

信用等级公告

联合[2015]556号

南山集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对南山集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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”
南山集团有限公司拟发行的 2015 年公开发行公司债券（第一期）
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

二零一五年十二月十八日

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

2015 年公开发行公司债券（第一期）信用评级分析报告

本期债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：本次债券发行总额不超过 100 亿元（含 100 亿元），其中本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）

本期债券期限：5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，最后一期利息随本金一起支付

评级时间：2015 年 12 月 18 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	939.19
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	528.36
长期债务(亿元)	144.13	210.25	222.42	170.95
全部债务(亿元)	221.34	286.74	335.23	309.29
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	146.48
净利润(亿元)	40.49	41.03	38.12	13.27
EBITDA(亿元)	68.67	76.05	77.02	--
经营性净现金流(亿元)	25.08	42.63	41.49	30.78
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	19.81
净资产收益率(%)	11.26	10.15	8.59	2.67
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	43.74
全部债务资本化比率(%)	36.49	40.41	41.90	36.92
流动比率	1.54	1.63	1.41	1.33
EBITDA 全部债务比	0.31	0.27	0.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.73	7.32	5.21	--
EBITDA/本期发债额(倍)	6.87	7.60	7.70	--

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。

③2015 年上半年数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南山集团有限公司（以下简称“南山集团”或“公司”）的评级反映了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，在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面具备较强的竞争优势；以此优势为基础，公司近年呈现持续发展态势，营业收入和利润规模保持在较高水平。同时，联合评级也关注到，公司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。

近年来，公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力较强，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”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司具有良好的品牌和规模优势，尤其是铝加工板块拥有“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链，成本优势明显，抗风险能力强。

2. 公司位于胶东地区经济中心地带，西邻龙口港，水上交通便利，具有明显的运输成本优势。

3. 公司整体技术水平高，各生产环节空间距离短，一体化的生产流程使中间损耗较

小。

3. 公司收入和利润规模逐年提高，经营活动获现能力强，整体债务负担适中。

4. 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。

关注

1. 电解铝行业存在较大产能过剩，行业竞争压力较大。

2. 中国铝土资源对外依存度大，而中国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. 公司未来投资规模大，存在一定的资本支出压力。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与南山集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与南山集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因南山集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由南山集团有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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。2000 年以来，公司在北部海滨区开发东海经济园区项目，逐步实现规模化生产和集约化经营，使公司规模和现代化水平获得较快提升。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 2015 年 6 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。

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，以下简称“南山铝业”）在上海证券交易所上市。截至 2015 年 6 月底，公司持有南山铝业 29.81% 的股权。

公司从事业务以铝加工为主，经营范围包括：铝锭、铝型材系列、毛纺织系列、服装系列、板材系列、宾馆、酒店、能源、游乐、建筑、企业生产的铝型材制品、板材家具、纺织品、服装/进出口商品、企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件和相关技术；加工、销售、管理服务；园艺博览、文化艺术交流、房地产开发经营、仓储（不含危险化学品）、黄金销售；海产品养殖；房屋、土地、设备的租赁。（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）

截至 2014 年底，公司设有办公室、财务部、人力资源部、审计部、安检办、劳资部、法律事务部、网络信息中心、外经外贸办、保卫部、质检部、供应商审核部、宣传部、资本市场部、项目办等 15 个部门，截至 2014 年底，公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业 30 家。截至 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 40,976 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 905.48 亿元，负债合计 440.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.76 亿元。2014 年，公司实现营业收入 303.10 亿元，净利润（含少数股东损益）38.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 41.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.70 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 939.19 亿元，负债合计 410.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）528.36 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 146.48 亿元，净利润（含少数股东损益）13.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.62 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、本期公司债券概况

1. 本期公司债券概况

本期债券名称为“南山集团有限公司 2015 年公开发行公司债券（第一期）”，本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元），发行人和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售选择权；本期债券期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券向合格投资者公开发行，债券票面金额为 100 元，按面值发行，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本期公司债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后将用于补充营运资金，偿还公司债务，调整负债结构。

三、行业分析

公司主要从事铝产品、纺织服饰的生产和销售以及房地产开发业务。

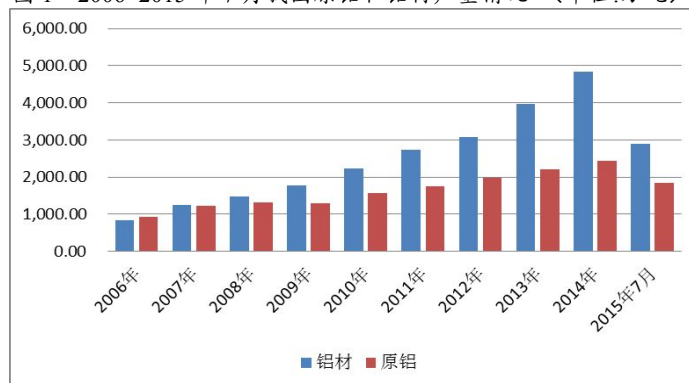
（一）铝加工行业

1. 行业概况

铝具有多种优越的性能，是实现轻量节约、清洁环保、循环利用目标的首选材料，是世界上产量和用量仅次于钢铁的金属，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，在国民经济中占有日益重要的地位。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。2006~2014年，我国原铝产量波动增长，铝材产量逐年稳定增长（如下图所示）。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，中国铝工业将保持较大的市场需求；但我国铝材的消费结构与其他国家相比有较大的差异，消费结构将面临一定调整。

图1 2006~2015年7月我国原铝和铝材产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯

总体看，得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，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。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。

2. 上游原料

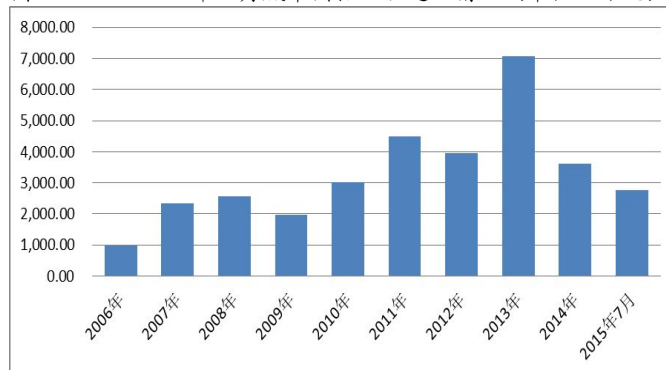
铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占 35%~40%，用电成本约占 40%~45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

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，主要集中在几内亚、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，静态储采比仅有 21 年，资源储量与开采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。

由于中国铝土矿资源有限，氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，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，目前中国所需铝土矿约 60% 来自进口，而源自印尼的进口量占进口总量的比重达到 60%~70%。根据海关总署数据，2013 年，中国铝土矿进口总量为 7,007 万吨，同比增加 78.7%，迅猛增长，主要由于印尼表示 2014 年将限制原矿出口，国内企业增加备货以及印尼矿商加大出口力度所致。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。自印尼宣布禁令以来，中国铝企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，包括拓宽印尼以外的进口原材料渠道、利用在印尼建设精炼厂（由于印尼政府规定如果在当地具有氧化铝生产能力的厂商，可以继续出口氧化铝）的方式来换取铝的出口配额等，显示出我国氧化铝企业更加多元化的进口策略，避免因一国的供应不足或限制，影响氧化铝生产。2014 年，受印尼执行矿石出口禁令的影响，国内铝土矿进口量大受影响，全年进口量 3,628 万吨，同比下降 48.3%，其中澳洲对中国的铝土矿出口增加 9.5%，成为中国最大的供应国。

图 2 2006~2015 年 7 月底中国铝土矿进口情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

由于此前国内生产商已囤积大量库存，短期内该禁令不会产生较大影响；但长远来看，此举迫使中国铝生产商们开始改变其运营模式，以减少对印尼矿石的依赖。未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，未来国际铝土矿价格的走高将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

煤炭

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。2012 年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至 2013 年 12 月 6 日，全国焦煤平均价 1,078 元/吨，同比下降 14.31%，较 2011 年同期下降 31.34%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为 2000

年以来最大幅度。2014 年以来，煤炭价格依然低位运行，截至 2015 年 8 月底全国焦煤平均价低至 644 元/吨。虽然短期内煤炭价格仍然维持底部调整格局，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国经济的回升，煤炭下游需求将上升，其价格将逐渐走强。

图 3 2010~2015 年 8 月底中国煤炭价格指数：全国综合



资料来源：Wind 资讯

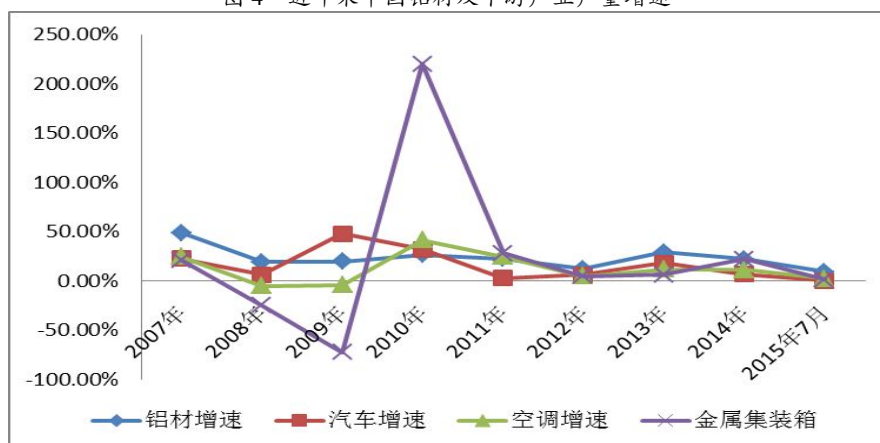
总体上看，煤炭和铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响，并对利润空间产生一定的压力。

3. 下游需求

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。在近年来中国经济增速下滑的大背景下，与 GDP 关联性较强的铝消费增速也在同步放缓，建筑房地产、交通运输、电子电力等主要原铝消费行业的高速增长时期已经结束，刚性需求成为拉动消费增长的主要动力。

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，其次为运输交通、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。

图 4 近年来中国铝材及下游产业产量增速



资料来源：Wind 资讯

房地产行业方面，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。2012 年，全国房地产开发投资完成额为 7.2 万亿元，同比增长 16.20%，相比 2011 年的 27.90% 大幅回落。2013 年 1-7 月投资增速维持在 20% 以上，自 8 月份开始出现略微震荡下行态势，但累计增速整体仍保持在 19.8% 的水平。2014 年，

房地产市场各项指标高位回落，全国主要城市房价出现集体下跌。根据国家统计局公布的全国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数，从 5 月起连续七个月出现环比下跌，其中 8 月环比跌幅达到 1.2%，创 2011 年以来新高。2014 年政府工作报告中提出改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村。与之前的保障房建设计划不同，棚户区改造在经济收益上更有保障。在大城市核心区等土地价值高的区域，可进行商业化“棚改”操作，地方政府和开发商均能取得收益。同时，被改造棚户区内居民，不论是采用货币或实物补偿，均将在住宅市场产生新增需求。这对未来房地产市场，尤其是重点城市将产生显著影响。总体看，城镇化进程的推进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。

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。在经历了 2009 年和 2010 年跨越式增长之后，汽车消费优惠政策的陆续退出，购车价格优惠和补贴逐渐取消，对汽车消费产生冲击。2012~2014 年，中国汽车产量分别为 1,927.18 万辆、2,211.68 万辆和 2,372.29 万辆，年均复合增长 10.95%。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。根据目前国务院审批的全国各地城市轨道交通建设规划，预计“十二五”期间，计划总投资 1 万亿元以上，规划建设 96 条轨道交通线路，国内城市轨道交通新增里程将达到 2,500 公里。到 2015 年全国城轨车辆保有量将达到 27,000 辆，其中铝合金车辆按比例 80% 计算即 21,600 辆。城市轨道交通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，随着中国公路运输、铁路运输、水运与空运对集装箱需求的大幅增加，集装箱产业必将持续发展，尤其是铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱由于具有特殊功能，今后将迅猛发展，并成为集装箱产业发展的主流。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强劲需求，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供给压力。

总体上看，除传统行业外，目前高端装备制造、航空航天、光伏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. 行业竞争

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 2014 年底，我国铝冶炼企业数量为 285 家，铝压延加工企业数量为 1,773 家。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。2014 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，结构调整有所优化。

从区域分布来看，铝工业具有一定区域集群特征。河南、山东等地既为原铝生产大省又为铝加工材生产基地，同时也是上游氧化铝的主要产地，产业集群效应明显；广东及江浙地区经济发达，铝材应用企业密集，产量也处于国内领先水平。2014 年，我国铝材产量位于前五位的地区分别为山东、河南、广东、江苏和广西，五个省份的产量合计占全国产量 60% 左右。辽宁、吉林等地，背靠东北工业基地，具有产业配套优势，且交通便利，是国内铝型材行业的后起之秀。

目前，国内铝型材生产厂商众多，但除中国铝业股份有限公司、信发集团有限公司（铝板块）、中国忠旺控股有限公司、西南铝业（集团）有限责任公司、云南铝业股份有限公司、山东南山铝业股份有限公司等几个大型企业外，其他铝材生产企业规模较小，中低端产品市场竞争激烈，高端产品供给不足，行业集中度仍处于较低水平。随着相关产业政策的出台，铝型材行业准入条件日益苛刻，行业新进入者日趋减少。此外，随着竞争格局的改变，汽车、电子电器、机电等下游行业逐步形成行业寡头，这些行业寡头对配件供应商的产品开发实力、产品品质、价格水平、交货期都有很高的要求，需要规模企业为其提供配套；同时，随着国内整体经济水平的提高，下游客户对铝材的需求日益多样化、品质化，从而对铝型材企业的生产经营提出了更高的技术、产品创新要求。以上因素使得优势企业的规模效应日益突出，推动国内铝型材企业的集中度加快提升，有利于铝型材行业的良性发展。

从行业盈利情况来看，主要铝业上市公司中，受铝土矿对外依存度大，电价上调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。

总体看，铝业区域特征明显，行业利润水平相对稳定但处于较低水平，未来随着下游行业需求的转变，行业集中度将进一步提高，规模企业将在竞争中占据更多优势。

5. 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。但总体来看，LME 更易受宏观因素驱动，SMMI 更易受国内基本面的影响。

国际方面，2012 年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好、上半年小幅走强，而此后随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，投资者看空情绪增长，国际铝价出现单边下跌态势。2013 年铝价总体呈现下跌趋势：2012 年 LME 铝现货结算价（以下简称“LME 铝价”）的最低点在 1,800 美元/吨左右，尽管 2013 年初 LME 铝价小幅走高至 2,100 美元/吨，但随着供应过剩的局面越来越严峻，2013 年下半年很长一段时间 LME 铝价都在 1,800 美元/吨以下徘徊，下行态势一直延续至 2014 年一季度，一度走出 1,641.50 美元/吨的低点。直至 2014 年第二季度，LME 铝价才在震荡中呈现回升，但仍低于去年同期的价格运行水平，11 月底结于 2,071.50 美元/吨，恢复至 2013 年初水平。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 6 月份 LME 铝价为 1,683 美元/吨，回到 2014 年中水平。

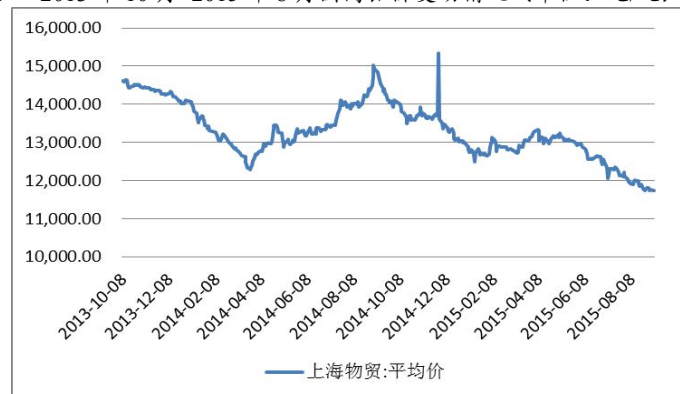
图 5 2013 年 10 月~2015 年 8 月国外铝价变动情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

国内方面，2012 年国内铝价受消费增速放缓以及供应压力持续攀升影响，总体呈现高开低走格局，下半年维持区间震荡，随着原铝供应稳步攀升、消费季节性回落导致国内供给过剩压力加剧，对国内铝价造成一定压力。2013 年，由于原铝产量增加，市场供需矛盾加剧，国内铝价震荡下滑后进入低位运行。2014 年以来，国内铝价呈现出 V 字型走势，根据上海物贸发布的现货铝价（日均价），由年初的 14,080 元/吨下跌至 3 月下旬的 12,300 元/吨左右，此后受传统消费旺季带动，供需过剩压力有所缓解，铝价自低位企稳回升，9 月初一度升至 14,800 元/吨以上，之后有所回落，11 月底结于 13,600 元/吨，略低于 2013 年同期水平。2015 年上半年国内铝价震荡下行，2015 年 6 月份，现货铝价下跌至 13,008 元/吨。未来短期内，国内新增产能还将持续释放，市场供应压力仍然较大，铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

图 6 2013 年 10 月~2015 年 8 月国内铝价变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，受产能过剩及宏观经济下行影响，铝材内需增长缓慢，铝价持续下跌，短期内铝价上行压力较大。

6. 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。同时，铝业作为有色金属工业，具有多重污染，伴随节能减排、环保的压力加大，铝业环保政策也日益严格。

表 1 近年来铝业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2009.5	国务院	《有色金属产业调整和振兴规划》	要以控制总量、淘汰落后、技术改造、企业重组为重点，推动产业结构调整和优化升级。同时，国家将重点支持有色金属技术改造、研发，加强高性能专用铝材生产工艺的研发；支持技术含量和附加值高的深加工产品出口；加大对有色金属产业技术研发和技术改造的支持力度，鼓励引导企业积极推进节能技术改造。
2009.9	国务院	《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	指出电解铝等行业产能过剩矛盾十分突出，全球范围内电解铝供过于求，我国电解铝产能利用率仅为 73.2%；规定今后三年原则上不再核准新建、扩建电解铝项目，现有重点骨干电解铝厂吨铝直流电耗要下降到 12,500 千瓦时以下，到 2010 年底淘汰落后小预焙槽电解铝产能 80 万吨。
2010.5	国家发改委、电监会、能源局联合通知	--	限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠

2011.11	工信部联合发改委等9部委	《关于遏制电解铝行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的紧急通知》	指出电解铝行业存在无序扩张、重复建设的情况，规定严格控制拟建电解铝项目、取消地方出台的各项优惠政策、严禁以各种方式扩大产能以及清理电解铝拟建项目等。
2012.1	工信部	《有色金属工业“十二五”发展规划》	规划提出，有色金属工业增加值平均增速达到10%，单位工业增加值能耗降低18%，单位工业增加值二氧化碳排放量降低18%，严格控制资源消耗和执行环境保护；《规划》明确坚持上大与压小相结合、淘汰落后与新上项目相结合的原则，实施总量控制，不鼓励初级产品出口，鼓励精深加工产品，推进铝工业循环经济，到2015年再生铝达到580万吨/年。
2013.5	国家发改委及工信部	《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》	《通知》中将钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等划入产能严重过剩行业。
2013.7	工信部	《铝行业规范条件》	《规范条件》围绕企业布局、规模和外部条件、工艺质量和装备、能源消耗、环境保护和安全生产等多方面做出规定，加快调整铝行业结构调整和转型升级，规范企业生产行为。
2013.10	国务院	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	《意见》要求2015年底前淘汰160KA以下预焙槽，对吨铝液电解交流电耗大于13700千瓦时，以及2015年底后达不到规范条件的产能，用电价格10%，推动缺乏电价优势的产能逐步推出，向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移。
2014.4	工信部	--	公告了第一批36家（共计40个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家出台多项政策遏制电解铝产能的无序扩张，在铝加工方面则大力鼓励精深加工。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。

7. 行业关注

与世界铝工业强国相比，我国铝工业在全球配置资源能力、产业集中度、技术装备水平、产品竞争力、技术创新能力等方面差距较大，与世界铝工业大国的地位极不相称。

产能过剩风险

电解铝行业存在较大的过剩产能，行业淘汰落后产能的压力较大。而下游铝型材企业规模结构不合理，平均规模偏小，现代化铝型材制造企业与大批小企业并存，多数中小企业生产经营粗放，生产工艺和装备落后，生产集约化程度不高，抗风险能力较弱；其次，国内铝型材行业产品结构不尽合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品尚不能完全国产化，需要进口；同时，目前国内铝加工企业深加工比例仅占约30%，远低于发达国家60%的水平，铝工业产业升级需求迫切。另外，国内铝型材行业的产能地区分布也不尽合理，较大部分产能远离原料产地，部分地区产能严重过剩依赖外销。上述产能过剩、结构性矛盾的存在，容易引发企业间低端产品的过度竞争，行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

上游原料风险

尽管全球铝土矿资源非常丰富，但我国的铝土矿资源与消费量极不匹配。近年来，我国铝资源对外依存度均在50%左右。2012年年初，中国主要原料铝土矿采购地印尼为了保护本国的资源，促进国内的产业升级，正式出台相关政策，规定自2014年1月1日起，禁止其国内所有的铝土矿资源出口，而在印尼国内合作投资建厂的外国企业，可延迟到2015年1月1日；2012年4月底

印尼政府规定，自5月份起印尼铝土矿出口施行配额制，同时将其出口关税从2%提升到20%。2014年上半年，中国进口铝土矿主要进口国中已无印尼。印尼禁止铝土矿出口政策的实施，导致这部分铝土矿的需求要通过寻找其他国家资源来保障。然而多数铝土矿资源丰富、品位较高的地区存在距离远、基础设施差、政治环境不稳定等问题。中国铝土矿依赖进口，海外政策变动、国际铝土矿价格的变动都将影响国内铝业的平稳发展。

能源供给波动风险

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力14,500千瓦时和1.95吨氧化铝；电解铝的成本构成中，电力约占40%~45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电，“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定，同时区域性的输电能力不足，也时常导致部分地区出现季节性电力短缺，给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

产业发展可持续性风险

目前中国铝产业以较少的铝土矿储量生产了最多的氧化铝，大量进口铝金属原料，却大量出口初级加工产品，如未来不能进行有效的结构调整，产业的可持续发展堪忧。

行业竞争风险

目前，国内电解铝正处于去产能阶段，中小企业面对的行业竞争压力较大；而铝型材行业未来也面临行业竞争进一步加剧的可能。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。

8. 未来发展

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。

“十二五”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。

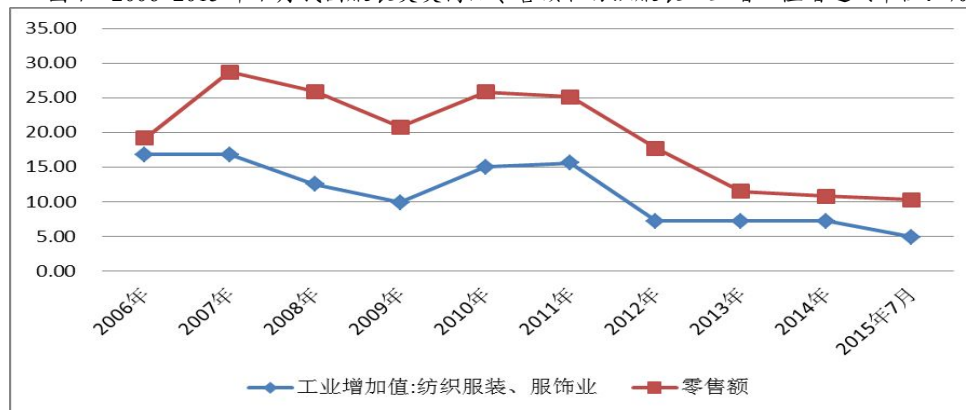
（二）纺织服装业

1. 纺织行业概况

纺织行业作为我国的传统行业，有悠久的发展历史。建国以来特别是改革开放二十多年来，该行业得到了快速发展。目前，我国已具有世界上规模最大、产业链最完整的纺织工业体系，从纺织原料生产（包括天然和化学纤维），纺纱、织布、染整到服装及其他纺织品加工，形成了上下游衔接和配套生产的体系，成为全球纺织品服装的第一大生产国、出口国。目前，我国纺织业产量占世界总产量的一半、出口量占世界总量的四分之一。

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。其中纺织业包括棉纺织(印染)、毛纺织、麻纺织、丝绸纺织、针织业；服装业包括服装、制帽、制鞋业；化纤业包括合成纤维、人造纤维制造业。纺织产品按应用领域分为：服装、家纺和产业用纺织品。

图 7 2006~2015 年 7 月我国服装类商品零售额和纺织服装工业增加值增速（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

由于纺织服装业面对的是终端消费者，行业景气程度与宏观经济增长紧密相连。受2008年金融危机影响，纺织服装业在2009年增速迅速滑落。伴随全球经济的逐步回升，2010和2011年，纺织服装业工业增加值有所回升。但进入2012年后，受经济持续放缓、消费者信心下滑、生产要素成本持续上升、新兴零售渠道分流消费群体等诸多因素影响，服装行业持续低迷，“去库存”成为行业的主旋律。纺织服装行业进入调整转型期，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。

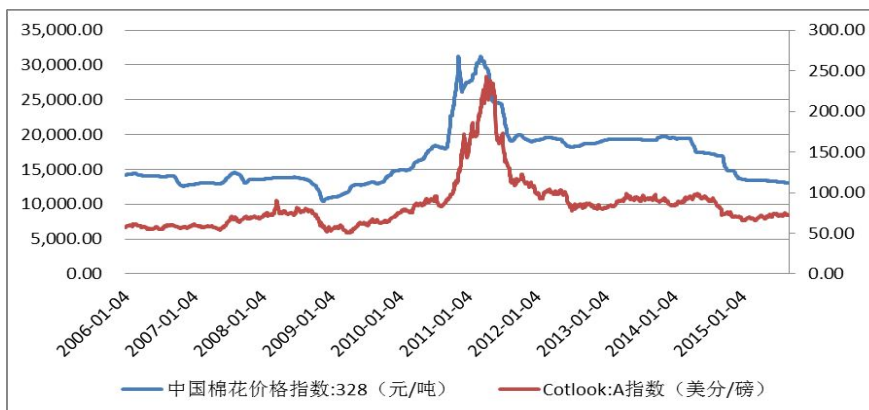
总体看，我国纺织行业规模大、产业链完整；受宏观经济线性影响，纺织服装行业进入调整转型期，整体增速放缓。

2. 上下游情况

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。2010年棉花价格波动巨大；为应对棉花价格大幅波动和供需矛盾，稳定国内市场预期，2011年我国启动棉花临时收储政策，对稳定市场及一定程度上维护农民利益起到了重要作用，同时也不断拉大国内外棉花价差。2013年以来，我国政府棉价在临时收储政策的支撑下，始终保持在19,000元/吨以上，与国际市场的价差维持在4,000元/吨左右。截至2013年12月底，中国328级棉价格指数为19,201元/吨，而进口棉价格指数FC Index M级（相当于中国328级棉花）为94.19美分/磅，1%关税下折到岸税后价为14,729元/吨，比国内价格低4,472元/吨，滑准税下折到岸税后价为15,549元/吨，比国内棉价低3,652元/吨。国内外棉花差价拉大造成了我国部分企业效益恶

化，棉纺产业链竞争力严重下降，削弱了我国纺织行业的国际竞争力。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 8 2006~2015 年年初国内外棉花价格对比



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

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。2014 年，社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 11.95%。其中，限额以上企业(单位)消费品零售额累计 124,971 亿元，同比增长 11.10%。2014 年，服装类商品零售额累计 12,562 亿元，同比增长 10.90%，占限额以上企业(单位)消费品零售总额 10.05%。

图 9 2006~2014 年中国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

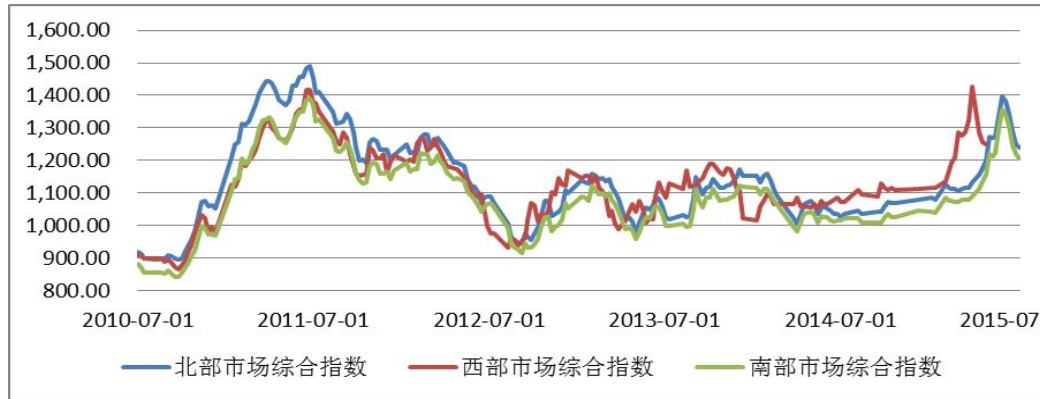
3. 毛精纺及服装业

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。

从原材料方面看，毛精纺行业的主要原料为羊毛，产地主要为澳洲。近年来，澳洲羊毛的价格也伴随全球的经济增长形势不断波动。2011 年，世界经济复苏，国际市场对澳毛的需求量增加。但澳洲国内发生大面积洪水，羊毛产量减少，澳毛供不应求，突破了近 20 年来的最高价。2012~2013

年，世界经济增长速度有所徘徊，全球羊毛市场复苏缓慢，澳毛价格相应低迷。2014 年，羊毛市场保持了平稳下调走势，2014 年底羊毛交易市场出现回暖态势。2015 年以来，羊毛价格一度回升至 2011 年水平，之后又出现大幅下滑，但仍高于 2012~2014 年价格。

图 10 澳大利亚羊毛交易市场交易价格指数（单位：澳分/公斤）



资料来源：Wind 资讯

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。

从毛精纺市场竞争情况看，中国毛精纺市场集中度近年不断提高，根据中国毛纺行业协会的统计数据，中国规模以上精纺企业江苏阳光、山东南山、江苏海澜集团、山东如意等生产规模较大，合计生产能力占全行业产能的 30% 以上，市场优势较为明显，其余毛纺企业规模较小，产能基本在 200 万米/年以下，生产技术落后，产品层次偏低，差距较大。从地域分布来看，随着对外贸易规模的迅速增长，中国精纺行业原有的生产能力逐渐从一些大城市退出，向海运优势明显的沿海区域长江三角洲、珠江三角洲以及山东等地集中，并出现了带有区域特色的产业集群。

总体上看，毛精纺行业集中程度较高；澳毛的价格波动较大，对毛精纺企业成本有一定的压力；未来伴随国内消费结构的改变，毛精纺的内销市场有望不断扩大。

4. 行业关注

劳动力供求关系改变，国内纺织服装企业竞争力减弱

“用工荒”已经成为现今轻工制造行业普遍状况，农民工从 2009 年起逐渐成为全国各快速发展地区抢夺的重要资源。随着我国劳动力人口增幅下降，在中西部地区接受劳动密集型产业转移后，“人口红利”对经济的贡献消耗殆尽，劳动力的供求关系已发生变化。在劳动力增量受限的情况下，各产业必然要在既定劳动力市场中展开竞争，劳动力价格升高已成为必然趋势。对劳动力密集型的纺织服装企业而言，企业的用工成本压力持续加大，国内纺织企业的成本优势下降，出口竞争力逐渐减弱，并最终影响盈利状况。

原材料成本上涨

原材料成本的波动在一定程度上提高了纺织服装企业的经营风险。受棉花及羊毛等主要原材

料价格波动影响，纺织材料的价格有进一步上涨的风险，这将对纺织服装生产企业造成不利影响。但由于成熟服装品牌运营商可通过规模效应降低单位成本，并通过提高产品售价对冲成本上涨风险，原材料成本上涨风险对其影响相对较小。

5. 行业政策

根据《纺织工业“十二五”规划》，纺织工业将保持平稳增长，至“十二五”末全行业出口总额达到3,000亿美元，年均增长7.5%。产业结构将进一步优化，新产品开发能力进一步增强，产品品种更加丰富，内销比重逐步提高，满足高中低不同消费层次需求。增强创新能力，掌握一批高新技术纤维开发应用和先进纺织装备研发制造核心技术，棉纺、化纤和服装等行业主流工艺、技术和装备达到国际先进水平。加强质量管理和品牌建设，提高质量水平，加大研发设计投入，提升设计水平，加强营销创新，强化品牌管理，实施品牌建设重点工程，同时要加强节能减排和资源的循环利用。

6. 未来发展

《十二个五年规划》中指出，要坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展，加强和改善宏观调控，建立扩大消费需求的长效机制，调整优化投资结构，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。2014我国城镇化率将突破54.77%，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。预计十二五期间纺织服装行业增速超过收入增长，增速达到15%左右。纺织服装行业结构调整升级重于数量的增长，产业布局 and 转移、科技创新、品牌塑造和宣传、人才仍是行业发展的突破口。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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

经多年发展，公司已由一个村办企业发展成为以有色金属为主，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企业。2014年，公司位于“中国企业500强”第162位，“中国制造业500强”第70位。

有色金属、建材方面，目前公司具备世界最大、最完整的铝加工和纺织服装加工体系。在铝深加工领域，公司拥有年产（含在建）100万吨铝深加工能力，并形成了一条“电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔”完整铝加工产业链，装备水平突出、生产规模大、产品规格齐全，是目前中国国内技术装备水平最高、配套最完善的世界级铝加工企业。公司铝产业链集中在45平方公里的区域内，是世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。自2009年起，公司连续稳居国内产能最大、销量第一、出口第一和高精民品市场份额第一的领先地位，产品大量替代进口并出口日本和欧美市场。其中，公司产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。公司是中国铝型材十强企业，“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”、“中国驰名商标”。

纺织业务方面，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，现具有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3,000万米精纺呢绒及200万套高档西装的生产能力，已经成为全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地之一，也是中国最先进的高档西服生产基地之一。

电、汽方面，公司建立了包括热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位电力系统，目前装机容量已达216万千瓦。公司采用热电联产机组，发电设备平均利用小时数较高，远超国内平均水平，公司成本优势明显，目前公司发电量完全能够满足自身的需求。

旅游方面，公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一，并于2011年1月被评为国家AAAAA级景区，现已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区。

教育方面，公司创办的烟台南山学院是经国家教育部审批具有大学本科招生资格、山东省最大的民办大学，公司还投资建设了一系列教育产业，涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。

总体看，公司在铝加工产业方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；纺织业务品牌及规模优势明显；公司整体实力较强，竞争优势较为突出。

2. 技术及研发水平

公司具备较强的铝加工和纺织服装加工研发能力。

有色金属板块方面，公司拥有国家级企业技术中心、山东省铝及铝合金加工工程技术研究中心，并成立了山东省南山科学技术研究院，下设电解研究室、合金研究室、氧化铝工艺研究室、特种型材研究室等十二个专职研发机构和与之配套的信息研究所、政策研究所。2013年4月2日，国家科技部批准以山东南山铝业股份有限公司为依托单位，组建国家铝合金压力加工工程技术研究中心（下称“研究中心”），建成北京南山航空材料研究院、检测中心、高精度宽幅超薄铝合金易拉罐体用板产业化示范生产线、大尺寸-高强度高速轨道交通用型材产业化示范生产线和高强韧-可焊-耐蚀中厚板产业化示范生产线；高精度宽幅超薄铝合金易拉罐体板压力加工技术研究开发、高强耐热铝合金2A70-4T6棒材加工技术的研究、高强高韧7xxx系铝合金航空锻件的生产技术研究开发、高性能铝合金扁锭熔铸与中厚板压力加工技术研究等4项计划课题全部完成年度研制计划进度，并承担其它国家科技项目3项。研究中心与美国普渡大学、中南大学、东北大学、北京科技大学、北京有色金属研究总院、北京航空材料研究院、中航工业第一飞机设计研究院、沈阳飞机设计研究所、华北铝业有限公司、河南神火集团有限公司、山东南山铝业股份有限公司、波音公司、ELEMENT公司、空客公司等国内外7所大学、4所科研机构和6家企业建立了共17家合作单位，开展共同研究12项，开展咨询服务5项，推广和转化成果2项，2013年与美国ELEMENT公司、波音公司和空客公司达成高性能铝合金航空材料加工与检测方面合作项目3个，作为主要起草人起草标准3个，参与起草标准2个。2014年，公司有色金属板块研发费用为5.02亿元，占主营业务收入的1.66%。

纺织服装方面，公司拥有省部级技术中心、工程中心和国家纺织产品开发基地、山东省纺织服装行业省级企业技术中心和山东省功能毛纺织品工程技术研究中心四大研发基地，并先后在公司内部成立了现代化的设计研发部和先进的中心实验室，在上海浦东设立了产品研发中心，在意大利米兰设立了产品研发中心和前沿信息情报所。公司“可机洗纯羊毛织物清洁性加工技术研究”和“全毛 180S/2 超薄面料的研制”两项成果达到世界领先水平，连续多年入围“唯尔佳杯”新产品奖和中国流行面料。截至 2015 年 6 月底，公司已经成功完成 180 支全毛系列、莱卡弹力系列、羊毛丝光防缩系列、Arcano 系列、羊绒极品系列、生态环保系列、赛络菲尔系列、毛麻丝休闲系列、多功能系列等多种精纺呢绒新品以及“纳米纤维材料及纳米功能纺织品”、“羊绒低温染色助

剂的研究”、“高效多功能羊毛染色助剂”、“生态环保型竹纤维系列纺织品的研究开发”、“壳聚糖类衍生物纺织助剂的研发”和“含大豆蛋白纤维混纺织物清洁型染色工艺研究”等多项科研课题，其中部分成果已实施于生产中并取得较好的经济效益，公司在纺织服饰方面已获得 11 项发明专利和 16 项实用新型专利，尚有 26 项正在受理中的发明、实用新型及外观设计专利。2014 年，公司有色金属板块研发费用为 0.60 亿元，占主营业务收入的 0.20%。

总体看，公司研发实力强，科研成果较为丰富，在国内同行业中处于领先地位并不断开发创新产品，较多的科研项目储备和研发成果陆续转化为生产，将为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

3. 人员素质

公司现有董事长、副董事长、总经理、副总经理和财务总监等高级管理人员共 14 人。

公司董事长宋建波先生，1970 年生，大学学历，高级经济师，系中国有色金属工业协会副会长；历任南山集团办公室主任、精纺呢绒总厂厂长，宋建波为原董事长、法定代表人宋作文之子，拥有新加坡居留权。

公司总经理王玉海先生，1963 年生，大学学历；历任龙口市计划委员会重点项目办主任、南山集团有限公司董事长助理、副总经理，现任南山集团董事、总经理。

公司财务总监宋华女士，1981 年生，大学学历；历任南山集团财务部副总经理、财务部总经理，现任南山集团有限公司财务总监。

截至 2015 年 6 月底，公司共有在编员工 40,976 人。从教育程度看，具有大专及以上学历的占 40.25%，高中及同等学历的占 45.35%，初中及以下学历的占 13.40%；从专业构成看，管理人员占 2.44%，技术人员占 23.89%，车间工人占 73.67%。

整体看，公司员工队伍基本满足生产经营需要；高层管理人员长期从事相关业务的管理工作，实践经验丰富。

4. 外部环境

公司位于山东半岛港口城市——龙口市，是山东省胶东地区经济中心地带，东邻烟台、南靠青岛、西依龙口港、隔海北望大连，贴近沿海制造业基地，交通运输便利。近年来，山东省经济保持高速增长，目前正在实施的“半岛城市群”、“胶东半岛制造业基地”建设提高了该地区对铝型材的需求。

龙口矿区是中国最大的滨海煤田，主要产品为褐煤，现有煤炭探明地质储量 26.8 亿吨。矿区内的梁家煤矿、北皂煤矿、洼里煤矿、桑园煤矿和柳海煤矿，年总产能约为 500 万吨，其中公司的参股公司——柳海煤矿，年生产能力为 180 万吨。公司东海电厂新建机组位于该矿区附近，有利于公司实现能源的就地转化，大幅降低了公司的电力生产成本。

总体来看，公司地理位置贴近下游消费区域；便利的水上交通使原料和产品运输成本优势明显；省内经济的快速发展和丰富的矿产资源为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》等国家有关的法律法规和农业部《关于乡镇企业组建和发展企业集团暂行办法》，制定了公司章程，设立了董事会和监事会。董事会是公司的决策机构，向股东会负责，

董事由股东大会选举产生，由 7 人组成，其中董事长 1 名，副董事长 1 名（其中 1 人兼任总经理），董事 5 名。南山村民委员会作为公司实际控制人向公司推荐 4 名董事会成员，另一股东宋作文向公司推荐 3 名董事会成员。监事会由 6 人组成，其中 1 人为监事长，负责对董事、总经理的履职行为进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理。

2. 管理体制

子公司管理方面，公司本部对下属子公司控制力较强，除上市公司外，各下属公司对外投资、人事任免、经营业绩考核等全部由南山集团董事会决定，各子公司只有生产和经营权。

投资管理方面，公司制定了《南山集团公司投资管理制度》、《投资立项及决策审批制度》和《投资项目日常监控管理制度》。南山集团及下属公司所有对外投资项目均须上报公司投资管理部门，所有的投资项目由公司总经理办公室和董事会审议决定。

财务管理方面，公司建立了预算管理和财务分析制度，内部审计和内部监督机制较完善，能有效控制财务风险。公司推行全面预算管理，对于集团公司所属各工序、辅助生产单位、内部分公司、子公司等各类独立、非独立核算的单位或部门，由财务部综合管理处负责编制年度货币资金收支总预算，并通过货币资金月、周收支预算的编制安排，对成员单位的资金收支计划进行动态控制。公司实行资金统管制度，除上市公司南山铝业股份外，公司本部对各子公司按分公司模式管理，在资金等资源的控制运用上由公司本部统一运作。2008年11月，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）正式获批成立（注册资本8亿元人民币，公司及控股子公司出资合计占其注册资本的92%），业务范围包括：对成员单位办理财务和融资顾问、信用签证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保，办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据承兑及贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借等。财务公司的成立有助于提升公司的财务管理水平和资金运营能力，实现产业资本与金融资本的融合。

原料采购管理方面，公司统一采购业务管理。对子公司的材料采购实行招标、充分发挥企业的规模优势，降低采购成本。采购客户资源实现全公司共享。公司制定了《原料采购管理办法》和《物资供应管理制度》，对供货方的经营资格、经济实力、设备情况、供货能力、产品质量等方面进行综合评价和选择，明确了“采购围绕生产”的原则，并规范了相关采购招标制度和流程。

销售管理方面，公司制定了《销售管理制度》，对代理商的发展、管理、奖惩，以及应收账款的管理。制度规范各区域代理商行为，同时充分利用代理商的销售网络渠道和本地化快速服务优势，确保在双赢互利的基础上共同发展。

安全生产和环保管理方面，公司制订了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列安全管理规章和制度，并设立安检办，负责公司各项工程、生产的安全纪律检查工作，及时纠正生产过程中违章现象。环保方面，公司项目办设立环保办公室，接受上级环保管理部门的监督，负责及时向公司所属各个企业传达相关法律法规、按照《建设项目环境保护条例》对企业建设项目的环境影响评价、对企业污染物达标排放进行不定期的抽查，督促各企业不断完善环境保护措施。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理体系，内部管理体系较为完善，运作较为规范，管理效率较高，管理模式基本适应目前公司业务运营的需要。但近年来，公司经营规模扩张速度快，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以有色金属、建材为主，纺织服饰、电气、建筑房地产及贸易为辅。近年来，公司营业收入保持稳定，整体盈利能力稳中有升，但受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，营业收入的增长速度较之前年度已有明显回落。2014 年，公司实现营业收入 303.10 亿元，近三年年均复合下降 0.08%；2014 年综合毛利率为 26.78%，近三年维持小幅上升态势。近三年公司主营业务收入和毛利率构成情况如下表所示。

表 2 公司主营业务收入和毛利率构成(单位：亿元、%)

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	166.91	54.98	17.43	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	75.62	51.62	13.96
纺织、服饰	25.60	8.43	19.18	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	14.31	9.77	17.30
电、汽	43.87	14.45	30.24	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	21.71	14.82	43.53
建筑、房地产	34.96	11.52	48.19	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	12.63	8.62	20.74
贸易	7.85	2.59	8.52	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	4.33	2.95	3.97
其他	24.38	8.03	48.12	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	17.88	12.21	28.04
合计	303.57	100.00	25.20	306.19	100.00	26.42	303.10	100.00	26.78	146.48	100	20.68

资料来源：公司提供

注：其他板块包含金融、教育、旅游及公司配套服务等业务。

从收入结构看，以铝加工为主的有色金属、建材业务是公司主要的收入来源，近三年占主营业务收入的比重分别为 54.98%、53.26%和 52.86%，受铝价持续低迷的影响，板块收入呈小幅回落（年均复合下降 2.03%），2014 年为 160.21 亿元，较上年下降 1.77%；纺织服饰、电气及建筑房地产板块为公司主营业务的第二大收入来源，2014 年纺织服饰、电气及建筑房地产板块收入占比分别为 9.16%、14.50%和 10.48%，其中，纺织服饰收入以年均 4.11%的速度保持增长态势；电力收入近年变动不大（年均复合增长 0.11%）；房地产收入存在波动下滑（年均复合下降 4.70%），主要由于公司根据国家房地产政策的变化，不断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，近三年公司毛利率逐年小幅增长，分别为 25.20%、26.42%和 26.78%，逐年小幅提升。分板块看，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仍保持了 16%以上的毛利率（2014 年该板块毛利率为 16.30%），体现了较高的抗风险能力；纺织服饰板块毛利率波动上升，由 2012 年 19.18%提升至 2014 年的 22.56%，由于公司系全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地及中国先进的高档西服生产基地，服饰需求以国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法机构定制的中高端产品为主，中高端需求结合具有成本优势的面料供给形成了公司核心竞争优势，维持了公司较好的盈利能力；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，且近年煤炭价格震荡下行，板块毛利率维持在较高水平（2014 年为 43.81%），且处于上行趋势；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均有不同程度下滑，2014 年为 41.32%，较上年下降 1.91 个百分点；贸易板块利润较薄，2014 年为 10.97%；其他版块整体附加值较高，盈利能力较强。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 146.48 亿元，收入结构较 2014 年变化不大；毛利率方面，除电汽板块外，其他业务板块毛利率均有所下滑，其中建筑房地产业务毛利率下滑幅度较

大，主要系房地产行业萎靡，公司采取降价、让利等多种方式进行促销所致。受此影响，公司综合毛利率下降至 20.68%。

2. 有色金属、建材业务

公司的有色金属、建材业务板块经营主体为南山铝业等企业，业务以铝制品的生产销售为主，公司以产业链式发展模式为主导，已形成“电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔”为一体的较为完整的铝加工产业链，是世界短距离内（45平方公里）铝产业链最为完整的铝加工企业。公司铝产业通过向后拉长，向前延伸，形成了完整产业链条，产品成本大幅度降低，生产效率提高，各种经济要素得到优化配置，在铝行业取得了较强的竞争优势。

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、集装箱、电子、电力等领域，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

公司以订单式生产为主，目前公司所使用的生产设备主要来自于国外进口，基本达到国内、国际先进水平，与国内外同类生产厂家相比，在生产各环节上具有整体设备先进，使用年限短，自动化程度高的特点。其中，型材挤压设备主要采用德国西马克生产的最新短行程挤压机和 550T~2,700T 不同吨位的挤压设备，具有挤压时间短、自动化程度高、可容纳铝锭长度长和质量稳定等特点；熔铸设备引进美国生产线，并配置了电磁搅拌系统，可生产世界上最大的铝及铝合金扁锭；热轧引进日本 IHI 1+4 生产线，2,350mm 热连轧生产线和奥地利 EBNER 推进式铸锭加热炉，公司所使用的热轧生产线在国内铝加工行业中规模最大，成品的最大卷径为 2,800mm，最大宽度为 2,100mm，最大卷重为 30 吨；冷轧生产线引进德国 SMSD 公司生产的 2,300mm 6 辊 CVC 冷轧机和三机架冷连轧，可生产 1 系列、3 系列、5 系列、8 系列等铝合金产品，成品的最大宽度为 2,100mm，最大卷重为 30 吨；铝箔设备引进德国 ACHENBACH 公司的 2,000mm 箔轧机，产品最大宽度可达 1,830mm，最小厚度为 0.0055mm，并可根据总段客户的需求生产不同规格的单、双面铝箔。截至 2015 年 6 月底，公司氧化铝产能为 140 万吨/年，铝锭产能为 81.6 万吨/年，熔铸产能为 119.9 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。公司主要生产线情况如下表所示。

表 3 截至 2015 年 6 月底公司主要生产线情况

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 年	140 万吨
铝锭	4 条	铝锭	2-13 年	81.6 万吨
熔铸	7 条	合金锭	2-7 年	119.9 万吨
型材	77 条	型材	1-6 年	44 万吨
热轧	1+4 连轧 1 条	热轧卷	6 年	60 万吨
冷轧	单机架 1 条、三机架 1 条	冷轧卷	2-5 年	60 万吨
箔轧	4 条	铝箔	6 年	3 万吨

资料来源：公司提供

总体看，公司设备自动化程度较高，生产加工能力和可伸缩能力强，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低。

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2015年6月底，公司具备44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧铝深加工能力（如下表所示）。

表4 2012~2015年6月底公司有色金属、建材业务产销情况(单位：万吨、%)

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率
型材	22	22.72	99.47	40	23.26	99.05	40	28.38	96.19	44	12.65	99.21
热轧卷	60	49.45	100.10	60	48.07	99.50	60	52.76	99.83	60	28.87	100.31
冷轧卷	60	32.16	97.33	60	42.64	98.43	60	38.12	101.76	60	22.16	97.92
铝箔	3	3.34	102.69	3	3.09	101.97	3	3.06	98.37	3	1.58	97.47
合金锭	100	90.71	99.55	100	107.38	99.90	100	112.88	99.42	120	48.58	100.49

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。

2012~2014年，随着产业链上游的冷轧生产线生产能力提升至与热轧产能相匹配，公司铝深加工产能得到释放，冷轧卷、型材及合金锭生产规模不断扩张。2014，公司型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔和合金锭的产量分别为28.38万吨、52.76万吨、38.12万吨、3.06万吨和112.88万吨，近三年的复合变动率分别为11.76%、3.29%、8.87%、-4.28%和11.55%，除铝箔外均保持了销量的扩张态势。各类产品波动趋势有所差异，近年来，公司着力调整产品结构，降低低附加值的扁锭、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。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。

公司生产基地位于龙口市南山工业园和南山东海工业园，相距十公里，有一级公路相连，基地内货物转运主要依靠汽车运输。受益于公司短距离内完整的铝加工产业链，公司较其他铝加工企业具有显著的运输成本及生产效率优势；同时，公司电解铝生产车间产出的铝锭及合金锭等产品也可以灵活地根据下游铝型材、冷热轧板提供特定规格的合金锭，节约重铸成本；此外，公司将铝型材、冷热轧板加工中所剩余的边角切料运回电解铝厂区进行回收利用也减少了将废料当作废旧金属变卖带来的损失。由于公司完整的产业链条，各种经济要素得到优化配置，在铝加工行业具有一定竞争优势。

原材料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿（34%左右）、电力（39%左右）和煤炭（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（签订长期订购合同），铝土矿主要源于进口（2014年进口比重为96%）。2013年（含）之前，公司铝土矿主要从印尼MKU公司和澳大利亚力拓（2013年分别占36.36%和57.58%）采购，分别与两者签订了为期10年的长期采购协议¹，同时于2008年3月参股澳大利亚海湾铝业，目前公司占有其16%的股权及部分铝土矿山的采矿权和承销权，一方面保证长期稳定的铝土矿供应，另一方面也有利于稳定公司的采购价格。2014年，公司的铝土矿主要面向澳大利亚力拓采购（采购量占比达94%）；2012年以来，公司铝土矿采购数量逐年下降，采购价格呈上升趋势。铝土矿采购结算方式主要采用即期信用证结算方式。

¹公司于2010年11月与印尼MKU签订了为期10年的供货协议，定价原则是每半年核定一次价格，参考市场价格；公司于2008年12月与澳大利亚力拓签订了为期10年的供货协议，定价原则按照LEM3个月铝价×挂钩率。

表5 近年来公司铝土矿采购情况(单位: 万吨、元/吨)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
采购量	531	495	486	200
不含税均价	388	392	398	381

资料来源: 公司提供

2012年年初, 印尼政府为保护该国资源、促进产业升级, 规定自同年5月起对该国出口的包括镍矿、铝土矿、海砂等在内的多种矿产采取限制出口措施并加征出口关税, 并规定在2014年1月起完全禁止包含铝土矿在内的未经加工的原矿出口(对于在印尼国内合作投资建厂的外国企业, 铝土矿出口禁令可延至2015年1月1日实施)。由于印尼是中国进口铝土矿的重要来源之一, 上述规定推高了国内铝土矿的价格, 对国内铝品企业的生产经营形成了较大影响; 且由于新规, 公司2012年5~6月基本停止了从印尼进口铝土矿, 直至9月才恢复正常, 且铝土矿价格的上涨也增加了公司的采购成本。

公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。公司的低温矿主要自印尼进口, 年使用量约为200万吨, 为应对印尼新规的影响: 2012年9月至2013年末, 公司加大对印尼矿采购力度, 提升库存储备; 2014年, 公司和力拓签订了2015-2016年澳洲低温矿的采购合同, 每年采购量为100万吨; 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2015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, 同时于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。

总体看, 近年来受国内电解铝产能的扩张和印尼限制铝土矿出口政策的影响, 铝土矿采购价格持续增长, 长期看, 低温矿供应的稳定性有待关注。

产品销售

销售方面, 公司产品有85%~90%销往国内, 10%~20%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。2014年, 公司型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔、合金锭的产销率分别为96.19%、99.83%、101.76%、98.37%和99.42%。

公司建筑型材的客户群体可划分为: 地区代理客户、门窗幕墙公司直销客户和房地产企业战略合作客户三种。近几年公司结合实际情况, 主要采取的是区域代理制, 地区代理客户的销售量占总销售量的90%以上, 客户覆盖华北及华南大部分省市。

工业铝材目前主要客户有青岛中集(标箱、特箱、半挂车批量供应)、南车青岛四方、长春轨道客车、唐车轨道客车、中国航天运载火箭技术研究院、天津比威电气系统化有限公司、庞巴迪等。公司在加大国内市场开发力度的基础上, 大力开拓北美、欧洲、澳洲及东南亚等国家和地区。

公司铝板带市场由国内市场及国际市场两部分组成, 国内市场设立销售公司, 以珠江三角洲和长江三角洲为核心, 以华北和华中为补充, 公司销售网络在产品大类的基础上细分区域管理, 主要产品市场部下设区域市场经理。国际市场设立北美和非美市场部(含盖亚太、欧洲和中东市场)。国内销售和出口销售分别设置销售管理部门负责订单管理、物流服务和销售结算工作, 产品

价格按照同期铝锭价加加工费方式执行。

公司铝箔主要客户为软包装复合材料客户，罐料客户可口可乐、百威、皇冠、波尔、雷盛均为全球知名跨国公司，分别与公司建立了全球范围战略合作关系；宝钢、中粮和太平洋等国内核心客户，也与公司建立了战略合作关系，以上客户占公司罐料销售额90%以上。

公司出口主要集中在欧美和东南亚区域，销售模式为直销和经销商相结合，其中直销占比40%左右，经销商占比60%左右。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，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，负责北美市场的开拓，近年来取得了明显的成效，但由于2012年国外与国内铝价格的倒挂，导致公司2012年出口（占比10.11%）出现一定幅度的下降（下降3.4个百分点），2013年由于国际铝价回升，公司出口比例有所回升，2014年铝制品出口占比13.5%，较2013年上升4.6个百分点。

价格方面，铝价存在较强的周期性，历经2011年的价格上涨后，受欧债危机、国内经济增长持续放缓影响，房地产、交通运输、机械制造等铝消费行业需求低迷，价格出现连续性的下滑；2012-2014年，产业链上游的热轧板和冷轧板降幅相对明显，年均降幅分别为9.20%和11.45%，2014年均价分别为1.56万元/吨和1.87万元/吨；铝型材和铝箔的价格稳定性相对好，年均降幅分别为5.16%和4.13%，2014年均价分别为2.02万元/吨和2.60万元/吨。2015年上半年，铝型材价格和热轧板价格稳中有升，分别为2.35万元/吨和1.57万元/吨，冷轧板和铝箔进一步下探，分别为1.79万元/吨和2.48万元/吨。

表6 公司主要产品售价情况（单位：万元/吨）

产品名称	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
铝型材	2.25	2.16	2.02	2.35
热轧板	1.89	1.80	1.56	1.57
冷轧板	2.39	2.21	1.87	1.79
铝箔	2.83	2.83	2.60	2.48

资料来源：公司提供

公司下游客户以跨国公司和国有企业为主，其二者资金实力相对雄厚，与公司合作关系较为稳定。2014年及2015年上半年，公司前五大客户的销售额合计占比分别为19.20%和19.76%，客户集中程度不高。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。

表7 2014~2015年6月公司铝材前五大客户情况(单位：万元、%)

客户名称	产品	销售额	占比
2014年			
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	78,461.11	5.58
太平洋制罐(香港)有限公司	冷轧卷	62,438.50	4.44
盛旺汽车零部件(昆山)有限公司	合金锭	53,909.81	3.84
宁波华扬铝业科技有限公司	热轧卷	38,829.14	2.76
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	36,245.40	2.58
合计	--	269,883.96	19.20
2015年1~6月			
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	41,988.07	6.23
太平洋制罐(香港)有限公司	冷轧卷	28,012.99	4.16
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	22,307.22	3.31
Anheuser —Busch Inc	冷轧卷	20,468.70	3.04
江苏中基复合材料有限公司	冷轧卷	20,419.76	3.03
合计	--	133,196.74	19.76

资料来源：公司提供

总体看，公司铝加工业务的竞争优势主要在于先进的生产设备、完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，公司近年来通过提升高附加值产品产能实现了产品结构的优化，公司在铝产品价格下行的环境下仍维持相对较高的毛利率，体现了较强的抗风险能力。由于未来下游需求回升趋势尚未明确，国内铝产品产能过剩的形势未发生根本改变，铝产品价格仍存在波动的可能性，可能在一定程度上影响公司铝产品的盈利情况。

3. 纺织、服饰

公司纺织业务主要以山东南山纺织服饰有限公司、烟台南山博文服饰有限公司、龙口市南山精纺呢绒总厂及龙口市南山纺织总厂为经营主体，建立了从羊毛原料到精纺呢绒及高档服装的完整的纺织服装产业，主要产品为精纺呢绒面料和服装。此外，公司注重纺织业务的研发工作，在意大利米兰设立产品研发中心，并聘请了世界一流的服装面料设计师和服装设计师，充分利用米兰作为国际流行时尚中心的优势，第一时间收集国际市场信息热点以及时尚流行趋势并及时涉及开发相应的精纺面料及成衣。公司设立的上海研发中心主要负责收集国内客户和亚洲客户的市场需求，根据面料和服装的流行趋势进行产品设计。这些产品研发机构配置合理，信息互通，能迅速把前沿的市场信息转化为创新能力，公司可以在短的时间内创造出新产品，有助于提高市场应变能力 and 市场占有率。

在生产方面，公司纺织设备分别从德国、法国、英国、意大利、比利时等七个国家全套引进，具有设备先进，自动化程度高的特点。通过高端设备的引进和使用，使得公司具有大批量生产宽产品谱系的能力。截至2015年6月底，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，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，2014年两大产品的产能利用率均高于90%。

公司纺织服装生产模式以订单式生产为主，订单签订后，一般客户需要先支付30%的定金，公司综合考虑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约为25%和15%）；订单经确认后公司即购买原材料（由于原材料价格波动较大，公司不囤积原材料），货物交付时，售价也不会发生变化。

公司面料成本中，羊毛占70%左右。公司羊毛全部从澳大利亚进口，主要供应商有SKY WOOL、TECH WOOL等公司，公司根据工厂的羊毛库存、订单及价格情况制定采购计划，年均采购羊毛约7,000余吨。公司购买原材料采用远期信用证结算，结算周期为3-6个月。

近年来，澳洲羊毛价格整体呈下行态势，2011年下半年受流动性削弱影响，羊毛价格由上年四季度的高点出现回调，之后由于欧债危机导致欧洲市场对羊毛的消费需求大幅萎缩，羊毛价格一路下滑。2014年公司的羊毛采购成本为8.34万元/吨，相比2012年的11.07万元/吨，降幅达-24.66%；2015年1~6月采购价格进一步降至7.99万元/吨。

一般情况下，公司的产品价格是随着羊毛价格的波动而波动的，但是由于从羊毛到产品的生产流程需要一定的时间，所以会有一个滞后期。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，与客户共同分担一部分；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。

表8 公司澳洲羊毛采购成本情况（单位：万元/吨）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
不含税均价	11.07	9.02	8.34	7.99

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司精纺呢绒销量保持小幅上升，服装销量均保持在200万套以上，两大产品的产销率均保持在97%以上；2014年销量分别为2,766万米和224万套；2015年1~6月，精纺呢绒和服装销量均达到2014年全年水平的47.98%和49.11%，保持了稳定的发展势头。

表9 2012~2015年6月公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015年1~6月		
	产量	销量	产销率	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	2,670	2,623	98.24	2,796	2,746	98.21	2,775	2,766	99.68	1,330	1,327	99.71
服装	211	213	100.95	211.5	206	97.40	222	224	100.90	113	110	97.28

资料来源：公司提供

注：公司2012~2015年1~6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。

2014年，公司纺织业务出口和内销分别占41.30%和58.70%，以内销为主；两者近三年的复合变动率分别为53.40%和-11.35%，出口是纺织业务稳中有增的主要贡献力量，主要受益于公司组建的南山纺织（美国）公司和南山（上海）营销中心。出口方面，公司在意大利、美国、日本、韩国、澳大利亚均设有营销机构，精纺面料与高级成衣远销全球二十多个国家和地区，与国际著名服装品牌及国内高档、中高档服装品牌建立了稳定的合作关系；内销方面，公司国内主要客户为知名品牌服装生产商，如庄吉、报喜鸟、杉杉、雅戈尔等，同时也是公安部、检察院、法院、铁路等职业服装面料定点加工企业。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。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，国外结算方式主要以是现汇为主。

总体看，公司是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，建立了从羊毛原料到精纺呢绒及高档服装的完整的纺织服装产业，规模优势明显；同时，公司产品研发能力强，有助于提升市场应变能力和市场占有率；公司纺织服饰产品主要市场为相对高端的商务需求和稳定的公务需求，公司具有一定的议价能力。综上，公司纺织服饰板块抗市场波动能力较强，保持了较强的盈利能力。

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（下称“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（下称“南山建筑”）负责经营，主要以房地产业务为主（2014年占比为65.15%）。南山建设具有房地产开发企业一级资质，先后开发了龙口南山世纪花园A、B区等多个工程项目，工程质量合格率100%，其中优良率达95%，具有整区成片开发和配套建设的综合能力。公司的经营模式为自建自销，所有材料供应业务、规划建设、市场营销、售后服务、均由公司自行运营管理。公司2012~2015年6月房地产业务经营情况如下表所示。

表 10 公司房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
开工面积	75.30	71.35	51.71	15.14
竣工面积	104.10	80.80	20.12	1.76
销售面积	89.99	61.05	46.98	14.95
确认销售收入	24.73	25.32	20.69	6.36

资料来源：公司提供

随着国家政策调控，公司逐渐压缩了房地产业务规模，2012~2014年，公司建筑、房地产业务分别实现营业收入34.96亿元、38.62亿元和31.75亿元，波动下降，收入比重也由2012年的11.52%降至2014年的10.48%，2015年上半年实现收入占比进一步降至8.62%。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，毛利率水平出现持续性下滑，但近三年仍保持在40%以上的较高水平。

表 11 2012~2015 年 6 月主要房产销售情况

销售面积（万平方米）	销售收入（万元）	销售均价（元/平方米）	未售面积（万平方米）
212.97	770,961.99	3,620	89.72

资料来源：公司提供

2012年至2015年6月期间，公司投资项目的销售面积为212.97万平方米，尚余89.72万平方米未售，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，2015-2017年预计完成销售额（预售+现售）分别为15.80亿元、8.80亿元和3.90亿元，收入规模逐步缩减，总计销售面积114.03万平方米。

截至2015年6月底，公司尚未开发的土地储备共23.50万平方米，位于东海工业园和青岛金家岭金融新区，目前尚未起建，投资总预算为42.49亿元，公司将根据房地产政策和市场环境的情况规划建设进度。

表 12 截至 2015 年 6 月底公司土地储备情况

名称	土地用途	地理位置	面积（万平方米）
东海阳光海岸	住宅	东海工业园	21.02
青岛环球金融中心项目	商业	青岛金家岭金融新区	2.48
合 计	-	-	23.50

资料来源：公司提供

总体看，建筑、房地产业务作为公司有色金属业务的重要补充，对公司收入和利润水平贡献较大。但近年来，随着“新国八条”和“新国五条”等加强房地产市场调控的政策措施陆续出台，市场需求和房屋价格增长乏力，房地产业务毛利率水平不断下滑；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。2014年以来，由于宏观经济增速一定程度放缓、银行信贷紧缩等因素影响，公司土地储备多为三线城市，公司建筑、房地产业务的收入和利润贡献或将进一步下滑。

5. 电、汽业务

公司电力系统包括热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，主要负责公司的供电/供热任务，主要产品为电力和蒸汽，目前装机容量已达216万千瓦（公司2012年收购怡力电业导致装机容量有所上升）。公司发电全部上山东供电公司烟台电网销售，上网定价原则为按照公用电厂上网定价原则，服从山东电网统一调度，公司用电通过上网购买，在上网电量额度内的购买价格与上网售价一致（其中公司虽然上网额度内购买价格与上网销售价格一致，但上网电价与发电成本存在

一定的利润空间，特别是随着煤炭采购价格的降低，电力企业盈利能力相应增加），如购买数量超过上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行。目前，公司发电设备平均利用小时数达到近8,000小时，远超国内平均水平，发电量完全能够满足自身的需求，略有结余；由于公司发电设备平均利用小时数较高，且为热电联产机组，公司成本优势较为明显，供电煤耗由2003年的381克/kwh，降为目前的331.72g/kwh，每千瓦时下降了49.28克。

此外，公司电厂高度重视安全生产及电力环保工作。公司技术人员定期接受厂内技术培训和电力系统内培训机构的技术培训。电厂严格执行电力系统内的两票三制（工作票、操作票、交接班制度、设备巡回检查制度、定期试验轮换制）制度，制订了严格的内部安全运营规章，实行安全与竞聘挂钩的人才绩效考评模式。自从公司电厂成立以来，从未发生过安全事故。公司热电机组同步建设有双室四电场静电除尘器和石灰石石膏法脱硫设施及出入口烟气在线监测装置。各项烟气排放指标均达到《火电厂大气污染物排放标准》第三时段要求，并通过了国家、山东省环保部门的环评验收。另外建有废水处理再利用系统，实现了生产废水零排放。所产生的灰渣全部由附近制砖厂进行综合利用。为确保污染物达标排放，电厂成立专门的脱硫除尘车间，全面负责系统的稳定运行。

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（2014年分别占比46.76%和31.86%），两供应商长期与公司合作，供应较稳定。由于公司处中国最大地方性港口龙口港驻地，公路与铁路运输较便利，电煤运输具有较强的稳定性。公司煤炭采购结算方式主要以现汇（电汇，汇票）为主，银行承兑汇票为辅。近年来，煤炭价格走低，板块盈利能力不断提升。

表 13 2012 年以来煤炭采购情况 (单位：万吨、元/吨)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
采购量	662	654	666	315
均价	681	609	545	476

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司电、汽业务分别实现营业收入43.87亿元、43.60亿元和43.96亿元，收入较为稳定；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。近三年，公司电、汽业务毛利率分别为30.24%、38.88%和43.81%，受益于煤价下滑及较高的设备利用效率，盈利能力较强。

总体来看，公司发电设备平均利用率高，且为热电联产机组，具备较强的成本优势；公司煤炭供应稳定，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

2012~2014年，公司贸易板块分别实现收入7.85亿元、8.47亿元、9.56亿元，毛利率分别为8.52%、7.50%和10.97%。2012~2014年，公司旅游、金融及教育等其他业务分别实现营业收入24.38亿元、25.98亿元和29.87亿元，以年均10.68%的速度稳定增长；毛利率分别为48.12%、51.61%和51.42%，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。

贸易板块是公司经营业务的有益补充，主要是为自有生产企业以及对外提供贸易、进出口服务为主，贸易经营范围涉及纺织品、服装、家具、建材、化工产品以及代理各类商品、技术的进出口。

公司旅游板块的经营主体是南山旅游集团有限公司（下称“南山旅游集团”），注册资本3.6亿元，主要负责国家AAAAA级景区——南山旅游风景区的运营管理以及旅游饭店、旅游会展、出入境旅游，以及旅游纪念品销售等旅游经营业务。南山旅游景区分为宗教历史文化园、主题公园-欢乐峡谷和东海旅游度假区三大部分，拥有世界最大的锡青铜坐佛南山大佛和国内最大的室内玉佛南山药师玉佛；中华历史文化区是国内以历史文化为经、吉祥文化为纬，按朝代顺序建设的大型主题园区；主题公园-欢乐峡谷规划建设南山民俗文化园、瀑布广场、马术俱乐部、欢乐岛、观音岛、菩提岛、宠物园等；东海旅游度假区海岸线长达20公里，开发项目有月亮湾海滨浴场、别墅休闲，山高海阔等；与景区配套的旅游服务设施还有五星级南山国际会议中心、月亮湾海景酒店、南山宾馆、月亮湾海水浴场、南山文化中心、南山大剧院、南山庄园葡萄酒堡和南山购物中心等，可容纳5,000人住宿和6,000人就餐。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。2014年，南山旅游集团实现营业收入和净利润分别为4.50亿元和0.89亿元。

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。其中，东海外国语学校是一所集幼儿、小学、初中、高中和国际教育为一体的全日制寄宿式学校；烟台南山学院2005年经国家教育部审批具有大学本科招生资格，是山东省最大的民办大学，学院现有专任教师1,448人，其中副高以上职称568人，具有研究生学历的648人，具有“双师”素质的教师434人，享有国务院特殊津贴的专家9人，外籍教师14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。2014年，烟台南山学院实现收入和净利润分别为3.35亿元和1.17亿元。

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——龙口市农村商业银行以及齐鲁证券；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。2014年，财务公司实现营业收入和净利润分别为3.33亿元和2.99亿元，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，近年来公司营业收入平稳增长，整体盈利相对稳定。受益于完整的产业链、完善的能源配套及不断优化的产品结构，在铝价大幅波动的环境下，公司有色金属建材板块仍保持了稳定的毛利率，体现公司良好的抗风险能力；纺织服饰板块以中高端需求结合具有成本优势的面料供给形成了公司核心竞争优势，维持了公司较好的盈利能力；由于国家政策调控，房地产市场需求增长乏力，公司逐渐压缩了房地产业务规模，板块盈利能力下滑；公司电气设备为热电联产机组，具有一定成本优势，加之发电设备利用效率高，且近年煤炭价格震荡下行，板块毛利率呈上升趋势；旅游、教育、金融等高附加值板块稳步增长，对整体业务形成了补充。预计短期的未来，房地产调控政策和原铝产能过剩的格局不会明显改变，铝制品和房地产业务的盈利水平存在一定不确定性。

7. 在建项目

截至2015年6月底，公司主要在建项目包括22万吨轨道交通项目、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；其中，22万吨轨道交通项目已进入试生产阶段、待竣工结算后转入固定资产，其余项目仍处建设期。

22万吨轨道交通新型合金材料项目

公司于2010年起开展建设22万吨轨道交通新型合金材料项目，该项目将形成年产22万吨轨道

交通新型合金材料的生产能力，项目投资总额32.19亿元。截至2015年6月底，该项目已部分达产，建成投产后预计每年新增销售收入和利润51.59亿元和8.26亿元。

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，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。截止2015年6月底，该项目已累计投入58.85亿元，占投资规划的95.09%，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2014年底该项目已累计投入85.69亿元，占投资规划的75.83%。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，预计2016年初完工。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14000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12.81亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，建设期为2013年11月~2015年10月。截至2014年底已投入11.03亿元，占投资规划的84.83%。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。

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，将使公司产品品种愈加完整，产品结构愈加合理。

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2014年底累计投入0.59亿元，尚处于建设初期。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。

表 14 截至 2015 年 6 月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	总投资	自有资金	外部融资	截至 2015 年 6 月底累计投入	2015 年 7~12 月	2016 年
22 万吨轨道交通材料项目	32.19	7.50	24.69	32.29	--	
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	85.69	10.00	17.31
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	58.85	3.04	

项目名称	总投资	自有资金	外部融资	截至 2015 年 6 月 底累计投入	2015 年 7~12 月	2016 年
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	12.81	2.29	
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	0.59	3.14	4
合 计	229.91	63.33	166.58	190.23	18.47	21.31

资料来源：公司提供

截至2015年6月底，公司主要在建项目的规划总投资为229.91亿元，自筹和外部融资分别占比27.55%和72.45%，以外部融资为主；截至2015年6月底已经累计投入190.23亿元，占总投资的82.74%，投资进度过半。根据公司提供数据进行测算，2015~2016年，公司投入到项目资产建设的资金分别为18.47亿元和21.31亿元，相比2011~2013年，未来三年的投资规模有所削减，但短期内仍存在一定投资支出压力。

总体看，精密模锻件和特种铝合金项目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；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。

8. 重大事项

公司于2015年3月发布公告：公司原董事长、法人代表宋作文先生因年龄原因辞去董事长职位，经董事会决议，自2015年1月14日起，宋作文先生不再担任公司董事长及法人代表职务，由宋建波先生接任，相关工商变更手续已办理完毕。

据上述公告说明，本次变更对公司的日常管理、生产经营及偿债能力无影响。

9. 经营效率

随着公司生产经营规模的扩大，2012~2014年，公司所有者权益稳步增长，三年年均复合增长9.83%；总资产规模逐年增长，三年年均复合增长10.13%。

铝型材深加工行业与宏观经济景气程度关联性高，近年来受国内外宏观经济下行影响，铝制品行业需求低迷，导致公司经营效率指标有所下降。公司2012~2014年公司应收账款周转次数和总资产周转次数逐年降低，存货周转次数波动下降。截至2014年底，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为22.22次、1.53次和0.35次。从同行业比较情况看（以南山铝业的经营指标进行比较），公司铝板块的应收账款周转率和总资产周转率水平处于行业中等偏下水平，存货周转率则处于行业较差水平，主要系公司产业链一体化生产导致存货处于较高水平所致。

总体看，公司经营效率尚可。

10. 经营关注

受经济周期波动影响较大

主营业务所在的铝业、纺织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，公司主营业务的收益水平也将下降，从而影响公司的盈利能力。

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导致公司铝土矿原料的采购价格有所上涨，而公司进口澳毛的价格和煤炭价格近年来则呈下降趋势。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上涨所带来的经营压力。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

公司经过三十多年的发展，已由一个村办企业发展成为以有色金属、纺织、电力为核心，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，多产业并举的集团企业，形成了多元化和综合性的发展道路。公司下属子公司较多，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。

11. 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）、MANS PLANET（曼斯·布莱顿）”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。未来随着公司在建项目的逐步投入运营，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争力有望进一步增强。公司具有多重业绩增长的支撑，其长期发展空间广阔。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2012~2014 年度财务报告，其中 2012 年财务报告经山东正源和信有限责任会计师事务所审计，公司 2013~2014 年度财务报告经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。公司 2015 年半年度财务报告未经审计。

公司执行财政部 2014 年最新的《企业会计准则》，并对 2013 年财务数据进行追溯调整。

公司 2012 年纳入合并报表范围的企业 32 家；2013 年为 29 家，主要变动为公司新增山东南山科技产业园管理有限公司（持股比例 100%）、深圳前海南山金融发展有限公司（持股比例 100%）、青岛新恒力投资发展有限公司（持股比例 100%）和青岛航空股份有限公司（持股比例 55%）等 4 家子公司，同时将龙口南山国际会议中心有限公司等 3 家子公司统一纳入南山旅游集团有限公司，此外，龙口市南山木业有限公司等 4 家公司变更投资人为其他企业或个人，不再纳入合并报表范围；2014 年为 30 家，新增龙口兰亭液化天然气有限公司（持股比例 100%）；2015 年 6 月份合并报表范围较 2014 年减少龙口市南山商城有限公司，增加上海鲁润资产管理有限公司。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 2014 年底，公司合并资产总额 905.48 亿元，负债合计 440.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.76 亿元。2014 年，公司实现营业收入 303.10 亿元，净利润（含少数股东损益）38.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 41.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.70 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 939.19 亿元，负债合计 410.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）528.36 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 146.48 亿元，净利润（含少数股东损益）13.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.62 亿元。

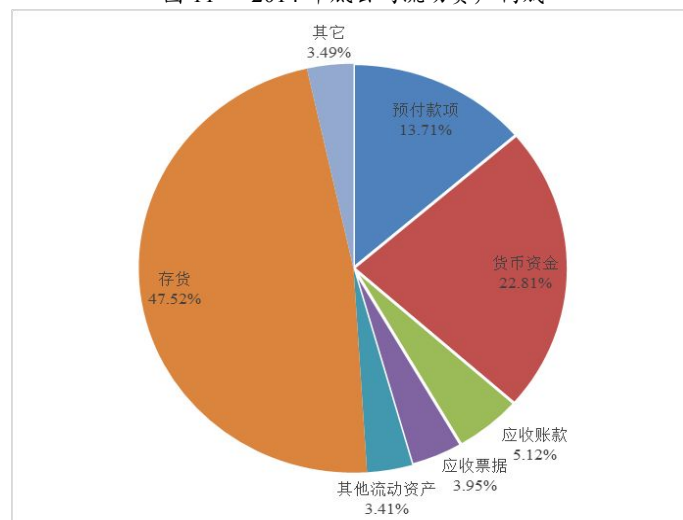
2. 资产质量

伴随公司经营规模不断扩大，资产规模随之保持持续增长态势，三年复合增长 10.13%。截至 2014 年底，公司资产总额为 905.48 亿元，其中流动资产占 33.60%，非流动资产占 66.40%，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

2012~2014 年，公司流动资产呈波动减少态势，三年复合减少 4.28%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 304.26 亿元，较 2013 年下降 9.30%，主要系预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产的减少。公司流动资产主要由货币资金（占比 22.81%）、应收账款（占比 5.12%）、预付款项（占比 13.71%）和存货（占比 47.52%）构成。

图 11 2014 年底公司流动资产构成



数据来源：公司 2014 年审计报告

2012~2014 年，公司货币资金逐年减少，三年复合减少 14.85%。2013 年公司货币资金较 2012 年减少 26.77%，主要系子公司南山铝业购买理财产品并将该部分资产转入其他流动资产所致；截至 2014 年底，公司货币资金 69.40 亿元，较 2013 年减少 0.99%，变动较小。截至 2014 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，其他货币资金占比 43.92%，由定期存款、承兑保证金、按揭保证金存款等构成，使用受限，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。

2012~2014 年，公司应收票据波动呈波动增长态势，三年复合增长 10.35%，主要系销售商品收到的银行承兑汇票增加所致。截至 2014 年底，公司应收票据 12.02 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款呈波动增长态势，三年复合增长 5.53%。2013 年公司加大应收

账款回收力度，2013 年末应收账款较 2012 年底下降 25.15%；截至 2014 年底，公司应收账款 15.58 亿元，较 2013 年底增长 48.80%，主要系公司产品外销规模扩大，银行信用证结算增加，且公司调整了对部分优质客户的信用期。公司应收账款以 1 年以内的为主，占比 93.83%。2014 年应收账款计提坏账准备 0.69 亿元，计提比例为 4.25%，计提比例尚可。2014 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 1.57 亿元，集中度较低。总体看，公司应收账款规模不大。

表 15 截至 2014 年底公司应收账款前五名情况（单位：万元、%）

客户名称	应收账款金额	占比
Anheuser / Miraloma	4,562	2.80
南车青岛四方机车车辆股份有限公司	4,184	2.57
山东龙口三元铝材有限公司	2,676	1.64
江苏中基复合材料有限公司	2,245	1.38
Rexam Chile	2,069	1.27
合计	15,736	9.66

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司预付款项波动增长，三年复合增长率为 3.45%。公司预付款项主要为预付煤炭采购款、设备及工程按账款。截至 2014 年底，公司预付款项 41.71 亿元，较 2013 年下降 11.92%，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 56.47%，账龄为 1~2 年的占比 29.68%，总体看账龄较短。

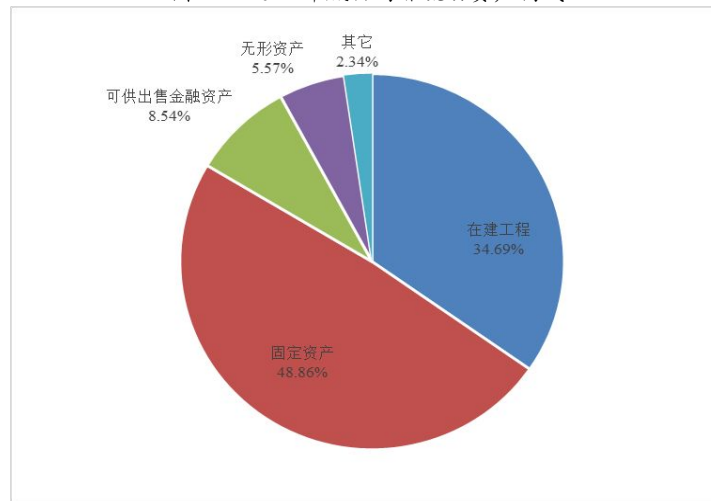
2012~2014 年，公司存货保持相对稳定，三年复合减少 1.75%。由于公司形成铝产品全产业链生产链，产业链占用资金规模大，使得存货规模始终保持在较高水平。截至 2014 年底，公司存货 144.57 亿元，主要由原材料（占比 18.40%）、库存商品（占比 7.96%）和在产品（占比 73.09%）构成。公司计提存货跌价准备 0.15 亿元，计提不充分。考虑到近年来铝产品价格持续下跌，公司存货存在一定的跌价风险。

2012~2014 年，公司其他流动资产快速增长，三年复合增长率为 131.86%。公司其他流动资产主要为银行理财产品（占比 93.44%）。截至 2014 年底，公司其他流动资产 10.37 亿元，较 2013 年减少 69.25%，主要系公司 2014 年减持银行理财产品所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，三年复合增长率为 20.43%，主要系公司产业链扩大产能、在建工程大幅增长所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 601.22 亿元，主要由可供出售金融资产（占比 8.54%）、固定资产（占比 48.86%）、在建工程（占比 34.69%）和无形资产（占比 5.57%）构成。

图 12 2014 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司 2014 年审计报告

根据《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》，公司对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的投资从长期股权投资中分类至可供出售金融资产核算。截至 2013 年底，公司长期股权投资 39.86 亿元（已全部分类至可供出售金融资产），较 2012 年底大幅增长 141.65%，主要系公司 2013 年完成对烟台银行 34.83% 的股权收购，增加长期股权投资 18.08 亿元所致。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 51.36 亿元，较 2013 年底增长 28.84%，主要系南山集团增加对恒丰银行、鹏华资产管理（深圳）有限公司、南山融资租赁（天津）有限公司的投资，同时增持基金和国债所致。

2012~2014 年，公司固定资产逐年增长，三年复合增长率为 5.54%，主要系公司在建工程陆续完工转固所致。截至 2014 年底，公司固定资产净额 293.77 亿元，其中机器设备 146.55 亿元、房屋及建筑物 117.45 亿元，其余为其他设备及运输设备。公司累计计提折旧 116.19 亿元（其中机器设备 79.59 亿元），固定资产成新率 72.74%。总体看，公司固定资产状况良好。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，三年复合增长 48.24%，主要系东海开发项目投资规模增加所致。截至 2014 年底，公司在建工程 208.58 亿元，其中铝深加工工程 83.91 亿元；东海开发项目 104.94 亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、砵姆岛配套及公共设施项目），其他技改工程 19.73 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，三年复合增长率为 1.01%。截至 2014 年底，公司无形资产 33.46 亿元，其中土地使用权占 99.65%。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 939.19 亿元，较年初增长 3.72%。公司流动资产 315.81 亿元，较年初增长 3.80%，主要系货币资金及应收票据增长所致；公司非流动资产 623.37 亿元，较年初增长 3.68%，主要系可供出售金融资产及在建工程增长所致。截至 2015 年 6 月底，公司流动资产和非流动资产分别占比 33.63% 和 66.37%，资产结构保持稳定，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，应收账款规模小，流动资产中存货占比较高；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。公司整体资产质量尚可。

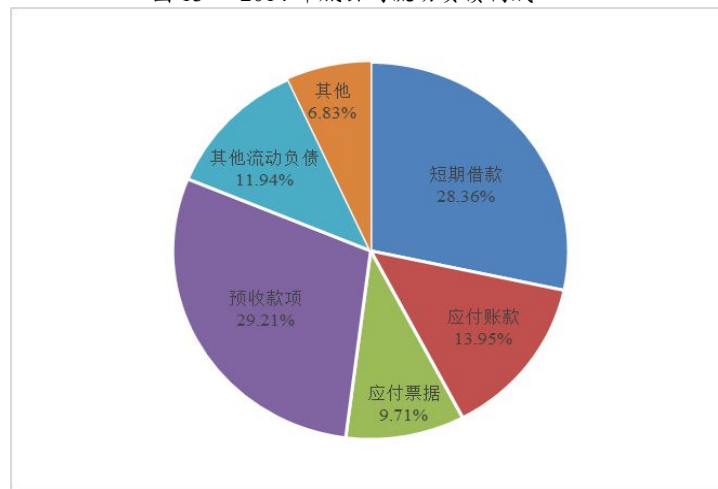
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，伴随公司经营规模扩大，公司负债规模相应增长，三年复合增长率为 10.45%，与资产规模增速基本保持一致。截至 2014 年底，公司负债总额 440.72 亿元，其中流动负债占比逐年下降至 49.05%；非流动负债占比逐年上升至 50.95%，负债结构得到优化。

2012~2014 年，公司流动负债变动不大。截至 2014 年底，公司流动负债 216.17 亿元，主要由短期借款（占比 28.36%）、应付票据（占比 9.71%）、应付账款（占比 13.95%）、预收账款（29.21%）和其他流动负债（占比 11.94%）构成。

图 13 2014 年底公司流动负债构成



数据来源：公司 2014 年审计报告

2012~2014 年，公司短期借款波动下降，三年复合减少 4.80%，主要系公司采用直接融资手段增多、银行借款减少所致。截至 2014 年底，公司短期借款 61.30 亿元，主要由保证借款 46.57 亿元和质押借款 14.48 亿元构成。

2012~2014 年，公司应付票据快速增长，三年复合增长率为 268.65%，主要系公司使用票据结算的方式增多所致。截至 2014 年底，公司应付票据 21.00 亿元，均为银行承兑汇票。

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。2012~2014 年，公司应付账款逐年增长，三年复合增长率为 17.49%。截至 2014 年底，公司应付账款 30.15 亿元，较 2013 年底增长 3.08%，主要系应付原材料款增加所致。

2012~2014 年，公司预收账款逐年减少，三年复合减少 23.16%。截至 2014 年底，公司预收账款 63.14 亿元，较 2013 年底下降 30.13%，主要系预售楼款因工程完工交房，结转销售收入所致。

2012~2014 年，公司其他流动负债快速增长，三年复合增长率为 311.01%，主要系公司发行短期融资券所致。截至 2014 年底，公司其他流动负债 25.81 亿元，较 2013 年底大幅增长 139.92%，主要系公司 2014 年发行 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债所致。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，三年复合增长 24.07%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致。截至 2014 年底，公司非流动负债 440.72 亿元，主要由长期借款（占比 36.47%）、应付债券（占比 59.02%）和长期应付款（占比 3.56%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，三年复合增长 50.06%。截至 2014 年底，公司长期借款 81.88 亿元，主要为担保借款及抵押借款。公司长期借款集中在 2019~2022 年偿还，在此期

间存在一定偿还压力。截至 2014 年底，公司长期借款明细如下表所示。

表 16 截至 2014 年底公司长期借款明细情况（单位：亿元）

合作银行	借款金额	借款期限	借款到期日
农业银行	10.00	10 年	2022.06.27
工商银行	8.00	6 年	2019.05.10
工商银行	1.00	10 年	2016.06.03
工商银行	2.00	5 年	2020.07.13
建设银行	8.00	8 年	2020.12.30
建设银行	3.60	5 年	2019.08.15
建设银行	0.20	3 年	2016.06.30
国家开发银行	23.98	10 年	2022.06.27
国家开发银行	3.60	12 年	2020.11.20
华商银行	2.00	6 年	2019.05.10
中国银行	1.25	3 年	2016.06.10
恒丰银行	13.60	2 年	2015.04.19
渤海银行	4.48	5 年	2019.05.15
国开村镇	0.17	3 年	2016.09.30
合计	81.88	--	--

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司应付债券逐年增长，三年复合增长 14.09%。截至 2014 年底，公司应付债券 132.54 亿元，其中企业债 80.00 亿元，可转换公司债 52.54 亿元。截至 2014 年底，公司应付债券明细如下表所示。

表 17 截至 2014 年底公司应付债券明细情况（单位：亿元）

序号	债券名称	债券种类	发行规模	期限	起息日	到期日/摘牌日
1	06 南山债	企业债	10 亿元	10 年	2006 年 6 月 13 日	2016 年 6 月 12 日
2	09 南山债 01	企业债	10 亿元	6 年	2009 年 10 月 20 日	2015 年 10 月 19 日
3	09 南山债 02	企业债	10 亿元	10 年	2009 年 10 月 20 日	2019 年 10 月 19 日
4	12 南山 MTN1	中期票据	8 亿元	3 年	2012 年 3 月 27 日	2015 年 3 月 27 日
5	12 南山 MTN2	中期票据	6 亿元	5 年	2012 年 6 月 18 日	2017 年 6 月 18 日
6	12 南山 MTN3	中期票据	6 亿元	5 年	2012 年 9 月 13 日	2017 年 9 月 13 日
7	南山转债	可转债	52.54 亿元	5 年	2012 年 10 月 16 日	2015 年 3 月 13 日
8	13 南山 MTN1	中期票据	8 亿元	3 年	2013 年 6 月 17 日	2016 年 6 月 17 日
9	13 南山 MTN2	中期票据	6 亿元	5 年	2013 年 9 月 12 日	2018 年 9 月 12 日
10	13 南山 MTN3	中期票据	6 亿元	5 年	2013 年 11 月 14 日	2018 年 11 月 14 日
11	14 南山集 MTN001	中期票据	10 亿元	5 年	2014 年 5 月 8 日	2018 年 5 月 8 日

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 410.08 亿元，较年初减少 6.78%，主要系应付债券减少所致。流动负债和非流动负债占比分别为 57.78%和 42.22%，流动负债占比有所上升。

随着公司银行借款和直接融资规模的不断扩大，公司有息债务快速增长。2012~2014 年，公司全部债务快速增长，三年复合增长率为 23.07%。截至 2014 年底，公司全部债务 335.23 亿元，其中短期债务 112.82 亿元，长期债务 222.42 亿元。截至 2014 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 48.67%、41.90%和 32.37%。公司预收账款规模较大，偿付压力较小，实际负债水平适中。

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务 309.29 亿元，较年初减少 7.74%，主要系公司 10 亿元短期融资券到期兑付及南山铝业 60 亿元可转换公司债券部分于 2015 年 3 月转股所致。截至 2015 年 6 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 43.74%、36.92% 和 24.45%，债务负担较年初有所减轻。

总体看，受公司投资需求较大影响，银行借款及直接融资规模不断扩大，导致公司负债规模和利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。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益不断增长，三年复合增长 9.83%，主要系未分配利润和盈余公积增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 464.76 亿元，同比增长 9.90%，其中归属于母公司所有者权益合计 338.88 亿元，主要由实收资本（占比 2.95%）、资本公积（占比 5.09%）和专项储备（占比 10.48%）和未分配利润（占比 81.55%）构成；少数股东权益 125.88 亿元，同比增长 8.17%。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益 528.36 亿元，较年初增长 13.68%，主要系少数股东权益的增长。公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，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。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入和利润总额均呈波动下降态势，总体保持平稳，三年复合减少分别为 0.08% 和 2.70%。2014 年，公司实现营业收入 303.10 亿元，实现利润总额 43.87 亿元。2012~2014 年，公司净利润波动减少，三年复合减少 2.97%。2014 年公司实现净利润 38.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.81 亿元，公司盈利规模较高。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用分别为 26.56 亿元、28.47 亿元和 33.37 亿元，期间费用整体呈逐年上升的态势，三年复合增长率为 12.08%，主要系管理费用和财务费用的增长。2012~2014 年，公司管理费用逐年增长，三年复合增长率为 6.00%，截至 2014 年底公司管理费用 15.57 亿元。2012~2014 年，公司财务费用快速增长，三年复合增长率为 35.47%，主要系公司银行借款及直接融资规模不断扩大所致，2014 年公司财务费用 8.76 亿元。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 8.75%、9.30% 和 11.01%，呈上升趋势，公司期间费用控制能力整体处于较好水平。

2012~2014 年，公司营业外收入逐年增长，三年复合增长率为 21.54%。截至 2014 年底，公司营业外收入 1.27 亿元，占利润总额的 2.90%，对公司利润影响较小。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率稳中有升，分别为 24.26%、25.40% 和 25.73%。受公司近三年融资规模迅速增加、资产及权益规模快速增长等因素影响，公司近三年总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈下降趋势，2014 年三指标分别为 6.43%、6.17% 和 8.59%。公司整体盈利能力强。

2015 年 1~6 月份，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 146.48 亿元、净利润 13.27 亿元，分别较上年同期减少 0.78% 和 3.04%。

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。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 353.29 亿元、336.02 亿元和

323.84 亿元，年均复合减少 4.26%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 349.15 亿元、331.61 亿元和 318.69 亿元，三年复合下降 4.46%；同期，现金收入比分别为 115.01%、108.30%和 105.14%，现金收入质量有所下降，但仍处于较高水平。公司近三年现金收入比均高于 100.00%，主要系纺织、服饰及房地产板块的预收款项所致。公司近三年经营活动产生的现金流量均保持为净流入状态，分别为 25.08 亿元、42.63 亿元和 41.49 亿元。

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。近三年公司投资活动现金流入分别为 3.88 亿元、26.64 亿元和 39.24 亿元，呈逐年增长态势。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。近三年公司投资活动现金流出分别为 83.68 亿元、120.00 亿元和 118.43 亿元。2012~2014 年，公司投资活动现金净流量均为净流出状态，反映公司投资项目仍处于大规模支出阶段。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-83.29 亿元、-93.36 亿元和-79.19 亿元。

从筹资活动来看，近年来公司经营活动现金流无法覆盖投资支出，公司对外融资需求较大。2012~2014 年，公司筹资活动现金流均为净流入状态，净流入额分别为 100.67 亿元、50.10 亿元和 37.01 亿元。公司筹资活动现金流量净额变化较大，2012 年子公司南山铝业发行可转债以及公司发行中期票据等，2013 年公司未大规模发行债券并偿还借款较多，2014 年公司长期借款减少并兑付到期债券。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。

2015 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金仍保持净流入状态，净流入 30.78 亿元；公司投资活动现金净流出 25.79 亿元，与上年同期相差较少；公司筹资活动现金净流入 5.63 亿元，较上年同期有所减少，主要系本期公司偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关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，仍存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率分别为 1.54 倍、1.63 倍和 1.41 倍；速动比率分别为 0.85 倍、0.93 倍和 0.74 倍。两指标均呈现波动下降趋势，主要系 2013 年公司货币资金、预付账款等流动资产增长较快而 2014 年公司应收票据、预付账款等流动资产规模下降所致。2012~2014 年，公司现金短期债务比分别为 1.37 倍、1.11 倍和 0.72 倍，公司现金类资产逐年下降，对短期债务的覆盖程度逐年减弱。2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 11.64%、20.65%、19.19%，呈波动上升趋势，主要系公司经营现金净流量与流动负债波动变化所致。整体看，公司货币资金比较充裕，经营性现金净流量规模较大，短期支付压力小，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 68.67 亿元、76.05 亿元、77.02 亿元，呈逐年上升趋势；公司有息债务规模快速增长，EBITDA 利息倍数波动下滑，分别为 9.73 倍、7.32 倍、5.21 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.31 倍、0.27 倍和 0.23 倍，呈逐年下降趋势，公司 EBITDA 对全部债务的保障程度逐年减弱。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 2015 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.33 倍和 0.71 倍，均比年初小幅下降，但考虑到公司现金类资产较为充足，间接融资渠道畅通，公司短期偿债能力仍处于较好水平。

截至 2015 年 6 月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至2015年6月底，公司获得银行授信额度797.68亿元，已使用254.95亿元，未使用542.73亿元，公司间接融资能力强。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码G1037068100009930L），截至2015年9月15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。

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；公司直接、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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司债务总额为309.29亿元，本期拟发行公司债规模不超过10亿元，分别占公司全部债务和长期债务的3.23%和5.85%，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较小。本期债券发行后，公司债务负担将略有加重。

以2015年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为25.51%、37.67%和44.34%，较债券发行前分别提高了1.07个百分点、0.74个百分点和0.59个百分点，债务水平略有提高，整体债务负担不大。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2014年的财务数据为基础，公司2014年EBITDA为77.02亿元，为本期公司债券发行额度（10亿元）的7.70倍，EBITDA对本期债券的保障程度好。公司2014年经营活动产生的现金流入323.84亿元，为本期公司债券发行额度（10亿元）的32.38倍，公司经营活动现金流入规模大，对本期债券覆盖程度高。

总体看，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，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入对本期债券覆盖程度较高，本期债券到期不能偿还的风险很低。

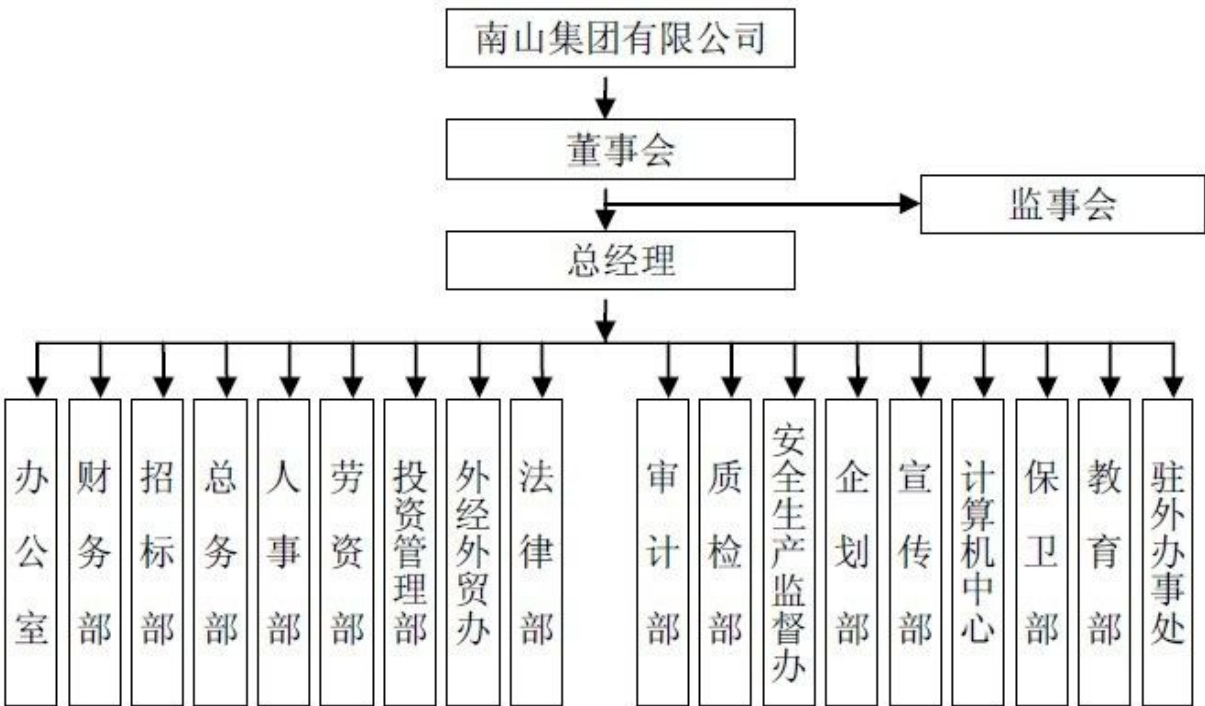
九、综合评价

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，在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面具备较强的竞争优势；以此优势为基础，公司近年呈现持续发展态势，营业收入和利润规模保持在较高水平。同时，联合评级也关注到，公司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。

近年来，公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力较强，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”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	746.58	841.32	905.48	939.19
所有者权益 (亿元)	385.31	422.88	464.76	528.36
短期债务 (亿元)	77.21	76.49	112.82	138.34
长期债务 (亿元)	144.13	210.25	222.42	170.95
全部债务 (亿元)	221.34	286.74	335.23	309.29
营业收入 (亿元)	303.57	306.19	303.10	146.48
净利润 (亿元)	40.49	41.03	38.12	13.27
EBITDA (亿元)	68.67	76.05	77.02	--
经营性净现金流 (亿元)	25.08	42.63	41.49	30.78
应收账款周转次数 (次)	24.37	23.81	22.22	8.10
存货周转次数 (次)	1.58	1.52	1.53	0.80
总资产周转次数 (次)	0.45	0.39	0.35	0.16
现金收入比率 (%)	115.01	108.30	105.14	111.24
总资本收益率 (%)	8.61	7.06	6.38	1.62
总资产报酬率 (%)	7.69	6.66	6.17	1.70
净资产收益率 (%)	11.26	10.15	8.59	2.67
营业利润率 (%)	24.26	25.40	25.73	19.81
费用收入比 (%)	8.75	9.30	11.01	9.04
资产负债率 (%)	48.39	49.74	48.67	43.74
全部债务资本化比率 (%)	36.94	40.41	41.90	36.92
长期债务资本化比率 (%)	27.22	33.21	32.37	24.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.73	7.32	5.21	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.31	0.27	0.23	--
流动比率 (倍)	1.54	1.63	1.41	1.33
速动比率 (倍)	0.85	0.93	0.74	0.71
现金短期债务比 (倍)	1.37	1.11	0.72	0.69
经营现金流动负债比率 (%)	11.64	20.65	19.19	12.97
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.87	7.60	7.70	--

注：2015 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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。

联合信用评级有限公司关于 南山集团有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年南山集团有限公司年度审计报告出具后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南山集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南山集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南山集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现南山集团有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如南山集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至南山集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南山集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一五年十二月十八日

