跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1339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”、“18南山02”、“18南山03”、“18南山05”、“19南山01”和“19南山03”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：

二〇一九年六月二十日

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 2019 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	债券余额	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	3.90 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 01	21.76 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 03	0.75 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 04	9 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 05	7 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 06	7 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
16 南山 07	8 亿元	5 年	AAA	AAA	2018/6/25
17 南山 01	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
17 南山 02	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
18 南山 01	13 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2018/6/25
18 南山 02	7 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018/6/25
18 南山 03	11 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2018/07/23
18 南山 05	5 亿元	3(1+1+1)年	AAA	AAA	2018/12/12
19 南山 01	10 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2018/12/28
19 南山 03	10 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2019/5/22

注："16 南山 02"和"19 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：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	1,160.24	1,246.06	1,329.30	1,357.64
所有者权益（亿元）	570.35	597.38	638.80	645.00
长期债务（亿元）	277.91	286.45	270.19	266.40
全部债务（亿元）	431.20	480.62	529.10	508.07
营业收入（亿元）	284.84	374.12	431.72	96.99
净利润（亿元）	29.26	30.93	29.59	5.92
EBITDA（亿元）	85.25	94.17	94.89	--
经营性净现金流（亿元）	31.44	6.67	38.93	4.38
营业利润率（%）	25.31	22.36	16.92	14.77
净资产收益率（%）	5.25	5.30	4.79	--
资产负债率（%）	50.84	52.06	51.94	52.49
全部债务资本化比率(%)	43.05	44.58	45.30	44.06
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.30	1.28
EBITDA 全部债务比(倍)	0.20	0.20	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.13	3.72	3.02	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	0.76	0.77	--

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、2019 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，2018 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平；公司经营性净现金流大幅增长。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，公司经营业绩受铝土矿价格及汇率波动影响较大；部分在建项目投入规模大，且不确定因素较多，以及债务存在集中兑付压力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，公司经营业绩有望进一步提升。

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"、"18 南山 02"、"18 南山 03"、"18 南山 05"、"19 南山 01"和"19 南山 03"的债项信用等级为"AAA"。

优势

1．2018 年，公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，在行业地位、产业链完整度、技术水平、生产效率等方面仍继续保持行业领先优势。

2．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。

3．2018 年，公司维持了较大的收入和利润

规模，经营活动净现金流规模大幅增长。

关注

1．铝土矿及煤炭作为公司铝加工板块的主要原材料，采购集中度较高，公司议价能力较弱，存在一定的价格和汇率波动风险。

2．2018 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。应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金形成占用。2018 年，公司贸易业务规模大幅提升，但业务整体盈利水平低，对公司整体盈利水平形成掣制。

3．公司在建项目资金需求较大，后继资本支出压力较大。公司存续期债务规模较大，存在一定的集中兑付风险。所有者权益中未分配利润过大，权益结构稳定性有待提升。

4．2018 年，公司出口占比提升，由于人民币汇率双向波动加剧，加之中美贸易战的影响，公司海外销售或将受到一定影响。

分析师

李　莹
电话：010-85172818
邮箱：liying@unitedratings.com.cn

龚　艺
电话：010-85172818
邮箱：gongy@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2019年3月底，公司注册资本10.00亿元，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村民委员会。

公司从事业务仍以铝加工为主，截至2019年3月底，经营范围包括铝锭、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2019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41,577人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,329.30亿元，负债合计690.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计638.80亿元，归属于母公司的所有者权益412.08亿元。2018年，公司实现营业总收入431.72亿元，净利润（含少数股东损益）29.59亿元，归属于母公司所有者的净利润20.88亿元；经营活动产生的现金流量净额38.93亿元，现金及现金等价物净增加额-9.35亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,357.64亿元，负债合计712.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计645.00亿元，归属于母公司的所有者权益416.65亿元。2019年1~3月，公司实现营业总收入96.99亿元，净利润（含少数股东损益）5.92亿元，归属于母公司所有者的净利润4.32亿元；经营活动产生的现金流量净额4.38亿元，现金及现金等价物净增加额8.31亿元。

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，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	债券余额	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	3.90	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	21.76	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	0.75	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	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	7.00	4.50	5 年	136670.SH	--
16 南山 06	2016.11.15	7.00	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	8.00	4.20	5 年	136823.SH	--
17 南山 01	2017.07.21	5.00	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	5.00	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	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	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
18 南山 03	2018.8.16	11.00	11.00	5.80	3(2+1)年	143501.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 05	2018.12.24	5.00	5.00	5.03	3(1+1+1)年	155115.SH	附第 1 年末和第 2 年公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
19 南山 01	2019.1.18	10.00	10.00	5.30	3(2+1)年	155148.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
19 南山 03	2019.6.14	10.00	10.00	5.50	3(2+1)年	155456.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
合计	--	**156.00**	**123.41**	--	--	--	--

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”、“18 南山 01”、“18 南山 02”、“18 南山 03”、“18 南山 05”和“19 南山 01”的募集资金已全部使用，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致；“19 南山 03”于 2019 年 6 月 14 日开始发行，根据募集说明书承诺的用途，拟全部用于偿还公司债务。

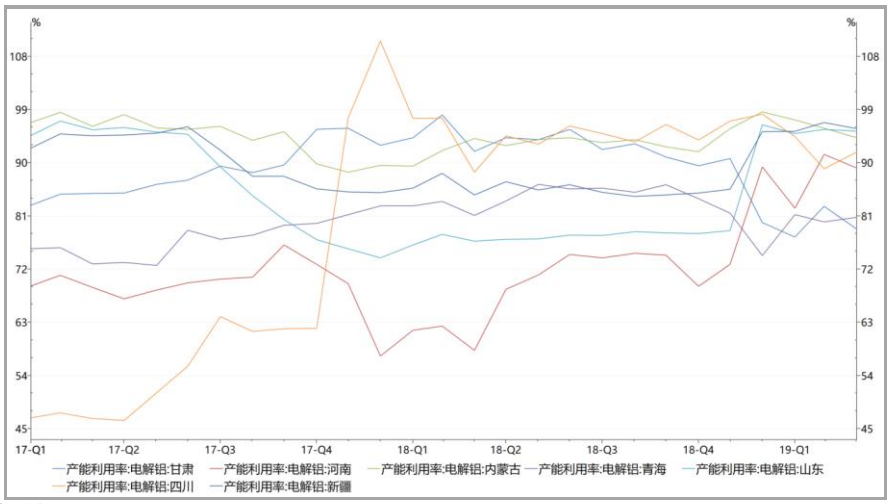
付息方面，“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”及“16 南山 07”、“17 南山 01”、“17 南山 02”、“18 南山 01”及“18 南山 02”均已按期足额支付当年利息，“18 南山 03”、“18 南山 05”和“19 南山 01”和“19 南山 03”尚未到首次付息日。

三、行业分析

2018 年，电解铝行业继续执行国家环境保护部等十部（委、局）和北京市、河南省等六省（市）于 2017 年 8 月联合印发的《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。

从去产能情况看，根据阿拉丁数据，2018 年，共计 259.5 万吨的电解铝产能宣布淘汰并进行置换，新增产能 211 万吨；截至 2018 年底，中国电解铝总产能 3,986.3 万吨，同比下降 8.50%，运行产能 3,642.5 吨，同比增加 1.13%。从产量看，2018 年中国电解铝产量 3,646 万吨，同比下降 0.1%，首次出现年度产量下降。其中产量增加的主要地区是广西、内蒙古两地，产量下降的主要地区是山东、河南、新疆三地。从产能利用率情况看，2018 年以来，区域间分化明显，除四川地区电解铝产能利用率较上年大幅提升、河南及山东地区产能利用率较上年明显下降外，其他地区产能利用率同比上年变化不大。

图 1　2017 年以来主要地区电解铝产能利用率情况



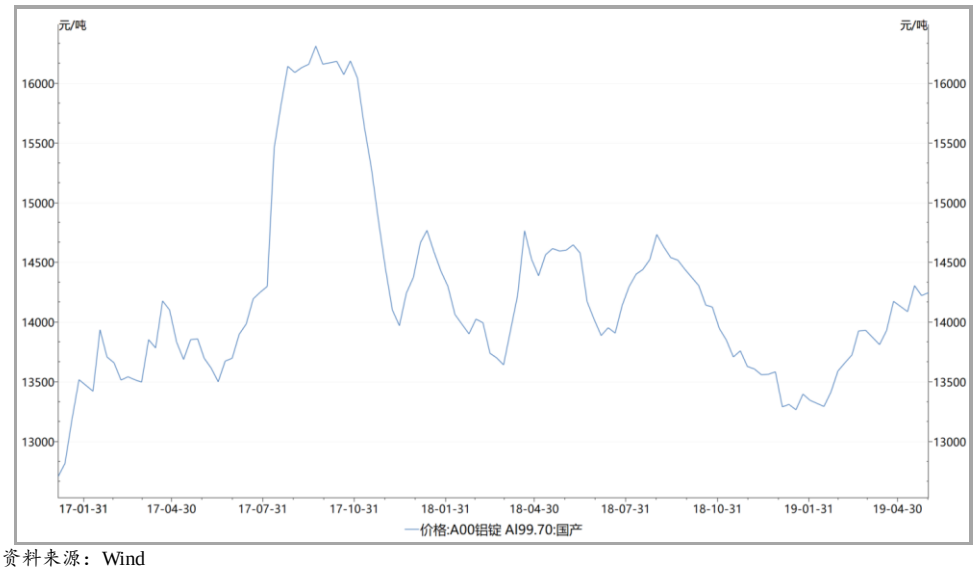
资料来源：Wind

从行业上游原材料看，国产铝土矿方面，2018 年国产铝土矿受到环保趋严影响，价格不断上涨。北方地区相比去年不含税价格上涨约 30 元/吨至 450~460 元/吨，南方地区上涨约 20 元/吨至 290~330 元/吨。由于国产矿价格上涨，造成了供应格局的改变。南矿北运，进口矿补充成为未来供应新常态。就目前来看，虽然北方地区政策有所宽松，部分矿山依旧可开采，但未来环保趋势不可逆，国产矿价格明年预计将维持较高水平。进口矿方面，2018 年进口矿价格维稳为主，部分国家由于海运费及政策影响价格小幅调整，整体来说，进口矿价格波动不大且进口铝土矿货源充足，供应相对稳定。

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。房地产方面，2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位，地产行业有所回暖，房地产行业整体呈增长趋势。交通运输方面，根据发改委 2016 年 7 月对外发布的《中长期铁路网规划》，到 2025 年，高速铁路 3.8 万公里左右，随着高速铁路网的建设规模的快速增长，高铁列车需求量也将大幅增长，高铁及城市轨道交通运输事业的大发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。汽车行业方面，2018 年，中国汽车产量 2,796.80 万辆，同比减少 6.59%。

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 22 日达到全年最高价 16,314 元/吨，较年初上涨 28.33%，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。2018 年以来，受俄铝事件扰动及贸易战影响，铝价冲高回落，全年大幅波动，8 月之后出现持续下降，2019 年 2 月以来，铝价持续回升。

图 2　2017~2019 年 5 月我国铝锭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

行业政策方面，除了持续推进的采暖季限产政策外，2018 年 12 月，工业和信息化部、国家发展改革委发布《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》，要求抑制氧化铝行业盲目扩张，促进氧化铝行业持续健康发展。对氧化铝生产提出了三个重要指标：要以综合回收率在 80%以上、综合能耗在 380 千克标准煤以下、生产 1 吨氧化铝新水消耗在 3 吨以下为目标，推动氧化铝行业绿色发展。同时鼓励氧化铝企业之间整合重组。

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，2018 年，清理整顿违规产能持续推进，原材料价格大幅上涨，产品价格持续下滑；未来环保政策的趋严、去落后产能的持续推进，将对铝价形成一定支撑，2019 年以来，铝价持续回升。

四、管理分析

2018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

2018 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。2018 年，公司主营业务收入 417.87 亿元，较上年增长 14.70%，主要系有色金属、建材业务和贸易板块收入大幅增长所致；实现净利润 29.59 亿元，较上年减少 4.33%。

表 2　2016~2019 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			2019 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	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	195.15	46.70	16.95	46.77	51.42	16.29
纺织、服饰	15.69	5.51	34.47	16.38	4.50	35.08	19.41	4.64	32.88	4.56	5.02	32.90
电、汽	6.90	2.42	1.91	2.14	0.59	26.89	2.25	0.54	32.92	0.53	0.58	34.17
建筑、房地产	49.40	17.34	28.43	33.32	9.15	22.25	11.60	2.78	28.77	3.09	3.39	19.24
贸易	6.13	2.15	0.69	75.30	20.67	0.29	107.92	25.83	1.27	23.15	25.45	0.41
其他	70.68	24.81	37.66	73.18	20.09	46.32	81.55	19.51	43.84	12.87	14.15	29.39
合计	**284.84**	**100.00**	**27.23**	**364.31**	**100.00**	**23.35**	**417.87**	**100.00**	**19.30**	**90.96**	**100.00**	**15.14**

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。

从主营业务收入结构来看，2018 年，以铝加工为主的有色金属、建材业务和贸易业务仍是公司主要的收入来源。2018 年，有色金属、建材收入实现收入 195.15 亿元，较上年增长 19.00%，主要系公司逐步进行产品结构调整，加大高附加值产品产销力度所致，占当期公司主营业务收入的比重为 46.70%。2018 年，公司纺织板块实现收入 19.41 亿元，较上年增长 18.50%，主要系公司拓展客户使销量增加所致。2018 年，建筑、房地产板块收入为 11.60 亿元，较上年下降 65.19%，主要系公司房地产项目结转规模下降所致。2018 年，电、汽板块收入收入小幅增长。2018 年，公司实现贸易收入 107.92 亿元，较上年大幅增长 43.32%，主要系公司加大了贸易板块的经营力度，国际贸易收入大幅增长所致。其他板块主要包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，2018 年，该板块收入为 81.55 亿元，较上年增长 11.44%。

从主营业务毛利率来看，2018 年，公司综合毛利率为 19.30%，同比下降 4.05 个百分点。其中，公司有色金属、建材板块毛利率下降 5.74 个百分点至 16.95%，主要系原材料价格上涨所致；纺织板块毛利率下降 2.20 个百分点至 32.88%，主要系原毛价格上涨所致；2018 年，因公司电、汽销售给周围商铺及居民的零售收入占比加大，拉高了平均售价及毛利率，电、汽板块毛利率大幅上升 6.03 个百分点至 32.92%；建筑、房地产板块毛利率增长 6.52 个百分点至 28.77%，主要系当年结转预收的房地产项目的平均售价较高所致。其他板块由于覆盖金融、旅游及集团公司配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2018 年毛利率为 43.84%，同比下降 2.48 个百分点。

总体看，2018 年，有色金属、建材板块和贸易业务收入仍为公司的主要收入来源，受相关板块收入规模大幅增长的带动，公司营业收入大幅增加。主要受色金属、建材板块及纺织、服饰板块原材料价格上升因素影响，使得两板块毛利率有所下降，并使得公司整体盈利水平有所下降。

2．有色金属、建材业务

公司有色金属、建材板块仍以铝制品的生产销售为主，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，其中，冷轧板和型材制品分别为公司主要的收入和利润来源。公司生产的工业型材主要用于航天、军工、船舶、汽车、动车车体、轻轨、地铁等领域，产品涉及铝合金棒材、管材、结构角材（R、双 R 等）等多种特殊型材；建筑型材主要为铝合金建筑门窗、铝合金幕墙等产品，应用于民用及公共建筑；热轧、冷轧板材产品主要为印刷用高档 PS 板基板、建筑装饰用板材、易拉罐罐体等板材料；铝箔产品主要为高精度双零铝箔及高档包装类铝箔（如利乐箔、金卡箔、电缆箔等）。

生产制造

2018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。截至2018年底，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产能分别为32万吨/年、80万吨/年、70万吨/年、7万吨/年和81.60万吨/年；其中，型材产能有所下降，主要系公司根据市场需求淘汰部分落后产能，进行技术改造，发展延伸加工所致。2019年1~3月，产能无变化。

表3　公司有色金属、建材业务产能、产量情况（单位：万吨，%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	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	32	20.57	64.28	32	4.17	52.13
热轧卷	80	73.06	91.33	80	85.10	106.38	80	92.82	116.03	80	23.70	118.50
冷轧卷	70	54.75	78.21	70	55.90	79.86	70	58.45	83.50	70	16.50	94.29
铝箔	3	3.48	116.00	7	5.18	74.00	7	5.53	79.00	7	1.33	76.00
合金锭	81.60	84.79	103.91	81.60	83.29	102.07	81.60	83.28	102.06	81.60	20.27	99.36

资料来源：公司提供

注：表中型材产能及产量包括公司生产的铝型材及塑钢型材；2019年1~3月的产能利用率为年化数据。

随着产业链下游的冷轧生产能力提升至与热轧产能相匹配，2018年，公司铝深加工产能继续释放，除型材外其余主要产品产能利用率继续维持在较高水平，型材产能利用率大幅上升。2018年，型材产量增长12.77%至20.57万吨，主要系销量增加所致。2018年，热轧卷、冷轧卷和铝箔产量均有所增长，主要系冷热轧卷、铝箔产能释放所致。2018年，合金锭产量较为稳定。未来，随着在建的高附加值材料项目逐步完工、投产，相应订单的比重将有所提升，公司产品结构有望进一步优化。

总体看，2018年，公司主要产品产量均有所增长，热轧、冷轧、铝箔及合金锭产能利用率均维持加高水平，型材产能利用率大幅上升。

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。

公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿，相关原材料均来源于进口。低温矿方面，目前以采购力拓的低温矿为主，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，2019年初又和力拓签订了2019年采购60万吨低温矿的供矿协议；另外，为进一步降低高温线生产成本，2019年公司拟签订40万吨所罗门矿石的采购协议，2019年公司继续进口部分几内亚矿用以降低生产成本，目前拟签订18万吨几内亚矿进行试单。高温矿方面，公司和力拓签订2019至2023年的5年高温矿的供矿协议，每年高温矿的供应量为180万吨。铝土矿的定价方式采用了年度定价、季度定价两种不同方式。结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。

2018年，公司铝土矿采购数量增长19.41%至449万吨。2018年，公司铝土矿采购均价同比增长3.06%至371元/吨，主要系铝土矿市场价格回升所致。2019年1~3月，公司铝土矿采购量为87.81万吨，采购价格为351元/吨，采购价格较2018年有所回落。目前公司原料铝土矿供应商主要为澳大利亚力拓公司和英国博信公司，矿源分别为澳洲矿和所罗门矿；2018年，公司从澳大利亚力拓公司和英国博信公司的采购量占铝土矿总采购量的95%。

电力和煤炭方面，2018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。

表 4　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	2019 年 1~3 月
采购量	331	376	449	87.81
不含税均价	337	360	371	351

资料来源：公司提供

总体看，2018年，铝土矿采购规模和采购价格均有所增长；铝土矿价格上升加大了公司的成本控制压力。

产品销售

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、华中地区，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。

近年来，公司在加大国内市场开发力度的基础上积极开拓国际市场，公司在美国、新加坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射，近年来取得了明显的成效，公司2018年铝制品出口占比41.56%，占比较2017年上升7.50个百分点，由于人民币兑美元汇率波动加剧，加之中美贸易战的影响，公司在美国地区的销售或将受到一定影响。

2018年，公司产品定价模式无变化。产品定价方面，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，金属的价格采用发货月的前一个月平均值。2018年，铝价波动上涨，反映到公司具体产品上，除合金锭外，公司主要产品售价均有所上升，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔分别为2.31万元/吨、1.87万元/吨、2.15万元/吨和2.59万元/吨，较上年分别增长5.96%、1.63%、2.87%和3.60%，合金锭为1.49万元/吨，较上年下降6.29%。2019年1~3月，冷轧卷、铝箔的价格小幅下降，公司其他主要产品价格较上年有所提高。

表5　公司主要产品销售情况（单位：万吨，%，万元/吨）

产品类型	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价
型材	23.37	100.56	1.72	18.26	100.11	2.18	20.57	100.00	2.31	4.01	96.16	2.35
热轧卷	72.32	98.99	1.50	84.40	99.18	1.84	92.14	99.27	1.87	23.28	98.23	1.91
冷轧卷	54.19	98.98	1.72	55.02	98.43	2.09	58.2	99.57	2.15	15.43	93.52	2.13
铝箔	3.45	99.14	2.42	4.92	94.98	2.50	5.61	101.45	2.59	1.29	96.99	2.55
合金锭	84.83	100.05	1.29	88.33	106.05	1.59	94.3	113.23	1.49	22.51	111.05	1.50

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、2018年及2019年1~3月，公司前五大客户的销售额合计占比为25.01%、19.98%和23.21%，集中度一般。

总体看，2018年，公司有色金属、建材板块相关产品销量较上年均有所增加，加之铝价回升因素带动，公司该板块收入大幅增长；下游客户较为分散，集中度一般。

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。2018年，公司建筑、房地产板块收入为11.60亿元，较上年下降65.19%，主要系公司房地产项目结转规模下降所致。2018年，毛利率增长至28.77%，主要系当年结转预售的房地产项目，平均售价较高所致。

表 6　2016~2018 年房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
开工面积	33.72	--	--	--
竣工面积	26.87	26.12	--	--
销售面积	86.34	2.97	11.89	0.73
确认销售收入	46.33	29.82	8.80	0.00

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”）。公司在建房地产项目主要为海泰居，资金由公司自筹，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2019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	2019年资金投入	资金来源
海泰居	105,302	31.09	104,560	99	742	自筹

资料来源：公司提供

总体看，2018年，由于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，该板块收入有所下降，后续投资压力较小。

4．纺织服饰业务

公司纺织业务建立了以羊毛原料、毛条加工、精纺呢绒、高档服装为一体的完整的纺织服装产业运作模式，主要由山东南山智尚科技股份有限公司经营。公司主要产品为精纺呢绒面料和服装，并在意大利米兰设立产品研发中心，设计开发相应的精纺面料及成衣。

截至2019年3月底，公司拥有万吨制条生产线、具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1,500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒1,600万米，高档西服180万套的生产能力，拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，产能利用率处于较高水平。

2018 年，公司纺织板块实现收入 19.41 亿元，较上年增长 18.50%，主要系公司拓展客户使销量增加所致；毛利率小幅下降至 32.88%，主要系原毛价格上涨所致。

总体看，2018 年，公司纺织板块收入规模有所增加，但受原材料价格上涨的影响，毛利率有所下降。

5．贸易、旅游、金融及教育等其他业务

2018年，公司贸易板块实现收入107.92亿元，较上年大幅增长43.32%，主要系公司加大了贸易板块的经营力度，国际贸易收入大幅增长所致；毛利率为1.27%，较上年上升0.98个百分点。旅游、金融及教育等其他业务实现营业收入81.55亿元，同比增长11.44%；毛利率为43.84%，同比下降2.48个百分点。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一，2018年实现营业收入和营业利润分别为4.81亿元和1.11亿元。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。2018年，烟台南山学院实现收入和营业利润分别为2.96亿元和0.82亿元。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-烟台银行以及中泰证券，公司金融资产较为优质，发展前景较好。

2018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3.23亿元和2.72亿元，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，2018年实现收入19.89亿元。

总体看，2018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，对公司整体经营业绩形成一定支持。

6．在建项目

截至2019年3月底，公司主要在建项目包括龙口湾临港高端制造业聚集区项目、14,000吨大型精密模锻件项目、印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目和航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造；规划总投资为195.38亿元，自筹和外部融资分别占39.50%和60.50%，以外部融资为主；已经累计投入146.62亿元，占预计总投资额的75.04%，未来存在一定资本支出压力。

表 8　截至 2019 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	2019 年	2020 年	2021 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	107.88	2.00	2.00	1.12
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	23.94	--	--	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	--	--	8.14	11.04	17.67	20.00
航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	--	--	6.66	3.77	--	--
合计	**195.38**	**50.60**	**77.50**	**146.62**	**16.81**	**19.67**	**21.12**

资料来源：公司提供

（1）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，项目预计建设期为4~5年。截至2019年3月底，项目已投资107.88亿元。该项目目前围堰和临时道路已完成，正在进行吹填和回填建设。截至到目前，该项目尚无明确的开发计划。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相关规划的实际落实情况。

（2）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2019年3月底已投入23.94亿元，大幅超过预算，主要系公司对设备工艺布局图进行了优化和完善，导致采购设备的价格也随之提高；此外，设备采购过程中，很多设备在世界范围内都具有唯一性，可参照和类比的案例较少，因此前期预算的价格与实际采购过程中的花费偏差较大。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。目前该项目

部分工序进入试产阶段。

（3）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。

该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于 2018 年用配股方式募集资金 45.89 亿元用于该项目，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。

（4）航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造项目

该项目为公司原有热轧生产线的技术改造项目，项目位于龙口市徐福街道，项目利用原有厂房，引进热轧机等进口设备 11 台（套），购置刷磨覆膜机等国产设备 17 台（套）。项目建成后，年新增航空航天用高强高韧高端铝合金 26,000 吨，其中 2XXX 系铝合金板材 2,000 吨，7XXX 系铝合金板材 24,000 吨。项目总投资 10.42 亿元，其中固定资产投资 10.26 亿元，铺底流动资金 0.16 亿元，用汇 1.15 亿美元。项目建成达产后，预计年新增销售收入 25 亿元，利润 7.20 亿元，税金 2.32 亿元。

总体看，2018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，未来存在较大资本支出压力。

7．经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数为 7.39 次，较上年 7.92 次有所下降，主要系公司加大美国市场的出口力度，账期相对较长，导致应收货款有所增加所致；存货周转次数为 1.90 次，较上年 1.73 次小幅上升主要系存货规模波动所致；总资产周转次数为 0.34 次，较上年 0.31 次小幅增长。

与同行业上市公司相比，公司经营效率处于行业较低水平。

表9　同行业上市公司2018年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称/公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000612.SZ	焦作万方	240.82	8.15	0.66
000807.SZ	云铝股份	78.31	4.76	0.59
601600.SH/2600.HK	中国铝业	37.87	8.05	0.90
--	**南山集团**	**7.63**	**1.91**	**0.34**

资料来源：Wind
注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司经营效率一般。

8．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，2018 年，铝土矿的价格呈上升趋势。虽然 2019 年一季度铝土矿价格有所回落，但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）公司出口规模较大，2018 年，公司贸易业务整体毛利率水平仍较低，削弱了公司的整体盈利水平；此外，汇率波动及贸易战可能对公司外贸产生不利影响。

（3）公司铝板块生产过程涉及“三废”处理，可能存在一定的环保风险；另外，在火力发电及电解铝生产过程中涉及高温、高压电，可能存在一定的安全风险。

（4）公司在建项目后续投资规模较大，未来可能存在较大的资本支出压力。

9．未来发展

公司的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；形成集电力、铝业、金融、航空、旅游休闲、教育于一体的多元化产业格局，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。

铝产品深加工方面，公司将在进一步完善铝产业链的基础上，发展高技术含量、高附加值的铝深加工产品，增强公司成本优势和抗风险能力，提高盈利能力和竞争力；服装产业方面，公司将逐步发挥出纺织服饰产业链的优势，同时计划在国内A股上市，通过上市募集资金进行品牌服装的运营和发展。

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 2018 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 2019 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 2018 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 30 家，与 2017 年底相比无变化。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的子公司 30 家，与 2018 年底相比无变化。总体看，公司合并范围变化对公司经营与财务影响小，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额1,329.30亿元，负债合计690.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计638.80亿元，归属于母公司的所有者权益412.08亿元。2018年，公司实现营业总收入431.72亿元，净利润（含少数股东损益）29.59亿元，归属于母公司所有者的净利润20.88亿元；经营活动产生的现金流量净额38.93亿元，现金及现金等价物净增加额-9.35亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,357.64 亿元，负债合计 712.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 645.00 亿元，归属于母公司的所有者权益 416.65 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 96.99 亿元，净利润（含少数股东损益）5.92 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.38 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.31 亿元。

1．资产、负债及所有者权益结构

资产

截至 2018 年底，公司资产合计 1,329.30 亿元，较年初增长 6.68%，主要系流动资产大幅增加所

致；其中，流动资产 536.40 亿元（占 40.35%），非流动资产 792.90 亿元（占 59.65%），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 2018 年底，公司流动资产合计 536.40 亿元，较年初大幅增长 18.84%，主要系应收票据及应收账款、其他应收款及其他流动资产增长所致；流动资产主要由货币资金（占 18.32%）、应收票据及应收账款（占 16.82%）、其他应收款（占 13.09%）、存货（占 33.72%）和其他流动资产（占 14.55%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 98.28 亿元，较年初小幅减少 2.39%，其中其他货币资金为 19.13 亿元，受限比例为 19.46%，主要由银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金构成。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值为 90.21 亿元，较年初大幅增长 20.72%，主要系应收票据增长所致。截至 2018 年底，公司应收票据为 34.29 亿元，同比增长 92.32%，主要系销售所收到的银行承兑汇票增加所致。截至 2018 年底，应收账款账面价值 55.92 亿元，同比小幅下降 1.72%，已累计计提坏账准备 1.45 亿元。从账龄上看，账龄在 1 年以内的占 91.09%，1~2 年的占 6.68%，2~3 年的占 1.13%，3 年以上的占 1.10%，整体账龄短。截至 2018 年底，公司前五大客户应收账款余额合计为 21.40 亿元，占比为 37.30%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 70.22 亿元，较年初增长 14.92%，主要系青岛航空支付 AIRBUS 飞机保证金增加所致，已累计计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例 0.82%。截至 2018 年底，公司其他应收款前五名占比 30.31%，集中度一般。整体看，公司其他应收款规模较大且坏账准备计提比例较低，存在一定的回收风险。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 180.85 亿元，较年初小幅减少 0.74%；主要由原材料（占 15.89%）、库存商品（占 31.40%）和在产品（占 51.05%）构成。2018 年，公司已计提存货跌价准备 1.30 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。

截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 78.06 亿元，较年初大幅增长 339.57%，主要系购买理财产品规模扩大所致。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 792.90 亿元，较年初减少 0.23%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.90%）、固定资产（占 50.98%）、在建工程（占 20.94%）和无形资产（占 7.75%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 78.51 亿元，主要为对恒丰银行、维珍澳大利亚控股有限公司等公司的投资构成，较年初减少 7.73%，主要系公司退出对山东龙口农村合作银行的投资所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 404.25 亿元，较年初减少 2.24%。截至 2018 年底，已累计计提折旧 209.66 亿元，并计提减值准备 285.03 万元，公司固定资产成新率为 65.85%，成新率处一般水平。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 166.03 亿元，主要包括东海开发投资项目和铝热工程项目等，较年初增长 4.46%，主要系公司增加东海开发投资及航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造增加所致。从构成上看，在建工程主要为铝深加工工程 23.15 亿元和东海开发工程 128.25 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 61.42 亿元，较年初小幅减少 1.48%。从构成来看，主要为土地使用权（占 99.84%），其余部分为软件、商标权及其他。截至 2018 年底，累计摊销 13.56 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 1,357.64 亿元，较年初增长 2.13%。其中，流动资产占 41.21%，

非流动资产占 58.79%，较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产为 71.65 亿元，占公司净资产的 11.22%，受限比例较低。

表 10　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限制的资产（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	19.13	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、借款保证金
应收票据	0.04	借款质押
存货	0.88	借款质押
长期股权投资	35.28	股票质押
无形资产	11.77	借款质押
固定资产	4.54	借款质押
合计	**71.65**	--

数据来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司资产规模进一步扩大；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 2018 年底，公司负债规模合计 690.50 亿元，较年初增长 6.45%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 412.65 亿元（占 59.76%），非流动负债 277.85 亿元（占 40.24%），负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 412.65 亿元，较年初大幅增长 18.47%，主要系应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占 19.91%）、应付票据及应付账款（占 20.69%）、预收款项（占 5.95%）、其他应付款（占 10.99%）、一年内到期的非流动负债（占 17.95%）和其他流动负债（占 16.16%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 82.15 亿元，较年初大幅增长 14.18%，主要系对建设银行、广发银行以及对民生银行的借款增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款主要包括保证借款（62.55 亿元）、信用借款（8.22 亿元）和质押借款（7.05 亿元）。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 85.39 亿元，较年初大幅增长 26.09%，主要系应付票据增长所致。截至 2018 年底，公司应付票据 33.32 亿元，较年初大幅增长 185.50%，主要系银行承兑汇票增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款 52.07 亿元，较年初下降 7.11%；公司应付账款前五名客户合计为 4.90 亿元，占 9.41%，应付账款集中度较低。

截至 2018 年底，公司预收款项为 24.55 亿元，较年初增长 8.65%，主要系预收货款的增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 45.36 亿元，较年初小幅减少 3.51%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 74.05 亿元，较年初大幅增长 57.32%，主要系一年内到期的应付债券规模较大所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 66.70 亿元，较年初增长 8.28%，主要系公司为满足资金需求，完成多笔短期融资券、超短期融资券的发行所致；其他流动负债主要由短期应付债券构成。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债合计 277.85 亿元，较年初减少 7.49%；非流动负债主要由长期借款（占 25.80%）和应付债券（占 67.14%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 71.67 亿元，较年初大幅减少 19.08%，主要系偿还部分已到期借款所致。其中，担保借款占 6.48%，信用借款占 18.78%，抵押、保证借款占 54.12%以及质押借款

占 20.62%。

截至 2018 年底，公司应付债券为 186.54 亿元，较年初减少 1.26%。公司应付债券中，2019 年到期 45 亿元，2020 年到期 39.55 亿元，2021 年到期 124.00 亿元，其中 2021 年的偿债规模很大。

截至 2018 年底，公司全部债务为 529.10 亿元，较年初增长 10.09%；其中，短期债务为 258.91 亿元（占 48.93%），较年初大幅增长 33.34%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致；公司长期债务为 270.19 亿元（占 51.07%），较年初减少 5.68%，公司债务结构虽长期债务占比相对较高，但短期债务规模也相对较大，且长期债务存在集中偿付压力。2018 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 51.94%、45.30%和 29.72%，分别较上年 52.06%、44.58%和 32.41%下降 0.11 个百分点、上升 0.72 个百分点和下降 2.69 个百分点，债务负担有所加重，但整体债务负担一般。

截至 2019 年 3 月底，公司负债规模合计 712.64 亿元，较年初增长 3.21%，其中流动负债 435.82 亿元（占 61.16%），非流动负债 276.82 亿元（占 38.84%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 508.07 亿元，较年初减少 3.97%。其中，公司短期债务为 241.67 亿元（占 47.57%），较年初减少 6.66%；公司长期债务为 266.40 亿元（占 52.43%），较年初减少 1.40%，较年初变化不大。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 52.49%、44.06%和 29.23%。

总体看，2018 年，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；长期债务比重有所下降，但公司债务结构仍相对合理。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 638.80 亿元，较年初增长 6.93%，继续保持小幅增长态势；其中，归属于母公司权益为 412.08 亿元，主要由实收资本（占 2.43%）、资本公积（占 2.44%）、盈余公积（占 10.56%）和未分配利润（占 86.41%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 645.00 亿元，从权益规模及结构来看，较年初变化不大。

总体看，2018 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

2018 年，公司实现营业总收入 431.72 亿元，较上年增长 15.40%，主要系有色金属、建材业务和贸易板块收入大幅增长所致；实现营业利润 26.33 亿元，较上年大幅减少 28.46%，主要系原材料价格大幅增长所致；2018 年，公司实现净利润 29.59 亿元，较上年减少 4.33%。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用 52.52 亿元，较上年增长 19.13%，主要系管理费用增长所致；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占比 27.29%、36.63%、3.95%和 32.13%。2018 年，公司销售费用为 14.33 亿元，较上年大幅增长 21.20%，主要系运输费和市场推广费增加所致。2018 年，公司管理费用为 19.24 亿元，较上年大幅增长 24.98%，主要系职工薪酬增加所致。2018 年，公司财务费用为 16.87 亿元，较上年大幅增长 10.07%，主要系债务增加导致利息支出增加所致。2018 年，公司费用收入比为 12.16%，同比上升 0.38 个百分点，费用控制能力略微下降，公司期间费用控制能力仍有待提升。

2018 年，公司所取得的投资净收益为 5.73 亿元，（占当年公司营业利润 21.77%），较上年大幅增加 5.12 亿元，主要系公司对青岛新恒力投资发展有限公司长期股权投资的投资收益增加所致。2018

年，公司所取得营业外收入和其他收益合计为 14.41 亿元，较上年大幅增长 81.73%，主要系龙口市财政局扶持资金增加所致，占利润总额的比重为 37.84%。非经常性损益对公司利润的贡献程度较高，可持续性一般。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率为 16.92%，同比下降 5.44 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 5.01%、5.03%和 4.79%，同比分别上升 0.05 个百分点、下降 0.31 个百分点和下降 0.51 个百分点，盈利能力略有下降。

从同行业对比来看，公司净资产收益率、总资产报酬率和营业利润率处于同行业较高水平。

表 11　同行业上市公司 2018 年盈利能力情况（单位：%）

股票代码	股票简称/公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
000612.SZ	焦作万方	-9.90	-4.78	-3.32
000807.SZ	云铝股份	-16.17	-2.53	7.12
601600.SH/2600.HK	中国铝业	1.89	3.30	8.84
--	**南山集团**	**5.14**	**4.42**	**19.22**

资料来源：Wind，联合评级整理。
注：为便于与同行业上市公司进行比较，除魏桥铝电外，本表相关指标采用 Wind 数据。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 96.99 亿元，同比增长 4.41%；同期，公司实现净利润 5.92 亿元，同比增长 4.23%。

总体看，2018 年，公司的收入规模有所增长，整体盈利规模和盈利能力处一般水平。公司费用控制能力有待提升，投资收益、营业外收入等非经常性损益对公司的利润的贡献程度较高。

3．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 395.14 亿元，同比增长 21.13%，主要系随着营业收入增长，收到的现金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出 356.21 亿元，同比增长 11.47%，主要系采购原料现金流出增加所致。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 38.93 亿元，较上年 6.67 亿元大幅增加。2017~2018 年，公司现金收入比率分别为 80.91%和 84.79%，2018 年较上年上升 3.87 个百分点，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 35.09 亿元，同比小幅减少 5.59%。2018 年，公司投资活动现金流出 111.82 亿元，同比增长 2.71%，主要系购买理财产品导致支付其他与投资活动有关的现金增长所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净额为-76.73 亿元，较上年-71.70 亿元相比，投资活动现金流的净流出规模有所增加。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 342.59 亿元，同比大幅增长 11.48%。公司筹资方式以取得短期和长期的银行借款为主、吸收投资和发行债券为辅，2018 年，公司取得借款收到的现金为 163.87 亿元，发行债券收到的现金为 145.65 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流出 315.73 亿元，同比大幅增长 27.12%，主要系偿还债务导致的现金流出所致。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额为 26.87 亿元，较上年 58.95 亿元大幅减少。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为 110.45 亿元和 4.38 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-5.90 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 9.94 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，净流入规模大幅增长，收入实现质量一般；经营活动现金流无法满足投资活动需求，同时考虑到，公司在建项目后续待投入规模仍较大，公司未来仍存在一定的外部融资需求。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率为 1.30 倍，与上年持平；速动比率由上年的 0.77 倍上升至 0.86 倍；流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。截至 2018 年底，现金短期债务比由上年的 1.00 倍下降至 0.86 倍，对短期债务的覆盖程度较上年相比有所下降，但公司短期偿债能力仍较强。

长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 94.89 亿元，同比增长 0.76%；公司 2018 年 EBITDA 主要由利润总额（占 40.14%）、计入财务费用的利息支出（占 28.05%）、折旧（占 29.14%）以及摊销（占 2.67%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.02 倍，较上年有所降低；EBITDA 全部债务比为 0.18 倍，较上年有所降低。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 2019 年 3 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至2019年3月底，公司及其子公司银行授信总额719.50亿元，已使用287.07亿元，未使用432.43亿元。公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属子公司南山铝业（SH.600219）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2019年5月6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，公司间接融资渠道畅通，现金类资产较为充足，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 2019 年 3 月底，公司现金类资产达 151.45 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（123.41 亿元）的 1.23 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度尚可；净资产达 645.00 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（123.41 亿元）的 5.23 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，2018 年，公司 EBITDA 为 94.89 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（123.41 亿元）的 0.77 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 2018 年经营活动产生的现金净流入为 38.93 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（123.41 亿元）的 0.32 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极强。

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，2018 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平；公司经营性净现金流大幅增长。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，公司经营业绩受铝土矿价格及汇率波动影响较大；部分在建项目投入规模大，

且不确定因素较多，以及债务存在集中兑付压力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”、“18 南山 02”、“18 南山 03”、“18 南山 05”、“19 南山 01”和“19 南山 03”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	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,160.24	1,246.06	1,329.30	1,357.64
所有者权益（亿元）	570.35	597.38	638.80	645.00
短期债务（亿元）	153.29	194.17	258.91	241.67
长期债务（亿元）	277.91	286.45	270.19	266.40
全部债务（亿元）	431.20	480.62	529.10	508.07
营业收入（亿元）	284.84	374.12	431.72	96.99
净利润（亿元）	29.26	30.93	29.59	5.92
EBITDA（亿元）	85.25	94.17	94.89	--
经营性净现金流（亿元）	31.44	6.67	38.93	4.38
应收账款周转次数（次）	12.02	7.92	7.39	--
存货周转次数（次）	1.38	1.73	1.90	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.31	0.34	0.07
现金收入比率（%）	83.62	80.91	84.79	113.83
总资本收益率（%）	5.03	4.95	5.01	--
总资产报酬率（%）	4.96	5.34	5.03	--
净资产收益率（%）	5.25	5.30	4.79	--
营业利润率（%）	25.31	22.36	16.92	14.77
费用收入比（%）	14.01	11.78	12.16	10.52
资产负债率（%）	50.84	52.06	51.94	52.49
全部债务资本化比率（%）	43.05	44.58	45.30	44.06
长期债务资本化比率（%）	32.76	32.41	29.72	29.23
EBITDA 利息倍数（倍）	4.13	3.72	3.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	0.18	--
流动比率（倍）	1.32	1.30	1.30	1.28
速动比率（倍）	0.85	0.77	0.86	0.87
现金短期债务比（倍）	1.26	1.00	0.86	1.01
经营现金流动负债比率（%）	10.17	1.91	9.43	1.01
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.69	0.76	0.77	--

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、2019 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。