跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1174 号

南山集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

南山集团有限公司公开发行的“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”、“16 南山 07”、“17 南山 01”、“17 南山 02”、“18 南山 01”及“18 南山 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

南山集团有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 南山 02	10 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 01	25 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 03	24 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 04	9 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 05	7 亿元	5 年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 06	7 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/6/26
16 南山 07	8 亿元	5 年	AAA	AAA	2017/6/26
17 南山 01	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/7/4
17 南山 02	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2017/7/27
18 南山 01	13 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2018/4/4
18 南山 02	7 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/4/4

注：“16 南山 02”实际发行额度为 0 亿元，故表中未列示。

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,160.24	1,246.06	1,248.69
所有者权益（亿元）	570.35	597.38	602.39
长期债务（亿元）	277.91	286.45	280.53
全部债务（亿元）	431.20	480.62	480.09
营业收入（亿元）	284.84	374.12	92.89
净利润（亿元）	29.26	30.93	5.68
EBITDA（亿元）	85.25	94.17	--
经营性净现金流（亿元）	31.44	5.03	3.37
营业利润率（%）	25.31	22.36	14.77
净资产收益率（%）	5.25	5.30	0.95
资产负债率（%）	50.84	52.06	51.76
全部债务资本化比率(%)	43.05	44.58	44.35
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.30
EBITDA 全部债务比(倍)	0.20	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.13	3.72	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.71	0.78	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、短期融资券已计入短期债务、融资租赁款已计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，南山集团有限公司（以下简称“南山集团”或“公司”）作为国内以铝深加工为主，以纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，发展仍保持平稳，2017 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平。公司经营活动净现金流状况良好。同时，联合评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到铝产品加工业对进口原料依赖程度高，铝土矿价格及汇率有所波动、贸易环境变化、自备电厂补缴基金政策等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司完整的产业链以及多产业板块综合布局也有助于公司降低单一业务经营风险。未来，随着多个重大项目的投产，公司盈利能力有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”、“16 南山 07”、“17 南山 01”、“17 南山 02”、“18 南山 01”及“18 南山 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2017 年，公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，仍在行业地位、产业链完整度、技术水平、生产效率等方面继续保持行业领先优势。

2．公司进行多板块产业布局，有利于降低单一业务的经营风险。

3．目前公司部分高端铝产品在建项目已接近尾声，并与相关下游客户建立合作关系，预期未来将带动公司收入和利润的增长。

4．2017 年，公司维持了较大的收入和利润规模，经营活动净现金流稳定，整体债务负担

保持适中，债务结构较为合理。

关注

1．公司生产需要的主要原材料铝土矿依赖进口，议价能力弱，存在一定的价格和汇率波动风险。

2．2017 年，公司存货规模较大，未来若铝价出现大幅波动，存货存在一定跌价风险。

3. 公司在建项目“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”资金需求较大，存在较大的资本支出压力。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

樊　思
电话：010-85172818
邮箱：fans@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：// www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南山集团有限公司（以下简称“南山集团”或“公司”）前身系成立于1979年的山东省龙口市东江镇前宋家村村办集体所有制企业。1992年，龙口市东江镇前宋家村民委员会出资50万元组建了烟台南山集团公司，先后设立了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂、旅游公司等实体企业。1999年9月，公司控股子公司山东南山铝业股份有限公司（证券代码：600219.SH，以下简称“南山铝业”）在上海证券交易所上市。2006年9月，公司注册资本增至10亿元。2009年3月，经龙口市人民政府批准，设立南山集团，注册资本10亿元。截至2018年3月底，公司注册资本10亿元，其中南山村村民委员会占51.00%，宋作文占49.00%。公司的实际控制人为南山村民委员会。

2017年，公司从事业务仍以铝加工为主，经营范围有所变化，变更后经营范围：铝锭、铝型材、毛纺织品、服装、板材、家具、针织品、黄金制品的销售，货物进出口业务（国家限定或禁止的除外），企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件的加工、销售及技术服务，房地产开发经营，建筑工程施工，仓储服务（不含危险化学品），海产品养殖、销售，房屋、土地、机械设备的租赁，住宿、餐饮服务，室内娱乐服务，主题游乐园服务，休闲健身活动服务，园艺博览，组织、策划文化艺术交流活动，发电、售电、热力供应服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司组织结构无变化。截至2018年3月底，公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业30家；在职员工42,103人。

截至2017年底，公司合并资产总额1,246.06亿元，负债合计648.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计597.38亿元，归属于母公司的所有者权益400.53亿元。2017年，公司实现营业收入374.12亿元，净利润（含少数股东损益）30.93亿元，归属于母公司所有者的净利润20.85亿元；经营活动产生的现金流量净额5.03亿元，现金及现金等价物净增加额-6.98亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额1,248.69亿元，负债合计646.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计602.39亿元，归属于母公司的所有者权益403.88亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入92.89亿元，净利润（含少数股东损益）5.68亿元，归属于母公司所有者的净利润3.70亿元；经营活动产生的现金流量净额3.37亿元，现金及现金等价物净增加额-18.04亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

二、债券发行及募集资金使用情况

中国证监会于2015年11月13日以“证监许可〔2015〕2610”文核准公司面向合格投资者公开发行总额不超过100亿元（含100亿元）的公司债券，截至出报告日，已完成发行七期，发行规模合计100亿元，募集资金用途均为补充营运资金，偿还公司债务，调整负债结构。按年付息，到期一次还本。

中国证监会于2018年1月4日以“证监许可〔2018〕47”文核准公司面向合格投资者公开发行总额不超过90亿元（含90亿元）的公司债券，截至出报告日，已完成发行一期，发行规模合计20亿元，募集资金用途均为偿还公司债务，调整负债结构。按年付息，到期一次还本。

表 1　本次评级跟踪债券情况（单位：亿元，%）

债券简称	发行日期	发行规模	发行利率	发行期限	上市代码	附权情况
15 南山 02	2015.12.24	10.00	4.20	5(3+2)年	136121.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 南山 01	2016.3.11	25.00	3.99	5(3+2)年	136276.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 南山 03	2016.5.25	24.00	4.80	5(3+2)年	136416.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 南山 04	2016.8.26	9.00	3.70	5(3+2)年	136669.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 南山 05	2016.8.26	7.00	4.50	5 年	136670.SH	--
16 南山 06	2016.11.15	7.00	3.60	5(3+2)年	136822.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 南山 07	2016.11.15	8.00	4.20	5 年	136823.SH	--
17 南山 01	2017.07.21	5.00	5.50	5(3+2)年	143201.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
17 南山 02	2017.08.10	5.00	5.49	5(3+2)年	143241.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
18 南山 01	2018.04.17	13.00	5.30	3(2+1)年	143577.SH	第 2 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
18 南山 02	2018.04.17	7.00	5.50	5(3+2)年	143578.SH	第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

资料来源：公司年报

截至本报告日，“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”、“16 南山 07”、“17 南山 01”及“17 南山 02”的募集资金全部使用完毕，资金用途与募集说明书保持一致；截至 2018 年 4 月 27 日，“18 南山 01”及“18 南山 02”的募集资金已使用 7.9 亿元。

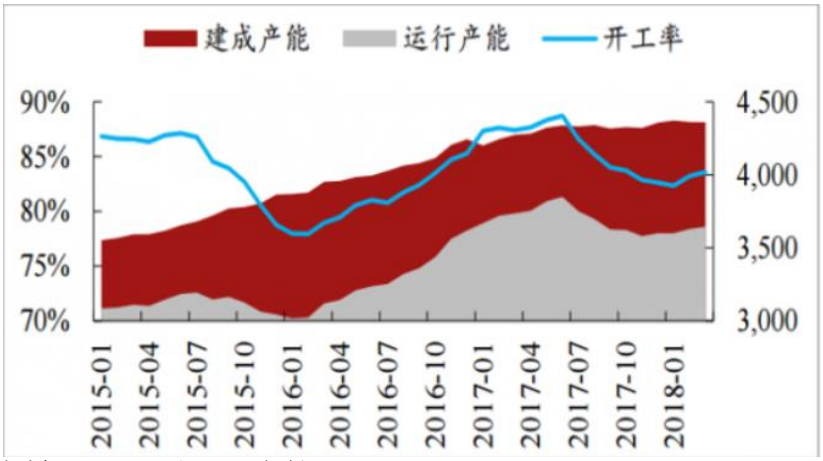
付息方面，“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”及“16 南山 07”均已按期足额支付当年利息，“17 南山 01”、“17 南山 02”、“18 南山 01”及“18 南山 02”尚未到首次付息日。

三、行业分析

2017 年，铝行业供给侧改革持续推进，2017 年 4 月，国家发展和改革委员会、工业和信息化部等四部委联合下发了《关于印发<清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案>的通知》，环保政策进一步趋紧，2017 年 2 月，国家环保部公布了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》。2017 年 8 月，国家环境保护部等十部（委、局）和北京市、河南省等六省（市）联合印发了《关于印发〈京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案〉的通知》环大气[2017]110 号，明确指出要对有色行业优化生产调控，采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产电解槽的数量计；氧化铝企业限产 30%，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。

截至 2017 年底，中国电解铝总产能 4,356.8 万吨，同比增长 2.7%，运行产能 3,601.7 吨，同比减少 0.48%。电解铝开工率上半年持续上升，最高达到 88.6%，供给侧改革促使企业被动减产，自 7 月起开工率显著下滑，12 月降至 82.67%。从产量看，2017 年我国电解铝产量 3,675 万吨，同比增长 15.31%，净进口量 10 万吨，总供给量 3,685 万吨。总消费量 3,550 万吨。

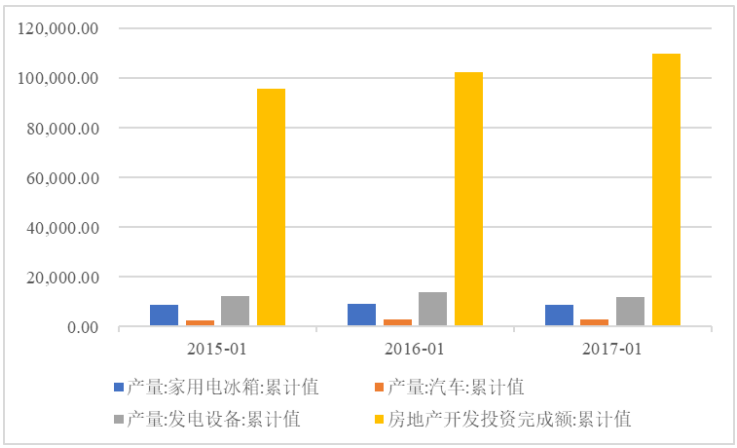
图 1　近年来电解铝行业运行情况



资料来源：联合评级根据公开资料整理

从行业下游来看，铝材的终端消费主要集中在房地产和交通两大行业，其他企业如电企、机械制造厂、包装厂、电子设备厂也涉及铝的消耗。房地产方面，随着国家对房地产政策的收紧，“去库存”和“严禁炒房”成为 2017 年的主要任务，新房投资和开工率的下降将影响建筑用铝量,但房地产行业整体仍呈增长趋势；此外，建筑用铝的范围在逐渐扩大，除了房屋装修中所用的铝型材和铝幕墙，建筑用铝“以铝节木”的应用也在拓宽。交通方面，2017 年购车政策（1.6L 乘车购置税减半）的到期将削减购车需求，但随着国家提出交通运输领域“以铝代钢”的概念，航空、汽车、轨交、船舶等行业纷纷开启铝应用研究。

图 2　2015~2017 年铝主要下游运行情况（单位：万台、千辆、万千瓦、亿元）



资料来源：Wind

价格方面，2017 年以来，受清理整顿违规产能取得实质性进展影响，我国铝市场供需基本面持续向好，国内铝价反弹回升，9 月 21 日达到全年最高价 16,610 元/吨，较年初上涨 32.46%，反弹势头强劲。11 月开始，宏桥的采暖季产能和违规产能指标出现重叠，采暖季指标得到豁免，使得整个市场的限产产能不及预期，市场开始关注到基本面中的高库存压力，铝价开始下跌。

图 3　2017 年我国电解铝价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

经多年的发展，我国铝加工行业逐渐形成较为完善的发展体系，并顺利成为铝材生产和出口大国。目前我国铝加工行业生产结构不尽合理，产品结构失衡、附加值低等问题仍将制约我国铝材行业的发展。在国家及企业的双重努力下，我国铝加工行业以深加工、高附加值为重点的产业升级将继续深化。

总体看，2017 年，清理整顿违规产能取得实质性进展，带动铝价上半年出现大幅上涨；未来环保政策的趋严，将对铝价形成一定支撑。

四、管理分析

2017年，公司管理制度连续；主要管理人员未发生重大变动。

五、经营分析

1．经营概况

2017 年，公司主营业务仍以有色金属、建材为主，以纺织服饰、电汽、建筑房地产及贸易为辅。2017 年，受公司有色金属、建材板块及贸易板块收入变化影响，公司营业收入大幅增加。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，同比上升 31.35%；综合毛利率为 23.35%，同比下降 3.88 个百分点；实现净利润 30.93 亿元，同比增长 5.69%。

表 2　2016~2018 年 3 月公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元，%)

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	136.04	47.76	23.02	163.99	45.02	22.69	43.35	48.19	19.17
纺织、服饰	15.69	5.51	34.47	16.38	4.50	35.08	3.59	3.99	35.62
电、汽	6.90	2.42	1.91	2.14	0.59	26.89	0.56	0.62	20.43

建筑、房地产	49.40	17.34	28.43	33.32	9.15	22.25	1.92	2.13	17.34
贸易	6.13	2.15	0.69	75.30	20.67	0.29	29.79	33.12	1.00
其他	70.68	24.81	37.66	73.18	20.09	46.32	10.74	11.94	30.46
合计	**284.84**	**100.00**	**27.23**	**364.31**	**100.00**	**23.35**	**89.94**	**100.00**	**15.12**

资料来源：公司提供
注：其他板块包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等业务。

2017 年，有色金属、建材收入仍为公司营业收入的主要构成，较 2016 年收入大幅增加，主要系公司进行产品结构调整，加大高附加值产品产销力度，同时伴随铝价的回升所致；占当期公司主营业务收入的比重为 45.02%，同比下降 2.74 个百分点；建筑房地产板块和贸易占比较上年变化较大，其中建筑房地产板块占比下降 8.19 个百分点，贸易板块占比上升 18.52 个百分点。具体来看，建筑、房地产板块收入下降 32.55%至 33.32 亿元，主要系部分在售房地产项目未达到办理峻工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入科目所致；贸易版块业务收入上升 11.28 倍至 75.30 亿元，主要系国际贸易增加所致；其他版块主要包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，2017 年其他板块收入有所增长，但占比下降至 20.09%。

从毛利率来看，2017 年公司综合毛利率为 23.35%，同比下降 3.88 个百分点。分板块来看，2017 年，有色金属、建材毛利率较 2016 年下降 0.33 个百分点；2017 年，建筑、房地产毛利率较 2016 年大幅下降，一方面是因为部分楼盘推出优惠让利等销售折扣，另一方面是因为建筑材料、人工费用等建造成本逐年上涨；2017 年，贸易毛利率下降主要系贸易市场竞争的加剧；2017 年，电、汽业务毛利率大幅上升，主要系销售给周围商铺及居民的零售收入占比较大，从而拉高了平均售价及毛利率。

总体看，2017 年，由于贸易业务收入大幅增长，公司营业收入大幅增长，有色金属、建材板块仍为公司收入和利润的主要来源；其余各板块收入及盈利能力变化较大，整体盈利能力有所下降。

2．有色金属、建材业务

原料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成。

电力和煤炭方面，2017年，公司煤炭仍主要通过中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司采购，定价原则和结算方式未发生重大变化；另外，由于公司已将部分电力资产与有色板块产业链整合导致电、汽利润体现在终端有色金属产品上。

铝土矿方面，公司铝土矿主要依靠进口。公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。铝土矿价格根据市场价格定期调整，供应相对稳定。2017年，公司铝土矿的定价原则及结算方式未发生变化，定价方式采用了年度定价、季度定价、LME3个月期铝价×挂钩率三种不同方式。结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。低温矿方面，目前以采购矿力拓的低温矿为主，公司和力拓签订了2017年至2019年3年澳洲低温矿的供矿协议，每年低温矿的供应量为100万吨，2017年下半年又和力拓签订了2018年采购80万吨低温矿的协议；另外，由于液碱价格大幅攀升，为了降低低温线的碱耗，控制生产成本，公司另外签订了2018年30万吨所罗门矿石的采购协议，2018年公司继续进口部分几内亚矿来降低生产成本，以上采购量基本可以满足公司低温生产线的要求；同时，公司也在积极研究全球其他铝土矿市场，其中对几内亚和印尼铝土矿市场进行重点关注，2018年，公司进行了几内亚铝土矿的试单，未来可能会加大对几内亚矿石的采购量；印尼政府可能逐步放开铝土矿的出口，公司正密切关注印尼铝土矿价格变动，未来可能重新开启印尼矿的采购。高温矿方面，公司和力拓在2008年签订的10年高温矿的采购协议将于今年到期，现已与力拓又签订一个5年高温矿的长期采购

协议，可以满足公司高温线的正常生产。

采购量方面，2017年公司铝土矿采购量较上年上升13.60%，主要系16年消化前期库存的铝土矿，导致16年的采购量相对较少，17年正常采购所致；2017年，铝价呈震荡上涨趋势，全年均价较上年有所上升，导致公司铝土矿采购均价同比上升6.82%至360元/吨。2018年一季度，公司铝土矿采购量为108万吨，采购均价为342元/吨，较上年下降7.02%。

表 3　近年来公司铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
采购量	331	376	108
不含税均价	337	360	342

资料来源：公司提供

产品生产

2017年，公司生产模式未发生变化，仍以订单式生产为主。

公司铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品。公司生产的铝锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，以自用为主。从主要产品的产能来看，2017年，公司具有39万吨型材、80万吨热轧、70万吨冷轧、7万吨箔轧铝及81.60万吨电解铝深加工能力。2018年1~3月，产能无变化。

表4　2016~2017年公司有色金属、建材业务生产情况（单位：万吨，%）

产品	2016年			2017年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	44	23.24	52.82	39	18.24	46.77
热轧卷	80	73.06	91.33	80	85.10	106.38
冷轧卷	70	54.75	78.21	70	55.90	79.86
铝箔	3	3.48	116.00	7	5.18	74.00
电解铝	81.60	84.79	103.91	81.60	83.29	102.07

资料来源：公司提供

2017年，型材、电解铝产量较上年分别下降21.51%和1.77%，型材较上年大幅下降，主要系以前年度型材产品中包含塑钢型材，考虑到塑钢产品材质不属于有色金属建材类，从2017年开始塑钢不在型材产品统计范围内所致。热轧、冷轧、铝箔产量分别增长16.48%、2.10%和48.85%，铝箔产量较上年大幅增长，主要系中厚板生产线于2017年全部投产，导致产量较同期增幅较多所致；除型材外，其余主要产品产能利用率均维持在较高水平。

产品销售

销售方面，公司近几年在加大国内市场开发力度的基础上致力开拓国际市场，在美国、新加坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射销售。2017年，出口铝制品所占比例增大，出口铝制品金额为55.86亿元，较2016年上升49.20%；内销铝制品金额为108.13亿元，较2016年上升9.67%。2018年1~3月，公司铝制品出口销售额占比达39.70%。由于人民币兑美元汇率双向波动加剧，汇率走势难以把握，也为企业的经营带来了复杂和不确定性。

销售区域方面，公司产品的国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中等区域，其中跨国公司和国有企业占70%，企业规模大、资金实力雄厚、信誉度较高。销售模式为直销和经销商相结合，根据不同产品，两种方式比例不同；结算方式采用款到发货（按照合同执行承兑、现汇比例）

和货到后一个月内付款相结合，国内销售额占全部销售的70%左右。

2017年，公司产品定价模式无变化。公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格是用的发货月的前一个月平均价。国内定价原则方面，随着国内有色金属期货市场的发展，公司销售的铝产品一般是将期铝近月平均价格作为销售价格，一方面因为期市价格高度透明，买卖双方都可以接受；另一方面，采用期铝价格可以规避不必要的流程，降低企业成本。铝期价对现货市场价格具有较大的参考作用。2017年，铝价波动上涨，全年均价较上年有所提升，反映到公司具体产品上，2017年公司主要产品售价均有所增长。2018年1~3月，公司主要产品价格较上年有所提高。由于公司执行以销定产，2017年公司主要产品产销率仍维持在较高水平。

表5　公司主要产品销售情况（单位：万吨，%，万元/吨）

产品	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
型材	23.37	100.56	1.72	18.26	100.11	2.18	3.72	103.05	2.32
热轧卷	72.32	98.99	1.50	84.40	99.18	1.84	20.63	98.90	1.84
冷轧卷	54.19	98.98	1.72	55.02	98.43	2.09	13.69	95.27	2.20
铝箔	3.45	99.14	2.42	4.92	94.98	2.50	1.25	100.00	2.49
电解铝（合金锭）	84.83	100.05	1.29	88.33	106.05	1.59	22.42	108.31	1.59

资料来源：公司提供
注：销量包括内销和外销

从客户集中度来看，公司下游客户与公司合作关系较为稳定。2017年及2018年1~3月，公司前五大客户的销售额合计分别占比25.01%和19.57%，客户集中程度较低。

结算方式上，公司国内销售的结算方式主要以现汇（电汇、汇票）为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。

总体看，2017年，受铝价回升影响，该板块收入有所增长，上游原材料和产品价格均呈上升趋势；下游客户较为分散，集中度较低。

3．建筑、房地产业务

公司房地产业务主要由子公司山东南山建设发展股份有限公司（以下简称“南山建设”）负责经营，建筑业务主要由龙口市南山建筑安装有限公司（以下简称“南山建筑”）负责经营。2017年，公司建筑、房地产板块营业收入33.32亿元，较上年下降32.55%，其中房地产业务收入29.82亿元，较上年下降35.63%，主要系部分在售房地产项目未达到办理峻工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入科目所致；建筑、安装业务收入3.49亿元，较上年增长13.72%，主要系工程施工增加所致。2017年，公司建筑、房地产板块毛利率为22.25%，较上年下降6.18%，主要系部分楼盘推出优惠让利等销售折扣，以及建筑材料、人工费用等建造成本上涨所致。

表 6　2016~2017 年房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年
开工面积	33.72	--
竣工面积	26.87	26.12
签约销售面积	86.34	2.97
确认销售收入	42.11	9.02

资料来源：公司提供

目前，公司房地产项目主要位于龙口、烟台、青岛、海南等城市。房地产项目主要通过预售方式销售，待开发产品竣工验收并办理移交手续后确认收入（由“预收款项”转为“经营收入”）。根据公司对已建、在建的房地产项目销售情况的预测，2018~2020年预计完成销售额分别为11.20亿元、13.20亿元和14.70亿元，收入规模将逐步扩大。

目前，公司在建房地产项目主要有丹岭云天阁和海泰居。上述房地产项目资金全部由公司自筹，目前已完成大部分投资，后续投入将在未来1年完成。

表7　截至2018年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万元，万平方米，%）

项目名称	计划投资	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	2017年资金投入	资金来源
丹岭云天阁	36,000	7.30	35,327	99	673	自筹
海泰居	105,302	31.09	101,209	96	7,623	自筹
合计	**141,302**	**38.39**	**136,758**	--	**8,296**	--

资料来源：公司提供

总体看，2017年，由于部分在售房地产项目未达到办理竣工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入，该板块收入有所下降。

4．贸易、旅游、金融及教育等其他业务

2017年，公司贸易板块实现收入75.30亿元，毛利率为0.29%。旅游、金融及教育等其他业务实现营业收入73.18亿元，同比增长3.54%；毛利率为46.32%，同比上升8.66个百分点，主要系土地转让收入及其他收入毛利润的增长所致，整体看仍然维持较强的盈利能力。公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一，2017年实现营业收入和毛利润分别为4.76亿元和1.01亿元。公司教育板块已经形成了从幼儿、小学、初中、高中到大学的完整教育体系，目前在校学生近5万人。教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入。2017年，烟台南山学院实现收入和毛利润分别为2.66亿元和0.50亿元。公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司、租赁公司等多家金融机构，并投资入股全国性股份制商业银行-恒丰银行和地方性商业银行-烟台银行、龙口市农村商业银行以及中泰证券，公司金融资产较为优质，发展前景较好。2017年，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）实现营业收入和营业利润分别为2.52亿元和2.46亿元，财务公司为公司融资、资金管理提供了有力的支持，公司融资成本将有望进一步降低。公司航空板块主要由青岛航空运营，近年来发展迅速，2017年实现收入17.18亿元。

总体看，2017年公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务规模整体呈增长趋势，对公司运营形成一定支持。

5．在建项目

截至2018年3月底，公司主要在建项目包括年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目、龙口湾临港高端制造业聚集区项目以及14,000吨大型精密模锻件项目；规划总投资为184.95亿元，自筹和外部融资分别占比28.03%和71.97%，以外部融资为主；已经累计投入129.00亿元，占预计总投资额的95.55%，完成投资规模较大，未来投资压力不大。

表8　截至2018年3月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	自有资金	外部融资	已投资金额	2018年	2019年	2020年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	102.00	3.00	3.00	3.00

项目名称	预计总投资额	自有资金	外部融资	已投资金额	2018 年	2019 年	2020 年
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	22.03	4.87	-	-
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	-	-	4.77	14.41	17.67	20.00
合计	**184.95**	**50.60**	**77.50**	**129.00**	**7.87**	**20.67**	**25.00**

资料来源：公司提供

龙口湾临港高端制造业聚集区项目

龙口湾临港高端制造业聚集区项目（以下简称“人工岛项目”）作为山东省唯一获准实施的区域建设用海规划项目，是山东省规模化集中集约用海的首个蓝色经济突破区，同时也是中国目前获准建设的最大海上人工岛项目。该项目规划面积44.29平方公里，其中填海面积35.23平方公里，规划建设6个离岸式人工岛和1个突堤式人工岛。

人工岛项目于2010年12月由山东省烟台龙口市政府委托公司规划、开发及建设，项目计划总投资113亿元，由公司自筹45亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款68亿元，项目建设期预计4-5年。截至2018年3月底，项目已投资102.00亿元。项目建成后，公司计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益，预计总投资收益率为14.20%。考虑到该项目建设周期长、投资规模很大，且未来盈利模式和收回投资的情况仍存在不确定性，联合评级将持续关注该项目的建设进度及规划。

14,000 吨大型精密模锻件项目

该项目主导产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产品，达产后年生产能力为14,000吨。该项目目标成品为高附加值的飞机框、发动机涡轮盘和船板汽车板等，已与相关客户GE、R.R、P.W、SF多次交流并达成初步合作意向。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，占总投资的37%，银行贷款9.50亿元，占总投资的63%。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，截至2018年3月底已投入22.03亿元。该项目达产后预计年销售收入13.33亿元，利润总额6.05亿元。

印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目

印尼具有丰富的铝土矿和煤炭资源，集中了资源及能源两大优势，具有铝工业的天然的优越条件。公司在印尼宾坦建立南山工业园 100 万吨氧化铝项目，该项目符合国家提出的“实施资源型行业走出去的全球战略，加大石油、有色金属等资源性产品对外投资力度”，是更好地利用国内外两个市场、两种资源的必然选择，符合我国的国家利益。本项目在印尼当地建厂，有利于生产成本稳定，一但将来国内氧化铝生产受到铝土矿的影响，减产或停产或成本过高，本项目可以做为公司产业链的补充，将弥补国内项目的不足。

本项目计划建设总投资 56.85 亿元，建设期 3 年，公司子公司南山铝业采用配股方式募集不超 50 亿元资金用于该项目，项目建设地位于印度尼西亚廖内省宾坦岛，达产后预计年均利润总额 8,769.29 万美元。

总体看，2017年，公司在建工程稳步推进，特种铝合金和精密模锻件的建成投产将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构，未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司的产品结构有望得到优化、综合竞争实力有望增强；人工岛项目的建设投资规模大，资金主要源于外部融资，但运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性。公司无拟建项目，在建项目整体投资进度占比69%，未来存在一定资本支出压力。

6．经营关注

（1）目前，公司主要原材料铝土矿主要通过进口获得，2017 年，铝土矿的价格呈上升趋势。若未来原材料价格继续大幅波动，或原材料价格上涨无法完全向下游转移，将会降低公司主营业务利润率，对公司经营造成不利影响。

（2）公司建筑、房地产业务 2017 年签约销售面积较上年大幅下降，若未来签约销售面积继续下降，将会对公司经营造成不利影响。

（3）目前，公司出口规模较大，贸易战可能给公司出口带来不利影响，将会对公司运营造成不利影响。

7．未来发展

公司中长期发展规划目标为：以铝产品深加工产业为龙头，整合产业链条，打造核心产业竞争力，实现规模化经营；加大创新力度，引领行业产品潮流，占领行业制高点；形成以工业、金融、地产、航空、旅游休闲、教育为基础多元化产业格局，逐步走向国际化，把公司发展成为一个具有较强核心竞争力的大型跨国集团。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行，长期发展空间广阔。

六、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计意见，公司 2018 年一季度财务报告未经审计。公司执行最新的《企业会计准则》。

截至2017年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司与2016年底相比，增加3家，注销和转让8家，增加3家分别为NAN SHAN GROUP AUSTRALIA PTY LYD、上海胶润国际贸易有限公司和新疆南山丝路商务服务有限公司。总体看，2017年，公司合并范围变化对公司经营与财务影响较小，财务数据较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,246.06 亿元，负债合计 648.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 597.38 亿元，归属于母公司的所有者权益 400.53 亿元。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，净利润（含少数股东损益）30.93 亿元，归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.98 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,248.69 亿元，负债合计 646.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 602.39 亿元，归属于母公司的所有者权益 403.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-18.04 亿元。

1．资产、负债及所有者权益结构

资产

截至 2017 年底，公司资产合计 1,246.06 亿元，较年初增长 7.40%，主要来自于流动资产及非流动资产的共同增长。其中，流动资产 451.37 亿元（占 36.22%），非流动资产 794.70 亿元（占 63.78%），资产结构以非流动资产为主，符合公司经营特点。

流动资产方面，截至 2017 年底，公司流动资产合计 451.37 亿元，较年初大幅增长 10.24%，主要系存货和其他应收款增加所致；流动资产主要由货币资金（占 22.31%）、应收账款（占 12.61%）、

其他应收款（占 13.40%）和存货（占 40.37%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 100.69 亿元，较年初大幅减少 22.35%，主要系信用证保证金、银行承兑汇票保证金减少所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 87.69%）和其他货币资金（占 12.11%）构成；其中，货币资金受限金额为 12.19 亿元，占 12.11%。

截至 2017 年底，公司应收账款为 56.89 亿元，较年初大幅增长 70.09%，主要系公司本期销售收入增加所致。公司应收账计提的坏账准备包括按组合计提坏账准备和单项金额虽不重大但单项计提坏账准备，分别为 2.63 亿元和 66.00 万元，综合计提比例为 4.43%，计提比例尚可。其中，期末按组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占比 80.49%，1~2 年的占比 17.86%，其余为 2 年以上，公司应收款账龄集中在 1-2 年内。截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 19.44 亿元，占应收账款余额的 32.66%，集中度较高。整体看，公司应收集中度较高。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 60.49 亿元，较年初大幅增长 29.40%，主要系与联营企业往来款增加所致。公司其他应收款主要由土地转让款、股权转让款及往来款构成，账龄在 1 年以内的 57.62%，1~2 年的占比 27.73%，2~3 年的占比 1.51%，其 3 年以上的占比 13.14%，公司其他应收款账龄集中在 1-2 年内；累计计提坏账准备 0.78 亿元，计提比例 1.27%。截至 2017 年底，公司按其他应收款前五名占比 42.61%，欠款方集中度虽然较去年下降，但仍处于较高水平。整体看，公司其他应收款规模较大且部分账龄较长，坏账准备计提比例较低，集中度较高，存在一定的资金占用及回收风险。

截至 2017 年底，公司存货为 182.20 亿元，较年初大幅增长 24.47%，主要系随着公司铝产业链的延长加深，公司生产中的在产品及产成品相应增加，储备土地的成本投入增加所致。存货主要由原材料（占 14.28%）、库存商品（占 30.89%）和在产品（占 54.45%）构成。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 1.22 亿元。考虑到近年来铝产品价格持续波动，公司存货存在一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至 2017 年底，公司非流动资产合计 794.70 亿元，较年初增长 5.85%，主要系固定资产大幅增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.71%）、固定资产（占 52.03%）、在建工程（占 20.00%）和无形资产（占 7.84%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 85.08 亿元，较年初增长 6.91%，主要系对深圳磐石千和新材料及高端装备投资合伙企业（有限合伙）和维珍澳大利亚控股有限公司的投资变动所致；公司可供出售金融资产主要由按成本计量的可供出售权益工具和按公允价值计量的可供出售权益工具构成，占比分别为 49.61%和 30.53%，其余为可供出售债务工具及其他金融资产。

截至 2017 年底，公司固定资产为 413.50 亿元，较年初大幅增长 10.96%，主要系公司重大在建项目逐步完工转入以及新购置房屋及建筑物所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 44.08%）、机器设备（占 47.40%）和运输等其他设备（占 8.53%）构成。公司固定资产累计折旧 184.29 亿元，计提减值准备 51.30 万元，成新率 69.17%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司在建工程为 158.90 亿元，较年初大幅减少 18.50%，主要系部分铝制品生产条线完工转入固定资产科目所致。公司在建工程中铝热工程 17.42 亿元，东海开发项目 120.47 亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、屿坦岛配套及公共设施项目），其他技改工程 21.01 亿元；未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司无形资产为 62.34 亿元，较年初大幅增长 12.11%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要系土地使用权（占 99.86%%），所有土地使用权均已取得土地许可证，其余部分为软件、商标权及其他。截至 2017 年底，累计摊销 12.87 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 1,248.69 亿元，较年初增长 0.21%。其中，流动资产占 36.29%，

非流动资产占 63.71%，较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月末，公司所有权受限制的资产共计 76.19 亿元，占公司总资产的 6.10%，受限比例较低。其中：货币资金 15.01 亿元，作为信用证、银行承兑汇票等保证金；房产及土地 58.18 亿元、海域使用权 0.30 亿元、上市公司股权 2.7 亿元作为部分银行借款、发债的抵押或质押资产。

总体看，公司资产规模较大且不断增长；货币资金比较充足，流动资产中存货占比较高，存在一定跌价风险；非流动资产中，固定资产和在建工程占比较大，固定资产成新率一般；公司资产整体流动性一般，整体资产质量尚可。

负债

截至 2017 年底，公司负债规模合计 648.68 亿元，较年初增长 9.97%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 348.32 亿元（占 53.70%），非流动负债 300.36 亿元（占 46.30%），负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 348.32 亿元，较年初大幅增长 12.62%；流动负债主要由短期借款（占 20.66%）、应付账款（占 16.09%）、预收款项（占 6.49%）、其他应付款（占 11.76%）、一年内到期的非流动负债（占 13.51%）和其他流动负债（占 17.68%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 71.95 亿元，较年初大幅增长 45.43%，主要系公司本期经营借款增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占 27.52%）、质押借款（占 10.96%）及保证借款（占 54.13%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款为 56.05 亿元，较年初大幅减少 21.48%，主要系应付材料款减少所致。公司应付账款主要为应付原材料、机器设备和零部件采购款。

截至 2017 年底，公司预收款项为 22.59 亿元，较年初大幅减少 47.96%，主要系公司预收账款结转收入所致；公司预收款项以预售楼款为主。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 40.98 亿元，较年初大幅增长 79.04%，主要系应付其他往来款增加所致；公司其他应付款主要为与其他单位的往来款。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 47.07 亿元，较年初大幅增长 179.97%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 61.60 亿元，较年初增长 1.37%；其他流动负债主要由短期应付债券构成，已调至短期债务。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债 300.36 亿元，较年初增长 7.04%；公司非流动负债主要由长期借款（占 29.49%）和应付债券（占 62.90%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 88.57 亿元，较年初大幅增长 15.05%，主要系公司调整债务结果，增加长期借款比例所致；其中担保借款占 44.84%，信用借款占 16.30%，抵押、保证借款占 35.85%。还款期限主要集中于未来 5 年内。

截至 2017 年底，公司应付债券为 188.92 亿元，较年初减少 0.01%。公司应付债券中，2018 年到期 32 亿元，2019 年到期 40 亿元，2020 年到期 25 亿元，2021 年到期 80 亿元，较为分散。

截至 2017 年底，公司全部债务为 480.62 亿元，较年初大幅增长 11.46%。其中，公司短期债务为 194.17 亿元（占 40.40%），较年初大幅增长 26.67%，主要系短期借款以及一年内到期的非流动负债增加所致；公司长期债务为 286.45 亿元（占 59.60%），较年初增长 3.07%。公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理。公司长期债务主要为长期借款和应付债券，偿还期限较为分散但规模较大，存在一定集中偿付压力。2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.06%、44.58%和 32.41%，分别较上年 50.84%、43.05%和 32.76%上升 1.22 个百

分点、上升 1.53 个百分点和下降 0.35 个百分点，债务负担有所加重，整体债务负担一般。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模合计 646.30 亿元，较年初减少 0.37%，其中流动负债 347.45 亿元（占 53.76%），非流动负债 298.85 亿元（占 46.24%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 51.76%、44.35%和 31.77%，债务负担较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司银行借款及直接融资规模不断扩大，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但仍处于一般水平；长期债务比重有所提升，公司债务结构较为合理。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 597.38 亿元，较年初增长 4.74%，其中归属于母公司所有者权益合计 400.53 亿元，主要由实收资本（占 2.50%）、资本公积（占 2.37%）、盈余公积（占 10.42%）和未分配利润（占 84.14%）构成；截至 2017 年底，公司少数股东权益 196.85 亿元，占所有者权益 32.95%，公司所有者权益结构稳定性较差。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 602.39 亿元，较年初增长 0.84%，其中归属于母公司的所有者权益占 67.05%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益保持稳步增长，所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

2．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，较上年增长 31.35%，主要系贸易业务收入大幅增加所致；营业成本 285.12 亿元，同比增长 37.65%，增幅大于收入增幅，导致公司营业利润率由上年的 25.31%下降至 22.36%；实现利润总额 43.63 亿元，同比增长 22.94%；2017 年公司实现净利润 30.93 亿元，同比增长 5.69%，其中归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用为 44.08 亿元，同比增长 10.45%，主要系财务费用增长所致。2017 年，公司发生管理费用总额 16.93 亿元，同比增长 4.94%；销售费用 11.82 亿元，同比降低 3.64%；财务费用 15.33 亿元，同比增长 33.21%，主要系利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 11.78%，同比下降 2.22 个百分点，费用控制能力略微提高，公司期间费用控制能力尚可。

2017 年，公司所取得的公允价值变动净收益为-0.08 亿元，占当年公司营业利润-0.22%；公司所取得的投资净收益为 0.61 亿元，占当年公司营业利润 1.67%；公司资产减值损失为 3.51 亿元，占当年公司营业利润 1.04%；均对公司利润影响不大。

2017 年，公司所取得的营业外收入为 7.60 亿元，占当年公司营业利润 17.41%，较上年大幅增长 189.85%，主要系财政局扶持基金以及航空扶持基金大幅增加所致。

从盈利指标看，2017 年公司营业利润率为 22.36%，同比下降 7.59 个百分点。总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.95%、5.34%和 5.30%，同比分别下降 4.43 个百分点、4.79 个百分点和 4.35 个百分点，盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，同比增长 64.21%，主要系公司加大产品产销力度，同时伴随铝价的回升，导致有色金属、建材收入大幅增加；实现净利润 5.68 亿元，同比增长 2.16%，其中归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元。

总体看，受铝价回升以及公司加大产销力度的影响，公司的收入规模有所增长，整体盈利规模和盈利能力仍保持在较高水平。

3．现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入小计为 324.59 亿元，较上年大幅增长 31.30%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 319.55 亿元，较上年大幅增长 48.10%，主要系存货的增加导致购买商品、接受劳务支付的现金流出增加所致。综上影响，2017 年，公司经营活动现金净额为 5.03 亿元，较上年 31.44 亿元有所减少。2016~2017 年，公司现金收入比率分别为 83.62%和 80.91%，2017 年较上年下降 2.71 个百分点，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入小计为 38.80 亿元，较上年大幅增长 46.59%，主要系收回投资收到的现金增加所致。2017 年，公司投资活动现金流出小计为 108.87 亿元，较上年大幅增长 49.15%，主要系为在建工程项目中购建固定资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金增加所致。综上影响，2017 年，公司投资活动现金净额为-70.07 亿元，较上年-46.52 亿元净流出规模有所增加。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入小计为 307.32 亿元，较上年增长 4.95%。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 248.38 亿元，较上年减少 0.21%。综上影响，2017 年，公司筹资活动现金净额为 58.95 亿元，较上年 43.94 亿元有所增长。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净额为 3.37 亿元，投资活动现金净额为-11.37 亿元，筹资活动现金净额为 2.68 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，但净流入规模较上年大幅下降，收入实现质量有所下滑，经营活动现金流无法满足投资活动需求，仍存在部分的融资需求。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年，公司流动比率为 1.30 倍，与上年持平；速动比率由上年的 0.85 倍下降至 0.77 倍；流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。截至 2017 年底，现金短期债务比由上年的 0.94 倍下降至 0.61 倍，对短期债务的覆盖程度较上年变弱。公司经营现金流动负债比为 1.45%，较上年下降 8.72 个百分点，公司净现金流对流动负债的覆盖能力有所下降。2017 年，公司短期偿债能力下降。

长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 94.17 亿元，同比增长 10.47%；截至 2017 年底，公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 46.33%），计入财务费用的利息支出（占 21.87%），折旧（占 29.36%），以及摊销（占 2.44%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.72 倍，较上年有所降低；EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，与上年持平。总体看，公司 EBITDA 仍对有息债务本息具备较好的保障能力，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司及其子公司银行授信总额为664.27亿元，已使用237.50亿元，未使用426.78亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属子公司南山铝业股份（600219.SH）为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码G1037068100009930L），截至2018年6月5日，公司无未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产较为充足，短期偿债能力较强；经营现金流保持净流入状态；长期偿债能力仍保持在较强水平；公司间接融资渠道畅通。未来随着公司投资项目的投产运营，公司整体

偿债能力有望继续增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 117.51 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（120 亿元）的 0.98 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度一般；净资产达 602.39 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（120 亿元）的 5.02 倍，公司净资产能够对本报告跟踪债项的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 94.17 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（120 亿元）的 0.78 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金净流入为 5.03 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（120 亿元）的 0.04 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内以铝深加工为主，以纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，在产业规模，行业地位和市场竞争力方面有明显优势，公司对本报告跟踪债项的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内以铝深加工为主，以纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，发展仍保持平稳，2017 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平。公司经营活动净现金流状况良好。同时，联合评级也关注到铝产品加工业对进口原料依赖程度高，铝土矿价格及汇率有所波动、贸易环境变化、自备电厂补缴基金政策等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司完整的产业链以及多产业板块综合布局也有助于公司降低单一业务经营风险。未来，随着多个重大项目的投产，公司盈利能力有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”、“16 南山 07”、“17 南山 01”、“17 南山 02”、“18 南山 01”及“18 南山 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　南山集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,160.24	1,246.06	1,248.69
所有者权益（亿元）	570.35	597.38	602.39
短期债务（亿元）	153.29	194.17	199.56
长期债务（亿元）	277.91	286.45	280.53
全部债务（亿元）	431.20	480.62	480.09
营业收入（亿元）	284.84	374.12	92.89
净利润（亿元）	29.26	30.93	5.68
EBITDA（亿元）	85.25	94.17	--
经营性净现金流（亿元）	31.44	5.03	3.37
应收账款周转次数（次）	11.82	7.92	--
存货周转次数（次）	1.38	1.73	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.31	--
现金收入比率（%）	83.62	80.91	0.99
总资本收益率（%）	5.03	4.95	--
总资产报酬率（%）	4.96	5.34	--
净资产收益率（%）	5.25	5.30	0.95
营业利润率（%）	25.31	22.36	14.77
费用收入比（%）	14.01	11.78	8.21
资产负债率（%）	50.84	52.06	51.76
全部债务资本化比率（%）	43.05	44.58	44.35
长期债务资本化比率（%）	32.76	32.41	31.77
EBITDA 利息倍数（倍）	4.13	3.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	--
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.30
速动比率（倍）	0.85	0.77	0.78
现金短期债务比（倍）	0.94	0.61	0.59
经营现金流动负债比率（%）	10.17	1.45	0.97
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.71	0.78	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、短期融资券已计入短期债务、融资租赁款已计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转次数	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。