跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 990 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定南山集团有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“14南山集CP002”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年六月二十九日

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
14 南山集 CP002	10 亿元	2014/07/22~2015/07/22	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	89.19	60.72	45.66	50.59
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	917.34
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	524.27
短期债务(亿元)	77.21	76.49	112.82	130.86
全部债务(亿元)	215.40	276.57	327.24	285.74
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	70.91
利润总额 (亿元)	46.34	47.41	43.87	8.58
EBITDA(亿元)	68.67	76.05	77.02	--
经营性净现金流(亿元)	25.08	42.63	41.49	25.06
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	--
净资产收益率(%)	10.51	9.70	8.20	--
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	42.85
全部债务资本化比率(%)	35.86	39.54	41.32	35.28
流动比率(%)	154.18	162.51	140.75	135.77
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	3.64	4.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.09	13.92	7.66	--
经营现金流动负债比(%)	11.64	20.65	19.19	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.控股子公司南山集团财务有限公司的向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务；

3. 2013 年底的 10 亿元短期融资券、2014 年底的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年 3 月底的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债均计入全部债务。

分析师

贺苏凝　孔祥一　王叶笛
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

南山集团有限公司（以下简称“公司”）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。跟踪期内，公司保持稳定的经营态势，资产规模持续增长，但收入及利润规模略有下降。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的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，联合资信也关注到行业周期性波动、铝制品和服装业务主要原材料依赖进口、房地产业务受外部环境影响较大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，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，联合资信对公司评级展望为稳定。

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；同时维持“14南山集CP002”A-1的信用等级。

优势

1. 公司具有良好的品牌和规模优势，尤其铝加工板块拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧的完整产业链，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. 跟踪期内，公司收入规模和利润水平保持相对平稳，主营业务盈利能力适宜。
4. 公司现金类资产和经营现金流入量对存续期内的“14 南山集 CP002”保障能力强。

关注

1. 中国铝土资源对外依存度大，印尼铝土矿的禁止出口对公司原料供应稳定性产生一定影响；跟踪期内，铝土矿供应价格存在波动。
2. 公司纺织服装业务所需原材料澳洲羊毛全部依赖进口，存在一定价格波动风险。
3. 公司未来投资规模大，存在一定资本支出压力。
4. 公司业务板块较多，行业间关联度不强，对经营管理能力要求高。

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“14 南山集 CP002”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。

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“14南山集CP002”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2015年3月底，公司注册资本10亿元，其中南山村村民委员会占51%，宋作文占49%。公司的实际控制人是南山村民委员会。

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2015年3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30家。

截至2014年底，公司合并资产总额905.48亿元，所有者权益464.76亿元（含少数股东权益125.88亿元）；2014年实现营业收入303.10亿元，利润总额43.87亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额917.34亿元，所有者权益524.27亿元（含少数股东权益187.14亿元）；2015年1~3月实现营业收入70.91亿元，实现利润总额8.58亿元。

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

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额

264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2．政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域环境分析

1. 行业分析

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3628万吨，

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。

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；截至2014年底，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。2014年，中国电解铝产量合计2438.20万吨，同比增长7.69%。

铝材消费方面，2014年中国铝材产量累计4845.80万吨，同比增长18.60%，增速有所回升。

图1　现货结算价：LME 铝（单位：美元/吨）

资源来源：wind资讯

铝价方面，铝价存在较强的周期性，受外部环境影响波动明显。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。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。

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。

2. 区域经济环境

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。2014年，烟台代管的龙口市在中国经济竞争力百强县名单中排名第17位。

2014年，烟台实现生产总值（GDP）6002.08亿元，比上年增长9.1%，人均GDP为86200元，比上年增长7.2%。全年完成第一产业增加值441.27亿元，增长3.9%；第二产业增加值3212.35亿元，增长8.8%；第三产业增加值2348.46亿元，增长10.4%。

2014年，烟台固定资产投资持续快速增长，当年投资额达4101.06亿元，增长15.9%；房地产开发投资完成611.80亿元，比上年增长5.8%。同年，烟台实现工业增加值2898.14亿元，增长8.8%；实现主营业务收入14899.58亿元，同比增长7.1%；工业产品产销率98.95%。

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 年成立的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的有限责任公司。截至 2015 年 3 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民委员会。

2. 企业规模与竞争力

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。

目前公司拥有年产（含在建）100万吨铝深加工能力，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。公司的热轧卷材、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。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。

整体来看，公司具备较好的品牌和规模优势，其中以铝加工行业的竞争优势最为明显。

六、管理分析

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。

跟踪期内，公司管理体制无重大变化。

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。跟踪期内，公司整体经营较为稳定，2014年，公司实现营业收入303.10亿元，同比下降1.01%；2015年一季度公司实现营业收入70.91亿元，占2014年全年的23.39%。

从收入构成来看，以铝产品为主的有色金属、建材业务仍是公司主要的收入和利润来源，2014年该板块贡献收入160.21亿元，占52.86%；电汽业务、纺织服饰业务及建筑房产业务则继续为公司重要的收入补充，2014年占比分别为14.50%、9.16%和10.48%。

毛利率方面，跟踪期内受铝产品下游需求波动影响，公司有色金属、建材毛利率持续下滑，2014年为16.30%，较上年下降0.95个百分点；受益于其他业务的健康发展，公司同期毛利率为26.78%，较上年增加0.36个百分点。2015年一季度，公司各板块的毛利率较2014年均有所下降，建筑及房地产板块下降尤其明显，综合毛利率较2014年全年下降12.61个百分点。

表 1　2013～2015 年一季度公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	35.82	50.51	15.18
纺织、服饰	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	6.90	9.72	18.97
电、汽	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	10.64	15.00	40.37
建筑、房地产	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	7.55	10.65	28.71
贸易	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	1.74	2.45	7.76
其他	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	8.28	11.67	31.98
合计	**306.19**	**100.00**	**26.42**	**303.10**	**100.00**	**26.78**	**70.91**	**100.00**	**22.55**

资料来源：公司提供

有色金属、建材业务

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。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-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，全部自用，没有外卖铝锭的情况。截至2015年3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。

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%，出了铝箔均保持了销量的扩张态势；2015年1-3月，上述产品产量分别为5.84万吨、13.56万吨、10.40万吨、0.75万吨和29.21万吨，分别为2014年产量的20.58%、25.70%、27.28%、24.51%和25.88%。

原材料方面，公司有色金属、建材业务板块采购的主要原材料为铝土矿。2014年之前公司主要从印尼MKU公司和澳大利亚力拓采购铝土矿，由于印尼于2014年1月1日起禁止铝土矿出口，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%）。2014年，铝土矿采购均价（不含税）为398元/吨，较2013年的392元/吨有所上升。2015年一季度，铝土矿采购均价（不含税）为390元/吨，价格有所下降。煤炭采购方面，公司煤炭主要来自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），并辅以其他零散供应。

销售方面，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，小部分客户执行货到后一个月内付款。公司出口主要集中在欧美和东南亚区域，采用直销和经销并行方式，分别占比40%和60%。2014年铝制品出口占比13.5%，较2013年上升4.6个百分点。销售价格方面，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔的均价（含税）分别为2.02万元/吨、1.56万元/吨、1.87万元/吨、2.60万元/吨，同比分别下降6.48%、13.33%、15.38%和8.13%。2014年，公司前五大客户销售额占比19.20%，集中度一般。

纺织业务

目前公司具有 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；跟踪期内公司纺织板块产能未发生变化。

公司主要采取订单式生产，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；订单经确认后公司便购买原材料（由于原材料价格波动较大，公司不囤积原材料），货物交割时，售价也不会发生变化。2014 年，公司完成精纺呢绒 2775 万米，生产服装 222 万套，分别较 2013 年下降 0.75%和 5.20%，产销率分别为 99.68%和 100%，产销水平很高。2015 年 1~3 月，精纺呢绒、服装的生产经营较为稳定，产销率分别为 99.17%和 98.00%。

原材料采购方面，公司每米面料成本中，羊毛占 70%左右。公司根据工厂的羊毛库存、订单及价格情况制定采购计划，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，澳洲羊毛价格波动较大，对公司采购成本控制造成一定影响。受欧债危机影响，欧洲市场对羊毛需求大幅萎缩，澳洲羊毛价格明显下降，2014 年，公司羊毛采购价格为 8.34 万元/吨，较 2013 年的 9.02 万元/吨下降 7.54%。

电、汽业务

公司电力系统包含热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，已经形成初具规模的网架结构，主要承担公司的供电、供热任务，较好地保证了电-铝产业链的高效运转。公司能源优势明显。公司发电全部上网销售，服从山东电网统一调度，公司用电通过上网购买，在上网额度内购买价格与上网销售价格一致，如果购买的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。目前公司发电完全能够满足自身的需求。2014年，公司电、汽业务实现营业收入43.96亿元，同比增长0.83%。

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。南山建设具有房地产开发企业一级资质，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。

表 2　近三年一期公司建筑及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	15 年 1-3 月
开工面积	75.30	71.35	51.71	12.66
竣工面积	104.10	80.80	20.12	1.37
销售面积	89.99	61.05	46.98	11.90
确认销售收入	24.73	25.32	20.69	5.06

资料来源：公司提供

2014年，公司建筑、房地产板块营业收入31.75亿元，同比下降17.79%，其中房地产销售收入20.69亿元，同比下降17.22%。2015年1～3月，公司建筑、房地产板块营业收入合计7.55亿元，同比下降9.26%。受政策环境影响，房地产业务毛利率持续性下滑，2014年和2015年1-3月，建筑、房地产板块毛利率分别为41.32%和28.71%。截至2015年3月底，公司共有尚未开发的土地储备合计21.02万平方米。

表 3　截至 2015 年 3 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
合　计	-	-	**21.02**

资料来源：公司提供

总体来看，建筑、房地产业务作为公司有色金属业务的有效补充，对公司利润水平贡献较大。2014年以来，由于宏观经济增速一定程度放缓、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，房地产市场仍处低迷，未来短期看国家调控政策难以明显放松，公司建筑、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

公司于2009年5月15日正式组建成立了大型综合性旅游集团—南山旅游集团，主要从事旅游景区，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。公司加大旅游开发建设和整合力度，正逐步建成综合性休闲度假产业体系。公司教育业务主要为烟台南山学院的学费收入。金融行业方面，公司业务主要为财务公司、村镇银行、小额贷款公

司、担保公司等。2014年，公司其他业务合计实现收入29.87亿元，较2013年增长14.97%。

总体来看，公司业务架构较为成熟，跟踪期内，公司各业务板块经营较为稳定。2015年一季度，公司各板块的毛利率较2014年均有所下降，建筑及房地产板块下降尤其明显。考虑到房地产行业受外部经济环境及国家调控政策影响较大，目前部分区域市场成交量已经明显萎缩，房价已出现下跌趋势，预计未来房地产对公司的盈利贡献或将有所下降，并对公司的整体盈利水平带一定的不利影响。

2. 未来发展

截至2015年3月底，公司在建项目主要有22万吨轨道交通材料项目、龙口湾临港高端制造业聚集区项目、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4万吨高精度多用途铝箔生产线。上述项目累计投资金额229.91亿元，资金来源方面，自有资金63.33亿元，外部融资166.58亿元，截至2014年底，累计投入金额185.84亿元。

表4 截至2014年5月底公司主要在建工程的进展情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	自有资金	贷款及其他融资	截至 2014 年底累计投入	投资规划	
					15 年 4-12 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	83.96	12.00	17.04
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	58.53	3.36	-
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	11.03	4.07	-
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	0.03	3.70	4.00
合计	**229.91**	**63.33**	**166.58**	**185.84**	**23.13**	**21.04**

资料来源：公司提供

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2014年底，该项目工程已部分达产。

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（部分贷款已到位），未来建成后计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益。截至2014年底该项目已累计投入83.96亿元，占投资规划的74.30%。目前，该项目围堰和临时道路已完成，正在进行吹填和回填建设，预计2015年初完工。该项目投资规模很大，且未来盈利的不确定性较大，联合资信将持续关注该项目的建设进度及投资回收情况。

20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目

项目设计总投资61.89亿元，其中60亿元资金由下属上市子公司通过发行可转债完成资金筹集工作。项目所生产的超大规格特种铝合金中厚板可广泛应用于航天、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。铝合金中厚板材料的高强度、耐损伤、抗疲劳、抗腐蚀等性能，可满足大型客机对安全性、可靠性、轻量化的要求。

预计项目建成后可为公司带来50.20亿元的年销售收入及8.69亿元净利润。

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~2015年10月。截至2014年底已投入11.03亿元，占投资规划的73.05%。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，将使公司产业品种愈加完整，产品结构愈加合理。该项目总投资7.73亿元，资金来源方面，公司自筹2.58亿元，通过外部融资5.15亿元。截至2014年底累计投入0.03亿元，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。

总体看，公司在建项目紧密围绕公司主业，相关项目的建成将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构。但同时，联合资信关注到，人工岛项目的建设投资规模大，且人工岛整体运营模式尚未确定，公司未来存在一定的资本支出压力。

八、募集资金使用情况

公司于2014年发行“14南山集CP002”，发行募集资金5亿元，所募集的资金已用于偿还银行贷款及补充营运资金。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2014年财务报告经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论；2015年一季度财务报表未经审计。2014年，公司纳入合并范围子公司共有30家，比2013年增加1家。公司合并范围变化未对公司经营与财务造成重大影响，不影响财务数据的可比性。

截至2014年底，公司合并资产总额905.48亿元，所有者权益464.76亿元（含少数股东权益125.88亿元）；2014年实现营业收入303.10亿元，利润总额43.87亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额917.34亿元，所有者权益524.27亿元（含少数股东权益187.14亿元）；2015年1~3月实现营业收入70.91亿元，利润总额8.58亿元。

2．盈利能力

2014年，公司实现营业收入303.10亿元，利润总额43.87亿元，分别较上年下降1.01%和7.45%。

2014年，公司营业利润率为25.73%，较2013年基本保持稳定。同期，公司净资产收益率和总资本收益率分别为8.20%和6.08%，受资产及权益规模快速增长影响，均较2013年有所下滑。

2015年1～3月，公司实现营业收入70.91亿元，较上年同期下降1.82%，为2013年全年的23.29%；实现利润总额8.58亿元，较上年同期微降0.46%，为2014年全年的19.55%；营业利润率为21.52%，较上年同期的20.72%略有增长。

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。跟踪期内，受下游需求疲软和全行业产品价格下降的影响，公司营业收入和利润规模均小幅下降。总体看，整体盈利能力良好。

3. 现金流及保障

2014年，公司经营活动现金流入为323.84亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为318.69亿元，同比分别下降3.63%和3.90%；经营活动现金流出为282.35亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金210.17亿元，同比分别下降3.76%和5.49%；支付其他与经营活动有关的现金为28.22亿元，主要为往来款、期间费用等现金支出；经营活动现金净流量41.49亿元，同比下降2.68%；2014年，公司现金收入比为105.14%，较2013年有所下降。整体看，公司收入实现质量有所下滑。

从投资活动看，2014年，公司投资活动现金流入为39.24亿元，同比增长47.28%，其中收到其他与投资活动有关的现金38.60亿元，主要为公司购买理财产品到期收回部分购买资金；投资活动现金流出为118.43亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为97.47亿元，支付其他与投资活动有关的现金为20.96亿元。2014年，公司投资活动现金净流出-79.19亿元，同比下降15.18%。

总体来看，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。公司以取得短期和长期的借款为主，发行债券作为补充的方式筹集资金。2014年公司筹资活动净现金流入113.93亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为82.99亿元和25.06亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.63亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-13.06亿元。公司投资活动现金需求主要依靠外部融资解决。

总体来看，公司经营活动具备一定获现能力，能适度缓解公司对外投资的资金需求。公司整体投资持续较大规模，鉴于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。

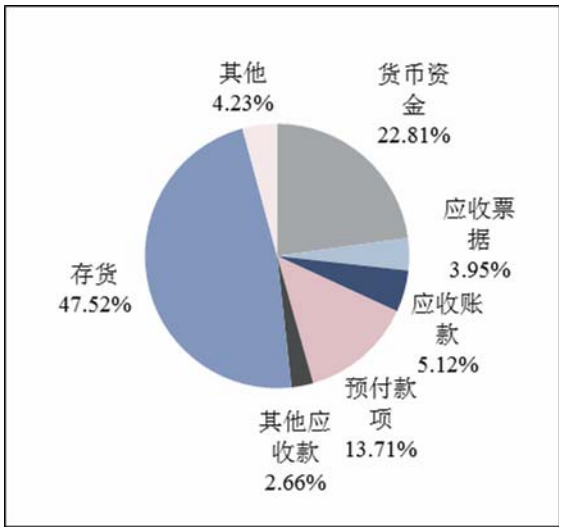
4. 资本及债务结构

资产构成

截至2014年底，公司资产总额为905.48亿元，其中流动资产和非流动资产分别占33.60%和66.40%，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2014年底，公司流动资产合计304.26亿元，同比下降9.30%。主要为预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产的减少。

图2　2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司2014年审计报告

截至2014年底，公司货币资金69.40亿元，较2013年底下降0.99%，变动较小。2014年底公司货币资金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。

由于销售商品收到的银行承兑汇票减少，截至2014年底，公司应收票据12.02亿元，较2013年底下降18.14%。

截至2014年底，公司应收账款15.58亿元，较2013年底增长48.80%，主要原因一是公司外销收入增加，信用证结算增加；二是调整了对部分优质客户的信用期。2014年公司计提应收账款坏账准备0.69亿元，账面原值16.27亿元，账龄在1年以内的占93.83%，1-2年的占4.77%，2-3年的占0.37%，3年以上的占1.03%。2014年

底，公司前五大客户应收账款合计1.57亿元，集中度不高。整体看，由于公司严格控制赊销，应收账款规模不大。

截至2014年底，公司预付款项为41.71亿元，较2013年下降11.92%，主要原因是预付煤炭采购款和工程款项同比较少所致。

截至2014年底，公司其他应收款8.11亿元，较2013年底下降18.81%，主要原因是部分其他往来款收回。

截至2014年底，公司存货为144.57亿元，主要由原材料（占18.40%）、库存商品（占7.96%）和在产品（占73.09%）构成。公司共计提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影响，截至2014年底，公司其他流动资产10.37亿元，较2013年下降69.25%。

截至2015年3月底，公司资产总额917.34亿元，较2014年底增长1.31%，主要源于货币资金和在建工程的增长（主要为铝深加工工程和人工岛项目持续投入所致）。2015年3月底，公司流动资产和非流动资产分别占比33.80%和66.20%，较2014年底变动不大。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计464.76亿元，同比增长9.90%；其中少数股东权益合125.88亿元，同比增长8.17%。归属于母公司所有者权益合计338.88亿元，同比增长10.56%，主要由实收资本（占2.95%）、资本公积（占5.05%）、盈余公积（占10.50%）和未分配利润（占81.55%）构成；公司所有者权益稳定性较弱。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计524.27亿元，其中少数股东权益合计187.14亿元；公司所有者权益结构较2014年底变化不大。

负债

截至2014年底，公司负债合计440.72亿元，较2013年底增长5.33%；主要原因是公司签发承兑汇票增加，导致应付票据增长明显。流动负债与非流动负债占比基本持平。

截至2014年底，公司流动负债为216.17亿元，同比增长4.72%，公司流动负债占比较高的主要为短期借款（28.36%）、应付账款（13.95%）、应付票据（9.71%）、预收款项（29.21%）和其他应付款（4.59%）。截至2014年底，公司短期借款为61.30亿元，较2013年底增长8.82%，主要原因为公司增加部分银行短期借款。公司2014年应付票据为21.00亿元，较2013年底增长306.68%，主要原因是公司签发银行承兑汇票大幅增加导致。截至2014年底，公司预收账款为63.14亿元，较2013年底下降30.13%，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2014年底，公司其他应付款为9.93亿元，同比增长0.93%，变动较小；前五大欠款方金额合计占比22.47%。集中度不高。

截至2014年底，公司非流动负债为224.55亿元，同比增长5.91%，其中占比较高的为长期借款（36.47%）和应付债券（59.02%）。截至2014年底，公司长期借款81.88亿元，同比增长6.54%，主要是抵、质押和担保借款。截至2014年底，公司应付债券132.54亿元，同比增长7.56%，主要是由于公司于2014年发行了“14南山集MTN001”（10亿元）。

从有息债务结构看，截至2014年底，公司全部债务合计327.24亿元，同比增长18.32%；从有息债务结构看，受长期债务融资规模不断扩大影响，全部债务中短期债务占比下降至34.48%，长期债务占比上升至65.52%。

同期，公司资产负债率由2013年的49.74%下降至48.76%，全部债务资本化比率由2013年的39.54%上升至41.32%。公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至2015年3月底，公司负债合计393.07亿元，较2014年底下降10.81%，流动负债和非流动负债分别占比58.11%和41.89%，非流动负债占比较2014年底有所下降。其中，应付票据35.59亿元，较2014年底增长69.51%，主要

是公司签发银行承兑汇票大幅增加所致；其他流动负债为 10.77 亿元，较 2014 年底减少 58.28%，主要原因为公司 10 亿元短期融资券到期兑付，5 亿元私募债到期兑付；应付债券 72.00 亿元，较 2014 年底下降 45.68%，主要原因为南山铝业 60 亿元可转换公司债券于 2015 年 3 月转股。2015 年 3 月底，公司有息债务合计 285.74 亿元，较 2014 年底有小幅下降；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 42.85%和 35.28%。

整体看，受公司自身经营无法满足投资需求影响，公司主要依靠银行借款及发行债券等外部融资手段解决资金需求，带动跟踪期内公司有息债务规模大幅增长，但公司跟踪期内提高了直接融资比例，债务结构得到优化，整体债务负担适宜。公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

5. 偿债能力

截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为140.75%和73.87%，同比分别下降21.74个和18.74个百分点；2015年3月底，上述两指标分别为135.77%和71.30%。2014年，公司经营现金流动负债比为19.19%，较2013年的20.65%有小幅下降；公司短期偿债指标正常。

从长期偿债指标看，2014年公司EBITDA为77.02亿元，同比增长1.28%；EBITDA利息倍数为7.66倍，较2013年大幅下降；全部债务/EBITDA为4.25倍，较2013年有所增长。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2015年3月底，公司无对外担保事项。

截至2015年3月底，公司及其子公司获得银行授信总额为798.03亿元，已使用额度为240.81亿元，未使用额度为557.23亿元，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

目前公司待偿还的债券为“14南山集CP002”，发行额度为10亿元。截至2015年3月底，公司现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）合计50.59亿元，为待偿还债券的5.06倍。2014年，公司经营活动现金流入量为待偿还债券的32.38倍；经营活动现金流量净额为待偿还债券的4.15倍。公司现金类资产和经营活动现金流对上述债券保障能力强。

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2015年6月25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。

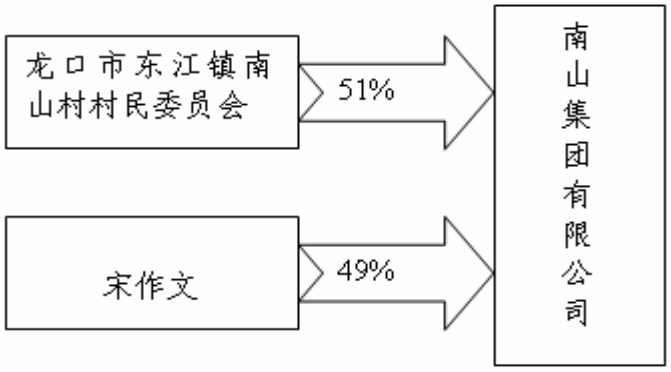
8. 抗风险能力

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。

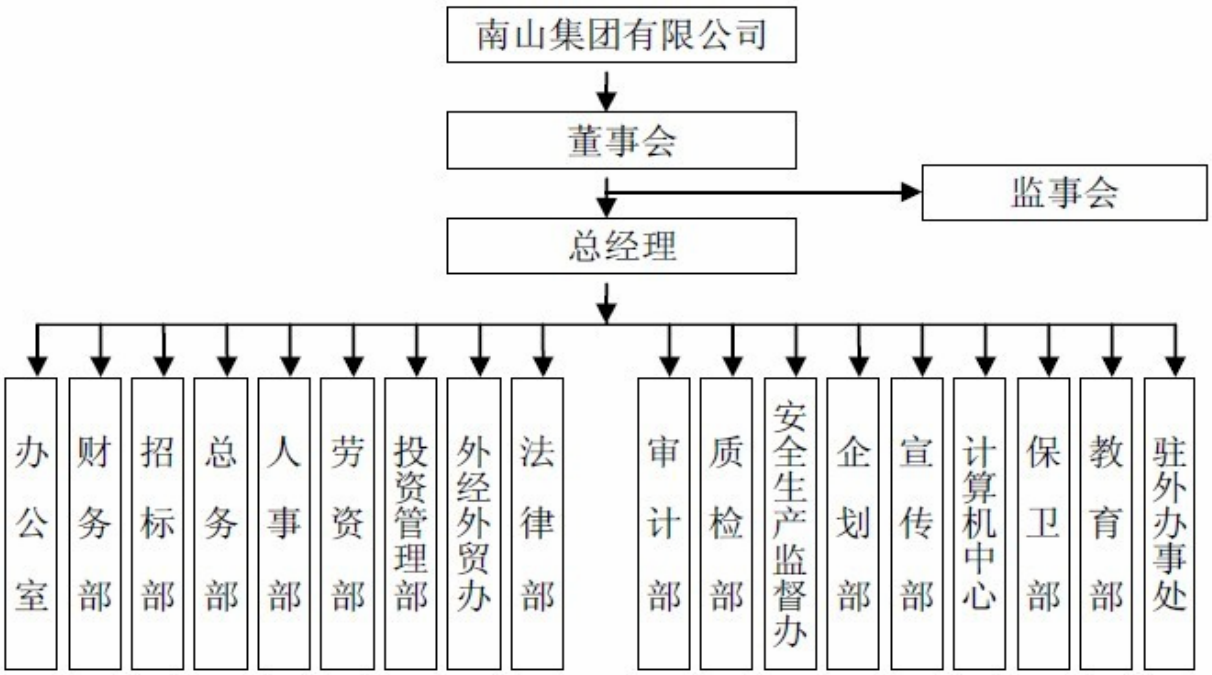
十、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持南山集团有限公司AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14南山集CP002”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　主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	89.19	60.72	45.66	50.59
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	917.34
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	524.27
短期债务(亿元)	77.21	76.49	112.82	130.86
长期债务(亿元)	138.19	200.08	214.42	154.88
全部债务(亿元)	215.40	276.57	327.24	285.74
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	70.91
利润总额(亿元)	46.34	47.41	43.87	8.58
EBITDA(亿元)	68.67	76.05	77.02	--
经营性净现金流(亿元)	25.08	42.63	41.49	25.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.70	12.50	11.49	--
存货周转次数(次)	1.58	1.53	1.54	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.39	0.35	--
现金收入比(%)	115.01	108.30	105.14	114.85
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	21.52
总资本收益率(%)	7.61	6.65	6.08	--
净资产收益率(%)	10.51	9.70	8.20	--
长期债务资本化比率(%)	26.40	32.12	31.57	22.80
全部债务资本化比率(%)	35.86	39.54	41.32	35.28
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	42.85
流动比率(%)	154.18	162.51	140.75	135.77
速动比率(%)	84.64	92.61	73.87	71.30
经营现金流动负债比(%)	11.64	20.65	19.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.09	13.92	7.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	3.64	4.25	--

注：1.2015 年一季度财务数据未经审计；

2.控股子公司南山集团财务有限公司的向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务；

3. 2013 年底的 10 亿元短期融资券、2014 年底的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年 3 月底的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债均计入全部债务。

4.现金偿债倍数已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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+一年内到期的长期负债+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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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