具有一致性，三年会计报表具有可比性。

截止 2005 年底，公司资产总额 1786069.66 万元，其中流动资产 529635.47 万元，长期投资 3907.26 万元，固定资产合计 1241706.80 万元，无形资产及其他资产合计 10820.13 万元；负债总额 850960.67 万元，其中流动负债 495797.34 万元，长期负债 355163.33 万元；所有者权益 822927.77 万元，少数股东权益 112181.22 万元。2005 年实现主营业务收入 694835.04 元，利润总额 112174.47 万元；经营活动产生的现金流量净额 90911.68 万元，现金及现金等价物净增加额-62060.21 万元。

2. 财务构成分析

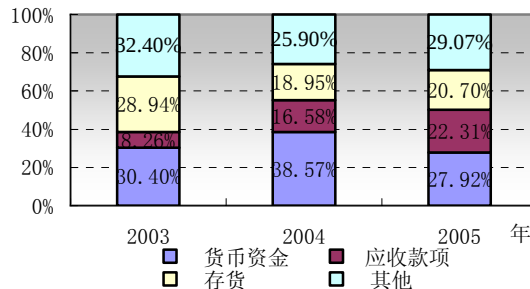
公司近 3 年资产构成相对稳定，其中固定资产占总资产的比例略有下降，流动资产所占比例有所上升。截止 2005 年底，公司资产主要构成情况见图 6，从中可以看出，公司资产以固定资产为主，符合公司经营特性。

图6 2005年资产构成



从图 7 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。2005 年底，公司货币资金占流动资产的 27.92%，现金充足。应收款项（包括应收账款和其他应收款）占 22.31%，应收账款中，一年以内的占 96.00%、三年以上的占 0.06%；其他应收款中，一年以内的占 96.53%、三年以上的占 0.02%，账龄均在一年以内为主。公司对应收款项进行个别分析，并结合账龄计提坏账准备，计提充分。公司存货占流动资产比例为 20.70%，其中原材料、库存商品和在产品分别占 34.98%、28.32%和 32.50%。公司按单个存货项目的可变现净值低于其成本的差额提取存货跌价准备，提取较充分。

图7 公司近三年流动资产构成



2005 年底，公司长期投资占总资产的 0.22%，是对子公司的投资，投资规模呈逐年减小的趋势。公司固定资产占总资产的 69.52%，主要是房屋建筑物、机器设备和土地，固定资产净值为原值的 82.86%，成新率较高，状况良好。2005 年底，公司在建工程额为 330381.31 万元，占固定资产总额的 26.61%，占比较大。

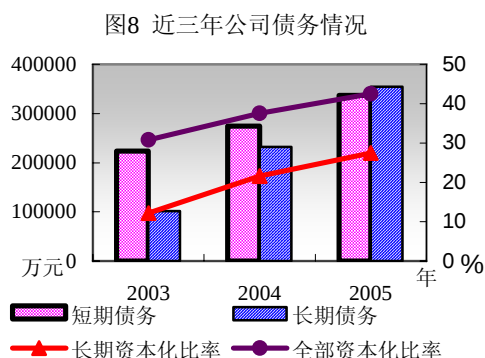
总体看，公司资产质量较好，资产结构基本合理。

从资金来源情况看，公司自有资金比率为 52.36%，自有资金比率正常。2005 年底，公司所有者权益 822927.77 万元，其中，注册资本 13500 万元人民币，占所有者权益的 1.64%，所占比重较低；盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的 14.13%和 80.10%，公司所有者

权益以未分配利润为主，公司历年未分配利润用于扩大再生产，未来的分配政策具有一定的不确定性。整体看，公司目前自有资金实力正常，但所有者权益不够稳定。

从表2看，2003~2005年，公司负债总额逐年增加，三年平均增长率为39.14%。2005年底，公司流动负债占负债总额的58.26%，其中短期借款240160万元，占流动负债的48.44%，应付账款占19.62%，其他应付款占6.15%。公司长期负债355163.33万元，占负债总额的41.74%，主要为银行长期借款和“南山实业”的可转换公司债券。

公司近三年负债水平呈上升趋势，负债比率平均值为43.89%，2005年底为47.64%，负债水平正常。



受投资活动增加的影响，公司总债务规模快速增长，2005年底为691892.00万元，三年平均增长率为45.97%，公司近几年债务规模增长较快（见图8）。截至2005年底，公司长期债务与短期债务余额之比为105.25%，债务结构合理，符合目前投资扩张阶段的特点。2005年底，公司长期资本化比率和全部资本化比率分别为27.51%和42.53%，债务负担基本合理。

本期企业债券发行后，以2005年底的财务数据为基准，公司资产负债率和全部资本化比率将分别上升至50.42%和45.85%，仍处于较为合理的水平。

整体看，公司资产结构合理，负债水平基本正常，本期企业债券的发行对公司财务构成和债务负担的影响程度不大。

表2 财务构成

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
所有者权益	643094.10	736413.54	822927.77	13.12
少数股东权益	85654.00	104658.21	112181.22	14.44
短期债务	223430.00	274252.00	337103.70	22.83
长期债务	101300.00	232100.00	354788.30	87.15
负债总额	439566.24	728269.95	850960.67	39.14
资产总额	1168314.34	1569341.71	1786069.66	23.64
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
长期资本化比率	12.20	21.63	27.51	20.45
全部资本化比率	30.82	37.58	42.53	36.98
负债比率	37.62	46.41	47.64	43.89

3. 盈利能力分析

2003~2005年，公司主营业务收入年平均增长率30.40%，主营业务利润年平均增长率13.14%，均呈现出快速增长的趋势（见表3）。公司主营业务收入增长主要来自铝材、旅游、教育等行业，主营业务利润增长主要来自铝材、建筑、纺织、旅游和教育。一方面由于公司纺织行业产品的转型导致了产能的降低，另一方面由于公司电力和铝合金深加工项目目前仍处于投资建设期，产能尚未释放，因而近三年主营业务利润的增长幅度明显低于收入增幅，但近三年公司主营业务利润率平均值仍为26.40%，主业的盈利水平仍较高。

公司近三年利润总额年平均增长13.47%，略高于主营业务利润的增幅。从盈利指标看，公司总资本盈利率和净资产收益率近三年略有波动，2005年两项指标分别为7.66%、10.51%，盈利能力仍较强。

表3 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	408605.30	727341.95	694835.04	30.40
主营业务利润	132396.38	163056.92	169475.49	13.14
利润总额	87123.50	113199.54	112174.47	13.47
净利润	68077.01	93319.44	86514.23	12.73
利息支出	7888.00	9832.89	12515.54	25.96
少数股东权益	85654.00	104658.21	112181.22	14.44
所有者权益	643094.10	736413.54	822927.77	13.12
总债务	324730.00	506352.00	691892.00	45.97
销售商品、提供劳务收到的现金	469086.77	757769.04	689989.08	21.28
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
主营业务利润率	32.40	22.42	24.39	26.40
现金收入比率	114.80	104.18	99.30	106.10
总资本盈利率	9.02	9.13	7.66	8.60
净资产收益率	10.59	12.67	10.51	11.26

公司近三年经营活动产生的现金流量净额以及销售商品、提供劳务收到的现金均有所波动，现金收入比率呈逐年下降趋势，2005年该指标为99.30%，表明公司收入的实现质量一般，并有不断下降的趋势。

未来几年，随着公司在建项目的逐步完工和产能的逐步增强，公司具有较高附加值的铝合金深加工的产业链将会进一步得以完善，公司整体盈利水平将有望进一步提高。

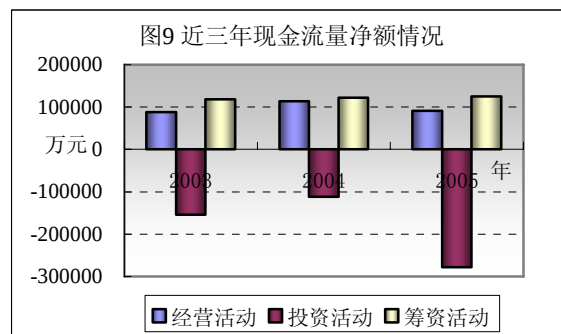
4. 现金流分析

2003~2005年，公司经营活动产生的现金流量净额均为正值，但2005年由于纺织行业因产品转型以及贸易方式调整，使得当年经营活动产生的现金流量净额下降较快。

公司目前处于仍处于投入期，投资额较大，近三年由于新建电厂、引进新的铝深加工项目等投资活动增多，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2005年为-277919.37万元，较前两年出现明显的扩大（见图9）。频繁的资本性支出行为导致近三年公司经营活动现金流量净额不能覆盖由此带来的大规模投资资金流出，筹资活动前现金流量为负值且规模较大，因此筹资方式成为公司弥补所需资金缺口的主要方式。

从筹资活动的现金流入来看，公司的外部融资主要来自银行借款，并且能够依据所需资金的性质，合理安排债务期限。从筹资活动产生的现金流量净额增减变化趋势看，公司基本能够结合当年投资、债务的偿还、经营活动所需资金规模和自身经营活动现金获取能力，合理安排筹资规模，既保证现金流运转通畅又尽量降低筹资成本。

未来几年，公司预计仍有较大规模的投资计划，对外部资金依然有较大的需求。随着电力项目的逐步投产发电和铝合金项目产能的释放，公司经营活动产生的现金流量有望明显增加，现金流结构将有望得以优化。



5. 偿债能力分析

由表4看，2003~2005年公司流动比率和速动比率均有所波动，三年平均值分别为104.53%和80.80%，2005年底分别为106.82%和84.66%，短期偿债能力有待改善。

表4 偿债能力

项目 (万元)	2003年	2004年	2005年	变动率 (%)
流动资产	281771.45	544277.05	529635.47	37.10
流动负债	299601.48	482921.68	495797.34	28.64
折旧	32560.77	34408.64	35957.64	5.09
摊销	172.02	6198.08	974.14	137.97
利息支出	7888.00	9832.89	12515.54	25.96
利润总额	87123.50	113199.54	112174.47	13.47
EBITDA	127744.28	163639.14	161621.80	12.48
筹资活动前现金流量净额	-65879.99	2070.68	-187007.69	68.48
总债务	324730.00	506352.00	691892.00	45.97
指标	2003年	2004年	2005年	平均值
流动比率(%)	94.05	112.71	106.82	104.53
速动比率(%)	66.55	91.20	84.66	80.80
EBITDA利息倍数(倍)	16.19	16.64	12.91	15.25
债务保护倍数(倍)	0.31	0.25	0.18	0.25
筹资活动前现金流量净额保护倍数(倍)	-0.20	0.00	-0.27	-0.16

公司2005年EBITDA利息倍数为12.91倍，利息支付能力强；债务保护倍数为0.18倍，对债务整体偿还能力正常。

从长期借款年度分布情况看（表5），在本期企业债存续期内，公司长期债务分布比较平均，不存在债务集中偿还期，有利于公司资金结构的平衡，也有利于本期企业债的偿还。

表 5 长期借款分布

期 限	每年还款额 (万元)
2006、2007 年	19500
2008-2020 年	17500
总 计	2665000

可以预见，在未来 3~5 年，随着公司在建项目逐步完工和产能的不断扩大，公司将由全面投入期转入回收期，债务压力不断得以缓解，公司对债务的保护能力将不断增强。

整体上看，公司目前偿债能力基本正常。

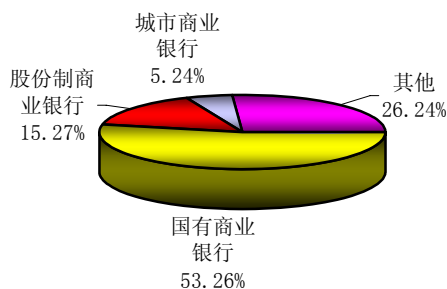
七、债权保护条款分析

中国建设银行授权中国建设银行山东分行为公司发行的本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保”。

1. 担保人行业分析

商业银行是储蓄与投资相互转化的主要中介，在国民经济发展中发挥着重要作用。中国银行业金融机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、外资银行营业机构以及城市信用社、农村信用社、信托投资公司、资产管理公司、财务公司、金融租赁公司和遍布城乡的邮政储蓄等。截至2005年9月底，中国银行业金融机构总资产359644.6亿元，比上年同期增长率19.3%，银行业各金融机构2005年9月底资产占比情况见图10。

图10 银行业各金融机构资产占比情况



资料来源：中国银监会网站

从目前的金融结构来看，银行业处于整个金融业的主导地位，无论是资产规模或在国民经济中的影响力，银行业都远大于保险、证券等非银行金融行业。但由于业务的同质性和混业经营的发展，金融业的竞争将日趋激烈。

在银行业内部，国有商业银行凭借其点多、面广和不断改革完善的经营机制，将会在一段时间内继续占据优势地位。股份制商业银行则凭借较为规范的法人治理结构、灵活的管理机制、先进的电子信息技术和合理的网点布局，在市场竞争中占有一席之地，并会继续扩大其市场份额，提高其竞争力。但是，国内银行整体与外资银行进行竞争时，仍在风险管理、技术、产品创新等方面处于劣势。

银行业是一种风险行业，在提供金融服务过程中，它们承担了各种金融风险。目前，我国银行业的信用风险仍是主要风险，主要表现为不良贷款额和不良贷款比率。截止 2004 年底，国有商业银行和股份制商业银行不良贷款余额 17176 亿元，比年初减少 3946 亿元，不良贷款率为 13.2%，比年初下降 4.6 个百分点，实现了继 2002 年和 2003 年以来的连续第三年“双下降”，不良贷款监管和不良贷款的处置工作颇见成效。

同时，我们从表 6 可以看出，目前，我国商业银行的信用风险还较大，特别是国有商业银行不良贷款率与 10% 的国际警戒线仍有一定的距离；即使是不良贷款率较低的股份制商业银行，与不良贷款率分别为 2.7% 和 3% 的花旗银行和汇丰银行相比，仍然存在一定的差距。

商业银行另一个重要风险是市场风险，主要包括利率风险和汇率风险。此外，商业银行的操作风险也比较大，主要是管理水平不高、管理难度大、内控机制不健全导致的，另外道德风险也比较大。

2003 年 3 月，国务院设立了中国银行业监督管理委员会，统一负责对中国银行业金融机构的监督管理工作。监管部门针对我国银行业的法人治理结构、风险控制等内部运行环节以

及银行风险评价等问题，出台了《中华人民共和国银行业监督管理法》等一系列监管政策和法规。这些监管政策和法规的出台和实施，有力地促进了我国银行业的改革，加快了解决银行业长期存在的问题的速度。监管部门密切监测商业银行的资本充足率和资产质量，有利于促进商业银行采取更为稳健的经营策略，拓展盈利空间，降低经营成本，减少市场不公平和恶性竞争。

表 6 2004 年国有商业银行和股份制商业银行
不良贷款情况

	余额	不良贷款占比
不良贷款	17176	13.21
其中：		
次级类贷款	3075	2.36
可疑类贷款	8899	6.84
损失类贷款	5202	4.00
不良贷款分机构		
国有商业银行	15751	15.57
股份制商业银行	1425	4.94

资料来源：中国银监会网站

总体看来，我国银行业在良好的经营环境中，资产质量、盈利能力、管理水平均有明显提高，但与真正的国际大银行相比，国内银行仍存在较大的差距。

2. 担保人担保能力分析

中国建设银行前身原中国人民建设银行，是1954年10月1日经原中央人民政府政务院批准成立的国家专业银行。经中国银行业监督管理委员会批准，原中国建设银行以分立的方式

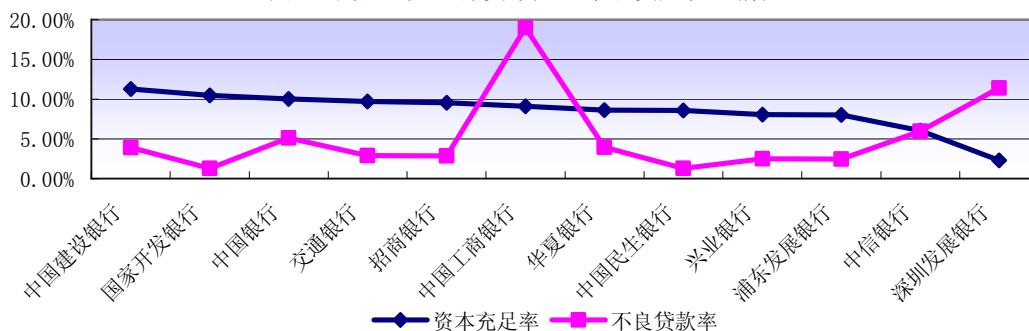
进行重组，于2004年9月17日设立了中国建设银行股份有限公司，承继了原中国建设银行的商业银行业务及相关资产和负债。中国建设银行经过50多年的发展，已经成为一家在国民经济和社会发展中具有举足轻重地位、在国内外具有重大影响、综合竞争实力雄厚的股份制商业银行。

根据《银行家》杂志2005年度的排名，以2004年底一级资本为统计标准，中国建设银行在世界1000家大银行中排名第21位，其资本实力在中国银行业中位居前列。截至2004年12月31日，中国建设银行在境内外拥有14467家营业机构网点及附属子公司、12475台自动柜员机和466家自助银行。中国建设银行还是中国最大的住房抵押贷款银行之一。

中国建设银行曾先后多次被世界权威金融杂志评为“中国最佳银行”，2005年被英国《银行家》杂志评为“2005年度中国最佳银行”，是2005年度中国银行业中唯一获此殊荣的银行。

截止2004年12月底，建设银行资产总额39047.85亿元，其中贷款余额22255.85亿元；负债总额37100.41亿元，其中存款余额34893.76亿元；所有者权益1947.44亿元；营业收入1269.53亿元，税前利润502.16亿元。中国建设银行股份制改造完成以后，其资本实力有所增强，资产质量得到提高。2004年底，建设银行的资本充足率为11.29%，不良资产比率为3.92%，其资本充足率和资产质量在同行业中位居前列（见图11）。

图11 我国主要银行资本充足率和资产质量情况



2005年，中国建设银行各项主要业务继续保持良好发展态势，盈利水平稳步增长，总资产规模、所有者权益和资本充足率都明显增加。

中国建设银行作为我国成立较早、规模较大的商业银行，在发展中形成了一定的优势：

(1) 拥有良好的资产质量：中国建设银行的资产质量和资本充足率在业内处于前列，为业务拓展和持续发展提供了稳健的基础；(2) 拥有广泛的业务构架和良好的客户基础：在中国建立了一个分布广泛的客户群，且50%以上的客户分布在中国经济最发达长江三角洲及东部沿海、珠江三角洲及东南沿海、环渤海经济圈地区等区域。除在中国拥有广泛的分销网络之外，中国建设银行还在香港、法兰克福、新加坡等世界主要金融中心设有分行，未来中国建设银行将拥有广阔的发展空间；(3) 拥有较高的品牌知名度。近年来推出的面向中高端客户的基金、外汇买卖、结构性存款衍生产品等，与负债业务、资产业务形成了良好的产品链。其中的个人结算类的“速汇通”、龙卡借记卡、结构性存款等已形成强势品牌；此外，公司中长期信贷业务和房地产金融业务具有较大优势。但是我们也应该关注以下风险：中国建设银行对公贷款业务的增长主要集中于长江三角洲及东部沿海、珠江三角洲及东南沿海、环渤海经济圈等人均GDP较高的经济区，若这些地区的经济出现重大衰退，中国建设银行的财务状况和经营业绩都将受到重大影响。同时，中国建设银行的贷款主要集中于为制造业、个人类贷款、房地产业、交通运输、仓储和邮政业等，这些行业的任何衰退亦会对中国建设银行产生重要负面影响。

本期债券占中国建设银行2004年底资产总额的0.026%、贷款总额的0.045%，所占比例很低；占其所有者权益的0.51%，占2004年利息收入的0.91%，立即偿还此笔担保债务对中国建设银行影响很小。

总体看，中国建设银行作为我国成立较早、规模较大的国有商业银行，拥有良好的资产质

量、广泛的业务构架和客户基础和较高的品牌知名度。中国建设银行为本期债券提供的担保实力强，对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。

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

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币元）

资 产	2003 年	2004 年	2005 年	变动率（%）
流动资产				
货币资金	856,651,864.36	2,099,410,746.52	1,478,808,607.82	31.39
短期投资	68,000.00	2,651,119.22	671,246.82	214.19
减：短期投资跌价准备				
短期投资净额	68,000.00	2,651,119.22	671,246.82	214.19
应收票据	21,636,849.64	100,530,810.92	57,044,509.59	62.37
应收股利				
应收利息				
应收账款	151,586,743.09	559,835,943.66	517,100,973.03	84.70
其他应收款	81,092,383.94	342,335,870.85	664,453,806.94	186.25
减：坏账准备				
应收账款净额	232,679,127.03	902,171,814.51	1,181,554,779.97	125.35
预付账款	882,743,621.63	1,299,394,185.35	1,479,135,022.71	29.45
存货	815,583,837.66	1,031,437,037.23	1,096,188,307.27	15.93
减：存货跌价准备				
存货净额	815,583,837.66	1,031,437,037.23	1,096,188,307.27	15.93
待摊费用	8,351,191.54	7,174,780.09	2,952,203.24	-40.54
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	2,817,714,491.86	5,442,770,493.84	5,296,354,677.42	37.10
长期投资				
长期股权投资	47,844,000.00	79,740,000.00	39,072,600.00	-9.63
长期债权投资				
长期投资合计	47,844,000.00	79,740,000.00	39,072,600.00	-9.63
减：长期投资减值准备				
其中：合并价差	-	25,842.41	-	-
股权投资差额				
长期投资净额	47,844,000.00	79,765,842.41	39,072,600.00	-9.63
固定资产				
固定资产原值	8,350,978,859.02	9,516,532,542.23	11,006,950,719.12	14.81
减：累计折旧	1,183,103,030.67	1,527,189,393.82	1,886,571,108.32	26.28
固定资产净值	7,167,875,828.35	7,989,343,148.41	9,120,379,610.80	12.80
固定资产净值减值准备	12,088,900.00	12,088,900.00	12,088,900.00	0.00
固定资产净额	7,155,786,928.35	7,977,254,248.41	9,108,290,710.80	12.82
工程物资	38,558,394.25	725,559.50	4,964,271.98	-64.12
在建工程	1,528,170,371.21	2,159,812,508.11	3,303,813,065.44	47.04
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	8,722,515,693.81	10,137,792,316.02	12,417,068,048.22	19.31
无形资产及其他资产				
无形资产	10,811,250.00	9,416,250.00	-	-
长期待摊费用	84,257,958.02	23,672,198.53	108,201,312.79	13.32
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	95,069,208.02	33,088,448.53	108,201,312.79	6.68
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	11,683,143,393.69	15,693,417,100.80	17,860,696,638.43	23.64

附表 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币元）

负债及所有者权益	2003 年	2004 年	2005 年	变动率（%）
流动负债				
短期借款	1,507,000,000.00	1,890,600,000.00	2,401,600,000.00	26.24
应付票据	727,300,000.00	851,920,000.00	969,437,000.00	15.45
应付帐款	315,577,157.25	598,068,917.81	972,910,017.42	75.58
预收帐款	105,779,435.49	377,518,363.70	168,895,042.91	26.36
代销商品款				
应付工资	51,540,355.91	78,147,204.03	81,195,954.21	25.51
应付福利费	14,623,383.53	22,013,822.93	31,199,352.45	46.07
应付股利				
应交税金	6,161,392.39	8,155,117.85	5,828,239.33	-2.74
其他应交款	-167,223.07	-562,705.19	-209,607.27	11.96
其他应付款	265,985,771.61	995,444,459.23	305,060,394.14	7.09
预提费用	2,214,571.47	7,911,652.88	22,057,049.74	215.59
预计负债				
一年内到期的长期负债				
其他流动负债				
流动负债合计	2,996,014,844.58	4,829,216,833.24	4,957,973,442.93	28.64
长期负债				
长期借款	1,013,000,000.00	1,438,000,000.00	2,665,000,000.00	62.20
应付债券	0.00	883,000,000.00	882,883,000.00	
长期应付款	382,567,600.55	128,567,600.55	-	-
专项应付款				
住房周转金				
其他长期负债	4,079,962.07	3,915,115.07	3,750,268.07	-4.13
长期负债合计	1,399,647,562.62	2,453,482,715.62	3,551,633,268.07	59.30
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	4,395,662,407.20	7,282,699,548.86	8,509,606,711.00	39.14
少数股东权益	856,539,984.30	1,046,582,127.73	1,121,812,236.17	14.44
所有者权益				
实收资本	135,000,000.00	135,000,000.00	135,000,000.00	-
减：已归还投资				
实收资本净额	135,000,000.00	135,000,000.00	135,000,000.00	
资本公积	339,721,972.06	339,721,972.06	339,721,972.06	-
盈余公积	893,432,854.51	1,033,412,017.81	1,163,183,357.86	14.10
其中：公益金	297,810,951.50	344,470,672.60	387,727,785.95	14.10
减：未确认的投资损失				
未分配利润	5,062,786,175.62	5,856,001,434.34	6,591,372,361.34	14.10
外币报表折算差额				
所有者权益合计	6,430,941,002.19	7,364,135,424.21	8,229,277,691.26	13.12
负债及所有者权益合计	11,683,143,393.69	15,693,417,100.80	17,860,696,638.43	23.64

附表 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	4,086,052,994.20	7,273,419,529.38	6,948,350,373.16	30.40
减: 折扣与折让				
主营业务收入净额	4,086,052,994.20	7,273,419,529.38	6,948,350,373.16	30.40
减: 主营业务成本	2,751,992,590.29	5,634,168,573.42	5,242,980,099.63	38.03
主营业务税金及附加	10,096,586.96	8,681,726.29	10,615,362.76	2.54
经营费用				
加: 代购代销收入				
二、主营业务利润	1,323,963,816.95	1,630,569,229.68	1,694,754,910.77	13.14
加: 其他业务利润	64,030,619.93	140,564,605.14	71,612,002.35	5.75
减: 存货跌价损失				
营业费用	89,602,273.02	103,232,855.88	136,329,607.68	23.35
管理费用	340,317,791.90	438,540,959.99	413,378,486.96	10.21
财务费用	94,837,347.12	109,802,624.36	124,928,370.83	14.77
其他				
三、营业利润	863,237,024.84	1,119,557,394.59	1,091,730,447.65	12.46
加: 投资收益				
补贴收入				
营业外收入	17,858,498.65	23,045,219.52	30,356,067.64	30.38
其他				
减: 营业外支出	9,860,570.30	10,607,221.10	341,796.81	-81.38
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	871,234,953.19	1,131,995,393.01	1,121,744,718.48	13.47
减: 所得税	95,649,732.10	117,344,135.97	179,167,872.73	36.86
减: 少数股东损益	94,815,139.20	81,456,835.02	77,434,578.70	-9.63
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	680,770,081.89	933,194,422.02	865,142,267.05	12.73
加: 年初未分配利润	4,484,131,606.01	5,062,786,175.62	5,856,001,434.34	14.28
盈余公积转入数				
其他调整因素				
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	5,164,901,687.90	5,995,980,597.64	6,721,143,701.39	14.08
减: 提取法定盈余公积	68,077,008.19	93,319,442.20	86,514,226.70	12.73
提取法定公益金	34,038,504.09	46,659,721.10	43,257,113.35	12.73
提取储备基金				
提取企业发展基金				
补充流通资本				
七、可供股东分配的利润	5,062,786,175.62	5,856,001,434.34	6,591,372,361.34	14.10
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利				
转作股本的普通股股利				
其他				
八、未分配利润	5,062,786,175.62	5,856,001,434.34	6,591,372,361.34	14.10

附表 3-1 现金流量表

(单位: 人民币元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 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	4,690,867,700.60	7,577,690,370.89	6,899,890,826.68	21.28
收到的租金				
收到的税费返还				
收到的其他与经营活动有关的现金	3,065,645.37	3,347,718.26	17,287,751.50	137.47
现金流入小计	4,693,933,345.97	7,581,038,089.15	6,917,178,578.18	21.39
购买商品、接受劳务支付的现金	3,143,591,698.08	5,688,561,222.25	5,128,628,701.16	27.73
经营租赁所支付的现金				
支付给职工以及为职工支付的现金	271,158,403.50	290,764,928.00	335,896,417.00	11.30
支付的各项税费	239,236,397.51	281,146,279.17	340,046,951.30	19.22
支付的其他与经营活动有关的现金	159,567,475.02	184,767,013.01	203,489,699.03	12.93
现金流出小计	3,813,553,974.11	6,445,239,442.43	6,008,061,768.49	25.52
经营活动产生的现金流量净额	880,379,371.86	1,135,798,646.72	909,116,809.69	1.62
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金			40,667,400.00	-
取得投资收益所收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金				
收到的其他与投资活动有关的现金				
现金流入小计	-	-	40,667,400.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1,491,335,317.96	1,083,195,820.08	2,819,861,083.38	37.51
投资所支付的现金	47,844,000.00	31,896,000.00	-	-
支付的其他与投资活动有关的现金				
现金流出小计	1,539,179,317.96	1,115,091,820.08	2,819,861,083.38	35.35
投资活动产生的现金流量净额	-1,539,179,317.96	-1,115,091,820.08	-2,779,193,683.38	-
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				
发行债券所收到的现金				
借款所收到的现金	2,665,420,000.00	3,815,780,000.00	4,129,000,000.00	24.46
收到的其他与筹资活动有关的现金	92,828,456.37			-
现金流入小计	2,758,248,456.37	3,815,780,000.00	4,129,000,000.00	22.35
偿还债务所支付的现金	1,361,220,000.00	2,124,180,000.00	2,391,000,000.00	32.53
发生筹资费用所支付的现金				
分配股利或利润或偿还利息所支付的现金	210,259,117.68	215,547,944.48	359,957,664.46	30.84
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		254,000,000.00	128,567,600.55	
现金流出小计	1,571,479,117.68	2,593,727,944.48	2,879,525,265.01	35.36
筹资活动产生的现金流量净额	1,186,769,338.69	1,222,052,055.52	1,249,474,734.99	2.61
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	527,969,392.59	1,242,758,882.16	-620,602,138.70	-

附表3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 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	680,770,081.89	933,194,422.02	865,142,267.05	12.73
加: 少数股东损益	94,815,139.20	81,456,835.02	77,434,578.70	-9.63
计提的坏帐准备或转销的坏帐	900,141.09	3,183,910.83	7,526,776.20	189.17
固定资产折旧	325,607,744.32	344,086,363.15	359,576,447.24	5.09
无形资产摊销	1,395,000.00	1,395,000.00	9,416,250.00	159.81
长期待摊费用摊销	325,179.21	60,585,759.49	325,179.21	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	9,731,599.90	9,369,594.78	124,782.65	-88.68
待摊费用减少(减:增加)	22,075,013.19	1,176,411.45	4,222,576.85	-56.26
预提费用增加(减:减少)	463,740.00	5,697,081.41	14,145,396.86	452.29
固定资产报废损失				
财务费用	78,879,955.87	68,328,890.58	125,155,430.60	25.96
投资损失(减:收益)				
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-596,092,862.77	-215,853,199.57	-64,751,270.04	-67.04
经营性应收项目的减少(减:增加)	187,085,326.45	-711,053,110.79	-283,193,548.08	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	74,423,313.51	554,230,688.35	-206,008,057.55	-
其他				
经营活动产生的现金流量净额	880,379,371.86	1,135,798,646.72	909,116,809.69	1.62
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	856,651,864.36	2,099,410,746.52	1,478,808,607.82	31.39
减: 货币资金的期初余额	328,682,471.77	856,651,864.36	2,099,410,746.52	152.73
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	527,969,392.59	1,242,758,882.16	-620,602,138.70	-

附表 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
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+折旧+摊销)/(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净流量+取得投资收益所收到的现金)
保护倍数	/(长期债务+短期债务)
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