

信用等级公告

联合[2009] 173 号

联合资信评估有限公司通过对南山集团有限公司 2009 年度 20 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

南山集团有限公司
2009 年度 20 亿元公司债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年六月三十日

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。

二、联合资信与评估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、南山集团有限公司 2009 年度 20 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零零九年六月三十日



南山集团有限公司

2009 年度 20 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期公司债券信用等级: AA⁺

本期公司债券发行额度: 20 亿元

本期公司债券期限: 4+2 年 (10 亿元)
8+2 年 (10 亿元)

评级时间: 2009 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(亿元)	210.12	259.94	299.72
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	118.31	156.38	181.08
长期债务(亿元)	40.45	32.64	55.30
全部债务(亿元)	73.16	65.03	90.20
营业收入(亿元)	106.29	207.74	209.86
利润总额(亿元)	14.11	38.89	24.04
EBITDA(亿元)	20.48	43.94	36.89
经营性净现金流(亿元)	18.29	33.66	25.12
营业利润率(%)	20.11	22.78	16.49
净资产收益率(%)	10.01	23.03	12.19
资产负债率(%)	43.69	39.84	39.58
全部债务资本化比率(%)	38.21	29.37	33.25
流动比率(%)	117.80	119.80	151.49
全部债务/EBITDA(倍)	3.57	1.48	2.44
EBITDA 利息倍数(倍)	10.38	22.28	14.68
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.02	2.20	1.84

注: 上表中 2006 年数据为追溯调整的 2007 年年初数。

分析师

谢凌艳

010-85679696-8882

xiely@lianheratings.com.cn

张 莉

010-85679696-8817

zhangli@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对南山集团有限公司(简称“公司”)的评级反映了公司铝加工和纺织业务的品牌及规模优势、铝加工板块完善的产业链和稳健成长性。同时,联合资信也关注到电解铝价格波动、纺织业成本不断提高等因素对公司经营及盈利可能产生的不利影响。

公司铝业板块完善的产业链有助于控制成本和抵御产品市场波动风险,未来公司将进一步增加高附加值产品,保持较强的盈利能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司2009年度拟发行的20亿元公司债券,通过土地使用权抵押担保及其持有的南山铝业股份质押担保提供偿债保障,抵质押资产对本期债券具备良好的增信作用;本期债券设立等额提前偿还条款,缓解了公司在债券到期时集中兑付本息的资金压力。总体看,本期债券到期不能还本付息的风险很低。

优势

1. 铝深加工项目相继投产运营,公司生产规模不断扩大,产品结构进一步优化,盈利水平较高。

2. 公司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。

3. 公司纺织服装产业链进一步完善,技术研发实力强,产品附加值高,正逐步形成高档服装自主品牌。

4. 公司主业盈利和现金流获现能力较强,债务负担合理,财务弹性好。

关注

1. 受金融危机的影响,铝消费需求低迷,

铝产品价格大幅波动，2008 年公司铝加工板块收入和盈利能力较上年有所下降。

2. 公司纺织板块经营业绩容易受到人民币汇率波动、出口退税率变化和原材料价格波动等因素影响。

3. 公司处于多元化向专业化的转型期，相对应管理人员素质提出更高的要求。

4. 公司所有者权益以未分配利润为主，稳定性较差。

一、主体概况

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村村办集体所有制企业。1992年7月16日，经改制组建为烟台南山集团，1996年4月更名为南山集团公司。截至2008年底，公司注册资本100000万元，其中南山村村民委员会持股84.46%，宋作文持股15.54%。

公司经营范围：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、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。公司本部设办公室、财务部、审计部、投资管理部、质检部、企划部等18个职能部门。截至2008年底，公司拥有全资企业19家，控股企业7家，其中控股的山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”，股票代码：600219.SH）经中国证券监督管理委员会证监发行字2007[93]号文核准，于2007年4月26日完成向南山集团非公开发行70000万股人民币A股，并于2008年4月18日成功发行28亿元可转换公司债券（5年期），5月13日在上海证券交易所挂牌上市（简称“南山转债”、代码“110002”）。截至2008年底，共计有11000元的“南山转债”转成股票651股，南山铝业总股本增至1318795864股。截至2008年底，公司对南山铝业持股比例为62.33%。

2009年3月28日，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，其中南山村村民委员会占51%，宋作文占49%，公司工商登记变更、税务登记变更以及组织机构代码证变更等手续已于2009年6月12日办理完毕。

截至2008年底，公司合并资产总额299.72亿元，所有者权益（含少数股东权益42.85亿元）

181.08亿元；2008年实现营业收入209.86亿元，利润总额24.04亿元。

公司地址：山东省龙口市南山村；法定代表人：宋作文。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2009年度申请发行20亿元公司债券（以下简称“本期债券”），包括6年期和10年期两个品种，发行规模各10亿元，均附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权。

6年期品种：在存续期内前4年票面年利率固定不变（该利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定），在存续期的第4年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），投资者可以选择将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前4年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。

10年期品种：在存续期内前8年票面年利率固定不变（该利率根据Shibor基准利率加上基本利差确定），在存续期的第8年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），投资者可以选择将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期前8年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。

本期债券采用土地使用权抵押和股份质押相结合的增信方式。公司以龙口市386.96万平方米工业、商业和住宅土地使用权（评估价值为359748.73万元）进行抵押担保；以持有的南山铝业2亿股限售流通股（2010年4月30日上市流通，评估价值为12.76亿元）进行质押担保；抵质押资产评估价值合计487348.73万元。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券共募集资金20亿元人民币，其中

16亿元用于860万米高档超薄精纺面料及300万套服饰项目、年产9万吨新型大口径塑料管材生产线项目和龙口港10万吨级通用泊位项目，其余4亿元用于补充公司营运资金。以上3个项目总投资31.84亿元，本期公司债券资金投入在投资总额中占50.25%。

(1) 860 万米高档超薄精纺面料及 300 万套服饰项目

该项目已在山东省龙口市发展和改革委员会登记备案，登记备案号为：0906810002。该项目拟建毛纺织及后整理生产线及高档服饰生产线，主要建设内容包括新建车间厂房 179300 平方米、新上进口设备 5976 台（套）、配套国产设备 21723 台（套），达产后，年产高档超薄精纺面料 860 万米及 300 万套高档服装。

该项目总投资 15.24 亿元，发行公司债券 9 亿元，其余资金由自有资金和银行贷款解决。该项目建设期 3 年，项目达产后年销售收入 15.74 亿元，利润总额 3.13 亿元，税前内部财务收益率为 23.75%，税后内部财务收益率为 8.54%。

(2) 年产 9 万吨新型大口径塑料管材生产线项目

该项目经已在山东省龙口市发展和改革委员会登记备案，登记备案号为：0906810003。该项目达纲后，年产新型大口径塑料管材生产线 9 万吨。

该项目总投资 4.99 亿元，发行公司债券 2.20 亿元，其余资金由自有资金和银行贷款解决。该项目建设期 2 年，达产后预计年销售收入 10.76 亿元，项目税前内部财务收益率为 33.47%，税后内部财务收益率为 25.71%。

(3) 龙口港 10 万吨级通用泊位项目

该项目经山东省发展和改革委员会鲁发改能交[2005]727 号文批准。该项目达产后吞吐量达 690 万吨。

该项目总投资 11.61 亿元，其中资本金 4.06 元，由南山龙口妃母岛港开发有限公司投资（公司持股 70%，龙口港集团有限公司持股 30%），

发行公司债券 4.80 亿元，其余资金由自有资金和银行贷款解决。该项目建设期 3 年，达产后预计年销售收入 15.74 亿元，税前内部财务收益率为 12.58%，税后内部收益率为 9.86%。

(4) 补充流动资金

本期债券发行所募集资金的 20%，即人民币 4 亿元将主要用于补充公司营运资金。

综合来看，上述项目建成后，将进一步提高企业竞争能力，增加企业效益。

三、基础素质分析

1. 企业规模和竞争实力

经多年发展，公司已由一个村办企业发展成为以有色金属、纺织、电力、旅游、教育五大产业为主，集科、工、贸为一体的大型集团企业。

目前公司拥有年产60万吨氧化铝（设计产能）、72万千瓦热电厂、15.6万吨电解铝、19万吨铝型材和20万吨高精度新型铝合金板带箔生产线，逐步形成了一条从能源-电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔的完整铝加工产业链，是世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。公司是中国铝型材生产行业规模大、产品规格多的铝型材生产加工基地之一，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”。

纺织产业领域，公司拥有1.3万吨羊毛制条生产线、年产2500万米精纺呢绒生产线、150万套品牌西装的生产线，销售网络覆盖全国20多个省市自治区，市场占有率在国内位居前列。“南山”牌精纺呢绒曾荣获“中国名牌产品”、“山东省著名商标”等称号，并通过了ISO9002国际质量体系认证及ISO14001国际标准环境管理体系认证。根据中国纺织工业协会组织统计，公司在2007-2008年度毛纺、毛针织行业竞争力10强企业名列第5位、2007年度中国纺织服装行业出口100强企业名列第15位。

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，旅游客流量连续几年位居烟台地区第一位。此外，公司创办了全国第一所经国家教育部批准成立的村办大学——烟台南山学院，学院根据公司产业特点开设各类专业技能培训课程，为公司培训技术人员。

公司被确认为2008年度烟台市“3.50工程”集中培育的重点企业。根据中国企业联合会和中国企业家协会公布的2008年“中国企业500强”、“中国制造业500强”排名，公司分别位居第178位和第92位，位列烟台市上榜企业之首。根据世界品牌实验室和世界经理人杂志主办的2008年世界品牌大会上公布的2008年《中国500最具价值品牌》排行榜，公司位居第260位。整体来看，公司具备一定的品牌和规模优势，其中以铝行业的竞争优势最为突出。

2. 技术研发水平

目前公司具备世界最大、最完整、独立的铝及铝合金产业链铝加工体系及纺织服装产业链加工体系，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和山东省功能毛纺织品工程技术研究中心，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。公司中心实验室2005年获得中国实验室国家认可委员会认可证书。此外，公司与西安工程科技学院、北京有色研究总院等多家知名大专院校和研发机构建立了长期的合作关系，为新产品的开发提供了强大的技术支撑。

公司自主研发的“优质超薄超宽双零铝箔”项目于2006年被科技部列入科技兴贸行动专项；“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——易拉罐罐体料”项目被列入山东省自主创新成果转化重大专项；“铝合金熔铸专家系统开发”项目被列入山东省信息产业发展专项资金；“高精度铝合金板带热连轧工

程化技术研究——PS版”项目被国家科技部列入国家科技支撑计划专项。

在纺织方面，公司获得了国际羊毛局Acano羊毛拉伸细化专利技术在中国大陆的唯一使用权。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。

总体看，公司研发实力强，不断开发创新产品，技术优势明显。

3. 人员素质

公司现有董事长、总经理、副总经理和总会计师等高层领导4人。

公司董事长宋作文先生，1947年出生，大学学历，高级经济师，历任玻璃纤维厂厂长、纺织总厂厂长、南山集团党委书记、总经理、总裁等职，曾获“全国劳动模范”、“全国优秀企业家”等荣誉称号，具有较高威望。

公司总经理程仁策先生，1963年出生，大专学历，历任龙口市造纸厂副科长、龙口市经济贸易委员会技术改造科科长、南山集团项目办主任、南山铝业总经理和南山集团副总经理。

截至2008年底，公司在职员工共36959名。从学历结构看，具有大学及以上学历的占10.90%，大专学历占27.17%，中专及以下学历占61.93%；从年龄结构看，29岁以下的占69.24%，30-39岁占26.45%，40-49岁占3.96%，50岁以上占0.35%。

整体看，公司员工队伍年轻化，文化素质基本满足生产经营的需要；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. 区位环境

公司位于山东省胶东地区经济中心地带、山东半岛港口城市——龙口市（名列百强县第11位，2008年完成地方财政收入25亿元），东邻烟台、南靠青岛、西依龙口港、隔海北望大连，海、陆、空交通便利。近年来，山东省的国民

经济高速增长，高于全国平均水平，正在实施的“半岛城市群”、“胶东半岛制造业基地”建设提高了对铝型材的市场需求。

龙口矿区是中国最大的滨海煤田，盛产褐煤，现有煤炭探明地质储量26.8亿吨。目前矿区内的梁家煤矿、北皂煤矿、洼里煤矿、桑园煤矿和柳海煤矿总的年生产能力为500万吨，其中公司下属子公司——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，周边煤炭资源丰富，有利于公司依托自身资源优势，就地将一次能源转化为二次能源，实现资源的综合利用。

便利的交通、区域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平台。

四、管理体制

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、监事会。董事会是最高权力机构，董事会由7人组成，其中董事长1名，副董事长1名，董事5名；监事会由3人组成，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。作为乡镇集体企业，公司法人治理结构有待进一步完善。

2. 内部管理

母子公司管理方面，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，5000万元以上的重大投资项目由公

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。公司实行资金统管制度，除上市公司南山铝业外，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4月，南山集团财务有限公司（以下简称“南山财务公司”）正式获批筹建（注册资本5亿元人民币，公司及控股子公司出资合计占其注册资本的92%），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。

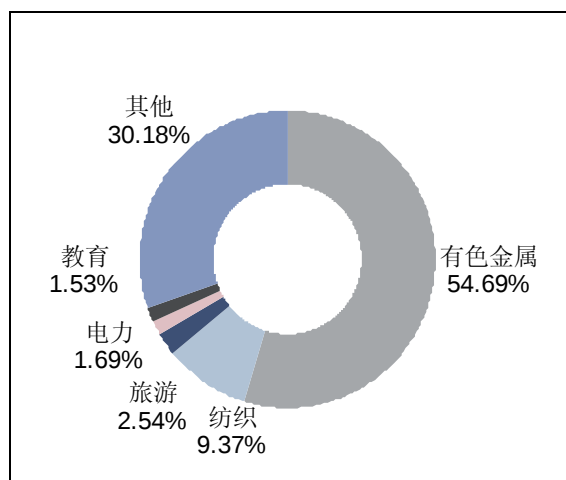
总体看，公司处于经营多元化向专业化的转型期，管理模式基本适应目前公司业务运营的需要。为适应业务快速扩张和所承担社会职能不断增加的需求，各项管理机制逐步完善，相应对管理人员素质提出更高要求。

五、经营分析

1. 经营现状

近年来，公司稳步发展了纺织、电力、教育和旅游产业，着重培育和壮大了有色金属产业，行业地位得以稳固。同时凭借自身的资金和品牌等优势，适当涉足建筑建材业、商贸等其他辅助业务。

图1 2008年公司营业收入构成



资料来源：公司年报

2006-2008年公司营业收入持续增长，年均

增长率为40.51%。有色金属板块是公司收入和利润的主要来源，优势地位突出。2007年，得益于公司氧化铝规模的激增和铝箔等高附加值产品价格的上涨，有色金属板块拉动公司整体业绩强劲增长，较2006年增长95.45%。2008年

受国际金融危机影响，铝消费需求减弱，铝价下跌，公司有色金属板块业绩增速放缓。2008年公司实现营业收入209.86亿元，同比增长1.02%。

表 1 2006-2008 年公司五大业务板块收入利润情况

核心板块	主营业务收入（亿元）			主营业务利润		
	2006 年	2007 年	2008 年	2006 年	2007 年	2008 年
有色金属、建材	49.11	116.26	114.78	6.65	27.38	15.36
纺织	4.69	13.64	19.65	1.10	2.87	3.83
电力	11.99	7.55	3.54	5.72	2.73	0.84
旅游	2.23	5.22	5.32	1.79	3.39	3.02
教育	1.68	2.49	3.21	0.83	1.04	0.96
合计	69.7	145.16	146.5	16.09	37.41	24.01

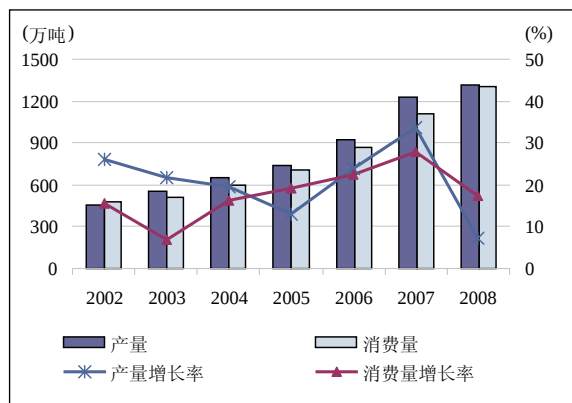
资料来源：公司提供

有色金属业务 行业分析

铝加工业务作为优势核心产业，对公司目前业绩和可持续发展构成主要支撑。

铝在国民经济中占据非常重要的地位。随着中国国民经济的快速发展，近年来铝行业需求增长迅猛，进而带动了供给的快速发展。根据中国有色金属工业协会统计，“十五”期间中国电解铝产量年均增长21.59%。2007-2008年中国电解铝产量分别为3816万吨和1318万吨，分别占全球电解铝产量的32.76%和32.98%。目前，中国已是世界上电解铝生产和消费第一大国。

图 2 近年来中国电解铝产量及消费量



资料来源：《中国铝业》，Wind 资讯

受市场需求大幅增长的影 响，2001-2006

年电解铝价格大幅上涨，2006 年下半年至 2007 年，伦敦金属交易所（LME）三月期铝价格主要在 2500-2800 美元/吨之间运行，2008 年上半年涨至最高点 3381 美元/吨，自 2008 年 9 月以来，受全球金融危机和经济增长放缓的影响，房地产、汽车等重点铝消费行业陷入负增长，全球铝消费持续低迷，铝价大幅下跌。随着全球各国政府救市政策的推出，同时由于铝价的下跌使得部分铝厂开始停产或减产，铝价在 2009 年初总体上出现企稳态势。

图 3 LME 三月期铝 2001-2009 年价格走势



资料来源：东航期货

铝土矿短缺，对外依赖性大

铝土矿是生产氧化铝的主要原料，目前全球已探明的铝土矿资源量约为 550-750 亿吨，基础储量约为 330 亿吨，具有工业开发价值的

储量约 230 亿吨，能够供全球使用 200 年以上。中国已探明的铝土矿资源量约为 25.45 亿吨，基础储量 6.94 亿吨，具有工业开发价值的储量约 5.32 亿吨，其中加工困难、耗能大的一水硬铝石型矿石占 98% 以上，总体上中国铝土矿质量较差，属铝土矿短缺国家。

随着国内新建氧化铝企业的陆续投产和下游冶炼能力的扩大，中国铝土矿进口迅速增加，根据海关统计数据，2007 年中国进口的铝土矿为 2326 万吨，是上年进口量的 2.5 倍，2008 年 1-11 月中国进口铝土矿达 2447 万吨，约占全国总需求量的 52.65%，对外依赖性大。

氧化铝产能扩大，价格波动加大

近年中国氧化铝产能迅速扩大，根据中国有色金属工业协会统计，2001 年不足 500 万吨，2007 年已达到 2750 万吨，年均复合增长率约为 33%，初步统计 2008 年氧化铝产能达 3250 万吨。目前中国仍有较大规模的在建氧化铝项目，预计 2010 年中国氧化铝产能将达到 4000 万吨/年。

根据中国有色金属工业协会的统计，2008 年中国氧化铝产量为 2278 万吨，同比增长 17.12%。受国内铝土矿资源储量的限制，与国内电解铝需求的快速增长相比，氧化铝产量规模相对较小，仍处于净进口的状态。随着氧化铝产能的急剧扩张，铝土矿的进口开始逐渐替代氧化铝的进口，截至 2008 年底，中国氧化铝进口 459 万吨，同比减少 10.50%。

价格方面，2002-2006 上半年全球氧化铝价格由 200 美元/吨上涨至 650 美元/吨，但自 2006 下半年开始氧化铝价格迅速下降。由于中国对氧化铝的需求不减以及生产企业采取的限价保护政策等，2007 年氧化铝价格逐渐反弹，大致在 3500~3900 元/吨之间波动。由于国内氧化铝市场新增产能的扩大，自 2008 年 6 月中国铝业调整价格后，氧化铝价格呈下降趋势。

目前全球氧化铝供求基本平衡，中国氧化铝供应不足，随着国内氧化铝产能的不断扩大，可能导致氧化铝价格延续波动的趋势。

铝材需求强劲，深加工能力不足

铝材加工是铝工业链的最下游，中国的铝消费主要集中在建筑、交通、电器、机械和包装等领域。在下游行业强劲需求的拉动下，中国铝材加工业也进入快速发展期，铝材产量不断增长。根据国家统计局的数据，2008 年中国铝材产量为 1477.31 万吨，同比增长 21.30%。

中国铝材加工企业众多，平均生产能力仅一万多吨，同时存在着产品附加值低、同质化、恶性竞争等产业结构不合理的现象。随着经济的发展，中国对附加值高的铝材产品需求增加，但国内中高端产品的生产能力尚不能完全满足需要，部分产品需要大量进口。这一状况在近两年已有所改善，部分企业正逐步延伸产业链，并提高加工技术水平，将重熔铝锭加工成各类附加值较高的产品。同时，少数企业已经在深加工产品上投入了大量资金与技术，预计中国自产的高端产品将不断增长。

行业面临持续宏观调控压力

2002 年开始中国从电解铝净进口国转变为电解铝净出口国，电解铝的大量出口加剧了中国的能源消耗。2005 年起中国开始对电解铝进行宏观调控，取消电解铝的出口、进口退税以及氧化铝的进口关税，上调电解铝出口关税至 15%，针对不同的铝加工产品分别取消出口退税、进口关税或开征出口关税。

2007 年，国家发改委发布紧急通知指出，必须进一步加大宏观调控和产业结构调整力度，遏制铝行业的盲目投资和冶炼能力的急剧扩张，并发布《铝行业准入条件》，从生产规模、生产工艺、能源消耗、资源利用、环境保护、监督管理等诸多方面对铝行业设立准入门槛。

中国于 2009 年 2 月原则通过了《有色金属产业调整和振兴规划》，规划涉及了增加储备、重点企业直购电试点、税费减免，大力发展循环经济等方面的内容。根据规划建议，电解铝企业直购电试点工作已经开始，15 家电解铝企业成为试点单位；国家公布的收储计划铝 100 万吨中，目前已完成收储铝超过 69 万吨。2011 年前

中国将淘汰80万吨的小型预培槽电解铝产能。

国家调控铝冶炼行业的力度相当大，旨在保护国内铝土矿资源，抑制电解铝出口，持续调控对行业短期发展形成一定压力，但有利于是大型冶炼企业的发展。

铝行业是典型的周期型行业，其行业景气度与宏观经济息息相关。在全球经济减缓的背景下，未来铝的价格存在不确定性。但是国内强劲的消费增长需求有可能抵消上述不利影响，行业仍有望保持较好的发展前景。

公司经营

该板块经营主体为南山铝业。2007年南山铝业完成向公司非公开发行，收购了南山集团持有的龙口东海氧化铝有限公司75%股权、南山集团10万吨电解铝及配套碳素、60万千瓦热电机资产、烟台东海铝箔有限公司股权等铝及其配套资产（以下简称“铝电资产”），形成从热电—氧化铝—电解铝—熔铸—热轧—冷轧—箔轧的完整的产业链，成为世界唯一一家短距离内（45平方公里）拥有完整产业链的铝加工企业。

产业链各生产环节距离短，不仅有利于各环节工艺衔接，而且有利于降低各环节之间材料的运输费用。公司西临国家最大的地方港口—龙口港，生产过程中所需的主要原材料铝土矿和煤炭主要采取海运方式，进一步降低了公司的运输费用。因此相对于国内其他铝加工企业，公司生产过程中损耗最少，所需运费最低，成本优势明显。

表2 2006-2008年公司铝产品产量（万吨）

主要产品（万吨）	2006年	2007年	2008年
氧化铝	0.01	47.20	73.14
电解铝	15.55	16.3	15.60
铝型材	7.08	7.23	7.91
铝箔	1.24	1.67	2.15
热轧	--	5.0	13.53
冷轧	--	1.60	6.88

资料来源：公司提供

公司根据国家产业政策并结合自身条件，

针对国内外新型铝合金材料的需求和发展，在扩大电解铝产能的基础上加快深加工产品的发展。公司年产60万吨氧化铝生产线全部投产；以合资的形式投资兴建20万吨/年高精度新型铝合金热轧卷生产线及高精度铝板带冷轧、箔轧生产线项目，目前已陆续达产。随着上述生产线的相继建成和产能逐步释放，公司铝产品规模经济优势进一步显现。

公司有色金属业务板块的初级产品是电解铝，对外直接销售的主导产品为铝型材、铝板、铝箔等铝深加工产品，销售网络遍布全国各地及美国、法国、英国、加拿大、新加坡等国家和地区。铝型材、铝板带箔从销售地域上看，国内市场占70-80%，主要以华南、华东和中原地区为主；出口占比约20-30%，以东南亚、北美和欧洲为主。2008年公司已在美国设立了销售公司，加大美国、加拿大等国家铝制品市场的开拓。

2008年，公司氧化铝销量由2007年的47.04万吨增至73.44万吨；铝箔销量由2007年的1.67万吨提高至2008年的2.22万吨；热轧和冷轧产品开始形成规模，2008年分别销售13.53万吨和6.88万吨。

2008年公司有色金属业务板块实现收入116.26亿元，较上年略有下降。从表3可看出，2006-2008年铝行业上市公司的销售毛利率均呈现较大波动性。相较于其他两家上市公司，2008年南山铝业销售毛利率虽有较大幅度下滑，但仍能维持在2006年的水平，三年平均值达20.82%。2008年受金融危机影响，实体经济的疲软导致铝消费需求削减，价格大幅下跌，铝行业出现了经营业绩下滑的局面，公司拥有完整的产业链，成本优势明显，抗风险能力强，铝产品生产和销售规模仍继续扩大，体现了较强的竞争实力。

表3 2006-2008年铝行业上市公司销售毛利率（%）

公司名称	2006年	2007年	2008年	平均值
南山铝业	17.96	28.33	17.46	20.82
云铝股份	12.58	15.49	9.22	11.77
中国铝业	32.23	23.78	8.94	18.05

资料来源：Wind 资讯

随着公司铝深加工产品产能的扩张，外购电解铝规模有所扩大，主要通过自产氧化铝粉委托加工满足需求。公司电解铝生产所需氧化铝及电力均自供，目前所需主要原材料为铝土矿、煤炭等。公司铝土矿主要从印尼和澳大利亚进口；并于2008年3月参股了澳大利亚海湾铝业的19.1%的股权，获得了部分矿山的采矿权和承销权，从而保证铝土矿的供应，稳定采购价格。公司年需消耗煤炭约280万吨，主要是以向中国神华能源股份有限公司采购为主，其他供应商采购为辅。2008年公司与中国神华能源股份有限公司签订了年供应205万吨煤炭的供应协议，每吨458元/吨。

表4 2008年公司主要原材料采购情况

原材料	供应商	占比
铝土矿 (进口)	印尼哈里达	42.72%
	澳洲力拓	26.27%
	印度	31.01%
煤炭	中国神华能源股份有限公司	60.05%
	大连泰德煤网股份有限公司	2.87%
	湖州大宝经贸有限公司	1.16%

资料来源：公司提供

依托于完整产业链和先进技术设备，公司具备一定的成本和规模优势。在电解铝市场价格+加工费的定价模式下，公司铝深加工产品具备较好的成本转嫁能力，以销定产的生产组织形式，能够降低铝价波动风险。同时，也应注意到，公司在一定程度上仍面临着全球经济增长放缓、铝行业波动带来的经营风险。

纺织业务

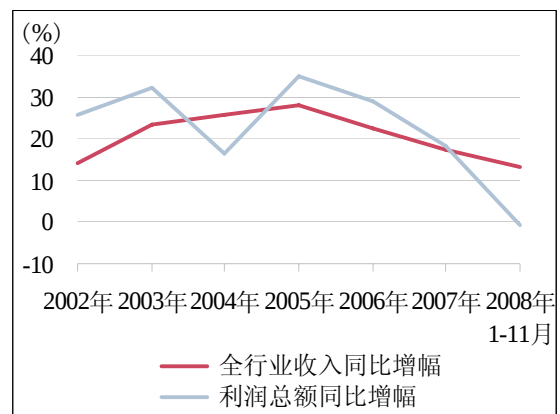
行业分析

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001年中国加入WTO后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织工业迅速增长，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。2002年以来，中国纺织行业持续处于高增长周期，但自2005年7月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，中国纺织行业增速明显放缓。2007年，中国纺

织行业规模以上工业企业主营业务收入同比增长17.28%，利润总额同比增长18.44%，增幅较2006年（分别为22.63%和28.68%）明显回落；出口方面，2007年，中国纺织品服装实现出口1812亿美元，同比增长12.1%，增幅同比下降9.3个百分点。

2008年，受全球金融危机的影响，纺织行业集中出现客户订单减少、市场销售不畅、库存积压等严重问题，产量、出口量、固定资产投资增速出现了不同程度的下滑。据统计，2008年中国规模以上纺织企业实现利润1042亿元，同比下降1.8%，自2002年以来首次出现利润同比下滑，纺织服装行业全年利润负增长局面基本确立。出口方面，2008年中国纺织服装出口1896.24亿美元，同比增长7.98%，增幅同比下降11.42个百分点。2009年1-2月，中国纺织品服装累计出口219.03亿美元，其中纺织品累计出口72.86亿美元，同比增长-20.6%；服装累计出口146.17亿美元，同比增长-11%。从订单承接情况看，随着2008年第四季度订单量低谷的过去，国外企业库存消耗接近尾声，国内龙头企业订单情况较2008年稍有好转。

图4 2002年-2008年11月中国纺织行业增长状况



数据来源：国家统计局

2007-2008年，中国精毛织物进口分别为5173万米和5833万米，出口分别为6093万米和7120万米。受金融危机影响，2008年精毛织物进出口数量较上年有所减少，但是价格却增长了10%左右，精毛织物的市场增速较快。

随着现代高科技向毛纺织工业的导入,新型纤维和产品的开发,拓展了传统毛纺织业的发展。目前国际上从纺织原料、纺织染整工艺和服装设计等方面竞相研究开发出功能性高附加值纺织新产品,毛纺产品向着轻薄化方向快速发展,整体工艺水平有所提高。

国家发展和改革委员会与纺织工业协会2006年6月联合发布了《纺织工业“十一五”发展纲要》,预计到2010年,纺织纤维加工总量将增长到3600万吨,全行业销售产值增长到60000亿元,纺织品服装出口额将增长到1800亿美元。虽受环境、资源、贸易环境以及行业竞争等的影响,规划增长速度有所减缓,但仍显示出政府鼓励纺织工业发展的政策导向。

从国内看,随着中国稳定快速的经济增长、消费结构的不断升级,居民消费向名优品牌倾斜的力度不断增强,愈来愈多的购买力投向名优品牌的纺织服装制品;从全球范围看,发达国家纺织品消费量约占全球纺织品消费总量的60%,而中高档纺织服装制品消费市场在欧美发达国家占有重要地位。

随着中美、中欧双边纺织品谅解备忘录于2008年底到期,2008年10月26日,商务部发布消息称,自2009年1月1日起将不再实行输美纺织品出口数量及许可证管理和输欧纺织品出口许可证管理,意味着从2009年起中国纺织品出口将不再受配额的限制。与此同时,欧盟的贸易保护政策将会从传统的配额限制向技术性壁垒和专利性壁垒转变,对中国纺织品行业的发展提出了新的挑战。

2008年上半年,受人民币升值、出口退税下调、原材料价格上涨和工人工资提高等因素影响,纺织行业生产成本持续上涨,出口企业利润大幅减少。继2008年8月1日将部分纺织品、服装的出口退税率上调两个百分点后,10月21日,财政部、国家税务总局发出《关于提高部分商品出口退税率的通知》,自2008年11月1日起,适当调高3486项商品的出口退税率。部分纺织品、服装等劳动密集型商品出口退税

率提高到14%。

2009年2月4日,国务院审议并原则通过了纺织工业调整振兴规划,主要内容包括:统筹国际国内两个市场、加强技术改造和自主品牌建设、加快淘汰落后产能、优化区域布局、加大财税金融支持等5个方面。具体政策主要涉及:新增中央投资中设立专项重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步;将纺织服装的出口退税率由14%提高到15%。经2009年3月25日国务院常务会议决定,从4月1日起提高部分纺织服装的出口退税率至16%。联合资信认为,在中国纺织行业景气周期持续下滑的情况下,出口退税比例的提高能够在一定程度上缓解纺织企业面临的困难。但振兴规划整体偏重于长期的行业结构调整和产业升级,短期内难以改善行业需求下滑的困境。

在全球经济增长放缓、欧美市场需求疲软的情况下,纺织行业出口状况可能进一步恶化。中国纺织企业两极分化的趋势正在加剧,资源和市场份额向优势企业集中。在完成这轮产业整合和重新布局后,整个产业也将步入价格和利润率相对稳定的发展阶段。

公司经营

公司实现了从羊毛原料提供到精梳毛条加工,从精纺面料到“高品质、高档次、高品位”的服装服饰一系列完整的产品研发、生产与服务体系。公司纺织业主要产品为精纺呢绒、服装。

公司拥有省级技术中心,配备了雄厚的科研力量,并与多家国内外著名科研机构 and 大学进行全面合作,引进了德国、法国、意大利、瑞士等7个国家先进的纺织设备,具备完整制条、筒染、条染、复精梳、纺织、染整设备,在纺织领域的研发能力与技术储备始终处于国内同行业领先水平,并不断向国际先进水平靠拢。2006年公司与具有百年历史的英国 Berwin & Berwin (博文) 公司共同投资成立烟台南山博文服饰有限公司(注册资金800万美元,公司占比75%),拥有英国工艺高档服装生

产线，年产能力为 60 万套中高档西服，目前已逐渐达产。2006-2008 年公司纺织业务规模不断扩大，2008 年精纺呢绒和服装产量分别较上年增长 15.46%和 105.49%。

表 5 2006-2008 年公司主要纺织产品产量

主要产品	2006 年	2007 年	2008 年
精纺呢绒（万米）	903	1313	1516
服装（万套）	--	46.3	95.14

资料来源：公司提供

2008年公司纺织业务板块实现营业收入19.65亿元，较上年增长44.80%，主要来自精纺呢绒面料和服装产量的增加。当年精纺呢绒销售1562万米，较上年增长55.68%；服装销量92.99万套。

公司纺织业务出口和内销约各占 50%。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，行业服产品面料全部来自于公司生产的精纺呢绒。

公司纺织服装产业链重点发展方向——走品牌之路（纺织：Filarte 品牌；服装：Betenly 和 BASSA 品牌），未来将发展自主品牌为主，在稳步扩大生产规模的同时，提高生产工艺的科技含量，提升产品附加值。（1）Filarte 品牌：招聘并组建了一支意大利专家队伍，在原料使用及品牌上独立运作，形成意大利独特风格，以提升产品附加值、打造南山国际品牌。Filarte 产品以欧洲市场为主打，兼顾亚洲的日本、韩国以及美加市场和中国国内市场。（2）Betenly 品牌：分为“商务正装”和“时尚商务”两个系列，“商务正装”系列采用“零售+团购”营销模式，以中高档及高档传统商务男装零售带

动职业装团购业务；“时尚商务”系列只做“零售”市场，将联动米兰、纽约、北京、上海与南山，推动服装贝塔尼品牌，同时结合“中国高尔夫球国家队赞助”做好品牌推广。

受人民币汇率波动、出口退税率变化、原材料价格波动和工人工资提高等因素影响，纺织行业生产成本呈上涨趋势，行业经济效益增速放缓。公司纺织产品特别是服装的出口比例较高，联合资信也将持续关注上述因素对公司经营业绩的不利影响。

电力业务

电力产业在公司产业群中处于基础地位，为各项生产业务提供电力和热能保障。公司已建成投产总装机容量为72万千瓦的热电厂，年发电能力达53亿度。目前公司生产所需电力已全部实现自供，无需上网采购。2008年，公司共发电44.53亿度，其中上网销售1.69亿度。2008年公司电力产业实现营业收入3.54亿元，比上年有所减少，主要是因为氧化铝、电解铝、铝深加工生产用电增加，上网销售电量减少。

旅游和教育

在旅游业方面，公司建起了集产业观光、休闲度假、娱乐健身、古建筑游览、海上娱乐等“五位一体”的旅游框架结构，形成了休闲娱乐、餐饮、住宿一条龙的旅游服务链条。南山旅游风景区占地面积8平方公里，是一个融宗教文化、历史文化、旅游文化、饮食文化、商业文化于一体的大型多功能旅游文化景区，其中景区内的南山大佛为世界第一铜铸大坐佛。

公司教育业务以烟台南山学院为起点，目前发展形成了从幼儿、小学、初中、高中到大学的完整教育体系。公司投资设立了一所集幼儿、小学、初中、高中和国际教育为一体的全日制寄宿式学校——东海外国语学校，是目前国内投资规模较大、设施较完善的现代化国际性学校。

2008年公司旅游和教育业务实现营业收入合计8.54亿元，较上年增长10.57%。

其他业务

公司在大力发展主业的同时，也适当涉足建筑建材业、商贸等其他辅助业务。2008年公司建筑、房地产、贸易、医疗及其他业务实现营业收入63.34亿元，较上年增长1.23%。其中建筑、房地产收入36.00亿元，主要来源于烟台市政改造及莱山区配套工程的工程施工收入和碧海苑、滨海假日等房地产项目收入，公司目前在烟台、龙口市拥有房地产开发储备土地合计1822.62亩；贸易收入20.12亿元，较上年增长19.75%，主要来源于建筑材料、煤炭、钢材等销售业务收入。尽管目前建筑、建材、贸易、软件、医疗等其他业务收入在主营业务收入中占比较大，但公司只将其作为长期辅业发展的对象。

基于上述，总体认为公司铝加工和纺织产业处于成长期，核心竞争力正逐步形成，同时品牌集聚效应对其他板块业务发展起到了良好的推动作用。

2. 经营效率

2005年~2007年，公司资产总额和营业收入分别年均增长19.43%和40.51%。从经营效率看，公司近三年销售债权周转次数波动较大，近三年加权平均值为23.35次，2008年为15.47次。公司总资产周转次数较稳定，2008年为0.75次，存货周转次数呈波动态势，近三年加权平均值为7.67次，2007年为9.26次。公司资产高效运营。

3. 在建项目

公司目前在建项目主要包括年产10万吨新型合金材料生产线项目、年产52万吨铝合金锭熔铸生产线项目和氧化铝扩建项目，预计在2010年初建成。前两个项目总投资分别为12.75亿元和10.09亿元，资金来源于南山铝业2008年发行南山转债的募集资金。

年产10万吨新型合金材料生产线项目，引进具有国际先进技术水平的挤压机及模具加工

中心设备，生产大截面新型合金材料，以满足中国铁路客货车、集装箱、地铁车厢需求，项目投产后，工业型材产能将达11.5万吨。

表6 公司主要在建项目情况（2008年底）单位：亿元

项 目	总投资	已投资	资金来源	项目进度
年产 10 万吨新型合金材料生产线项目	12.75	6.95	募集资金	55%
年产 52 万吨铝合金锭熔铸生产线项目	10.09	4.28	募集资金	42%
氧化铝扩建	4.91	3.92	自有资金	80%

资料来源：公司提供

年产52万吨铝合金锭熔铸生产线项目，引进具有当今世界一流水平的熔铸生产线，生产高品质的铝合金锭，项目投产后，熔铸生产线产能将达到67万吨，作为公司铝深加工产业链中间环节，熔铸生产线合金锭产品未来将主要自用。年产52万吨铝合金锭熔铸生产线项目，引进具有当今世界一流水平的熔铸生产线，生产高品质的铝合金锭，项目投产后，熔铸生产线产能将达到67万吨，作为公司铝深加工产业链中间环节，熔铸生产线合金锭产品未来将主要自用。

4. 未来发展

公司的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，打造核心产业竞争力，实现规模化经营，并逐步走向国际化。

2009年公司将重点投入10万吨新型合金材料生产线项目、年产52万吨铝合金锭熔铸生产线项目建设。随着深加工热轧、冷轧产能的进一步释放，公司产品规模将得到提升，随着产品质量、技术的逐步稳定，公司将着力调整产品结构，增加高附加值产品的产量，提高公司综合毛利率和盈利水平。

公司募集资金投资项目完全达产后，公司产业链完整，铝业深加工产品附加值较高，在同行业中具有较明显的生产成本优势，通过产

品结构的进一步优化，有助于增强抗市场风险能力。同时也应注意到，随着铝深加工规模的扩大，外购电解铝规模将有所增长，公司面临着原材料价格 and 市场需求波动带来的经营风险。

六、财务分析

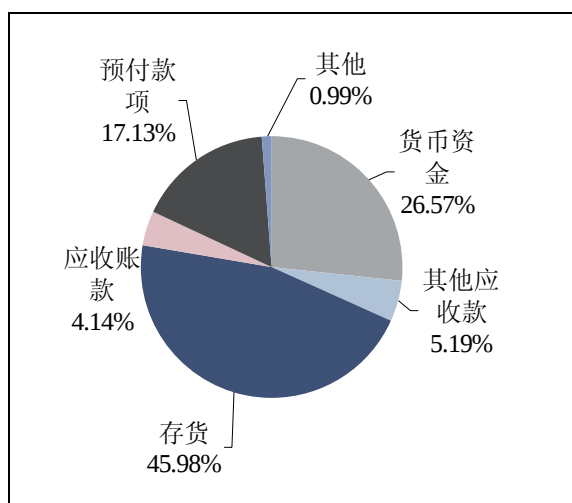
公司2006-2008年年报经山东正源和信有限责任公司会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司合并范围变化不大，2008年合并范围增加了南山财务公司。公司从2007年开始执行新会计准则，并对2006年报表进行了追溯调整。下文分析中2006年数据为追溯调整后的数据，以增加可比性。

截至2008年底，公司合并资产总额299.72亿元，所有者权益（含少数股东权益42.85亿元）181.08亿元；2008年实现营业收入209.86亿元，利润总额24.04亿元。

1. 资产质量

2006-2008年公司资产总额年均增长19.43%，2008年底为299.72亿元，较上年增长23.71%，其中流动资产占比31.61%，非流动资产占比68.39%。公司近三年资产以非流动资产为主，资产结构稳定。

图5 2008年公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表。

2006-2008年公司流动资产年均增长25.15%，2008年底为94.75亿元。公司流动资产主要为货币资金、预付款项和存货，2008年三项合计占流动资产的89.68%。

截至2008年底，公司货币资金25.17亿元，较上年增长101.84%，主要是南山铝业发行可转换债券募集资金增加所致，其中银行存款占89.05%。公司应收账款余额4.10亿元，较上年减少16.71%，应收账款账龄基本集中在1年以内（占97.51%），公司共计提坏账准备1797.33万元；其他应收款余额4.98亿元，主要为在1年以内的其他应收款（占96.96%），公司共计提坏账准备605.47万元。

截至2008年底，公司预付账款16.23亿元，主要为预付的工程款和设备款，其中1年以内的占86.04%，1-2年的占12.21%，2年以上的占1.75%。公司存货余额44.64亿元，较上年增长18.79%，主要是因为与铝加工和纺织业务相关的原材料和在产品增长较多，同比增长14.38%和37.52%，2008年底分别占存货的26.31%和58.71%，库存商品变化不大（占13.52%），公司按可变现净值法提取了跌价准备1.07亿元。

2006-2008年公司非流动资产年均增长17.04%，2008年底为204.97亿元，主要为固定资产、在建工程 and 无形资产，分别占78.69%、6.24%和11.54%。

截至2008年底，公司长期股权投资2.21亿元，主要为对山东齐鲁证券、西港和柳海矿业等的股权投资。公司完成的铝工程配套碳素、建筑安装新区建设、冷轧生产线等项目陆续转入固定资产，2008年底固定资产原值188.93亿元，较上年增长27.23%，主要源于机器设备的增加，固定资产构成中以房屋及建筑物（占41.98%）、机器设备（占56.01%）为主，公司计提累计折旧和减值准备27.65亿元，固定资产整体成新率为85.37%。

2008年公司转入固定资产30.08亿元，导致在建工程较上年减少30.82%，合计12.80亿元。公司在建工程主要是二期氧化铝生产线、年产

10万吨新型合金材料生产线、年产52万吨铝合金锭熔铸生产线等铝热工程和东海开发项目。

截至2008年底，公司无形资产23.65亿元，主要为土地使用权（占99.98%）。

综合判断，公司资产构成稳定，资产流动性正常，整体质量较好。

2. 负债和所有者权益

2006-2008 年公司负债总额年均增长 13.68%，2008 年为 118.64 亿元，其中流动负债占 52.72%，非流动负债占 47.28%。公司全部债务规模呈波动趋势，2008 年底为 90.20 亿元，占总体负债的 76.03%。

2006-2008 年公司流动负债年均增长 10.36%，2008 年底为 62.55 亿元，较上年减少 8.23%，源于应付票据、应付账款、预收账款和其他应付账款的减少。

截至 2008 年底，公司短期借款 34.59 亿元，较上年增长 12.47%，主要为担保借款和信用借款。公司已支付了部分原材料物料款和设备款，2008 年应付账款同比减少 35.14%，为 6.81 亿元；公司预收账款 14.98 亿元，同比减少 16.13%，主要是预收的售楼款结转销售收入所致；其他应付款 3.82 亿元，同比减少 38.04%。

2006-2008 年公司非流动负债年均增长 17.76%，2008 年底为 56.09 亿元，较上年增长 58.46%，主要是应付债券大幅增加所致。公司非流动资产构成中长期借款占比逐年下降，应付债券占比逐年上升，2008 年底上述两项占比分别为 34.63%和 63.97%。截至 2008 年底，公司应付债券 35.88 亿元，为 2006 年发行的 10 亿元公司债券和南山铝业 2008 年发行的可转换公司债券余额 25.88 亿元。公司递延收益 7888.70 万元，全部为龙口市国税局的购买国产设备增值税退税和烟台市财政局科学技术研发经费补助。

未分配利润和少数股东权益的增长导致 2006-2008 年公司所有者权益年均增长 23.71%，2008 年底为 181.08 亿元，其中归属于母公司的

权益 138.23 亿元，以未分配利润为主（占比 78.99%），实收资本占 7.23%，盈余公积占 12.59%，公司所有者权益稳定性较差。

截至 2008 年底，公司债务总额 90.20 亿元，其中短期债务占 38.69%，长期债务占 61.31%。

2006-2008 年，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三年平均值分别为 40.48%、33.08%和 21.97%，2008 年分别为 39.58%、33.08%和 23.40%，应付债券的增加导致全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年有所上升。总体看，公司债务负担合理。

3. 盈利能力

2006-2008 年公司产品销量和营业收入持续增长，营业收入分别为 106.29 亿元、207.74 亿元和 209.86 亿元。2008 年受金融危机影响以及铝产品市场供求关系变化的影响，公司营业收入增长速度放缓。

2006-2007 年公司原材料价格波动较大，运费成本不断上升，但公司通过扩大氧化铝产能，提高铝深加工产品附加值，营业利润率稳步上升至 22.78%。2008 年由于铝产品需求萎缩，产品价格大幅下跌，公司盈利能力减弱，营业利润率降至 16.49%，但和同行业相比，公司盈利能力仍处于较高水平。

从期间费用来看，2006-2008 年公司期间费用占营业收入比重不大，分别为 7.56%、4.24%和 4.70%。2008 年公司销售和财务费用同比增长 34.49%和 18.38%，管理费用同比下降 3.10%。

2006-2008 年，公司实现利润总额分别为 13.95 亿元、38.98 亿元和 23.88 亿元；净资产收益率分别为 10.01%、23.03%和 12.19%。

总体看，公司营业收入持续增长，受宏观经济和行业波动的影响，公司盈利能力减弱，但仍处于较高水平。

4. 现金流量

经营活动方面, 2006-2008年公司经营活动产生的现金流净额呈波动态势, 年均增长17.22%, 均表现为净流入。2008年公司经营活动现金流入227.00亿元, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金, 经营活动现金流出201.88亿元, 经营活动产生的现金流量净额为25.12亿元。

2006-2008年公司现金收入比分别为97.19%、117.99%和107.73%, 收入实现质量尚可。

投资活动方面, 近年来公司为完善产业链, 不断扩大生产经营规模, 2006-2008年公司投资活动现金流出逐年增加, 分别为21.45亿元、34.40亿元和38.20亿元, 投资活动现金流出产生的现金流量净额均为负数, 2008年为-37.50亿元。

2006-2008年, 公司筹资活动前产生的现金流量净额均为负数, 2008年为-12.38亿元。近年来公司投资项目多, 外部融资需求较大。

筹资活动方面, 2006-2008年, 公司筹资活动现金流入年均增长17.71%, 主要是借款所收到的现金。2008年因为南山铝业可转债的发行使得筹资活动现金流入较上年增长64.62%, 达66.68亿元; 2008年公司筹资活动现金流出41.61亿元, 主要为偿还债务支付的现金; 筹资活动产生的现金流量净额波动较大, 2008年为25.08亿元。

总体看, 公司经营活动现金流状况正常, 投资支出规模和外部融资需求较大。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2006-2008年公司流动比率和速动比率三年平均值分别为135.24%和77.65%, 2008年流动比率和速动比率分别上升至151.49%和81.83%; 2008年经营现金流动负债比率(40.17%)较上年(49.38%)有所下降。鉴于公司盈利能力较强, 短期偿债能力正常。

从长期偿债指标看, 2006-2008年公司

EBITDA值分别为20.48亿元、43.94亿元和36.89亿元, EBITDA利息倍数分别为10.38倍、22.28倍和14.68倍; 全部债务/EBITDA倍数分别为3.57倍、1.48倍和2.44倍。虽然公司盈利水平受金融危机影响呈现波动态势, 但整体看, EBITDA对全部债务的保障能力仍较强。

截至2008年底, 公司无重大对外担保事项。截至2008年底, 公司获得各家商业银行授信额度共计131.98亿元, 剩余69.94亿元未使用, 间接和直接融资渠道较畅通。

根据公司规划, 未来几年公司投资支出仍较大, 除2008年4月发行的可转债为后续项目提供了部分资金外, 公司融资需求将有所增加。考虑到未来公司将进一步增加高附加值产品, 完善的产业链有助于控制成本和抵御产品市场波动风险, 保证较强的盈利能力, 基于上述判断, 未来公司仍有望保持较强的偿债能力。

七、本期债券偿债能力分析

本期20亿元公司债券发行额度占公司2008年底全部债务的22.17%, 对公司债务存在一定影响。

本期20亿元公司债券发行后, 如不考虑其他因素, 以2008年底的合并财务数据为基准计算, 公司的资产负债比率、全部债务资本化率将分别上升至43.36%和37.83%, 对公司负债水平影响不大。

2006-2008年公司EBITDA分别为本期债券发行额度的1.02倍、2.20倍和1.84倍, 公司对本期债券的覆盖程度较好; 截至2008年底, 公司现金类资产29.10亿元, 是本期债券发行额度的1.45倍, 公司现金类资产对本期债券的保障能力较强; 2008年, 公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为本期债券发行额度的11.35倍和1.26倍。

总体看, 公司对本期债券的保障程度较强。

八、债权保护条款分析

本期债券采用土地使用权抵押和股份质押相结合的增信方式。公司将依法用其部分资产进行抵押、质押，并设定等额提前偿还条款，以保障公司债券的本息按照约定如期兑付，如公司出现偿债困难，则变卖抵押、质押资产以清偿债务。

公司以龙口市386.96万平方米工业、商业和住宅土地使用权（评估价值为359748.73万元）进行抵押担保；以持有的南山铝业2亿股限售流通股（2010年4月30日上市流通，评估价值为12.76亿元）进行质押担保；抵质押资产评估

价值合计487348.73万元。

1. 土地抵押

公司提供的抵押土地均为国有出让土地，土地用途为工业用地、商业住宅用地和商业旅游用地。经烟台洪盛土地评估有限责任公司评估（除龙国用[2007]字第0136号证号用地评估基准日为2009年4月2日外，其余用地评估基准日均为2009年3月29日），采用的评估方法为基准地价系数修正法、剩余法、成本逼近法、收益法，抵押土地使用权总价值359748.73万元。

表 7 抵押土地资产状况

宗地编号	土地证号	宗地位置	土地用途	使用权类型	土地剩余使用年限	土地面积(m ²)	单位地价(元/m ²)	总地价(万元)
1	龙国用[2005]字第0025号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	523261	753	39401.55
2	龙国用[2005]字第0035号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	97260	753	7323.68
3	龙国用[2005]字第0039号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	88561	753	6668.64
4	龙国用[2005]字第0041号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	513551	753	38670.39
5	龙国用[2005]字第0072号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	75629	753	5694.86
6	龙国用[2005]字第0058号	东江镇南山工业园区	工业	出让	44.8年	195215	753	14699.69
7	龙国用[2004]字第0977号	徐福镇东海经济开发区	工业	出让	45.4年	348927	754	26309.10
8	龙国用[2005]字第0075号	东江镇南山工业园区南	商业旅游	出让	34.8年	639227	990	63283.47
9	龙国用[2005]字第0069号	东江镇南山工业园区南	商业旅游	出让	34.8年	646326	990	63986.27
10	龙国用[2005]字第0070号	东江镇南山工业园区南	商业	出让	44.8年	87963	1150	10115.75
11	龙国用[2005]字第0032号	东江镇南山工业园区南	商业	出让	34.8年	35171	1275	4484.30
12	龙国用[2005]字第0074号	东江镇南山工业园区南	商业	出让	34.8年	450416	1275	57428.04
13	龙国用[2009]字第0136号	徐福镇东海经济园区	商业	出让	38.4年	168085	1290	21682.98
合计						3869592		359748.73

资料来源：土地评估报告

公司抵押土地资产位于龙口市东江镇南山工业园区和徐福镇东海经济园区，紧邻烟台市，区内基础设施配套较完善。公司抵押土地用途多样化，土地分布相对分散。根据龙口市不同用途土地价值评估情况来看，上表中公司抵押土地评估价格相对较合理。

2. 股份质押

截至2008年底，公司共持有南山铝业8.22亿股限售流通股（2010年4月30日上市流通）。公司以其中2亿股进行股权质押为本期债券进行担保。根据南山铝业公布的2008年底经审计的每股净资产6.38元测算，本期债券股份质押

资产总价值约为12.76亿元。

在本期债券存续期间，该质押资产发生派送现金红利时，现金红利归公司所有；该质押资产派生红股（送股或转增股本）时，红股也一并予以质押；该质押资产发生配股或增发时，如公司以现金方式认购，则认购部分归公司所有。

联合资信认为，公司质押南山铝业股份价值评估以经审计的2008年底每股净资产为基准，一定程度上剔除了证券市场股价波动的影响，评估价值合理。

3. 抵押质押操作情况

公司已于2009年4月17日在中国证券结算登记公司上海分公司办理完毕质押登记手续；于2009年4月22日在龙口市国土资源局办理了土地使用权抵押登记。

公司在本期债券发行前为全体债券持有人聘请主承销商齐鲁证券有限公司（以下简称“齐鲁证券”）担任本期债券的债权代理人，代理债券持有人监督公司经营状况、募集资金使用情况；作为名义质权人对质押财产进行质押登记；作为抵押权代理人签署抵押合同并协助办理抵押登记；与募集资金监管人联络，监督抵押、质押资产的价值状况、占有、使用、保管及维护等状况；代理债券持有人与公司之间的谈判及诉讼或仲裁事务。当公司违约无法偿付本息时，债权代理人将通过债券持有人大会形成决议并在抵押质押资产监管人的配合下代表全体债券持有人处置抵押、质押资产以清偿到期未偿付本息。

公司在本期债券发行前为全体债券持有人聘请中国建设银行山东龙口支行作为抵押、质押资产的监管人（在本期债券中同时是募集资金使用专项账户监管人）。抵押、质押资产监管人将严格承担监管责任，动态监督、跟踪抵押质押资产的价值变动情况；对抵质押比率（抵押、质押资产总值与本期债券未偿还本金额比率）进行监管，本期债券的初始比率约为 2.44

倍；在债券存续期间，如果前 6 年抵质押率低于 2.0、后 4 年抵质押率低于 3.0，则要求公司以其持有的南山铝业股票作为质押资产进行追加，并立即将有关情况通报债权代理人；监管抵押、质押资产释放和置换，自第 6 年起，当抵质押率高于 3.6 时，公司可以对超过部分的资产进行增值释放；另外公司因经营发展的需要，可以按《公司债券抵押、质押资产监管协议》中相关程序申请置换相应的抵押、质押资产，但应保证拟置入抵押、质押资产的评估价值不低于拟置出抵押、质押资产的评估价值。

5. 偿债措施

（1）公司可在债券存续期间提高任意盈余公积金的比例和一般风险准备金的比例，在偿债出现困难时，用盈余公积金和风险准备金弥补。

（2）当公司以日常经营盈利支付本期债券本息可能出现困难时，公司应首先通过出售短期投资、票据、存货或其他流动资产、长期投资或固定资产以获得足额资金来支付债券本息。支付本期债券本息的资金尚未落实前，公司不能进行利润分配，暂缓对外投资、收购兼并等行为，不得发放董事和高级管理人员的奖金，主要责任人负连带责任的不得在事中调离所在岗位，以上行为应在约定的媒体上进行公告。

（3）当抵质押比率低于2.0或3.0时，由监管人出具动态报告，立即将有关情况向债权代理人披露，并履行职责督促公司及时追加持有的南山铝业股权进行质押，补足差额，使抵质押比率达到相应倍数。

（4）公司因经营不善、到期不能及时偿还本息，应向债券持有人公告违约事实，并由债权代理人向公司催缴本息款项。除此之外，公司须向债券持有人支付违约金，计算公式：违约金=到期未偿还本息金额×本期债券利率×延迟支付的天数/365。如公司持续60 个工作日内仍未偿还款项，由债权代理人召集债券持有

人大会，债券持有人有权要求提前偿付本息。若公司无法偿付，债权代理人 and 抵押质押资产监管人有权共同处置抵押质押资产或采用其他方式获得本息偿付、违约金和损害赔偿金，具体操作按照先处置质押资产、后处置抵押资产的顺序进行，并对两不同品种债券按比例分配。

(5) 当募集资金专项账户被司法机关采取强制措施；被司法机关采取强制措施的资产总额占发行人总资产的比例达30%以上，并在30日内未撤销强制措施时；本期债券的抵押、质押资产价值或权属发生可能对本息偿付有重大影响的重大变化，危及到本期债券的本息偿付时，债权代理人应要求公司立即采取相应补救措施履行相关协议的约定，或采取应对措施予以补救，使债券持有人的权益恢复到安全状态。如公司未能使债券持有人权益恢复到安全状态的，债权代理人应按《债券持有人会议规则》的要求，召开债券持有人会议，要求公司在一定期限内履行相关协议约定或采取相应措施保护债券持有人利益，直至根据对债券本息偿付影响程度要求发行人立即提前偿付本息。

公司违约时，债券持有人通过债权代理人行使权利过程中所付出的成本，如抵押、质押资产处置、法律诉讼等费用，从拍卖资产所得中提前支付。

6. 法律意见

根据北京市浩天律师事务所出具的法律意见，明确本期债券抵押、质押资产为公司合法拥有，公司办理抵押、质押登记手续不存在法律障碍；各方所签署的本期债券《债权代理协议》和《公司债券抵押资产监管协议》等法律文件合法有效。公司抵质押资产不存在法律障碍。

公司抵质押资产评估价值合计为487348.73万元，为本期债券额度的2.44倍。联合资信认为，公司抵质押资产对本期债券具有较好的覆盖能力。考虑到南山铝业股权价值未来存在一定的波动性，联合资信将持续跟踪用

于抵质押担保资产的价值变化及其对本期债券保障能力的影响。

综合看，公司提供的担保方案对于本期债券具备良好的增信作用；偿债措施的设置，提高了本期债券本息偿付的安全性。

九、综合评价

铝在国民经济中占据非常重要的地位。铝行业是典型的周期型行业，其行业景气度与宏观经济息息相关。近年来国内铝行业发展迅速，在全球经济减缓的背景下，未来铝的价格存在不确定性。

公司的铝加工业务快速发展，规模、品牌、成本和产业链的优势对经济效益的提升效应逐步显现。新近完工生产线的运营和高附加值产品比重的提高为后续发展持续注入动力。

公司在重点发展壮大铝加工、纺织等优势产业的同时，“南山”品牌效应也带动了其他各板块业务的发展，整体呈现健康发展态势。目前公司债务负担合理，财务弹性好，整体偿债能力较强。

未来公司的投资仍集中于铝深加工和纺织领域，投产后将进一步优化产品结构，长期发展前景较好。综合判断，公司主体信用风险较低。

公司2009年度拟发行20亿元公司债券通过土地使用权抵押担保和持有的南山铝业股份质押担保提供偿债保障，抵质押资产对本期债券具有较好的增信作用。

总体看，公司本期债券到期不能还本付息的风险很低。

附件 1 截至 2008 年底公司主要子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
龙口市南山塑钢建材总厂	18800 万元	100%	PP-C 管材、塑钢门制作、彩色复合瓦、轻钢结构等
龙口市南山木业总厂	12050 万元	100%	各种木制品、木板材、复合地板、家具、加工、销售
龙口市南山纺织总厂	38050 万元	100%	毛纺织品、棉纺织品及化纤纺织品、晴纶纱加工、销售
烟台南山服饰有限公司	5000 万元	100%	服装、领带加工销售
龙口市南山宾馆	6000 万元	100%	食宿
山东南山国际旅行社	200 万元	100%	国际、国内旅游业务
龙口南山国际高尔夫球会	2000 万元	100%	高尔夫球服务
龙口南山国际会议中心有限公司	5000 万元	100%	接待大型会议、住宿、餐饮、娱乐、电子商务等
龙口市南山旅游景区管理处	18000 万元	100%	旅游景区管理、旅游纪念品销售
龙口市南山建筑安装公司	1800 万元	100%	加工预制构件、制作铝合金门窗、玻璃幕墙、建筑、安装
龙口市南山商城	100 万元	100%	零售、餐饮、出租商业柜台
山东南山铝业股份有限公司	131879.52 万元	62.33%	石墨和碳素制品、铝及铝合金制品开发、生产、加工、销售；电力生产及供应；批准范围的自营进出口、进料加工和“三来一补”业务装饰装修及铝合金结构制品、铝门窗的安装许可证范围内天然气销售、燃气灶具销售
南山集团财务公司	50000 万元	55.00%	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、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与贴现；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。

注：2008 年 9 月，经中国银行业监督管理委员会以银监复[2008]154 号文件批准设立，由公司、公司控股子公司山东南山铝业股份有限公司、龙口市南山旅游景区管理处、龙口市南山宾馆及海尔集团财务公司共同出资组建南山集团财务有限公司，其中公司及公司控股子公司出资占南山集团财务有限公司注册资本的 92%，2008 年公司将其纳入合并范围。

附件 2-1 资产负债表（资产）（2006 年～2008 年）

（单位：万元）

	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	213524.03	124720.05	251735.62	8.58
交易性金融资产				
短期投资				
应收票据	8422.20	22085.61	9059.65	3.72
应收账款	32312.44	47676.69	39234.97	10.19
预付款项	140143.71	157829.28	162293.61	7.61
应收利息				
应收股利				
其他应收款	50373.07	88617.49	49182.53	-1.19
存货	160137.70	375447.33	435658.05	64.94
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	9.71	147.46	314.69	469.19
流动资产合计	604922.87	816523.90	947479.11	25.15
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	17211.34	22391.34	22069.25	13.24
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	886912.22	1280576.02	1612826.69	34.85
生产性生物资产				
在建工程	276952.37	199399.25	127966.33	-32.03
工程物资			3466.04	60.21
油气资产				
无形资产	264869.58	235912.91	236528.07	-5.50
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	16982.99	10002.29	9851.59	-23.84
递延所得税资产	1223.57	3828.45	6238.82	125.81
其他非流动资产	30737.02	30737.02	30737.02	0.00
非流动资产合计	1496239.48	1782859.96	2049683.81	17.04
资产总计	2101162.35	2599383.86	2997162.92	19.43

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）
（2006年～2008年）
 （单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	234370.00	307590.00	345943.98	21.49
交易性金融负债				
应付票据	92740.00	15300.00	3000.00	-82.01
应付账款	86764.27	104954.99	68078.38	-11.42
预收款项	21068.11	178617.39	149803.98	166.65
应付职工薪酬	16426.03	13000.33	15766.88	-2.03
应交税费	2187.02	-468.05	404.46	-57.00
应付利息			4136.42	--
应付股利				
其他应付款	59972.54	61577.08	38153.71	-20.24
一年内到期的非流动负债		1002.64		--
其他流动负债		0.77	171.51	--
流动负债合计	513527.97	681575.15	625459.31	10.36
非流动负债：				
长期借款	304500.00	226366.00	194216.00	-20.14
应付债券	100000.00	100000.00	358798.79	89.42
长期应付款		23281.04		--
递延收益			7888.70	--
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债		4333.81	--	--
非流动负债合计	404500.00	353980.86	560903.48	17.76
负债合计	918027.97	1035556.01	1186362.79	13.68
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	100000.00	100000.00	100000.00	0.00
资本公积	32633.18	8401.43	17684.75	-26.38
减：库存股				
盈余公积	127085.05	156736.48	174018.39	17.02
未分配利润	669535.38	936398.30	1091935.51	27.71
外币报表折算差额			-1315.27	--
归属于母公司所有者权益合计	929253.60	1201536.21	1382323.38	21.97
少数股东权益	253880.78	362291.64	428476.75	29.91
所有者权益（或股东权益）合计	1183134.38	1563827.85	1810800.13	23.71
负债和所有者权益（或股东权益）总计	2101162.35	2599383.86	2997162.92	19.43

附件 3 利润及利润分配表（2006 年～2008 年）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、营业收入	1062865.64	2077419.10	2098557.24	40.51
减：营业成本	845503.26	1598798.91	1738282.55	43.38
营业税金及附加	3577.47	5423.93	14203.95	99.26
销售费用	18569.99	26428.02	35543.02	38.35
管理费用	29883.06	35562.54	34461.71	7.39
财务费用	25395.71	20013.07	23692.05	-3.41
资产减值损失	468.94	1427.70	13534.32	437.23
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）				
投资收益（损失以“－”号填列）			-33.72	--
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			-33.72	--
汇兑收益（损益以“－”号添列）				
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	139467.21	389764.93	238805.91	30.85
加：营业外收入	15006.39	1618.77	3803.72	-49.65
减：营业外支出	13356.29	2525.96	2254.56	-58.91
其中：非流动资产处置损失			1583.20	--
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	141117.31	388857.74	240355.07	30.51
减：所得税费用	22701.36	28679.26	19666.53	-6.92
加：未确认的投资损失				
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	118415.95	360178.48	220688.54	36.52
少数股东损益	11179.74	63664.13	47869.42	106.93
五、归属于母公司所有者的净利润	107236.20	296514.35	172819.12	26.95

附件 4-1 现金流量表（2006 年～2008 年）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	1033025.76	2451248.78	2260690.13	47.93
收到的税费返还		13318.03	3841.82	--
收到其他与经营活动有关的现金	56975.32	2991.16	5494.25	-68.95
经营活动现金流入小计	1090001.08	2467557.97	2270026.20	44.31
购买商品、接受劳务支付的现金	778865.97	1931036.33	1813101.52	52.57
支付给职工以及为职工支付的现金	34589.65	57760.64	68456.17	40.68
支付的各项税费	37674.77	57870.00	79826.07	45.56
支付其他与经营活动有关的现金	56007.62	84334.84	57400.34	1.24
经营活动现金流出小计	907138.02	2131001.81	2018784.09	49.18
经营活动产生的现金流量净额	182863.06	336556.16	251242.11	17.22
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	67.12			--
取得投资收益收到的现金				--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2114.43	379.04	6965.68	81.50
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	2181.56	379.04	6965.68	78.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	213885.26	338772.25	379418.92	33.19
投资支付的现金	600.00	5180.00	2549.32	106.13
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	214485.26	343952.25	381968.24	33.45
投资活动产生的现金流量净额	-212303.71	-343573.22	-375002.56	32.90
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	641.41	--	291005.60	--
取得借款收到的现金	480670.00	405090.00	375844.00	-11.57
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	481311.41	405090.00	666849.60	17.71
偿还债务支付的现金	347660.00	424204.00	369640.00	3.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	37859.00	36654.34	46433.57	10.75
支付其他与筹资活动有关的现金	1350.00	26018.59	--	--
筹资活动现金流出小计	386869.00	486876.93	416073.57	3.71
筹资活动产生的现金流量净额	94442.41	-81786.93	250776.03	62.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	65001.76	-88803.98	127015.58	39.79
加：期初现金及现金等价物余额	147880.86	213524.03	124720.05	-8.16
六、期末现金及现金等价物余额	212882.62	124720.05	251735.62	8.74

附件4-2 现金流量表补充资料（2006年～2008年）

（单位：万元）

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	118415.95	360178.48	220688.54	36.52
加：少数股东损益				
减：未确认的投资损失				
加：计提的资产减值准备	468.94	1427.70	13733.04	441.16
固定资产折旧	42780.82	21603.23	88244.15	43.62
无形资产摊销		6026.91	5504.54	--
长期待摊费用摊销	1140.87	3207.86	9684.54	191.35
待摊费用减少(减：增加)				
预提费用增加(减：减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减：收益)	13356.29	2389.25	1624.23	-65.13
固定资产报废损失				
公允价值变动损失（减：收益）				
财务费用	26331.95	20203.84	25126.82	-2.32
投资损失(减：收益)			33.72	--
递延所得税资产减少（减：增加）	-679.12	-2593.34	-2410.37	88.40
递延所得税负债增加（减：减少）				
存货的减少(减：增加)	-50518.87	-215309.63	-60210.72	9.17
经营性应收项目的减少(减：增加)	40972.47	56258.09	46827.20	6.91
经营性应付项目的增加(减：减少)	-9406.25	83163.79	-97603.60	222.13
其他				
经营活动产生的现金流量净额	182863.06	336556.16	251242.11	17.22

附件 5 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	21.66	37.60	15.47	23.35
存货周转次数(次)	6.27	5.97	9.26	7.67
总资产周转次数(次)	0.55	0.88	0.75	0.75
盈利能力				
营业利润率(%)	20.11	22.78	16.49	19.10
总资本收益率(%)	6.58	17.04	9.06	10.96
净资产收益率(%)	10.01	23.03	12.19	15.00
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	25.48	17.27	23.40	21.97
全部债务资本化比率(%)	38.21	29.37	33.25	33.08
资产负债率(%)	43.69	39.84	39.58	40.48
偿债能力				
流动比率(%)	117.80	119.80	151.49	135.24
速动比率(%)	86.61	64.71	81.83	77.65
EBITDA 利息倍数(倍)	10.38	22.28	14.68	16.10
全部债务/EBITDA(倍)	3.57	1.48	2.44	2.38
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.04	-0.01	-0.14	-0.08
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.12	-0.36	-4.93	-2.79
现金偿债倍数(倍)	1.11	0.73	1.45	1.17
现金流				
现金收入比(%)	97.19	117.99	107.73	108.70
利润现金比率(%)	154.42	93.44	113.84	115.84
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-29440.65	-7017.06	-123760.45	-69873.47

注：上表中2006年数据为追溯调整的2007年年初数。

附件 6 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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出+少数股东损益) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
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×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 中长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，中长期债券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

企业主体信用等级设置及定义同中长期债券信用等级设置及其含义。

联合资信评估有限公司关于 南山集团有限公司 2009 年度 20 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南山集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含交易结构中涉及的其他有关各方的相关资料，以及抵质押资产价值评估资料）。南山集团有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，南山集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南山集团有限公司和交易结构中其他有关各方经营管理状况及相关信息，以及抵质押资产变化情况，如发现南山集团有限公司、交易结构中其他有关各方、抵质押资产出现重大变化，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，联合资信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，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公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。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送南山集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零九年六月三十日