

信用等级公告

联合〔2019〕974号

联合资信评估有限公司通过对南山集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第二期中期票据进行综合分析和评估,确定南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA,南山集团有限公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月十四日



南山集团有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行金额: 5 亿元
本期中期票据期限: 2+1 年(附第 2 年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权)
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 偿还即将到期的债务融资工具

评级时间: 2019 年 5 月 14 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	144.59	119.25	133.09	151.46
资产总额(亿元)	1160.24	1246.06	1329.30	1357.64
所有者权益合计(亿元)	570.35	597.38	638.80	645.00
短期债务(亿元)	153.29	194.82	258.91	241.67
长期债务(亿元)	274.87	289.49	270.19	266.40
全部债务(亿元)	428.16	484.31	529.10	508.07
营业收入(亿元)	284.84	374.12	431.72	96.99
利润总额(亿元)	35.49	43.63	38.09	6.94
EBITDA(亿元)	80.59	89.44	90.05	--
经营性净现金流(亿元)	34.25	5.03	38.93	4.38
营业利润率(%)	25.26	22.32	16.85	14.69
净资产收益率(%)	5.13	5.18	4.63	--
资产负债率(%)	50.84	52.06	51.94	52.49
全部债务资本化比率(%)	42.88	44.77	45.30	46.19
流动比率(%)	133.31	129.58	129.99	128.38
经营现金流动负债比(%)	11.07	1.45	9.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.31	5.41	5.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.93	4.34	3.38	--

注: 1. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债已计入全部债务

分析师

唐 岩 孙 鑫

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

评级观点

南山集团有限公司(以下简称“公司”或“南山集团”)是一家以铝深加工为主, 纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在行业地位、产业链完整度、研发实力、技术水平等方面具备的竞争优势及公司近年来主营业务稳定发展, 营业收入稳步提升。同时, 联合资信也关注到近年来有色金属行业市场景气度有所波动, 大宗原材料价格持续上涨对公司盈利空间造成挤压, 人工岛项目投资规模较大, 全部债务持续增长, 集中兑付压力较大, 自备电厂补缴政府性基金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, 同时公司加大铝板块研发投入、产业升级基本完成, 附加值高的铝产品(航空材料、汽车材料等)下游市场开拓初具成效, 整体抗风险能力极强; 公司旅游、教育、金融等板块收入增长较快, 盈利能力较强, 对整体业务形成有益补充。未来, 公司有望继续凭借规模优势保持稳定经营态势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业, 公司在行业地位、研发实力、技术水平、生产效率等方面具备明显优势。
2. 公司铝加工板块拥有短距离内“热电-氧化

铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链；随着公司加大铝板块研发投入，产业升级基本完成，铝产品结构得到调整优化，整体抗风险能力极强。

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. 公司旅游、教育、金融等板块收入增长较快，盈利能力强，对整体业务形成有益补充。
5. 公司 EBITDA 及经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度很高。

关注

1. 近年来，有色金属行业市场景气度有所波动，大宗原材料价格持续上涨对公司盈利空间造成挤压。
2. 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。
3. 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。
4. 近年来，公司全部债务增长较快，短期债务占比持续上升，债务负担有所加重。公司存续期债务规模较大，存在一定的集中兑付风险。
5. 自备电厂补缴政府性基金政策或将对公司生产经营产生一定影响。
6. 本期中期票据附有交叉保护条款，公司存在提前偿付本息风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南山集团有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

南山集团有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

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.SH，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2019年3月底，公司注册资本10.00亿元，其中南山村村民委员会占51.00%，宋作文占49.00%。公司的实际控制人是南山村村民委员会。

公司业务以铝加工为主，经营范围包括纺织、电力、房地产等多种业务。截至2019年3月底，公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业30家。

截至2019年3月底，公司本部下设办公室、财务部、审计部等18个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额1329.30亿元，所有者权益合计638.80亿元（含少数股东权益226.72亿元）；2018年，公司实现营业收入431.72亿元，利润总额38.09亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1357.64亿元，所有者权益合计645.00亿元（含少数股东权益228.35亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入96.99亿元，利润总额6.94亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册中期票据50亿元，公司已于2019年4月发行“19南山集MTN001”，发行额度5亿元。本次拟发行2019年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限为2+1年，附第2年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据拟发行额度5亿元，募集资金将用于偿还即将到期的债务融资工具。

本期中期票据附有交叉保护条款。触发情形为公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付）的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款（包括银行贷款、信托贷款、财务公司贷款等），且单独或累计的总金额达到或超过：（1）人民币1亿元，或（2）公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的3%，以较低者为准。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，

中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增

长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快

增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制

逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

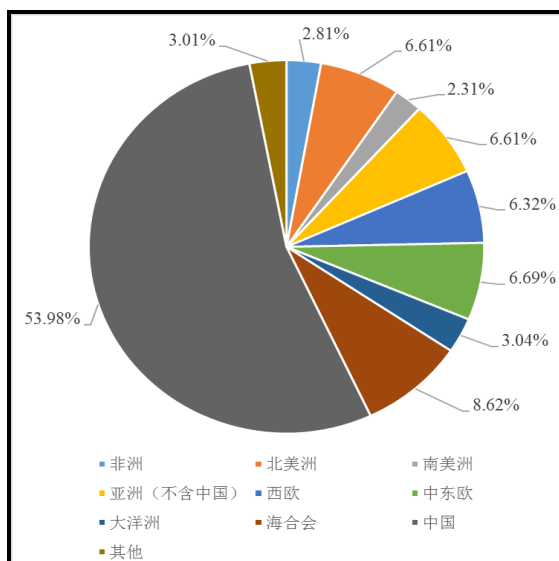
四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，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。由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性高和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”，“以铝节铜”，“以铝代塑”、“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

根据International Aluminium Institute统计，2018年全球原铝产量为6434万吨，其中，中国原铝产量为3649万吨，占比56.71%，为原铝第一大生产国。自2003年起，中国已经连续15年成为原铝第一大生产国，并在2013年原铝产量占比超过50%。预期中国仍将继续保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国，并进而推动全球电解铝行业产量和消费量的增长。

图1 2017年全球各地区原铝产量情况



数据来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

在雄踞全球第一大生产和消费国的背后，中国铝工业也存在如下一些问题：1、国内铝资源匮乏；2、电解铝产能长期处于过剩状态；3、低附加值铝材大量出口，而高端铝材却依赖进口。以下，以铝行业中电解铝子行业作为分析重点。

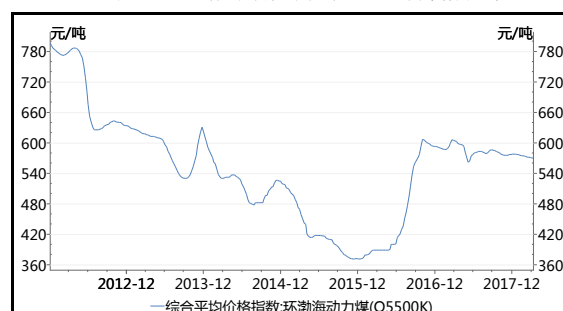
上游原材料

电解铝的原料成本主要来自电力、氧化铝和阳极炭块，其中电力成本约占45%，氧化铝成本约占30%，阳极炭块成本约占25%。由于国内电解铝生产厂家多建有自备电厂，且自备电厂主要燃料为煤炭，所以电力成本与煤炭成本关系密切，尤其对铝电一体化企业的影响较大。氧化铝是以铝土矿、石灰石和碱（纯碱及烧碱）为原材料，经过溶解、煅烧等步骤制造而成，其成本与铝土矿成本关系密切。阳极炭块是以石油焦、沥青焦为骨料，煤沥青为黏结剂制造而成，其中石油焦成本占比约为44%、沥青成本占比约为14%。由于其在制造过程中经过焙烧且具有稳定的几何形状，故亦称预焙阳极炭块。

煤炭方面，自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。进入2016年以后，受

益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖，煤炭行情于2016年上半年低位徘徊并于2016年下半年大幅复弹。截至2016年底，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。进入2017年，煤炭价格整体受下游需求稳定而处于高位震荡格局，但过程中受国家要求增产和大秦线检修结束等因素影响，出现了一定幅度的下降。截至2017年底，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格577元/吨，较2016年底下降2.70%。截至2018年6月27日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为570元/吨。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影响，煤炭价格继续走高可能性较小，同时受天气的逐步转暖，气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响，煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解，煤炭价格或将有所下调。

图2 环渤海动力煤综合平均价格指数

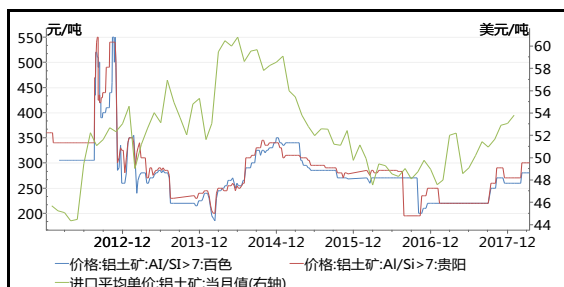


数据来源：Wind

铝土矿方面，根据美国地质调查局（USGS）2015年数据，全球铝土矿资源量为550-750亿吨，全球铝土矿已探明储量约为280亿吨，主要分布在非洲、大洋洲、南美及加勒比海地区和亚洲。从国家角度看，已探明储量超过10亿吨的国家有：几内亚（74亿吨）、澳大利亚（65亿吨）、巴西（26亿吨）、越南（21亿吨）、牙买加（20亿吨）和印尼（10亿吨），而仅几内亚和澳大利亚的已探明储量之和已经达到全球铝土矿已探明储量的50%。中国的已探明储量为8.3亿吨，占比仅为2.96%，静态可采年限仅有14年，远低于全球静态可采年限

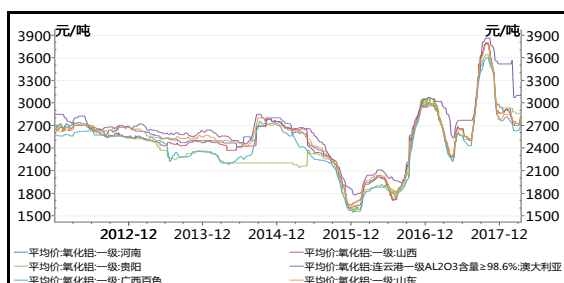
102年。作为一个铝工业大国，自身资源的匮乏，导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。2017年，中国进口铝土矿6855.47万吨，而国内产量为6500.01万吨，对外依存度约为44.34%。由于印度尼西亚自2014年限制了铝土矿出口，所以中国铝土矿进口来源国由之前以印度尼西亚和澳大利亚为绝大多数变为以几内亚和澳大利亚为主。不过由于印度尼西亚政府规定可以通过在当地建厂的方式生产并出口氧化铝，中国部分氧化铝企业在印度尼西亚建厂并以氧化铝的形式出口至国内。

图3 近年国内铝土矿价格走势



数据来源: Wind

图4 近年国内氧化铝价格走势（单位：元/吨）



数据来源: Wind

预期未来中国铝土矿对外依存度将进一步上升，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。

石油焦方面，其为原油经蒸馏将轻重质油分离后，重质油再经热裂的过程，转化而成的一种石油工业副产品，主要成分是碳。石油焦根据结构和外观可以分为针状焦、海绵焦和弹丸焦，其中海绵焦主要用于电解铝行业。石油焦的主要消费行业为水泥行业和电解铝行业，消费占比分别为40%和22%，而这两个行业均属于产能过剩状况，去产能压力较大，需求支

撑力度减弱。但是与此同时，石油焦生产商受到国内趋严的环保督查影响，导致开工率下降、产量降低。近年石油焦的价格受此多空因素综合影响，呈现围绕1400元/吨的波动行情。进入2016年冬季后，随着环保限产压力增加，石油焦出现了较大幅度的反弹，2018年3月底均价维持在2200元/吨左右。预期未来随着环保压力的增大，厂商为满足环保要求的投入会持续增加、产量会持续减少，石油焦价格将有所增长。

综合分析，随着重要原材料价格的上涨，铝冶炼和加工行业利润空间受到持续挤压。

生产方法

氧化铝的主要生产方法为碱法生产，碱法生产流程分为拜耳法、烧结法以及拜耳-烧结联合法等。氧化铝生产流程的选择主要由铝土矿的品位来决定，最重要的因素是氧化铝含量和氧化硅含量的比值（铝硅比）。其中，拜耳法最为常用，占比约为90%，其适用铝土矿为三水铝石型铝土矿；而中国使用适用于一水硬铝石型铝土矿的联合法占比较国外高。拜耳法主要分为两个步骤：1、铝土矿破碎后并与石灰、循环母液一起进入湿磨，制成合格矿浆，加热矿浆至溶出温度进行溶出，再沉降分离得到氢氧化铝；2、通过焙烧氢氧化铝得到氧化铝。

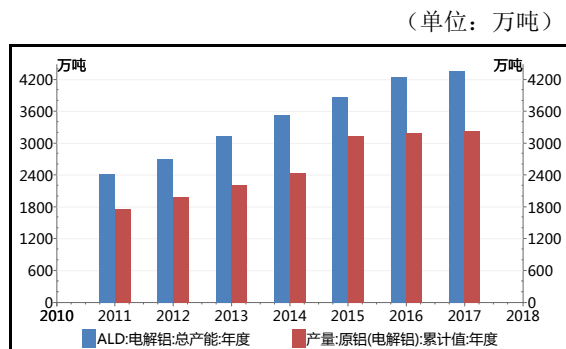
原铝的生产方法仅有一种，即霍尔-埃鲁铝电解法。由于氧化铝熔点高（约2045℃），很难熔化，故使用熔化的冰晶石（ Na_3AlF_6 ）作熔剂，使氧化铝在1000℃左右溶解在液态的冰晶石中，成为冰晶石和氧化铝的熔融体。该熔融体作为电解质，在电解槽中处于950—970℃的条件下，用碳块作阴阳两极，进行电解，使氧化铝分解为铝和氧。铝在碳阴极以液相形式析出，氧在碳阳极上以二氧化碳气体的形式逸出。

市场供求关系

电解铝供给方面，中国原铝产量占全球超过50%，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。2011年底，中国电解铝产能为2423.60万吨，产量为1755.50万吨，产能利用率为72.43%；2017年底，中国电解铝产能增长至4356.80万吨，产量为3227.00万吨，产能利用率74.07%。6年间，电解铝产能年均增长为10.27%，产量年均增长率10.68%。截至2018年3月底，中国电解铝累计产量812.00万吨，累计同比下降0.98%。中国除产能过剩问题外，另一问题为产品科技含量较低，导致高端产品需要进口，而大量出口低端产品。

图5 近年中国电解铝产能及产量情况



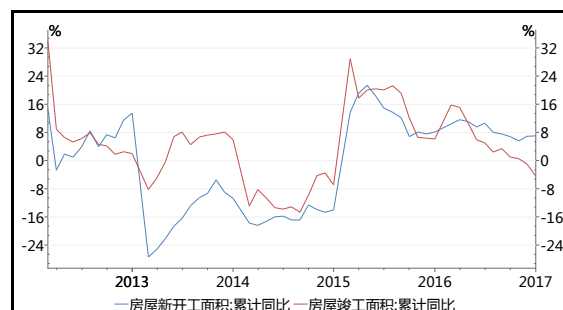
数据来源：Wind

电解铝需求方面，由于铝具备出色的物理特性，其合金使用范围广泛，需求相对较为分散。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空航天、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。根据安泰科统计，建筑仍是铝材最主要的消费领域，消费量约占32.1%左右，其次为电子电力、交通运输和耐用消费品等工业领域，消费量分别占15.2%、12.4%和11.3%左右。

近年来，受宏观经济因素影响，国内固定资产投资增速大幅下滑，房地产调控政策的持续收紧使房地产商投资意愿大幅下滑，导致房屋新开工及竣工面积增幅大幅下滑。长远来

看，中国城镇化水平的不断提高、城市保障性住房以及旧房改造都将构成建筑铝型材需求长期向好的基础。

图6 近年来中国房地产投资增速情况



资料来源：Wind

2017年，政策是影响企业生产运营的最大因素。在“清理违规违法电解铝行动方案”、“2+26冬季采暖错峰生产”等政策影响下，2017年中国电解铝月产量先扬后抑，6月底中国电解铝产量达到年内高位，随后在大面积电解铝产能关停影响下，国内电解铝产量逐月下滑。在此背景下，2017年中国电解铝产能增速大幅放缓，创下进入2000年以来中国电解铝总产能最低增速。2017年全年电解铝总产能为4356.80万吨，同比增长2.67%。

综合分析，尽管中国经济增速有所放缓，但铝凭借在建筑、交通运输、电子电力等领域的优良特性，使其未来需求增长空间依然十分可观。但不可忽视的是，短期内受到前期电解铝产业大幅扩产的影响，国内铝市场将继续保持供过于求的局面；同时影响电解铝行业发展的因素是多方面的，未来供求变化、上游氧化铝、电价的波动以及相关产业政策的影响均可能对电解铝的价格和企业的盈利产生较大影响。

2. 行业关注

电力成本影响

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13350千瓦时和1.92吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有

重要影响。在电力体制改革和发展铝电一体化的推动中，中国电解铝企业可以通过与电力企业签订长协和自建电厂进行更好的成本控制。

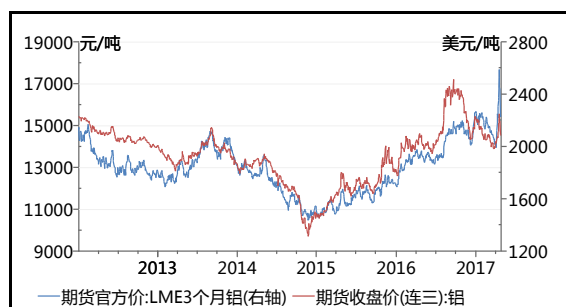
铝资源对外依存度

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但电解铝年产量却占世界的54%，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，一直处于价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商于铝土矿资源丰富的国家进行了投资以保证自身资源供应，但这种方法也增加了自身面临的政治、汇率等风险。

价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，生产方和采购方使用金融衍生工具愈发普遍，现货与期货价格联动性及国内和国际铝价联动性日益增强，其中国际铝价和国内铝价中分别以LME 三月期铝和上海期货三月期铝最具代表性。总体来看，LME 三月期铝更易受宏观因素驱动，上海期货三月期铝更易受国内基本面的影响。值得注意的是，国内期货价格近期波动较为剧烈，参与期货交易的各方操作风险有所增大。

图7 国内外铝价格变动情况



资料来源：Wind

3. 行业政策及未来发展

近年来，中国铝行业快速发展，产品产量、质量及产品结构都有所提高和完善，但同时在快速发展后也留下能耗高、污染严重、产能扩张过快及违规建设和产品结构不合理等问题。国家政策也从2007年金融危机时的大力

扶持，转变为目的的严格控制。

关于消化过剩产能方面，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，国家各部委先后公布《国土资源“十三五”规划纲要》、《工业绿色发展规划（2016-2020年）》、《有色金属工业发展规划（2016—2020年）》、《全国矿产资源规划（2016—2020年）》和《能源发展“十三五”规划》等对未来一段期间具有较强指导意义的整体规划文件。进入2017年，国家在吸取先前对煤炭、钢铁行业去产能过程中的经验教训后，将包括电解铝行业的有色金属行业纳入2017年去产能的行动范围中，并随之陆续出台了多部政策。其中2017年4月，由国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发的《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》是《关于对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见》的具体落实方案，具有较强的执行力。该方案落实过程中，已经在山东和新疆关停和停建了部分违规产能，并将对剩余违规产能的关停和停建起到示范作用。2018年5月29日，山东省人民政府发布《山东省贯彻落实中央环境保护督查组督查反馈意见整改方案》，同时附上详细的《山东省贯彻落实中央环境保护督察组督查反馈意见问题整改清单》，《措施清单》指出2014年滨州市向省发展改革委等部门上报电解铝行业违规建成项目自查情况报告中，将6个电解铝在建项目虚报为建成项目，并为当时尚未建成的244万吨电解铝产能出具环保设施配套、污染物达标排放和能源消耗情况等证明，骗取合法手续。另外，滨州市还瞒报其他285万吨电解铝违规在建产能，截至督察时，上述529万吨违规产能均已建成，整改措施要求坚决关停违规产能、严控新增电解铝产能。

关于规范自备电厂管理方面，2015年11月，国务院公布《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》，《指导意见》中指出，

企业自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳国家重大水利工程建设基金、农网还贷资金、可再生能源发展基金、大中型水库移民后期扶持基金和城市公用事业附加等依法合规设立的政府性基金及政府性交叉补贴，各地政府均不得随意减免或选择性征收。2017年5月，国家发改委、能源局又下发了《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》，并会同工信部、财政部、环保部等赴新疆、山东、内蒙古、江苏、广西和甘肃6省（区）对自备电厂的基本情况进行督查，该轮督查的主要内容包括燃煤自备电厂的基本情况、燃煤自备电厂承担社会责任情况及燃煤自备电厂的达标排放等情况。2018年5月29日，山东省人民政府发布《山东省贯彻落实中央环境保护督查组督查反馈意见整改方案》，同时附上详细的《山东省贯彻落实中央环境保护督查组督查反馈意见问题整改清单》，《措施清单》指出2013年以来，滨州市魏桥创业集团违规建成45台机组，总装机容量1689.5万千瓦，滨州市始终未采取有效措施予以制止，整改措施要求滨州魏桥集团违规建设的12台机组在建的一律停建；建成未投运的一律不得投运；投运的一律停止运行，其中投运且承担居民供暖任务的机组在2018年3月供暖结束后立即停止运

行。2018年3月底前，分类提出30万千瓦以下机组关停方案，按时拆除并核查验收；允许取得环评备案手续的机组（魏桥集团33台）运行。2018年9月14日，山东省物价局日前发布了《山东省物价局关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》，自备电厂企业政策性交叉补贴缴纳标准为每千瓦时0.1016元，缴纳金额按自发自用电量计算。2018年7月1日—2019年12月31日为过渡期，过渡期政策性交叉补贴标准暂按每千瓦时0.05元执行；同时，自2018年7月1日起山东省将国家重大水利工程建设基金降低0.13分，同时将农网还贷并入电价。政策调整后，自备电厂企业缴纳的政府性基金及附加标准为：国家重大水利工程建设基金0.39分、大中型水库移民后期扶持资金0.62分、可再生能源电价附加1.9分，共计2.91分。

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。总体来看，国家产业政策有助于提高行业集中度，防止电解铝产能进一步增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大中型电解铝企业后续发展。

表1 近年出台的铝行业相关产业政策

出台时间	内 容	政策意图
2015年4月	工信部公布《印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	产能置换
2015年6月	国家发改委与工信部印发《关于对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见》	产能合规化
2015年11月	国务院公布《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	退出落后产能、优化产业结构
2016年4月	国土资源部印发《国土资源“十三五”规划纲要》	整体规划
2016年7月	工信部发布《工业绿色发展规划（2016-2020年）》	设定能耗目标
2016年10月	工信部发布《有色金属工业发展规划（2016—2020年）》	整体规划
2016年11月	国土资源部发布《全国矿产资源规划（2016—2020年）》	整体规划
2016年12月	国家发改委与国家能源局印发《能源发展“十三五”规划》	整体规划
2017年2月	环境保护部与京津冀及周边地区大气污染防治协作小组制定《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	污染治理
2017年3月	工信部公布《十六部门关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	退出落后产能、优化产业结构
2017年4月	国务院公布《矿产资源权益金制度改革方案》	调节资源利用各环节国家收益
2017年4月	国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	落实先前政策
2017年5月	国家发改委、能源局又下发了《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》	退出落后产能、优化产业结构

2017 年 11 月	工信部与环保部关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知	污染治理
2018 年 5 月	《山东省贯彻落实中央环境保护督查组督查反馈意见整改方案》	化解产能过剩、污染治理
2018 年 9 月	《山东省物价局关于降低一般工商业电价及有关事项的通知》	整体规划

资料来源：国家相关部委

多年来，铝业产业链在技术升级中不断延伸，由最初的简单铸造压延挤压向精密度领域扩展，不断拓展铝应用领域，目前铝加工产品广泛应用在新兴领域如高铁、城市轨道、太阳能板、电动汽车、核电等领域，而我国的铝产品与自身需求存在差距，低端产能过剩，高端产品则需要大量进口。

“十三五”时期，铝工业既面临着发展机遇，也面临新的挑战。一方面，我国城镇化和工业化持续推进，为铝工业发展提供了较大市场空间。发展战略性新兴产业，交通工具轻量化，需要铝工业提供重要支撑。另一方面，应对全球气候变化，减少二氧化碳等温室气体排放的新形势，能源、资源和生态环境的制约因素日趋强化，节能减排任务繁重，国际贸易保护主义加剧，对国内铝材出口不断提出反倾销，迫切要求铝工业加快转变发展方式，加快转型升级。

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，建设区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，形成一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球市场竞争的企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

总体看，铝工业作为传统行业，国家鼓励企业在结构调整、产能优化、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企

业将面临较好的发展机遇。

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2019年3月底，公司注册资本10.00亿元，其中南山村村民委员会持股51.00%，宋作文持股49.00%，公司实际控制人为南山村村民委员会。

2. 企业规模

经多年发展，公司已由一个村办企业发展成为以有色金属为主，集纺织、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。根据中国企业联合会和中国企业家协会公布的2018年“中国企业500强”排名，南山集团位居第170位，在“中国制造业500强”排名71位。

在铝深加工领域，据中铝网、中国铝业协会的相关报道，公司是目前中国国内技术装备水平最高、配套最完善的世界级铝加工企业。目前公司拥有年产（含在建）120万吨铝深加工能力，并形成了一条“热电-氧化铝-电解铝-铝型材/熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整铝加工产业链，装备水平突出、生产规模大、产品规格齐全，成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业，是中国铝型材十强企业。自2009年起，公司连续稳居国内产能最大、销量第一、出口第一和高精民品市场份额第一的领先地位，产品大量替代进口并出口日本和欧美市场。公司产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”“中国驰名商标”。

纺织业务方面，公司现具有年产1600万米精纺呢绒及180万套高档西装的生产能力，已经成为全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地之一，也是中国最先进的高档西服生产基地之一。

公司其他板块主要为贸易，以及金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务。公司金融板块涵盖多种金融产业，并投资入股恒丰银行和中泰证券等，具有良好的发展前景和增值空间。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，公司旅游产业已初具规模。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，铝深加工产业链完整度高、研发实力强，居行业领先地位，抗风险能力很强；金融板块涵盖多种金融产业，具有良好的发展前景和增值空间；公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一。公司多行业实现协调发展，整体竞争实力很强。

3. 技术水平

有色金属及建材板块方面，公司拥有高性能铝合金板带材制造技术国家地方联合工程研究中心、山东省高性能铝合金板带材工程研究中心、山东省铝合金加工工程技术研究中心、烟台市铝及铝合金轧制工程技术研究中心，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。此外，国家科技部批准以山东南山铝业股份有限公司为依托单位，组建国家铝合金压力加工工程技术研究中心（以下简称“研究中心”），研究中心为目前国内唯一国家级铝合金工程研究中心，研究中心建有五大技术平台、三条产业化示范生产线，主要针对目前我国铝合金压力加工技术滞后的现状，进行铝合金轧制、挤压、拉拔、锻造等加工手段的工艺技术开发、工程转化、工艺标准制定、工程化人才培养等工作。技术中心先后与中南大学、东北大学、山东大学、北京工业大学、北京科技大学、北京有色金属研究总院、北京航空材料研究院、重庆大学、湖南大学、东华大学等科研院所建立了紧密的合作关系，开发了航天航空、汽车、船舶、高速列车等铝合金新产品，承担了国家级科研项目10项，省级项目16项，开发了国家重点新产品3项目，共有18个项目通过省级鉴定，其中4个项目达到国际领先水平，8个项目达到国际先进水平。

2018年，公司有色金属板块研发费用为7.11亿元，占公司主营业务收入的1.70%，占公司有色金属板块收入的3.64%。

近年来，公司积极参与铝加工产品认证工作。2016年公司通过了NADCAP 热处理及无损检测认证，并且通过了波音公司的2024、7050合金扁铸锭认证。2016年工业和信息化部印发《2016年度民机铝材上下游合作机制重点任务及分工》的通知，要求南山铝业参与多项航空铝材研发、生产和应用工作，其中“开展2524合金薄板工业化成套制造技术研究”工作由南山铝业作为牵头单位。2017年，公司先后通过了波音实验室资质认证和空客实验室资质认证。2018年，公司通过洪都飞机等产品的认证。

表 2 2018 年以来公司主要产品认证情况

认证名称	产品	通过认证时间
洪都飞机	7050 铝合金板材	2018.12

ISO/IEC17025 检测实验室认可	铝合金检验项目	2018.9.2
AS9100D 航空航天质量管理体系认证	用于航空航天领域的铝合金锻件、钢锻件、钛合金锻件、高温合金锻件的生产和销售	2018.11.06
ISO14001	铝合金锻件、钛合金锻件、高温合金锻件、结构钢锻件产品的设计开发生产及相关管理活动	2018.11.26
OHSAS18001	铝合金锻件、钛合金锻件、高温合金锻件、结构钢锻件产品的设计开发生产及相关管理活动	2018.11.26
GE: EHS 认证	确认锻造公司 EHS 体系认证符合要求	2017.11.30
SAFRAN (0087) 认证 (质量体系)	确认锻造公司质量体系符合要求	2018.9.25
IRIS 国际铁路行业认证	铝合金铸锭、板材的生产和销售	2015.6.1 2019.4.3 更新
CCS (中国) 船级社工厂认可	铝合金板材	2016.1.14 2019.2.1 更新
陕飞	7050 铝合金板材	2019.3
ISO/IEC17025 检测实验室认可	铝合金检验项目	2005.12.18 2019.4.3 更新
Rolls-Royce 供应商管理体系认证	确认锻造公司质量体系符合要求	2019.2.1
ASI 绩效标准认证	高精度铝及铝合金箔的生产	2019.1.29
ASI 监管链认证	高精度铝及铝合金箔的生产	2019.2.15

资料来源：公司提供

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

总体来看，公司研发实力强，并不断开发创新产品，技术优势明显。

4. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共11人。

公司董事长兼总经理宋建波先生，宋建波为宋作文之子，1970年生，大学学历，高级经济师，系中国有色金属工业协会副会长，历任南山集团办公室主任、精纺呢绒总厂厂长、南山铝业董事长。

截至2019年3月底，公司共有在编员工41577人。从教育程度看，具有大专及以上学历的占44.43%，高中及同等学历的占44.68%，初中及以下学历的占10.89%；从专业构成看，管理人员占2.82%，技术人员占29.19%，车间工人占67.99%。

整体看，公司员工队伍基本满足生产经营

需要；高层管理人员长期从事相关业务的管理工作，实践经验丰富。

六、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》等国家有关的法律法规的规定制定了公司章程。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，职权包括审议批准董事会的报告、公司年度财务预算方案和决算方案、公司利润分配方案和弥补亏损的方案等，股东会会议由股东按照出资比例行使表决权，每壹万元一个表决权。

公司设董事会，成员为七人，设董事长一人；董事长是公司法定代表人，董事由股东会选举产生，董事长由董事会选举产生，董事会负责召集股东会、执行股东会的决定、审定公司的经营计划和投资方案、决定公司内部管理机构的设置等。

公司设总经理一名，由董事会决定聘任或解聘，任期三年，负责拟定公司年度财务预算、决算方案、基本利润分配和弥补亏损方案等。

公司设监事会，成员三人，监事长一人，

监事由股东会选举产生，监事长由监事会选举产生，监事的任期每届三年，任期届满，可连选连任，监事会负责检查公司财务等，公司董事、经理及财务负责人不得兼任监事。

总体看，公司法人治理结构基本健全。

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，各下属公司资金、财务、采购和人员等全部由南山集团集中管理，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《投资公司(项目)日常监控管理制度》。公司董事会决定公司经营计划及投资方案，制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购本公司股票或者合并、分立和解散方案。公司总经理负责主持公司经营管理工作，组织实施董事会的决议、公司年度计划和投资方案等。在对外投资方面，公司有严格的投资审批程序。公司规定下属企业未经批准，不得擅自对外投资。在投资决策权限管理方面，投资决策委员会是公司最高的投资决策机构；凡投资项目必须经过相关投资决策委员会讨论通过，并报董事会批准。

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股份外，公司本部对各子公司按分公司模式管理，在资金等资源的控制运用上由公司本部统一运作。2008年11月，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）正式获批成立（注册资本8亿元人民币，公司及控股子公司出资合计占其注册资本的92%）。财务公司的成立有助于提升公司的财务管理水平和资金运营能力，实现产业资本与金融资本的融合。

原料采购管理方面，公司统一采购业务管

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

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

总体看，公司管理模式基本适应目前公司业务运营的需要。但近年来，公司经营规模扩张速度快，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对公司内部管理和决策水平提出更高要求。

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。2016—2018年，公司营业收入持续增长，年均复合增长21.12%。2018年，公司主营业务收入417.87亿元，较上年增长14.70%，综合毛利率为19.30%，较上年下降4.05个百分点。

板块构成方面，近三年，以铝产品为主的金属、建材业务始终为公司主要的收入和利润来源，2018年占营业收入比重为46.70%。2018年，该板块实现收入195.15亿元，较上年增长19.00%，主要系公司逐步进行产品结构调

整，加大高附加值产品产销力度，同时伴随铝价的回升所致；2018年，公司纺织板块实现收入19.41亿元，较上年增长18.50%，主要系公司2018年纺织产品销量增加所致；近年来，公司电、汽板块受上网模式改变（受国家电网控制自备电厂上网电量的影响，目前自用电量保持与国家电网联网，但不再与国家电网结算）和上网电价调整的影响，该板块收入大幅持续下降，2018年为2.25亿元，占营业收入的比重进一步下降至0.54%；2018年，建筑、房地产板

块实现收入11.60亿元，较上年下降65.19%，主要是2018年公司房地产项目结转收入下降所致；2018年，公司实现贸易收入107.92亿元，较上年大幅增长，主要系公司加大了贸易板块的经营力度，国际贸易收入大幅增长所致；其他板块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务，作为业务补充，其他业务板块近年来收入增长较快，2018年实现收入81.55亿元。

表3 2016—2019年1—3月公司主营业务收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	136.04	47.76	23.02	163.99	45.02	22.69	195.15	46.70	16.95	46.77	51.42	16.29
纺织、服饰	15.69	5.51	34.47	16.38	4.50	35.08	19.41	4.64	32.88	4.56	5.02	32.90
电、汽	6.90	2.42	1.91	2.14	0.59	26.89	2.25	0.54	32.92	0.53	0.58	34.17
建筑、房地产	49.40	17.34	28.43	33.32	9.15	22.25	11.60	2.78	28.77	3.09	3.39	19.24
贸易	6.13	2.15	0.69	75.30	20.67	0.29	107.92	25.83	1.27	23.15	25.45	0.41
其他	70.68	24.81	37.66	73.18	20.09	46.32	81.55	19.51	43.84	12.87	14.15	29.39
合计	284.84	100.00	27.23	364.31	100.00	23.35	417.87	100.00	19.30	90.96	100.00	15.14

注：上表中数据为公司主营业务收入，不包含其他业务。

资料来源：公司提供

盈利能力方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为27.23%、23.35%和19.30%，整体呈下降趋势。分板块看，受近年来原料价格上涨的影响，公司铝产品的盈利能力有所下降，2018年公司有色金属、建材板块毛利率下降至16.95%；纺织板块毛利率近三年波动下降，2018年为32.88%，同比下降，主要系原毛价格上涨所致；2018年，因公司电、汽销售给周围商铺及居民的零售收入占比加大，拉高了平均售价及毛利率，电、汽板块毛利率大幅上升至32.92%；近三年，建筑、房地产板块毛利率波动增长，2018年为28.77%。其他板块由于覆盖金融、旅游及集团公司配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2018年毛利率为43.84%。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入90.96亿元，为2018年全年的21.77%。毛利率方面，2019年1—3月，公司综合毛利率为15.14%。有色金属板块毛利率下降的原因是随着2018

年以来大宗原材料价格持续上涨，2019年1—3月，电解铝行业生产成本仍处于高位，利润空间下降；电、汽板块毛利率为34.17%，较2018年小幅上涨；建筑、地产板块毛利率有所下降，为19.24%。

有色金属、建材

公司的有色金属、建材板块以铝制品的生产销售为主，铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品，其中，冷轧板和型材制品分别为公司的主要收入来源和利润来源。该板块经营主体为南山铝业股份等企业，现已形成“热电-氧化铝-电解铝-铝型材/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。

表4 2016—2019年1—3月公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨、万吨/年、%）

产品	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
型材	44	23.24	23.37	39	18.24	18.26	32	20.57	20.57	32	4.17	4.01
热轧卷	80	73.06	72.32	80	85.10	84.40	80	92.82	92.14	80	23.70	23.28
冷轧卷	70	54.75	54.19	70	55.90	55.02	70	58.45	58.20	70	16.50	15.43
铝箔	3	3.48	3.45	7	5.18	4.92	7	5.53	5.61	7	1.33	1.29
电解铝	81.60	84.79	84.83	81.60	83.29	88.33	81.60	83.28	94.30	81.60	20.27	22.51

注：表中型材产能及产量包括公司生产的铝型材及塑钢型材

资料来源：公司提供

（1）生产制造

公司生产基地位于龙口市南山工业园和南山东海工业园，相距十公里，有一级公路相连，基地内货物转运主要依靠汽车运输。受益于公司短距离内完整的铝加工产业链，公司较其他铝加工企业具有显著的运输成本及生产效率优势；同时，作为中间环节的生产结果，公司铝锭及合金锭等产品可灵活地根据铝型材、冷热轧板的特定规格产出，降低重铸成本；此外，公司还可将铝制品加工过程中的边角切料运回电解铝厂区回收利用，提高了原料使用率。

公司的生产设备主要来自进口，居于行业领先地位，与国内外同类生产厂家相比具有在产业链各环节上，整体设备先进，使用年限短，自动化程度高的特点。公司生产设备主要包括工业型材设备、民用型材设备、熔铸设备、热轧设备、冷轧设备以及铝箔设备等。总体看，受益于完整的产业链条、前后环节的有效配合以及先进的设备支持，公司具备较强的成本控制能力和生产效率，在铝加工行业具有较强竞争优势。

生产方面，公司目前生产方式主要为以销定产。产能方面，2018年，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产能分别为32万吨/年、80万吨/年、70万吨/年、7万吨/年和81.60万吨/年。型材产能有所下降，主要系公司根据市场需求淘汰部分落后产能，进行技术改造，发展延伸

加工所致。2018年，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产量分别为20.57万吨、92.82万吨、58.45万吨、5.53万吨和83.28万吨，销量分别为20.57万吨、92.14万吨、58.20万吨、5.61万吨和94.30万吨，其中型材和热轧卷增长幅度较大，产量较2017年底分别增长12.77%和9.07%，销量分别增长12.65%和9.17%。2019年1—3月，上述产品产量分别为4.17万吨、23.70万吨、16.50万吨、1.33万吨和20.27万吨。

（2）原材料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和炭块构成。公司铝板块生产所需电力全部来自自有电厂，自供比例100%；截至2019年3月底，公司自备电厂总计211万千瓦，全部并入山东电网。补缴政府性基金事宜正与山东电网进行沟通，并网电厂与孤网电厂补缴政策存在不同，补缴金额及补缴方式正在与山东电网沟通中，目前暂未确定。总体看，补缴政府性基金或将对公司生产经营产生一定影响。

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），2018年占煤炭采购量的86.40%。

铝土矿主要源于进口。公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。低温矿方面，目前以采购矿力拓的低温矿为主，公司和力拓签订了2017年至2019年3年澳洲低温矿的供矿协议，每年低温矿的供应量为100万吨，2019年

初又和力拓签订了2019年采购60万吨低温矿的供矿协议；另外，为进一步降低高温线生产成本，2019年公司拟签订40万吨所罗门矿石的采购协议，2019年公司继续进口部分几内亚矿来降低生产成本，目前拟签订18万吨几内亚矿进行试单。高温矿方面，公司和力拓签订2019至2023年的5年高温矿的供矿协议，每年高温矿的供应量为180万吨。铝土矿的定价方式采用了年度定价、季度定价两种不同方式。结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。近年来，公司铝土矿采购量有所上升，2018年为449万吨；同时，受铝土矿价格回升影响，2018年，公司采购价格有所回升，为371元/吨。2019年1—3月，公司铝土矿采购量为87.81万吨，采购价格为351元/吨，采购价格较2018年有所回落。目前公司原料铝土矿供应商主要为澳大利亚力拓公司和英国博信公司，矿源分别为澳洲矿和所罗门矿，2018年占铝土矿采购量的95%。

表5 近年来公司铝土矿采购情况(单位: 万吨、元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	19年1—3月
采购量	331	376	449	87.81
不含税均价	337	360	371	351

资料来源：公司提供

(3) 销售

国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中等区域，其中跨国公司和国有企业占70%，企业规模大、资金实力雄厚、信誉度较高。销售模式为直销和经销商相结合，根据不同产品，两种方式比例不同；结算方式采用款到发货（按照合同执行承兑、现汇比例）和货到后一个月内付款相结合。

公司近几年在加大国内市场开发力度的基础上致力开拓国际市场，公司在美国、新加坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射，近年来取得了明显的成效，公司2018年铝制品出口占41.56%，较2017年上升7.50%，由于人民币兑美元汇率波动加剧、走势难判，加之中美贸易战的影响，公司在美国地区的销售或将受到一定影响。

表6 公司主要产品售价情况(单位: 元/吨)

产品名称	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
铝型材	17179.37	21753.38	23087.82	23462.02
热轧板	15025.06	18371.09	18737.77	19096.93
冷轧板	17207.49	20880.39	21498.97	21260.55
铝箔	24201.42	24953.58	25898.91	25483.12
合金锭	13102.83	15857.52	14909.91	14965.49

注：上表价格均为含税价。

资料来源：公司提供

产品定价方面，公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值。2018年，公司主要产品售价均有上升，铝型材、热轧板、冷轧板和铝箔较上年分别上升6.13%、2.00%、2.96%和3.79%，合金锭产品售价有所下降，较上年下降5.98%。

近年来，公司加大研发投入，产业升级基本完成，重点研发的产品方向包括航空材料、汽车材料、船舶材料、3C电子材料等，附加值高的铝产品下游市场开拓初具成效。航空材料方面，公司已向全球最大的航空内饰供应商B/E公司提供批量供货，获得波音体系认证通过，并与波音等国内外知名航空企业深度合作并签署供货协议，实现了航空铝材的自主供应；汽车材料方面，公司通过了汽车材料方面的TS16949质量管理体系认证，产品研发、量产工作进展顺利，成为国内首家乘用车四门两盖铝板批量生产商，实现了向国内外著名新能源汽车生产商批量供货，并与国内外知名汽车企业展开合作，正大力推进厂商认证，很快将实现批量供货；船板方面，公司已成功完成船板和LNG用板的自主研发，产品已获得挪威、英国劳氏、日本、美国等多家船级社认证。3C电子材料方面，公司已与国内外知名手机商达成合作，实现批量供货，而且获得某国际知名手机生产商高度认可，成为其唯一指定供货商。

综上所述，受益于公司完整的产业链、积极调整产品结构及铝行业景气度回升的影响，2017年，铝业收入有所增长，毛利率受原料价格上涨的影响有小幅下降。近年来公司在有色

金属、建材领域投入较大，同时大力推进航空板、汽车板、船板产品的研发和认证，下游市场开拓初具成效，未来随着建设项目的陆续投产，公司铝产品产销量有望得到较大提升，产品结构有望得到进一步优化，产品附加值有望得到提升。

纺织业务

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

截至2019年3月底，公司拥有万吨制条生产线、具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒1600万米，高档西服180万套的生产能力，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。

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5000余吨。近年来，澳洲羊毛价格整体呈上

升态势，2018年，公司的羊毛采购单价为12.01万元/吨。

表7 公司澳洲羊毛采购价格情况（单位：万元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
不含税均价	7.83	10.20	12.01	11.06

资料来源：公司提供

2018年，公司精纺呢绒销量和服装销量均呈下降趋势，分别为1573万米和190万套，两大产品的产销率均在99%以上，保持较高水平。

2018年，公司纺织产品内销和出口占比分别为69.55%和30.45%。出口方面，公司在意大利、美国、日本、韩国、澳大利亚均设有营销机构，精纺面料与高级成衣远销全球二十多个国家和地区，与国际著名服装品牌及国内高档、中高档服装品牌建立了稳定的合作关系；内销方面，公司国内主要客户为知名品牌服装生产商，同时也是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司、工商税务等部门的定点合作单位。从客户群体看，公司主要服务于相对高端的商务需求和稳定的公务需求，在对抗上游原料价格波动方面具有一定优势。

表8 2016年以来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精纺呢绒	1590	1580	99.37	1551	1533	98.84	1581	1573	99.50	334	324	97.01
服装	202	195	96.44	146	167	114.38	137	190	138.69	27	39	144.45

资料来源：公司提供

电、汽业务

公司电力系统包括热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，承担公司的供电、供热任务。公司热电机组大部分在电力行业同型机组中处于先进水平，特别是真空系统采用世界上先进的真空泵，机组效率较高。其中公司有4台15万千瓦发电机组、3台33万千瓦发电机组、1台30万千瓦发电机组和1台22万千瓦发电机组。公司发电全部上网，服从山东电网统一调度，用电通过上网购买，在上网电量额度内的购买价格与上网售价一致，如购买数量超过

上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行，目前公司发电量完全能够满足自身的需求，发电设备平均利用小时数达到7000多小时；公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势。

公司电力板块成本的主要构成是煤炭，每年煤炭采购量约为600万吨，库存可保证电厂15天以上的生产运营。公司电煤采购实行长单制，主要供应方为中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司（2018年分别占比46.66%和39.74%），供应较稳定。

表9 2016年以来煤炭采购情况

(单位: 万吨、元/吨)

项目	2016年	2017年	2018年	19年1—3月
采购量	686	678	735	166
均价	491	633	643	612

资料来源: 公司提供

公司电、汽业务主要以电力销售为主, 蒸汽销售所占比例很低。2016年以来, 公司部分电力资产与有色板块产业链整合, 电力收入结算模式由发电全部上网结算收入转变为盈余部分结算收入, 导致电、汽板块收入及利润出现大幅下滑, 电、汽利润体现在终端有色金属产品上。

建筑、房地产业务

公司房地产业务主要由子公司山东南山建设发展股份有限公司(以下简称“南山建设”)负责经营, 建筑业务主要由龙口市南山

建筑安装有限公司(以下简称“南山建筑”)负责经营。南山建设具有房地产开发企业一级资质, 先后开发了龙口南山世纪花园A、B区等多个工程项目, 工程质量合格率100%, 其中优良率达95%, 具有整区成片开发和配套建设的综合能力。公司采用自销模式, 所有材料供应业务、规划建设、市场营销、售后服务、均由公司自行运营管理。

表10 房地产业务经营情况(单位: 万平方米、亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	19年1—3月
开工面积	33.72	--	-	-
竣工面积	26.87	26.12	-	-
签约销售面积	86.35	2.97	11.89	0.73
确认收入	46.33	29.82	8.80	0.00

资料来源: 公司提供

截至2019年3月底, 公司主要房地产项目累计销售面积为189.52万平方米, 实现销售收入85.88亿元, 平均销售均价为4532元/平方米, 未售面积为82.19万平方米。其中佛光养生谷及湖光海景去化速度较慢。

表11 截至2019年3月底主要房产销售情况(单位: 万平方米、万元、元/平方米、万平方米)

项目名称	位置	用途	销售面积	销售收入	销售均价	未售面积
怡天海景	东海工业园	住宅、商业	26.76	107290.43	4009	0.99
佛光养生谷	南山工业园	住宅	47.93	201488.12	4204	10.72
佛光山水	南山工业园	住宅	32.77	142309.89	4343	3.56
丹岭云天阁	南山工业园	住宅	3.93	20595.51	5241	2.51
滨海华庭	东海工业园	住宅、商业	38.65	149236.79	3861	4.63
海泰居	东海工业园	住宅、商业	6.75	38487.13	5702	21.43
佛光温泉花园	南山工业园	住宅	1.72	9625.65	5596	11.37
湖光海景	东海工业园	住宅、商业	18.16	74163.84	4084	25.08
海景酒店一期	烟台	住宅	12.85	115599.75	8996	1.90
合计			189.52	858797.11	4532	82.19

资料来源: 公司提供

截至2019年3月底, 公司在建房地产项目主要有海泰居。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, 上述项目后续投入将在未来1年内完成。

表12 截至2019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	地理位置	总投资	占地面积	规划建筑面积	已投资额度	建设资金来源	建设进度	2019资金投入	证件取得情况	证件批号
海泰居	东海工业园	105302	21.06	31.09	104560	自筹	99	742	五证齐全	国有土地使用证: 龙国用[2011]第0619号; 用地规划许可证: 地字第370681201100007号; 工程规划许可证: 建字第370681201200010号; 建筑工程施工许可证: 龙建开2012

资料来源: 公司提供

建筑、房地产业务作为公司有色金属业务的重要补充，对公司收入和利润水平贡献较大。公司目前存在较大规模的未售面积，存在一定的去化压力。

截至2019年3月底，公司无拟建房地产项目，未来公司会根据房地产形势变化适当调整未来房地产板块发展策略，可能转向在大中型城市采取与融创、协信等国内知名房地产公司合作开发的模式。因而建筑、房地产业务发展情况有待观察。

贸易、旅游、金融及教育等其他业务

贸易业务是公司经营业务的有益补充，分为国内贸易和国际贸易。国内贸易主要从事有色金属、木材、化工产品等大宗商品的内贸业务；国际贸易主要从事电解铜、镍、白银等有色金属以及铁矿石、原油等大宗原材料的进出口及转口贸易。

公司旅游板块的经营主体是南山旅游集团有限公司（以下简称“南山旅游集团”），注册资本3.6亿元，主要负责国家AAAAA级景区——南山旅游风景区的运营管理以及旅游饭店、旅游会展、出入境旅游，以及旅游纪念品销售等旅游经营业务。南山旅游风景区为国家AAAAA级景区，景区分为宗教历史文化园、主题公园-欢乐峡谷和东海旅游度假区三大部分，是胶东旅游线路必经之地。与景区配套的旅游服务设施有五星级南山国际会议中心、月亮湾海景酒店、南山宾馆、月亮湾海水浴场、南山文化中心、南山大剧院、南山庄园葡萄酒堡和南山购物中心等，可容纳5000人住宿和6000人就餐，南山旅游风景区已成为集旅游观光、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。公司旅游产业已初具规模，或将成为公司较具潜力的利润增长点之一。

公司教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入，板块已经形成了从幼儿、小学、初中、高中到大学的完整教育体系，目前在校学生近5万人。

公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司等金融机构，自2009年参股恒丰银行，目前公司为恒丰银行第三大股东，持有恒丰银行股权10亿多股，参股恒丰银行是公司战略性布局，恒丰银行是目前国内唯一一家尚未上市的全国性股份制银行，未来上市可期，股权增值潜力巨大。2013年，公司通过收购股份、定向增发方式参股烟台银行34.83%的股份，成为其第一大股东，公司拥有3个烟台银行董事席位，对烟台银行经营决策拥有一定话语权；南山财务公司成立于2008年，是山东省首批设立的民营企业财务公司，财务公司为公司融资、资金管理提供了有力的支持。总体看，随着公司金融板块的产业布局和规模扩张，该板块具有良好的发展前景和增值空间。

综上所述，2018年公司营业收入受有色金属、建材板块和贸易板块收入增加的影响有所提升；目前公司拥有完整的铝业产业链、完善的能源配套、良好的研发实力、区位条件以及不断优化的产品结构，具有一定的抗风险能力；2018年，公司贸易板块收入大幅增加，对整体营业收入形成一定支撑；主要受电力销售模式改变及电煤价格上涨的影响，公司电、汽板块收入和盈利空间受到挤压；公司旅游、教育、金融等高附加值板块收入增长较快，盈利能力强，对整体业务形成有益补充。公司整体经营状况良好，未来有望保持稳健的发展趋势。

2. 经营效率

2016—2018年，公司销售债权周转次数有所下滑，2018年为5.24次；2016—2018年，公司存货周转次数和总资产周转次数持续增长，2018年分别为1.92次和0.34次。公司经营效率一般。

3. 主要在建项目

截至2019年3月底，公司主要在建项目包

括龙口湾临港高端制造业聚集区项目、14000吨大型精密模锻件项目及印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目。各项目基本情况如下。

龙口湾临港高端制造业聚集区项目

龙口湾临港高端制造业聚集区项目（以下简称“人工岛项目”）作为山东省唯一获准实施的区域建设用海规划项目，是山东省规模化集中集约用海的首个蓝色经济突破区，同时也是中国目前获准建设的最大海上人工岛项目。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113.00亿元，由公司自筹45.00亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款68.00亿元，截至2019年3月底，项目已投资107.88亿元。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。截至到目前，该项目尚无明确的开发计划。考虑到该项目建设周期长、投资规模很大，且未来盈利模式和收回投资的情况仍存在不确定性，联合资信将持续关注该项目的建设进度及规划。

14000吨大型精密模锻件项目

该项目主导产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产品，达产后年生产能力为14000吨。该项目目标成品为高附加值的飞机框、发动机涡轮盘和船板汽车板等，已与相关客户GE、R.R.、P.W.、SF 多次交流并达成初步合作意向。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，银行贷款9.50亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，截至2019年3月底已投入23.94亿元。该项目达产后预计年销

售收入13.33亿元，利润总额6.05亿元。目前该项目部分工序进入试产阶段。

印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目

印尼具有丰富的铝土矿和煤炭资源，集中了资源及能源两大优势，具有铝工业的天然优越条件。印尼停止对外出口铝土矿对依赖进口矿石企业不利，因此公司在印尼宾坦建立南山工业园100万吨氧化铝项目，该项目符合国家提出的“实施资源型行业走出去的全球战略，加大石油、有色金属等资源性产品对外投资力度”，是更好地利用国内外两个市场、两种资源的必然选择，符合中国的国家利益。该项目在印尼当地建厂，有利于生产成本稳定，一但将来国内氧化铝生产受到铝土矿的影响，减产或停产或成本过高，该项目可以做为公司产业链的补充，将弥补国内项目的不足。

本项目计划建设总投资56.85亿元，建设期3年，由公司子公司南山铝业采用配股方式募集不超50亿元资金用于该项目，项目建设地位于印度尼西亚廖内省宾坦岛，达产后预计年均利润总额8769.29万美元。

航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造项目

该项目为公司原有热轧生产线的技术改造项目，项目位于龙口市徐福街道，项目利用原有厂房，引进热轧机等进口设备11台（套），购置刷磨覆膜机等国产设备17台（套）。项目建成后，年新增航空航天用高强高韧高端铝合金26,000吨，其中2XXX系铝合金板材2000吨，7XXX系铝合金板材24000吨。项目总投资104262万元，其中固定资产投资102622万元，铺底流动资金1640万元，用汇11462万美元。项目建成达产后，年新增销售收入25亿元，利润7.20亿元，税金2.32亿元。

表13 截至2019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	总投资	自有资金	贷款及其他融资	已投资金额	2019年	2020年	2021年	批文情况
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	107.88	2.00	2.00	1.12	用海规划批复（国海管字【2010】250号）、备案（龙发改审字【2011】8号、9号）
14000吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	23.94	-	-	-	项目备案【1306810006】、土地（龙国用【2013】第0023号），环评（龙

项目名称	总投资	自有资金	贷款及其他融资	已投资金额	2019 年	2020 年	2021 年	批文情况
								环报告表【2013】9 号）、安监（烟安监工项目【设立】审字【2013】3 号）、节能（龙发改能审字【2013】01 号）
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	-	-	8.14	11.04	17.67	20.00	发改办外备【2017】517 号、境外投资证第 N3700201700286 号
航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	-	-	6.66	3.77	-	-	龙经改备【2017】03 号
合计	195.38	50.60	77.50	146.62	16.81	19.67	21.12	--

注：1.上表中14000吨大型精密模锻件项目系审计报告中列示的铝热工程项目；龙口湾临港高端制造业聚集区项目系审计报告中列示的东海开发项目；2.印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目资金由公司下属子公司南山铝业通过配股方式获得。

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司上述主要在建项目的规划总投资为195.38亿元，以外部融资为主；截至2019年3月底，公司累计投入146.62亿元。根据公司提供数据进行测算，2019年预计投资16.81亿元，2020年预计投资19.67亿元，未来两年的投资规模不大。

综上所述，特种铝合金和精密模锻件的建成投产将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构，未来随着高端铝加工项目（航空板、汽车板、航空发动机锻件）产能的逐步释放，公司的产品结构有望得到优化、综合竞争实力有望增强；人工岛项目的建设投资规模大，资金主要源于外部融资，但运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性。

4. 中长期发展规划

南山集团的中长期发展规划目标为：以铝产品深加工产业为龙头，整合产业链条，打造核心产业竞争力，实现规模化经营；加大创新力度，引领行业产品潮流，占领行业制高点；形成集电力、铝业、金融、航空、旅游休闲、教育于一体的多元化产业格局，逐步走向国际化。

铝产品深加工方面，公司将在进一步完善铝产业链的基础上，发展高技术含量、高附加值的铝深加工产品，增强公司成本优势和抗风险能力，提高盈利能力和竞争力；服装产业方面，公司将逐步发挥出纺织服饰产业链的优势，同时计划在国内A股上市，通过上市募集

资金进行品牌服装的运营和发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2019年一季度财务报表未经审计。

截至2016年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司29家，与2015年底相比减少1家、增加1家，主要变化及原因：（1）减少烟台南山博文服饰有限公司，该公司由山东南山纺织服饰有限公司吸收合并；（2）增加Nanshan Group Singapore Co.Pte Led，该公司成立于2010年，实际投资额31823万新元，2016年底公司取得该子公司经营控制权，依据会计准则纳入合并报表范围。截至2017年底，公司纳入合并报表范围的子公司30家，与2016年末相比增加3家、减少2家，主要变化及原因：（1）减少龙口市南山纺织总厂及龙口市南山精纺呢绒总厂，该2家公司由于纺织板块独立上市需要，由山东南山纺织服饰有限公司吸收合并。

（2）增加上海胶润国际贸易有限公司，该公司成立于2017年5月10日，注册资本30000万元，股东南山集团投资占比100%。（3）增加新疆南山丝路商务服务有限公司，该公司成立于2017年8月31日，注册资本3,000万元，股东南山集团投资占比100%。（4）增加龙口祥瑞达投

资有限公司，该公司成立于2017年10月30日，注册资本3000万元，股东南山集团投资占比100%。截至2018年底，公司纳入合并报表范围的子公司30家，与2017年底相比无变化。截至2019年3月底，公司纳入合并报表范围的子公司30家，与2018年底相比无变化。总体看，公司合并范围变化对公司经营与财务影响较小，财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额1329.30亿元，所有者权益合计638.80亿元（含少数股东权益226.72亿元）；2018年，公司实现营业收入431.72亿元，利润总额38.09亿元。

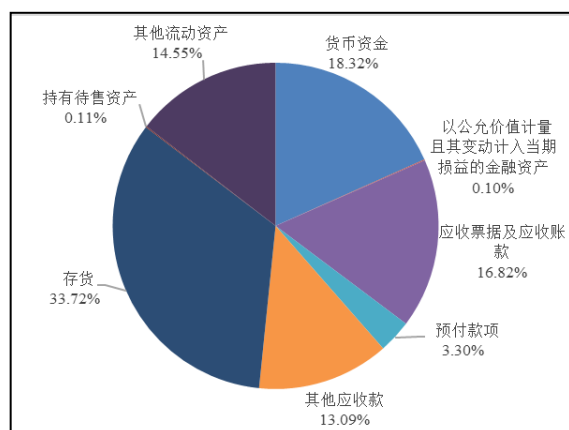
截至2019年3月底，公司合并资产总额1357.64亿元，所有者权益合计645.00亿元（含少数股东权益228.35亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入96.99亿元，利润总额6.94亿元。

2. 资产质量

资产构成

2016—2018年，公司资产总额有所增长，年均复合增长7.04%。截至2018年底，公司资产总额为1329.30亿元，同比增长6.68%，其中流动资产和非流动资产分别占40.35%和59.65%，非流动资产占比较高。

图8 2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司2018年财务报告

2016—2018年，公司流动资产不断增长，年均复合增长14.06%，主要是应收账款和存货增加所致。截至2018年底，公司流动资产为

536.40亿元，同比增长18.84%。

2016—2018年，公司货币资金不断下降，年均复合下降12.94%，主要是银行存款下降所致。截至2018年底，公司货币资金98.28亿元，较2017年底下降2.39%，主要是银行存款下降所致。截至2018年底，公司货币资金中其他货币资金为19.13亿元，由银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金等构成，使用受限。

2016—2018年，公司应收票据及应收账款快速增长，年均复合增长37.03%。截至2018年底，公司应收票据及应收账款为90.21亿元，同比增长20.72%，主要系应收票据增长所致。截至2018年底，公司应收票据为34.29亿元，同比增长92.32%，主要系销售所收到的银行承兑汇票增加所致。截至2018年底，公司应收账款余额为57.37亿元，累计计提坏账准备1.45亿元，应收账款净额为55.92亿元，同比下降1.72%，主要系公司应收销售货款下降所致。从账龄上看，账龄在1年以内的占91.09%，1—2年的占6.68%，2—3年的占1.13%，3年以上的占1.10%，整体账龄短。截至2018年底，公司前五大客户应收账款余额合计为21.40亿元，占比为37.30%。

公司预付账款主要是预付原材物料款，近三年公司预付账款波动下降，年均复合下降16.56%。截至2018年底，公司预付款项为17.68亿元，较上年底增长33.38%，主要原因是预付煤炭采购款和工程款项同比增长所致。从客户集中度看，公司预付款项前五大客户合计为7.43亿元，占42.05%，集中度较高。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长21.99%。截至2018年底，其他应收款70.22亿元，同比增长14.92%，主要系青岛航空支付AIRBUS飞机保证金增加所致。

公司存货主要为原材料、委托加工材料、在产品及半成品、产成品以及低值易耗品。近三年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长11.15%。截至2018年底，公司存货账面余额为182.15亿元，主要由原材料（占15.89%）、库

存商品（占31.40%）和在产品（占51.05%）构成。2018年，公司累计计提1.30亿元存货跌价准备，计提比例一般。

2016—2018年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长127.68%。截至2018年底，公司其他流动资产78.06亿元，较上年底大幅增长，主要系信用证保证金购买理财产品和银行存款直接购买理财产品增加所致。

近三年，公司非流动资产有所波动，年均复合增长2.96%。截至2018年底，公司非流动资产792.90亿元，同比下降0.23%，主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产和无形资产等构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合下降0.68%。截至2018年底，公司可供出售金融资产为78.51亿元，同比下降7.73%，主要系退出对山东龙口农村合作银行的投资所致。公司可供出售金融资产主要由对恒丰银行、维珍澳大利亚控股有限公司等公司的投资构成。

2016—2018年，公司固定资产波动增长，年均复合增长4.15%。截至2018年底，公司固定资产账面原值613.94亿元，累计折旧209.66亿元，减值准备285.03万元，净值404.25亿元，较2017年底下降2.24%。从构成上看，主要由房屋及建筑物和机器设备组成。总体来看，公司固定资产状况良好。

2016—2018年，公司在建工程波动下降，年均复合下降7.72%。截至2018年底，公司在建工程为166.03亿元，同比增长4.46%，主要系公司增加东海开发投资及航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造增加所致。从构成上看，在建工程主要为铝深加工工程23.15亿元和东海开发工程128.25亿元。

2016—2018年，公司无形资产波动增长，年均复合增长5.10%。截至2018年底，公司无形资产合计61.42亿元，同比下降1.48%；从构成来看，主要为土地使用权（占99.84%），其余部分为软件、商标权及其他。截至2018年底，

累计摊销13.56亿元，未计提减值准备。

截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资产为71.65亿元，占公司净资产的11.22%，受限原因主要为借款质押和股票质押。

表14 截至2018年底，公司所有权或使用权受限的资产（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	19.13	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、借款保证金
应收票据	0.04	借款质押
存货	0.88	借款质押
长期股权投资	35.28	股票质押
无形资产	11.77	借款质押
固定资产	4.54	借款质押
合计	71.65	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

截至2019年3月底，公司资产总额1357.64亿元，较2018年底变化不大。从资产构成来看，截至2019年3月底，公司流动资产和非流动资产分别占比41.21%和58.79%，公司资产结构较2018年底变化不大。截至2019年3月底，公司应收票据及应收账款为92.82亿元，较2018年底增长2.89%，主要系销售所收到的银行承兑汇票增加所致。截至2019年3月底，公司所有权受限的资产共计119.97亿元，占公司总资产的8.84%。其中：货币资金28.99亿元，作为信用证、银行承兑汇票等保证金；房产及土地44.05亿元、海域使用权0.30亿元、上市公司股权46.63亿元作为部分银行借款、发债的抵押或质押资产。

整体看，近三年，公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，应收账款整体账龄较短，固定资产状况良好；但公司存货、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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益有所增

长，年均复合增长5.83%。截至2018年底，公司所有者权益合计为638.80亿元，同比增长6.93%，继续保持小幅增长态势；归属于母公司权益主要由实收资本（占2.43%）、资本公积（占2.44%）、盈余公积（占10.56%）和未分配利润（占86.41%）构成；公司所有者权益稳定性较弱。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计645.00亿元，较2018年底变化不大，其中少数股东权益合计228.35亿元。

总体看，近三年，公司所有者权益不断增长，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

2016—2018年，公司负债规模有所增长，年均复合增长8.19%。截至2018年底，公司负债合计690.50亿元，同比增长6.45%，主要是短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

近三年，公司流动负债快速增长，年均复合增长15.51%。截至2018年底，公司流动负债为412.65亿元，同比增长18.47%，公司流动负债占比较高的主要为短期借款（占19.91%）、应付票据及应付账款（占20.69%）和其他应付款（占10.99%）。

2016—2018年，公司短期借款快速增长，年均复合增长28.86%。截至2018年底，公司短期借款82.15亿元，同比增长14.18%，主要系保证借款和质押借款增加所致。截至2018年底，公司短期借款主要包括保证借款（62.55亿元）、信用借款（8.22亿元）和质押借款（7.05亿元）。

2016—2018年，公司应付票据及应付账款波动中有所下降，年均复合下降5.38%。截至2018年底，公司应付票据及应付账款85.39亿元，同比增长26.09%，主要是应付票据增长所致。截至2018年底，公司应付票据33.32亿元，较上年底大幅增长，主要原因为公司签发银行

承兑汇票增加所致。截至2018年底，公司应付账款52.07亿元，同比下降7.11%；公司应付账款前五名客户合计为4.90亿元，占9.41%，应付账款集中度较低。

2016—2018年，公司预收款项波动下降，年均复合下降24.80%。截至2018年底，公司预收账款为24.55亿元，较上年底增长8.65%，主要是预收货款的增加所致。

公司其他应付款主要为与非关联方的往来款。近三年，其他应付款波动增长，年均复合增长26.86%。截至2018年底，公司其他应付款为45.36亿元，同比下降3.51%，主要原因是应付其他往来款下降；前五大欠款方金额合计占29.76%，集中度不高。

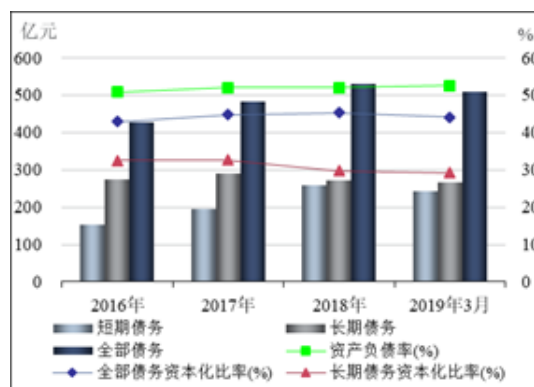
近三年，公司其他流动负债有所增长，年均复合增长4.36%。截至2018年底，公司其他流动负债66.70亿元，同比增长8.28%，主要为短期及超短期融资券。

近三年，公司非流动负债有所波动，年均复合下降0.49%。截至2018年底，公司非流动负债为277.85亿元，同比下降7.49%。

2016—2018年，公司应付债券保持相对稳定。截至2018年底，公司应付债券186.54亿元，同比小幅下降。

2016—2018年，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长6.09%。截至2018年底，公司长期应付款12.62亿元，同比下降9.52%，主要为融资租赁款下降所致。

图9 近年来公司债务结构



资料来源：公司财务报表整理

从公司债务情况来看,近三年,公司全部债务不断增长,年均复合增长11.16%。截至2018年底,公司全部债务529.10亿元,同比增长9.40%。从债务结构看,2018年,全部债务中短期债务占比有所上升,2018年底为48.93%。同期,公司长期债务资本化比率和资产负债率较上年有所下降,2018年分别为29.72%和51.94%。全部债务资本化比率为45.30%,较去年同期略有增长,债务负担一般。

截至2019年3月底,公司负债合计712.64

亿元,较2018年底增长3.21%,流动负债和非流动负债分别占比61.16%和38.84%。

截至本报告出具日,公司合并报表范围内存续期债务融资工具余额为289.47亿元,其中公司本部处于存续期内的债务融资工具余额为266.21亿元。2019年,公司到期债券为69.55亿元(考虑到2019年底需要回售的债券,2019年,公司到期债券合计114.55亿元)。公司子公司南山铝业存续期债务余额为23.25亿元。公司存在一定的集中兑付压力。

表 14 公司本部主要存续期债券情况(单位:亿元)

证券名称	起息日	到期日期	当前余额(亿)	证券类别	特殊条款	下一行权日
19 南山集 SCP001	2019-02-25	2019-11-22	10	超短期融资债券	--	--
18 南山集 SCP009	2018-11-28	2019-08-25	10	超短期融资债券	--	--
18 南山集 SCP008	2018-10-15	2019-07-12	10	超短期融资债券	--	--
18 南山集 SCP007	2018-09-17	2019-06-14	10	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
16 南山集 MTN002	2016-11-04	2019-11-04	10	一般中期票据	--	--
16 南山集 MTN001	2016-06-24	2019-06-24	10	一般中期票据	--	--
09 南山债 02	2009-10-20	2019-10-20	9.55001	一般企业债	回售,调整票面利率	--
小计			69.55001		--	
19 南山集 SCP002	2019-04-22	2020-01-17	10	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
19 南山集 SCP003	2019-05-13	2020-02-07	10	超短期融资债券	交叉违约,事先约束	--
17 南山集 MTN002	2017-10-23	2020-10-23	10	一般中期票据	--	--
17 南山集 MTN001	2017-08-22	2020-08-22	10	一般中期票据	--	--
15 南山 02	2015-12-25	2020-12-25	3.90478	一般公司债	调整票面利率,回售	--
小计			43.90478	--	--	--
18 南山 05	2018-12-25	2021-12-25	5	一般公司债	回售,调整票面利率	2019-12-25
18 南山集 MTN002	2018-10-22	2021-10-22	5	一般中期票据	交叉违约,事先约束	--
18 南山 03	2018-08-17	2021-08-17	11	一般公司债	回售,调整票面利率	2020-08-17
18 南山 01	2018-04-19	2021-04-19	13	一般公司债	回售,调整票面利率	2020-04-19
18 南山集 MTN001	2018-04-12	2021-04-12	10	一般中期票据	--	--
16 南山 06	2016-11-16	2021-11-16	7	一般公司债	回售,调整票面利率	2019-11-16
16 南山 07	2016-11-16	2021-11-16	8	一般公司债	--	--
16 南山 05	2016-08-29	2021-08-29	7	一般公司债	--	--
16 南山 04	2016-08-29	2021-08-29	9	一般公司债	调整票面利率,回售	2019-08-29
16 南山 03	2016-05-26	2021-05-26	24	一般公司债	调整票面利率,回售	2019-05-26
16 南山 01	2016-03-14	2021-03-14	21.75703	一般公司债	调整票面利率,回售	--
小计			120.75703	--	--	--
19 南山集 MTN001	2019-04-12	2022-04-12	5	一般中期票据	调整票面利率,回售,事先约束,交叉违约	2021-04-12
19 南山 01	2019-01-21	2022-01-21	10	一般公司债	回售,调整票面利率	2021-01-21
18 南山 02	2018-04-19	2023-04-19	7	一般公司债	回售,调整票面利率	2021-04-19
17 南山 02	2017-08-14	2022-08-14	5	一般公司债	回售,调整票面利率	2020-08-14
17 南山 01	2017-07-25	2022-07-25	5	一般公司债	回售,调整票面利率	2020-07-25
小计			32	--	--	--
合计			266.21182	--	--	--

资料来源:联合资信根据公开资料整理

截至2019年3月底，公司全部债务合计553.77亿元，较上年底增长4.66%。公司全部债务中短期债务占51.89%，长期债务占48.11%。同期，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为29.23%、46.19%和52.49%。债务指标较2018年底变动不大。

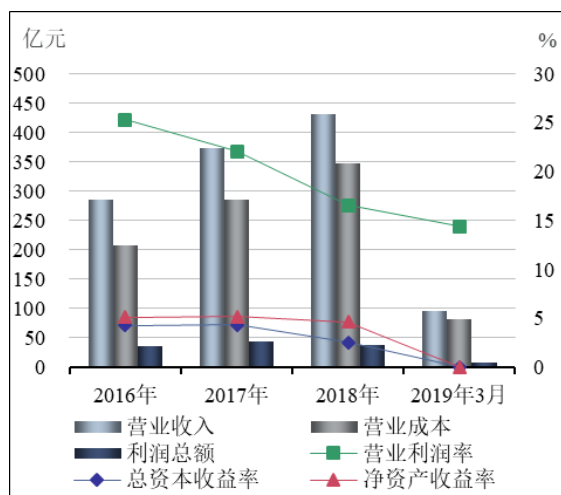
4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长23.11%。2018年，公司分别实现营业总收入和利润总额431.72亿元和38.09亿元；同期，公司营业利润率为16.85%，较2017年下降5.47个百分点。

近三年，公司期间费用不断增长，年均复合增长14.71%。2018年，公司期间费用为52.52亿元，同比增长19.13%。非经常性损益方面，2018年，公司投资收益5.73亿元，同比大幅增长，主要为公司对青岛新恒利投资发展有限公司长期股权投资投资收益增加所致。

近三年，公司营业外收入快速增长，年均复合增长115.43%。2018年，公司实现营业外收入13.24亿元，同比大幅增长，主要是龙口市财政局扶持资金增加所致。

图10 近年来，公司盈利情况



资料来源：公司财务报表整理

2016—2018年，公司总资本收益率和净资产收益率有所波动，三年加权均值分别为4.36%和4.90%，2018年分别为4.40%和4.63%。

2019年1—3月，公司实现营业总收入96.99亿元，同期，公司实现利润总额6.94亿元；营业利润率为14.69%。

总体看，完整的铝加工产业链以及产品多样化经营有效地稳定了公司的市场地位。在公司所处行业景气度波动背景下，公司收入规模持续增长，利润总额有所波动，期间费用持续上升。营业外收入等非经常性损益的增长对公司利润影响较大。公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，2018年为395.14亿元，较上年增长21.73%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2016—2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合变动率为23.68%，2018年为366.04亿元，同比增长20.92%，主要系公司主营业务增加所致；同期，公司现金收入比呈上升趋势，2018年为84.79%，收入实现质量有所提升。2016—2018年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长29.64%。2018年，公司经营活动现金流出为356.21亿元，同比增长11.47%，主要系因存货的增加导致购买商品、接受劳务支付的现金流出增加所致。2018年，公司经营活动现金流量净额为38.93亿元，同比大幅增长。

2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长15.14%，2018年为35.09亿元，同比下降9.57%，主要系收回投资收到的现金下降所致。投资活动现金流出则主要为在建工程项目中购建固定资产和其他长期资产支付的现金，2016—2018年，公司投资活动现金流出量快速增长，年均复合增长23.77%，2018年为111.82亿元，同比增长2.71%，主要系购买理财产品导致支付其他与投资活动有关的现金增长所致。2018年，公司投资活动现金流仍表现为净流出，为76.73亿元，规模较上年有所增加。

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。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为41.14亿元、58.95亿元和26.87亿元，呈波动下降趋势。公司筹资方式以取得短期和长期的银行借款为主、吸收投资和发行债券为辅，2018年，公司取得借款收到的现金为163.87亿元，发行债券收到的现金为145.65亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为110.45亿元和4.38亿元；投资活动产生的现金流量净额为-5.90亿元，筹资活动产生的现金流量净额为9.94亿元。

总体来看，公司经营活动现金流量净额大幅增长，随着公司在建工程的推进，公司将面临一定的资本支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均有所增长，截至2018年底分别为129.99%和86.16%。截至2019年3月底，分别为128.38%和86.91%。2018年，公司经营现金流动负债比为9.43%，同比有所提升。截至2018年底，现金类资产（已剔除使用受限的货币资金19.13亿元和应收票据400万元）对短期债务覆盖率为44.00%。综合考虑公司现金类资产的充足性，存货的变现能力和经营性现金净流量规模，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为80.59亿元、89.44亿元和90.05亿元；同期，EBITDA利息倍数为5.93倍、4.34倍和3.38倍，全部债务/EBITDA分别为5.31倍、5.41倍和5.88倍。总体看，公司长期偿债能力较强，EBITDA对全部债务本息具备较好的保障能力。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项。

截至2019年3月底，公司及其子公司银行授信总额719.50亿元，已使用287.07亿元，未使用432.43亿元。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（600219.SH）为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

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2019年4月1日，公司无未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平、行业地位等方面所具备的综合优势，公司整体抗风险能力极强。

9. 母公司报表分析

截至2018年底，母公司资产915.34亿元，其中流动资产占72.70%，非流动资产占27.30%。流动资产主要由其他应收款（占87.56%）和货币资金（占4.23%）构成。母公司其他应收款主要为关联方往来款。母公司非流动资产主要由固定资产（占11.62%）和长期股权投资（占76.98%）构成。截至2019年3月底，母公司资产为927.64亿元，较2018年底增长1.34%。资产结构较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司口径所有者权益395.21亿元，其中实收资本10.00亿元，资本公积3.71亿元，未分配利润338.13亿元。截至2019年3月底，母公司口径所有者权益合计393.75亿元，所有者权益结构较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司负债合计530.13亿元，其中流动负债占64.14%，非流动负债占35.86%；流动负债中短期借款和其他应付款规模较大，分别为22.02亿元和171.88亿元；非流动负债主要为长期借款和应付债券。2018年底，母公司全部债务328.82亿元，其中短期债务占43.36%，长期债务占56.64%，资产负债率为56.82%。截至2019年3月底，母公司负债合计533.89亿元，其中流动性负债347.89亿元，非流动负债186.00亿元。

2018年，母公司实现营业收入23.07亿元，利润总额20.61亿元。2019年1—3月，母公司实现营业收入0.04亿元，利润总额-0.15亿元。

现金流方面，母公司经营活动现金流入和流出主要以收到、支付与经营活动有关的现金，及收到、支付其他与经营活动有关的现金为主；投资活动现金流入和流出主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金；筹资活动现金流入和流出主要为取得借款和偿还债务支付的现金为主。2018年，母公司经营活动现金流量金额为16.96亿元；投资活动现金流量净额为-11.07亿元；筹资活动现金流量净额为7.66亿元。2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为2.18亿元；投资活动现金流量净额为3.47亿元；筹资活动现金流量净额为7.10亿元。

总体看，公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持，母公司偿债能力取决于对下属子公司的控制能力。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度5亿元，分别占2019年3月底公司长期债务和全部债务的1.88%和0.90%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小。

截至2019年3月底，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52.49%、46.19%和29.23%；以公司2019年3月底财务数据为基础，考虑到公司于2019年4月发行5亿元“19南山集MTN001”，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至52.84%、46.64%和30.00%，债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还即将到期的债务融资工具，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据的49.24倍、64.92

倍和79.03倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为6.85倍、1.01倍和7.79倍。公司EBITDA分别为本期中期票据的16.12倍、17.89倍和18.01倍。

考虑到公司于2019年4月发行5亿元“19南山集MTN001”，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为两期中期票据的24.62倍、32.46倍和39.51倍；公司经营活动现金流量净额对两期中期票据的保障倍数分别为3.42倍、0.50倍和3.89倍。公司EBITDA分别为两期中期票据的8.06倍、8.94倍和9.00倍。

考虑到2019年公司到期债券合计114.55亿元（包括2019年回售债券），2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为2019年集中到期债券合计额度的2.15倍、2.83倍和3.45倍；公司经营活动现金流量净额对2019年集中到期债券合计额度的保障倍数分别为0.30倍、0.04倍和0.34倍。公司EBITDA分别为2019年集中到期债券合计额度的0.70倍、0.78倍和0.79倍。

本期中期票据附有交叉保护条款，公司存在提前偿付本息风险。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

十、结论

铝工业在国民经济中占有重要地位，是典型的周期性行业，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，但面临产能过剩压力，未来铝价存在一定不确定性。

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。铝加工业务具备较为完整的产业链、相对完善的能源配套以及良好的区位条件，同时公司加大铝板块研发投入、产业升级基本完成，附加值高的铝产品（航空材料、汽车材料等）下游市场开拓初具成效，盈利能力和抗风险能力均较好；建筑、房地产和贸易业务作为公司有色金属业务的重要补

充，对公司收入和利润水平贡献较大；公司旅游、教育、金融等板块收入增长较快，盈利能力强，对整体业务形成有益补充。公司投资规模较大的人工岛项目运营模式和投资收回安排仍存在不确定。

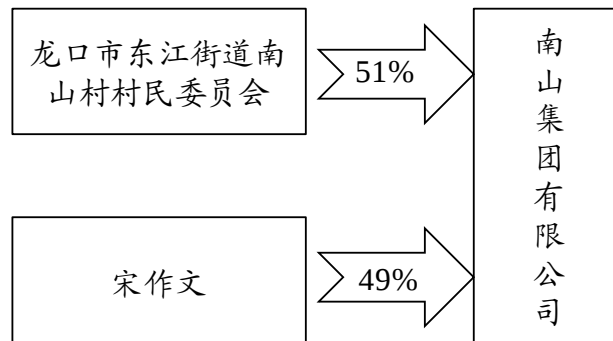
近年来受铝行业景气度回暖和公司调整产品结构的影响，公司收入规模有所上升，整体盈利状况良好，近年来在建项目投入规模较大，带动公司债务规模有所增长，短期债务占比持续上升，债务负担有所加重。公司存续期债务规模较大，存在一定的集中兑付风险。

基于对公司主体长期信用状况的分析，联合资信认为公司主体信用风险极低。

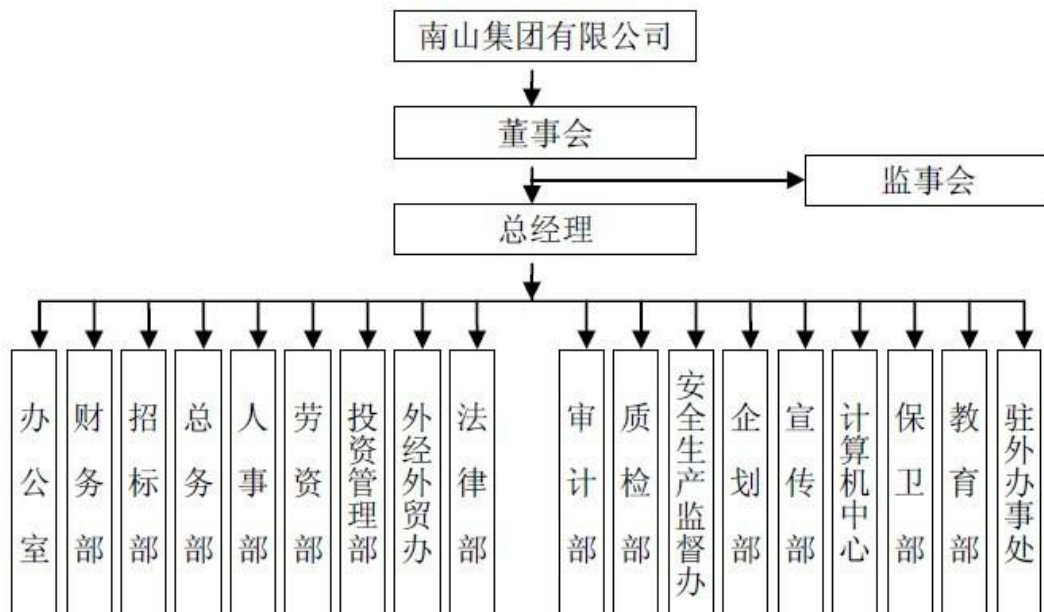
本期中期票据的发行对公司现有债务水平有影响较小，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

总体看，公司对本期中期票据的偿还能力极强，本期中期票据到期不能偿付的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司 2019 年 3 月底合并财务报表范围

（单位：万元、万美元、万新元）

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
山东南山铝业股份有限公司	1195048.152	47.25%	许可证范围内电力生产(有效期限以许可证为准);天然气销售(限分支机构经营);锻造产品、石墨和碳素制品、铝及铝合金制品开发、生产、加工、销售;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(须凭资质证书经营);模具设计与制造;燃气灶具、金属材料、机械设备、塑料制品、化工产品(不含危险化学品)销售;包装箱、托盘、玻纤增强尼龙隔热条生产、销售;铝合金压力加工工程和技术研究开发、技术咨询、技术服务;检验测试。
南山集团财务有限公司	80000	92%	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;承销成员单位的企业债券;对金融机构的股权投资;有价证券投资(股票二级市场投资除外);成员单位产品的买方信贷。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。
龙口市南山西海岸人工岛建设发展有限公司	10000	100%	土石方搬运、填海造地工程、产业项目开发建设;房地产开发、建设与经营管理;码头建设;旅游项目开发、投资、经营,旅游产品开发、销售。
山东怡力电业有限公司	15000	100%	一般经营项目:发电(需要专项审批的凭许可证经营);工业蒸汽供应;铝制品加工、销售;供热。
山东南山智尚科技股份有限公司	27000	90%	高档织物面料的纺、织染及后整理加工和服装、服饰开发、生产(不含国家纺织品配额管理的商品),羊毛洗毛、制条;特种劳动防护用品(防静电服、酸碱类化学品防护服、阻燃服)的生产;并销售公司上述所列自产产品(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,有效期以许可证为准)。
南山旅游集团有限公司	36000	100%	对旅游产业进行投资管理,旅游景区、景点开发与建设与管理,旅游产品开发、销售,酒店管理,接待大型会议,为高尔夫球爱好者提供服务,会展策划,会务服务,旅游纪念品销售,停车场、拓展训练。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。
龙口市南山建筑安装有限公司	2000	100%	前置许可经营项目:预拌混凝土工程,管道安装工程,一般经营项目:加工、预制构件;制做、安装铝合金门窗、塑钢门窗、玻璃幕墙;土木工程、安装;加气混凝土砌块生产、销售;中空玻璃加工。
龙口市南山小额贷款股份有限公司	10000	45%	在本市办理各项小额贷款;开展小企业发展、管理、财务等咨询业务以及其他经批准的业务。
南山公务机有限公司	10000	100%	陆上石油服务、海上石油服务、直升机机外载荷飞行、人工降水、医疗救护、航空探矿、空中游览、公务飞行、私用或商用飞行驾驶执照培训、直升机引航作业、航空器代管业务、出租飞行、通用航空包机飞行。(有效期限以许可证为准);航空器/机体-航线维修;G450(Tay611)、G550(BR710C4-11)(维修许可证长期);航空器及航空器材进口业务(国家限令禁止的除外)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。
龙口市南山油品经营有限公司	50	100%	前置许可经营项目:成品油零售(仅限分公司经营),一般经营项目:润滑油的销售。
山东南山暖通新材料有限公司	18800	100%	PP-C 管材、塑料异型材、塑钢门窗制做、塑料管材、散热器、彩色复合瓦、铜集分水器、铜球阀、轻钢结构生产销售;加工铝制品。

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
司			(有效期以许可证为准)(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。
烟台南山庄园葡萄酒有限公司	7304	100%	生产销售葡萄酒及果酒(有效期限有许可证为准)、其他酒(有效期限以许可证为准);进出口业务(国家限令或禁止的除外)(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。
龙口市北海热电有限公司	29501	100%	发电、供热。
烟台南山学院	20000	100%	高等教育、科学研究、学术交流、社会服务、中外合作办学及相关培训。
龙口市南山融资担保有限公司	20000	100%	(一)贷款担保,票据承兑担保,贸易融资担保,项目融资担保,信用证担保。(二)诉讼保全担保,投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务,与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。(三)按照监管规定,以自有资金进行投资。
山东南山建设发展股份有限公司	30000	100%	房地产开发、销售,物业管理。
龙口市南山水务有限公司	500	100%	污水处理。
龙口港妃母岛发展有限公司	56000	100%	货物(不含危险品)装卸、仓储、中转、驳运;船舶拖带;港口机电设备安装、维修。
山东南山集团东海外国语学校	无	100%	开设计算机及应用、汽车运用与维修、数控技术与维修、电子信息技术及应用、电工、机电一体化、商务韩语、有色金属冶炼与加工、会计电算化、旅游管理、物流管理、电子商务等十几个专业。
南山集团资本投资有限公司	100000	100%	项目投资、投资管理、资产管理、投资咨询;销售金属材料、金属制品;出租办公用房。(“1、未经有关部门批准,不得以公开方式募集资金;2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动;3、不得发放贷款;4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保;5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”;企业依法自主选择经营项目,开展经营活动)
龙口南山妃母岛港发展有限公司	5000	100%	码头及其他港口设施服务(限于船舶提供码头);货物装卸、仓储服务(限在港区内提供货物装卸、仓储、物流服务);港口拖轮、驳运服务(限于船舶进出港、靠离码头、移泊提供顶推、拖带服务)(有效期限以许可证为准);港口建设开发;海产品养殖;进出口业务(国家限令禁止的除外)。
山东南山科技产业园管理有限公司	10000	100%	对园区进行建设、开发、管理、经营、招商引资及产业维护服务。
青岛航空股份有限公司	100000	100%	国内航空客货运输业务;通用航空业务;航空器维修和维护(公共航空运输经营许可证有效期限以许可证为准)。国内外航空公司间代理业务;与航空运输有关的租赁业务、宣传广告;进出口贸易及其他批准的经营项目;航空快递、航空旅游、航空食品、宾馆、餐厅、内设商店。
龙口兰亭液化天然气有限公司	1000	100%	天然气技术开发,液化天然气贸易(由天然气液化厂配送至加气站、储配调峰站,无仓储经营,不面对终端客户)。(依法需经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
上海鲁润资产管理有限公司	30100	100%	资产管理,投资管理,企业管理咨询。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
山东南山电力销售有限公司	6000	100%	电力生产、输配、调度、购销、贸易;电力工程设计、施工;电力设备运行维护;配电网规划建设;太阳能、风能新能源的开发。
Nanshan Group Singapore Co.Pte Led	31823 万新元	100%	对外投资,产品的销售,产品研发,进出口贸易。
上海胶润国际	30000	100%	金属材料及产品、有色金属、机械设备、电子产品、机电设备、针

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
贸易有限公司			纺织品、橡胶制品、电线电缆、矿产品（除专控）、木材、建筑材料、食用农产品、燃料油、化工原料及产品（除危险化学品、监控化学品、民用爆炸物品、易制毒化学品）、五金交电、日用百货、黄金饰品的销售，从事货物及技术的进出口业务，国际货物运输代理，仓储（除危险化学品），煤炭经营。
新疆南山丝路商务服务有限公司	3000	100%	企业管理服务；纺织品、服装、家具、建材、化工产品（不含化学危险品）、五金、家电、通讯器材、仪器、仪表、日用百货、文体用品、铝制品及其材料的采购及销售；货物及技术的进出口业务；委托加工贸易；仓储服务（危险化学品除外）。
龙口祥瑞达投资有限公司	3000	100%	以自有资产投资及咨询服务（不得经营金融、证券、期货、理财、集资、融资等相关业务）。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	144.59	119.25	133.09	151.46
资产总额(亿元)	1160.24	1246.06	1329.30	1357.64
所有者权益(亿元)	570.35	597.38	638.80	645.00
短期债务(亿元)	153.29	194.17	258.91	241.67
长期债务(亿元)	274.87	289.49	270.19	266.40
全部债务(亿元)	428.16	483.66	529.10	508.07
营业收入(亿元)	284.84	374.12	431.72	96.99
利润总额(亿元)	35.49	43.63	38.09	6.94
EBITDA(亿元)	80.59	89.44	90.05	--
经营性净现金流(亿元)	34.25	5.03	38.93	4.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.99	6.09	5.24	--
存货周转次数(次)	1.39	1.74	1.92	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.31	0.34	--
现金收入比(%)	84.01	80.91	84.79	113.83
营业利润率(%)	25.26	22.32	16.85	14.69
总资本收益率(%)	4.29	4.33	4.40	--
净资产收益率(%)	5.13	5.18	4.63	--
长期债务资本化比率(%)	32.52	32.64	29.72	29.23
全部债务资本化比率(%)	42.88	44.74	45.30	46.19
资产负债率(%)	50.84	52.06	51.94	52.49
流动比率(%)	133.31	129.58	129.99	128.38
速动比率(%)	85.98	77.27	86.16	86.91
经营现金流动负债比(%)	11.07	1.45	9.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.93	4.34	3.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.31	5.41	5.88	--

注：1. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债已计入全部债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 南山集团有限公司 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

南山集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南山集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，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的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南山集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南山集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如南山集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对南山集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与南山集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。