跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 517 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“16南山集CP002”和“16南山集CP003”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年四月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

南山集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 南山集 CP002	10 亿元	2016/7/22~2017/7/21	A-1	A-1
16 南山集 CP003	10 亿元	2016/10/14~2017/10/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 4 月 12 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产（亿元）	84.77	81.42	110.41	109.35
资产总额(亿元)	841.32	905.48	1004.27	1060.88
所有者权益(亿元)	422.88	464.76	543.91	561.77
短期债务（亿元）	76.49	112.82	144.01	141.72
长期债务(亿元)	200.08	214.42	208.20	253.03
全部债务(亿元)	276.57	327.24	352.21	394.75
营业收入(亿元)	306.19	303.10	297.67	202.81
利润总额(亿元)	47.41	43.87	33.52	20.29
EBITDA(亿元)	76.05	77.02	68.87	--
经营性净现金流（亿元）	42.63	41.49	36.94	21.54
营业利润率(%)	25.40	25.73	23.21	20.60
净资产收益率(%)	9.70	8.20	5.27	--
资产负债率(%)	49.74	48.67	45.84	47.05
全部债务资本化比率(%)	39.54	41.32	39.30	41.27
流动比率(%)	162.51	140.75	133.05	136.85
经营现金流动负债比(%)	20.65	19.19	14.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.25	5.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.32	5.21	4.26	--

注：公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

评级观点

南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）是一家以铝深加工为主，纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的跟踪评级反映了其在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面具备的竞争优势。同时，联合资信也关注到近年来公司有色金属和建材板块盈利能力减弱、房地产业务受外部环境影响较大、跟踪期内山东省上网电价下调对公司电、汽业务盈利空间造成挤压以及有息债务大幅增长等因素对公司经营可能产生的不利影响。

近年来，公司已经形成了多元化发展的业务格局，一定程度上分散了行业风险。其中主业铝加工业务的完整产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，同时铝产品结构的调整优化有助于适应下游消费结构的变化趋势。未来，公司有望继续凭借规模优势保持稳定经营态势。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“16南山集CP002”和“16南山集CP003”A-1的信用等级。

优势

1. 公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，在行业地位、产业链完整度、技术水平、生产效率等方面具备明显优势。
2. 公司铝加工板块拥有“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链，抗风险能力很强。
3. 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。
4. 公司现金类资产和经营现金流入量对待偿还短期融资券的保障能力强。

分析师

张 钰　孙 鑫

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 （100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 中国铝土资源对外依存度大，且中国铝加工行业集中度低，议价能力弱，未来仍将面临原料成本上涨以及政策风险。
2. 跟踪期内，房地产行业受国家调控影响景气度下滑，公司房地产业务投资规模较大，联合资信将密切关注其资金回流情况。
3. 2016 年以来，受山东省上网电价下调影响，公司电、汽板块营业收入较 2015 年同期大幅下降，该板块盈利能力有所弱化。
4. 公司人工岛项目投入规模大，经营模式和收回投资安排尚具有不确定性。
5. 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性偏弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与南山集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南山集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 南山集 CP003”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南山集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于南山集团有限公司主体长期信用及存续期内的“16南山集CP002”、“16南山集CP003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）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。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“南山铝业股份”）在上海证券交易所上市。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2016年9月底，公司注册资本10亿元，其中南山村村民委员会占51%，宋作文占49%。公司的实际控制人是南山村村民委员会。

公司业务以铝加工为主，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。公司本部下设办公室、财务部、审计部等18个职能部门。截至2016年9月底，公司共拥有包括南山铝业股份在内的全资、控股子公司29家。

截至2015年底，公司合并资产总额1004.27亿元，所有者权益543.91亿元（含少数股东权益190.08亿元）；2015年实现营业收入297.67亿元，利润总额33.52亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额1060.88亿元，所有者权益561.77亿元（含少数股东权益193.89亿元）；2016年1~9月实现营业收入202.81亿元，实现利润总额20.29亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

三、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年

增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于铁的金属，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，在国民经济中占有重要地位。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，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。

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. 上游原材料情况

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。

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。

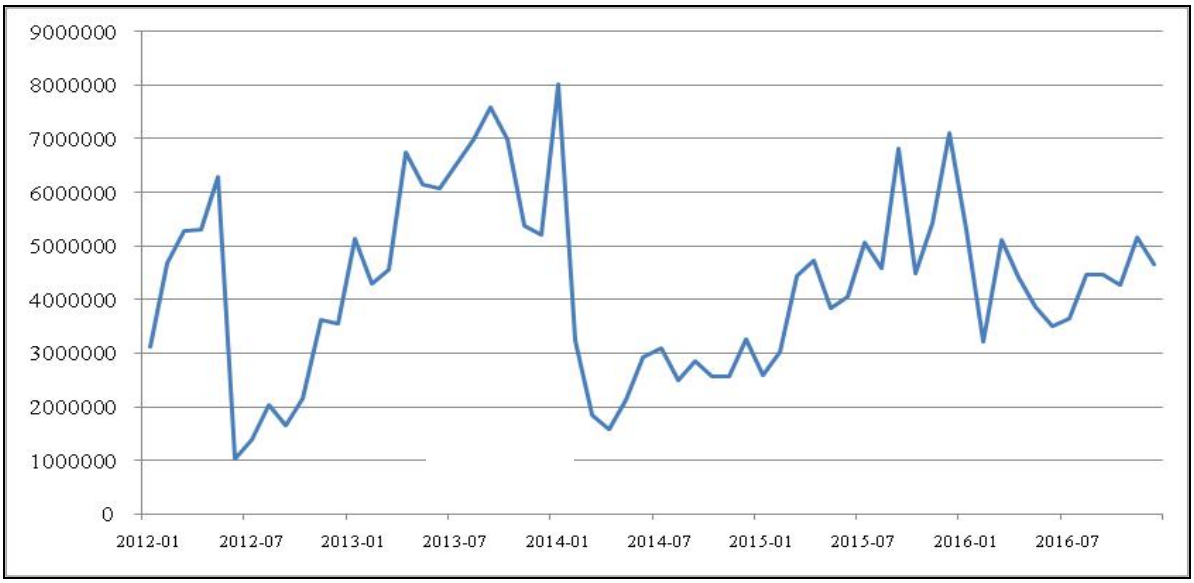
由于中国氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加大，目前中国所需铝土矿约60%来自进口，而源自印尼的进口量占进口总量的比重达到60%~70%。根据海关总署数据，2013年，中国铝土矿进口总量为7007万吨，同比增加78.7%，迅猛增长，主要由于印尼表示2014年将限制原矿出口，国内企业增加备货以及印尼矿商加大出口力度所致。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。自印尼宣布禁令以来，中国铝企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，包括拓宽印尼以外的进口原材料渠道、利用在印尼建设精炼厂（由于印尼政府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，显示出中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，中国铝土矿进口量为3628万吨，下降幅度较大。

2015年下半年开始，中国铝土矿库存逐渐耗尽，进口需求大增。2015年1-11月份中国铝土矿进口量达到4899.4万吨，较去年同期增长47.2%，去年同期该值为3328.4万吨。中国海关总署公布2015年12月，中国进口铝土矿710.67万吨，创23个月新高。

从进口区域看，马来西亚、澳大利亚和印尼是中国进口铝土矿的主要产区。2015年，中国自马来西亚进口铝土矿继续保持增长势头，11月份马来西亚铝土矿进口量达到254.04万吨，环比增长16.87%，而1-11月份马来西亚铝土矿进口总量达到2069.4万吨，同比增长698%。

主要由于马来西亚铝土矿为三水铝石且品位好、开采成本和海运费用低，2016年以来成为中国铝土矿进口的重要补给地，但是马来西亚铝土矿储量有限，因此，相对而言，澳大利亚及印尼铝土矿进口延续性要好于马来西亚铝土矿。目前澳大利亚及印尼铝土矿进口保持稳定增长，2016年前11月份澳大利亚铝土矿进口总量为1754.6万吨，同比增长27%，而前11月份印尼铝土矿进口总量达到685.1万吨，同比增长51%。根据已勘探的储量推算，澳大利亚及印尼铝土矿使用年限能够持续几十年至上百年，而马来西亚铝土矿使用年限或仅有几年而已。

图1　2012年以来中国铝土矿进口量（单位：吨/月）

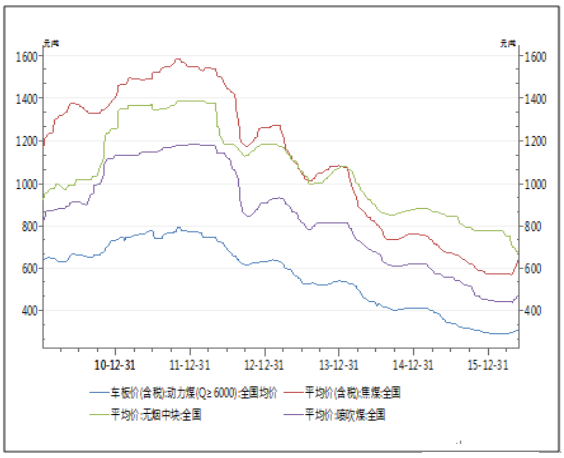


数据来源：Wind资讯

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。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。

图 2　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

3.　市场供求情况

产品供给情况

电解铝方面，中国原铝产量约占全球40%，近年来国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问

题。2013年，中国电解铝产能继续增长，产能达3032万吨，产量为2204.61万吨，同比增长9.65%；截至2014年，中国电解铝产能增长至3525万吨，现有的产能明显超过“十二五”规划提出的2015年底保有电解铝2500万吨产能的规划，产量为2438.20万吨，同比增长7.69%。2015年，中国电解铝产量合计2664.7万吨，同比增长9.29%。从铝上市公司公布的业绩来看，受整体宏观经济形势影响，行业内企业亏损情况有所加剧，但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。截至2016年1~9月，中国电解铝累计产量2321.5万吨，累计同比小幅下降0.8%。

总体看，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势不会改变。

铝材方面，铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域；铝板带材主要用于印刷业（PS/CTP 版基）、罐体罐盖料、建筑装饰板等；铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。根据有色金属协会统计，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。

近年来，随着国内固定资产投资的波动，对铝材需求亦随之波动。2012年，汽车、房地产、建筑等主要铝材消费行业需求不振，主要铝型材生产企业开工率普遍下降，中国铝材产量增速相比2011年大幅下滑，下滑15.90%。2013年，受房地产投资、基建投资及汽车产销量的增速均有回升的拉动，铝材订单量出现增长，中国铝材产量增速重新回到24%以上，全年产量达3962.42万吨。2014年产量为4845.80万吨，同比增长18.60%，增速有所回落。2015年，全国铝材累计产量为5236.40万吨，同比增长8.06%。总体看，受国内固定资产投资增速放缓影响，铝材产量增速亦放缓。

表1　近年来中国铝材产量增速（单位：%）

时间	2012年	2013年	2014年	2015年
产量增速	15.90	24.04	18.60	8.06

数据来源：Wind资讯

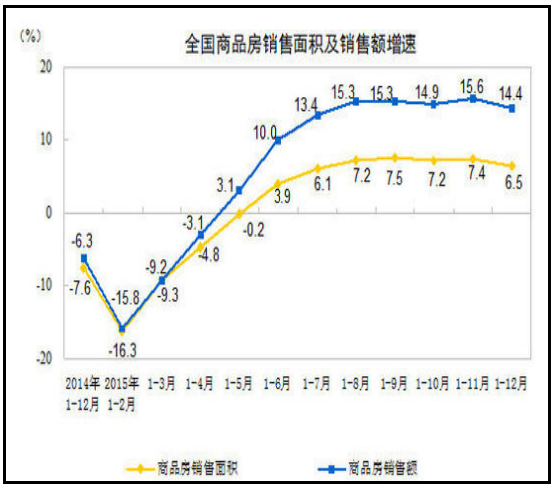
产品需求情况

需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑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。

房地产方面，2015 年房地产政策基调为去库存，宏观政策从降首付、降利率、减税费、补贴和放宽公积金贷款、取消限外等方面多手段对房地产进行调控。从行业相关指标看，2015 年，全国房地产开发完成投资 95979 亿元，同比名义增长 1.0%（扣除价格因素实际增长 2.8%），增速比 1-11 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅投资 64595 亿元，增长 0.4%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资比重 67.3%。2015 年，全国共实现商品房销售面积 128495 万平方米，同比增长 6.5%，增速比 1-11 月份回落 0.9 个百分点。从重点房企的销售情况来看，2015 年上半年，20 家标杆房企实现销售面积 6708 万平方米，同比增长 12.7%，实现销售额 7176 亿元，增长 9.7%，二者增速明显好于行业平均水平，标杆房企房屋销售形势较好。从同比价格指数看，自 2014 年 1 月起，70 个大中城市新建住宅价格指数快速回落，同比指数由上涨 9.0%回落至最低下跌 6.3%，2015 年 5 月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价企稳回升，5 月起房价同比跌幅开始逐月收窄；至 2015 年 7 月份，70 个大中城市新建住宅房价同比下跌 4.4%，跌幅较 4 月份收窄 1.9 个百分点；2015 年 12 月份，70 个大中城市新建商品住房价格延续 11 月走势，环比继续小幅上

涨，新建商品住宅同比综合平均涨幅 7.7%，高于 11 月份 1.2 个百分点。截至 2015 年 10 月底，一、二、三线 35 个城市新建商品住宅存销比分别为 10.0、12.2 和 18.9 个月，一线城市已经连续 10 个月存销比低于 12 个月。从全国绝对量来看，2015 年全年，全国商品房待售面积 71853 万平方米，比 11 月末增加 2217 万平米，按人均住房面积 30 平米计算，“空置”住房可供 2.4 亿人口居住。总体看，由于各城市供需不同，城市间房价分化现象明显。一线和部分二线城市房价上升较快，环比涨幅明显高于其他城市；其余二线城市环比较平稳；大部分三线城市仍然处于库存逐步消化阶段，环比仍在下降。

图 3　全国商品房销售面积及销售额增速



资料来源：国家统计局

总体看，进入2015年，中国房地产已经告别过去高速增长的时代，经过市场调整后逐步进入平稳理性增长的新常态。目前中国房地产住房需求以刚需为主，随着新增人口数量的放缓、住宅存量规模不断扩大，未来住房需求将逐步实现结构化转变。

汽车市场方面，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实现的主要应用材料。2013~2015年，中国汽车产量分别为2387.42万辆、2372.50万辆和2483.80万辆，年均复合增长2.00%。2016年1-9月，中国汽车产量为1942万辆，同比增长13.3%。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。

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。

综合分析，未来随着国民经济增速的恢复，中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛。但目前国内铝材市场存在产品结构不合理等问题，主要是技术含量高、生产难度大的高精度产品供应不足，低档次产品充斥市场，使铝材市场出现结构性产能过剩。预计未来一段时间，随着国家产业政策的深入以及经济发展的结构性转型，铝材消费结构将发生变化，这也要求铝工业加快转变发展方式，加快升级。

4. 行业关注

产能过剩

过去10年中，铝产量年均增长近20%。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策，且铝冶炼企业面临一定能源瓶颈，但目前来看，仅东部地区铝冶炼企业产量增速出现明显下降，而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本，铝产能扩张仍有较大动力。总体来看，原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看，铝消费仍有较大增长空间，但短期内，由于产能严重过剩以及需求增速面临下降，国内铝产业的疲弱可能仍会持续，铝价仍将面临较大下行风险。

原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但年生产量却占世界的17%，开采消耗过大，供给日趋紧张。近年来中国铝土矿对外依存度始终维持高位，而中国铝冶炼加工企业集中度低，对外议价能力弱，未来势必成为价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业的健康发展。

过去几年，中国所需铝土矿源自印尼的进口量占进口总量的比重为60%-70%。2012年5月，印度尼西亚政府出台政策限制铝土矿出口,要求自2014年起禁止包括铝土矿在内的未经加工的金属矿石出口。2013年以来出于对印尼限制铝土矿出口的担忧,中国铝土矿进口总量明显增长,中国海关数据显示，2013年中国进口铝土矿总量7007万吨,同比增加78.70%。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。2014年1月12日,印尼原矿出口禁令正式生效,铝土矿被禁止出口。

综合看，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。

能源供给波动影响

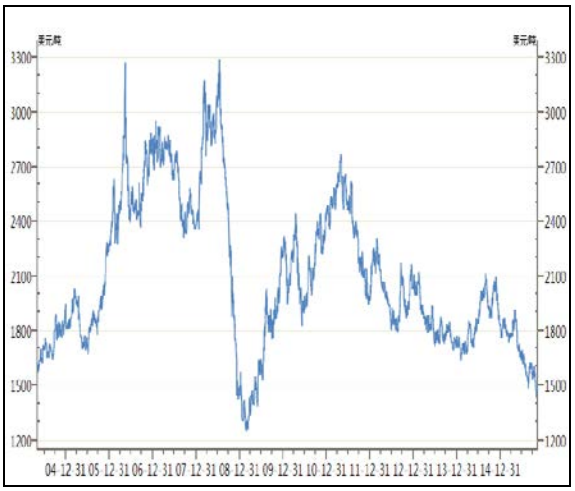
氧化铝和电解铝均是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力14500千瓦时和1.95吨氧化铝；电解铝的成本构成中，电力约占40%~45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电，“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定，同时区域性的输电能力不足，也时常导致部分地区出现季节性电力短缺，给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

价格波动

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1800美元/吨左右，尽管2013年初LME铝价小幅走高至2100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1800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1641.50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2071.50美元/吨，恢复至2013年初水平。2015年，LME铝价呈现1~4月震荡上扬，4月以后整体下跌的趋势。截至2016年9月6日，LME铝现货结算价为1588.00美元/吨。

图4　现货结算价：LME铝（单位：美元/吨）



数据来源：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14080元/吨下跌至3月下旬的12300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14800元/吨以上，之后有所回落，11月底结于13600元/吨，略低于2013年同期水平。2015年，受美元反弹和原油大跌影响，大宗商品多数承压价格走低，现货铝价大幅下滑。铝市供过于求，库存充裕，产量持续增加。需求方面，房地产领域的投资持续下降，不足以消化日益增加的电解铝产业，而乘用车月度产销量也较低，对铝的需求所起到的刺激作用有所减弱。同时新疆地区电解铝产能持续增多，而下游需求依旧未能完全复苏，铝价仍处于弱势震荡的局面。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。

5. 产业政策

近年来，中国铝行业发展迅猛，产品产量、质量及产品结构都有很大程度的提高和完善；但同时行业发展的过程中也存在资源浪费、能耗高、污染严重、产业结构不合理、产能扩张过快等问题。

2013年5月，国家发改委及工信部联合发布《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》，将钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等划入产能严重过剩行业。同年7月，工信部发布《铝行业规范条件》，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。同年10月，国务院印发了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，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，用电价格加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。2013年12月23日，国家发改委公布了其与工信部出台的《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，决定自2014年1月1日起对电解铝企业用电实行阶梯电价政策，目的是运用价格杠杆加快淘汰落后电解铝产能，促进电解铝行业结构调整，一些实力较弱的小企业将面临淘汰。2014年4月6日，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。2015年4月，工信部印发《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，下达钢铁、水泥、电解铝等重点行业落后和过剩产能淘汰目标。

2016年，国土资源部公布《国土资源“十三五”规划纲要》，指出搭建“一带一路”沿线国家合作平台，以油气、铀、铁、铜、铝等中国紧缺战略性矿产为重点，合作开展中国及沿线国家成矿规律研究和潜力评价。《纲要》还公布了“十三五”时期国土资源主要指标，其中有色矿产资源预计新增铜800万吨，铝土矿6亿吨。

从近年出台的政策看，化解产能过剩矛盾、环境保护、节能减排以及产业结构调整是中国铝行业产业政策制定的长期主题，国家长期以来一直给予高度重视，预计未来铝行业的相关产业政策仍将围绕上述主题进行制定。国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大型铝加工企业发展。

6. 行业发展趋势

面对中国经济进入温和增长的“新常态”以及铝行业已充分暴露出的深层次矛盾，结合铝行业发展中面临的产能过剩、消费增速回落、核心竞争力不足等问题，预计铝行业将呈现以下两种运行趋势：一、氧化铝、电解铝、铝材

产能、产量将继续保持平稳增长，新增产能主要分布在新疆、内蒙古、山东等资源能源丰富地区。电解铝产能过剩未得到明显改善，且供应压力增大。2015年上半年，尽管有50万吨/年左右电解铝产能关停，但仍有100多万吨/年新增产能投产，具有能源资源优势的地区产能规模仍在扩大。鉴于高成本电解铝产能退出难、落后能力已几乎全部淘汰，化解产能过剩任重道远。但受政府对电解铝等产能过剩行业投资的严格控制以及市场因素的影响，新增产能规模会有所收窄。此外，铝材中低端投资也呈现出过热现象，使行业利润率受到影响。二、受供应压力大、消费增速回落及大宗商品价格走势影响，铝价仍将维持在成本线上下，呈低位震荡。同时，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的出台对于铝行业发展具有重要指导意义，煤炭等原材料价格的持续回落也将有利于企业有效控制成本。但改善行业整体经济效益的基础依然薄弱，短期内整体向好的压力仍较大。

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。

7. 区域经济概况

烟台是中国首批沿海开放城市之一，是环渤海经济圈内以及东北亚地区的国际性港城、商城、旅游城。全市现有港口10处，芝罘湾港、八角港、龙口港、莱州港、蓬莱东港等6处为国家一类开放口岸，已与70多个国家和地区的100多个港口直接通航。2015年，烟台代管的龙口市在中国最具竞争力百强县中排名第17位。

2015年，烟台实现生产总值（GDP）6446.08亿元，按可比价格计算，比上年增长8.4%，人均GDP为91979元，增长8.2%。全年完成第一产业增加值440.85亿元，增长4.3%；第二产业增加值3323.46亿元，增长7.9%；第三产业增加值2681.77亿元，增长9.8%。

2015年，烟台固定资产投资持续增长，当年投资额达4667.14亿元，增长13.9%；房地产开发投资完成607.06亿元，比上年下降0.8%。同年，烟台实现工业增加值2995.83亿元，增长7.8%；规模以上工业实现主营业务收入16076.65亿元，同比增长7.9%；食品、机械、黄金和电子为烟台的四大支柱产业。

2015年，烟台市实现公共财政预算收入542.66亿元，增长10.7%；其中税收收入420.72亿元，增长7.0%。公共财政预算支出643.53亿元，增长11.9%；其中教育、医疗卫生、节能环保、农林水事务和社会保障及就业等重点支出分别增长17.3%、14.0%、33.0%、11.1%和22.7%。

总体看，公司所处区域地理位置优越，整体经济实力较强，为公司经营发展提供了有利的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司前身为1979年龙口市东江镇前宋家村民委员会出资组建的村办集体所有制企业，后经龙口市人民政府批准成立有限责任公司。截至2016年9月底，公司注册资本10亿元，南山村村民委员会占51%，宋作文占49%，公司实际控制人为南山村村民委员会。

2. 企业规模

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。2015年，公司位于“中国企业500强”第161位，“中国制造业500强”第68位。

在铝深加工领域，据中铝网、中国铝业协会的相关报道，公司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。目前公司拥有年产（含在建）120万吨铝深加工能力，并已形成了一条“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，成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业，是中国铝型材十强企业。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位置，产品大量替代进口并出口日本和欧美市场。公司产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。“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，公司现具有年产3000万米精纺呢绒及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。

公司其他板块主要为贸易，以及金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务。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级风景区，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。

整体来看，公司具备较好的品牌和规模优势，其中以铝深加工产业最为明显。

3. 技术水平

有色金属及建材板块方面，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、北方工业大学、山东大学、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。2015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。截至目前，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。

总体来看，公司研发实力强，并不断开发创新产品，技术优势明显。

4. 人员素质

公司现有董事长、监事及高级管理人员共11人。

公司董事长兼总经理宋建波先生，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，宋建波为宋作文之子，拥有新加坡居留权。

截至2016年9月底，公司共有在编员工41529人。从教育程度看，具有大专及以上学历的占42.39%，高中及中专学历的占44.82%，高中及中专以下学历的占12.79%；从专业构成看，管理人员占2.40%，技术人员占22.36%，车间工人占75.24%。

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。

5. 区位环境

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”、“山东半岛蓝色经济区”建设提高了该地区对铝型材和纺织服饰等产品的需求。

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；山东省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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、高管人员等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务以有色金属为主，纺织、电力、房地产为辅，是集产、供、销、科、工、贸为一体的大型集团企业。受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，2013年~2015年，公司营业收入有所下降，近三年复合变动率为-1.40%。2015年，公司实现营业收入297.67亿元，综合毛利率为24.57%，两项指标均同比有所下降。

板块构成及发展态势方面，2013年~2015年，以铝产品为主的有色金属、建材业务始终是公司主要的收入和利润来源，收入占比保持在50%以上，其中2015年占比为50.79%。近三年受铝价持续低迷的影响，该板块收入小幅回落，年均复合变动率为-3.72%，2015年实现收入151.17亿元；电力为仅次于有色金属的业务板块，近年来收入变动不大，年均复合增长1.33%，2015年实现收入44.77亿元；建筑、房地产业务收入持续下滑，年均复合变动率为-10.96%，2015年实现收入30.62亿元，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；公司纺织板块收入维持相对稳定，近三年年均复合增长2.15%，2015年为27.59亿元；贸易板块业务规模较小，2015年收入为9.36亿元；其他板块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务，作为业务补充，其他业务板块近年来收入增长较快，收入占比由2013年的8.48%提升至2015年的11.48%，比重首次超过房地产板块。

盈利能力方面，2013年~2015年，公司综合毛利率分别为26.42%、26.78%和24.57%，呈波动下降趋势。分板块看，受铝价持续低迷的影响，公司铝产品的盈利能力持续下滑，有色金属、建材板块毛利率波动下降，2015年降至13.69%；纺织板块毛利率近三年波动增长，三年均值为21.07%，2015年毛利率为20.96%，主要因公司作为全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地、规模优势明显，是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司等国家部门的定点合作单位，较低的单位生产成本和相对高端的商务需求使纺织板块盈利能力稳中有升；电力板块毛利率持续增长，三年均值为44.04%，2015年毛利率46.25%，主要因公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势，且近年煤炭价格低迷，电力板块毛利率水平维持在高位；房地产板块毛利率近年来持续下滑，2015年为31.14%，处于较低水平，主要原因为近年来房地产市场低迷，投资性客户越来越少，公司在房地产销售上也采取降价、让利等多种方式促进销售，总体售价降低。其他板块由于覆盖金融、旅游及集团公司配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2015年毛利率为45.57%。

2016年1~9月，公司实现营业收入202.81亿元，较2015年同期下降3.63%，主要是产品价格下降导致有色金属、建材板块收入同比下降所致；同期，受山东省上网电价下调影响，公司电、汽板块收入占公司营业收入比重较2015年有所下滑；2016年1~9月，公司建筑房地产板块和其他业务板块收入有所提升，分别为20.57亿元和28.51亿元。毛利率方面，2016年1~9月，公司综合毛利率为21.38%，较2015年同期提升0.06百分点，主要原因是房地产及其他业务板块毛利率略有提升。

表2　2013~2016年三季度公司营业收入、毛利率情况(单位：亿元、%)

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 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	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	151.17	50.79	13.69	109.98	54.23	14.18
纺织、服饰	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	27.59	9.27	20.96	20.90	10.31	19.39
电、汽	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	44.77	15.04	46.25	17.27	8.51	32.16
建筑、房地产	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	30.62	10.29	31.14	20.57	10.14	29.27
贸易	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	9.36	3.13	8.96	5.58	2.75	7.70
其他	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	34.16	11.48	45.57	28.51	14.06	41.10
合计	**306.19**	**100.00**	**26.42**	**303.10**	**100.00**	**26.78**	**297.67**	**100.00**	**24.57**	**202.81**	**100.00**	**21.38**

资料来源：公司提供

有色金属、建材

公司的有色金属、建材板块以铝制品的生产销售为主，铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品，其中，冷轧板和型材制品分别为公司的主要收入来源和利润来源。该板块经营主体为南山铝业股份等企业，现已形成“电力-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”为一体的完整铝加工产业链，成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。在铝深加工领域，据中铝网、中国铝业协会的相关报道，公司拥有年产（含在建）120万吨铝深加工能力，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，大部分为自用，较少有外卖铝锭的情况。

近年来，为适应发展需要，公司自筹资金对热轧生产线进行技术改造，引进三台推进式加热炉、一台锯铣床等相关设备，使热轧卷的生产能力在20万吨/年的基础上增加40万吨/年的产能，达到60万吨/年的生产规模。由于冷轧规模只有20万吨/年，使得热轧设备能力远没有完全发挥，因此，公司自筹资金进行了冷轧生产的改造，使冷轧产能达到60万吨。公司对上下游产品的产能匹配程度较高。

表3　2013~2016年三季度公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨、%）

产品	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 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	40	23.26	99.05	40	28.38	96.19	44	26.91	101.15	44	19.79	99.70
热轧卷	60	48.07	99.50	60	52.76	99.83	60	56.90	101.14	60	47.94	99.95
冷轧卷	60	42.64	98.43	60	38.12	101.76	60	44.89	97.82	60	37.37	103.53
铝箔	3	3.09	101.97	3	3.06	98.37	3	3.21	100.93	3	2.38	102.94
合金锭	100	107.38	99.90	100	112.88	99.42	120	101.06	100.39	120	76.86	99.95

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。

公司生产的工业型材主要用于航天、军工、船舶、汽车、动车车体、轻轨、地铁等领域，产品涉及铝合金棒材、管材、结构角材（R、双R等）等多种特殊型材。工业型材方面，我国航空、汽车用铝板基本上依赖进口，公司已完成汽车行业的体系认证，目前正在进行客户认证阶段；航空板材方面，公司航空用铝板也在逐步认证阶段，涉及到航空、汽车用的中厚板项目目前正在产能释放阶段。

高铁型材方面，公司是350KM中国标准动车组标准参与制定企业，成为继美国铝业、UAC之后世界第三家可以生产飞机结构件的世界级铝加工企业；公司系中国中车的主力供应商和战略合作伙伴，向中国中车动车主力生产厂-青岛四方机车厂供应高铁、动车车体型材的供货比例已达60%；同时，公司向青岛四方机车厂配套企业供应高附加值裙板产品及配套内饰产品，其中高附加值裙板订单份额占到了70%比例；大连机车车辆有限公司、青岛庞巴迪公司也都是公司合作伙伴。

集装箱产品方面，公司集装箱产品在国内与中集集团建立了战略合作关系，为其提供集装箱、罐车等材料的批量供货，国际市场上现已为美国最大的厢车制造商WABASH公司、美国最大的客车整车制造商Morgan公司，以及中集旗下的美国Vanguard公司开始供货。

公司航空用铝板目前处于逐步认证阶段。目前已完成认证的国内客户方面，2015年6月，

南山铝业通过了沈飞民用飞机有限责任公司合格供应商二方审核并批准，随后与公司签订购销合同。产品经沈飞检验及使用，各项指标均符合要求，2016年将继续加深合作；2015年12月，南山铝业通过了昌河飞机工业（集团）有限责任公司供应商二方审核，批准为原材料合格供应商，目前正在为其试制航空材料。国际客户及认证方面，B/E Aerospace美国标翼航技公司（以下简称“B/E公司”）为全球最大的航空内饰供应商，公司自2014年通过了BE认证，正式进军航空用铝合金材料市场，2015年公司为B/E公司供应各系铝合金；2016年，公司取得了2024熔铸合金产品的波音公司工程认证；此外，公司已与空客签署战略合作协议，对南山挤压材料的航空认证工作正在稳步推进。

汽车板方面，公司积极研发汽车铝板材，立志为国际顶级新能源汽车商提供汽车板（四门两盖）、电池板等高端铝材产品。目前，公司已经向世界顶级新能源汽车公司实现供货，对国内外知名汽车公司的认证工作正在稳步推进。

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，由南山铝业牵头，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，开展2524合金薄板工业化成套制造技术研究。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。

公司建筑型材以建筑门窗、幕墙为主，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、电容箔等）。

（1）生产制造

公司的生产设备主要来自进口，居于行业领先地位，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-2700T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；热轧生产线引进日本IHI 1+4，2350mm热连轧生产线和奥地利EBNER推进式铸锭加热炉，生产线在目前国内铝加工行业中规模最大，成品的最大卷径为2800mm，最大宽度为2100mm，最大卷重为30吨；冷轧生产线引进德国SMSD公司生产的2300mm6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2100mm，最大卷重为30吨；铝箔设备引进德国ACHENBACH公司的2000mm箔轧机，产品最大宽度可达1830mm，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。总体看，公司设备先进，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低。

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，作为中间环节的生产结果，公司铝锭及合金锭等产品可灵活地根据铝型材、冷热轧板的特定规格产出，降低重铸成本；此外，公司还可将铝制品加工过程中的边角切料运回电解铝厂区回收利用，提高了原料使用率。总体看，受益于完整的产业链条以及前后环节的有效配合，公司具备较强的成本控制能力和生产效率，在铝加工行业具有较强竞争优势。

表4　截至2016年9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	143.9 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
中厚板-热轧	1+5 热连轧机	热轧卷	1 年	18 万吨
中厚板-冷轧	单机架轧机 1 台	冷轧卷	1 年	10 万吨
中厚板-中厚板	板材生产线 1 条	板材	1 年	5 万吨

资料来源：公司提供

生产方面，公司目前生产方式主要为以销定产。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，近三年产量的复合变动率分别为7.56%、8.80%、2.60%、1.92%和-2.99%，除了合金锭外均保持了不同程度的产量扩张；2016年1~9月，上述产品产量分别为19.79万吨、47.94万吨、37.37万吨、2.38万吨和76.86万吨。

（2）产品研发及资格认证

产品研发方面，南山集团有限公司技术中心（以下简称“技术中心”）于1998年成立，2008年被认定为国家级企业技术中心，2013年科技部批准筹建国家铝合金压力加工工程技术研究中心[1]，下设山北京航空材料研究院、检测中心、中试基地、国家级博士后科研工作站、国家地方联合工程研究中心、山东省院士工作站、国家认可实验室、山东省电解铝节能降耗重点实验室、山东省功能毛纺织品工程技术研究中心及山东省工业设计中心等科研机构，并设有科技管理部、体系管理部、职业技能鉴定室等职能部门，负责集团公司的知识产权管理、科技项目研发与实施、体系认证及职业技能鉴定等工作。

技术中心实验室是国家认可委员会（CNAS）认定实验室，新建检测中心总投资近1亿元，拥有JEM-2100F场发射透射电子显微镜、日本JEM-2100F场电子探针、德国Q8 Magellan光电直读发射光谱仪、美国Optima 8300 ICP-OES电感耦合等离子体发射光谱仪、日本Rigaku X射线衍射仪、德国Zwick RKP 450摆锤冲击试验机、美国英斯特朗8800电液伺服疲劳试验机、美国INSTRON5982电子万能材料试验机等120台（套）大批国际先进水平的实验检测设施。

技术中心还具有完善的人才培养机制和科技创新制度，逐步建立了一套完整的“产学研”合作创新体系，先后与中南大学、东北大学、山东大学、北京工业大学、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、重庆大学、湖南大学、东华大学、武汉纺织大学及西安工程大学等科研院所建立了紧密的合作关系，开发了航天航空、汽车、船舶、高速列车等铝合金新产品，承担了国家级科研项目10项，省级项目16项，开发了国家重点新产品3项目，共有18个项目通过省级鉴定，其中4个项目达到国际领先水平，8个项目达到国际先进水平。获得授权专利200余项，参与制修订国家及行业标准80余项，获得省、市级奖励20余项,其中“集成纺丝毛蝉翼纱超薄精纺面料关键技术研究与应用”和“高性能高精度大卷重宽幅铝合金板带加工技术及产品开发——罐体料”获得山东省科技进步一等奖。

公司生产资质较为齐全，航空板材方面拥有BE（B/E Aerospace美国标翼航技公司）认证、法国必维认证（北京）有限公司的AS9100C体系认证、美国特种合金材料NADCAP认证、2024熔铸合金产品的波音公司工程认证，船板方面已获得挪威船级社（DNV）、中国船级社（CCS）、日本船级社（NK）、美国船级社（ABS）和英国船级社（LR）认证通过。

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，由南山铝业股份牵头，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，开展2524合金薄板工业化成套制造技术研究。满足中国商飞对飞机蒙皮用铝材国产化的要求，实

[1] 该中心为目前国内唯一国家级铝合金工程研究中心。中心建有五大技术平台、三条产业化示范生产线，主要针对目前中国铝合金压力加工技术滞后的现状，进行铝合金轧制、挤压、拉拔、锻造等加工手段的工艺技术开发、工程化转化、工艺标准制定、工程化人才培养等工作，全面提升中国铝合金压力加工技术水平。

现飞机典型零件的材料供应。2524合金飞机蒙皮板的研制，使南山铝业股份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。

整体看，公司技术中心作为公司技术开发体系的重要组成部分，担负着以下重要职能：1、开发有市场前景的、较长远的应用基础项目、关键技术、以及超前产品的研究与开发；2、开发市场需求的新产品、新工艺、新技术、新材料、新装备的开发和应用；3、开展将重大科技成果转化为企业生产力的中间试验；4、参与公司的技术进步发展规划和计划的制定和执行，参与国内引进技术的论证、消化、吸收和创新，开展国内外技术交流与合作；5、为公司培养和造就一支高层次、高水平的技术开发和技术管理队伍；6、执行公司赋予的技术管理和服务的职能；7、产学研联合和对外合作交流的中心，人才的吸引、凝聚和培训的中心。

随着公司产品结构的升级，公司将持续加大新产品开发及产品质量检测方面的投入，不断增强研发实力，保持行业领先地位。较齐全的资格认证和科研能力增强了公司产品在国内外市场的竞争实力，并为公司铝型材深加工产品的市场开拓奠定了基础。

（3）原材料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和炭块构成（2015年分别占单位生产成本的35.59%、37.79%和12.93%）：公司铝板块生产所需电全部来自自有电厂；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%）。铝土矿采购方面，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；2014年起，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%），至2015年公司从力拓公司采购量占比达100%，采购集中度高；近年来公司采购量逐年下降，2015年为387万吨，同比下降20.37%，受印尼新规影响，采购价在2014年达到高点398元/吨，2015年受铝土矿价格下降影响，使得采购价格有所回落，降至371元/吨。

表5　近年来公司铝土矿采购情况

（单位：万吨、元/吨）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
采购量	495	486	387	281
不含税均价	392	398	371	334

资料来源：公司提供

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2014年之前主要自印尼进口，年使用量约为200万吨，为应对印尼限制铝土矿出口的影响：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，公司与力拓签订了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，公司再次与力拓签订了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。

（4）销售

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85%的客户采取款到发货的结算模式，15%客户执行货到后一个月内付款的方式结算，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，分别占比40%和60%。

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，2015年铝制品出口销售额占比21%，较2014年上升7.49个百分点；2016年1~9月，公司铝制品出口销售额占比达25.38%。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。

产品定价方面，公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值；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，一方面因为期市价格高度透明，买卖双方都可以接受，另一方面，采用期铝价格可以规避不必要的流程，降低企业成本。由于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、国内经济增长放缓影响，铝制品下游的房地产、交通运输、机械制造行业需求低迷，铝制品价格出现连续下滑。2013年~2015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9.13%和9.99%，2015年均价分别为1.49万元/吨和1.79万元/吨；铝型材和铝箔的价格有小幅度下降，年均降幅分别为3.90%和7.14%，2015年均价分别为2.00万元/吨和2.44万元/吨。2016年1~9月，全部产品价格均有不同程度下降，热轧板、冷轧板、铝型材和铝箔的价格较2015年均价降幅分别为3.19%、5.36%、2.26%和2.88%；其中冷轧板降幅较大。

表6　公司主要产品售价情况（单位：元/吨）

产品名称	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
铝型材	21644.33	20233.59	19990.56	19539.46
热轧板	17983.82	15599.30	14878.09	14403.39
冷轧板	22063.66	18712.49	17875.29	16918.01
铝箔	28268.81	25991.96	24378.86	23676.51
合金锭	16637.14	13537.43	13102.83	12717.95

资料来源：公司提供
注：上表价格均为含税价。

公司下游客户中跨国公司和国有企业占比较大，资金实力相对雄厚，合作关系较为稳定。2015年和2016年1~9月，公司前五大客户销售额分别占比18.88%和19.51%，集中度一般。结算方式方面，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。

表7　公司铝产品前五大客户情况　(单位：万元、%)

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	80348.59	5.88
太平洋制罐（香港）有限公司	冷轧卷	54629.25	4.00
Anheuser-Busch, LLC	冷轧卷	44918.90	3.29
皇冠制罐有限公司	冷轧卷	36838.37	2.69
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	41324.48	3.02
合计	—	**258059.59**	**18.88**
2016 年 1-9 月			
Anheuser-Busch, LLC	冷轧卷	57442.29	5.79
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	55747.08	5.62
龙口现代星宇汽车配件有限公司	铝锭	27360.91	2.76
上海宝钢包装股份有限公司	冷轧卷	27712.66	2.79
波尔亚太有限公司	冷轧卷	25293.91	2.55
合计	—	**193556.85**	**19.51**

资料来源：公司提供

综上所述，受国内铝业产能过剩，铝制品行业下游需求不振及市场竞争加剧影响，公司近年来铝业收入持续下滑，毛利率受铝产品价格下滑影响呈下降趋势；由于公司铝加工业务的竞争优势主要在于完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，以上竞争优势在

一定程度缓冲了宏观环境对公司的不利影响。近年来公司在有色金属、建材领域投入较大，同时也在大力推进航空板、汽车板、船板产品的研发和认证，未来随着建设项目的陆续投产，公司铝产品产销量有望得到较大提升，产品结构有望得到进一步优化，产品附加值有望得到提升。

纺织业务

公司纺织业务建立了以羊毛原料、毛条加工、精纺呢绒、高档服装为一体的完整的纺织服装产业运作模式，主要由山东南山纺织服饰有限公司等4家子公司经营。公司主要产品为精纺呢绒面料和服装，并在意大利米兰设立产品研发中心，设计开发相应的精纺面料及成衣。

截至2016年9月底，公司拥有万吨制条生产线、具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒3000万米（其中紧密纺面料800万米），高档西服200万套的生产能力，拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，产能利用率处于较高水平，2015年两大产品的产能利用率均高于90%。

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；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。

公司每米面料成本中，羊毛占70%左右。公司羊毛全部从澳大利亚进口，年均采购羊毛约7000余吨。近年来，澳洲羊毛价格整体呈下行态势，与2011年以来价格大幅下滑的趋势不同，2013年~2015年，羊毛价格下降幅度趋缓，三年波动降幅3.90%，至2015年公司的羊毛采购成本为8.33万元/吨，2016年1~9月采购价格进一步降至8.28万元/吨。

表8　公司澳洲羊毛采购价格情况　(单位：万元/吨)

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-9月
不含税均价	9.02	8.34	8.33	8.28

资料来源：公司提供

2013年~2015年，公司精纺呢绒销量和服装销量呈小幅度波动下降趋势，三年复合下降幅度分别为2.96%和0.24%。两大产品的产销率均保持在97%以上，2015年销量分别为2586万米和205万套；2016年1~9月，精纺呢绒和服装销量达到2015年全年水平的71.31%和72.85%。

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；两者销售金额近三年的复合变动率分别为13.85%和-1.28%，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，同时也是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司、工商税务等部门的定点合作单位。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，公司是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地、规模优势明显，与客户建立了稳定的合作关系，抗市场波动能力较强，板块保持了较好的盈利能力。

表9　2013年以来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 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	2796	2746	98.21	2775	2766	99.68	2622	2586	98.63	1859.07	1844.15	99.20

服装	211.5	206	97.00	222	224	100.00	207	205	99.03	159.54	149.34	93.61

注：公司 2014 年的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。
资料来源：公司提供

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，承担公司的供电、供热任务。公司热电机组大部分在电力行业同型机组中处于先进水平，特别是真空系统采用世界上先进的真空泵，机组效率较高。其中公司有4台15万千瓦发电机组、3台33万千瓦发电机组、1台30万千瓦发电机组、1台22万千万发电机组和2台6万千瓦发电机组。公司发电全部上网销售，服从山东电网统一调度，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，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，目前公司发电量完全能够满足自身的需求，发电设备平均利用小时数达到近8000小时；公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势。

公司电力板块成本的主要构成是煤炭，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，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（2016年1~9月分别占比50.11%和30.63%），供应较稳定。近年来，煤炭价格走低，板块盈利能力不断提升。

表 10　2013 年以来煤炭采购情况

(单位：万吨、元/吨)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
采购量	654	666	655	490
均价	609	545	441	432

资料来源：公司提供

2013年~2015年，公司电、汽业务分别实现营业收入43.60亿元、43.96亿元和44.77亿元，呈稳定增长趋势，并且占公司全部主营业务收入的比重逐年增加；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38.88%、43.81%和46.25%，受益于煤价下滑，盈利能力不断提升。根据山东省物价局2015年12月31日发布的《山东省物价局关于降低上网电价和销售电价的通知》（鲁价格-发[2015]131号），根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]3105号），降低省内燃煤发电机组上网电价，将公用燃煤发电机组上网电价每千瓦时降低0.0465元（含税，下同），燃煤机组标杆上网电价（含脱硫、脱销、除尘电价）调整为0.3729元，发电机组进入商业运营前调试运行期上网电价和企业自备机组自用有余上网电价调整为0.2983元；同时，山东省调整降低销售电价，推进全省同价，一般工商业电价每千瓦时平均降低0.0415元，其中，青岛市降低0.0919元，菏泽市降低0.0023元，其他15市降低0.0349元，实现全省一般工商业用电同价，菏泽市大工业用电价格不作调整，青岛市与其他15市大工业用电价格合并为一个价区，除菏泽市外实现大工业用电同价；以上电价调整自2016年1月1日起执行。同时，2016年以来公司进行电力资产整合，电力销售模式由所发电量全部上网逐步转变为盈余部分上网销售。受上述因素的综合影响，2016年1~9月，公司电、汽业务实现营业收入17.27亿元，同比下降47.25%，仅占2015年全年电、汽收入的49.11%；同期，公司电、汽板块毛利率32.16%，较2015年同期下降12.36个百分点，主要是受煤炭价格上涨以及山东省上网电价下调影响，公司电、汽板块盈利空间受到挤压所致。

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。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。公司采用自销模式，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。

表 11　房地产业务经营情况　(单位：万平方米、亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
开工面积	71.35	51.71	15.14	21.02
竣工面积	80.80	20.12	1.76	0.48
签约销售面积	61.05	46.98	43.8	25.67
确认销售收入	25.32	20.69	18.75	11.52

资料来源：公司提供

随着国家政策调控，2013年~2015年，公司逐渐压缩了房地产业务规模，公司该板块分别实现营业收入38.62亿元、31.75亿元和30.62亿元，逐年下降，收入比重也由2013年的12.61%降至2015年的10.29%。受政策环境影响，商品房投资需求下降，销售价格上涨乏力，建筑、房地产业务毛利率持续性下滑，由2013年的43.23%下降至2015年的31.14%。2016年1~9月，公司建筑、房地产板块实现营业收入20.57亿元，毛利率29.27%，较2015年同期均有所回升，主要是2016年下半年房地产市场销售回暖所致。

表 12　2012 年至 2016 年 9 月底主要房产销售情况
(单位：万平方米、万元、元/平方米)

销售面积	销售收入	销售均价	未售面积
267.49	1010031.53	3775.96	63.38

资料来源：公司提供

2012年至2016年9月底，公司投资项目销售面积总计267.49万平方米，尚余63.38万平方米面积未售。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，2016~2018年预计完成销售额分别为17.35亿元、5.18亿元和4.05亿元，收入规模将逐步缩减。

表13　截至2016年9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	2016年剩余投资	2017年计划投资	资金来源
佛光养生谷	200000	58.96	197978	99%	--	--	自筹
佛光山水	131000	38.82	130669	99%	--	--	自筹
青岛逸景湾	79000	18.87	78775	99%	--	--	自筹
丹岭云天阁	36000	7.30	34432	96%	3210	5180	自筹
海泰居	105302	31.09	89693	85%	19500	14871	自筹
合计	**551302**	**155.04**	**531547**	--	**22710**	**20051**	--

资料来源：公司提供

目前公司在建房地产项目主要有佛光养生谷、佛光山水、青岛逸景阁、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，2016年剩余投资和2017年计划投资分别为22710万元和20051万元。

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降低。

截至2016年9月底，公司无土地储备，亦无拟建房地产项目，未来公司在地产业务上投入预计减少，建筑、房地产业务的收入和利润贡献或将进一步下滑。

贸易、旅游、金融及教育等其他业务

公司旅游板块的经营主体是南山旅游集团有限公司（以下简称“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。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。

公司教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入，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。

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；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降低。

2013年~2015年，公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务分别实现营业收入34.45亿元、39.43亿元和43.52亿元，以年均12.40%的速度稳定增长；增长主要来自其他业务板块的扩张；2015年公司其他业务板块收入34.16亿元，同比增长14.36%，主要系南山公务机和青岛航空2015年收入同比增加4.45亿元所致。从毛利率指标看，近三年贸易业务的毛利率均值为9.28%，2015年因部分产品出口量有所下降、出口产品售价降低及汇率变动，贸易业务毛利率下降幅度较大；2016年1~9月，贸易板块毛利率较2015年同期有所提升，为7.70%；2013年~2015年，其他业务板块毛利率均值为48.53%，主要为高附加值的配套业务，盈利能力整体强于其他板块，但2015年受到经济下行及成本增加等原因影响，公司其他业务毛利率下降幅度较大，降至45.57%，2016年1~9月，受毛利率较高的青岛航空业务收入占比提升影响，该板块毛利率提升至41.10%。

综上所述，近年来公司营业收入持续下滑，盈利能力有所下降，主要因铝价波动较大，但公司拥有完整的铝业产业链、完善的能源配套、良好的区位条件以及不断优化的产品结构，对波动的行情具有一定抗风险能力；由于近年来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；2016年以来，受山东省上网电价下调影响，公司电、汽板块盈利空间受到挤压。近年来公司旅游、教育、金融等高附加值板块收入增长较快，盈利能力强，对整体业务形成补充，一定程度上缓解了有色金属、建材板块以及建筑房地产板块下滑带来的影响。预计短期内，房地产行业将回归市场化，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。

2. 经营效率

2013年~2015年，公司销售债权周转次数与存货周转率波动下降、总资产周转次数逐年递减，公司经营效率有所降低，三年均值分别为11.90次、1.53次和0.35次，2015年分别为11.71次、1.51次和0.31次。公司经营效率一般。

3. 主要在建项目

截至2016年9月底，公司主要在建项目包括龙口湾临港高端制造业聚集区项目、子公司南山铝业股份募投项目20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目、14000吨大型精密模锻件项目以及年产4万吨高精度多用途铝箔生产线。各项目基本情况如下。

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。人工岛项目由国家海洋局批准，是山东省重点项目，公司负责填海工程，在地方政府的支持下，正在与新加坡裕廊集团合作将人工岛打造成为高端石化产业基地，裕廊集团负责人工岛整体设计及裕龙石化岛概念性总体规划，项目建成

后由双方成立合资公司进行园区管理。

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。规划建设包括炼油和石化裂化厂、石化中游产品、石化下游产品、高分子材料和精细化工品生产、公共仓储物流区、公用事业区以及将石化下游产品进行深加工、制造终端消费品的轻工业区等，以石油化工为主导，重点向精细化工、新材料、复合材料等石化高端领域发展，以乙烯产品链、丙烯产品链、C4烯烃产品链、芳烃产品链等化工产品为主。

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（公司自筹40多亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款68亿元），项目建设期预计4-5年，该项目目前围堰和临时道路已完成，正在进行吹填和回填建设，截至2016年9月底，项目已投资88.84亿元。

南山集团与裕廊集团于2014年签署基地概念性总体规划编制协议，现已完成裕龙石化产业基地远景规划、产业定位研究规划、概念性总体规划工作；近期已与新加坡盛邦裕廊、新加坡通泰三方签署了“龙口裕龙石化产业基地合作备忘录”。后续，三方拟签署合作框架协议，成立决策委员会和筹备小组，正式开展园区基础设施规划、全球招商引资工作。未来将成立合资公司，共同对裕龙石化产业基地进行开发、规划、园区管理、全球招商等事宜。

由于本次招商事宜仍在商谈中，或涉及中新双方的高层对话以及国内石油化工巨头的参与，预计公司与裕廊国际的合作可通过以下几种方式进行：（1）项目招商过程中，项目建设主体（龙口市南山西海岸人工岛建设发展有限公司）将部分土地资产出售收回土地建设成本，用于偿还银团贷款。（2）项目建设主体（龙口市南山西海岸人工岛建设发展有限公司）以部分土地资产出资由其全资股东南山集团有限公司与新加坡裕廊国际共同成立合资园区管理公司，园区管理公司负责提供园区的水电暖气等基础配套服务，每年获得稳定销售收入。

该项目预计总投资收益率为14.2%，项目资本金内部收益率为29.77%，资本金净利润率36.7%。考虑到该项目投资规模很大，且未来盈利模式和收回投资的情况仍存在不确定性，联合资信将持续关注该项目的建设进度及规划。

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中国航空航天等铝合金板带材的进口压力。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，并与中航沈飞实现供货、与中商飞建立战略合作关系；汽车板在国内实现小批量供货，并在北美试单，可能是宝马、Tesla 潜在供应商。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 2016 年 9 月底，该项目已累计投入 68.86 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。

14000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，建设期为2013年11月至

2016年11月，截至2016年9月底已投入19.88亿元，预计2016年尚需投资0.13亿元。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。

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，符合目前环境保护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。项目总投资7.73亿元，自有资金和外部融资分别占比33.33%和66.67%；截至2016年9月底累计投入5.01亿元，预计2016年尚需投入2.72亿元。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 2016 年 9 月底公司主要在建工程的进展情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	自有资金	贷款及其他融资	截至 2016 年 9 月底累计投入	投资规划 2016 年 10~12 月
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	88.84	4
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	68.86	0
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	19.88	0.13
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	5.01	2.72
合计	**197.72**	**55.83**	**141.89**	**182.59**	**6.85**

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，公司主要在建项目的规划总投资为197.72亿元，自筹和外部融资分别占28.24%和71.76%，以外部融资为主；截至2016年9月底累计投入182.59亿元，占总投资的92.35%。根据公司提供数据（见表14）进行测算，2016年四季度剩余投资6.85亿元，相比2013年~2015年，未来两年的投资规模有所削减。

综上所述，特种铝合金、多用途铝箔项目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%，未来资本支出规模将有所缩减，但仍存在支出压力。

4. 中长期发展规划

南山集团的中长期发展规划目标为：以铝产品深加工和纺织服饰产业为龙头，整合产业链条，打造核心产业竞争力，实现规模化经营；加大创新力度，引领行业产品潮流，占领行业制高点；形成集电力、铝业、精纺服装、金融、航空、旅游休闲、教育于一体的多元化产业格局，逐步走向国际化，把南山集团发展成为一个具有较强核心竞争力的大型跨国集团。

铝产品深加工方面，公司将在进一步完善铝产业链的基础上，发展高技术含量、高附加值的铝深加工产品，增强公司成本优势和抗风险能力，提高盈利能力和竞争力；服装产业方面，公司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，并着力品牌服装的运营和发展，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 Magin e）、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，同时计划在国内A股上

市，通过上市募集资金进行品牌服装的运营和发展。

八、募集资金使用情况

公司于2016年7月发行“16南山集CP002”，共募集资金10亿元，所募集的资金已全部用于偿还银行贷款。公司于2016年10月发行“16南山集CP003”，共募集资金10亿元，所募集的资金已全部用于偿还银行贷款。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告，山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2016年三季度财务报表未经审计。

2013年度公司纳入财务报表合并范围子公司为29家。2014年度为30家，新增龙口兰亭液化天然气有限公司（成立于2014年9月，持股比例100%）；2015年度公司纳入合并范围的子公司29家，与2014年度相比减少了3家、增加2家，减少公司为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；增加上海鲁润资产管理有限公司（由原龙口市南山铝型材总厂改制更名而来）及山东南山电力销售有限公司（成立于2015年7月，持股比例100%）。总体看，2013年以来，公司合并范围变化未对公司经营与财务造成重大影响，财务数据可比性好。

截至2015年底，公司合并资产总额1004.27亿元，所有者权益543.91亿元（含少数股东权益190.08亿元）；2015年实现营业收入297.67亿元，利润总额33.52亿元。

截至2016年9月底，公司合并资产总额1060.88亿元，所有者权益561.77亿元（含少数股东权益193.89亿元）；2016年1~9月实现营业收入202.81亿元，实现利润总额20.29亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司分别实现营业收入和利润总额297.67亿元和33.52亿元，分别同比下降1.79%和23.59%；同期，公司营业利润率为23.21%，较2014年下降2.52个百分点。

2015年，公司期间费用为36.64亿元，占营业收入比重为12.31%，较上年增长1.30个百分点。

2015年，公司计提减值损失0.26亿元，主要为坏账准备和存货跌价准备，较2014年下降82.83%，主要系2014年公司对商誉计提了减值。

2015年，公司实现营业外收入1.22亿元，同比下降3.86%，主要原因是固定资产处置净收益有所减少。

受资产及权益规模快速增长以及净利润有所下降影响，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，三年均值分别为5.80%和7.72%，2015年分别为4.66%和5.27%。

2016年1~9月，公司实现营业收入202.81亿元，为2015年全年的68.13%；实现利润总额20.29亿元，为2015年全年的60.52%；营业利润率为20.60%，较2015年全年下降2.61个百分点。总体看，公司盈利能力略有下滑。

总体看，完整的铝加工产业链以及产品多样化经营有效地稳定了公司的市场地位。在下游需求疲软、房地产景气度下行及山东省上网电价下调情况下，公司收入小幅下降，期间费用持续上升，公司利润规模略有下降。

3. 现金流及保障

公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2015年为306.05亿元，较上年基本保持稳定；同期，公司现金收入比为102.81%，呈下降趋势，收入实现质量有所下降。2015年，公司经营活动现金流量净额为36.94亿元。2015年经营活动净现金流量较2014年减少3.55亿元，主要是现金流入量减少所致。总体看，公司具备一定经营获现能力，整体收入实现质量有所下滑。

公司投资活动现金流入规模很小，2015年收到其他与投资活动有关现金12.68亿元，主要为公司购买理财产品到期收回部分购买资金；而投资活动现金流出则主要为在建工程项目中购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仍表现为净流出，为-55.91亿元。其中2015年，公司投资活动现金净流出同比减少29.40%，其中支付其他与投资活动有关现金13.14亿元，主要是南山铝业股份利用闲置募集资金购买理财产品；2015年公司投资活动现金净流出主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

近年来，公司的经营性现金无法完全覆盖投资支出，公司对外融资需求较大。2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为45.28亿元，较上年增长22.36%。公司筹资方式以取得短期和长期的银行借款为主、吸收投资和发行债券为辅。

2016年1~9月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为234.89亿元和21.54亿元；投资活动产生的现金流量净额为-65.52亿元，筹资活动产生的现金流量净额为40.87亿元。

总体来看，公司经营活动现金流良好，在建项目未来仍需一定规模的资金投入，公司仍将面临一定的资本支出和筹资压力。

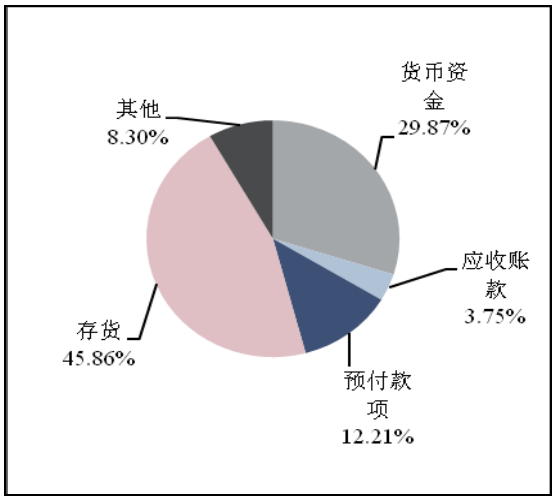
4. 资本及债务结构

资产构成

截至2015年底，公司资产总额为1004.27亿元，其中流动资产和非流动资产分别占33.03%和66.97%，流动资产占比进一步下降，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计331.75亿元，同比增长9.03%，主要是货币资金增长所致。

图5　2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司2015年审计报告

截至2015年底，公司货币资金99.11亿元，较2014年底大幅增长42.80%，主要是银行存款增长所致。截至2015年底，公司货币资金中其他货币资金占比34.22%，由定期存款、承兑保证金、按揭保证金存款等构成，使用受限。

2015年底，公司应收票据为10.79亿元，较2014年底下降10.20%，主要原因为部分应收票据已到期托收。

截至2015年底，公司应收账款12.44亿元，较2014年底下降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。从账龄上看，账龄在1年以内的占比92.99%，1-2年的占比5.22%，2-3年的占比0.37%，3年以上的占比1.42%，整体账龄短。截至2015年底，公司前五大客户应收账款合计3.67亿元，占比21.87%，集中度不高。截至2015年底，公司应收账款累计计提坏账准备0.85亿元。整体看，由于公司严格控制赊销，应收账款规模不大。

公司预付账款主要是预付原材物料款，截至2015年底，公司预付账款为40.51亿元，较2014年底小幅下降2.89%。从账龄上看，1年以内的预付账款占比60.75%，1~2一年占比28.94%，2~3年占比2.66%，3年以上占比7.65%，账龄较分散。从客户集中度看，公司预付款项前五大客户合计为9.25亿元，占比22.83%，集中度不高。

截至2015年底，公司其他应收款9.81亿元，

较2014年底增长21.01%，主要系子公司青岛航空股份有限公司支付的飞机维修储备金和飞行学员培训费用增加所致。

截至2015年底，公司存货为152.15亿元，较2014年底增长5.24%，主要由原材料（占17.75%）、库存商品（占8.14%）和在产品（占73.58%）构成。存货中房地产比重较大，占比60%左右。截至2015年底，公司累计计提0.15亿元存货跌价准备，计提比例一般。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。

受公司减持银行理财产品6.81亿元所致，截至2015年底，公司其他流动资产5.90亿元，较2014年底下降43.06%。

非流动资产方面，截至2015年底，公司非流动资产672.53亿元，同比增长11.86%，主要由固定资产、在建工程和可供出售金融资产等构成。

截至2015年底，公司固定资产净值299.53亿元，较2014年底增长1.96%；累计折旧134.83亿元，计提减值准备1.34亿元。从构成上看，主要有房屋及建筑物（占39.98%）、机器设备（占49.89%）和运输等其他设备（占6.46%）。总体来看，公司固定资产状况良好。

截至2015年底，在建工程余额为229.95亿元，较2014年底增长10.25%，增长主要来自人工岛项目投资的增加。从构成上看，在建工程主要为铝热工程（占41.17%）和东海开发工程（以人工岛项目为主，还包括东海、屿坦岛配套及公共设施项目）（占46.48%）。

截至2015年底，公司无形资产合计38.69亿元，同比增长15.65%；从构成来看，主要为土地使用权（占99.73%），其余部分为软件、商标权及其他。截至2015年底，累计摊销10.07亿元，未计提减值准备。

截至2016年9月底，公司资产总额1060.88亿元，较2015年底增长5.64%，主要源于固定资产和可供出售金融资产的增长。截至2016年9月底，公司固定资产增长51.16%至347.61亿元，主要是20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目部分投产转固所致；同期，公司可供出售金融资产较2015年底增长38.28%至119.19亿元，主要原因是公司增加对NANSHAN GROUP SINGAPORE CO.PTE.LTD的投资款13.73亿元，以及对维珍澳大利亚控股有限公司的投资款21.72亿元。从资产构成来看，截至2016年9月底，公司流动资产和非流动资产分别占比31.33%和68.67%，公司资产结构较2015年底变化不大。

整体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，货币资金充裕，应收账款规模相对较小，固定资产状况良好；但公司存货规模大，占资产比重较高，同时固定资产和在建工程占资产比重较大，资产流动性一般。综合分析，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为543.91亿元，较2014年底增长17.03%，主要系南山铝业债转股后，少数股东权益增加所致；所有者权益主要由实收资本（占1.84%）、资本公积（占1.43%）、盈余公积（占6.87%）、未分配利润（占54.93%）和少数股东权益（占34.95%）构成；公司所有者权益稳定性较弱。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计561.77亿元，较2015年底增长3.28%，其中少数股东权益合计193.89亿元，较2015年底增长2.00%，变动较小。

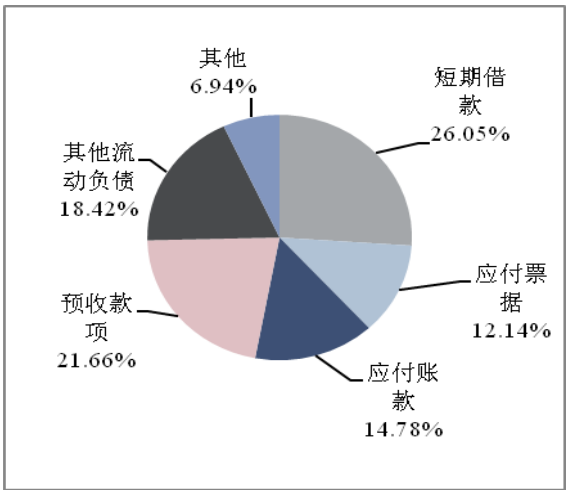
总体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，但所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，未来如果公司利润分配政策发生改变，可能对所有者权益结构形成一定影响。公司所有者权益稳定性偏弱。

负债

截至2015年底，公司负债合计460.36亿元，同比增长4.46%，主要系应付票据、应付账款和长期借款的增长所致。截至2015年底，公司流动负债主要由短期借款（占26.05%）、应付票据（占12.14%）、应付账款（占14.78%）、预收账款（占21.66%）和其他流动负债（占18.42%）

构成。

图6　截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司2015年审计报告

流动负债方面，截至2015年底，公司流动负债为249.34亿元，同比增长15.35%，公司流动负债占比较高的主要为短期借款（26.05%）、应付账款（14.78%）、应付票据（12.14%）、预收款项（21.66%）和其他流动负债（18.42%）。

截至2015年底，公司短期借款64.96亿元，较2014年底增长5.97%，主要原因为公司增加部分银行短期借款。

截至2015年底，公司应付账款36.86亿元，同比增长22.25%，主要为应付原材料款增加。截至2015年底，公司应付账款前五名客户合计为5.91亿元，占比16.20%，应付账款集中度较低。

截至2015年底，公司应付票据30.26亿元，较2014年底增长44.11%，主要因公司签发银行承兑汇票大幅增加导致。

截至2015年底，公司预收账款为54.02亿元，较2014年底下降14.45%，主要原因是预收售楼款因工程完工交房，结转销售收入。截至2015年底，公司预收款项前五名客户合计为48.31亿元，占比89.42%，预收款项集中度较高。

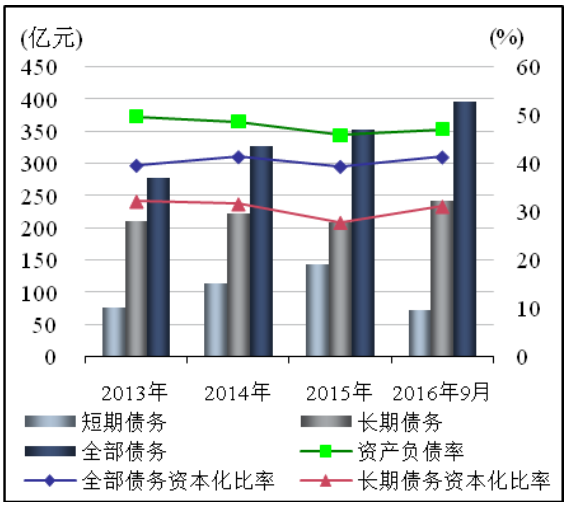
截至2015年底，公司其他流动负债45.94亿元，同比增长78.00%，主要原因为将发行的短融、超短融以及非公开定向债务融资工具计入该科目所致（“15南山集CP001”、“15南山集CP002”、“15南山集SCP001”、“15南山集SCP002”和“15南山集团PPN001”合计45亿元）。

公司其他应付款主要为控股子公司的少数股东实际投资额超过其认缴注册资本的部分、及预收客户应付给房管等部门办理房产证的相关费用。截至2015年底，公司其他应付款为9.84亿元，同比下降0.87%，；前五大欠款方金额合计占比22.70%。集中度不高。

非流动负债方面，截至2015年底，公司非流动负债为211.02亿元，同比下降6.03%，其中占比较高的为长期借款（45.12%）和应付债券（50.67%）。

截至2015年底，公司应付债券106.91亿元，同比下降19.33%，主要系南山铝业60亿元可转换公司债券于2015年3月转股所致。截至2015年底，公司长期应付款6.08亿元，同比下降23.91%，主要为融资租赁款的减少所致。

图7　截至2016年9月底公司债务结构



资料来源：公司财务报表整理

从有息债务看，截至2015年底，公司有息债务合计352.21亿元，同比增长7.63%。从有息债务结构看，跟踪期内，全部债务中短期债务占比进一步增加，2015年底为40.89%，较2015年底增加6.41个百分点。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，2015年分别为45.84%、39.30%、27.68%。

截至2016年9月底，公司负债合计499.10亿

元，较2015年底增长8.42%，流动负债和非流动负债分别占比48.66%和51.34%。其中，应付票据22.52亿元，较2015年底下降25.59%，主要原因为承兑汇票到期兑付；其他流动负债为70.16亿元，较2015年底增长52.72%，主要原因为公司分别于2016年5月发行两期超短期融资券各10亿元（“16南山集SCP002”和“16南山集SCP003”），于2016年9月发行10亿元超短期融资券（“16南山集SCP004”），于2016年3月发行10亿元短期融资券（“16南山集CP001”），于2016年7月发行短期融资券（“16南山集CP002”）；应付债券163.93亿元，较2015年底增长53.32%，主要原因是公司于2016年3月发行25亿元企业债，以及于2016年6月发行10亿元中期票据（“16南山集MTN001”）。

2016年9月底，公司全部债务合计394.75亿元，较2015年底增长12.08%；其中短期债务141.72亿元，占比35.90%，长期债务253.03亿元，占比64.10%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.05%、41.27%和31.05%。

整体看，公司近年来投资规模较大，带动公司有息债务规模大幅增长，但整体债务负担仍处于适宜水平。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013年~2015年，公司流动比率呈逐年下降态势，分别为162.51%、140.75%、133.05%；近三年速动比率分别为92.61%、73.87%、72.03%，亦呈波动下降态势；现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）波动下降，对短期债务的覆盖程度逐年减弱，分别为79.38%、40.47%、53.11%。近三年，由于公司经营性现金净流量与流动负债均波动变化，经营现金流动负债比呈逐年下降趋势，分别为20.65%、19.19%、14.81%。

截至2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为136.85%和74.08%，现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）对短期债务覆盖率为61.78%。综合考虑公司现金类资产的充足性，存货的变现能力和经营性现金净流量规模，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2013年~2015年，公司EBITDA分别为76.05亿元、77.02亿元、68.87亿元；公司有息债务规模快速增长，EBITDA利息倍数呈下滑趋势，分别为7.32倍、5.21倍、4.26倍，全部债务/EBITDA呈上升趋势，分别为3.64倍、4.25倍、5.11倍。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。

截至2016年9月底，公司无对外担保事项。

截至2016年9月底，公司及其子公司银行授信总额为812.92亿元，已使用249.09亿元，未使用563.83亿元，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（SH.600219）为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 存续期内债券偿还能力

目前公司待偿还的短期融资券为“16南山集CP002”和“16南山集CP003”（以下简称“待偿还债券”），发行额度共计20亿元。截至2016年9月底，公司现金类资产合计109.35亿元，为待偿还短期融资券的5.47倍。2015年，公司经营活动现金流入量为待偿还短期融资券的15.63倍；经营活动现金流量净额为待偿还短期融资券的1.85倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还短期融资券保障能力强。

7. 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2017年4月11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。

8. 抗风险能力

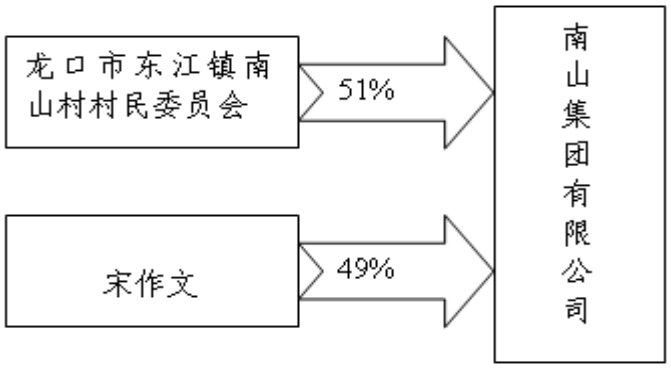
基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、行业地位等方面所具备的

综合优势，公司整体抗风险能力强。

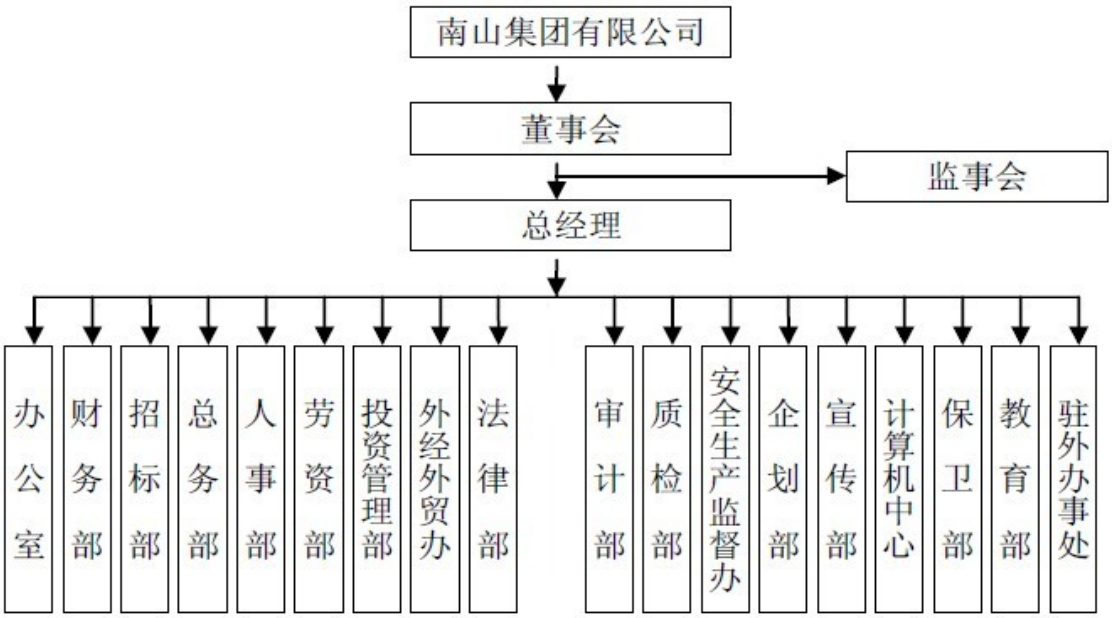
十、结论

综合考虑，联合资信维持南山集团AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16南山集CP002”和“16南山集CP003”A-1的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	84.77	81.42	110.41	109.35
资产总额(亿元)	841.32	905.48	1004.27	1060.88
所有者权益(亿元)	422.88	464.76	543.91	561.77
短期债务(亿元)	76.49	112.82	144.01	141.72
长期债务(亿元)	200.08	214.42	208.20	253.03
全部债务(亿元)	276.57	327.24	352.21	394.75
营业收入(亿元)	306.19	303.10	297.67	202.81
利润总额(亿元)	47.41	43.87	33.52	20.29
EBITDA(亿元)	76.05	77.02	68.87	--
经营性净现金流(亿元)	42.63	41.49	36.94	21.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.50	11.49	11.71	--
存货周转次数(次)	1.53	1.54	1.51	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.35	0.31	--
现金收入比(%)	108.30	105.14	102.81	113.75
营业利润率(%)	25.40	25.73	23.21	20.60
总资本收益率(%)	6.65	6.08	4.46	--
净资产收益率(%)	9.70	8.20	5.27	--
长期债务资本化比率(%)	32.12	31.57	27.68	31.05
全部债务资本化比率(%)	39.54	41.32	39.30	41.27
资产负债率(%)	49.74	48.67	45.84	47.05
流动比率(%)	162.51	140.75	133.05	136.85
速动比率(%)	92.61	73.87	72.03	74.08
经营现金流动负债比(%)	20.65	19.19	14.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.32	5.21	4.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.25	5.11	--

注：公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息