跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1021 号

南山集团有限公司：

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

南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

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

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十六日

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 2017 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：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 南山 02	10 亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2016 年 6 月 29 日
16 南山 01	25 亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2016 年 6 月 29 日
16 南山 03	24 亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2016 年 5 月 18 日
16 南山 04	9 亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2016 年 8 月 19 日
16 南山 05	7 亿元	5 年	AA+	AAA	2016 年 8 月 19 日
16 南山 06	7 亿元	5（3+2）年	AA+	AAA	2016 年 10 月 31 日
16 南山 07	8 亿元	5 年	AA+	AAA	2016 年 10 月 31 日

注：“16 南山 02”实际发行额度为 0 亿元，故表中未列示。

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	1,004.27	1,160.24	1,155.08
所有者权益（亿元）	543.91	570.35	575.78
长期债务（亿元）	208.20	274.87	274.77
全部债务（亿元）	348.42	425.18	424.28
营业收入（亿元）	297.67	284.84	56.57
净利润（亿元）	28.66	29.26	5.56
EBITDA（亿元）	68.87	80.59	--
经营性净现金流（亿元）	36.94	34.25	1.65
营业利润率（%）	23.21	25.26	25.15
净资产收益率（%）	5.68	5.25	0.97
资产负债率（%）	45.84	50.84	50.15
全部债务资本化比率（%）	39.05	42.71	42.43
流动比率（倍）	1.33	1.33	1.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.19	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.26	5.93	-
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.77	0.90	-

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、2017 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 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，2016 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平。公司现金类资产充足，经营活动净现金流状况良好。同时，联合评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到铝产品加工业对进口原料依赖程度高，铝土矿价格及汇率有所波动以及 2017 年开始公司纺织板块不再纳入合并范围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，联合评级将公司主体信用等级调整为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时将“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”和“16 南山 07”的债项信用等级调整为“AAA”。

优势

1. 2016 年，公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，仍在行业地位、产业链完整度、技术水平、生产效率等方面继续保持行业领先优势。

2. 公司进行多板块产业布局，有利于降低单一业务的经营风险。

3. 目前公司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，预期未来将为公司带来收入和利润的增长。

4. 2016 年，公司维持了较大的收入和利润规模，经营活动净现金流稳定，整体债务负担

保持适中，债务结构较为合理。

关注

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

2．2017 年开始公司纺织板块由于独立上市需要，不再纳入公司合并范围，未来会对公司整体收入和利润规模产生影响。

3．2016 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。

分析师

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

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@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2017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。

2016年，公司从事业务仍以铝加工为主，经营范围无变化，组织结构无变化。截至2017年3月底，公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业26家；在职员工42,220人。

截至2016年底，公司合并资产总额1,160.24亿元，负债合计589.89亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计570.35亿元，其中归属于母公司所有者权益377.50亿元。2016年，公司实现营业收入284.84亿元，净利润（含少数股东损益）29.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.71亿元；经营活动产生的现金流量净额34.25亿元，现金及现金等价物净增加额30.29亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额1,155.08亿元，负债合计579.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计575.78亿元，其中归属于母公司所有者权益381.40亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入56.57亿元，净利润（含少数股东损益）5.56亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.93亿元；经营活动产生的现金流量净额1.65亿元，现金及现金等价物净增加额-14.79亿元。

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，截至出报告日，已完成发行七期，发行规模合计90亿元，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。

表1　本次评级跟踪债券情况（单位：亿元，%）

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

资料来源：公司年报

截至本报告日，募集资金全部使用完毕，资金用途与募集说明书保持一致。付息方面，“15南山02”、“16南山01”和“16南山03”均已按期足额支付当年利息，“16南山04”、“16南山05”、“16南山06”及“16南山07”尚未到首次付息日。

三、行业分析

2016 年，公司主营业务未发生变更，仍以铝加工行业为主。

1．行业概况

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，在生产加工环节上可分为铝冶炼和铝压延加工。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。2016 年，我国铝材产量继续稳步增长，完成产量 5,796.09 万吨，同比增长 10.69%。但随着电解铝行业去产能政策的落地，2016 年，我国电解铝产量 3,187.00 万吨，同比基本无变化。

总体看，中国铝材市场总体供求平衡，2016 年，我国铝材产量稳步增长，电解铝产量较上年变化不大。

2．上游原料

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占 35%~40%，用电成本约占 40%~45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。受铝土矿对外依存度大和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合电解铝和铝加工的一体化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

（1）铝土矿

根据美国地质调查局（USGS）数据，全球铝土矿储量约 283 亿吨，储采比高达 130 倍左右，几内亚、澳大利亚、巴西三大巨头，合计储量占全球的 57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的 3%左右，但产量却占全球总产量的 17%左右，资源储量与开采量匹配不合理。由于资源有限且需求巨大，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加大，且主要进口国频繁变化，2013 年，印尼为中国最大的铝土矿供应国；随着 2014 年印尼限制原矿出口，中国铝土矿进口量大幅减少；2016 年，马来西亚出台铝土矿开采限令，导致铝土矿进口数量较 2015 年有所减少。目前中国所需铝土矿约 60%来自进口，而源自澳大利亚及几内亚的进口量占进口总量的比重达到 65%左右。价格方面，2016 年，国际铝土矿价格持续上涨，对下游铝加工行业形成了一定的成本压力。2017 年以来，铝土矿价格呈横盘震荡趋势，未来可能存在一定的波动。

未来，澳大利亚将为中国铝土矿进口的主要来源地，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，如主要铝土矿出口国政策发生重大变化、国际铝土矿价格波动或汇率波动，都将对中国铝加工行业及铝冶炼加工企业造成较大影响。

（2）煤炭

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，出于成本考量，铝行业企业多采用“电铝一体化”模式，自有发电主要来为火电，从而煤炭价格对铝行业具有很大的影响。2016 年上半年，煤价延续低位运行、

缓慢爬升的走势；随着去产能效应的显现，同年 8 月底，煤价经历小幅下探后迅速爬升，至年底中国煤炭价格指数已达到 160.00 点，回升至 2014 年年初水平。随着煤炭价格的快速回暖，预计未来煤炭价格将进入震荡期，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国煤炭去产能政策的进一步贯彻，煤炭下游需求将上升，其价格仍将逐渐走强，但调整期会持续较长时间。

总体看，2016 年，我国铝土矿对进口依赖程度依旧较高，存在一定政策风险、价格波动及汇率风险；煤炭和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，并对利润空间产生一定的挤压。

3．下游需求

铝行业的最终产品为铝材，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占 50%左右，其次为板带箔材，约占 30%，其余为铸压件。铝加工行业产业结构结构不合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品仍需进口。从消费结构上看，根据中国有色金属协会统计，建筑业是铝材最主要的消费领域，消费量约占 39%左右，其次为交通运输、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占 17%、16%和 14%左右。

2016 年，一方面房地产、汽车、高铁等主要铝材下游行业平稳发展，另一方面高端装备制造业、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，共同拉动了我国铝消费规模。房地产行业方面，2016 年，受上半年房市火爆影响，我国房地产行业完成固定资产投资额 13.53 万亿，同比增长 6.80%；2016 年 9 月以来，随着国家房地产调控政策的持续收紧使房地产固定资产投资增速有所下滑，未来中国房地产市场将逐步进入平稳理性增长的新常态。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。汽车行业方面，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。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。集装箱制造业方面，中国集装箱产量约占全球总产量的 95%以上，随着物流行业对集装箱需求（尤其是具有特殊功能铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱）的大幅增加，将对我国铝行业的下游需求形成一定支撑。此外，机械设备、电子产品和城市轨道交通等领域均显示了对铝材的需求增长，加上近年来中国铝材出口逐年增长，进一步缓解了国内铝行业的需求压力。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。

总体看，2016 年，我国要铝材下游行业发展较为平稳。未来随着中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持稳步增长。但目前国内铝材市场存在产品结构不合理、铝材市场结构性产能过剩等问题，随着国家产业结构的调整和转型升级，以及铝材消费结构的转变，铝工业也需加快转变发展方式和产品结构调整。

4．价格变动

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。2016 年以来，LME 铝价呈震荡回升趋势，截至 2016 年底，LME 铝价回升至 1,713.50 美元/吨，较年初增长 16.88%，但从全年均价来看，2016 年 LME 铝平均价为 1,604.89

美元/吨，较 2015 年下降 3.37%。2017 年以来，铝价继续震荡上行，截至 2017 年 5 月底，铝价已升至 1,919.50 美元/吨，较年初增长 12.02%。铝加工企业一般上下游结算都采取“铝价+加工费”的定价模式，但由于生产需要一定的周期，铝加工企业需承担生产周期内铝价的变动，所以铝价的持续上涨会使铝加工企业享受到生产周期内的铝价变动带来的收益。

图 1　2013 年以来铝价变动情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，2016 年以来，铝价呈持续震荡上行趋势，有利于铝加工企业的发展。

5．行业政策

鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，其中电解铝产能过剩严重，国家多次出台相关政策指导消化过剩产能。

表 2　近年铝业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2016.5	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	对铁矿、金矿、铜矿、铝土矿等 21 种资源品目实施矿产资源税从价计征改革，铝土矿（包括耐火级矾土、研磨级矾土等高铝粘土）的征收的税率幅度调整为 3%~9%。
2016.6	国务院	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	要保障电解铝产能利用率保持在 80%以上；严控新增产能，对于电解铝新（改、扩）建项目，要产能等量或减量置换；发展精深加工，着力发展乘用车铝合金板、航空用铝合金板、船用铝合金板等关键基础材料。
2016.10	工信部	《有色金属工业发展规划（2016-2020 年）》	提出大力发展高端材料，要求“十三五”末我国航空铝材等深加工产品综合保障能力超过 70%，电解铝产能利用率达 80%以上。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2016 年，国家政策继续强调去产能，同时在铝加工方面大力鼓励精深加工。随着各层面政策的落实，预计未来铝行业将逐步趋向于健康发展，中小型企业生存压力较大，而实现产业链、规模化及以精深加工为主的企业将得到进一步发展。

6．行业关注

上游原料风险

目前，中国铝土矿对外依存度较高，进口国政治环境的变化、国际铝土矿价格的变动都将对国内铝土矿的供应产生不利影响，从而影响国内铝业的平稳发展。

能源供给波动风险

煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。近年来，在供给侧改革的影响下，煤炭价格有所增长，若未来煤炭价格继续走高，将对铝行业的成本控制产生巨大压力。

行业竞争风险

目前，国内电解铝、铝型材行业产能分布分散，尚无一家企业占有显著的市场份额或取得市场占有率的绝对优势；而全国同行业公司亦在不断地提升技术、管理水平和拓展市场，行业竞争日趋激烈。同时，国家积极鼓励铝业进行兼并收购，增强规模效应，未来行业内中小企业也将较大的并购压力。

7．行业发展

多年来，铝业产业链在技术升级中不断延伸，由最初的简单铸造压延挤压向精密度领域扩展，不断拓展铝应用领域，目前铝加工产品广泛应用在新兴领域如高铁、城市轨道、太阳能板、电动汽车、核电等领域，而我国的铝产品与自身需求存在差距，低端产能过剩，高端产品则需要大量进口。

“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。

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，着力打造区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，打造一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球市场竞争的企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

总体看，铝工业作为传统行业，国家鼓励企业在结构调整、产能优化、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企业将面临较好的发展机遇。

四、管理分析

2016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

2016 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。

2016 年，受公司有色金属、建材板块及电汽板块收入变化影响，公司营业收入小幅下降。2016 年，公司实现营业收入 284.84 亿元，同比下降 4.31%；综合毛利率为 27.23%，同比提升 2.66 个百分点；实现净利润 29.26 亿元，同比增长 2.08%。

表 3　2015~2017 年 3 月公司营业收入和毛利率构成(单位：亿元，%)

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	151.17	50.79	13.69	136.04	47.76	23.02	35.09	62.03	20.48
纺织、服饰	27.59	9.27	20.96	15.69	5.51	34.47	--	--	--
电、汽	44.77	15.04	46.25	6.90	2.42	1.91	0.65	1.16	20.39
建筑、房地产	30.62	10.29	31.14	49.40	17.34	28.43	4.65	8.21	28.68
贸易	9.36	3.14	8.96	6.13	2.15	0.69	5.05	8.92	13.45
其他	34.16	11.48	45.57	70.68	24.81	37.66	11.13	19.67	50.35
合计	**297.67**	**100.00**	**24.57**	**284.84**	**100.00**	**27.23**	**56.57**	**100.00**	**26.40**

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。

2016 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 47.76%，同比下降 3.03 个百分点，主要系全年铝均价较上年有所下降所致；纺织服饰、电、汽及建筑房地产板块占比较上年变化较大，其中纺织服饰、电、汽收入占比分别下降 3.76 个百分点和 12.62 个百分点，建筑房地产板块占比上升 7.05 个百分点。具体来看，纺织服饰板块收入同比下降 43.15%至 15.69 亿元，主要系调整产品结构，淘汰低端产品产能，相应增加附加值较高的产品所致；电、汽板块收入大幅下降 84.59%至 6.90 亿元，主要系受公司部分电力资产调整入铝加工板块，导致上网模式改变，由先上网销售再从电网购买，转变为余电上网所致；建筑、房地产板块收入大幅增长 61.35%至 49.40 亿元，主要系龙口、烟台、青岛等地房地产市场销售回暖导致收入增长所致；贸易版块业务规模较小；其他版块主要包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，2016 年其他板块收入增长较快，占比升至 24.81%，主要系年内航空收入增长及出售土地和股权所致。

从毛利率来看，2016 年公司综合毛利率为 27.23%，同比提升 2.66 个百分点。由于年内部分电力资产与有色板块产业链的整合，使得电、汽利润体现在终端有色金属产品上，2016 年有色金属、建材板块毛利率增至 23.02%，较上年提升 9.33 个百分点，同时电、汽板块毛利率降至 1.91%；2016 年，公司纺织服饰板块毛利率提升至 34.47%，主要系毛利率较高的私人服装定制业务比重加大所致；2016 年，公司新加坡子公司的 Thoms on Impressions 房地产项目毛利率较低，导致建筑、房地产板块毛利率下降至 28.43%；其他板块整体附加值较高，盈利能力较强，2016 年其毛利率为 37.66%。

2017 年 1~3 月，由于公司纺织板块不再纳入合并范围，公司资产规模，营业收入及净利润均有所下滑；公司实现营业收入 56.57 亿元，同比下降 13.49%，仍以有色金属、建材收入为主；公司实现净利润 5.56 亿元，同比下降 16.96%；截至 2017 年 3 月底，公司资产规模 1,155.08 亿元，较年初下降 0.44%。毛利率方面，2017 年 1~3 月，公司综合毛利率为 26.40%，其中有色金属、建材毛利率为 20.48%，较上年下降 2.54 个百分点，主要系煤炭价格上涨导致生产成本略有提高所致。

总体看，2016 年，受全年铝均价处于低位以及板块调整影响，公司营业收入小幅下降，有色金属、建材板块仍为公司收入和利润的主要来源；其余各板块收入及盈利能力变化较大，整体盈利能力有所提升。

2．有色金属、建材业务

原料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成。

电力和煤炭方面，2016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，公司自有电厂以来一直与两大煤炭公司进行长期合作，定价原则和结算方式未发生重大变化；另外，由于年内公司部分电力资产与有色板块产业链整合导致电、汽利润体现在终端有色金属产品上。

铝土矿方面，公司铝土矿主要依靠进口，2016年公司从力拓公司采购量占比达100%，采购集中度高。公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。在低温矿方面：2016年下半年，公司和力拓签订了2017~2019年3年澳洲低温矿的供矿协议，每年低温矿的供应量为100万吨；2017年年初，公司又和力拓签订了50万吨低温矿的采购协议，供货期为2017年下半年；同时，为了控制生产成本，2016年下半年，公司另外签订了40万吨所罗门矿石的采购协议，供货期为2017年全年。高温矿方面，公司已在2008年与澳大利亚力拓签订了为期10年的高温矿长期采购协议和1年的低温矿采购协议。2016年，公司铝土矿的定价原则及结算方式未发生变化，定价原则按照LME3个月铝价×挂钩率，结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。采购量方面，2016年公司铝土矿采购量较上年下降14.47%，主要系2015年公司铝土矿库存量偏高，2016年为降低库存至正常水平主动减少采购所致；2016年，虽然铝价触底反弹后呈震荡上涨趋势，但全年均价较上年有所下降，导致公司铝土矿采购均价同比下降9.16%至337元/吨。2017年一季度，公司铝土矿采购量为82万吨，采购均价为366元/吨，较年上增长8.61%。

表 4　近年来公司铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
采购量	387	331	82
不含税均价	371	337	366

资料来源：公司提供

产品生产

2016年，公司生产模式未发生变化，仍以订单式生产为主。

公司铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品。公司生产的铝锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，以自用为主。从主要产品的产能来看，随着新建项目逐步投产，截至2016年底，公司已具有120万吨深加工能力，其中包含44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧、4万吨箔轧、18万吨中厚板热轧、10万吨中厚板冷轧、5万吨中厚板深加工能力。2017年1~3月，公司新增铝箔产能4万吨/年至7万吨/年，其余产能无变化。

表5　2015~2016年公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨，%）

产品	2015 年			2016 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	44	26.91	61.16	44	23.24	52.82
热轧卷	60	56.90	94.83	60	61.45	102.42
冷轧卷	60	44.89	74.82	60	52.14	86.90
铝箔	3	3.21	107.00	3	3.48	116.00
合金锭	120	101.06	84.22	120	103.86	86.55

资料来源：公司提供

2016年，除型材外，其余主要产品产量均有所增长；其中，型材产量较上年下降13.64%，热轧、冷轧、箔轧、合金锭产量分别增长8.00%、16.15%、8.41%和2.77%；除型材外，其余主要产品产能利用率均维持在较高水平。

2016年，公司产品研发水平仍在行业内具有优势，根据工业和信息化工业部办公厅下发的《2016年度民机铝材上下游合作机制重点任务及分工》的通知的要求，指定子公司山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”）参与多个项目实施，其中南山铝业牵头开展2524合金薄板工业化成套制造技术研究，中铝西南铝业（集团）有限公司、北京有色金属研究总院、中国商飞、中航工业参与，以满足中国商飞对飞机蒙皮用铝材国产化的要求，实现飞机典型零件的材料供应。2524合金飞机蒙皮板的研制，使南山铝业成为国内首家研制高纯、高强、高韧的宽幅铝合金航空蒙皮板材的厂家。

产品销售

公司近几年在加大国内市场开发力度的基础上致力开拓国际市场，产品的出口销售额占比逐年提升。由于美国是全球最大的铝板带箔的销售市场，公司通过在美国设立销售分公司进行北美市场的开拓，2016年铝制品出口销售额占比达27.52%，较2015年上升6.52个百分点；2017年1~3月，公司铝制品出口销售额占比达29.72%。由于人民币兑美元汇率双向波动加剧，汇率走势难以把握，也为企业的经营带来了复杂和不确定性。

销售区域方面，公司有色金属、建材板块主要产品的国内销售额占全部销售额的70%以上。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，主要销售方式为直销（占95%），对约85%的客户采取款到发货的结算模式，其余客户执行货到后一个月内付款的结算方式，严格控制应收账款；国外销售主要集中在欧美和东南亚，采用直销和经销并行方式，占比分别约40%和60%。

2016年，公司产品定价模式无变化。公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值；随着国内有色金属期货市场的发展，铝期价对现货市场价格具有较大的参考作用，公司铝产品国内定价一般是将期铝近月平均价格作为销售价格。2016年，铝价触底反弹，价格波动上涨，但由于此前铝价下调幅度较大，全年均价较上年仍略有下降，反映到公司具体产品上2016年除热轧板产品外，公司其他主要产品售价均有所下滑，其中，铝型材售价降幅相对明显，2016年均价为1.72万元/吨，较上年下降14.06%。2017年1~3月，公司主要产品价格较上年有所提高，主要铝价在2016年震荡上涨并于2017年一季度处于高位所致。由于公司执行以销定产，2016年公司主要产品产销率仍维持在较高水平。

表6　公司主要产品销售情况（单位：万吨，%，万元/吨）

产品	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
型材	27.20	101.15	2.00	23.37	100.56	1.72	4.86	101.25	1.74
热轧卷	57.60	101.14	1.49	61.42	99.95	1.50	14.42	93.39	1.61
冷轧卷	43.90	97.82	1.79	49.49	94.92	1.72	13.73	103.70	1.85
铝箔	3.24	100.93	2.44	3.45	99.14	2.42	0.99	87.61	2.44
合金锭	101.00	100.39	1.31	103.86	100.00	1.29	22.7	93.65	1.44

资料来源：公司提供

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。2016年及2017年1~3月，公司前五大客户的销售额合计分别占比19.79%和16.19%，客户集中程度仍然不高。

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

出口结算方式主要以现汇为主。

总体看，2016年，受铝价持续低迷影响，该板块收入有所下降，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

2016年，公司纺织、服装板块实现营业收入15.69亿元，同比下降43.15%；毛利率由上年的20.96%升至34.47%。

从原料采购来看，羊毛仍是该板块的最主要成本，占比在60%以上，其余为人工成本，水电汽费用和折旧费等。2016年，采购模式变化不大，仍采取以销定采模式，公司所需羊毛仍主要从澳洲采购，采购羊毛4,711.11余吨，较上年变化不大，定价随市价，通过信用证结算。2016年公司的羊毛采购成本为7.83万元/吨，较上年小幅下降6.00%，主要系采购羊毛的类型不同所致。

从产能方面来看，2016年，公司产能无变化，公司仍具有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。2016年，公司精纺呢绒产量1,590万米，同比下降39.35%，主要系公司减少生产低附加值产品所致，产能利用率由87.40%下降至53.00%；高档西服产量为202万套，较上年变化不大，产能利用率较高。

2016年，该板块定价模式无变化。订单签订后，一般客户需要先支付30%的定金，公司会综合考虑市场上原材料价格和生产费用，并采取成本加成的方法锁定毛利率，服装和面料的加成率分别为25%和15%左右。国内销售的结算方式主要以现汇（电汇，汇票）为主、银行承兑汇票为辅，国外结算方式主要以是现汇为主。2016年现汇结算比例在88.98%，银行承兑汇票结算比例为11.02%。2016年，由于公司采取以销定产的模式，产销率维持在较高水平。

表7　近年来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米，万套，%）

项目	2015 年			2016 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精纺呢绒	2,622	2,586	98.63	1,590	1,580	99.37
服装	207	205	99.03	202	195	96.44

资料来源：公司提供

从销售地区分布来看，随着多地营销中心的效果逐步展现，公司该板块出口业务比例明显提高，2016年，公司该板块出口业务销售额占比为51.75%，较上年上升16.85个百分点。从客户集中度上看，2016年，公司该板块前五名客户销售额占比32.55%，集中度不高。

2017年一季度，由于纺织板块独立上市需要，公司解除了与NATSUN HOLDINGS LIMITED的代持协议，并取得山东南山纺织服饰有限公司（以下简称“南山纺织”）27%股权，南山纺织不再并入公司合并范围，故2017年一季度，该板块无收入。

总体看，受公司调整产品结构，淘汰落后产能影响，2016年，公司该板块收入规模有所下降，盈利能力有所提升；2017年一季度，该板块已不在纳入公司合并范围。

4．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。2016年，公司建筑、房地产板块营业收入49.40亿元，较上年增长61.35%，其中房地产业务收入46.33亿元，较上

年增长147.15%，主要系龙口、烟台、青岛的房地产市场销售回暖所致；建筑、安装业务收入3.07亿元，较上年下降74.12%，主要系承建工程数量减少所致。2016年，公司建筑、房地产板块毛利率为28.43%，较上年下降2.71%。

表 8　2015~2016 年房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年
开工面积	54.39	33.72
竣工面积	29.41	26.87
签约销售面积	43.80	86.35
确认销售收入	18.75	46.33

资料来源：公司提供

目前，公司房地产项目主要位于龙口市，少量分布于青岛及烟台等地。截至2017年3月底，公司销售面积总计328.75万平方米，尚余62.35万平方米面积未售。房地产项目主要通过预售方式销售，待开发产品竣工验收并办理移交手续后确认收入（由“预收款项”转为“经营收入”）。根据公司对已建、在建的房地产项目销售情况的预测，2017~2019年预计完成销售额分别为22.26亿元、13.11亿元和4.19亿元，收入规模将逐步缩减。

目前，公司在建房地产项目主要有丹岭云天阁和海泰居。上述房地产项目资金全部由公司自筹，目前已完成大部分投资，2017年剩余投资8,296万元。

表9　截至2017年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万元，万平方米，%）

项目名称	计划投资	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	2017年剩余投资	资金来源
丹岭云天阁	36,000	7.30	35,327	98	673	自筹
海泰居	105,302	31.09	97,679	93	7,623	自筹
合计	**141,302**	**38.39**	**133,006**	--	**8,296**	--

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司无土地储备，亦无拟建房地产项目。未来公司将改变该板块营运营模式，减少本地地产业务投入，转向在大中型城市，采取与国内知名房地产公司合作开发的模式。

总体看，2016年，由于龙口、烟台、青岛的房地产市场销售回暖，该板块收入有所增长，未来该板块运营模式将有所改变。

5．贸易、旅游、金融及教育等其他业务

2016年，公司贸易板块实现收入6.13亿元，毛利率为0.69%；旅游、金融及教育等其他业务实现营业收入70.68亿元，同比大幅增长106.89%，主要来自于旗下青岛航空及公务机的收入增长以及土地及股权转让收入29亿元；毛利率为37.66%，同比下降7.91个百分点，主要系毛利率较低的土地转让业务拉低所致，整体看仍然维持较强的盈利能力。

公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一，2016年实现营业收入和毛利润分别为5.63亿元和2.69亿元。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。2016年，烟台南山学院实现收入和毛利润分别为4.13亿元和0.52亿元。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-烟台银行及龙口市农村商业银行，公司金融资产较为优质，发展前景较好。

2016年，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）实现营业收入和营业利润分别为2.58亿元和2.32亿元，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，2016年实现收入15.73亿元。

总体看，2016年公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务规模整体呈增长趋势，对公司运营形成一定支持。

6．在建项目

截至2017年3月底，公司主要在建项目包括年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目、龙口湾临港高端制造业聚集区项目以及14,000吨大型精密模锻件项目；规划总投资为189.99亿元，自筹和外部融资分别占比28.03%和71.97%，以外部融资为主；已经累计投入181.53亿元，占预计总投资额的95.55%，完成投资规模较大，未来投资压力不大。

表 10　截至 2017 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	2017 年	2018 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	89.83	10.00	13.17
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	70.17	--	--
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	21.53	--	--
合计	**189.99**	**53.25**	**136.74**	**181.53**	**10.00**	**13.17**

资料来源：公司提供

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。该项目主要产品分为中厚板和薄板带两大系列，定位附加值较高的航空板、汽车板，其中航空板已通过 B/E 认证、波音体系认证，正积极推进空客等认证，已与中商飞建立合作关系；汽车板在国内实现小批量供货，并在北美试单。目前 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目部分工序已进入试产阶段，预计 2~3 年后达产。该项目计划总投资 61.89 亿元，其中自筹资金 2.65 亿元，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。截至 2017 年 3 月底，该项目已累计投入 70.71 亿元，投资已接近尾声；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 亿元年净利润。

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2017年3月底，项目已投资89.83亿元。目前，项目已完成围堰和临时道路建设，填岛已基本完成，正处于沉降阶段。项目建成后，公司计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益，预计总投资收益率为14.20%。考虑到该项目建设周期长、投资规模很大，且未来盈利模式和收回投资的情况仍存在不确定性，联合评级将持续关注该项目的建设进度及规划。

14,000 吨大型精密模锻件项目

该项目主导产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产

品，达产后年生产能力为14,000吨。该项目目标成品为高附加值的飞机框、发动机涡轮盘和船板汽车板等，已与相关客户GE、R.R、P.W、SF多次交流并达成初步合作意向。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，银行贷款9.50亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，截至2017年3月底已投入21.53亿元。该项目达产后预计年销售收入13.33亿元，利润总额6.05亿元。目前该项目部分工序进入试产阶段。

总体看，2016年，公司在建工程稳步推进中，特种铝合金和精密模锻件的建成投产将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构，未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司的产品结构有望得到优化、综合竞争实力有望增强；人工岛项目的建设投资规模大，资金主要源于外部融资，但运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性。公司无拟建项目，在建项目整体投资进度超过90%，未来资本支出压力不大。

7．经营关注

（1）纺织板块不再纳入合并范围

2017 年一季度，公司纺织板块由于独立上市需要，不再纳入公司合并范围，未来会对公司整体收入和利润规模产生影响。

（2）主要原材料对进口依存度大，存在一定价格和汇率风险

目前，公司主要原材料铝土矿和羊毛主要通过进口获得，2016 年，铝土矿和进口羊毛的价格呈上升趋势。若未来原材料价格继续大幅波动，或原材料价格上涨无法完全向下游转移，将会降低公司主营业务利润率，对公司经营造成不利影响。

8．未来发展

公司中长期发展规划目标为：以铝产品深加工产业为龙头，整合产业链条，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。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、高附加值铝深加工产品，进一步增强公司成本优势和抗风险能力，提高盈利能力和核心竞争力。

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 2016 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 2017 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2016年底，公司纳入财务报表合并范围的一级子公司29家，与2015年底相比减少1家、增加1家，减少1家为烟台南山博文服饰有限公司被子公司南山纺织吸收合并，增加1家为收购Nanshan Group Singapore Co.Pte Led全部股权，并入合并范围。总体看，2016年，公司合并范围变化对公司经营与财务影响较小，财务数据较强。2017年1~3月，公司纺织板块经营主体南山纺织由于独立上市需要，不再纳入公司合并范围；公司2017年一季度财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,160.24 亿元，负债合计 589.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 570.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 377.50 亿元。2016 年，公司实现营业收入 284.84 亿元，净利润（含少数股东损益）29.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 34.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 30.29 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 1,155.08 亿元，负债合计 579.31 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）合计 575.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 381.40 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.57 亿元，净利润（含少数股东损益）5.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.79 亿元。

1．资产、负债及所有者权益结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 1,160.24 亿元，较年初增长 15.53%，主要来自于流动资产及非流动资产的共同增长。截至 2016 年底，公司资产总额中流动资产占 35.54%，非流动资产占 64.46%，公司资产构成以非流动资产为主，符合公司经营特点。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产合计 412.32 亿元，较年初增长 24.29%，主要系货币资金、应收账款及其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 31.45%）、应收账款（占 8.11%）、预付款项（占 6.16%）、其他应收款（占 11.34%）和存货（占 35.50%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 129.68 亿元，较年初增长 30.84%，主要系年内公司完成多笔公司债及中期票据的发行所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 73.50%）和其他货币资金（占 26.37%）构成；其中，货币资金受限金额为 34.19 亿元，占 26.37%，主要为办理进口信用证、银行承兑汇票等业务的保证金。整体看公司货币资金相对充足。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 33.45 亿元，较年初增长 168.83%，一方面由于出售土地和股权导致相应应收款增加，另一方面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。公司应收账款以 1 年以内的为主，占比 84.36%，1~2 年的占 4.21%，2~3 年的占 10.13%，其余账龄为 3 年以上。2016 年应收账款累计计提坏账准备 1.45 亿元，计提比例为 4.15%，计提比例尚可。截至 2016 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 16.33 亿元，占应收账款余额的 46.80%，集中度较高。整体看，公司应收集中度较高，且部分账龄较长，存在一定回收风险。

截至 2016 年底，公司预付款项 25.40 亿元，较年初下降 37.30%，主要系随着公司在建项目的陆续结转，公司预付材料款及预付工程款减少所致。公司预付款项账龄在 1 年以内的占比 33.21%，账龄为 1~2 年的占比 6.22%，2~3 年的占比 28.56%，3 年以上的占比 32.01%，整体看账龄较长，存在一定的资金占用。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 46.74 亿元，较年初大幅增长 376.56%，主要系应收土地转让款及股权转让款增加所致；公司其他应收款主要由土地转让款、股权转让款及往来款构成，账龄在 1 年以内的 69.87%，1~2 年的占比 10.95%，2~3 年的占比 19.05%，其余为 3 年以上，累计计提坏账准备 0.41 亿元，计提比例 0.88%。截至 2016 年底，公司按其他应收款前五名占比 71.44%，集中度较高。整体看，公司其他应收款规模较大且部分账龄较长，坏账准备计提比例较低，集中度较高，存在一定的资金占用及回收风险。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 146.38 亿元，较年初下降 3.79%，主要由原材料（占 14.51%）、库存商品（占 13.48%）和在产品（占 71.29%）构成。公司计提存货跌价准备 0.72 亿元，计提比例较低。考虑到近年来铝产品价格持续波动，公司存货存在一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产 747.92 亿元，较年初增加 11.21%，主要系固定资产大幅增加所致；主要由可供出售金融资产（占 10.64%）、固定资产（占 49.82%）、在建工程（占 26.07%）和无形资产（占 7.43%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 79.58 亿元，较年初下降 7.67%，主要系公司对烟台银行股份有限公司持股比例达到具有重大影响，将该公司股份转入长期股权投资所致；公司可供出售金融资产主要由按成本计量的可供出售权益工具构成，占比为 83.36%，其余为可供出售债务工具及

其他金融资产。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 23.17 亿元，较年初大幅增长 419.77%，主要系年内调整对烟台银行股份有限公司（以下简称“烟台银行”）的投资所致；公司长期股权投资均以权益法核算，主要为对烟台银行的投资（占 82.23%）。近年来，烟台银行经营情况较好，收入和利润持续增长；2014~2016 年，烟台银行分别实现收入 16.25 亿元、17.66 亿元和 19.78 亿元，分别实现净利润 3.95 亿元、4.17 亿元和 4.67 亿元；公司长期股权投资整体质量较好。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 372.64 亿元，较年初增长 24.41%，主要系公司重大在建项目逐步完工转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 40.06%）、机器设备（占 49.18%）和运输等其他设备（占 10.76%）构成。公司固定资产累计折旧 159.88 亿元，计提减值准备 1.37 亿元，成新率 69.80%，成新率一般。

截至 2016 年底，公司在建工程 194.96 亿元，较年初下降 15.22%，主要系完工转入固定资产所致；其中铝深加工工程 53.95 亿元；东海开发项目 109.05 亿元（人工岛项目和屹母岛项目），其他等工程 31.95 亿元（包括东海、屹坶岛配套及公共设施项目）；未及提减值准备。

截至 2016 年底，公司无形资产 55.60 亿元，较年初增长 43.70%，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 99.78%），所有土地使用权均已取得土地许可证，其余部分为软件、商标权及其他。截至 2016 年底，累计摊销 11.70 亿元，未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司所有权受限制的资产共计 49.42 亿元，占公司总资产的 4.26%，受限比例较低。其中：货币资金 34.19 亿元，作为信用证、银行承兑汇票等保证金；房产及土地 14.93 亿元、海域使用权 0.30 亿元，作为部分银行借款、发债的抵押或质押资产。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 1,155.08 亿元，较年初下降 0.44%；流动资产和非流动资产分别占比 34.77%和 65.23%，仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

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

负债

随着公司在建项目的投入，公司负债规模相应增长。截至 2016 年底，公司负债总额 589.89 亿元，较年初增长 28.14%，主要来自与流动负债及非流动负债的共同增长；其中流动负债占 52.43%，非流动负债占 47.57%。

流动负债方面，截至 2016 年底，公司流动负债 309.29 亿元，较年初增长 24.05%，主要来自于应付账款、其他应付款及其他流动负债的增加；公司流动负债主要由短期借款（占 16.00%）、应付票据（占 7.76%）、应付账款（占 23.08%）、预收款项（占 14.04%）、其他应付款（占 7.40%）、一年内到期的非流动负债（占 5.44%）和其他流动负债（占 19.80%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 49.48 亿元，较年初下降 23.84%，主要系年内公司完成多笔公司债的发行，置换短期债务所致；公司短期借款主要由信用借款（占 48.99%）、抵、质押借款（占 10.18%）及担保借款（占 40.01%）构成。

截至 2016 年底，公司应付票据 23.99 亿元，较年初下降 20.71%，主要系公司减少票据结算所致，公司应付票据主要为银行承兑汇票，占比为 98.47%。

截至 2016 年底，公司应付账款 71.39 亿元，较年初增长 93.70%，主要系应付原材料款增加所致；公司应付账款主要为应付原材料、机器设备和零部件采购款。

截至 2016 年底，公司预收账款 43.41 亿元，较年初下降 19.63%，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。

截至 2016 年底，公司其他应付款 22.89 亿元，较年初大幅增长 132.62%，主要系往来款增加所致；公司其他应付款主要为与非关联方的往来款。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.81 亿元，主要为长期借款到期转入所致。

公司其他流动负债仍旧主要为短期融资券。截至 2016 年底，公司其他流动负债 61.24 亿元，较年初增长 33.31%，主要系年内公司完成短期融资券、超短期融资券的发行所致。

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 280.60 亿元，较年初增长 32.97%，主要来自于应付债券的增加；公司非流动负债主要由长期借款（占 27.43%）和应付债券（占 67.33%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 76.98 亿元，较年初下降 19.14%，主要系部分长期借款到期转入一年内到期的非流动负债，同时，公司通过发行公司债及中期票据满足资金需求，减少新增长期借款所致；其中信用借款占 24.43%，抵、质押借款占 42.68%，保证借款占 32.88%。

截至 2016 年底，公司应付债券 188.93 亿元，较年初大幅增加 76.71%；公司应付债券中，2018 年到期 32 亿元，2019 年到期 40 亿元，2020 年到期 25 亿元，2021 年到期 80 亿元，较为分散，集中偿付压力不大。

随着公司完成多笔公司债及中期票据的发行，公司全部债务有所增长。截至 2016 年底，公司全部债务 425.18 亿元，较年初增长 22.03%；其中短期债务占 35.35%，较去年下降 4.89 个百分点，长期债务占 64.65%；公司债务结构仍以长期债务为主，债务结构较为合理；公司长期债务主要为长期借款和应付债券，偿还期限较为分散但规模较大，存在一定集中偿付压力。截至 2016 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 50.84%、42.71%和 32.52%，分别较年初上升 5.00 个百分点、3.66 个百分点和 4.84 个百分点，债务负担有所加重，整体债务负担一般。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 579.31 亿元，较年初下降 1.79%。流动负债和非流动负债占比分别为 51.57%和 48.43%，仍以流动负债为主，负债结构较年初变动不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 424.28 亿元，较上年底变化不大；债务结构较年初基本无变化；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 50.15%、42.43%和 32.30%，债务负担较年初变化不大。

总体看，2016 年，受发行多笔公司债及中期票据影响，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但仍处于一般水平；长期债务比重有所提升，公司债务结构较为合理。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 570.35 亿元，较年初增长 4.86%，主要来自于未分配利润的增加；其中归属于母公司所有者权益合计 377.50 亿元，占所有者权益的 66.19%，主要由实收资本（占 2.65%）、资本公积（占 2.47%）、盈余公积（占 10.47%）和未分配利润（占 84.33%）构成；截至 2016 年底，公司少数股东权益 192.85 亿元，较年初增长 1.46%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 575.78 亿元，较年初微幅增长 0.95%，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 381.40 亿元，较年初增长 1.03%，归属于母公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2016 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

2016 年，受全年铝均价较低影响，公司营业收入小幅下降 4.31%至 284.84 亿元；营业成本 207.28

亿元，同比下降 7.69%，降幅大于收入降幅，导致公司营业利润率由上年的 23.21%升至 25.26%；2016 年，公司实现利润总额 35.49 亿元，同比增长 5.88%；实现净利润 29.26 亿元，同比增长 2.08%，其中归属于母公司所有者的净利润 21.71 亿元，同比下降 10.41%。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用为 39.91 亿元，同比增长 8.94%，主要来自销售费用和管理费用的增长；期间费用中，销售费用占 30.74%，管理费用占 40.43%，财务费用占 28.83%。2016 年，公司管理费用 16.14 亿元，同比增长 10.53%，主要系管理人员工资支出增加所致；2016 年，公司财务费用 11.51 亿元，较上年变化不大；2016 年，销售费用 12.27 亿元，同比增长 16.96%主要系运输费和市场推广费增加所致。2016 年，公司费用收入比为 14.01%，较去年上升 1.70 个百分点，公司期间费用控制能力尚可。

2016 年，公司投资收益 3.23 亿元，主要为获得烟台银行股份有限公司投资收益 1.63 亿元以及转让青岛海阁置业公司、青岛海轩置业公司、青岛海澜置业公司股权获得投资收益 0.70 亿元；公司营业外收入 2.85 亿元，主要为与收益相关的政府补助；2016 年，公司投资收益及营业外收入合计占利润总额的 17.14%，对公司利润影响不大。

从盈利指标看，受公司融资规模增加、资产及权益规模增长等因素影响，2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均小幅下降，分别为 4.54%、4.53%和 5.25%，但公司整体盈利能力仍然较强。

2017 年 1~3 月，受公司纺织板块剥离影响，公司收入及利润规模较上年同期略有下滑，实现营业收入 56.57 亿元，同比下降 13.49%；实现净利润 5.56 亿元，同比下降 16.96%，其中归属于母公司所有者的净利润 3.93 亿元。

总体看，受铝价持续低迷影响，公司的收入规模略有下降，但整体盈利规模和盈利能力仍保持在较高水平。受公司纺织板块剥离影响，2017 年公司收入及利润规模出现下滑。

3．现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入为 246.21 亿元，同比下降 21.24%，主要系随公司放宽信用政策，导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；现金流出为 211.96 亿元，同比下降 23.11%，主要系公司压缩库存，导致采购原料导致的现金流出减少所致；综合以上因素，经营活动产生的现金流量净额 34.25 亿元。同期，现金收入比为 84.01%，收入质量下降程度较大。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动现金流入为 26.47 亿元，主要为前期投资的金融产品于 2016 年陆续到期收回所致；公司投资活动现金流出规模较大，主要为投资支付的现金，2016 年公司投资活动现金流出为 72.99 亿元。2016 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-46.52 亿元。

从筹资活动来看，2016 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。2016 年，公司筹资活动现金流入为 290.03 亿元，主要为发行债券和取得借款导致的现金流入；流出额为 248.89 亿元，净流入额为 41.14 亿元，较上年下降 9.16%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 1.65 亿元，公司投资活动现金流量净额-11.62 亿元，公司筹资活动现金流量净额-4.82 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，收入实现质量有所下滑，经营活动现金流无法满足投资活动需求，仍存在部分的融资需求。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率为 1.33 倍，与上年持平；速动比率为

0.86 倍，较去年小幅提升；流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 0.96 倍，较上年有所提升，对短期债务的覆盖程度较上年增强。公司经营现金流动负债比为 11.07%，较上年下降 3.74 个百分点，公司净现金流对流动负债的覆盖能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 80.59 亿元，同比增长 17.02%。2016 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 30.92%）、摊销（占 8.19%）、计入财务费用的利息支出（占 16.85%）和利润总额（占 44.04%）构成。公司有息债务规模快速增长，2016 年 EBITDA 利息倍数为 5.93 倍，较上年有所提升，EBITDA 全部债务比为 0.19 倍，较上年小幅下降，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度一般，对利息的保障程度较高。总体看，2016 年，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 2017 年 3 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 6.38 亿元，占公司净资产的 1.11%，均为对联营公司或合营公司的担保，规模较小，或有负债风险较低。

截至2017年3月底，公司及其子公司银行授信总额为874.57亿元，已使用257.12亿元，未使用617.45亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属子公司南山铝业股份（600219.SH）为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码G1037068100009930L），截至2017年5月18日，公司无未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金类资产较为充足，短期支付能力较强；经营现金流保持较大规模净流入状态；长期偿债能力仍保持在较强水平；公司间接融资渠道畅通。同时，考虑到公司目前有项目在投入，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 2017 年 3 月底，公司现金类资产达 131.33 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（90 亿元）的 1.46 倍，公司现金类资产对本报告跟踪债项本金的覆盖程度较高；净资产达 575.78 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（90 亿元）的 6.40 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对本报告跟踪债项的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 80.59 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（90 亿元）的 0.90 倍，公司 EBITDA 对本报告跟踪债项的覆盖程度较高。从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 246.21 亿元，约为本报告跟踪债项待偿本金合计（90 亿元）的 2.74 倍，公司经营活动现金流入量对本报告跟踪债项的覆盖程度较高。

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明显优势，公司对本报告跟踪债项的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，南山集团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，2016 年，公司营业收入和利润规模仍保持在较高水平。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

关注到铝产品加工业对进口原料依赖程度高，铝土矿价格及汇率有所波动以及 2017 年开始公司纺织板块不再纳入合并范围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，联合评级将公司主体信用等级调整为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时将“15 南山 02”、“16 南山 01”、“16 南山 03”、“16 南山 04”、“16 南山 05”、“16 南山 06”和“16 南山 07”的债项信用等级调整为“AAA”。

附件 1　南山集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	1,004.27	1,160.24	1,155.08
所有者权益（亿元）	543.91	570.35	575.78
短期债务（亿元）	140.22	150.30	149.51
长期债务（亿元）	208.20	274.87	274.77
全部债务（亿元）	348.42	425.18	424.28
营业收入（亿元）	297.67	284.84	56.57
净利润（亿元）	28.66	29.26	5.56
EBITDA（亿元）	68.87	80.59	--
经营性净现金流（亿元）	36.94	34.25	1.65
应收账款周转次数（次）	20.13	11.82	--
存货周转次数（次）	1.51	1.38	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.26	--
现金收入比率（%）	102.81	84.01	120.28
总资本收益率（%）	4.94	4.54	--
总资产报酬率（%）	4.88	4.53	--
净资产收益率（%）	5.68	5.25	0.97
营业利润率（%）	23.21	25.26	25.15
费用收入比（%）	12.31	14.01	13.25
资产负债率（%）	45.84	50.84	50.15
全部债务资本化比率（%）	39.05	42.71	42.43
长期债务资本化比率（%）	27.68	32.52	32.30
EBITDA 利息倍数（倍）	4.26	5.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.19	--
流动比率（倍）	1.33	1.33	1.34
速动比率（倍）	0.72	0.86	0.85
现金短期债务比（倍）	0.79	0.96	0.88
经营现金流动负债比率（%）	14.81	11.07	0.55
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.77	0.90	--

注：1、2017 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 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。