跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]748 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 AA+，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”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十九日

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 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	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	AA+	AA+	2015 年 12 月 18 日
16 南山 01	25 亿元	AA+	AA+	2016 年 2 月 29 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	905.48	1,004.27	1,043.39
所有者权益（亿元）	464.76	543.91	550.61
长期债务（亿元）	222.42	208.20	230.26
全部债务（亿元）	320.23	352.22	381.53
营业收入（亿元）	303.10	297.67	65.39
净利润（亿元）	38.12	28.66	6.70
EBITDA（亿元）	77.02	68.87	--
经营性净现金流（亿元）	35.01	36.94	-5.22
营业利润率（%）	25.73	23.21	22.80
净资产收益率（%）	8.59	5.68	--
资产负债率（%）	48.67	45.84	47.23
全部债务资本化比率（%）	40.79	39.30	40.93
流动比率（倍）	1.41	1.33	1.41
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.21	4.26	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.20	1.97	--

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、2016 年 1 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，虽然电解铝行业产能过剩，行业总体处于下行，但南山集团有限公司（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，发展相对平稳，营业收入和利润规模保持在较高水平。公司现金类资产充足，经营活动净现金流状况良好，同时，联合评级也关注到，2015 年公司整体盈利水平下滑，房地产板块收入未来将逐步下降，铝产品加工业对进口原料依赖程度高、下游需求萎靡、铝土矿价格波动以及汇率风险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“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 南山 02”、“16 南山 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司具有良好的品牌和规模优势，2015 年进一步优化铝加工板块“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”产业链，成本优势明显，抗风险能力强。

2. 公司进行多板块经营产业布局，毛精纺业具有较好的行业地位和盈利状况，有利于降低单一业务的经营风险。

3. 2015 年，公司主要原材料价格均有所下降，有利于缓解公司的成本压力。

4．2015 年，公司维持了较大的收入和利润规模，经营活动获现能力强，整体债务负担保持适中。

关注

1．电解铝行业存在较大产能过剩，行业竞争压力较大，受此影响公司 2015 年收入和利润有所下降。

2．中国铝土资源对外依存度大，铝加工行业集中度低，议价能力弱，未来行业仍面临原料成本大幅上升的风险。

3．公司生产需要的主要原材料铝土矿和澳洲羊毛主要依赖进口，存在一定价格波动风险和汇率波动风险。

4．公司在建的龙口湾临港高端制造业聚集区项目已投资规模较大，但目前因环评问题而暂时停工，能否及时完工并投产存在不确定性。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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。

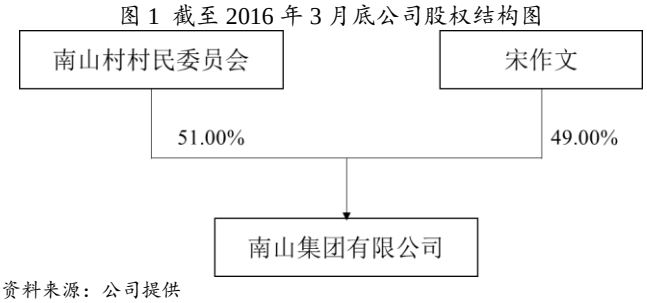
分析师：

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，先后兴建了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂、旅游公司等实体企业。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，设立南山集团有限公司，注册资本 10 亿元。截至 2016 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。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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 2015 年底，公司持有南山铝业 29.81%的股权。

跟踪期内，公司从事业务以铝加工为主，经营范围无变化。截至 2016 年 3 月底，公司设有办公室、财务部、招标部、总务部、人事部、劳资部、投资管理部、外经外贸办、法律部、审计部、质检部、安全生产监督办、企划部、宣传部、计算机中心、保卫部、教育部和驻外办事处等 18 个部门（见附件 1）；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 42,648 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,004.27 亿元，负债合计 460.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）543.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 353.84 亿元。2015 年，公司实现营业收入 297.67 亿元，净利润（含少数股东损益）28.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 24.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.27 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1,043.39 亿元，负债合计 492.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）550.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 359.27 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 65.39 亿元，净利润（含少数股东损益）6.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 17.24 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 亿元的公司债券。其中首期发行的“南山集团有限公司 2015 年公开发行公司债券（第一期）”发行规模为 10 亿元，已于 2015 年 12 月 24 日发行完毕，发行利率为 4.20%，期限 3 年，债券简称“15 南山 02”，上市代码：136121.SH，募集资金扣除发行费用后，用于补充

营运资金，偿还公司债务，调整负债结构，资金用途与募集说明书保持一致，该次公司债券募集资金已经使用完毕，该债券尚未开始付息。第二期发行的“南山集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）”发行规模为 25 亿元，已于 2016 年 3 月 14 日发行完毕，发行利率为 3.99%，期限 5 年，第 3 年末附加投资者回售选择权，债券简称“16 南山 01”，上市代码：136276.SH，募集资金扣除发行费用后，用于补充营运资金，偿还公司债务，调整负债结构，资金用途与募集说明书保持一致，该次公司债券募集资金已经使用完毕，该债券尚未开始付息。

三、行业分析

2015 年，公司主营业务未发生变更，依旧为铝产品、纺织服饰的生产和销售以及房地产开发业务。

1．铝加工行业

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。

从上游来看，我国氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，依赖程度不断加大。2015 年，中国加大对马来西亚和澳洲铝土矿的进口力度，全年进口量 5,582.32 万吨，同比大幅增长 53.86%，马来西亚、澳大利亚和印尼为中国铝土矿进口的主要来源地。价格方面，2015 年由于大宗商品价格下跌，铝土矿进口均价为 53.24 美元/吨，较 2014 年的 56.98 美元/吨小幅下降。

电解铝生产需要使用大量电力，规模较大的电解铝企业通常自建电厂以满足其需要。目前我国电源结构以火电为主，煤炭价格对电力成本影响较大。国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势，截至 2015 年底，全国焦煤平均价低至 572 元/吨。短期内煤炭价格仍将维持底部调整格局，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国经济的回升，供需矛盾的缓解，煤炭下游需求将上升，其价格将逐渐走强，但调整期会持续较长时间。

从下游来看，铝行业的最终产品为铝材，下游需求主要包括建筑业、交通运输业、电子电力及消费品等行业。建筑业方面，受宏观经济因素影响，国内固定资产投资增速有所下滑，房地产调控政策的持续收紧使房地产固定资产投资增速出现持续下滑。但是城镇化进程的推进将促使房地产行业的刚性需求将逐步释放，随着改革的不断深入，房地产行业在自我调整的同时将维持相对平稳和理性，因而其对铝材的需求将维持在稳定水平。汽车行业方面，汽车轻量化作为汽车节能减排的重要手段，成为未来汽车工业的发展方向，铝合金材料则是汽车轻量化目标的主要应用材料。2015 年，中国汽车产量为 2,483.80 万辆，同比增长 4.7%。中国目前单车平均用铝量约 128kg，比美国日本等国低约 12%~13%，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。城市轨道交通方面，2006~2020 年是中国城市轨道交通集中投资发展的时期，其发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。集装箱制造业方面，中国是全球集装箱制造的集中地，产量约占全球总产量的 95%以上，随着集装箱产业的发展，尤其是铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱的迅猛发展，将会进一步缓解国内铝行业的供给压力。

目前，我国铝业整体竞争能力不强，产业集中度不高。根据 Wind 资讯数据，截至 2015 年 10 月底，我国铝冶炼企业数量为 300 家，铝压延加工企业数量为 1,879 家。[1]铝冶炼整体处于产能过剩状态，而铝加工基本平衡，但也存在结构性过剩情况。近两年，在国家多项调控政策以及市场倒逼机制共同作用下，铝冶炼投资过热现象有所缓解，铝行业投资结构正在向下游延伸，结构调

[1] 国家统计局公布最新数据为截至 2015 年 10 月底数据。

整有所优化。

铝价上，随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。2015 年上半年，国际铝价运行重心整体下移，上半年 LME 铝价平均值为 1,784 美元/吨，2015 年下半年 LME 铝价震荡下跌，保持低位徘徊，2016 年以来 LME 铝价呈震荡回升趋势。2015 年以来国内铝价震荡下行，一路下跌至 9,680 元/吨，之后快速回升至 11,020 元/吨，2016 年以来，国内铝价继续震荡。

“十三五”时期，铝工业既面临着发展机遇，也面临新的挑战。一方面，我国城镇化和工业化持续推进，为铝工业发展提供了较大市场空间。发展战略性新兴产业，交通工具轻量化，需要铝工业提供重要支撑。企业重组步伐加快，煤电铝加工产业一体化，为铝工业发展增添了新的活力。另一方面，应对全球气候变化，减少二氧化碳等温室气体排放的新形势，能源、资源和生态环境的制约因素日趋强化，节能减排任务繁重，国际贸易保护主义抬头，对国内铝材出口不断提出反倾销，迫切要求铝工业加快转变发展方式，加快转型升级。

总体看，2015 年以来，随着宏观经济下行压力加大，铝加工行业景气度有所下降，产品价格下行后在低位震荡；国际大宗商品价格下降带动了我国铝土矿进口价格的下行，在一定程度上有利于行业内企业控制成本。

2．纺织服装业

纺织工业包括纺织业、服装业、化学纤维制造业和纺织专用设备制造业四大类。2015 年，纺织服装行业“去库存”接近尾声，进入调整转型期，整体发展增速放缓。其中，传统销售市场受到新兴市场和网络市场的冲击面临较大销售压力。

原材料方面，纺织服装的主要原料为棉花、羊毛等。近年来，主要原料棉花的国内采购价格波动增长。2014 年，我国取消棉花临时收储政策，代之以目标价格新政（目前旨在新疆棉区试点），棉价逐步回归市场，国内外棉花价格差呈逐渐缩小的趋势，有利于稳定国内服装纺织企业成本。

图 2　2006~2016 年年初国内外棉花价格对比（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：Wind 资讯

下游需求方面，纺织服装行业的下游为终端消费者。我国拥有超过 13 亿人口，是全球最大的消费市场之一。13 亿人口巨大的服装消费需求，是该行业长期发展的有力保障。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.09 万亿元，同比增长 10.70%；服装类商品零售额 1.35 万亿元，同比增长 9.80%。

作为纺织业的主导产品之一，精纺呢绒具有绿色天然、穿着舒适、外观光泽、手感滑爽挺括、弹性好等独特优良性能，是制作高档西装和商务装的首选面料。随着近年国际纺织产业转移力度的加大，中国已经逐渐成为全球主要的精纺呢绒供应国。毛精纺行业的主要原料为羊毛，产地主要为澳洲。2015 年以来，羊毛价格一度回升至 2011 年水平，之后又出现震荡调整，但仍高于 2012~2014 年价格。从下游需求看，高品质的毛精纺面料，一方面主要供应意大利、英国等国的高档服装品牌生产企业，从而为高端精纺面料提供了稳定的消费市场。同时，国内部分高档服装生产企业，以及银行、税务、海关、航空、电信等企业，为提升产品档次和企业形象，近年也增加了对高档精纺面料的采购规模，用于高档成衣及工装的制作。但从目前情况来看，国内高档成衣市场尚处于成长期，生产规模相对偏小，精纺呢绒需求相对有限，人均羊毛消费量还不及发达国家的四分之一。未来随着中国经济增长及城乡居民收入水平不断提高，潜在的市场购买力逐渐释放，有望促进高档成衣消费持续增长，进而拉动精纺呢绒的内销市场。

“十三五”规划中，智能化、低碳化将成为纺织产业新的亮点，电子商务、智能数字化生产、节能环保等方面将成为纺织服装行业的发展方向，“十三五”规划将对东纺织产业向绿色低碳、数字化、智能化和柔性化等方向发展。2015 我国城镇化率将突破 56.1%，预计 2020 年我国城镇化率将达到 60%，随着国民收入水平将持续增长，住房、社会保障等得到妥善解决，衣着消费需求潜力有可能集中释放，国内市场需求将呈现刚性增长态势。居民的生活方式也将随之改变，我国纺织服装市场发展势必产生消费层次、消费形态等细分。国内奢侈品消费、个性化消费、功能性需求消费等新消费概念的出现和成长将派生新的市场机会，也意味着更多的增长空间。此外，未来我国纺织行业集中度进一步加强，纺织服装行业将从规模扩张走上价值扩张的道路。

总体来看，2015 年我国服装纺织行业去库存”接近尾声，进入转型调整期；我国城镇化水平和人均消费能力继续提升，加上庞大的人口基数，将促进服装纺织尤其是精纺呢绒等高端市场的发展。

四、管理分析

2015年，公司管理制度未发生重大变化；主要管理人员未发生重大变动。

五、经营分析

1．经营概况

2015 年，公司主营业务仍以有色金属、建材为主，以纺织服饰、电气、建筑房地产及贸易为辅。2015 年，受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，公司营业收入小幅下降，整体盈利能力亦有所下降。2015 年，公司实现营业收入 297.67 亿元，同比减少 1.79%；综合毛利率为 24.57%，同比下降 2.21 个百分点；实现净利润 28.66 亿元，同比下降 24.80%。

表 1　2014~2015 年公司营业收入和毛利率构成(单位：亿元，%)

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	160.21	52.86	16.30	151.17	50.79	13.69
纺织、服饰	27.75	9.16	22.56	27.59	9.27	20.96
电、汽	43.96	14.50	43.81	44.77	15.04	46.25
建筑、房地产	31.75	10.48	41.32	30.62	10.29	31.14

贸易	9.56	3.15	10.97	9.36	3.14	8.96
其他	29.87	9.85	51.42	34.16	11.48	45.57
合　计	**303.10**	**100.00**	**26.78**	**297.67**	**100.00**	**24.57**

资料来源：公司提供

2015 年，有色金属、建材收入仍为公司营业收入的主要构成，占当期公司营业收入的比重为 50.79%，同比下降 2.07 个百分点，主要系市场低迷，销售收入减少所致。纺织服饰、电气及建筑房地产板块收入占比分别为 9.27%、15.04%和 10.29%，同比变化不大；2015 年公司房地产收入略有下降，主要由于公司根据国家房地产政策的变化，调整和压缩自身房地产业务规模所致；贸易及其他版块业务规模较小，其他版块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务，作为业务补充。

从毛利率来看，2015 年公司综合毛利率为 24.57%，同比下降 2.21 个百分点。2015 年受益于完整的产业链及完善的能源配套，在铝价大幅波动的环境下，公司有色金属建材板块毛利率虽有所下滑，但仍保持了 13.69%的较高水平，体现了较高的抗风险能力；纺织服饰板块毛利率略有下降，主要受市场环境影响所致；公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势，加之发电设备利用效率高，且近年煤炭价格持续下行，2015 年板块毛利率维持在较高水平，为 46.25%；受国家调控政策及市场环境的影响，建筑房地产板块毛利率下滑，2015 年为 31.14%，较上年下降 10.18 个百分点；贸易板块利润较低，2015 年为 8.96%；其他板块整体附加值较高，盈利能力较强，2015 年其毛利率为 45.57%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 65.39 亿元，其中纺织、服饰和贸易板块收入占比略有上升，有色金属、建材板块，电汽和建筑、房地产板块收入占比有所下降；毛利率方面，有色金属、建材和建筑、房地产板块毛利率略有回升，其他业务板块毛利率均有所下滑，其中电、汽业务毛利率下滑幅度较大，主要系电价下调所致。多个板块毛利率下滑导致公司综合毛利率下降至 23.68%。

总体看，2015 年，公司经营业务仍多元化，有色金属、建材和电、汽板块为公司收入和利润的主要来源；盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。

2．有色金属、建材业务

原料采购

公司有色金属、建材业务主要为铝制品的生产。铝制品的生产成本主要由铝土矿（占比约34%）、电力（占比约39%）和煤炭（占比约13%）构成，其中电力全部源于自有电厂，煤炭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的长期供应（签订长期定购合同），铝土矿主要源于进口（2015年进口比重为100%）。

公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。2015年初，公司再次和力拓签订了50万吨低温矿的采购合同，加上前期低温矿库存量较高（超过100万吨），可以保障2016年低温线的正常生产；同时，力拓在澳大利亚戈夫的低温氧化铝工厂已于2014年关停，存有剩余的低温矿外售，公司已和其达成购买意向，保证后续的低温矿供应。公司的高温矿主要自澳大利亚进口，于2008年12月与力拓签订为期10年的供货协议，定价原则按照LME3个月铝价*挂钩率，同时为进一步保障铝土矿的采购量及采购单价的长期稳定，公司于2008年3月参股澳大利亚海湾铝业，目前占有其14.74%的股权及部分铝土矿山的采矿权和承销权。除上述外，公司也在积极研究全球其他铝土矿市场，包括亚洲的印度、马来西亚，美洲的圭亚那、牙买加、巴西、多米尼加，以及非洲的几内亚等。

2015年，公司的铝土矿主要面向澳大利亚力拓集团（Rio Tinto Group）采购（采购量占比达100%）；2015年，由于销售量下降带动生产量的下降，公司铝土矿采购数量下降，但采购价格由于国际大宗商品价格下降而有所降低。铝土矿采购结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。

表 2　近年来公司铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
采购量	486	387	79.09
不含税均价	398	371	347.15

资料来源：公司提供

产品生产

2015年，公司生产仍以订单式生产为主。截至2015年底，公司氧化铝产能为140万吨/年，型材产能为44万吨/年，热轧、冷轧和箔轧产能分别为60万吨/年、60万吨/年和3万吨/年，中厚板-热轧、中厚板-冷轧和中厚板-板材产能分别为18万吨/年、10万吨/年和5万吨/年，变动不大。公司主要生产线情况如下表所示。

表 3　截至 2015 年底公司主要生产线情况（单位：年、万吨）

名称	生产线数量	产品	使用年限	产能情况
氧化铝	2 条	氧化铝粉	2~6	140
铝锭	4 条	铝锭	2~13	81.6
熔铸	7 条	合金锭	2~7	143.9
型材	77 条	型材	1~6	44
热轧	1+4 连轧 1 条	热轧卷	6	60
冷轧	单机架 1 条、三机架 1 条	冷轧卷	2~5	60
箔轧	4 条	铝箔	6	3
中厚板-热轧	1+5 热连轧机	热轧卷	1	18
中厚板-冷轧	单机架轧机 1 台机	冷轧卷	1	10
中厚板-板材	板材生产线 1 条	板材	1	5

资料来源：公司提供

从主要产品的产能来看，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2016年3月底，公司具备44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧、3万吨箔轧铝及143万吨合金锭深加工能力，除合金锭产能持续增长外，其余产品产能保持不变（如下表所示）。

表4　2014~2015年公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨，%）

产品	2014 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	40	28.38	70.95	44	26.91	61.16
热轧卷	60	52.76	87.93	60	56.90	94.83
冷轧卷	60	38.12	63.53	60	44.89	74.82
铝箔	3	3.06	102.00	3	3.21	107.00
合金锭	100	112.88	112.88	120	101.06	84.22

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，产销率计算时各产品销量为自用及外销总和。因公司近年来新增产能较大，未能得到完全释放，近年来型材产能利用率处于偏低水平。

从主要产品的实际产量来看，2015年公司型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔和合金锭的产量分别为26.91万吨、56.90万吨、44.89万吨、3.21万吨和101.06万吨，产能利用率分别为61.16%、94.83%、74.82%、107.00%和84.22%，除合金锭和型材外均保持了产量的扩张态势。

产品销售

2015年，公司着力调整产品结构，减少低附加值的扁锭、铝箔以及铝箔坯料的销售，加强合金锭、型材、铝箔罐料（罐体、罐盖料）等深加工产品的销售，带动了作为产业链上游的冷轧卷和热轧卷的产量提升。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，公司产品结构将进一步调整。

从销售区域来看，公司产品有70%~90%销往国内，10%~30%出口。公司在国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中地区，销售模式以直销为主（占95%），其中大部分客户采取款到发货的结算模式，严格控制应收账款，小部分客户执行货到后一个月内付款。近年来，公司主要产品产销率均高于96.00%，处于较高水平。2015年，公司型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔、合金锭的销量分别为27.22万吨、57.55万吨、43.91万吨、3.24万吨和101.45万吨，产销率分别为101.15%、101.14%、97.82%、100.93%和100.39%。

从销售价格来看，2015年，产业链上游的热轧板、冷轧板和铝箔价格降幅相对明显，均价分别为1.49万元/吨、1.79万元/吨和2.44万元/吨，降幅分别为4.49%、4.28%和6.15%；铝型材的价格稳定性相对好，均价为2.00万元/吨，同比减少0.99%；合金锭价格大幅下降，为1.31万元/吨，同比降低21.08%。2016年1~3月份，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔和合金锭均价进一步下探，分别为1.90万元/吨、1.37万元/吨、1.59万元/吨、2.31万元/吨和1.18万元/吨。

表5　公司主要产品售价情况（单位：万元/吨）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
铝型材	2.02	2.00	1.91
热轧板	1.56	1.49	1.37
冷轧板	1.87	1.79	1.59
铝箔	2.60	2.44	2.31
合金锭	1.66	1.31	1.18

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，公司下游客户以跨国公司和国有企业为主，资金实力相对雄厚，与公司合作关系较为稳定。2015年及2016年1~3月，公司前五大客户的销售额合计分别为25.81亿元和5.20亿元，占比分别为18.88%和18.54%，2015年占比较上年变化不大，客户集中程度不高。具体数据见下表。

表6　2015~2016年3月公司铝材前五大客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	产品	销售额	占比
2015年	中粮包装投资有限公司	冷轧卷	80,348.59	5.88
	太平洋制罐（香港）有限公司	冷轧卷	54,629.25	4.00
	Anheuser —Busch Inc	冷轧卷	44,918.90	3.29
	皇冠制罐有限公司	冷轧卷	36,838.37	2.69
	山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	41,324.48	3.02
	合计	--	**258,059.59**	**18.88**

2016年1~3月	中粮包装投资有限公司	冷轧卷	17,539.68	6.25
	太平洋制罐(香港)有限公司	冷轧卷	9,040.68	3.22
	山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	8,871.24	3.16
	上海宝钢包装股份有限公司	热轧卷	8,427.92	3.01
	龙口现代星宇汽车配件有限公司	铝锭	8,136.45	2.90
	合计	**--**	**52,015.97**	**18.54**

资料来源：公司提供

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

总体看，2015年公司建材业务规模受市场影响有所下降，上游原材料和产品价格均呈下降趋势；下游客户较为分散，集中度不高。

3．纺织、服饰业务

从产能方面来看，截至2015年底，公司具有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3,000万米（其中紧密纺面料800万米），高档西服200万套的生产能力；当年，公司精纺呢绒产量达2,586万米，高档西服产量为205万套。公司是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，2015年两大产品的产能利用率均高于90%。

从原料采购来看，一般情况下，公司的产品价格随羊毛价格的波动而波动，但存在一定的滞后期。羊毛价格相关变动的成本，公司会通过三种渠道消化，首先，公司通过多方收集有效信息，分析研究羊毛价格走势，合理把握采购时机，制定合理的采购计划；其次，通过提高产成品价格，将部分压力转嫁给客户；再次公司加大科研力度，提高面料档次、增加面料附加值，从而抵消羊毛价格波动的压力。公司生产所需羊毛主要从澳洲采购。2015年公司的羊毛采购成本为8.33万元/吨，基本维持稳定；受季度因素影响，2016年1~3月采购价格降至7.98万元/吨。

表7　公司澳洲羊毛采购成本情况（单位：万元/吨）

项目	2014年	2015年	2016年1~3月
不含税均价	8.34	8.33	7.98

资料来源：公司提供

从产品销售来看，2015年，公司精纺呢绒销量维持稳定，服装销量保持在200万套以上，两大产品的产销率均保持在97%以上；2015年销量分别为2,586万米和205万套。

表8　2014～2016年3月公司主要纺织产品产销情况（单位：万米，万套，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精纺呢绒	2,775	2,766	99.68	2,622	2,586	98.63	638	631	98.90
服装	222	224	100.90	207	205	99.03	53	52	98.11

资料来源：公司提供
注：公司2014~2016年3月服装销量除包含当年生产的服装以外还包括部分库存销售。

从销售地区分布来看，2015年，公司纺织业务出口和内销分别占34.90%和65.10%，以内销为主。从客户群体看，公司主要服务于相对高端的商务需求和稳定的公务需求，在对抗上游原料价

格波动方面具有一定优势。

总体看，公司规模优势明显，具有一定的议价能力，2015年产能利用率、产销率均处于较高水平。

4．建筑、房地产业务

2015年，公司进一步缩减房地产板块规模，新开工面积和竣工面积继续下降，销售面积及确认的销售收入亦随之下降。截至2016年3月底，公司已无土地储备。

表 9　公司房地产业务经营情况（单位：万平方米，亿元）

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
新开工面积	51.71	15.14	21.02
竣工面积	20.12	1.76	0.28
销售面积	46.98	43.80	11.55
确认销售收入	20.69	18.75	4.98

资料来源：公司提供

2015年，公司建筑、房地产业务实现营业收入30.62亿元，收入比重降至10.29%，2016年1~3月实现收入占比进一步降至9.06%。其中，房地产板块2015年实现收入18.75亿元。从毛利率来看。受国家调控政策影响，商品房投资需求下降，销售价格上涨乏力，毛利率下滑至31.14%，但得益于2015年下半年以来房地产市场回暖，公司建筑、房地产板块2016年一季度毛利率有所上升。

截至2016年3月底，公司在建房地产项目主要有佛光养生谷、佛光山水、青岛逸景湾、丹岭云天阁和海秦居，总投资55.13亿元，已完成投资51.15亿元，未来资金需求不大，具体如下表所示。

表 10　截至 2016 年 3 月底公司房地产板块在建项目情况（单位：万元，万平方米，%）

项目名称	地理位置	总投资	占地面积	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	2016 预计投资	2017 预计投资
佛光养生谷	南山工业园	200,000	50.33	58.96	197,978	99	--	--
佛光山水	南山工业园	131,000	45.39	38.82	130,669	99	--	--
青岛逸景湾	青岛市温泉镇	79,000	13.66	18.87	78,775	99	--	--
丹岭云天阁	南山工业园	36,000	2.81	7.3	31,702	88	3,210	5,180
海泰居	东海工业园	105302	21.06	31.09	72,363	68	19,500	14,871
合计	--	**551,302**	**133.25**	**155.04**	**511,487**	--	**22,710**	**20,051**

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司尚余77.50万平方米未售房产 。根据公司对已建、在建的房地产项目销售情况的预测，2016~2018年预计完成销售额（预售+现售）分别为9.76亿元、5.18亿元和4.05亿元，收入规模逐步缩减，总计销售面积142.21万平方米。截至2016年3月底，公司已无土地储备。

总体看，2015年公司房地产业务毛利率水平下滑；公司根据国家政策的变动不断调整和压缩房地产业务，建筑、房地产业务对公司收入的贡献程度有所降低。截至2016年3月底，公司已无土地储备，随着在建项目的逐步完工和可售项目的逐步销售，公司房地产板块的销售收入将萎缩。

5．电、汽业务

2015年，公司电、汽业务实现营业收入合计44.77亿元，较为稳定；公司电、汽业务主要以电力销售为主，蒸汽销售所占比例很低、仅作补充。2015年，公司电、汽业务毛利率为46.25%，受

益于煤价下滑及较高的设备利用效率，较2014年提高2.44个百分点，盈利能力有所提高。

公司电力板块成本的主要构成是煤炭（约72%），每年煤炭采购量约为600万吨，库存可保证电厂15天以上的生产运营。公司电煤采购实行长单制度，主要供应方为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（2015年分别占比4.79%和29.44%），两供应商长期与公司合作，供应较稳定。

2015年，公司煤炭采购量基本维持稳定，为655万吨；采购价格随市场下行而下降，为441元/吨；2016年一季度，公司煤炭采购量为153万吨，价格则进一步下降，为403元/吨。

表 11　2014 年以来煤炭采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
采购量	666	655	153
均价	545	441	403

资料来源：公司提供

总体看，2015年得益于煤炭价格下行，公司电气板块盈利能力不断增强；公司电气板块作为铝加工产业链的配套板块，发电量能够满足公司自身需要。

6．贸易、旅游、金融及教育等其他业务

2015年，公司贸易板块实现收入9.36亿元，同比减少2.09%，毛利率为8.96%，同比下降2.01个百分点；旅游、金融及教育等其他业务实现营业收入34.16亿元，同比增加14.37%，毛利率为45.57%，同比下降5.85个百分点，由于主要为高附加值的配套业务，盈利能力整体强于其他板块。

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一，2015年实现营业收入和净利润分别为4.60亿元和0.91亿元。

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。2015年，烟台南山学院实现收入和净利润分别为3.26亿元和0.55亿元。

公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司及租赁公司等金融机构，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；2013年，公司通过收购股份、定向增发方式参股烟台银行34.83%的股份，成为其第一大股东，积极培育金融业为其战略性产业和利润增长点。2015年，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）实现营业收入和净利润分别为3.00亿元和1.95亿元，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。

总体看，2015年公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务规模呈下降趋势，对公司运营形成一定支持。

7．在建项目

截至2016年3月底，公司主要在建项目包括年产4万吨高精度多用途铝箔生产线、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197.72亿元，自筹和外部融资分别占比28.24%和71.76%，以外部融资为主；已经累计投入173.57亿元，占预计总投资额的87.79%，完成投资规模较大。2016年仍需投入31.10亿元，短期内仍存在一定投资支出压力。

表 12　截至 2016 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	2016 年 4~12 月计划投资额
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	87.62	25.38
20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目	61.89	2.65	59.24	63.93	--
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	17.61	2.4
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	4.41	3.32
合　计	**197.72**	**55.83**	**141.89**	**173.57**	**31.10**

资料来源：公司提供
注：“总投资”为项目可行性研究报告中预计总投资额度，与实际投资额及2016年投资额合计存在差异。

20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目

超大规格高性能特种铝合金中厚板广泛应用于航天、航空、轨道交通、运输、化工、船舶、兵器、模具、机械加工等各种现代工业领域中，该项目的实施将从一定程度上缓解我国航空航天等铝合金板带材的进口压力。该项目计划总投资61.89亿元，其中自筹资金2.65亿元，截至2016年3月底其余近60亿资金已通过资本市场发行可转换债券筹集解决，目前资金已到位，项目建成投产后预计可为公司带来50.20亿元的年销售收入及8.69亿元净利润。

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，截至2015年12月底，该项目资本金到位87.82%。截至2016年3月底该项目已累计投入87.62亿元，占投资规划的78.23%。目前，项目已完成围堰和临时道路建设，正在进行吹填和回填建设。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%。该项目因环评问题暂停建设，截至2016年5月底尚未重新开工，若该项目中途流产公司已投入资金预计难以收回，会给公司在成较大损失，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。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，银行贷款9.5亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，2013年11月至2015年10月建设完工，建设期为2年。本项目达产后，预计年销售收入13.33亿元，利润总额为6.05亿元，年净利润4.54万元，年税金3.13万元。

年产4万吨高精度多用途铝箔生产线项目

该项目生产的铝箔主要应用于包装、建筑、交通运输、电力、IT电子、装饰等领域；同时，100%铝箔可以回收再利用，再利用能耗仅为原铝的5%、远低于钢铁，符合目前环境高呼和资源节约的政策环境。本项目建设完成后，将使公司产业品种愈加完整，产品结构愈加合理。该项目总投资7.73亿元，自有资金和外部融资分别占比33.38%和66.62%；截至2016年3月底累计投入4.41亿元，完成投资总额的57.05%。该项目拟建设于山东省龙口市徐福镇，预计建设期为3年，达产后预计平均每年带来的销售收入和净利润分别为8.26亿元和0.42亿元。

总体看，截至2016年3月底，公司在建项目整体投资进度过半，未来资本支出规模将有所缩减，

但短期内仍存在一定支出压力。人工岛项目因环评问题暂停建设，其建设进度存在不确定性。

8．经营关注

经济周期波动影响

公司主营业务所在的铝业、纺织业为强周期性行业，受经济周期波动的影响较大。当前，国际经济尚未走出低谷，国内经济下滑压力凸显，公司主营业务板块受到较大影响。如果未来出现宏观经济下行压力加大，公司主营业务的盈利水平也将下降，从而影响公司的盈利能力和偿债能力。

主要原材料对进口依存度大，存在一定价格和汇率风险

公司主要原材料为铝土矿、羊毛、煤炭，其中铝土矿和羊毛需要进口，煤炭主要是通过国内采购。近年来国际大宗商品价格的不断波动，特别是由于印尼国家出口政策的变动推高了公司铝土矿采购成本，2015 年由于大宗商品价格下跌，铝土矿采购价格才小幅下降；而公司进口澳毛的价格和煤炭价格近年来则呈上升趋势。目前公司主要通过加强内部管理，降低经营成本和费用来消化原料波动所带来的经营压力。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。

公司产业板块较多，对公司管理水平要求较高

公司以有色金属、纺织、电力为核心业务，并辅以金融、旅游、教育、贸易、建安、航空等相关产业，集产、供、销、科、工、贸为一体，下属子公司较多，对公司管理经营提出了较高要求。多元化经营可以增加公司的利润来源，但也可能造成发行人管理难度加大的风险，若缺乏较好的协同将可能阻碍公司进一步发展，对公司的经营决策以及经营管理水平提出了更高的要求。

在建项目规模大，存在一定损失风险

公司在建工程规模较大，项目建设进程存在不确定性。其中龙口湾临港高端制造业聚集区项目因环评问题暂停建设，截至 2016 年 5 月底尚未重新开工。若公司在建项目中途停建，已投资额难以收回，可能给公司带来较大的损失。

9．未来发展

公司中长期发展规划目标为：以铝产品深加工和服装产业为龙头，整合产业链条，实现规模化经营，形成以电力、铝业、精纺服装、旅游休闲、教育、金融为基础多元化产业格局。

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进一步调整铝产品结构，开发高技术高附加值的铝合金锻件产品，增强公司成本优势和抗风险能力；服装产业方面，公司大力发展高档服装产业，实行精纺服装一体化，逐步发挥出纺织服饰产业链的优势，同时着力品牌服装的运营和发展，不断扩大地域经营的覆盖范围，目前在品牌建设及运营方面已形成“保罗贝塔尼（PAUL BETENLY）、博萨（Bosa Magine）、曼斯·布莱顿（MANS PLANET）”三个不同产品风格以及市场定位的品牌结构，同时计划在香港 H 股上市，通过上市募集资金进行品牌服装的运营和发展。

总的来看，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

公司提供了经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的 2014~2015 年度财务报告，均。公司 2016 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》。

2014 年公司纳入合并报表范围子公司 30 家，新增龙口兰亭液化天然气有限公司（持股比例 100%）；2015 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 29 家，较 2014 年减少 3 家、增加 2 家，新增上海鲁润资产管理有限公司和山东南山电力销售有限公司，减少龙口市南山商城有限公司、深圳前海南山金融发展有限公司和青岛新恒力投资发展有限公司。总体看，公司合并报表范围变动不大，财务数据连续性和可比性较好。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,004.27 亿元，负债合计 460.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）543.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 353.84 亿元。2015 年，公司实现营业收入 297.67 亿元，净利润（含少数股东损益）28.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 24.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.27 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 1,043.39 亿元，负债合计 492.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）550.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 359.27 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 65.39 亿元，净利润（含少数股东损益）6.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 17.24 亿元。

1．资产、负债及所有者权益结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 1,004.27 亿元，较年初增长 10.91%，主要系非流动资产增长所致。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 33.03%，非流动资产占 66.97%，公司资产构成以非流动资产为主，符合公司所处行业特征。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 331.75 亿元，较年初增长 9.03%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 29.87%）、应收账款（占比 3.75%）、预付款项（占比 12.21%）和存货（占比 45.86%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金 99.11 亿元，较年初增加 42.80%，主要系公司进一步加强信用期管理，增加现金回流所致。截至 2015 年底，公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成；其中，货币资金受限金额为 33.92 亿元，占比 34.22%，主要为办理进口信用证、银行承兑汇票等业务的保证金，除此之外无其他使用受限的货币资金。公司货币资金相对充足。

公司对应收账款的管理严格，除给部分信用优良的客户不超过 60 天的帐期外，其他全部为款到交货。截至 2015 年底，公司应收账款 12.44 亿元，较年初减少 20.14%，主要系公司加大应收帐款回款力度，压缩部分客户的信用期所致。公司应收账款以 1 年以内的为主，占比 92.99%，1 至 2 年的占 5.22%，剩余未 2 年以上的。2015 年应收账款计提坏账准备 0.85 亿元，计提比例为 6.42%，计提比例尚可。截至 2015 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 2.94 亿元，集中度较低。总体看，公司应收账款规模不大。

截至 2015 年底，公司预付款项 40.51 亿元，较年初下降 2.89%，主要系预付煤炭采购款及工程款减少所致。公司预付款项账龄在 1 年以内的占比 60.75%，账龄为 1~2 年的占比 28.94%，总体看账龄较短。

截至 2015 年底，公司存货 152.15 亿元，较年初增加 5.24%，主要由原材料（占比 17.75%）、库存商品（占比 8.14%）和在产品（占比 73.58%）构成。公司计提存货跌价准备 0.15 亿元，计提比例较低。考虑到近年来铝产品价格持续下跌，公司存货存在一定的跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 5.90 亿元，较年初大幅减少 43.06%，主要系公司理财产品到期收回所致。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 672.53 亿元，较年初增加 11.86%，主要系公司产业链扩大产能、在建工程大幅增长所致；主要由可供出售金融资产（占比 12.82%）、固定资产（占比 44.54%）、在建工程（占比 34.19%）和无形资产（占比 5.75%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 86.20 亿元，较年初增长 67.83%，主要系公司增加对恒丰银行、天津亚亨投资管理合伙企业、深圳南山新城股权投资合伙企业投资，同时增持基金和国债所致。

2015 年，公司新增长期股权投资 4.46 亿元，主要系对联营企业南山（海南万宁）置业有限公司、青岛新恒力投资发展有限公司及海南万宁弘基置业有限公司增加的投资。

截至 2015 年底，公司固定资产余额为 435.71 亿元，较年初增长 1.96%，其中机器设备占 54.97%、房屋及建筑物占 36.27%，其余为其他设备及运输设备。截至 2015 年底，公司累计计提折旧 134.83 亿元（其中机器设备 92.55 亿元），固定资产净值为 299.53 亿元，成新率 68.75%，成新率一般。

截至 2015 年底，公司在建工程 229.95 亿元，较年初增长 10.25%，其中铝深加工工程 94.67 亿元；东海开发项目 111.94 亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、屺坶岛配套及公共设施项目，人工岛已基本建成，其土地存在一定升值空间，公司未计提减值准备），其他技改工程 23.34 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产 38.69 亿元，较年初增长 15.65%，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 99.65%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1,043.39 亿元，较年初增长 3.90%；其中流动资产 362.29 亿元，较年初增长 9.21%，主要系货币资金和预付款项增长所致；非流动资产 681.10 亿元，较年初增长 1.28%，主要系固定资产及在建工程增长所致。截至 2016 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产分别占比 34.72%和 65.28%，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主，符合公司所处行业特征。

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；固定资产和在建工程占比较大，符合公司所处行业特征；公司资产的流动性一般，整体资产质量尚可。

负债

伴随公司经营规模扩大，公司负债规模相应增长。截至 2015 年底，公司负债总额 460.36 亿元，较年初增加 4.46%，其中流动负债占比 54.16%，非流动负债占比 45.84%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 249.34 亿元，较年初增长 15.35%，主要系应付票据和其他流动负债增长所致；主要由短期借款（占比 26.05%）、应付票据（占比 12.14%）、应付账款（占比 14.78%）、预收款项（21.66%）和其他流动负债（占比 18.42%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 64.96 亿元，较年初增长 5.97%，主要系公司增加兴业银行借款 10.00 亿元、中国银行借款 6.60 亿元、民生银行借款 5.00 亿元所致；公司短期借款主要由信用借款 27.08 亿元、担保借款 34.59 亿元构成。

截至 2015 年底，公司应付票据 30.26 亿元，较年初增长 44.11%，主要系公司使用票据结算的方式增多所致，公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款 36.86 亿元，较年初增长 22.25%，主要系应付原材料款增加所致。

截至 2015 年底，公司预收账款 54.02 亿元，较年初下降 14.45%，主要系预售楼款因工程完工交房，结转销售收入所致；公司预收款项以预售楼款为主，占比 87.67%。

公司其他流动负债仍旧主要为短期融资券。截至 2015 年底，公司其他流动负债 45.94 亿元，较年初增长 78.00%，主要系公司当年新增发行 20 亿元超短融所致。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 211.02 亿元，较年初减少 6.03%，主要由长期借款（占比 45.12%）和应付债券（占比 50.67 %）构成。

公司长期借款主要为担保借款及抵押借款。截至 2015 年底，公司长期借款 95.21 亿元，较年初增长 16.27%，主要系公司向恒丰银行增加 6.40 亿元、向建行增加 4.18 亿元借款所致。

截至 2015 年底，公司应付债券 106.91 亿元，其中企业债 20 亿元，公司债 25 亿元，中期票据 52 亿元，私募债 10 亿元。截至 2015 年底，公司应付债券明细如下表所示。根据下表，集中偿付的压力不大。截至本报告出具日，06 南山债和 13 南山集 MTN001 已到期偿还。

表 13　截至 2015 年底公司应付债券明细情况（单位：万元，年）

债券名称	债券种类	发行规模	期限	起息日	到期日/摘牌日
06 南山债	企业债	100,000	10	2006.06.10	2016.06.10
09 南山 2	企业债	100,000	10	2009.10.20	2019.10.20
13 南山集 MTN002	中期票据	60,000	5	2012.06.18	2017.06.18
13 南山集 MTN003	中期票据	60,000	5	2012.09.13	2017.09.13
13 南山集 MTN001	中期票据	80,000	3	2013.06.17	2016.06.17
13 南山集 MTN002	中期票据	60,000	5	2013.09.12	2018.09.12
13 南山集 MTN003	中期票据	60,000	5	2013.11.14	2018.11.14
14 南山集 MTN001	中期票据	100,000	5	2014.05.08	2019.05.08
15 南山集 MTN001	中期票据	100,000	3	2015.08.18	2018.08.18
15 南山 01 私募债	私募债	100,000	3	2015.09.18	2018.09.18
15 南铝 01	公司债	50,000	3+2	2015.09.25	2020.09.25
15 南铝 02	公司债	100,000	3+2	2015.09.25	2020.09.25
15 南山集 01	公司债	100,000	3+2	2015.12.25	2020.12.25
合计	--	**1,070,000**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 492.78 亿元，较年初增长 7.04%。流动负债和非流动负债占比分比为 52.25%和 47.75%，仍以流动负债为主，结构较年初变动不大。

随着公司银行借款和直接融资规模的扩大，公司有息债务有所增长。截至 2015 年底，公司全部债务 352.22 亿元，较年初增长 9.99%；全部债务中短期债务占 40.89%，较去年增加 10.34 个百分点，长期债务占 59.11%；公司债务结构仍以长期债务为主，结构尚属合理；公司长期债务主要为长期借款和应付债券，偿还期限较为分散且其规模相对不大，集中偿付压力不大。截至 2015 年底，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 45.84%、39.30%和 27.68%，分别较上年底下降 2.83 个百分点、1.49 个百分点和 4.68 个百分点。公司负债水平不高，债务偿付压力不大。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 381.53 亿元，较年初小幅上升 8.32%，主要系公司发行债券使长期债务增加所致，其中短期债务占比 39.65%，长期债务占比 60.35%。截至 2016 年 3 月底，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 47.23%、40.93%和 29.49%，债务负担较年初变动不大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 543.91 亿元，较年初增长 17.03%，其中归属于母公司所有者权益合计 353.84 亿元，主要由实收资本（占比 2.83%）、资本公积（占比 2.20%）、盈余公积（占比 10.56%）和未分配利润（占比 84.45%）构成，其中资本公积较年初下降 54.87%，2015 年南山铝业 60 亿元可转债的债转股全部完成，因转股价格低于每股净资产，导致公司资本公积大幅下降，同时导致少数股东权益大幅增长；截至 2015 年底，公司少数股东权益 190.08 亿元，较年初增长 50.99%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性偏弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 550.61 亿元，较年初增长 1.23%，主要系未分配利润增长所致。公司归属于母公司所有者权益合计 359.27 亿元，较年初微幅增长 1.54%，归属于母公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2015 年公司银行借款及直接融资规模不断扩大，负债规模和有息债务规模增长较快；公司债务结构比较合理，债务负担处于适宜水平。公司所有者权益逐年增长，未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性偏弱。

2．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 297.67 亿元，同比下降 1.79%；实现利润总额 33.52 亿元，同比减少 23.59%，主要系受有色金属、建材市场下行影响所致；实现净利润 28.66 亿元，同比减少 24.80%，其中归属于母公司所有者的净利润 24.23 亿元，同比减少 26.08%，主要系市场行情下降影响所致。公司盈利能力下降，但整体保持在较高水平。

从期间费用来看，2015 年，公司期间费用为 36.64 亿元，同比增加 9.80%，主要系销售费用和财务费用的增长。2015 年公司管理费用总额 14.60 亿元，同比减少 6.23%，主要系公司提高管理效率所致；公司银行借款及直接债务融资规模不断扩大所致，财务费用快速增长，2015 年公司财务费用 11.55 亿元，同比增加 31.77%；公司加大销售投入，2015 年销售费用 10.49 亿元，同比增长 16.13%。2015 年，公司费用收入比为 12.31%，较去年上升 1.30 个百分点，公司期间费用控制能力处于较好水平。

2015 年，公司营业外收入 1.22 亿元，主要为处置固定资产收益和政府补助，占利润总额的 3.65%，对公司利润影响较小。

从盈利指标看，2015 年，公司营业利润率 23.21%，基本维持稳定。受公司融资规模增加、资产及权益规模增长等因素影响，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈有下降，分别为 4.96%、4.88%和 5.68%。但公司整体盈利能力仍强。

2016 年 1~3 月，受宏观经济增长缓慢、下游需求不振影响，公司盈利规模较上年同期略有下滑，实现营业收入 65.39 亿元、净利润 6.70 亿元，分别较上年同期减少 7.79%和 7.98%。

总体看，受宏观经济下行及行业不景气影响，公司的盈利能力略有下降，但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，2015 年，公司经营活动现金流入为 312.60 亿元，同比减少 3.47%，主要系销售商品收到的现金减少所致；现金流出为 275.66 亿元，同比减少 4.56%；经营活动产生的现金流量净额 36.94 亿元。同期，现金收入比为 102.81%，水平尚可。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模较小，主要为购买银行理财产品到期收回的购买资金。2015 年公司投资活动现金流入为 19.57 亿元，同比减少 50.13%。公司投资活动现金流出

规模较大，主要为在建工程项目中构建固定资产和其他长期资产支付的现金，2015 年公司投资活动现金流出为 75.48 亿元。2015 年，公司投资活动现金净流量为净流出状态，投资活动现金流量净额为-55.91 亿元。

从筹资活动来看，2015 年公司经营活动现金流无法覆盖投资支出，公司存在一定的对外融资需求。2015 年，公司筹资活动现金流入为 217.09 亿元，流出额为 171.80 亿元，净流入额为 45.28 亿元，同比增加 22.36%，主要系 2015 年公司银行借款增加导致现金流入较多所致。总体上看，由于公司在建项目仍需一定规模的资金投入，未来仍有较大的筹资需求。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流出 5.22 亿元；公司投资活动现金净流出 10.81 亿元，投资规模较上年同期有所扩大；公司筹资活动现金净流入 33.27 亿元，较上年同期大幅增长，主要系本期公司取得借款和发行债券收到的现金大幅增加所致。

总体看，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，收入实现质量较好，具备一定获现能力；近年公司投资需求较大，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，截至 2015 年底，公司流动比率为 1.33 倍，速动比率为 0.72 倍，均小幅下降，主要系公司短期借款、其他流动负债等流动负债规模上升所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 0.77 倍，现金类资产减少，对短期债务的覆盖程度较上年减弱。公司经营现金流动负债比为 14.81%，呈下降趋势，主要系公司经营性现金净流量下降与流动负债增加所致。整体看，公司短期偿债能力有所下降，整体水平尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 68.87 亿元，同比下降 10.58%，主要系利润总额的下降所致。2015 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占比 29.50%）、计入财务费用的利息支出（占比 18.93%）和利润总额（占比 48.67%）构成。公司有息债务规模快速增长，2015 年 EBITDA 利息倍数为 4.26 倍，EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，均有所下降，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度尚可，对利息的保障程度较高。总体看，公司长期偿债指标有所弱化，但 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 2016 年 3 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2016 年 3 月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至2016年3月底，公司获得银行授信额度782.31亿元，已使用288.22亿元，公司间接融资能力强。

总体看，公司现金类资产较为充足，短期支付能力较强；经营现金流保持较大规模净流入状态；长期偿债能力虽有所下滑，但仍保持在较好水平；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。

5．过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1037068100009930L），截至 2016 年 5 月 9 日，公司无已结清和未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、按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）达 110.41 亿元，约为“15 南山 02”、“16 南山 01”本金合计

（35 亿元）的 3.15 倍，公司现金类资产对“15 南山 02”、“16 南山 01”的覆盖程度高；净资产达 543.91 亿元，约为“15 南山 02”、“16 南山 01”本金合计（35 亿元）的 15.54 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 南山 02”、“16 南山 01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 68.87 亿元，约为“15 南山 02”、“16 南山 01”本金合计（35 亿元）的 1.97 倍，公司 EBITDA 对“15 南山 02”、“16 南山 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 312.60 亿元，约为“15 南山 02”、“16 南山 01”本金合计（35 亿元）的 8.93 倍，公司经营活动现金流入量对“15 南山 02”、“16 南山 01”的覆盖程度较高。

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较大的优势，公司对“15 南山 02”、“16 南山 01”的偿还能力很强。

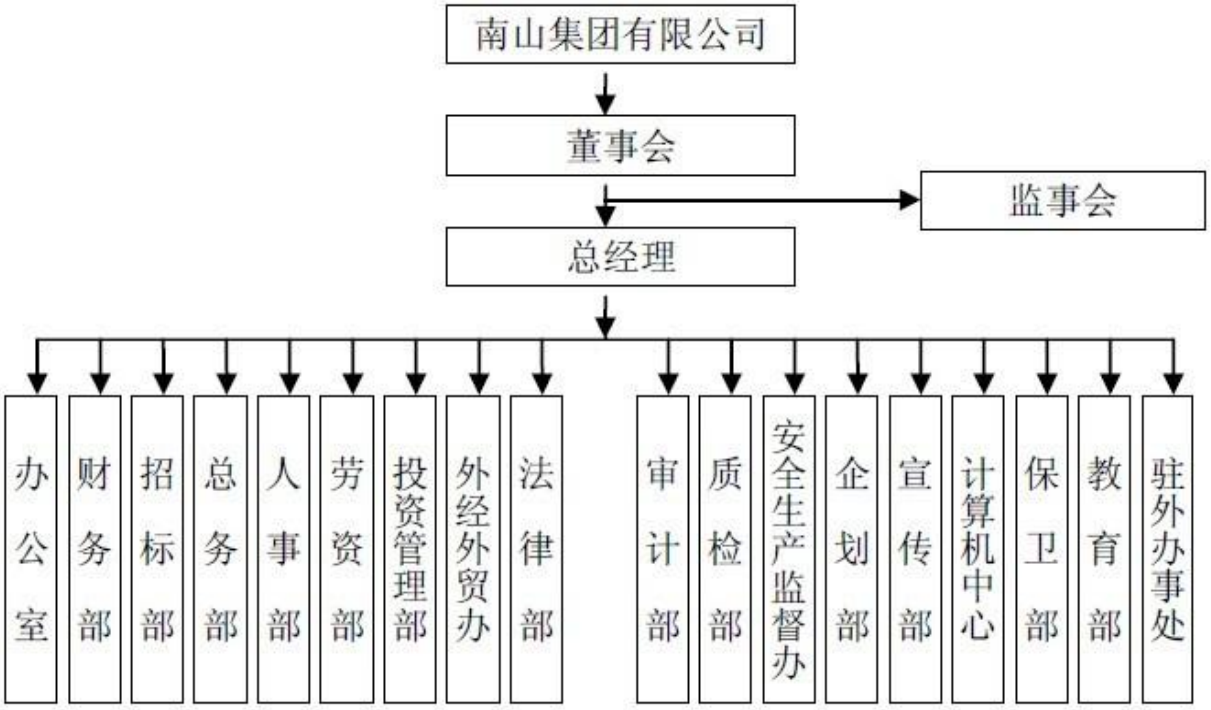
八、综合评价

跟踪期内，虽然电解铝行业产能过剩，行业总体处于下行，但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，发展相对平稳，营业收入和利润规模保持在较高水平。公司现金类资产充足，经营活动净现金流状况良好，同时，联合评级也关注到，2015 年公司整体盈利水平下滑，房地产板块收入未来将逐步下降，铝产品加工业对进口原料依赖程度高、下游需求萎靡、铝土矿价格波动以及汇率风险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。未来随着多个重大项目的投产，公司盈利能力有望进一步提高。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持 “15 南山 02、“16 南山 01”” 的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　南山集团有限公司
组织结构图



附件 2　南山集团有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	905.48	1,004.27	1,043.39
所有者权益（亿元）	464.76	543.91	550.61
短期债务（亿元）	97.82	144.01	151.27
长期债务（亿元）	222.42	208.20	230.26
全部债务（亿元）	320.23	352.22	381.53
营业收入（亿元）	303.10	297.67	65.39
净利润（亿元）	38.12	28.66	6.70
EBITDA（亿元）	77.02	68.87	--
经营性净现金流（亿元）	35.01	36.94	-5.22
应收账款周转次数（次）	22.22	20.13	--
存货周转次数（次）	1.53	1.51	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.31	--
现金收入比率（%）	105.14	102.81	108.86
总资本收益率（%）	6.49	4.96	--
总资产报酬率（%）	6.17	4.88	--
净资产收益率（%）	8.59	5.68	1.22
营业利润率（%）	25.73	23.21	22.80
费用收入比（%）	11.01	12.31	10.40
资产负债率（%）	48.67	45.84	47.23
全部债务资本化比率（%）	40.79	39.30	40.93
长期债务资本化比率（%）	32.37	27.68	29.49
EBITDA 利息倍数（倍）	5.21	4.26	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.20	--
流动比率（倍）	1.41	1.33	1.41
速动比率（倍）	0.74	0.72	0.81
现金短期债务比（倍）	0.83	0.77	0.86
经营现金流动负债比率（%）	16.20	14.81	-2.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.20	1.97	--

注：1、2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。
2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　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 4　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。