跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1196 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“09南山债02/09南山2”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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

南山集团有限公司企业债券跟踪评级报告

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
09 南山债 02/09 南山 2	10 亿元	2009/10/20~2019/10/20	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	60.72	45.66	76.49	95.37
资产总额(亿元)	841.32	905.48	1004.27	1043.39
所有者权益(亿元)	422.88	464.76	543.91	550.61
长期债务(亿元)	210.25	222.42	208.20	223.84
全部债务(亿元)	276.57	327.24	352.21	380.11
营业收入(亿元)	306.19	303.10	297.67	65.39
利润总额 (亿元)	47.41	43.87	33.52	7.76
EBITDA(亿元)	76.05	77.02	68.87	--
经营性净现金流(亿元)	42.63	41.49	36.94	-5.22
营业利润率(%)	25.40	25.73	23.21	22.80
净资产收益率(%)	9.70	8.20	5.27	--
资产负债率(%)	49.74	48.67	45.84	47.23
全部债务资本化比率(%)	39.54	41.32	35.64	40.84
流动比率(%)	162.51	140.75	133.05	140.70
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.25	5.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.92	7.66	4.26	--
经营现金流动负债比(%)	20.65	19.19	14.81	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务；3. 公司于 2013 年发行的 10 亿元短期融资券、2014 年发行的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年发行的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、两期 10 亿元超短期融资券和 10 亿元中期票据、2016 年发行的 10 亿元短期融资券、10 亿元超短期融资券均已计入全部债务；4. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

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。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、地理位置和技术水平等方面具备的竞争优势。跟踪期内，公司保持稳定的经营态势，资产和权益规模稳步增长；同时，联合资信也关注到铝价持续低迷、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、在建项目存在不确定性、所有者权益稳定性偏弱以及有息债务快速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，联合资信对公司评级展望为稳定。

“09南山债02/09南山2”由公司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，有助于更好地保障“09南山债02/09南山2”的偿债安全性。

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“09南山债02/09南山2”AA^+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

分析师

张 钰 姜雨彤

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

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。

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 EBITDA 和经营活动现金流入量对“09 南山债 02/09 南山 2”的保障能力强。
5. “09 南山债 02/09 南山 2”由公司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，有助于更好地保障本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，受铝产品下游需求减弱和铝价持续低迷影响，公司有色金属、建材板块的收入和盈利能力持续下滑。
2. 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；跟踪期内，铝土矿供应价格存在波动。
3. 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。
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 12 个月内有效；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“09南山债02/09南山2”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3月底，公司合并资产总额1043.39亿元，所有者权益550.61亿元（含少数股东权益191.34亿元）；2016年1～3月实现营业收入65.39亿元，实现利润总额7.76亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下

降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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

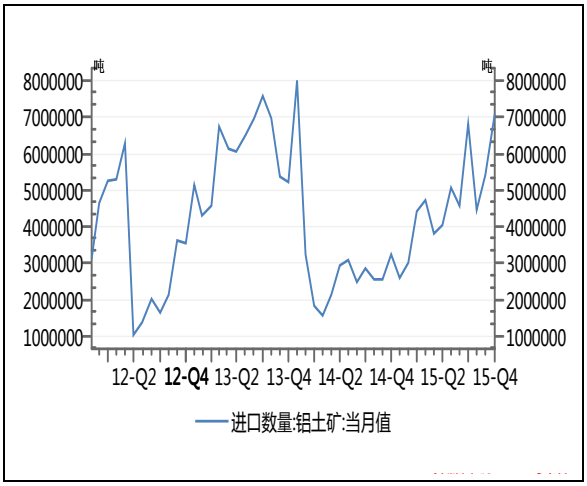
巨头，合计储量占全球的57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的3%左右，但产量却占全球总产量的17%左右，静态储采比仅有21年，资源储量与开采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。

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，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，今年以来成为我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，今年前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）

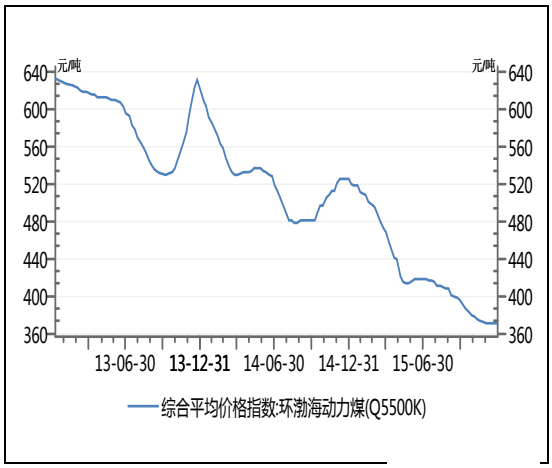


数据来源：Wind资讯

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。截至2014年12月31日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为525元/吨，较2012年12月26日的634元/吨下降约17.19%。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。2015年以来煤炭价格较2014年继续下跌，截至2016年5月4日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为389元/吨。

图 2　综合平均价格指数：环渤海动力煤（Q5500K）



数据来源：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3月底，中国电解铝累计产量262万吨，累计同比增长2.22%。

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

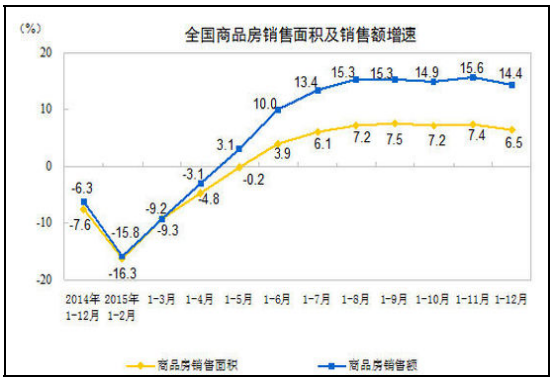
需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑是铝材最主要的消费领域，消费量约占39%左右，其次为运输交通、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占17%、16%和14%左右。

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。

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。

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

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1-3月，中国汽车产量为668.60万辆，同比增长1.56%。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5月6日，LME铝现货结算价为1599.00美元/吨。

图4　现货结算价：LME 铝



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，国土资源部近日公布《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、铝等我国紧缺战略性矿产为重点，合作开展我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2015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。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。

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。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。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，其中以铝加工产业最为明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理方面无重大变化。

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。跟踪期内，公司整体经营较为稳定，2015年，公司实现营业收入297.67亿元，同比小幅下降1.79%；2016年1~3月，公司实现营业收入65.39亿元，较2015年同期下降7.78%，占2015年全年的21.97%。

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，2015年该板块贡献收入151.17亿元，占营业收入的50.79%；电汽业务、纺织服饰业务、建筑房产业务和其他板块业务（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）则继续为公司重要的收入补充，2015年占比分别为15.04%、9.27%、10.29%和11.48%。

毛利率方面，跟踪期内受铝产品下游需求波动和铝价持续低迷影响，公司有色金属、建材毛利率持续下滑，2015年为13.69%，较上年下降2.61个百分点；公司房地产板块毛利率持续下滑，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；受以上因素综合影响，公司2015年毛利率为24.57%，同比减少2.21个百分点。2016年一季度，公司综合毛利率为23.68%，较2015年同期增加1.13个百分点，主要是建筑房地产业务、纺织服饰业务和其他业务的毛利率较2015年同

比均有所提升，有色金属、建材业务毛利率同比小幅下降1.17个百分点。

表2 2013～2016年一季度公司营业收入、毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015年			2016年1-3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	31.48	48.15	14.01
纺织、服饰	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	27.59	9.27	20.96	6.84	10.46	20.84
电、汽	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	44.77	15.04	46.25	8.46	12.93	31.32
建筑、房地产	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	30.62	10.29	31.14	5.92	9.06	32.03
贸易	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	9.36	3.13	8.96	2.07	3.15	9.16
其他	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	34.16	11.48	45.57	10.62	16.25	46.28
合计	**306.19**	**100.00**	**26.42**	**303.10**	**100.00**	**26.78**	**297.67**	**100.00**	**24.57**	**65.39**	**100.00**	**23.68**

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-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。截至2016年3月底，公司具备44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧铝的深加工能力。

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1~3月，上述产品产量分别为5.42万吨、14.71万吨、11.18万吨、0.79万吨和28.62万吨，分别为2015年产量的20.14%、25.85%、24.91%、24.61%和28.32%。近年来，公司着力调整产品结构，降低低附加值的扁锭、铝箔以及铝箔坯料的销售，加强合金锭、型材、铝箔罐料（罐体、罐盖料）等深加工产品的销售，带动了作为产业链上游的冷轧卷和热轧卷的产量提升。未来，随着在建的高附加值材料项目逐步完工、投产，相应订单的比重将有所提升，公司产品结构有望进一步优化。

原材料方面，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3 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 1-3 月
采购量	495	486	387	79.09
不含税均价	392	398	371	347.15

资料来源：公司提供

销售方面，公司产品每年有70%~90%销往国内，10%~30%销往国外。公司产品在国内主要销往华东、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；出口主要销往欧美和东南亚，采用直销和经销并行方式，分别占比40%和60%。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年铝制品出口占比21%，较2014年上升7.49个百分点；2016年1~3月，公司铝制品出口占比较2015年提高6.51个百分点至27.51%。价格方面，铝价存在较强的周期性，历经2011年的价格上涨后，受欧债危机、国内经济增长放缓影响，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。跟踪期内，公司产业链上游的热轧板和冷轧板产品售价有小幅下降，2015年均价分别为1.49万元/吨和1.79万元/吨，同比分别下降0.07万元/吨和0.08万元/吨；铝型材和铝箔的价格呈下降态势，2015年均价分别为2.00万元/吨和2.44万元/吨。2016年1～3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年底降幅分别为7.84%、10.86%、4.60%和5.23%；其中冷轧板降幅较大。

表4 公司主要产品售价情况 （单位：万元/吨）

产品名称	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
铝型材	2.16	2.02	2.00	1.91
热轧板	1.80	1.56	1.49	1.37
冷轧板	2.21	1.87	1.79	1.59
铝箔	2.83	2.60	2.44	2.31

资料来源：公司提供

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年一季度，公司前五大客户销售额分别占比18.88%和18.54%，集中度一般。公司国内销售的结算方式主要以现汇为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。

表5 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 1-3 月			
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	17539.68	6.25
太平洋制罐有限公司	冷轧卷	9040.68	3.22
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	8871.24	3.16
上海宝钢包装股份有限公司	冷轧卷	8427.92	3.01
龙口现代星宇汽车配件有限公司	铝锭	8136.45	2.90
合计	--	**52015.97**	**18.54**

资料来源：公司提供

跟踪期内，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，公司铝业收入小幅下滑，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拥有完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，能一定程度缓冲宏观环境对公司的不利影响。然而，考虑到短期内公司铝业上下游产品价格波动趋势仍在持续，公司竞争优势或在短期内或有所削弱。

纺织业务

截至2016年3月底，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，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%。

原材料采购方面，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。羊毛采购价格方面，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 年以来，羊毛价格下降幅度趋缓；2015 年，公司羊毛采购价格为 8.33 万元/吨（不含税均价），较 2014 年的 8.34 万元/吨基本保持稳定；2016 年 1~3 月，采购价格进一步降至 7.98 万元/吨。

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。2015 年，公司精纺呢绒销量 2586 万米，销售服装 205 万套，分别较 2014 年下降 6.51%和 8.48%，产销率分别为 98.63%和 99.03%，同比均小幅下降但整体产销水平仍很高。2016 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 98.90%和 98.11%。

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，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。2015年，公司电、汽业务实现营业收入44.77亿元，毛利率46.25%。2016年1~3月，公司电、汽业务实现营业收入8.46亿元，占2015年全年电、汽收入的18.90%；毛利率31.32%，较2015年全年下降14.93个百分点，主要是因为山东省物价局下调上网电价压缩了公司的盈利空间。

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，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 6　公司建筑及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 1-3 月
开工面积	71.35	51.71	15.14	21.02
竣工面积	80.80	20.12	1.76	0.28
签约销售面积	61.05	46.98	43.8	11.55
确认销售收入	25.32	20.69	18.75	4.98

资料来源：公司提供

随着国家政策调控，公司逐渐压缩了房地产业务规模，2015年，公司建筑、房地产板块营业收入30.62亿元，同比下降3.56%。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，2015年为31.14%。2016年1~3月，公司建筑、房地产板块毛利率较2015年全年略有回升，提升0.89个百分点至32.03%。

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9.76亿元、5.18亿元和4.50亿元，收入规模逐步缩减。

表7 截至2016年3月底公司在建房地产项目情况 （单位：万元、万平方米）

项目名称	计划投资	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	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	31702	88%	3210	5180	自筹
海泰居	105302	31.09	72363	68%	19500	14871	自筹
合计	**551302**	**155.04**	**511487**	**--**	**26146**	**3210**	**--**

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26146万元和3210万元。截至2016年3月底，公司无土地储备，未来公司在地产业务上投入预计减少。

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。跟踪期内，受宏观经济增速放缓、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。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，公司其他业务板块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大幅下降至45.57%，2016年1~3月，该板块毛利率较2015年全年小幅提升至46.28%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和盈利能力同比有所下降，主要是铝产品价格波动所致；考虑到公司铝加工业务拥有完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，能一定程度提高公司的抗风险能力。跟踪期内，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。跟踪期内，公司其他业务板块（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和原铝产能过剩的格局不会明显改变，铝制品和房地产业务的盈利水平存在一定不确定性。

2. 主要在建项目

截至2016年3月底，公司主要在建项目为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，项目均处于建设期。

龙口湾临港高端制造业聚集区项目

龙口湾临港高端制造业聚集区项目（以下简称“人工岛项目”）作为山东省唯一获准实施的区域建设用海规划项目，是山东省规模化集中集约用海的首个蓝色经济突破区，同时也是中国目前获准建设的最大海上人工岛项目。该项目规划面积44.29平方公里，其中填海面积35.23平方公里，规划建设6个离岸式人工岛和1

个突堤式人工岛。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3月底，项目已投资87.62亿元，预计2016年尚需投资25.38亿元。项目建成后，公司拟以部分所填土地作价出资与新加坡裕廊国际合作成立园区管理公司，向园区内公司提供水电管网等配套服务，获取稳定收入；其余部分土地向园区公司出让直接收回填海投入，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我国航空航天等铝合金板带材的进口压力。该项目计划总投资61.89亿元，其中自筹资金2.65亿元，其余近60亿资金已通过资本市场发行可转换债券筹集解决，目前资金已到位。截至2016年3月底，该项目已累计投入63.93亿元，占投资规划的95.40%，投资已接近尾声；项目建成投产后预计可为公司带来50.20亿元的年销售收入及8.69亿元净利润。

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月至2016年11月，截至2016年3月底已投入17.61亿元，预计2016年尚需投资2.40亿元。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。

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3月底累计投入4.41亿元，尚处于建设初期，预计2016年尚需投入3.32亿元。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 8　截至 2016 年 3 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 3 月底累计投入	投资规划 2016 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	87.62	25.38
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	69.93	-
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	17.61	2.4
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	4.41	3.32
合计	**197.72**	**55.83**	**141.89**	**173.57**	**31.1**

资料来源：公司提供

截至2016年3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3月底累计投入173.57亿元，占总投资的87.79%。根据公司提供数据（见表14）进行测算，2016年剩余投资31.10亿元，相比2013~2015年，未来两年的投资规模有所削减，但短期内仍存在一定投资支出压力。

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；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87%，未来资本支出规模将有所缩减，但仍存在支出压力。

3. 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；形成以电力、铝业、精纺服装、金融、航空、旅游休闲、教育为基础多元化产业格局，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；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，同时计划在香港H股上市，通过上市募集资金进行品牌服装的运营和发展。

八、募集资金使用情况

公司于2009年发行“09南山债01/09南山1”（已兑付）和“09南山债02/09南山2”合计20亿元，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。

截至目前，上述债券资金全部按募集资金规划使用。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015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；2016年一季度财务报表未经审计。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%）。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3月底，公司合并资产总额1043.39亿元，所有者权益550.61亿元（含少数股东权益191.34亿元）；2016年1-3月实现营业收入65.39亿元，实现利润总额7.76亿元。

2．盈利能力

2015年，公司实现营业收入297.67亿元，利润总额33.52亿元，分别较上年下降1.79%和23.59%。

2015年，公司营业利润率为23.21%，较2014年小幅下降2.52个百分点；同期，公司净资产收益率和总资本收益率分别为5.27%和4.66%，较2014年均呈下降态势，主要是资产和权益规模快速增长，以及净利润同比下降所致。

2016年1~3月，公司实现营业收入65.39亿元，较2015年同期下降7.78%，占2015年全年的21.97%；同期，公司实现利润总额7.76亿元，营业利润率为22.80%。

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呈下降趋势。但考虑到公司完整的铝加工产业链以及多样化的产品结构，公司仍保持较强的市场地位和盈利能力。

3. 现金流及保障

2015年，公司经营活动现金流入为312.60亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为306.05亿元，同比分别下降3.47%和3.97%；同期，公司经营活动现金流出为275.66亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金214.34亿元，同比分别下降2.37%和增长1.98%；支付其他与经营活动有关的现金为24.47亿元，主要为往来款、期间费用等现金支出；经营活动现金净流量36.94亿元，同比下降10.97%；2015年，公司现金收入比为102.81%，较2014年下降2.33个百分点。整体看，跟踪期内，公司收入实现质量有所下滑，整体收入实现质量一般。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流入为19.57亿元，同比下降50.13%，其中收到其他与投资活动有关的现金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；投资活动现金流出为75.48亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为26.04亿元，支付其他与投资活动有关的现金为13.14亿元。2015年，公司投资活动现金净流出55.91亿元，同比下降29.40%。

2015年，公司筹资活动前现金流量净额为-18.97亿元，现阶段经营性现金无法完全覆盖投资支出，公司有一定的对外融资需求。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。2015年公司筹资活动净现金流入45.28亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为72.55亿元和-5.22亿元；投资活动产生的现金流量净额为-10.81亿元，筹资活动产生的现金流量净额为33.27亿元。

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。公司投资需求仍保持在较大规模，存在一定资本支出压力。

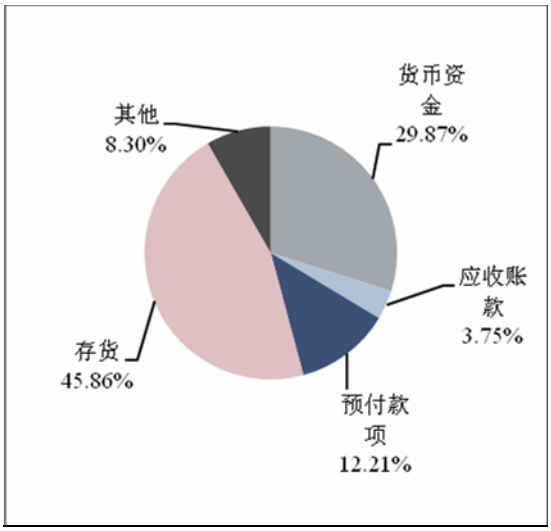
4. 资本及债务结构

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，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41.87%）、机器设备（占73.29%）和运输等其他设备（占9.30%）。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%，增长仍然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、屺坶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3月底，公司资产总额1043.39亿元，较2015年底增长3.90%，主要源于货币资金和应收账款的增长；同期，公司应收账款16.77亿元，较2015年底增长34.75%，主要原因是公司对部分信誉较好的企业增加信用额度。从资产构成来看，公司流动资产和非流动资产分别占比34.72%和65.28%，公司资产结构变化不大。

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。

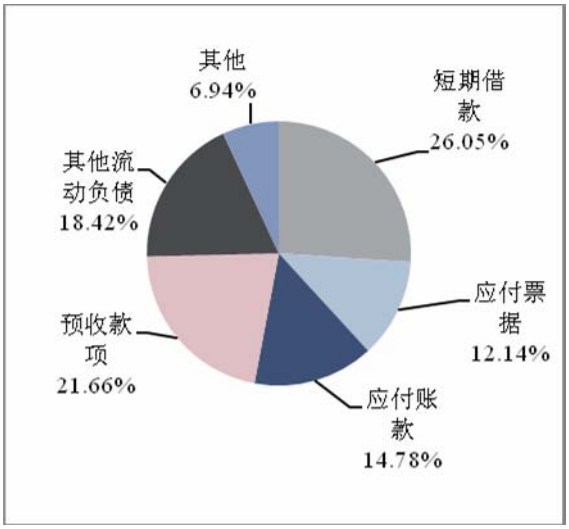
截至2016年3月底，公司所有者权益合计550.61亿元，较2015年底增长1.23%，其中少数股东权益合计191.34亿元，较2015年底增长0.66%，所有者权益构成较2015年底变动较小。

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。

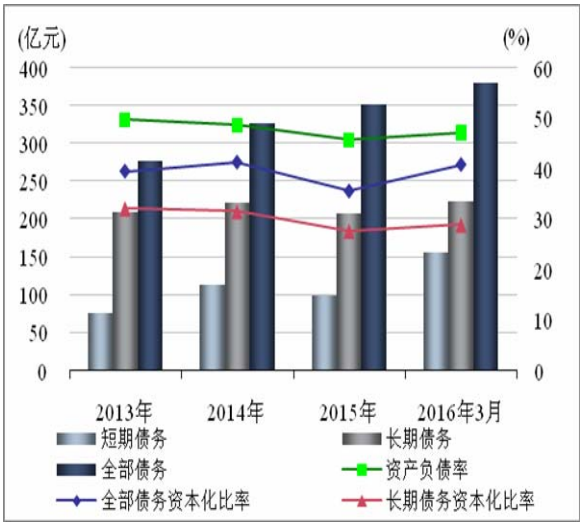
截至2015年底，公司其他流动负债45.94亿元，同比增长78.00%，主要原因为将发行的短融、超短融以及非公开定向债务融资工具计入该科目所致（“15南山集CP001”、“15南山集CP002”、“15南山集SCP001”、“15南山集SCP002”和“15南山集团PPN001”合计45亿元）。

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　公司债务结构



资料来源：公司审计报告整理

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%、35.64%、27.68%。

截至2016年3月底，公司负债合计492.78亿元，较2015年底增长7.04%，流动负债和非流动负债分别占比52.25%和47.75%。其中，应付票据27.86亿元，较2015年底下降7.93%，主要原因为承兑汇票到期托收；其他流动负债为65.86亿元，较2015年底增长43.36%，主要原因为公司分别为2016年1月份发行10亿元超短期融资券，2016年3月发行10亿元短期融资券；应付债券131.92亿元，较2015年底增长23.39%，主要由于2016年3月公司发行25亿元企业债。

2016年3月底，公司全部债务合计380.11亿元，较2015年底增长7.92%；其中短期债务156.27亿元，占比41.11%，长期债务223.84亿元，占比58.89%。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47.23%、40.84%和28.90%。

截至目前，公司将于2016年集中偿还的债券余额共计63亿元，详情如下表：

表9　公司将于2016年集中偿还的债券明细

债券名称	发行额度（亿元）	到期日
15南山集CP001	10	2016/07/27
15南山集CP002	10	2016/12/02
16南山集SCP001	10	2016/10/10

资料来源：中国货币网

整体看，公司现阶段自身经营活动无法满足投资需求，公司主要依靠银行借款及发行债券等外部融资渠道解决资金需求，带动公司有息债务规模大幅增长，但公司整体债务负担适宜。

5. 偿债能力

截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为133.05%和72.03%，同比分别下降7.70个和1.84个百分点；2016年3月底，上述两指标分别为140.70%和80.56%。2015年，公司经营现金流动负债比为14.81%，较2014年的19.19%有所下降；总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2015年公司EBITDA为68.87亿元，同比下降10.58%；EBITDA利息倍数为4.26倍，较2014年小幅下降；全部债务/EBITDA为5.11倍，较2014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2016年3月底，公司无对外担保事项。

截至2016年3月底，公司及其子公司银行授信总额为782.31亿元，已使用288.22亿元，未使用494.10亿元，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

目前公司待偿还的企业债券为“09南山债02/09南山2”，发行额度为10亿元。2015年，公司EBITDA为45.68亿元，为“09南山债02/09南山2”的4.57倍；同期公司经营活动现金流入量

为公司待偿还企业债券的66.38倍；经营活动现金流量净额为“09南山债02/09南山2”的2.77倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对“09南山债02/09南山2”保障能力强。

7. 债券担保情况

公司于2009年10月12日公开发行20亿元公司债券，其中6年期10亿元公司债券“09南山债01/09南山1”，存续期为2009年10月20日至2015年10月20日（已兑付）；10年期10亿元公司债券“09南山债02/09南山2”存续期至2019年20月19日。募集资金中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。

存续期的“09南山债02/09南山2”由公司以持有的南山铝业2亿股限售流通股进行质押担保；以龙口市13宗工业、商业和住宅土地(合计386.96万平方米)（其中4宗土地已于2012年由9139万南山铝业流通股完成抵质押物的置换工作）使用权进行抵押担保。

根据抵押、质押资产监管协议，此公司债券抵押、质押资产的监管人中国建设银行山东龙口支行承担监管责任，应动态监督、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，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。

公司持有的南山铝业股份有限公司2亿股限售流通股已于2010年4月解禁，南山铝业2014年经审计的每股净资产为9.23元。按照跟踪期内南山铝业（600219）最低交易价格为5.50元/股（2016年2月2日交易价）估算，公司用于质押的29139万股流通股市值为160264.50万元。

公司用于“09南山债02/09南山2”抵押的龙口市共5宗土地合计216.16万平方米，由烟台洪盛土地评估有限责任公司于2016年6月22出具了烟洪盛资（2016）字第104号~106号土地估价报告重新评估，评估基准日为2015年6月21日，评估价值合计203267.75，较上次评估价值减少87120.56万元。

按土地最新评估价值及跟踪期内南山铝业最低交易价5.50元/股估算，上述资产价值合计363532.25万元，是“09南山债02/09南山2”发行总额的3.64倍。

整体看，跟踪期内公司用于抵质押资产对“09南山债02/09南山2”具备良好的保障能力。

8. 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2016年6月22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。

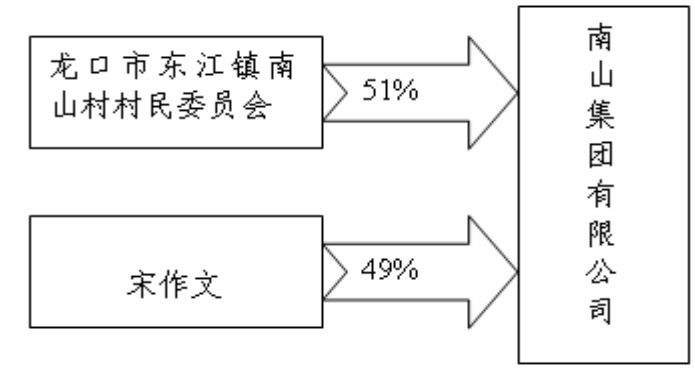
9. 抗风险能力

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。

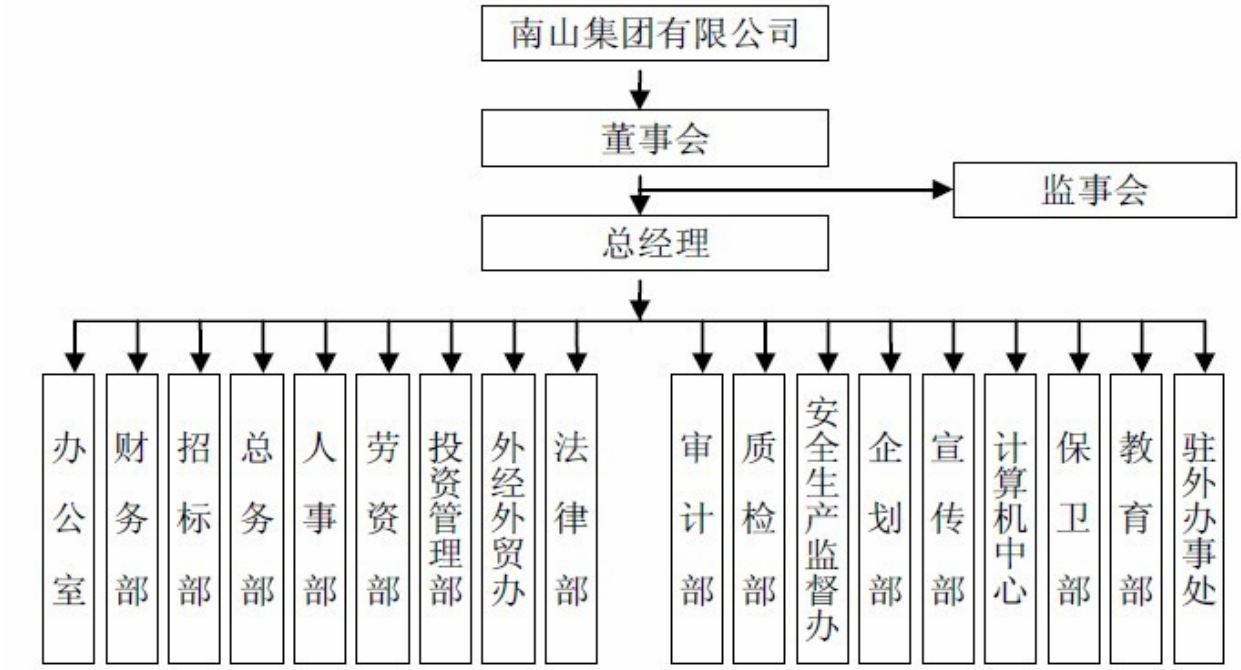
十、结论

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，同时维持“09南山债02/09南山2”AA^+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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	60.72	45.66	76.49	95.37
资产总额(亿元)	841.32	905.48	1004.27	1043.39
所有者权益(亿元)	422.88	464.76	543.91	550.61
短期债务(亿元)	76.49	112.82	144.01	156.27
长期债务(亿元)	210.25	222.42	208.20	223.84
全部债务(亿元)	276.57	327.24	352.21	380.11
营业收入(亿元)	306.19	303.10	297.67	65.39
利润总额(亿元)	47.41	43.87	33.52	7.76
EBITDA(亿元)	76.05	77.02	68.87	--
经营性净现金流(亿元)	42.63	41.49	36.94	-5.22
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	108.86
营业利润率(%)	25.40	25.73	23.21	22.80
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	28.90
全部债务资本化比率(%)	39.54	41.32	35.64	40.84
资产负债率(%)	49.74	48.67	45.84	47.23
流动比率(%)	162.51	140.75	133.05	140.70
速动比率(%)	92.61	73.87	72.03	80.56
经营现金流动负债比(%)	20.65	19.19	14.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.92	7.66	4.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	4.25	5.11	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务；3. 公司于 2013 年发行的 10 亿元短期融资券、2014 年发行的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年发行的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、两期 10 亿元超短期融资券和 10 亿元中期票据、2016 年发行的 10 亿元短期融资券、10 亿元超短期融资券均已计入全部债务；4. 现金类资产中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（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　中长期债券信用等级的定义

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，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

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

主体长期信用等级的定义和设置同中长期债券。