跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1414 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”“19 南山 03”“19 南山 04”和“19 南山 05”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：

二〇二〇年 六月 十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	2019/6/20
16 南山 01	21.76 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
16 南山 03	0.75 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
16 南山 04	2.09 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
16 南山 05	7 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/20
16 南山 06	1.42 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
16 南山 07	8 亿元	5 年	AAA	AAA	2019/6/20
17 南山 01	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
17 南山 02	5 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
18 南山 01	1 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2019/6/20
18 南山 02	7 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019/6/20
18 南山 03	11 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2019/6/20
18 南山 05	0.50 亿元	3(1+1+1)年	AAA	AAA	2019/6/20
19 南山 01	10 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2019/6/20
19 南山 03	10 亿元	3(2+1)年	AAA	AAA	2019/6/20
19 南山 04	10 亿元	3(1+1+1)年	AAA	AAA	2019/7/18
19 南山 05	5 亿元	3(1+1+1)年	AAA	AAA	2019/9/26

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,246.06	1,329.30	1,356.74	1,359.11
所有者权益（亿元）	597.38	638.80	669.43	677.36
长期债务（亿元）	286.45	270.19	224.63	203.23
全部债务（亿元）	480.62	529.10	507.80	510.16
营业收入（亿元）	374.12	431.72	434.61	87.86
净利润（亿元）	30.93	29.59	34.55	5.17
EBITDA（亿元）	94.17	94.89	97.89	--
经营性净现金流（亿元）	6.67	38.93	72.13	7.75
营业利润率（%）	22.32	16.85	16.87	16.34
净资产收益率（%）	5.30	4.79	5.28	--
资产负债率（%）	52.06	51.94	50.66	50.16
全部债务资本化比率(%)	44.58	45.30	43.13	42.96
流动比率（倍）	1.30	1.30	1.20	1.18
EBITDA 全部债务比(倍)	0.20	0.18	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.72	3.02	3.07	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.86	0.87	0.89	--

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. 2020 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，以电力、房地产、贸易、旅游、金融、教育等产业为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，在行业地位、产业链完整度、技术水平、业务多元化等方面仍具备较强的竞争优势。2019 年，公司营业收入和利润规模均有所增长；公司新项目产能逐步释放，高附加值产品份额稳步提升；公司经营性净现金流大幅增长；债务负担有所减轻。同时，联合信用评级有限公司（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、拟建项目投入规模大，且不确定因素较多，以及债务存在集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力强，完整的产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，并有助于公司及时调整产品结构以满足下游需求，维持产品的市场占有率。同时，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。未来随着氧化铝、高端铝合金等多个重大项目的投产及公司产品结构的调整优化，公司经营状况仍将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为“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”“19 南山 03”“19 南山 04”和“19 南山 05”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司作为国内以铝加工为主业的大型综

合类集团，持续保持竞争优势。公司作为国内以铝加工为主业的大型综合类集团，在行业地位、品牌知名度、产业链完整度、技术水平、生产成本、产品质量等方面持续具备竞争优势。

2．跟踪期内，公司经营业绩良好且公司高端铝产品在建项目有利于公司未来整体经营业绩的提升。跟踪期内，公司新项目产能逐步释放，高附加值产品份额稳步提升；公司高端铝产品在建项目已接近尾声，部分高端产品已通过相关体系认证，并与相关下游客户建立合作关系，有利于公司未来整体经营业绩的提升。

3．公司收入和利润规模均有所增长，债务负担有所减轻。2019 年，公司营业收入和利润规模均有所增长；公司经营性净现金流大幅增长；债务负担有所减轻。

关注

1．公司对主要原材料议价能力较弱。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．公司存货存在一定跌价风险，应收账款和其他应收款对公司资金形成占用，公司贸易业务规模较大，但盈利水平低。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；公司贸易业务规模较大，但业务整体盈利水平低。

3．公司在建项目资本支出压力较大，公司债务规模较大，权益结构稳定性有待提升。公司在建项目资金需求较大，后继资本支出压力较大。公司短期债务占比持续上升，债务负担有所加重。公司债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。所有者权益中未分配利润过大，权益结构稳定性有待提升。

分析师

周　婷　登记编号（R0040215110001）
樊　思　登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

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他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。

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。截至 2020 年 3 月底，公司持有南山铝业 47.25%的股权。截至 2020 年 3 月底，公司质押南山铝业股票 30,000.00 万股，子公司山东怡力电业有限公司质押南山铝业股票 45,000.00 万股。

公司从事业务以铝加工为主，截至 2019 年底，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 年底，公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业 29 家；在职员工 40,783 人。

截至2019年底，公司合并资产总额1,356.74亿元，负债合计687.30亿元，所有者权益669.43亿元，其中归属于母公司所有者权益435.67亿元。2019年，公司实现营业收入434.61亿元，净利润34.55亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润24.45亿元；经营活动产生的现金流量净额72.13亿元，现金及现金等价物净增加额9.09亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,359.11 亿元，负债合计 681.75 亿元，所有者权益 677.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 433.83 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，净利润 5.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.75 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.22 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	2.09	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	1.42	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	1.00	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	0.50	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
19 南山 04	2019.8.7	10.00	10.00	5.10	3(1+1+1)年	155583.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 05	2019.10.22	5.00	5.00	5.40	3(1+1+1)年	155766.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
合计	--	**171.00**	**109.42**	--	--	--	--

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”“17 南山 02”“18 南山 01”“18 南山 02”“18 南山 03”“18 南山 05”“19 南山 01”“19 南山 03”“19 南山 04”和“19 南山 05”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。

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”“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”和“19 南山 01”和“19 南山 03”均已按期足额支付当年利息，“19 南山 04”和“19 南山 05”尚未到首次付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

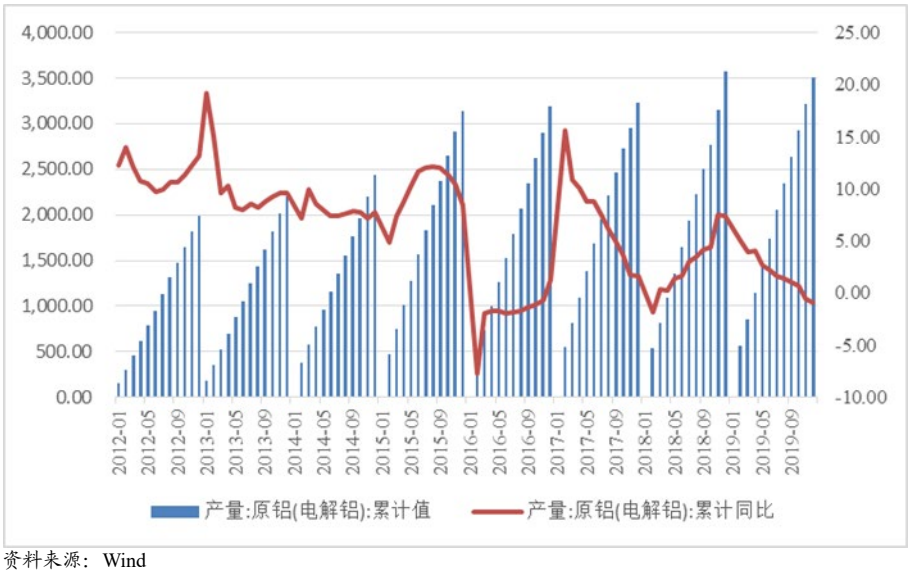
2019 年，中国铝材市场总体仍供求平衡，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。

铝是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业。中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝

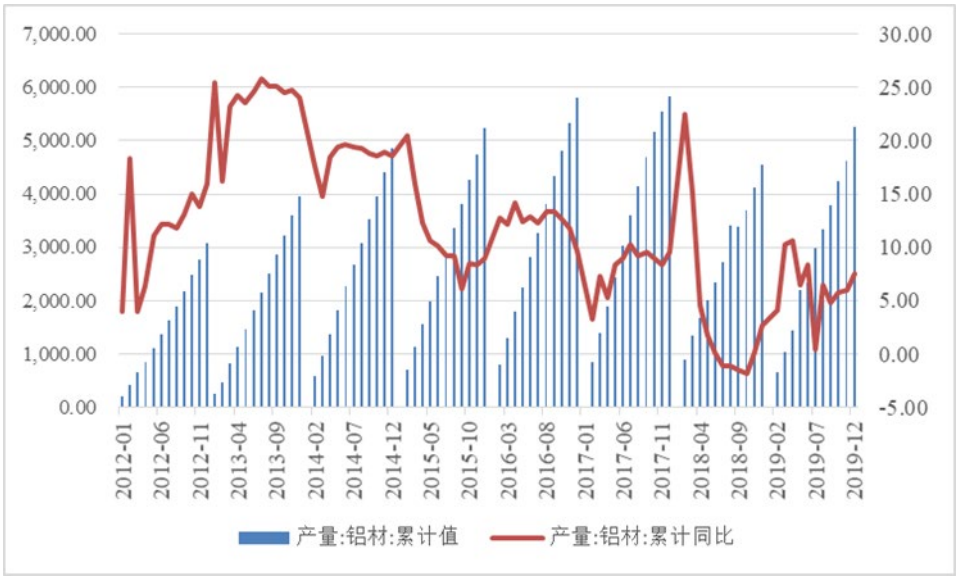
价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。产量方面，2012 年以来我国原铝产量保持波动增长趋势，2019 年原铝产量首次下滑，同比下降 0.90%至 3,504.40 万吨；2016－2019 年铝材产量保持波动增长趋势。随着中国工业化、城镇化、市场化和国际化进程的加快，居民消费结构升级，我国铝工业将保持较大的市场需求，但铝材的消费结构将面临一定调整。

图 1　2012－2019 年我国原铝产量情况（单位:万吨）



资料来源：Wind

图 2　2012－2019 年我国铝材产量情况（单位:万吨）



资料来源：Wind

2. 上游情况

2019 年铝土矿供应充足，价格仍维持高位窄幅震荡局面。2019 年氧化铝产能过剩格局依然存在，价格重心下移；同时叠加煤炭价格略有回落，成本有所下降。

铝土矿方面，2019 年我国铝土矿进口总量为 10,066 万吨，同比增长 21.7%，前三大进口国为几

内亚、澳大利亚以及印尼，进口数量分别为 4,445 万吨、3,604 万吨、1,441 万吨。铝土矿价格方面，2019 年以来，铝土矿价格仍维持高位窄幅震荡，截至 2020 年 2 月底，铝土矿价格为 290 元/吨。铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响。未来海外铝土矿新增项目较多，俄铝、几内亚动力矿业、法国矿商 AMR、澳洲力拓、中铝等均有铝土矿新建项目。我国对海外铝土矿进口依赖能够得到保障。

氧化铝方面，据阿拉丁统计数据显示，截至 2019 年 12 月，全国氧化铝建成年产能 8,597 万吨，运行年产能 6,830 万吨，开工率 79.5%，较上年末下滑近 10.6 个百分点。2019 年我国氧化铝产量 7,247 万吨，同比减少 1%。进出口方面，随着海外短缺局面的扭转，海外氧化铝价格下跌，出口盈利窗口关闭，我国再次由出口转至进口状况，全年累计净进口氧化铝 127 万吨。氧化铝价格方面，2019 年氧化铝价格呈现“前高后低”的走势，价格重心下移。据 SMM 统计 2020 年国内氧化铝计划投产 650 万吨，国外氧化铝计划投产 430 万吨，国内外氧化铝供应过剩格局依然存在，价格或将承压。

煤炭供应方面，2019 年我国煤炭供应能力增加。一是产量增加。2019 年，我国原煤产量 37.46 亿吨，同比增长 4.20%，增速较 2018 年基本保持稳定。二是进口量增加。2019 年全国煤炭（煤及褐煤）进口 3.00 亿吨，同比增长 6.30%；出口 603 万吨，同比增长 22.10%。煤炭价格方面，2019 下半年，由于经济基本面面临较大下行压力，动力煤和焦煤价格开始出现回落趋势。2020 年以来，由于新冠疫情影响，各地煤矿延迟复工，加之可能对运输造成较大影响，煤炭产地供应不足；随着港口库存的消耗，动力煤价格有所上扬。未来，随着煤炭企业逐步复产，以及疫情得到控制，运输逐步恢复，煤炭供给将逐步回升，加之政策支持，煤炭价格将逐步趋于稳定。长期看，随着优质产能释放，以及国民经济的放缓，煤炭价格或将微幅走弱。

3. 下游需求

2019 年，由于下游需求减弱，原铝消费量首次出现负增长。未来由于宏观经济下行压力仍存，传统需求可能仍将承压，高端装备制造业、航空航天等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求。

下游需求方面，电解铝下游需求高度分散，消费市场主要分布在建筑、交通领域、电力电子、机械设备、包装以及白色家电等行业。从国内铝消费的分项占比来看，建筑业是铝材最主要的消费领域，消费量约占 32.4%左右，需求主要集中在房地产，其次为交通运输、电子电力等工业领域，消费量分别占 16.2%和 13.5%。2019 年我国原铝消费量 3,611 万吨，同比下降 1.3%，首次出现负增长。出口方面，由于电解铝自身进口关税问题，我国每年约 10%的电解铝消费是以铝型材形势出口国外，整体占比相对较小。具体来看：

2019 年我国房地产开发累计投资 132,194.26 亿元，投资增速为 9.90%，较上年提高了 0.40 个百分点。2020 年以来，由于新冠疫情影响，房地产开发投资完成额呈断崖式下跌，短期内或将导致铝材等需求下滑，但长期来看，随着新增人口数量的放缓、住宅存量规模不断扩大，房地产行业将在自我调整的同时维持相对平稳和理性，其对铝材的需求将维持在稳定水平。

2019 年我国汽车产量 2,552.80 万辆，同比下降 8.00%，汽车消费增速明显放缓。2020 年以来由于新冠疫情导致汽车产量呈断崖式下跌，但长期来看一方面我国单车平均用铝量要大幅低于美国、日本等国，随着未来中国汽车产业的进一步发展和单车用铝量的提升，汽车用铝材需求尚有较大潜力；另一方面，为维持经营平稳运行，国家或将出台一些鼓励汽车消费的措施，促进企业消费回暖，或将带动铝材需求的增长。

除传统行业外，目前高端装备制造业、航空航天等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提

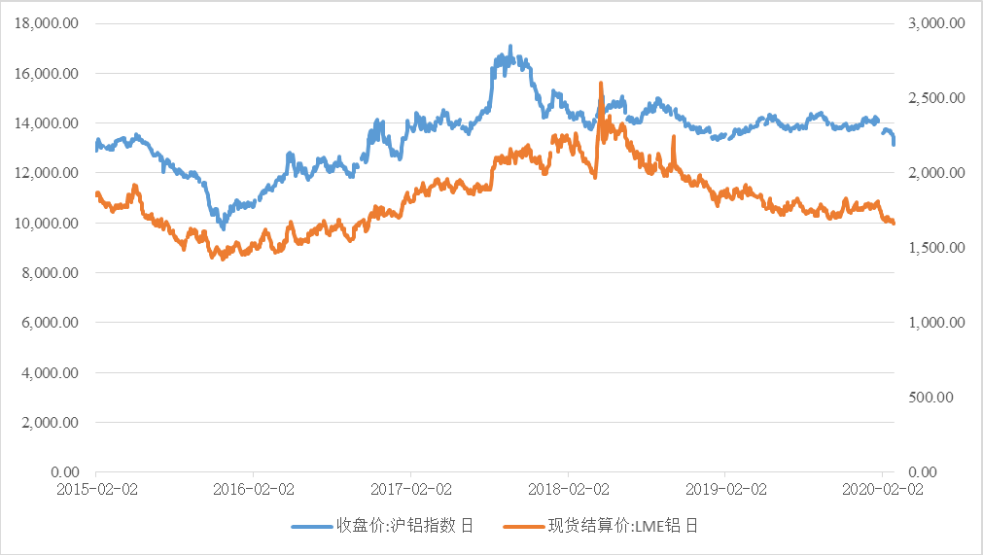
升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求，转型升级以应对下游市场的变化将有效的推动国内铝工业企业技术调整，加快技术转型和对低端加工业的淘汰。

4. 产品价格

2019 年国内外铝价走势分化，国内价格重心上移，国外价格重心下移，整体呈现内强外弱，波动收窄的格局。2020 年以来由于新冠疫情影响，铝价大幅下跌，接近行业成本线。

2019 年，国内外铝价走势分化，国外方面，2019 年全球经济增长放缓，下行压力明显，中美贸易摩擦不断，社会总需求走弱，工业原料商品价格整体下行，外加地缘政治等不确定因素影响，市场投资风险偏好下降，导致国外铝格承压，重心下移。国内方面，2019 年因国内电解铝产能下降以及三季度事故减产影响，从而导致国内铝产品库存减少，整体价格窄幅震荡，价格重心略有上移。2020 年以来受新冠疫情导致下游需求减弱影响，铝价持续下降，截至 2020 年 2 月底，LME 现货价格为 1,663 美元/吨，接近行业成本线。

图 3　2015 年以来沪铝指数和现货 LME 结算价变动情况（单位：点、美元/吨）



资料来源：Wind

四、管理分析

2019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

2019 年，以铝加工为主的有色金属、建材业务仍是公司主要的收入来源，受有色金属、建材板块和建筑、房地产板块收入规模增长的带动，公司收入规模有所增加。受纺织、服饰板块原材料价格上升以及其他板块毛利率下降的影响，公司整体毛利率有所下降。

2019 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。2019 年，公司主营业务收入 421.95 亿元，较上年增长 0.98%，主要系有色金属、建材业务收入增长

所致；公司实现净利润 34.55 亿元，较上年增长 16.78%。

表 2　公司主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	163.99	45.02	22.69	195.15	46.70	16.95	208.56	49.43	21.02
纺织、服饰	16.38	4.50	35.08	19.41	4.64	32.88	17.44	4.13	29.20
电、汽	2.14	0.59	26.89	2.25	0.54	32.92	1.09	0.26	26.40
建筑、房地产	33.32	9.15	22.25	11.60	2.78	28.77	25.38	6.02	25.72
贸易	75.30	20.67	0.29	107.92	25.83	1.27	95.24	22.56	1.28
其他	73.18	20.09	46.32	81.55	19.51	43.84	74.24	17.60	20.54
合计	**364.31**	**100.00**	**23.35**	**417.87**	**100.00**	**19.30**	**421.95**	**100.00**	**17.12**

注：其他板块包含旅游、教育、金融、配套服务等业务
资料来源：公司提供

从收入结构来看，2019 年，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。2019 年，有色金属、建材收入实现收入 208.56 亿元，较上年增长 6.87%，主要系公司投资的新项目产能逐步释放，高附加值产品份额稳步提升所致，该板块当期收入占比 49.43%。2019 年，公司纺织板块实现收入 17.44 亿元，较上年下降 10.15%，主要系国内纺织行业向东南亚地区转移、部分大客户订单减少所致。2019 年，建筑、房地产板块收入为 25.38 亿元，较上年增长 118.79%，主要系公司房地产项目结转规模增加所致。2019 年，电、汽板块收入小幅下降。2019 年，公司实现贸易收入 95.24 亿元，较上年下降 11.75%，主要系公司据市场需求，调整销售结构所致。其他板块主要包含旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，2019 年，该板块收入为 74.24 亿元，较上年下降 8.96%，主要系土地转让收入下降所致。

从毛利率来看，2019 年，公司综合毛利率为 17.12%，同比下降 2.18 个百分点。其中，公司有色金属、建材板块毛利率上升 4.07 个百分点至 21.02%，主要系公司根据市场产品需求，逐步优化产品结构所致；纺织板块毛利率下降 3.68 个百分点至 29.20%，主要系原毛价格上涨所致；2019 年，电、汽板块毛利率下降 6.52 个百分点至 26.40%；建筑、房地产板块毛利率下降 3.05 个百分点至 25.72%，主要系当年结转的房地产项目的平均售价较低所致；贸易板块毛利率变动不大。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，2019 年毛利率为 20.54%，同比下降 23.30 个百分点，主要系毛利较高的土地转让收入下降所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，较上年同期下降 9.42%，主要系受疫情影响所致；实现营业利润 6.00 亿元，较上年同期增长 20.07%，主要系投资收益增加所致；实现净利润 5.17 亿元，较上年同期下降 12.56%，主要系营业外收入减少所致。

2．有色金属、建材业务

公司有色金属、建材板块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

2019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较高水平，型材产能利用率有所上升。

2019年，公司生产模式未发生变化，仍以订单式生产为主。

公司生产的氧化铝、电解铝为中间环节产品，为公司下游熔铸、型材、热轧、冷轧、箔轧深加工环节配套，基本全部自用。截至2019年底，公司氧化铝产能为140万吨/年，电解铝产能为81.60万吨/年。

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2019年底，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产能均无变化。

表3　公司有色金属、建材业务产能、产量情况（单位：万吨/年，万吨，%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	39	18.24	46.77	32	20.57	64.28	32	21.28	66.50
热轧卷	80	85.10	106.38	80	92.82	116.03	80	98.70	123.38
冷轧卷	70	55.90	79.86	70	58.45	83.50	70	69.10	98.71
铝箔	7	5.18	74.00	7	5.53	79.00	7	5.33	76.14
合金锭	81.60	83.29	102.07	81.60	83.28	102.06	81.60	82.82	101.50

注：表中型材产能及产量包括公司生产的铝型材
资料来源：公司提供

2019年，型材产量增长3.45%至21.28万吨，主要系销量增加所致。2019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。2019年，合金锭产量较为稳定。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，2019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；其中，热轧卷产能利用率增至123.38%，主要系公司满负荷生产，产能完全释放所致。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。

原料采购

2019年，铝土矿采购规模和采购价格均有所下降；公司铝土矿对进口依赖程度高，采购集中度较高，存在一定汇率波动风险及供应商变动风险；电力仍全部源于自有电厂，煤炭采购量和采购均价均有所下降。

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，2019年，电力仍全部源于自有电厂，煤炭采购主要通过中国神华能源股份有限公司（以下简称“神华能源”）和中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”）的长期供应（签订长期定购合同），定价原则和结算方式未发生重大变化。2019年，煤炭采购量和采购均价均有所下降。

表4　公司煤炭采购情况（单位：元/吨，万吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量	678	735	669
采购均价（不含税）	541	554	529

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购模式和结算方式未发生变化。

2019年，公司铝土矿采购数量下降7.80%至414万吨。2019年，公司铝土矿采购均价同比下降6.20%至348元/吨。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；2019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88.34%。

表 5　近年来公司铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
采购量	376	449	414
不含税均价	360	371	348

资料来源：公司提供

产品销售

公司铝材以订单模式生产，产销率高；2019年，受铝价回落的影响，公司主要产品销售均价均有所下降；铝型材、热轧板、冷轧板销量有所增加，铝箔和合金锭销量小幅下降；下游客户较为分散，集中度一般。

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60%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。公司2019年铝制品出口占比41.49%，占比较2018年下降0.07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。

2019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。2019年，铝价波动下降，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下降，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔分别为2.22万元/吨、1.80万元/吨、2.03万元/吨和2.42万元/吨，较上年分别下降3.90%、3.74%、5.58%和6.56%，合金锭为1.51万元/吨，较上年增长1.34%。销量方面，2019年，铝型材、热轧板、冷轧板销量均有所增加，铝箔和合金锭销量小幅下降。公司热轧卷和合金锭主要用于自用，其他产品主要用于外销。

表6　公司主要产品销售情况（单位：万吨，%，万元/吨）

产品类型	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	18.26	100.11	2.18	20.57	100.00	2.31	21.73	102.11	2.22
热轧卷	84.40	99.18	1.84	92.14	99.27	1.87	99.14	100.45	1.80
冷轧卷	55.02	98.43	2.09	58.20	99.57	2.15	70.43	101.92	2.03
铝箔	4.92	94.98	2.50	5.61	101.45	2.59	5.37	100.75	2.42
合金锭	88.33	106.05	1.59	94.30	113.23	1.49	93.25	112.59	1.51

注：销量包括内销和外销
资料来源：公司提供

公司各类产品产销率维持在较高水平，与公司订单式生产模式相符。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。2018－2019年，公司前五大客户的销售额合计占比为19.98%和21.91%，集中度一般。

3．建筑、房地产业务

2019年，由于项目结转规模增加，该板块收入有所增长，后续投资压力较小；建筑、房地产业务作为公司业务的重要补充，对公司利润水平贡献较大。

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。2019年，公司建筑、房地产板块收入为25.38亿元，较上年增长118.79%，主要系公司房地产项目结转规模增加所致。2019年，毛利率下降3.05个百分点至25.72%，主要系当年结转预收的房地产项目的平均售价较低所致。

表 7　公司房地产业务经营情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
开工面积	--	--	--
竣工面积	26.12	--	28.18
在建面积	--	--	--
销售面积	2.97	11.89	14.13
签约销售收入	29.82	8.80	16.15

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”）。截至2019年底，公司无在建房地产项目。

4．纺织服饰业务

2019 年，公司纺织板块收入规模和毛利率均有所下降。

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 135 万套的生产能力。2019 年，精纺呢绒产能利用率为 90.12%、服装产能利用率为 98.36%，公司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。

2019 年，公司纺织板块实现收入 17.44 亿元，较上年下降 10.15%，主要系纺织板块向东南亚地区转移、部分大客户订单减少原因所致；毛利率下降 3.68 个百分点至 29.20%。

5．贸易、旅游、金融及教育等其他业务

2019年，公司贸易收入规模有所下降，但占比仍较高且毛利率水平较低；旅游、金融及教育等其他业务规模和毛利率均有所下降。

贸易板块是公司经营业务的有益补充，主要是对外提供贸易、进出口服务为主，贸易经营范围涉及纺织品、服装、家具、建材、化工产品及代理各类商品、技术的进出口。2019年，公司贸易板

块实现收入95.24亿元，较上年下降11.75%，主要系公司据市场需求，调整销售结构所致；毛利率为1.28%，毛利率较低。

2019年，旅游、金融及教育等其他业务实现营业收入74.24亿元，较上年下降8.96%，主要系土地转让收入下降所致；毛利率20.54%，同比下降23.30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，南山旅游集团有限公司2019年实现营业收入和营业利润分别为5.03亿元和1.18亿元。

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。2019年，烟台南山学院实现收入和营业利润分别为3.53亿元和0.59亿元。

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。2019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3.72亿元和3.01亿元，财务公司为公司融资、资金管理提供了有力的支持。

6．在建项目

公司在建工程稳步推进，氧化铝项目的建成投产将进一步丰富公司产业链，特种铝合金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，运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性，未来整体资本支出压力大。

截至2019年底，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、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等项目；规划总投资为200.45亿元，自筹和外部融资分别占43.41%和56.59%，以外部融资为主；已经累计投入146.67亿元，占预计总投资额的73.17%，未来存在一定资本支出压力。

表 8　截至 2019 年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	2020 年	2021 年	2022 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	111.93	0.63	0.26	0.18
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	11.41	45.44	15.59	17.67	23.59	--
航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	10.43	--	10.23	0.2	--	--
21,000 吨高性能高端铝箔生产线项目	4.53	4.53	--	0.25	4.28	--	--
10 万吨汽车轻量化铝板生产线	15.64	15.64	--	8.67	6.97	--	--
合计	**200.45**	**87.01**	**113.44**	**146.67**	**29.75**	**23.85**	**0.18**

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年底，项目已投资111.93亿元。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）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，具备成本优势，一旦国内氧化铝生产受到铝土矿的影响，本项目可以做为公司产业链的补充，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。

（3）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 10.43 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。

（4）21,000 吨高性能高端铝箔生产线项目

该项目位于龙口市东海工业园区内，项目总投资 4.53 亿元，资金来源为企业自有资金，新上生产设备 53 台（套）。项目建成后，年产高档铝箔 21,000 吨，其中，高性能动力电池箔和数码消费类电池箔 16,800 吨，高性能包装箔 4,200 吨。截至 2019 年底，项目已投资 0.25 亿元。

（5）10 万吨汽车轻量化铝板生产线

该项目位于龙口市徐福街道南山航材园，项目总投资 15.64 亿元，资金来源为企业自有资金，新上生产设备 16 台（套）。主导产品为汽车板、集装箱板、3C 产品铝带材、高档建材用带材等。截至 2019 年底，项目已投资 8.67 亿元。

7．拟建项目

公司主要拟建项目裕龙岛炼化一体化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，未来整体资本支出压力大。

截至 2019 年底，公司主要拟建项目为裕龙岛炼化一体化项目，该项目一期以打造“油头、化身、高化尾”产业链为目标，产品主要分为成品油和化工产品两部分，按照“少油多化”或“控油增化”的基本路线，将成品油收率控制在 17%左右；化工产品定位为下游化工产业链生产乙烯、丙烯等化工基础原料，并延伸至合成树脂、合成橡胶产品。

项目建成后，预计每年可实现销售收入 1,146 亿元、利税 220 亿元、利润 120 亿元，具有较好的经济效益，可带动装备制造、物流、金融等相关产业。

目前，国家发改委已将该项目转为正式规划，省发改委已下项目核准文件批复，相关配套批文正在上报审批中。项目报批总投资为 1,497 亿元，30%自有资金，70%银团贷款。

8．重大事项

资产出售、转让事项为公司带来一定的现金回流，对公司生产经营、财务状况及偿债能力无重大不利影响。

公司于 2019 年 12 月 26 日发布了《南山集团有限公司关于筹划重大资产出售的关注公告》（以下简称“公告”）。公告称：公司计划出售、转让航空板块相关资产，包括青岛航空股份有限公司、南山公务机有限公司、山东南山国际飞行有限公司三家公司的股权，公司及其关联公司对青岛航空股份有限公司、南山公务机有限公司、山东南山国际飞行有限公司等的关联债权净额，以及公务机两架、青岛南山雅高美爵度假酒店北楼房屋所有权（包含房屋建筑物、机器及电子设备、家具、家装）及其对应土地使用权。截至 2018 年底，上述资产账面价值合计 52.50 亿元，占公司 2018 年底总资产的比例为 3.95%，净资产的比例为 8.22%。交易对手方为青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“青岛城投”）。青岛城投与公司及其关联公司于 2019 年 12 月 23 日签署《航空板块收购框架协议》（以下简称“框架协议”）。本次资产出售、转让的交易总价款为 68.50 亿元。最终的交易价款由交易各方在正式的交易协议中予以确定。上述交易价款的具体支付方式和支付时间，由交易各方签署的《股权转让协议》《债权转让协议》约定。框架协议生效之日起 5 个工作日内，青岛城投向公司转账支付 20 亿元诚意金，上述诚意金在收购方根据框架协议项下所应签署的《股权转让协议》约定开始支付相关交易价款时予以冲抵。截至 2020 年 5 月底，公司收到部分款项，剩余款项待办理完股权转让手续后支付。

9．经营效率

公司经营效率一般。

2019 年，公司应收账款周转次数为 8.04 次，较上年的 7.39 次有所上升；存货周转次数为 2.02 次，较上年 1.90 次小幅上升；总资产周转次数为 0.32 次，较上年 0.34 次小幅下降。

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2019年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称/公司简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
000612.SZ	焦作万方	265.32	10.40	0.66
000807.SZ	云铝股份	88.96	5.70	0.63
601600.SH/2600.HK	中国铝业	38.93	8.82	0.94
--	**南山集团**	**8.23**	**2.03**	**0.32**

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
资料来源：Wind

10．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，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）目前，公司出口规模较大，公司贸易业务整体毛利率水平低，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。

11．未来发展

公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

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，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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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 2020 年一季度财务报告未经审计。公司执行最新的会计准则。

截至2019年底，公司纳入合并报表范围的子公司29家，与2018年底相比，新增三家子公司，分别是龙口市隆裕国际贸易有限公司、烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司和山东裕龙石化有限公司；减少四家子公司，分别是新疆南山丝路商务服务有限公司、龙口兰亭液化天然气有限公司、青岛航空股份有限公司、南山公务机有限公司。截至2020年3月底，公司新增子公司青岛隆裕能源有限公司。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2019年底，公司合并资产总额1,356.74亿元，负债合计687.30亿元，所有者权益669.43亿元，其中归属于母公司所有者权益435.67亿元。2019年，公司实现营业收入434.61亿元，净利润34.55亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润24.45亿元；经营活动产生的现金流量净额72.13亿元，现金及现金等价物净增加额9.09亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额1,359.11亿元，负债合计681.75亿元，所有者权益677.36亿元，其中归属于母公司所有者权益433.83亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入87.86亿元，净利润5.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.33亿元；经营活动产生的现金流量净额7.75亿元，现金及现金等价物净增加额8.22亿元。

2．资产质量

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；应收账款和其他应收款金额较大，对资金占用较为明显；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。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,356.74 亿元，较年初增长 2.06%，较年初变化不大。其中，流动资产占 40.15%，非流动资产占 59.85%，资产结构以非流动资产为主，符合公司经营特点。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 544.71 亿元，较年初增长 1.55%，较年初变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 25.16%）、应收账款（占 9.06%）、其他应收款（占 15.43%）、存货（占 31.34%）和其他流动资产（占 5.82%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 137.07 亿元，较年初增长 39.47%，主要系经营回款增加及其他货币资金保证金增加所致。货币资金主要由银行存款（占 64.30%）和其他货币资金（占 35.63%）构成；货币资金中有 48.84 亿元受限资金，受限比例为 35.63%，主要由承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、借款保证金构成，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收账款 49.34 亿元，较年初下降 11.77%，主要系部分款项收回所致。应收账款已累计计提坏账准备 1.37 亿元。从账龄上看，其中账龄在 1 年以内的占 64.10%，1~2 年的占 28.22%，2~3 年的占 6.67%，3 年以上的占 1.01%。截至 2019 年底，公司前五大客户应收账款余额合计为 17.30 亿元，占比为 34.12%，集中度一般。

表 10　截至 2019 年底公司前五名应收账款情况（单位：万元）

公司	期末账面价值	款项性质	是否为关联方
客户一	71,808.26	土地款	否
客户二	46,625.00	土地款	否
客户三	25,110.90	土地款	是
客户四	15,356.36	货款	否
客户五	14,090.92	货款	否
合计	**172,991.44**	--	--

数据来源：公司提供

截至 2019 年底，其他应收款 84.06 亿元，较年初增长 19.70%，主要系青岛城投青岛航空股权转让余款增加所致；已累计计提坏账准备 0.86 亿元，计提比例 1.03%。截至 2019 年底，公司其他应收款前五名余额合计为 31.43 亿元，占比 37.23%，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。

表 11　截至 2019 年底公司前五名其他应收款情况（单位：万元）

公司	期末账面价值	款项性质	是否为关联方
客户一	148,621.23	股权转让款	否
客户二	74,543.80	往来款	否
客户三	36,280.94	往来款	是
客户四	30,497.38	往来款	否
客户五	24,329.48	往来款	否
合计	**314,272.83**	--	--

数据来源：公司提供

截至 2019 年底，公司存货账面价值 170.69 亿元，较年初下降 5.62%；存货主要由原材料（占 14.98%）、库存商品（占 30.40%）和在产品（占 54.50%）构成。截至 2019 年底，公司已计提存货跌价准备 1.07 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 2019 年底，公司其他流动资产 31.69 亿元，较年初下降 3.22%，变动不大。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 812.03 亿元，较年初增长 2.41%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 12.32%）、固定资产（占 45.41%）、在建工程（占 22.58%）和无形资产（占 7.56%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 100.02 亿元，较年初增长 27.40%，主要系对恒丰银行股份有限公司的投资增加所致。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 368.75 亿元，较年初下降 8.78%；固定资产主要由房屋及建筑物（占 12.32%）和机器设备（占 49.46%）构成，已累计计提折旧 224.55 亿元，并计提减值准备 51.30 万元，公司固定资产成新率为 62.15%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程 183.33 亿元，较年初增长 10.42%，主要系对印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝、汽车轻量化铝板生产线等投入增加所致；未计提减值损失。从构成上看，在建工程主要为铝深加工工程 35.64 亿元和东海开发工程 138.11 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产 61.41 亿元，较年初下降 0.01%。从构成来看，主要为土地使用权（占 99.55%），其余部分为软件、商标权及其他。截至 2019 年底，累计摊销 14.93 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限的资产为 97.30 亿元，占公司净资产的 14.53%，受限比例较低。

表 12　截至 2019 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	48.84	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、借款保证金
固定资产	10.92	借款抵押
长期股权投资	26.08	股票质押
无形资产	11.47	土地抵押
合计	**97.30**	--

数据来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,359.11 亿元，较年初增长 0.17%。其中，流动资产占 41.18%，非流动资产占 58.82%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

跟踪期内，公司负债规模及债务规模有所下降，负债水平一般，债务负担相对适中。公司长期债务还款期限较为分散，短期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债总额 687.30 亿元，较年初下降 0.46%，较年初变化不大。其中，流动负债占 66.01%，非流动负债占 33.99%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 453.66 亿元，较年初增长 9.94%，主要系短期借款和应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 24.77%）、公司应付票据（占 11.17%）、应付账款（占 12.33%）、其他应付款（占 10.02%）、预收款项（占 6.89%）、一年内到期的非流动负债（占 13.45%）和其他流动负债（占 12.31%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 112.39 亿元，较年初增长 36.81%，主要系对工商银行、兴业银行、民生银行等银行的借款增加所致；短期借款主要是保证借款（占 43.83%）、信用借款（占 34.16%）和票据贴现融资（占 17.65%）。截至 2019 年底，应付票据 50.69 亿元，较年初增长 52.14%，主要系公司增加票据结算方式所致。截至 2019 年底，公司应付账款 55.93 亿元，较年初增长 7.41%。截至 2019 年底，公司预收款项 31.28 亿元，较年初增长 27.41%，主要系公司预收货款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应付款 45.45 亿元，较年初增长 18.28%，主要系往来款增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 61.01 亿元，较年初下降 17.62%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。截至 2019 年底，公司其他流动负债 55.83 亿元，较年初下降 16.30%，主要系短期应付债券减少所致；其他流动负债主要由短期应付债券构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债 233.65 亿元，较年初下降 15.91%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.51%）和应付债券（占 67.23%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 61.93 亿元，较年初下降 13.59%，主要系偿还部分贷款所致；其

中，担保借款占 53.42%，信用借款占 6.78%，抵押、保证借款占 39.80%。截至 2019 年底，公司应付债券 157.07 亿元，较年初下降 15.80%，主要系公司偿还部分债券所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 507.80 亿元，较年初下降 4.03%。其中，短期债务占 55.76%，长期债务占 44.24%，以短期债务为主。短期债务 283.17 亿元，较年初增长 9.37%，主要系短期借款增加所致。长期债务 224.63 亿元，较年初下降 16.86%，主要系应付债券减少所致。截至 2019 年底，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 50.66%、43.13%和 25.12%，较年初分别下降 1.29 个百分点、下降 2.17 个百分点和下降 4.60 个百分点。

从到期分布来看，公司全部债务 2020 年到期金额 232.48 亿元，2021 年到期 101.28 亿元，2022 年到期 107.65 亿元，2023 年及以后到期金额 15.76 亿元，其中，2020 年存在较大的偿付压力。

表 13　截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年以后	合计
短期借款	116.43	--	--	--	**116.43**
一年内到期的非流动负债	61.05	--	--	--	**61.05**
短期融资券	55.00	--	--	--	**55.00**
长期借款	--	18.19	36.26	7.48	**61.93**
应付债券	--	80.52	70.00	7.00	**157.52**
融资租赁款	--	2.57	1.39	1.28	**5.24**
合计	**232.48**	**101.28**	**107.65**	**15.76**	**457.17**
占比	**50.85**	**22.15**	**23.55**	**3.45**	**100.00**

注：该表不包含“应付票据”的债务期限结构，其他科目因利息调整问题，合计数有少量误差
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 681.75 亿元，较年初下降 0.81%，较年初变化不大。其中，流动负债占 69.34%，非流动负债占 30.66%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 510.16 亿元，较年初增长 0.46%，较年初变化不大。其中，短期债务 306.92 亿元（占 60.16%），较年初增长 8.39%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 203.23 亿元（占 39.84%），较年初下降 9.53%，主要系应付债券减少所致。截至 2020 年 3 月底，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 50.16%、42.96%和 23.08%，较年初分别下降 0.50 个百分点、下降 0.17 个百分点和下降 2.05 个百分点。

（2）所有者权益

2019 年，公司所有者权益稳步增长，所有者权益中未分配利润规模较大，公司所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 669.43 亿元，较年初增长 4.80%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 65.08%，少数股东权益占比为 34.92%。归属于母公司所有者权益 435.67 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.30%、2.33%、-1.98%和 86.88%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 677.36 亿元，较年初增长 1.18%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.05%，少数股东权益占比为 35.95%。归属于母公司所有者权益 433.83 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.31%、2.34%、-3.18%和 88.02%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大,权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

2019 年，受有色金属、建材板块和建筑、房地产板块收入规模增长的带动，公司收入规模有所增长，盈利能力较强。公司费用控制能力有待提升，投资收益等非经常性损益对公司的利润贡献程度较高。

2019 年，公司实现营业收入 434.61 亿元，较上年增长 0.67%，较上年变化不大。营业成本为 357.92 亿元，较上年增长 2.91%，较上年变化不大。营业收入增幅小于营业成本增幅。实现营业利润 39.52 亿元，较上年增长 50.10%，主要系投资收益增加所致。2019 年，公司实现净利润 34.55 亿元，较上年增长 16.78%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 64.58 亿元，较上年增长 22.97%，主要系销售费用和研发费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 28.32%、28.97%、13.90%和 28.81%。其中，销售费用为 18.29 亿元，较上年增长 27.64%，主要系运输费和推广费增加所致；管理费用为 18.71 亿元，较上年下降 2.77%，较上年变化不大；研发费用为 8.98 亿元，较上年增长 332.38%，主要系加大研发支出所致；财务费用为 18.61 亿元，较上年增长 10.30%，主要系融资成本上升所致。2017－2019 年，公司费用收入比分别为 11.78%、12.16%和 14.86%，公司费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现投资收益 27.94 亿元，较上年增长 387.40%，主要系处置青岛航空产生的投资收益所致；投资收益占营业利润比重为 70.71%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现其他收益 4.82 亿元，较上年增长 310.30%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 12.20%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 1.94 亿元，较上年下降 85.35%，主要系政府补助减少所致。营业外收入占利润总额比重为 4.88%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 16.87%，较上年提高 0.02 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.23%、4.95%和 5.28%，较上年分别提高 0.22 个百分点、下降 0.07 个百分点和提高 0.50 个百分点。

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 14　同行业上市公司 2019 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	2.50	2.57	5.36
000807.SZ	云铝股份	5.81	3.88	13.36
601600.SH/2600.HK	中国铝业	1.59	3.08	7.27
--	**南山集团**	**5.77**	**4.35**	**17.46**

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

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 87.86 亿元，较上年同期下降 9.42%，主要系受疫情影响所致；实现营业利润 6.00 亿元，较上年同期增长 20.07%，主要系投资收益增加所致；实现净利润 5.17 亿元，较上年同期下降 12.56%，主要系营业外收入减少所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金净流入规模大幅增长，收入实现质量一般；投资活动现金流净流出规模大幅减少，公司当前在建项目的融资压力有所减轻，但是未来拟建项目待投入规模较大，公司未来仍存在一定的外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 413.11 亿元，较上年增长 4.55%，主要系收到销售回款及预收账款增加所致；经营活动现金流出 340.98 亿元，较上年下降 4.27%，主要系以票据支付的购买商品款项增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 72.13 亿元，较上年增长 85.27%。2019 年，公司现金收入比为 90.36%，较上年提高 5.57 个百分点；公司使用票据较多，考虑票据的背书和贴现，实际收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 109.15 亿元，较上年增长 211.08%，主要系公司理财产品到期转回较购买理财产品增加及收到的股权转让款增加所致；投资活动现金流出 126.63 亿元，较上年增长 13.24%，主要系投资支付的现金增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 17.48 亿元，净流出规模较上年下降 77.22%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 318.37 亿元，较上年下降 7.07%；筹资活动现金流出 364.88 亿元，较上年增长 15.57%，主要系债券到期到较多，公司偿还债务支付的现金增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 46.51 亿元，由上年净流入转为净流出。

2020 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 7.75 亿元，投资活动现金净流入 9.87 亿元；筹资活动现金净流出 10.16 亿元，较上年同期下降 202.23%，主要系较多债券到期偿付所致。

6．偿债能力

公司偿债能力指标表现良好，间接融资渠道畅通，现金类资产较为充足，未来随着公司在建项目的投产运营，公司整体偿债能力有望继续增强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.30 倍和 0.86 倍下降至 1.20 倍和下降至 0.82 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.51 倍提高至 0.62 倍，对短期债务的覆盖程度较上年相比有所下降。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 97.89 亿元，较上年增长 3.16%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 27.75%）、计入财务费用的利息支出（占 27.34%）和利润总额（占 40.63%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.02 倍提高至 3.07 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍提高至 0.19 倍。总体看，公司 EBITDA 仍对全部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 年底，公司无重大诉讼事项。

截至 2019 年底，公司对外担保 35.37 亿元，占净资产的比重 5.28%，对外担保比例较低。

表 15　截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	与公司关系	担保金额	担保到期日
海南万宁弘基置业有限公司	合营企业	1,500.00	2021.2.18
海南万宁弘基置业有限公司	合营企业	14,000.00	2021.3.18
青岛金恒力置业有限公司	联营企业之子公司	46,800.00	2021.4.26
龙口南信远恒置业有限公司	联营企业之子公司	14,700.00	2020.9.6
青岛航空股份有限公司	原子公司	165,725.00	2020.12.28
青岛航空股份有限公司	原子公司	10,000.00	2020.1.23
青岛航空股份有限公司	原子公司	2,000.00	2020.1.29
青岛航空股份有限公司	原子公司	8,000.00	2020.2.13
青岛航空股份有限公司	原子公司	5,000.00	2020.5.10
青岛航空股份有限公司	原子公司	10,000.00	2020.6.14

被担保单位	与公司关系	担保金额	担保到期日
青岛航空股份有限公司	原子公司	10,000.00	2020.6.21
青岛航空股份有限公司	原子公司	6,000.00	2020.6.28
青岛航空股份有限公司	原子公司	20,000.00	2020.7.24
青岛航空股份有限公司	原子公司	10,000.00	2020.9.25
青岛航空股份有限公司	原子公司	10,000.00	2020.12.6
青岛航空股份有限公司	原子公司	20,000.00	2020.12.18
合计	--	**353,725.00**	--

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司及其子公司银行授信总额715.30亿元，已使用323.15亿元。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2020年6月1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。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款以及长期股权投资，资产负债率较高，母公司所有者权益稳定性较低；母公司的营业外收入和利润均有所增长，筹资活动现金流为负。

截至 2019 年底，母公司资产总计 885.69 亿元，较年初下降 3.24%。母公司资产主要由其他应收款（占 53.74%）和长期股权投资（占 21.37%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 469.32 亿元，较年初下降 9.77%，主要系其他应付款减少所致。母公司负债主要由短期借款（占 13.52%）、应付票据（占 8.15%）、其他应付款（占 20.27%）、一年内到期的非流动负债（占 6.73%）、其他流动负债（占 11.72%）、长期借款（占 7.97%）和应付债券（占 30.28%）构成，母公司的资产负债率为 52.99%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 416.37 亿元，较年初增长 5.36%；其中，实收资本占 2.40%、资本公积占 0.89%、其他综合收益占-0.06%、盈余公积占 10.96%和未分配利润占 85.80%，稳定性较弱。

损益方面，2019 年，母公司营业收入 37.37 亿元，投资收益 14.55 亿元，营业外收入 1.09 亿元，净利润 21.25 亿元。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动活动现金流量净额 13.02 亿元，投资活动现金流量净额 19.91 亿元，筹资活动现金流量净额-14.05 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

公司 EBITDA 对本报告跟踪债项覆盖程度一般，经营活动产生的现金流入对本报告跟踪债项覆盖程度高；公司作为以铝深加工为主、多元化发展的大型企业，在行业地位、技术水平等方面具有较强的竞争优势。未来，随着公司重大在建工程的陆续投产，公司收入及利润规模有望进一步增长，公司对本报告跟踪债项的偿还能力极强。

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产为 175.74 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（109.42 亿元）的 1.61 倍，公司现金类资产对本报告跟踪债项的覆盖程度尚可；截至 2019 年底，公司净资产为 669.43 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（109.42 亿元）的 6.12 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，2019 年，公司 EBITDA 为 97.89 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（109.42 亿元）的 0.89 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 413.11 亿元，为本报告跟踪债项待偿本金合计（109.42 亿元）的 3.78 倍，公司经营活动产生的现金流入对本报告跟踪债项的覆盖程度高。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内以铝深加工为主，以电力、房地产、贸易、旅游、金融、教育等产业为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，在行业地位、产业链完整度、技术水平、业务多元化等方面仍具备较强的竞争优势；2019 年，公司营业收入和利润规模均有所增长；公司经营性净现金流大幅增长；债务负担有所减轻。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、拟建项目投入规模大，且不确定因素较多，以及债务存在集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力强，完整的产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，并有助于公司及时调整产品结构以满足下游需求，维持产品的市场占有率。同时，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。未来随着氧化铝、高端铝合金等多个重大项目的投产及公司产品结构的调整优化，公司经营状况仍将保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为“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”“19 南山 03”“19 南山 04”和“19 南山 05”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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,246.06	1,329.30	1,356.74	1,359.11
所有者权益（亿元）	597.38	638.80	669.43	677.36
短期债务（亿元）	194.17	258.91	283.17	306.92
长期债务（亿元）	286.45	270.19	224.63	203.23
全部债务（亿元）	480.62	529.10	507.80	510.16
营业收入（亿元）	374.12	431.72	434.61	87.86
净利润（亿元）	30.93	29.59	34.55	5.17
EBITDA（亿元）	94.17	94.89	97.89	--
经营性净现金流（亿元）	6.67	38.93	72.13	7.75
应收账款周转次数（次）	7.92	7.39	8.04	--
存货周转次数（次）	1.73	1.90	2.02	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.34	0.32	0.06
现金收入比率（%）	80.91	84.79	90.36	105.33
总资本收益率（%）	4.95	5.01	5.23	--
总资产报酬率（%）	5.34	5.03	4.95	--
净资产收益率（%）	5.30	4.79	5.28	--
营业利润率（%）	22.32	16.85	16.87	16.34
费用收入比（%）	11.78	12.16	14.86	9.59
资产负债率（%）	52.06	51.94	50.66	50.16
全部债务资本化比率（%）	44.58	45.30	43.13	42.96
长期债务资本化比率（%）	32.41	29.72	25.12	23.08
EBITDA 利息倍数（倍）	3.72	3.02	3.07	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.18	0.19	--
流动比率（倍）	1.30	1.30	1.20	1.18
速动比率（倍）	0.77	0.86	0.82	0.83
现金短期债务比（倍）	0.61	0.51	0.62	0.64
经营现金流动负债比率（%）	1.91	9.43	15.90	1.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.86	0.87	0.89	--

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. 2020 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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/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。