

信用等级公告

联合[2018]1481 号

南山集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对南山集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）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，评级展望为“稳定”
南山集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年七月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

南山集团有限公司

2018 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：品种一期限 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息，最后一期利息随本金一起支付

评级时间：2018 年 7 月 23 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	1,004.27	1,160.24	1,246.06	1,248.69
所有者权益（亿元）	543.91	570.35	597.38	602.39
长期债务（亿元）	208.20	277.91	286.45	280.53
全部债务（亿元）	352.22	431.20	480.62	480.09
营业收入（亿元）	297.67	284.84	374.12	92.89
净利润（亿元）	28.66	29.26	30.93	5.68
EBITDA（亿元）	68.87	85.25	94.17	--
经营性净现金流（亿元）	36.94	31.44	5.03	3.37
营业利润率（%）	23.21	25.31	22.36	14.77
净资产收益率（%）	5.68	5.25	5.30	0.95
资产负债率（%）	45.84	50.84	52.06	51.76
全部债务资本化比率（%）	39.30	43.05	44.58	44.35
流动比率（倍）	1.33	1.32	1.30	1.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.26	4.13	3.72	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.44	4.26	4.71	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、短期融资券已计入短期债务、融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南山集团有限公司（以下简称“南山集团”或“公司”）的评级反映了公司作为国内以铝深加工为主，以电力、房地产、贸易、旅游、金融、教育、航空等产业为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，在行业地位、产业链完整度、技术水平、业务多元化等方面具备较强的竞争优势；以此优势为基础，公司近年业务发展相对平稳，营业收入和利润规模保持在较高水平，现金类资产充足，经营活动净现金流状况良好。同时，联合评级也关注到近年来铝产品加工业对进口原料依赖程度高，受铝土矿价格及汇率波动影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力较强，完整的产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，并有助于公司及时调整产品结构以满足下游需求，维持产品的市场占有率。同时，多产业板块综合布局也有助于公司降低单一业务经营风险。未来随着多个重大项目的投产及公司产品结构的调整优化，公司经营情况仍将保持良好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为国内以铝加工为主的大型综合类集团，在行业地位、品牌知名度、产业链完整度、技术水平、生产成本、产品质量等方面具备明显优势。公司铝加工板块拥有“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链，成本优势明显。

2. 公司进行多板块经营产业布局，经营业

务多元化有利于降低单一业务的经营风险。

3. 公司高端铝产品在建项目已接近尾声，部分高端产品已通过相关体系认证，并与相关下游客户建立合作关系，有利于公司未来整体经营业绩的提升。

4. 公司收入和利润规模大，经营现金流保持净流入状态，整体债务负担适中。

关注

1. 铝土矿及煤炭作为公司铝加工板块的主要原材料，采购集中度较高，议价能力较弱，存在一定的价格和汇率波动风险。

2. 公司存货规模较大，未来若铝价出现大幅波动，存货存在一定跌价风险。应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金形成占用。2017 年，公司贸易业务规模大幅提升，但业务整体盈利水平低，对公司整体盈利水平形成掣制。

3. 公司在建项目“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”资金需求较大，后继资本支出压力较大。公司债务结构中长期债务所占比重较大，但存在集中偿付压力。所有者权益中未分配利润过大，权益结构稳定性不足。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

南山集团有限公司（以下简称“南山集团”或“公司”）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。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 2018 年 3 月底，公司注册资本 10 亿元，其中南山村村民委员会占 51.00%，宋作文占 49.00%。公司的实际控制人为南山村委会。

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”）在上海证券交易所上市。截至 2018 年 3 月底，公司持有南山铝业 46.95% 的股权。

公司从事业务以铝加工为主，截至 2017 年底，经营范围包括铝锭、铝型材、毛纺织品、服装、板材、家具、针织品、黄金制品的销售，货物进出口业务（国家限定或禁止的除外），企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件的加工、销售及技术服务，房地产开发经营，建筑工程施工，仓储服务（不含危险化学品），海产品养殖、销售，房屋、土地、机械设备的租赁，住宿、餐饮服务，室内娱乐服务，主题游乐园服务，休闲健身活动服务，园艺博览，组织、策划文化艺术交流活动，发电、售电、热力供应服务。（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）

截至 2018 年 3 月底，公司设有办公室、财务部、招标部、总务部、人事部、劳资部、投资管理部、外经外贸办、法律部、审计部、质检部、安全生产监督办、企划部、宣传部、计算机中心、保卫部和教育部等 18 个职能部门（见附件 1）；公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业 30 家；在职员工 42,103 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,246.06 亿元，负债合计 648.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 597.38 亿元，归属于母公司的所有者权益 400.53 亿元。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，净利润（含少数股东损益）30.93 亿元，归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.98 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,248.69 亿元，负债合计 646.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 602.39 亿元，归属于母公司的所有者权益 403.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.90 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、本期公司债券概况

1. 本期公司债券概况

2018 年 1 月 4 日，经中国证监会（证监许可〔2018〕47 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过人民币 90 亿元（含 90 亿元）的公司债券。公司已于 2018 年 4 月发行首期公司债券，其中品种一（债券代码“143577.SH”，债券简称“18 南山 01”）发行规模为 13 亿元，品种二（债券代码为“143578.SH”，债券简称“18 南山 02”）发行规模为 7 亿元。

本期债券名称为“南山集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）”，发行总规模不超过 20 亿元（含 20 亿元），本期债券分为两个品种，品种一期限 3 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券向合格投资者公开发行，债券票面金额为 100 元，按面值发行，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券无担保。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后将全部用于偿还公司债务，调整负债结构。

三、行业分析

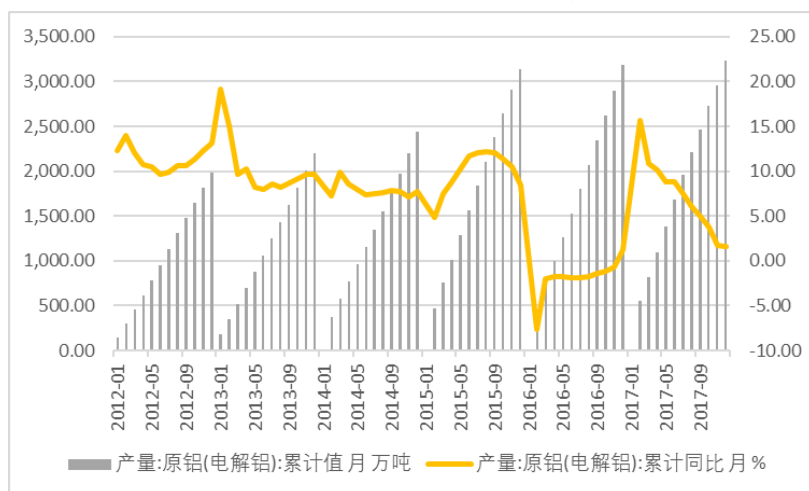
公司业务以铝产品的生产及销售为主，纺织、电力、房地产为辅，以下分析以铝加工行业为主。

1. 行业概况

铝是机电、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，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。

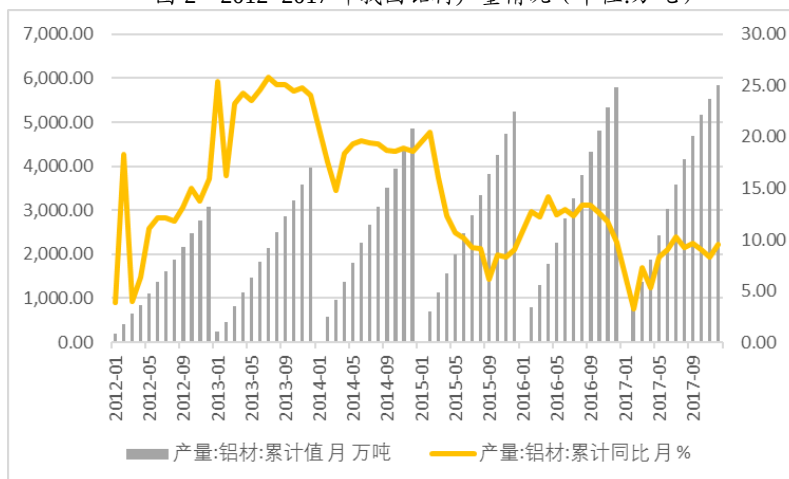
铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业。中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。2012~2017 年，我国原铝产量波动下降，铝材产量稳定增长（如下图所示）。随着中国工业化、城镇化、市场化和国际化进程的加快，居民消费结构升级，我国铝工业将保持较大的市场需求，但铝材的消费结构将面临一定调整。

图 1 2012~2017 年我国原铝产量情况（单位:万吨）



资料来源：Wind

图 2 2012~2017 年我国铝材产量情况 (单位:万吨)



资料来源: Wind

总体看，中国铝材市场总体供求平衡，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。

2. 上游原料

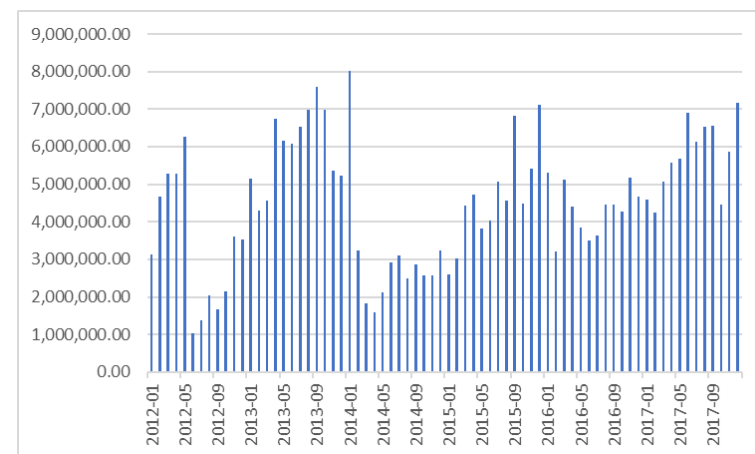
铝产业链包括铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占 35%~40%，用电成本约占 40%~45%。由于电解铝生产企业多具备自备电厂，且基本为火电站，所以用电成本反映为电煤价格，原铝的供给主要受铝土矿和电煤价格波动影响。受铝土矿对外依存度大和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合电解铝和铝加工的一体化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

(1) 铝土矿

根据美国地质调查局 (USGS) 数据，2016 年全球铝土矿储量约 283 亿吨，储采比高达 130 倍左右，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，资源储量与开采量的匹配不合理。近年来，由于资源有限且需求大，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，且主要进口国频繁变化，2013 年，印尼为中国最大的铝土矿供应国；随着 2014 年印尼限制原矿出口，中国铝土矿进口量大幅减少；2016 年，马来西亚出台铝土矿开采禁令，导致铝土矿进口数量较 2015 年有所减少。2017 年以来，国内铝土矿进口主要来源国为几内亚和澳大利亚。目前中国所需铝土矿约 60% 来自进口，而源自澳大利亚及几内亚的进口量占进口总量的比重达到 65% 左右。

未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，如主要铝土矿出口国政策发生重大变化、国际铝土矿价格大幅波动或汇率波动，都将对中国铝加工行业及铝冶炼加工企业造成较大影响。

图3 2012~2017年中国铝土矿进口情况（单位：吨）

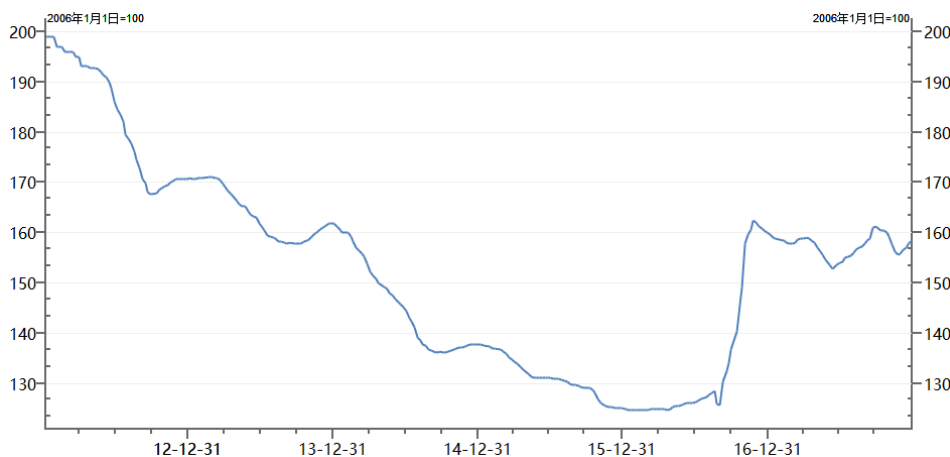


资料来源：Wind

（2）煤炭

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，出于成本考量，铝行业企业多采用“电铝一体化”模式，自有发电主要来自火电，从而煤炭价格对铝行业具有很大的影响。2012~2015年，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。2016年上半年，煤价延续低位运行、缓慢爬升的走势；随着去产能效应的显现，同年8月底，煤价经历小幅下探后迅速爬升，至年底中国煤炭价格指数已达到160.00，回升至2014年年初水平。2017年以来，国内煤价呈现区间震荡走势，截至2017年底，中国煤炭价格指数为158.50。煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国煤炭去产能政策的进一步贯彻，加之煤炭下游需求的回升，其价格或仍将维持偏强走势。

图4 2012~2017年底中国煤炭价格指数



资料来源：Wind

总体看，我国铝土矿对进口依赖程度较高，存在一定政策风险、价格波动及汇率风险；煤炭和铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响，并对利润空间产生一定的压力。

3. 下游需求

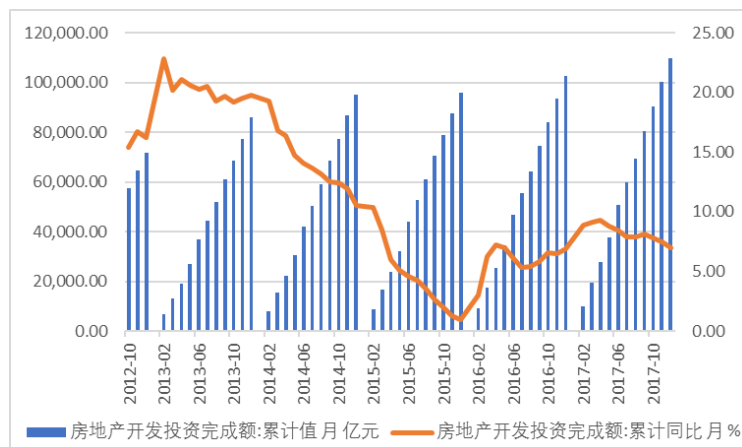
铝行业的最终产品为铝材，铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、

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。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。下游需求主要包括建筑业、交通运输业、电子电力及消费品等行业。在近年来中国经济增速下滑的大背景下，建筑房地产、交通运输、电子电力等主要原铝消费行业的高速增长时期已经结束，刚性需求成为拉动消费增长的主要动力。

从消费结构上看，根据中国有色金属协会统计，2017 年，建筑业是铝材最主要的消费领域，消费量约占 39%左右，其次为交通运输、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。

房地产行业方面，2016年9月以来，随着国家房地产调控政策的持续收紧使房地产固定资产投资增速有所下滑，未来中国房地产市场将逐步进入平稳理性增长的新常态。随着新增人口数量的放缓、住宅存量规模不断扩大，房地产行业将在自我调整的同时维持相对平稳和理性，其对铝材的需求将维持在稳定水平。

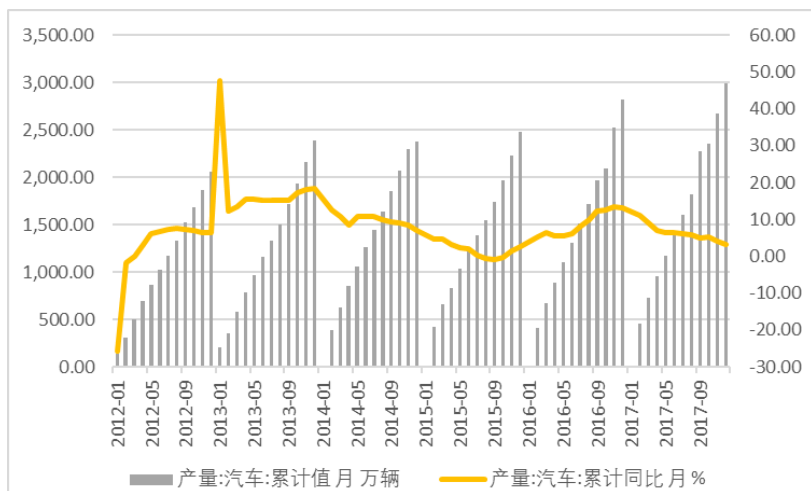
图 5 2012 年 9 月以来中国房地产开发投资完成额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

汽车行业方面，我国单车平均用铝量要大幅低于美国、日本等国，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。

图 6 2012 年以来中国汽车产量（单位：万辆、%）



资料来源：Wind

交通运输方面，根据发改委2016年7月对外发布的《中长期铁路网规划》，到2025年，高速铁路3.8万公里左右，随着高速铁路网的建设规模的快速增长，高铁列车需求量也将大幅增长，高铁及城市轨道交通事业的大发展必然带来对轨道车辆及铝型材的巨大市场需求。

集装箱制造业方面，中国集装箱产量约占全球总产量的95%以上，随着物流行业对集装箱需求（尤其是具有特殊功能铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱）的大幅增加，将对我国铝行业的下游需求形成一定支撑。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。除传统行业外，目前高端装备制造业、航空航天等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求，转型升级以应对下游市场的变化将有效的推动国内铝工业企业技术调整，加快技术转型和对低端加工业的淘汰。

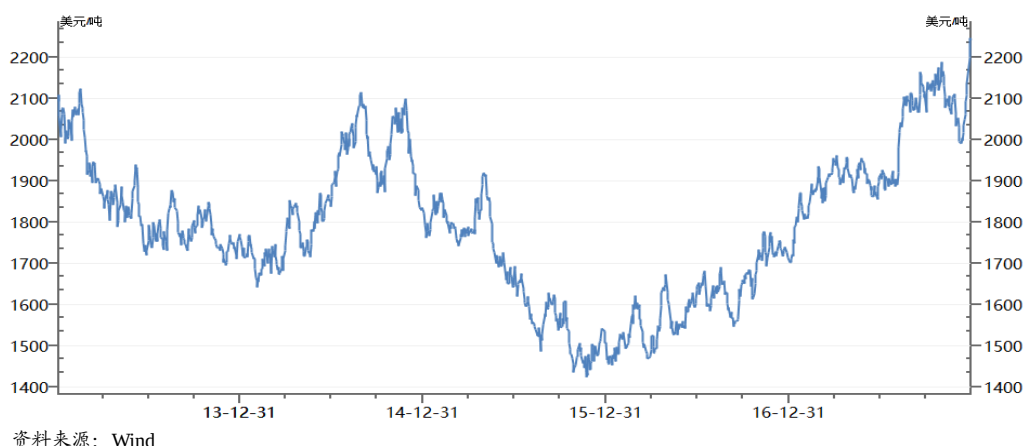
总体看，随着中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛，但目前国内铝材市场存在产品结构不合理、铝材市场结构性产能过剩等问题，随着国家产业结构的调整和转型升级以及铝材消费结构的转变，铝工业也需加快转变发展方式和产品结构调整。

4. 价格变动

铝价上，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。

2015 年上半年，国际铝价运行重心整体下移，上半年 LME 铝价平均值为 1,784 美元/吨，2015 年下半年 LME 铝价震荡下跌，保持低位徘徊。2016 年以来，受中国去产能影响，LME 铝价呈震荡回升趋势，截至 2016 年底，LME 铝价回升至 1,713.50 美元/吨。2017 年国际铝价大幅回升，截至 12 月 29 日，LME 铝价为 2,241.50 美元/吨，较年初上升 31.70%。铝加工企业一般上下游结算都采取“铝价+加工费”的定价模式，但由于生产需要一定的周期，铝加工企业需承担生产周期内铝价的变动，所以铝价的持续上涨会使铝加工企业享受到生产周期内的铝价变动带来的收益。

图 7 2013 年以来铝价变动情况（单位：美元/吨）



总体看，受产能过剩及宏观经济下行影响，铝价持续下跌，但 2016 年以来铝价呈上行趋势，铝材市场出现回暖之势。

5. 行业竞争

目前，我国铝业整体竞争能力不强，产业集中度不高。铝冶炼整体处于产能过剩状态，而铝加工基本平衡，但也存在结构性过剩情况。近两年，在国家多项调控政策以及市场倒逼机制共同作用下，铝冶炼投资过热现象有所缓解，铝行业投资结构正在向下游延伸，结构调整有所优化。

从区域分布来看，铝工业具有一定区域集群特征。河南、山东等地既为原铝生产大省又为铝加工材生产基地，同时也是上游氧化铝的主要产地，产业集群效应明显；广东及江浙地区经济发达，铝材应用企业密集，产量也处于国内领先水平。辽宁、吉林等地，背靠东北工业基地，具有产业配套优势，且交通便利，是国内铝型材行业的后起之秀。

从行业盈利情况来看，主要铝业上市公司中，受铝土矿对外依存度大，电价上调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。

总体看，铝业区域特征明显，未来随着下游行业需求的转变，行业集中度将进一步提高，规模企业将在竞争中占据更多优势。

6. 行业政策

鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，其中电解铝产能过剩严重，国家多次出台相关政策指导消化过剩产能。同时，铝业作为有色金属工业，具有多重污染，伴随节能减排、环保的压力加大，铝业环保政策也日益严格。

表 1 近年来铝业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2015.5	环保部	--	公布了再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
2016.5	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	对铁矿、金矿、铜矿、铝土矿等 21 种资源品目实施矿产资源税从价计征改革，铝土矿（包括耐火级矾土、研磨级矾土等高铝粘土）的征收的税率幅度调整为 3%~9%。
2016.6	国务院	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	要保障电解铝产能利用率保持在 80%以上；严控新增产能，对于电解铝新（改、扩）建项目，要产能等量或减量置换；发展精深加工，着力发展乘用车铝合金板、航空用铝合金板、船用铝合金板等关键基础材料。
2016.10	工信部	《有色金属工业发展规划（2016~2020 年）》	提出大力发展高端材料，要求“十三五”末我国航空铝材等深加工产品综合保障能力超过 70%，电解铝产能利用率达 80%以上；提出推广铝合金在货运挂车及罐车、铁路货运列车、乘用车、高铁、液化天然气海洋船舶等领域的应用。
2017.2	环保部与“两市四省”	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	要求实施工业企业采暖季错峰生产，其中各地采暖季电解铝厂限产 30%以上，氧化铝企业限产 30%左右。
2017.4	国家发展改革委、工业和信息化部、国土资源部和环境保护部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》（发改办产业[2017]656 号文件）	用 6 个月时间通过企业自查（截止 5 月 15 日）、地方核查（截止 6 月 30 日）、专项抽查（截止 9 月 15 日）、督促整改（截止 10 月 15 日）4 个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作，此次清理整顿的范围是发改产业[2015]1494 号文件（简称“1494 号文”）清理整顿（即 2013 年 5 月）之后新建的违法违规项目以及未落实“1494 号文”处理意见的项目

资料来源：联合评级收集整理

总体看，国家出台多项政策遏制电解铝产能的无序扩张，在铝加工方面则大力鼓励精深加工。随着各层面政策的落实，预计未来铝行业将逐步趋向于健康发展，中小型企业生存压力较大，而实现产业链、规模化及以精深加工为主的企业将得到进一步发展。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。

7. 行业关注

与世界铝工业强国相比，我国铝工业在全球配置资源能力、产业集中度、技术装备水平、产品

竞争力、技术创新能力等方面差距较大，与世界铝工业大国的地位极不相称。

（1）产业结构不合理

目前，国内铝加工行业产业结构不合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品仍需进口；行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

（2）上游原料风险

目前，中国铝土矿对外依存度较高，进口国政治环境的变化、国际铝土矿价格的变动都将对国内铝土矿的供应产生不利影响，从而影响国内铝业的平稳发展。

（3）能源供给波动风险

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。近年来，在供给侧改革的影响下，煤炭价格有所增长，若未来煤炭价格继续走高，将对铝行业的成本控制产生巨大压力。

（4）行业竞争风险

目前，国内电解铝、铝型材行业产能分布分散，尚无一家企业占有显著的市场份额或取得市场占有率的绝对优势；而行业内公司亦在不断地提升技术、管理水平和拓展市场，行业竞争日趋激烈。同时，国家积极鼓励铝业进行兼并收购，增强规模效应，未来行业内中小企业也存在较大的并购压力。

8. 行业发展

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。

四、基础素质分析

1. 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、航空、教育为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团企业。2017年，公司位于“中

国企业500强”第165位,“中国制造业500强”第68位。

截至2017年底,目前公司拥有120万吨深加工能力,其中包含39万吨型材、80万吨热轧、70万吨冷轧、7万吨箔轧铝及81.60万吨电解铝深加工能力,并形成了一条“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,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。高精软包装铝箔占国内市场供应量的12%,仅次于厦门厦顺铝箔有限公司(以下简称“厦顺铝业”),位居第二,热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于国内市场领导者地位,分别占国内市场供应量的60%、40%和70%。公司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”。

公司其他板块主要为贸易以及金融、旅游、教育、航空及配套服务等高附加值业务。金融方面,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、租赁公司等多家金融机构,并投资入股全国性股份制商业银行(恒丰银行股份有限公司)和地方性商业银行(烟台银行股份有限公司及山东龙口农村商业银行股份有限公司),近年来发展态势良好,收入及利润规模逐年增长。旅游方面,公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一,并于2011年1月被评为国家AAAAA级景区,现已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区。教育方面,公司创办的烟台南山学院是经国家教育部审批具有大学本科招生资格、山东省最大的民办大学,公司还投资建设了一系列教育产业,涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。航空方面,公司成立的青岛航空股份有限公司以提供高品质的商务航空服务为主,近年来业务规模不断扩大,收入增长较快。

总体看,公司在铝加工产业方面已经形成了较为完备的产业链,具备较强的抗风险能力;公司经营业务多元化,整体实力较强,竞争优势较为突出。

2. 技术及研发水平

有色金属及建材板块方面,公司拥有国家级企业技术中心、山东省铝及铝合金加工工程技术研究中心,并成立了山东省南山科学技术研究院,下设电解研究室、合金研究室、氧化铝工艺研究室、特种型材研究室等十二个专职研发机构和与之配套的信息研究所、政策研究所。

2013年4月2日,国家科技部批准以南山铝业为依托单位,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”),建成北京南山航空材料研究院、检测中心、高精度宽幅超薄铝合金易拉罐体用板产业化示范生产线、大尺寸-高强度高速轨道交通用型材产业化示范生产线和高强韧-可焊-耐蚀中厚板产业化示范生产线。2016年,根据工业和信息化部办公厅下发的《2016年度民机铝材上下游合作机制重点任务及分工》的通知要求,指定子公司南山铝业参与多个项目实施,其中南山铝业牵头开展2524合金薄板工业化成套制造技术研究,中铝西南铝业(集团)有限公司、北京有色金属研究总院、中国商用飞机有限责任公司(以下简称“中国商飞”)、中国航空工业集团有限公司参与,以满足中国商飞对飞机蒙皮用铝材国产化的要求,实现飞机典型零件的材料供应。2524合金飞机蒙皮板的研制,使南山铝业成为国内首家研制高纯、高强、高韧的宽幅铝合金航空蒙皮板材的厂家。

同时,研究中心与美国普渡大学、中南大学、东北大学、北京科技大学、北方工业大学、山东大学、北京有色金属研究总院、北京航空材料研究院、中航工业第一飞机设计研究院、沈阳飞机设计研究所、华北铝业有限公司、河南神火集团有限公司、波音公司、ELEMENT公司、空中客车公司等国内外多家合作单位建立了共同研究关系,承担了国家级科研项目10项,省级项目16项,开发了

国家重点新产品3项目，共有18个项目通过省级鉴定，其中4个项目达到国际领先水平，8个项目达到国际先进水平。获得授权专利200余项，参与制修订国家及行业标准80余项，获得省、市级奖励20余项。自行研发专利方面，公司自2001年至今已完成发明专利30项，实用新型53项，外观设计214项的授权，目前正在受理的有发明专利29项，实用新型9项，外观设计2项。另外，目前公司20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目和14,000吨大型精密模锻件项目投资已接近尾声，其中航空板已通过B/E认证、波音体系认证，正积极推进空客等认证，已与中国商飞建立合作关系；汽车板在国内实现小批量供货，并在北美试单；飞机框、发动机涡轮盘和船板汽车板等，已与相关客户多次交流并达成初步合作意向。2017年，公司有色金属板块研发费用为6.35亿元，占公司有色金属板块收入的3.87%。

纺织服装方面，公司拥有国家纺织产品开发基地、山东省工业设计中心和山东省功能毛纺织品工程技术研究中心三大研发基地，并在意大利米兰设立了产品研发中心和前沿信息情报所。研发成果方面，截至目前，公司已经成功完成包括180支全毛系列、莱卡弹力系列、羊毛丝光防缩系列、Arcano系列、羊绒极品系列、生态环保系列、赛络菲尔系列、毛麻丝等休闲系列、多功能（可机洗、防水防油、永久抗静电、防紫外线、吸湿排汗、抗菌保健、防辐射等）、空气羊毛系列、户外羊毛系列等多个系列的精纺呢绒新品以及“纳米纤维材料及纳米功能纺织品”、“羊绒低温染色助剂的研究”、“高效多功能羊毛染色助剂”、“生态环保型竹纤维系列纺织品的研究开发”、“壳聚糖类衍生物纺织助剂的研发”以及“含大豆蛋白纤维混纺织物清洁型染色工艺研究”等在内的多项科研课题。其相关产品通过由国际羊毛局签发的纯羊毛标志特许权企业认证、高比例羊毛混纺标致特许权企业认证及超细羊毛标志super's（super 80s—super 180s）认证，通过Oeko-Tex Standard 100中心纺织品认证¹。荣誉方面，截至目前，毛纺织研究院共获得山东省科技进步奖4项，其中一等奖1项；获得中国纺织工业联合会科学技术奖7项，其他县市级科技奖励多项；获得授权专利、发明、实用新型、外观设计等多项荣誉；参与制定标准4项，其中国家标准1项，行业标准1项，团体标准2项。2017年，公司纺织服装板块研发费用为0.66亿元，占公司纺织板块收入的4.03%。

总体看，公司研发实力强，科研成果较为丰富，在国内同行业中处于领先地位并不断开发创新产品，较多的科研项目储备和研发成果陆续转化为生产，将为公司的长期可持续发展提供有力支撑。

3. 人员素质

公司现有董事长、总经理、副总经理和财务总监等高级管理人员共11人。

公司董事长兼总经理宋建波先生，1970年生，大学学历，高级经济师，系中国有色金属工业协会副会长；历任公司办公室主任、精纺呢绒总厂厂长，现任公司董事长兼总经理。宋建波先生为原董事长、法定代表人宋作文先生之子，拥有新加坡居留权。

公司财务总监宋华女士，1981年生，大学学历；历任公司财务部副总经理、财务部总经理，现任公司财务总监。

截至2018年3月底，公司共有在编员工42,103人。从教育程度看，具有大专及以上学历的占43.11%，高中及同等学历的占45.27%，初中及以下的占11.62%；从专业构成看，管理人员占2.85%，技术人员占28.82%，车间工人占68.33%。

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，管理经验丰富。

¹ 欧盟通行的关于面料产品的生态环保方面的认证，由瑞士纺织品检定公司签发，认证范围为全毛、毛/羊绒、毛涤精纺面料

4. 外部环境

公司位于山东半岛港口城市—龙口市，是山东省胶东地区经济中心地带，东邻烟台、南靠青岛、西依龙口港、隔海北望大连，贴近沿海制造业基地，交通运输便利。近年来，山东省经济保持高速增长，目前正在实施的“半岛城市群”、“胶东半岛制造业基地”、“山东半岛蓝色经济区”建设提高了该地区对铝型材和纺织服饰等产品的需求。

龙口矿区是中国最大的滨海煤田，主要产品为褐煤，现有煤炭探明地质储量26.8亿吨。矿区内的梁家煤矿、北皂煤矿、洼里煤矿、桑园煤矿和柳海煤矿，年总产能约为500万吨，其中公司参股的柳海煤矿，年生产能力为180万吨。公司东海电厂新建机组位于该矿区附近，有利于公司实现能源的就地转化，大幅降低了公司的电力生产成本。

总体看，公司地理位置贴近下游消费区域；便利的水上交通使原料和产品运输成本优势明显；省内经济的快速发展和丰富的矿产资源为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》等国家有关的法律法规，制定了公司章程，设立了董事会、股东会和监事会。

公司设董事会，董事会是公司的决策机构，向股东会负责，董事由股东会选举产生，由7人组成，其中董事长1名，董事6名。南山村民委员会作为公司实际控制人向公司推荐4名董事会成员，另一股东宋作文向公司推荐3名董事会成员，董事长由董事会选举产生，董事每届任期3年，任期届满，可连选连任。

公司设股东会，是公司的权力机构，股东按照出资比例行使表决权。股东会分为定期会议和临时会议，定期会议每6个月召开一次。

公司设监事会，监事会由3人组成，由股东选举产生；其中1人为监事长，由监事会选举产生；监事每届任期3年，任期届满，可连选连任，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。

2. 管理体制

目前，公司设有办公室、财务部、招标部、总务部、投资管理部等18个职能部门对公司生产经营进行管理，各部门间职责分明，运行情况良好。

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公司董事会决定，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，所有的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。公司推行全面预算管理和资金统管制度，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。

销售管理方面，公司制定了《销售管理制度》，对代理商的发展、管理、奖惩，以及应收账款的管理。制度规范各区域代理商行为，同时充分利用代理商的销售网络渠道和本地化快速服务优势，确保在双赢互利的基础上共同发展。

在安全生产方面，公司严格执行《安全生产法》等法律法规的有关规定，制定了《安全管理制度》；根据自身的生产特点，制订了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列行之有效的安全管理制度，并要求各单位根据自身行业特点，按照国家和地方政府的相关要求，进一步细化和完善相关的安全管理制度，并在工作中严格执行。公司设立安检办，专门负责公司各项工程、生产的安全纪律检查工作，及时纠正生产过程中违章现象，避免和减少事故的发生，确保人身和设备安全。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理体系，内部管理体系较为完善，运作较为规范，管理效率较高，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。

六、经营分析

1. 经营概况

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。2015~2017 年，公司受有色金属、建材板块及贸易板块收入变化影响，公司营业收入波动增长，年均复合增长 12.11%；2016 年，公司实现营业收入 284.84 亿元，同比下降 4.31%；公司实现净利润 29.26 亿元，较上年小幅增长 2.08%。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，同比增长 31.35%，主要系有色金属、建材及贸易板块收入大幅增长所致；实现净利润 30.93 亿元，同比增长 5.69%。

表 2 公司营业收入和毛利率构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	151.17	50.79	13.69	136.04	47.76	23.02	163.99	43.83	22.69
纺织、服饰	27.59	9.27	20.96	15.69	5.51	34.47	16.38	4.38	35.08
电、汽	44.77	15.04	46.25	6.90	2.42	1.91	2.14	0.57	26.89
建筑、房地产	30.62	10.29	31.14	49.40	17.34	28.43	33.32	8.91	22.25
贸易	9.36	3.14	8.96	6.13	2.15	0.69	75.30	20.13	0.29
其他	34.16	11.48	45.57	70.68	24.81	37.66	82.99	22.18	45.41
合计	297.67	100.00	24.57	284.84	100.00	27.23	374.12	100.00	23.75

资料来源：公司提供

注：其他板块包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等业务。

从收入结构来看，2015~2017 年，以铝加工为主有色金属、建材业务和建筑、房地产业务是公司主要的收入来源。2015~2017 年，有色金属、建材收入规模呈波动上升趋势；其中，2016 年，有

色金属、建材收入占当期公司营业收入的比重为 47.76%，同比下降 3.03 个百分点，主要系全年铝均价较上年有所下降所致；2017 年，有色金属、建材收入较上年收入大幅增加，主要系公司进行产品结构调整，加大高附加值产品产销力度，以及铝价回升所致，占当期公司主营业务收入的比重为 45.02%，同比下降 2.74 个百分点。2015~2017 年，纺织服饰板块收入规模呈波动下降趋势；其中，2016 年，纺织服饰板块收入同比下降 43.15% 至 15.69 亿元，主要系调整产品结构，淘汰低端产品产能，相应增加附加值较高的产品所致；2017 年，纺织服饰板块收入较上年变化不大。2015~2017 年，建筑、房地产板块收入规模呈波动上升趋势；其中，2016 年，建筑、房地产板块收入大幅增长 61.35% 至 49.40 亿元，主要系龙口、烟台、青岛等地房地产市场销售回暖导致收入增长所致；2017 年，建筑、房地产板块收入下降 32.55% 至 33.32 亿元，主要系部分在售房地产项目未达到办理竣工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入科目所致；其收入占比较上年下降 8.19 个百分点。2015~2017 年，电、汽板块收入规模呈逐年下降趋势，主要系受公司部分电力资产调整入铝加工板块，导致上网模式改变，由先上网销售再从电网购买，转变为余电上网所致。2015~2017 年，贸易版块收入规模呈波动上升趋势，其中，2017 年贸易版块业务收入上升 11.28 倍至 75.30 亿元，主要系国际贸易增加所致；其收入占比较上年上升 18.52 个百分点，成为公司收入的重要组成部分。其他版块主要包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，近三年其他板块收入增长较快，主要系年内航空收入增长及出售土地和股权所致。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司毛利率波动下降，分别为 24.57%、27.23% 和 23.75%。2016 年公司综合毛利率同比提升 2.66 个百分点，由于年内部分电力资产与有色板块产业链的整合，使得电、汽利润体现在终端有色金属产品上，有色金属、建材板块毛利率上升至 23.02%，较上年提升 9.33 个百分点，同时电、汽板块毛利率降至 1.91%；公司纺织服饰板块毛利率提升至 34.47%，主要系毛利率较高的私人服装定制业务比重加大所致；公司新加坡子公司的 Thoms on Impressions 房地产项目毛利率较低，导致建筑、房地产板块毛利率下降至 28.43%；其他板块整体附加值较高，盈利能力较强，其毛利率为 37.66%。2017 年，公司综合毛利率同比下降 3.44 个百分点，有色金属、建材毛利率同比下降 0.33 个百分点；建筑、房地产毛利率同比大幅下降，一方面是因为部分楼盘推出优惠让利等销售折扣，另一方面是因为建筑材料、人工费用等建造成本逐年上涨；贸易毛利率下降主要系贸易市场竞争的加剧；电、汽业务毛利率大幅上升，主要系销售给周围商铺及居民的零售收入占比较大，从而拉高了平均售价及毛利率。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，同比增长 64.21%，主要系公司贸易规模扩大所致；公司收入仍以有色金属、建材收入为主。公司实现净利润 5.68 亿元，同比增长 2.18%。

总体看，公司经营业务多元化，有助于抵抗单一行业带来的经营风险，以铝加工为主的有色金属、建材业务是公司主要的收入来源，2017 年贸易板块收入大幅增长；近三年公司整体盈利水平有所波动。

2. 有色金属、建材业务

公司有色金属、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主要的收入和利润来源。公司生产的工业型材主要用于航天、军工、船舶、汽车、动车车体、轻轨、地铁等领域，产品涉及铝合金棒材、管材、结构角材（R、双R等）等多种特殊型材；建筑型材主要为铝合金建筑门窗、铝合金幕墙等产品，应用于民用及公共建筑；热轧、冷轧板材产品主要为印刷用高档PS板基板、建筑装饰用板材、易拉罐罐体等板材料；铝箔产品主要为高精度双零铝箔及高档包装类铝箔（如利

乐箔、金卡箔、电缆箔等)。

(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，公司电解铝生产车间产出的铝锭及合金锭等产品也可以灵活地根据下游铝型材、热轧板提供特定规格的合金锭，节约重铸成本；此外，公司将铝型材、冷轧板加工中所剩余的边角切料运回电解铝厂区进行回收利用也减少了将废料当作废旧金属变卖带来的损失。由于公司完整的产业链条，各种经济要素得到优化配置，在铝加工行业具有一定竞争优势。

公司的生产设备主要来自进口，居于行业领先地位，其中，型材挤压设备主要采用德国西马克生产的最新短行程挤压机和550T-2700T不同吨位的挤压设备，具有挤压时间短、自动化程度高、可容纳铝锭长度长和质量稳定等特点；熔铸设备引进美国生产线，并配置了电磁搅拌系统，可生产世界上最大的铝及铝合金扁锭。公司设备先进，使用年限较短，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低。公司有色金属板块以订单式生产为主，产品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品。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，以自用为主。从主要产品的产能来看，近三年，除型材及合金锭外，其他主要产品产能均呈增长趋势。截至2017年底，公司具有39万吨型材、80万吨热轧、70万吨冷轧、7万吨箔轧铝及81.60万吨电解铝深加工能力。

表3 公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨，%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	44	26.91	61.16	44	23.24	52.82	39	18.24	46.77	39	3.61	9.26
热轧卷	60	56.90	94.83	80	73.06	91.33	80	85.10	106.38	80	20.86	26.08
冷轧卷	60	44.89	74.82	70	54.75	78.21	70	55.90	79.86	70	14.37	20.53
铝箔	3	3.21	107.00	3	3.48	116.00	7	5.18	74.00	7	1.25	17.86
合金锭	81.6	83.31	102.10	81.6	84.79	103.91	81.6	83.29	102.07	81.6	20.7	25.37

资料来源：公司提供

注：表中型材产能及产量包括公司生产的铝型材及塑钢型材，产销率计算时各产品销量为自用及外销总和。

随着产业链上游的冷轧生产线生产能力提升至与热轧产能相匹配，2015~2017年，公司铝深加工产能得到释放，公司冷热轧卷生产规模有所扩张，除型材外，其余主要产品产能利用率均维持在较高水平。近年来，各类产品波动趋势有所差异，主要系公司根据下游需求调整产品结构所致。2015~2017年，型材产量持续下降，主要系以前年度型材产品中包含塑钢型材，考虑到塑钢产品材质不属于有色金属建材类，塑钢不在型材产品统计范围内所致。2015~2017年，热轧卷、冷轧卷和铝箔产量逐年增长，主要系冷热轧卷、铝箔产能释放所致。2015~2017年，合金锭产量较为稳定。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。

总体看，公司采取订单式生产模式，相关生产设备自动化程度较高，生产加工能力和可伸缩能力强，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低；目前公司正调整产品结构，未来产品结构将进一步优化，盈利能力有望提高。

（2）原材料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成，其中电力全部源于自有电厂，2016年，公司部分电力资产与有色板块产业链整合，导致电、汽板块利润体现在终端有色金属产品上；煤炭采购主要通过中国神华能源股份有限公司（以下简称“神华能源”）和中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”）的长期供应（签订长期定购合同）。

铝土矿方面，公司铝土矿主要依靠进口。公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。铝土矿价格根据市场价格定期调整，供应相对稳定。2015~2017年，公司铝土矿的定价原则采用年度定价、季度定价、LME3个月期铝价×挂钩率三种不同方式；结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。

低温矿方面，目前以采购矿力拓的低温矿为主，2014年，公司和力拓签订了2015~2016年澳洲低温矿的采购合同，每年采购量为100万吨；2015年初，公司与力拓签订了50万吨低温矿的采购合同；2016年下半年，公司和力拓签订了2017~2019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；2017年年初，公司和力拓签订了50万吨低温矿的采购协议，供货期为2017年下半年；2017年下半年和力拓签订了2018年采购80万吨低温矿的协议。另外，由于液碱价格大幅攀升，为了降低低温线的碱耗，控制生产成本，公司另外签订了2018年30万吨所罗门矿石的采购协议，2018年公司继续进口部分几内亚矿来降低生产成本，以上采购量基本可以满足公司低温生产线的要求。同时，公司也在积极研究全球其他铝土矿市场，其中对几内亚和印尼铝土矿市场进行重点关注，2018年，公司进行了几内亚铝土矿的试单，未来可能会加大对几内亚矿石的采购量；印尼政府可能逐步放开铝土矿的出口，公司正密切关注印尼铝土矿价格变动，未来可能重新开启印尼矿的采购。高温矿方面，公司和力拓在2008年签订的10年高温矿的采购协议将于今年到期，现已与力拓新签订5年高温矿的长期采购协议，以满足公司高温线的正常生产。

2015~2017年，公司铝土矿采购数量波动下降，2016年公司铝土矿采购量较上年下降14.47%，主要系2015年公司铝土矿库存量偏高，2016年为降低库存至正常水平主动减少采购所致；2017年公司铝土矿采购量较上年上升13.60%，主要系2016年消化前期库存的铝土矿，导致2016年的采购量相对较少，17年正常采购所致。2015~2017年，公司铝土矿采购均价呈波动下降趋势，2016年铝价触底反弹后呈震荡上涨趋势，但全年均价较上年有所下降，导致公司铝土矿采购均价同比下降9.16%至337元/吨；2017年铝价呈震荡上涨趋势，全年均价较上年有所上升，导致公司铝土矿采购均价同比上升6.82%至360元/吨。2018年一季度，公司铝土矿采购量为108万吨，采购均价为342元/吨，较上年下降7.02%。

表4 公司铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
采购量	387	331	376	108
不含税均价	371	337	360	342

资料来源：公司提供

总体看，近三年铝土矿采购规模呈波动下降趋势，采购价格呈波动下降趋势；但公司铝土矿对进口依赖程度高，采购集中度高，存在一定汇率波动风险及供应商变动风险。由于2016年以来原铝价格上涨刺激铝土矿价格上行，未来企业铝土矿采购成本可能提高。

（3）产品销售

销售区域方面，公司产品主要销往国内，但出口比重不断提高。公司在国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中地区，销售模式以直销为主（占95%）。国外销售主要集中在欧美和东南

亚，采用直销和经销并行方式，分别占比40%和60%。由于美国是全球最大的铝板带箔的销售市场，公司通过在美国设立销售分公司进行北美市场的开拓，随着近年来开拓力度的加大，公司产品的出口销售额占比逐年提升，近三年出口比例分别为21.00%、27.52%和34.06%。2018年1~3月，公司铝制品出口销售额占比达39.70%。由于人民币兑美元汇率双向波动加剧，汇率走势难以把握，也为企业的经营带来了复杂和不确定性。

产品定价方面，公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值；随着国内有色金属期货市场发展，铝期价对现货市场价格具有较大的参考作用，公司铝产品国内定价一般是将期铝近月平均价格作为销售价格，一方面因为期市价格高度透明，买卖双方都可以接受；另一方面，采用期铝价格可以规避不必要的流程，降低企业成本。铝期价对现货市场价格具有较大的参考作用。

2016年，铝价触底反弹，价格波动上涨，但由于此前铝价下调幅度较大，全年均价较上年仍略有下降，除热轧板产品外，公司其他主要产品售价均有所下降；其中，铝型材和铝箔售价降幅相对明显。2017年，铝价波动上涨，全年均价较上年有所提升，反映到公司具体产品上，2017年公司主要产品售价均有所上升。2018年1~3月，公司主要产品价格较上年有所提高。

表5 公司主要产品销售情况（单位：吨、%、万元/吨）

产品类型	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价
型材	27.22	101.15	2.00	23.37	100.56	1.72	18.26	100.11	2.18	3.72	103.05	2.32
热轧卷	57.55	101.14	1.49	72.32	98.99	1.50	84.40	99.18	1.84	20.63	98.90	1.84
冷轧卷	43.91	97.82	1.79	54.19	98.98	1.72	55.02	98.43	2.09	13.69	95.27	2.20
铝箔	3.24	100.93	2.44	3.45	99.14	2.42	4.92	94.98	2.50	1.25	100.00	2.49
合金锭	83.28	99.96	1.31	84.83	100.05	1.29	88.33	106.05	1.59	22.42	108.31	1.59

资料来源：公司提供

注：上表价格均为含税价

公司各类产品产销率维持在较高水平，与公司订单式生产模式相符。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。2016年、2017年及2018年1~3月，公司前五大客户的销售额合计占比为19.79%、25.01%和19.57%，集中度一般。

结算方式方面，公司国内销售的结算方式主要以现汇（电汇、汇票）为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。账期方面，公司对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。

总体看，公司铝材以订单模式生产，产销率高，客户主要为跨国公司和大型国企，合作关系稳定，销售集中度一般；受铝价波动影响，近三年公司主要产品售价呈波动上升趋势。

3. 纺织、服饰业务

公司纺织业务主要以山东南山纺织服饰有限公司（以下简称“南山纺织”）为经营主体，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，主要产品为精纺呢绒面料和服装。

公司每米面料成本中，羊毛占65%左右。公司羊毛全部从澳大利亚进口，通过市场竞拍。公司购买原材料采用远期信用证结算，结算周期为3~6个月。采购价格方面，近年来公司羊毛采购价格呈逐年上涨趋势，主要系国际羊毛价格上涨所致。

表6 公司澳洲羊毛采购成本情况（单位：万元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
不含税均价	6.91	7.83	10.20	11.70

资料来源：公司提供

2015~2017年，精纺呢绒、服装销量均呈逐年下降趋势，其中2016年精纺呢绒销量降幅较大、2017年服装销量降幅较大，主要系公司减少生产低附加值产品所致。由于公司以订单式生产为主，服装及精纺呢绒产销率保持在较高水平。

表7 公司主要纺织产品产销情况（单位：万米，万套，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	2,622	2,586	98.63	1,590	1,580	99.37	1,551	1,533	98.84	355	336	94.65
服装	207	205	99.03	202	195	96.44	146	167	114.38	31	42	135.48

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司纺织业务外销收入规模逐年下降，内销收入规模波动下降。外销方面，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销至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 公司纺织产品内销及出口情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	17.96	65.10	7.57	48.25	11.00	65.63	2.52	70.19
出口	9.63	34.90	8.12	51.75	5.76	34.37	1.07	29.81
合计	27.59	100.00	15.69	100.00	16.76	100.00	3.59	100.00

资料来源：公司提供

结算方面，公司国内销售的结算方式主要以现汇（电汇，汇票）为主、银行承兑汇票为辅，国外结算方式主要是以现汇为主。

总体看，公司是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，建立了从羊毛原料到精纺呢绒及高档服装的完整的纺织服装产业运作模式，规模优势明显；公司纺织服饰产品主要市场为相对高端的商务需求和稳定的公务需求，板块保持了较为稳定的盈利能力。

4. 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（下称“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（下称“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；南山建筑拥有建筑施工二级资质。公司采用自建自销的经营模式，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。

2015~2017年，公司建筑、房地产业务分别实现营业收入30.62亿元、49.40亿元和33.32亿元。2016年，房地产业务收入46.33亿元，较上年增长147.15%，主要系龙口、烟台、青岛的房地产市场销售回暖所致；建筑、安装业务收入3.07亿元，较上年下降74.12%，主要系承建工程数量减少所致。2017年，房地产业务收入29.82亿元，较上年下降35.63%，主要系部分在售房地产项目未达到办理竣工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入科目所致；建筑、安装业务收入3.49亿元，较上年增长13.72%，主要系工程施工增加所致。毛利率方面，2016年，公司建筑、房地产板块毛利率为28.43%，较上年下降2.71%。2017年，公司建筑、房地产板块毛利率为22.25%，较上年下降6.18%，主要系部分楼盘推出优惠让利等销售折扣，以及建筑材料、人工费用等建造成本上涨所致。

表9 公司房地产业务经营情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
开工面积	54.39	33.72	--
竣工面积	29.41	26.87	26.12
销售面积	43.80	86.34	2.97
确认销售收入	18.75	42.21	9.02

资料来源：公司提供

目前，公司房地产项目主要位于龙口、烟台、青岛、海南等城市。房地产项目主要通过预售方式销售，待开发产品竣工验收并办理移交手续后确认收入（由“预收款项”转为“经营收入”）。公司在建房地产项目主要有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，后续投入将在未来1年完成。

表10 截至2018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	2018年资金投入	资金来源
丹岭云天阁	36,000	7.30	35,549	99	451	自筹
海泰居	105,302	31.09	101,209	96	4,093	自筹
合计	141,302	38.39	136,758	--	4,544	--

资料来源：公司提供

总体看，由于龙口、烟台、青岛的房地产市场销售回暖，2016年该板块收入有所增长；由于部分在售房地产项目未达到办理竣工验收的条件，尚未将预收售楼款结转至销售收入，2017年该板块收入有所下降。

5. 贸易、旅游、航空、金融及教育等其他业务

2015~2017年，公司贸易板块分别实现收入9.36亿元、6.13亿元和75.30亿元，毛利率分别为8.96%、0.69%和0.29%。贸易板块是公司经营业务的有益补充，主要是为自有生产企业以及对外提供贸易、进出口服务为主，贸易经营范围涉及纺织品、服装、家具、建材、化工产品以及代理各类商品、技术的进出口。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一，2017年实现营业收入和营业利润分别为4.76亿元和1.08亿元。公司教育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。教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入。2017年，烟台南山学院实现收入和营业利润分别为2.66亿元和0.50亿元。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、租赁公司等多家金融机构，并投资入股全国性股份制商业银行-恒丰银行和地方性商业银行-烟台银行、龙口市农村商业银行以及中泰证券，公司金融资产较

为优质，发展前景较好。2017年，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）实现营业收入和营业利润分别为2.52亿元和2.46亿元，财务公司为公司融资、资金管理提供了有力的支持，公司融资成本将有望进一步降低。公司航空板块主要由青岛航空运营，近年来发展迅速，2017年实现收入17.18亿元。

总体看，贸易板块主要为自有生产企业提供进出口服务，规模大幅增长但毛利率水平较低；旅游、航空、教育、金融等高附加值业务稳步增长，对整体业务形成了有效补充，多元化的业务设置也分担了一定的市场风险。

6. 在建项目

截至2018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、14,000吨大型精密模锻件项目和印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目；规划总投资为184.95亿元，自筹和外部融资分别占28.03%和71.97%，以外部融资为主；已经累计投入128.80亿元，占预计总投资额的69.75%，未来存在一定资本支出压力。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	自有资金	外部融资	已投资金额	2018 年	2019 年	2020 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	102.00	3.00	3.00	5.00
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	22.03	4.87	--	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	--	--	4.77	14.41	17.67	20.00
合计	184.95	50.60	77.50	128.80	22.28	20.67	25.00

资料来源：公司提供

（1）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113亿元，由公司自筹45亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款68亿元，项目建设期预计4-5年。截至2018年3月底，项目已投资102.00亿元。项目建成后，公司计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益，预计总投资收益率为14.20%。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，联合评级将持续关注该项目的建设进度及相关规划的实际落实情况。

（2）14,000 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14,000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，占总投资的37%，银行贷款9.50亿元，占总投资的63%。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，截至2018年3月底已投入22.03亿元。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。

（3）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，具有铝工业的天然的优越条

件。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，符合我国的国家利益。本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，本项目可以做为公司产业链的补充，将弥补国内项目的不足。

该项目计划建设总投资 56.85 亿元，建设期 3 年，公司子公司南山铝业采用配股方式募集不超过 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 8,769.29 万美元。

总体看，公司在建工程稳步推进，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。公司无拟建项目，在建项目整体投资进度占比 69%，未来存在较大资本支出压力。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 20.57 次、11.82 次和 7.92 次，逐年降低主要系公司加大美国市场的出口力度，账期相对较长，导致应收货款有所增加所致；存货周转次数分别为 1.51 次、1.38 次和 1.73 次，波动上升主要系存货规模波动所致；总资产周转次数分别为 0.31 次、0.26 次和 0.31 次。

总体看，近三年，公司经营效率一般。

8. 经营关注

（1）目前，公司主要原材料铝土矿主要通过进口获得，2017 年，铝土矿的价格呈上升趋势。若未来原材料价格继续大幅波动，或原材料价格上涨无法完全向下游转移，将会降低公司主营业务利润率，对公司经营造成不利影响。

（2）公司建筑、房地产业务 2017 年签约销售面积较上年大幅下降，若未来签约销售面积继续下降，将会对公司经营造成不利影响。

（3）目前，公司出口规模较大，进入 2017 年后，公司贸易业务整体毛利率水平低，削弱了公司的整体盈利水平。

（4）公司铝板块生产过程涉及“三废”处理，可能存在一定的环保风险；另外，在火力发电及电解铝生产过程中涉及高温、高压电，可能存在一定的安全风险。

（5）公司在建项目后续投资规模较大，未来可能存在较大的资本支出压力。

9. 未来发展

公司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；形成以工业、金融、地产、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，把公司发展成为一个具有较强核心竞争力的大型跨国集团。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行，长期发展空间广阔。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015 年度财务报告，经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016~2017 年财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。公司 2018 年一季度财务报告未经审计。公司执行最新的《企业会计准则》。

2015 年，公司纳入财务报表合并范围的子公司 29 家，较 2014 年减少 3 家、增加 2 家，新增上海鲁润资产管理有限公司和山东南山电力销售有限公司，减少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。截至 2016 年底，公司纳入财务报表合并范围的一级子公司 29 家，与 2015 年底相比减少 1 家、增加 1 家，减少 1 家为烟台南山博文服饰有限公司被子公司南山纺织吸收合并，增加 1 家为取得 Nanshan Group Singapore Co.Pte Led 经营控制权，并入合并范围。截至 2017 年底，公司纳入财务报表合并范围的子公司与 2016 年底相比，增加 3 家、减少 2 家，增加 3 家分别为龙口祥瑞达投资有限公司、上海胶润国际贸易有限公司和新疆南山丝路商务服务有限公司；减少 2 家分别为龙口市南山纺织总厂和龙口市南山精纺呢绒总厂。总体看，公司合并报表范围变动不大，财务数据连续性和可比性较好。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,246.06 亿元，负债合计 648.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 597.38 亿元，归属于母公司的所有者权益 400.53 亿元。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，净利润（含少数股东损益）30.93 亿元，归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.98 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,248.69 亿元，负债合计 646.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 602.39 亿元，归属于母公司的所有者权益 403.88 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.90 亿元。

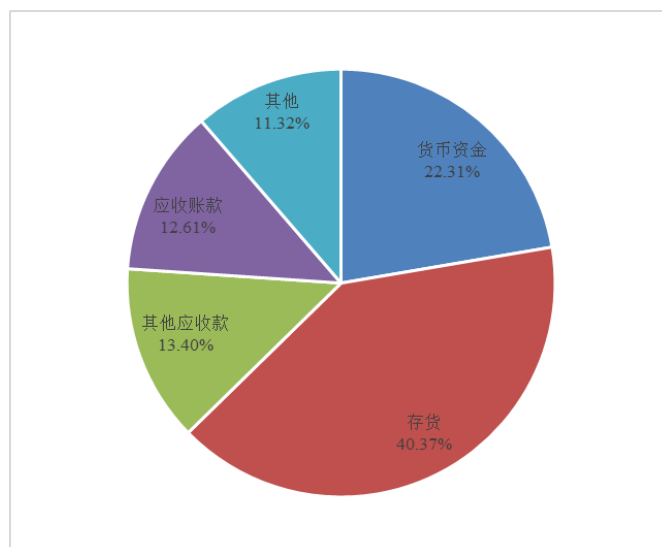
2. 资产质量

2015~2017 年，随公司经营规模不断扩大，资产规模呈持续增长态势，年均复合增长 11.39%，流动资产和非流动资产均有所增长。截至 2017 年底，公司资产合计 1,246.06 亿元，较年初增长 7.40%，主要来自于流动资产及非流动资产的共同增长。其中，流动资产 451.37 亿元（占 36.22%），非流动资产 794.70 亿元（占 63.78%），资产结构以非流动资产为主，符合公司经营特点。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年快速增长，年均复合增长 16.64%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 451.37 亿元，较年初大幅增长 10.24%，主要系存货和其他应收款增加所致；流动资产主要由货币资金（占 22.31%）、应收账款（占 12.61%）、其他应收款（占 13.40%）和存货（占 40.37%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 0.79%。截至 2016 年底，公司货币资金 129.68 亿元，较年初增长 30.84%，主要系年内公司完成多笔公司债及中期票据的发行所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 100.69 亿元，较年初大幅减少 22.35%，主要系信用证保证金、银行承兑汇票保证金减少所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 87.69%）和其他货币资金（占 12.11%）构成；其中，货币资金受限金额为 12.19 亿元，占 12.11%。

2015~2017 年，公司应收账款账面价值呈逐年增长态势，年均复合增长 113.83%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 33.45 亿元，较年初增长 168.83%，主要系公司加大美国市场的出口力度，账期相对较长，导致应收货款有所增加所致。截至 2017 年底，公司应收账款为 56.89 亿元，较年初大幅增长 70.09%，主要系公司销售收入增加所致。公司应收账款计提的坏账准备包括按组合计提坏账准备和单项金额虽不重大但单项计提坏账准备，分别为 2.63 亿元和 66.00 万元，综合计提比例为 4.43%。其中，期末按组合计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内占比 80.49%，1~2 年的占比 17.86%，其余为 2 年以上，公司应收款账龄集中在 1~2 年内。截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收账款合计 19.44 亿元，占应收账款余额的 32.66%，集中度一般。

2015~2017 年，公司其他应收款呈逐年增长态势，年均复合增长 148.33%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 46.74 亿元，较年初大幅增长 376.56%，主要系应收土地转让款及股权转让款增加所致；截至 2017 年底，公司其他应收款为 60.49 亿元，较年初大幅增长 29.40%，主要系与联营企业往来款增加所致。公司其他应收款主要由土地转让款、股权转让款及往来款构成，账龄在 1 年以内的 57.62%，1~2 年的占比 27.73%，2~3 年的占比 1.51%，其 3 年以上的占比 13.14%，公司其他应收款账龄集中在 1~2 年内；累计计提坏账准备 0.78 亿元，计提比例 1.27%。截至 2017 年底，公司其他应收款前五名占比 42.61%，欠款方集中度虽然较去年下降，但仍处于较高水平。整体看，公司其他应收款规模较大且部分账龄较长，坏账准备计提比例较低，集中度较高，存在一定的资金占用及回收风险。

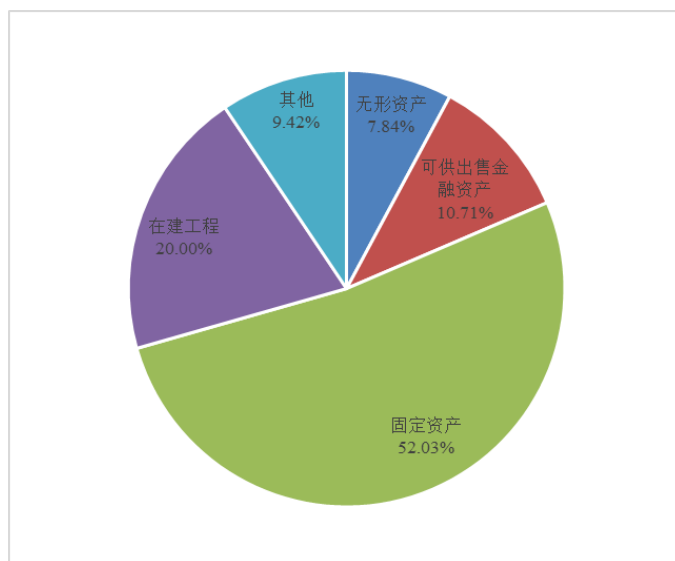
2015~2017 年，公司存货呈波动增长态势，年均复合增长 9.43%。由于公司形成铝产品全产业链，产业链占用资金规模大，使得存货规模始终保持在较高水平。截至 2016 年底，公司存货账面价值 146.38 亿元，较年初下降 3.79%。截至 2017 年底，公司存货为 182.20 亿元，较年初大幅增长 24.47%，主要系随着公司铝产业链的延长加深，公司生产中的在产品及产成品相应增加所致。存货

主要由原材料（占 14.32%）、库存商品（占 31.13%）和在产品（占 54.17%）构成。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 1.22 亿元。考虑到近年来铝产品价格持续波动，公司存货存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 8.70%，其中截至 2017 年底，公司非流动资产合计 794.70 亿元，较年初增长 5.85%，主要系固定资产大幅增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 10.71%）、固定资产（占 52.03%）、在建工程（占 20.00%）和无形资产（占 7.84%）构成。

图 9 截至 2017 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产呈波动减少态势，年均复合减少 0.65%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 79.58 亿元，较年初下降 7.67%，主要系公司对烟台银行股份有限公司持股比例达到具有重大影响，将该公司股份转入长期股权投资所致；截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 85.08 亿元，较年初增长 6.91%，主要系对深圳磐石千和新材料及高端装备投资合伙企业（有限合伙）和维珍澳大利亚控股有限公司的投资变动所致；公司可供出售金融资产主要由按成本计量的可供出售权益工具和按公允价值计量的可供出售权益工具构成，占比分别为 49.61%和 30.53%，其余为可供出售债务工具及其他金融资产。

2015~2017 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 17.49%，主要系公司重大在建项目逐步完工转入以及新购置房屋及建筑物所致。截至 2017 年底，公司固定资产为账面价值为 413.50 亿元，较年初大幅增长 10.96%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 44.08%）、机器设备（占 47.40%）和运输等其他设备（占 8.53%）构成。公司固定资产累计折旧 184.29 亿元，计提减值准备 51.30 万元，成新率 69.17%，成新率一般。

2015~2017 年，公司在建工程呈逐年减少态势，年均复合减少 16.87%，主要系重大在建项目建成转固所致。截至 2017 年底，公司在建工程为 158.90 亿元，较年初大幅减少 18.50%，主要系部分铝制品生产条线完工转入固定资产科目所致。公司在建工程中铝热工程 17.42 亿元，东海开发项目 120.47 亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、妃姆岛配套及公共设施项目），其他技改工程 21.01 亿元；未计提减值准备。

2015~2017 年，公司无形资产呈逐年增长态势，年均复合增长 26.93%，主要系土地使用权增长所致。截至 2017 年底，公司无形资产为 62.34 亿元，较年初大幅增长 12.11%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要系土地使用权（占 99.86%），所有土地使用权均已取得土地许可证，其余部分为软件、商标权及其他。截至 2017 年底，累计摊销 12.87 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 1,248.69 亿元，较年初增长 0.21%。其中，流动资产占 36.29%，非流动资产占 63.71%，较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有权受限制的资产共计 76.19 亿元，占公司总资产的 6.10%，受限比例低。其中：货币资金 15.01 亿元，主要为信用证、银行承兑汇票等保证金；房产及土地 58.18 亿元、海域使用权 0.30 亿元、上市公司股权 2.7 亿元作为部分银行借款、发债的抵押或质押资产。

总体看，近年来公司资产规模较大且不断增长；货币资金比较充足，流动资产中存货占比较高，存在一定跌价风险，应收账款和其他应收款金额较大，对资金占用较为明显；非流动资产中，固定资产和在建工程占比较大，固定资产成新率一般；公司资产整体流动性一般，整体资产质量尚可。

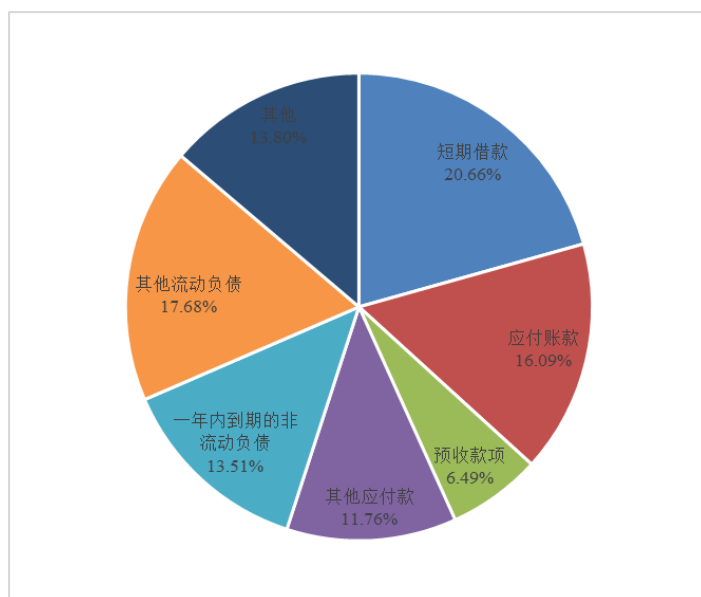
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2015~2017 年，伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 18.70%。截至 2017 年底，公司负债规模合计 648.68 亿元，较年初增长 9.97%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 348.32 亿元（占 53.70%），非流动负债 300.36 亿元（占 46.30%），负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 18.19%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 348.32 亿元，较年初增长 12.62%；流动负债主要由短期借款（占 20.66%）、应付账款（占 16.09%）、预收款项（占 6.49%）、其他应付款（占 11.76%）、一年内到期的非流动负债（占 13.51%）和其他流动负债（占 17.68%）构成。

图 10 截至 2017 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 5.24%，截至 2016 年底，公司短期借款 49.48 亿元，较年初下降 23.84%，主要系年内公司完成多笔公司债的发行，置换短期债务所

致；截至 2017 年底，公司短期借款为 71.95 亿元，较年初大幅增长 45.43%，主要系公司本期经营借款增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占 27.52%）、质押借款（占 10.96%）及保证借款（占 54.13%）构成。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 23.32%。截至 2016 年底，公司应付账款 71.39 亿元，较年初增长 93.70%，主要系应付原材料款增加所致；截至 2017 年底，公司应付账款为 56.05 亿元，较年初大幅减少 21.48%，主要系应付材料款减少所致。公司应付账款主要为应付原材料、机器设备和零部件采购款。

公司预收款项以房地产业务预售楼款为主。2015~2017 年，公司预收款项呈逐年减少态势，年均复合减少 35.33%，主要系公司预收账款结转收入所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 22.59 亿元，较年初大幅减少 47.96%。

2015~2017 年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 104.08%，主要系往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 40.98 亿元，较年初大幅增长 79.04%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负分别为 0 元、16.81 亿元、47.07 亿元。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 47.07 亿元，较年初大幅增长 179.97%，主要系一年内到期的应付债券规模较大所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 15.80%，主要系公司为满足资金需求，完成多笔短期融资券、超短期融资券的发行所致。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 61.60 亿元，较年初增长 1.37%；其他流动负债主要由短期应付债券构成。

2015~2017 年，公司非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 19.31%。截至 2017 年底，公司非流动负债 300.36 亿元，较年初增长 7.04%；公司非流动负债主要由长期借款（占 29.49%）和应付债券（占 62.90%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款呈波动减少态势，年均复合减少 3.55%。截至 2016 年底，公司长期借款 76.98 亿元，较年初下降 19.14%，主要系部分长期借款到期转入一年内到期的非流动负债，同时，公司通过发行公司债及中期票据满足资金需求，减少新增长期借款所致；截至 2017 年底，公司长期借款为 88.57 亿元，较年初大幅增长 15.05%，主要系公司调整债务结构，加大长期借款比重所致；其中担保借款占 44.84%，信用借款占 16.30%，抵押、保证借款占 35.85%。就公司长期借款的时点集中情况看，2019 年到期 11.38 亿元，2022 年到期 31.38 亿元，存在一定集中偿付压力。

2015~2017 年，公司应付债券呈增长态势，年均复合增长 32.93%。截至 2016 年底，公司应付债券 188.93 亿元，较年初大幅增加 76.71%，主要系公司为调整债务结构、置换短期债务并满足公司运营资金需求，发行多笔公司债券及中期票据所致；截至 2017 年底，公司应付债券为 188.92 亿元，较年初基本保持稳定。公司应付债券中，2018 年到期 32 亿元，2019 年到期 40 亿元，2020 年到期 25 亿元，2021 年到期 80 亿元，其中 2021 年的偿债规模较大。

2015~2017 年，公司长期应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 51.46%，主要系融资租赁款增长所致。截至 2017 年底，公司长期应付款账面价值为 13.95 亿元，较年初大幅增长 24.39%。

随着经营规模的不断扩大和重大在建工程的陆续投入，为满足资金需求，公司全部债务持续增长。2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 16.81%。截至 2017 年底，公司全部债务为 480.62 亿元，较年初大幅增长 11.46%。其中，公司短期债务为 194.17 亿元（占 40.40%），较年初大幅增长 26.67%，主要系短期借款以及一年内到期的非流动负债增加所致；公司长期债务为 286.45 亿元（占 59.60%），较年初增长 3.07%，公司债务结构以长期债务为主。公司长期债务主要为长期借款和应付债券，相关长期债务存在一定的集中偿付压力。从债务指标方面看，2015~2017 年，公司

资产负债率分别为 45.84%、50.84%和 52.06%；公司全部债务资本化比率分别为 39.30%、43.05%和 44.58%；公司长期债务资本化比率分别为 27.68%、32.76%和 32.41%。整体看，近三年公司债务水平较为稳定，且处于合理水平，但整体规模较大，且存在一定的集中偿付压力。

截至 2018 年 3 月底，公司负债规模合计 646.30 亿元，较年初减少 0.37%，其中流动负债 347.45 亿元（占 53.76%），非流动负债 298.85 亿元（占 46.24%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 51.76%、44.35%和 31.77%，债务负担较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 480.09 亿元，较年初变化不大。其中，公司短期债务为 199.56 亿元（占 41.57%），较年初增长 2.77%；公司长期债务为 280.53 亿元（占 58.43%），较年初下降 2.07%，公司债务结构仍以长期债务为主。

总体看，随业务规模扩大，公司负债规模相应增长，全部债务规模持续增长；公司债务以长期债务为主，债务负担处于适中，但整体规模较大，且存在一定集中偿付压力。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 4.80%，主要系未分配利润增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 597.38 亿元，较年初增长 4.74%，其中归属于母公司所有者权益合计 400.53 亿元，其中未分配利润所占比重较大（84.14%），实收资本、资本公积和盈余公积所占比重分别仅为 2.50%、2.37%和 10.42%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 602.39 亿元，较年初增长 0.84%，其中归属于母公司的所有者权益占 67.05%，较年初变化不大。

总体看，近三年公司所有者权益逐年增长，所有者权益结构稳定性弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈波动增长态势，年均复合增长 12.11%。2016 年，公司实现营业收入 284.84 亿元，较上年减少 4.31%，主要系受铝均价持续下降及相关业务板块整合所致。2017 年，公司实现营业收入 374.12 亿元，较上年大幅增长 31.35%，主要系贸易业务收入大幅增加所致。2015~2017 年，公司营业利润呈逐年增长态势，年均复合增长 5.64%；公司净利润呈逐年增长态势，年均复合增长 3.87%。2017 年，实现利润总额 43.63 亿元，同比增长 22.94%；实现净利润 30.93 亿元，同比增长 5.69%，其中归属于母公司所有者的净利润 20.85 亿元。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 9.70%，主要来自于管理费用及财务费用的增长。2017 年，公司期间费用 44.08 亿元，其中管理费用、财务费用和销售费用分别占比 38.41%、34.77%和 26.82%。2015~2017 年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长 7.70%。2016 年公司管理费用总额 16.14 亿元，同比增长 10.53%，主要系管理人员工资支出增加所致；2017 年，公司发生管理费用总额 16.93 亿元，同比增长 4.94%。2015~2017 年，公司财务费用呈波动增长态势，年均复合增长 15.21%。2016 年，公司财务费用 11.51 亿元，较上年变化不大；2017 年，财务费用 15.33 亿元，同比增长 33.21%，主要系利息支出增加所致。2015~2017 年，公司销售费用呈波动增长态势，年均复合增长 6.16%。2016 年，公司销售费用为 12.27 亿元，较上年大幅增长 16.96%，主要系运输费和市场推广费增加所致。2017 年，公司销售费用为 11.82 亿元，较上年减少 3.64%。

2015~2017 年，公司所取得的投资净收益呈波动减少态势，年均复合减少 11.34%。2016 年，公司实现投资收益合计 3.23 亿元，较上年大幅增长 313.11%，主要系获得烟台银行投资收益 1.63 亿元以及转让青岛海阁置业公司、青岛海轩置业公司、青岛海澜置业公司股权获得投资收益 0.70 亿元所

致。2015~2017 年，公司投资收益占营业利润的比例分别为 2.37%、9.63%和 1.67%，对公司营业利润的贡献不大。2015~2017 年，公司资产减值损失呈逐年增长态势，年均复合增长 264.46%，2017 年，公司资产减值损失合计 3.51 亿元，较上年大幅增长 89.05%，主要系坏账损失增加所致。

2015~2017 年，公司所取得的营业外收入呈逐年增长态势，年均复合增长 149.11%。2017 年，公司所取得的营业外收入为 7.60 亿元，较上年大幅增长 189.85%，主要系财政局扶持基金以及航空扶持基金大幅增加所致。2015~2017 年，公司营业外收入占利润总额的比例分比为 3.65%、8.04%和 17.41%，对公司利润总额贡献程度上升较快。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率基本维持稳定，分别为 23.21%、25.31%和 22.36%，呈波动下降态势；公司总资本收益率分别为 4.95%、5.01%和 4.95%，基本维持稳定；公司总资产报酬率分别为 4.88%、4.96%和 5.34%，呈逐年上升态势；公司净资产收益率分别为 5.68%，5.25%和 5.30%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.89 亿元，同比增长 64.21%，主要系公司加大产品产销力度，同时伴随铝价的回升，导致有色金属、建材收入大幅增加；实现净利润 5.68 亿元，同比增长 2.18%，其中归属于母公司所有者的净利润 3.70 亿元。

总体看，受铝价回升、公司加大产销力度以及贸易业务扩张的影响，公司的收入规模有所增长，整体盈利规模和盈利能力保持在较高水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入规模呈波动增长态势，年均复合增长 1.90%。2016 年，公司经营活动现金流入规模为 247.21 亿元，同比大幅减少 20.92%，主要系铝价下跌，收到的现金减少所致。2017 年，公司经营活动现金流入小计为 324.59 亿元，较上年大幅增长 31.30%，主要系铝价上涨，收到的现金增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出小计呈波动增长态势，年均复合增长 7.67%。2016 年，公司经营活动现金流出小计为 215.77 亿元，同比大幅减少 21.73%，主要系公司压缩库存，采购原料减少导致的现金流出减少所致。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 319.55 亿元，同比大幅增长 48.10%，主要系采购原料现金流出增加所致。综上影响，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 36.94 亿元、31.44 亿元和 5.03 亿元，呈逐年减少态势。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 102.81%、83.62%和 80.91%，呈逐年下降态势，主要系销售收入逐年增加导致应收账款同增，从而影响销售商品、提供劳务收到的现金流入减少所致，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入规模较小，主要为购买银行理财产品到期收回的购买资金。2015~2017 年，公司投资活动现金流入规模呈逐年增长态势，分别为 19.57 亿元、26.47 亿元和 38.80 亿元，年均复合增长 40.81%。公司投资活动现金流出规模较大，主要为在建工程项目中构建固定资产和其他长期资产支付的现金。近三年公司投资活动现金流出分别为 75.48 亿元、72.99 亿元和 108.87 亿元。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金净额分别为-55.91 亿元、-46.52 亿元和-70.07 亿元，均呈净流出规模，且流出规模波动增长。

从筹资活动来看，近年来随着公司在建项目投资规模的扩大，公司通过银行借款及发行债券等方式进行融资，导致筹资活动现金流入规模呈快速增长趋势，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入年均复合增长 18.98%。2016 年，公司筹资活动现金流入为 292.83 亿元，同比大幅增长 34.89%。2017 年，公司筹资活动现金流入为 307.32 亿元，同比增长 4.95%。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出小计呈波动增长态势，年均复合增长 20.24%。2016 年，公司筹资活动现金流出小计为 248.89

亿元，同比大幅增长 44.87%，主要为偿还债务导致的现金流出。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 248.38 亿元，同比减少 0.21%。综上影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金净额分别为 45.28 亿元、43.94 亿元和 58.95 亿元，呈波动增长态势。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净额为 3.37 亿元，投资活动现金净额为-11.37 亿元，筹资活动现金净额为 2.68 亿元。

总体看，公司经营活动现金流持续呈净流入状态，但净流入规模持续下降，收入实现质量一般；近年公司在建项目规模大，经营活动现金流无法满足投资活动需求，考虑到公司的长期债务占比较大，公司未来仍存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.33 倍、1.32 倍和 1.30 倍，呈逐年下降态势。2015~2017 年，公司速动比率分别为 0.72 倍、0.85 倍和 0.77 倍，呈波动上升态势。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 0.77 倍、0.94 倍和 0.61 倍，呈波动下降态势，对短期债务的覆盖程度波动减弱；2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 14.81%、10.17%和 1.45%，呈下降趋势，主要系公司经营现金流量下降与流动负债增加所致。整体看，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 68.87 亿元、85.25 亿元和 94.17 亿元，呈逐年上升态势，年均复合增长 16.94%；截至 2017 年底，公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 46.33%），计入财务费用的利息支出（占 21.87%），折旧（占 29.36%），以及摊销（占 2.44%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比均为 0.20 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.26 倍、4.13 倍和 3.72 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度较高，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼事项。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司及其子公司银行授信总额为 664.27 亿元，已使用 237.50 亿元，未使用 426.78 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。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1037068100009930L），截至 2018 年 6 月 5 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。

总体看，公司现金类资产较为充足，长期偿债能力较强；公司间接融资渠道畅通。未来随着公司投资项目的投产运营，公司整体偿债能力有望继续增强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额为 480.09 亿元，本期拟发行公司债规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），假设本期公司发行债券 20 亿元，分别占公司全部债务和长期债务的 4.17%和 7.13%，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度规模一般。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，在其它因素不变的情况下，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为上升 0.76 百分点、1.01 百分点和 1.51 百分点至 52.52%、45.36%和 33.28%，债务负担将明显加重。考虑到本次债券发行后，部

分募集资金拟用于偿还公司债务，公司实际债务水平将低于上述预测值，债务结构将有所改善。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 94.17 亿元，约为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 4.71 倍，EBITDA 对本期债券的保障程度高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入 324.59 亿元，约为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 16.23 倍，公司经营活动现金流入规模大，对本期债券覆盖程度高。公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额 5.03 亿元，约为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 0.25 倍，公司经营活动现金净流量规模小，对本期债券覆盖程度低。

综合以上分析，并考虑到公司作为以铝深加工为主、多元化发展的大型企业，在行业地位、技术水平等方面具有较强的竞争优势，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入对本期债券覆盖程度较高，未来，随着公司重大在建工程的陆续投产，公司收入及利润规模有望进一步增长，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

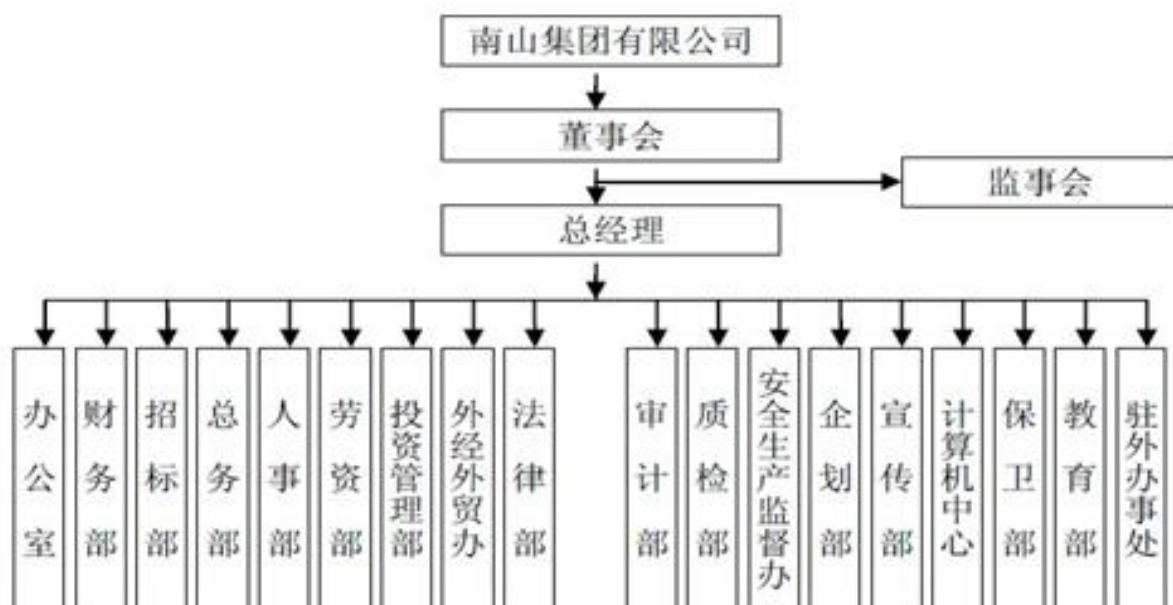
九、综合评价

公司作为国内以铝深加工为主，以电力、房地产、贸易、旅游、金融、教育、航空等产业为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团，在行业地位、产业链完整度、技术水平、业务多元化等方面具备较强的竞争优势；以此优势为基础，公司近年业务发展相对平稳，营业收入和利润规模保持在较高水平，现金类资产充足，经营活动净现金流状况良好。同时，联合评级也关注到近年来铝产品加工业对进口原料依赖程度高，受铝土矿价格及汇率波动影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，公司整体发展态势良好，主营业务盈利能力较强，完整的产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，并有助于公司及时调整产品结构以满足下游需求，维持产品的市场占有率。同时，多产业板块综合布局也有助于公司降低单一业务经营风险。未来随着多个重大项目的投产及公司产品结构的调整优化，公司经营状况仍将保持良好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 南山集团有限公司
组织结构图



附件 2 南山集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,004.27	1,160.24	1,246.06	1,248.69
所有者权益（亿元）	543.91	570.35	597.38	602.39
短期债务（亿元）	144.01	153.29	194.17	199.56
长期债务（亿元）	208.20	277.91	286.45	280.53
全部债务（亿元）	352.22	431.20	480.62	480.09
营业收入（亿元）	297.67	284.84	374.12	92.89
净利润（亿元）	28.66	29.26	30.93	5.68
EBITDA（亿元）	68.87	85.25	94.17	--
经营性净现金流（亿元）	36.94	31.44	5.03	3.37
应收账款周转次数（次）	20.57	11.82	7.92	--
存货周转次数（次）	1.51	1.38	1.73	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.26	0.31	0.07
现金收入比率（%）	102.81	83.62	80.91	98.83
总资本收益率（%）	4.95	5.01	4.95	--
总资产报酬率（%）	4.88	4.96	5.34	--
净资产收益率（%）	5.68	5.25	5.30	0.95
营业利润率（%）	23.21	25.31	22.36	14.77
费用收入比（%）	12.31	14.01	11.78	8.21
资产负债率（%）	45.84	50.84	52.06	51.76
全部债务资本化比率（%）	39.30	43.05	44.58	44.35
长期债务资本化比率（%）	27.68	32.76	32.41	31.77
EBITDA 利息倍数（倍）	4.26	4.13	3.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.20	0.20	--
流动比率（倍）	1.33	1.32	1.30	1.30
速动比率（倍）	0.72	0.85	0.77	0.78
现金短期债务比（倍）	0.77	0.94	0.61	0.59
经营现金流负债比率（%）	14.81	10.17	1.45	0.97
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.44	4.26	4.71	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、短期融资券已计入短期债务、融资租赁款已计入长期债务。

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
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%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 南山集团有限公司 2018年公开发行公司债券（第二期）跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，每年南山集团有限公司年报出具后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南山集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南山集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南山集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现南山集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（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，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南山集团有限公司、监管部门等。

