

信用等级公告

联合[2015] 2613 号

联合资信评估有限公司通过对南山集团有限公司信用状况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
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十八日



南山集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	980.86
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	535.60
长期债务(亿元)	138.19	200.08	214.42	210.26
全部债务(亿元)	215.40	276.57	327.24	334.89
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	210.45
利润总额(亿元)	46.34	47.41	43.87	23.55
EBITDA(亿元)	68.67	76.05	77.02	--
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	20.47
净资产收益率(%)	10.51	9.70	8.20	--
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	45.43
全部债务资本化比率(%)	35.86	39.54	41.32	38.49
流动比率(%)	154.18	162.51	140.75	146.84
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	3.64	4.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.09	13.92	7.66	--

注: 1. 2015 年三季度财务数据未经审计;

2. 向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务;

3. 公司于 2013 年发行的 10 亿元短期融资券、2014 年发行的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年发行的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、两期 10 亿元超短期融资券和 10 亿元中期票据均已计入全部债务。

分析师

王叶笛 孔祥一

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

南山集团有限公司(以下简称“公司”)是一家以铝深加工为主,纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在行业地位、产业链完整度、技术水平等方面具备的竞争优势。同时,联合资信也关注到行业周期性波动、铝制品和服装业务主要原材料依赖进口、房地产业务受外部环境影响较大以及有息债务大幅增长等因素对公司经营可能产生的不利影响。

近年来,公司已经形成了多元化发展的业务格局,铝加工业务的完整产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险,同时铝产品结构的调整优化有助于适应下游消费结构的变化趋势。未来,公司有望继续凭借规模优势保持稳定经营态势,联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业,在行业地位、产业链完整度、技术水平、生产效率等方面具备明显优势。
2. 公司铝加工板块拥有“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链,抗风险能力很强。
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. 近年来,公司收入规模和利润水平平稳,主营业务盈利能力较好。

关注

1. 中国铝土资源对外依存度大,而中国铝加工行业集中度低,议价能力弱,印尼的铝

土矿限制出口政策对公司成本有一定影响，未来仍将面临原料成本上涨以及政策风险。

2. 房地产行业受国家调控影响景气度下滑，公司房地产业务投资规模较大，联合资信将密切关注其资金回流情况。
3. 公司业务板块较多，行业间关联度不高，存在一定的经营风险和管理风险。
4. 公司人工岛项目投入规模大，经营模式和收回投资安排尚具有不确定性。
5. 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性偏弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与南山集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南山集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南山集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南山集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、南山集团有限公司主体长期信用等级自 2015 年 12 月 28 日至 2016 年 12 月 27 日有效；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。

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村民委员会出资50万元组建了烟台南山集团公司，先后兴建了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂、旅游公司等实体企业。1999年9月，公司控股子公司山东南山铝业股份有限公司（证券代码：600219，以下简称“南山铝业股份”）在上海证券交易所上市。2000年以来，公司在北部海滨区开发东海经济园区项目，逐步实现规模化生产和集约化经营，使公司规模和现代化水平获得较快提升。2006年9月，公司注册资本增至10亿元。2009年3月，经龙口市人民政府批准，设立南山集团有限公司，注册资本10亿元。截至2015年9月底，公司注册资本10亿元，其中南山村村民委员会占51%，宋作文占49%。公司的实际控制人是南山村民委员会。

公司业务以铝加工为主，经营范围包括：铝锭、铝型材系列、毛纺织系列、服装系列、板材系列、宾馆、酒店、能源、游乐、建筑、企业生产的铝型材制品、板材家具、纺织品、服装、进出口商品、企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件和相关技术；加工、销售、管理服务；园艺博览、文化艺术交流、房地产开发经营、仓储（不含危险化学品）、黄金销售；海产品养殖；房屋、土地、设备的租赁。公司本部下设办公室、财务部、审计部等18个职能部门。截至2015年9月底，公司共拥有包括南山铝业股份在内的全资、控股子公司30家。

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

截至2015年9月底，公司合并资产总额980.86亿元，所有者权益535.27亿元（含少数股

东权益190.83亿元）；2015年1~9月实现营业收入210.45亿元，实现利润总额23.55亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

二、宏观经济和政策环境

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

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比

增长7.8%。全国一般公共财政支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

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

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

三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于铁的金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国

民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，中国现已成为世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。

得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。受铝土矿对外依存度大和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合电解铝和铝加工的一体化企业通常具备较强的盈利能力和抗市场波动能力。

2. 上游原材料

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占35%-40%，用电成本约占40%-45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

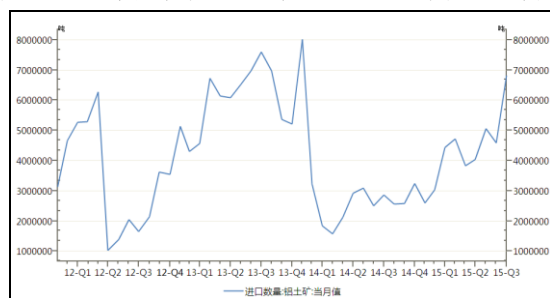
根据美国地质调查局（USGS）数据，全球铝土矿储量约283亿吨，储采比高达130倍左右，主要集中在几内亚、澳大利亚、巴西三大巨头，合计储量占全球的57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的3%左右，但产量却占全球总产量的17%左右，静态储采比仅有21年，资源储量与开采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。

由于中国氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加

大，目前中国所需铝土矿约60%来自进口，而源自印尼的进口量占进口总量的比重达到60%~70%。根据海关总署数据，2013年，中国铝土矿进口总量为7007万吨，同比增加78.7%，迅猛增长，主要由于印尼表示2014年将限制原矿出口，国内企业增加备货以及印尼矿商加大出口力度所致。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。自印尼宣布禁令以来，中国铝企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，包括拓宽印尼以外的进口原材料渠道、利用在印尼建设精炼厂（由于印尼政府规定如果在当地具有氧化铝生产能力的厂商，可以继续出口氧化铝）的方式来换取铝的出口配额等，显示出我国氧化铝企业更加多元化的进口策略，避免因一国的供应不足或限制，影响氧化铝生产。2014年，受印尼执行矿石出口禁令的影响，国内铝土矿进口量大受影响，全年进口量3628万吨，同比下降48.3%，其中澳洲对中国的铝土矿出口增加9.5%，成为中国最大的供应国。2015年1~9月，中国铝土矿进口量为3892.66万吨。

由于此前国内生产商已囤积大量库存，短期内该禁令不会产生较大影响；但长远来看，此举迫使中国铝生产商们开始改变其运营模式，以减少对印尼矿石的依赖。

图1 2012年以来中国铝土矿进口量（单位：吨/月）



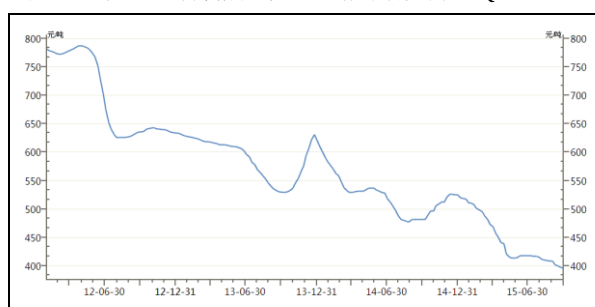
资料来源：wind资讯

未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，未来国际铝土矿价格的走高将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。2012年起，受宏观经济

增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至2014年12月31日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为525元/吨，较2012年12月26日的634元/吨下降约17.19%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。2015年以来煤炭价格较2014年继续下跌，截至2015年9月30日，中国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格为396元/吨。

图2 综合平均价格指数：环渤海动力煤（Q5500K）



资料来源：wind资讯

3. 市场供求情况

产品供给情况

电解铝方面，中国原铝产量约占全球40%，近年来国际原铝产量的增长主要来自中国。中国电解铝行业产能连续多年存在产能过剩问题。2013年，中国电解铝产能继续增长，产能达3032万吨；截至2014年底，中国电解铝产能增长至3525万吨，现有的产能明显超过“十二五”规划提出的2015年底保有电解铝2500万吨产能的规划。2014年，中国电解铝产量合计2438.20万吨，同比增长7.69%。从铝上市公司公布的业绩来看，受整体宏观经济形势影响，行业内企业亏损情况有所加剧，但与此相反的是中国新增产能的规划和建设、原有产能的恢复仍在进行。截至2015年9月，中国电解铝累计产量2378.15万吨，累计同比增长12.01%。

总体看，全球经济增长的不确定性和中国经济增速的放缓并未对中国原铝产量增长构成较大影响，中短期内供过于求的市场态势不会改变。

铝材方面，铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域；铝板带材主要用于印刷业（PS/CTP 版基）、罐体罐盖料、建筑装饰板等；铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。根据有色金属协会统计，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占50%左右，其次为板带箔材，约占30%，其余为铸压件。

近年来，随着国内固定资产投资的快速增长和工业的高速发展，对铝材形成大量消费需求，带动铝材生产进入高速增长期。2012年，汽车、房地产、建筑等主要铝材消费行业需求不振，主要铝型材生产企业开工率普遍下降，中国铝材产量增速相比2011年大幅下滑，为15.90%。2013年，受房地产投资、基建投资及汽车产销量的增速均有回升的拉动，铝材订单量出现增长，中国铝材产量增速重新回到25%以上，全年产量达3962.42万吨。2014年产量为4845.80万吨，同比增长18.60%，增速有所回落。截至2015年10月，全国铝材累计产量为4258.85万吨，同比增长8.49%。总体看，宏观经济增速的变动对铝型材生产的影响大于对原铝的影响。

表1 近年来中国铝材产量增速（单位：%）

时间	2011年	2012年	2013年	2014年
产量增速	26.80	15.90	24.04	18.60

资料来源：wind资讯

产品需求情况

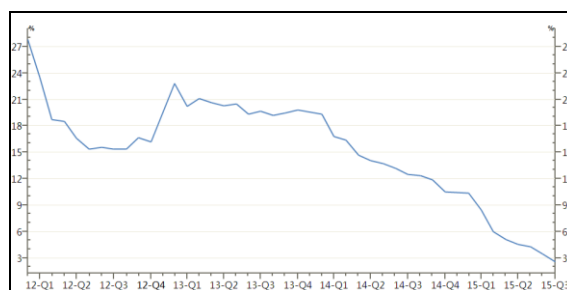
需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑是铝材最主要的消费领域，消费量约占39%左右，其次为运输交通、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占17%、16%和14%左右。

房地产方面，受宏观经济因素影响，国内固定资产投资增速有所下滑，房地产调控政策

的持续收紧使房地产固定资产投资增速出现持续下滑。2012年，全国房地产开发投资完成额为7.2万亿元，同比增长16.2%，相比2011年的27.90%大幅回落。2013年1-7月投资增速维持在20%以上，自8月份开始出现略微震荡下行态势，但累计增速整体仍保持在19.8%的水平。2014年，房地产市场各项指标高位回落，全国主要城市房价出现集体下跌。根据国家统计局公布的全国70个大中城市新建商品住宅价格指数，从5月起连续七个月出现环比下跌，其中8月环比跌幅达到1.2%，创2011年以来新高。2014年3月5日，国务院总理李克强“两会”政府工作报告中提出改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村。与之前的保障房建设计划不同，棚户区改造在经济收益上更有保障。在大城市核心区等土地价值高的区域，可进行商业化“棚改”操作，地方政府和开发商均能取得收益。同时，被改造棚户区内的居民，不论是采用货币或实物补偿，均将在住宅市场产生新增需求。这对未来房地产市场，尤其是重点城市将产生显著影响。

总体看，城镇化进程的推进促使房地产行业的刚性需求将逐步释放，随着改革的不断深入，房地产行业在自我调整的同时将维持相对平稳和理性。

图3 2012年以来全国房地产开发投资完成额：累计统计（单位：%）



资料来源：国家统计局

汽车市场方面，轻量化作为汽车节能减排的重要手段，成为未来汽车工业的发展方向，铝合金材料则是汽车轻量化目标实现的主要应用材料。2012~2014年，中国汽车产量分别为1927.18万辆、2211.68万辆和2372.29万辆，年

均复合增长10.95%。2015年1~9月，中国汽车产量为1745.80万辆，同比下降0.90%。中国目前单车平均用铝量约128kg，比美国日本等国低约12%-13%，随着未来中国汽车产业的进一步发展和单车用铝量的提升，汽车用铝材需求尚有较大潜力。

集装箱制造业方面，中国是全球集装箱制造的集中地，产量约占全球总产量的95%以上，随着中国公路运输、铁路运输、水运与空运对集装箱需求的大幅增加，集装箱产业必将持续发展，尤其是铝制冷藏集装箱和特种干货集装箱由于具有特殊功能，今后将迅猛发展，并成为集装箱产业发展的主流。此外，机械设备、电子产品和城市轨道交通等领域均显示了对铝材的强劲需求，加上近年来中国铝材出口逐年增长，进一步缓解了国内铝行业的供给压力。

综合分析，未来随着国民经济增速的恢复，中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将保持旺盛。但目前国内铝材市场存在产品结构不合理等问题，主要是技术含量高、生产难度大的高精度产品供应不足，低档次产品充斥市场，使铝材市场出现结构性产能过剩。预计未来一段时间，随着国家产业政策的深入以及经济发展的结构性转型，铝材消费结构将发生变化，这也要求铝工业加快转变发展方式，加快升级。

4. 价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，国内期货市场的完善和国际资本的推动，国内和国际铝价联动性日益增强。但总体来看，LME更易受宏观因素驱动，SMMI更易受国内基本面的影响。

国际方面，2012年初，美国及欧洲等主要经济体宏观面有所改善以及能源价格的持续攀升使国际铝价总体向好、上半年小幅走强，而此后随着中国经济出现明显放缓迹象以及欧债问题的升温，投资者看空情绪增长，国际铝价出现单边下跌态势。2013年铝价总体呈现下跌

趋势：2012年LME铝现货结算价（以下简称“LME铝价”）的最低点在1800美元/吨左右，尽管2013年初LME铝价小幅走高至2100美元/吨，但随着供应过剩的局面越来越严峻，2013年下半年很长一段时间LME铝价都在1800美元/吨以下徘徊，下行态势一直延续至2014年一季度，一度走出1641.50美元/吨的低点。直至2014年第二季度，LME铝价才在震荡中呈现回升，但仍低于去年同期的价格运行水平，11月底结于2071.50美元/吨，恢复至2013年初水平。2015年，LME铝价呈现1~4月震荡上扬，4月以后整体下跌的趋势。截至2015年11月9日，LME铝现货结算价为1506.00美元/吨。

图4 现货结算价：LME 铝（单位：美元/吨）



资料来源：wind资讯

国内方面，2012年，国内铝价受消费增速放缓以及供应压力持续攀升影响，总体呈现高开低走格局，下半年维持区间震荡，随着原铝供应稳步攀升、消费季节性回落导致国内供给过剩压力加剧，对国内铝价造成一定压力。2013年，由于原铝产量增加，市场供需矛盾加剧，国内铝价震荡下滑后进入低位运行。2014年以来，国内铝价呈现出V字型走势，根据上海物贸发布的现货铝价（日均价），由年初的14080元/吨下跌至3月下旬的12300元/吨左右，此后受传统消费旺季带动，供需过剩压力有所缓解，铝价自低位企稳回升，9月初一度升至14800元/吨以上，之后有所回落，11月底结于13600元/吨，略低于2013年同期水平。2015年，受美元反弹和原油大跌影响，大宗商品多数承压价格走低，现货铝价大幅下滑。铝市供过于求，库存充裕，产量持续增加。需求方面，房地产领

域的投资持续下降,不足以支撑消化日益增加的电解铝产业,而乘用车月度产销量也较低,对铝的需求所起到的刺激作用有所减弱。同时新疆地区电解铝产能持续增多,二下游需求依旧未能完全复苏,铝价仍处于弱势震荡的局面。未来短期内,国内新增产能还将持续释放,市场供应压力仍然较大,铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

5. 行业关注

产能过剩

过去10年中,铝产量年均增长近20%。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策,且铝冶炼企业面临一定能源瓶颈,但目前来看,仅东部地区铝冶炼企业产量增速出现明显下降,而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本,铝产能扩张仍有较大动力。2014年二、三季度电解铝产量增速有所收缩,但各大电解铝生产企业在疆设厂令未来电解铝过剩情况仍有所堪忧。

总体来看,原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看,铝消费仍有较大增长空间,但短期内,由于产能严重过剩以及需求增速面临下降,国内铝产业的疲弱可能仍会持续,铝价仍将面临较大下行风险。

原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%,但年生产量却占世界的17%,开采消耗过大,供给日趋紧张。近年来中国铝土矿对外依存度始终维持高位,而中国铝冶炼加工企业集中度低,对外议价能力弱,未来势必成为价格的被动接受者,使行业整体面临较大的成本压力,不利于行业的健康发展。

目前中国所需铝土矿源自印尼的进口量占进口总量的比重为60%-70%。2012年5月,印度尼西亚政府出台政策限制铝土矿出口,要求自2014年起禁止包括铝土矿在内的未经加工的金属矿石出口。2013年以来出于对印尼限制铝土矿出口的担忧,中国铝土矿进口总量明显增长,

中国海关数据显示,2013年中国进口铝土矿总量7007万吨,同比增加78.70%。与此同时,国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。2014年1月12日,印尼原矿出口禁令正式生效,铝土矿被禁止出口。

综合看,目前中国铝产业以较少的铝土矿储量生产了最多的氧化铝,大量进口铝金属原料,却大量出口初级加工产品,如未来不能进行有效的结构调整,产业的可持续发展堪忧。

能源供给波动影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业,生产1吨电解铝约需消耗电力14500千瓦时和1.95吨氧化铝;电解铝的成本构成中,电力约占40%~45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电,“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定,同时区域性的输电能力不足,也时常导致部分地区出现季节性电力短缺,给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

6. 产业政策

近年来,中国铝行业发展迅猛,产品产量、质量及产品结构都有很大程度的提高和完善;但同时行业发展的过程中也存在资源浪费、能耗高、污染严重、产业结构不合理、产能扩张过快等问题。

2012年1月,工信部发布《有色金属工业“十二五”发展规划》,提出在有色金属工业增加值平均增速达到10%,单位工业增加值能耗降低18%,单位工业增加值二氧化碳排放量降低18%,严格控制资源消耗和执行环境保护;《规划》明确坚持上大与压小相结合、淘汰落后与新上项目相结合的原则,实施总量控制,不鼓励初级产品出口,鼓励精深加工产品,推进铝工业循环经济,到2015年再生铝达到580万吨/年。

2013年5月,国家发改委及工信部联合发布《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的

通知》，将钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等划入产能严重过剩行业。同年7月，工信部发布《铝行业规范条件》，围绕企业布局、规模和外部条件、工艺质量和装备、能源消耗、环境保护和安全生产等多方面做出规定，加快调整铝行业结构调整和转型升级，规范企业生产行为。同年10月，国务院印发了《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，要求2015年底前淘汰160KA以下预焙槽，对吨铝液电解交流电耗大于13700千瓦时，以及2015年底后达不到规范条件的产能，用电价格10%，推动缺乏电价优势的产能逐步推出，向具有能源竞争优势特别是水电丰富地区转移。2013年12月23日，国家发改委公布了其与工信部出台的《关于电解铝企业用电实行阶梯电价政策的通知》，决定自2014年1月1日起对电解铝企业用电实行阶梯电价政策，目的是运用价格杠杆加快淘汰落后电解铝产能，促进电解铝行业结构调整，一些实力较弱的小企业将面临淘汰。2014年4月6日，工信部公告了第一批36家（共计40个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现。2015年4月，工信部印发《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，下达钢铁、水泥、电解铝等重点行业落后和过剩产能淘汰目标。

从近年出台的政策看，化解产能过剩矛盾、环境保护、节能减排以及产业结构调整是中国铝行业产业政策制定的长期主题，国家长期以来一直给予高度重视，预计未来铝行业的相关产业政策仍将围绕上述主题进行制定。国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大型铝加工企业发展。

7. 行业发展趋势

面对中国经济进入温和增长的“新常态”以及铝行业已充分暴露出的深层次矛盾，结合铝行业发展中面临的产能过剩、消费增速回落、

核心竞争力不足等问题，预计铝行业将呈现以下两种运行趋势：一、氧化铝、电解铝、铝材产能、产量将继续保持平稳增长，新增产能主要分布在新疆、内蒙古、山东等资源能源丰富地区。电解铝产能过剩未得到明显改善，且供应压力增大。2015年上半年，尽管有50万吨/年左右电解铝产能关停，但仍有100多万吨/年新增产能投产，具有能源资源优势的地区产能规模仍在扩大。鉴于高成本电解铝产能退出难、落后能力已几乎全部淘汰，化解产能过剩任重道远。但受政府对电解铝等产能过剩行业投资的严格控制以及市场因素的影响，新增产能规模会有所收窄。此外，铝材中低端投资也呈现出过热现象，使行业利润率受到影响。二、受供应压力大、消费增速回落及大宗商品价格走势影响，铝价仍将维持在成本线上下，呈低位震荡。同时，《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的出台对于铝行业发展具有重要指导意义，煤炭等原材料价格的持续回落也将有利于企业有效控制成本。但改善行业整体经济效益的基础依然薄弱，短期内整体向好的压力仍较大。

从长期来看，中国本土铝资源难以满足自身经济发展的需求，单纯的企业经济行为能够促使铝工业很短时间内迅速做大，同时也会导致重复建设和资源浪费。在这种背景下，政府主导的企业之间的并购重组活动成为了加速实现行业整合、做强做大铝工业的必然选择。同时，部分铝工业大省基于当地经济发展的考虑也在试图主导地方铝业的整合，着力打造区域性的铝产业链。从整个有色金属行业来看，通过并购重组的方式，打造一批生产规模较大，竞争优势较强，能够走出去、参与全球市场竞争的企业将会是一种趋势。同时行业内淘汰落后产能正在加速展开，未来行业集中度有望进一步提高。

8. 区域经济概况

烟台是中国首批沿海开放城市之一，是环

渤海经济圈内以及东北亚地区的国际性港城、商城、旅游城。全市现有港口10处，芝罘湾港、八角港、龙口港、莱州港、蓬莱东港等6处为国家一类开放口岸，已与70多个国家和地区的100多个港口直接通航。2014年，烟台代管的龙口市在中国最具竞争力百强县中排名第11位。

2014年，烟台实现生产总值（GDP）6002.08亿元，按可比价格计算，比上年增长9.1%，人均GDP为85795元，增长8.9%。全年完成第一产业增加值441.27亿元，增长3.9%；第二产业增加值3212.35亿元，增长8.8%；第三产业增加值2348.46亿元，增长10.4%。

2014年，烟台固定资产投资持续增长，当年投资额达4101.06亿元，增长15.9%；房地产开发投资完成611.80亿元，比上年增长5.8%。同年，烟台实现工业增加值2898.14亿元，增长8.8%；规模以上工业实现主营业务收入14899.58亿元，同比增长7.1%；食品、机械、黄金和电子为烟台的四大支柱产业。

2014年，烟台市实现公共财政预算收入490.16亿元，增长12.1%；其中税收收入393.23亿元，增长13.8%。公共财政预算支出574.86亿元，增长6.1%；其中教育、医疗卫生、节能环保、农林水事务和社会保障及就业等重点支出分别增长2.6%、15.8%、15.3%、10.0%和7.5%。

总体看，公司所处区域地理位置优越，整体经济实力较强，为公司经营发展提供了有利的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司前身为1979年龙口市东江镇前宋家村民委员会出资组建的村办集体所有制企业，后经龙口市人民政府批准成立有限责任公司。截至2015年9月底，公司注册资本10亿元，南山村民委员会占51%，宋作文占49%，公司实际控制人为南山村民委员会。

2. 企业规模

目前公司拥有年产（含在建）100万吨铝深加工能力，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，成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业，是中国铝型材十强企业。公司产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”、“中国驰名商标”。纺织业务方面，公司现具有年产3000万米精纺呢绒及200万套高档西装的生产能力，已经成为全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地之一，也是中国最先进的高档西服生产基地之一。旅游方面，公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一，并于2011年1月被评为国家AAAAA级风景区，现已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区。教育方面，公司创办的烟台南山学院是经国家教育部审批具有大学本科招生资格、山东省最大的民办大学，公司还投资建设了一系列教育产业，涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。

整体来看，公司具备较好的品牌和规模优势，其中以铝加工产业最为明显。

3. 技术水平

有色金属板块方面，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（下称“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；高精度宽幅超薄铝合金易拉罐体板压力加工技术研究开发、高强耐热铝合金2A70-4T6棒材加工技术的研究、高强高韧7xxx系铝合金航空锻件的生产技术研究开发、高性能铝合金扁锭熔铸与中厚板压力加工技术研究等4项计划课题全部完成年度研制计划进度，并承担其它国家科技项目3项。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、山东南山铝业股份有限公司、波音公司、ELEMENT公司、空客公司等国内外7所大学、4所科研机构及6家企业建立了共17家合作单位，开展共同研究12项，开展咨询服务5项，推广和转化成果2项，2013年与美国ELEMENT公司、波音公司和空客公司达成高性能铝合金航空材料加工与检测方面合作项目3个。2014年，公司有色金属板块研发费用为5.02亿元，占主营业务收入的1.66%。

纺织服装方面，公司拥有省部级技术中心、工程中心和国家纺织产品开发基地、山东省纺织服装行业省级企业技术中心和山东省功能毛纺织品工程技术研究中心四大研发基地，并先后在公司内部成立了现代化的设计研发部和先进的中心实验室，在上海浦东设立了产品研发中心，在意大利米兰设立了产品研发中心和前沿信息情报所。公司“可机洗纯羊毛织物清洁性加工技术研究”和“全毛180S/2超薄面料的研制”两项成果达到世界领先水平，连续多年入围唯尔佳杯新产品奖和中国流行面料。截至2015年9月底，公司已经成功完成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、毛麻丝休闲系列、多功能系列等多种精纺呢绒新品以及“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”和“含大豆蛋白纤维混纺织物清洁型染色工艺研究”等多项科研课题，其中部分成果已实施于生产中并取得较好的经济效益，公司在纺织服饰方面已获得11项发明专利和16项实用新型专利，尚有26项正在受理中的发明、实用新型及外观设计专利。

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

公司现有董事长、总经理等高级管理人员共14人。

公司董事长宋建波先生，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，历任南山集团办公室主任、精纺呢绒总厂厂长，宋建波为宋作文之子，拥有新加坡居留权。

截至2015年9月底，公司共有在编员工42863人。从教育程度看，具有大专及以上学历的占40.44%，高中及同等学历的占45.62%，初中及以下学历的占13.94%；从专业构成看，管理人员占2.36%，技术人员占24.06%，车间工人占73.58%。

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。

5. 区位优势

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”建设提高了该地区对铝型材的需求。

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，其中公司的参股公司—柳海煤矿，年生产能力为180万吨。公司东海电厂新建机组位于该矿区附近，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。

总体来看，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、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和农业部《关于乡镇企业组建和发展企业集团暂行办法》，制定了公司章程，设立了董事会和监事会。董事会是最高权力机构，由7人组成，其中董事长1名，董事6名（其中1名兼任总经理）；监事会由6人组成，负责对董事、总经理的履职行为进行监督，其中1人为监事长。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，另一股东向公司推荐3名董事会成员。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. 内部管理

母子公司管理方面，公司本部对下属子公司控制力较强，除上市公司外，各下属公司对外投资、人事任免、经营业绩考核等全部由南山集团董事会决定，各子公司只有生产和经营权。

投资管理方面，公司制定了《南山集团公司投资管理制度》、《投资立项及决策审批制度》和《投资项目日常监控管理制度》。南山集团及下属公司所有对外投资项目均须上报公司投资管理部门，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%），业务范围包括：对成员单位办理财务和融资顾问、信用签证及相关的咨询、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及贴现；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；从事同业拆借等。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评影响评价、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，公司处于经营多元化向专业化的转型期，管理模式基本适应目前公司业务运营

的需要。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。2012~2014年，公司营业收入保持稳定，整体盈利能力稳中有升，但受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，营业收入的增长速度较之前年度已有明显回落。2014年，公司实现营业收入303.10亿元，近三年复合变动率分别为-0.08%；2014年综合毛利率为26.78%，近三年维持小幅上升态势。

板块构成及发展态势方面，2012~2014年，以铝产品为主有色金属、建材业务始终是公司主要的收入和毛利润来源，收入占比保持在50%以上（2014年为52.86%），近三年受铝价持续低迷的影响，板块收入呈小幅回落（年均复合变动率为-2.03%）；纺织、电力和房地产业务为仅次于有色金属的业务板块，2014年收入占比分别为9.16%、14.50%和10.48%，其中纺织收入以年均4.11%的速度保持增长态势，电力收入近年变动不大（年均复合增长0.11%），房地产收入存在波动下滑（年均复合变动率为-4.70%），主要由于公司根据国家房地产政策的变化，不断调整和压缩自身房地产业务规模；贸易及其他版块业务规模较小，其他版块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附

加值业务，作为业务补充。

盈利能力方面，2012~2014年，公司综合毛利率分别为25.20%、26.42%和26.78%，逐年小幅提升。分板块看，受铝价持续低迷的影响，公司铝产品的盈利能力仍出现下滑，但凭借完整的产业链和较完善的能源配套，有色金属、建材板块销售规模持续扩大，依然表现了较强的抗市场波动能力，毛利率始终保持在16%以上（2014年为16.30%）；纺织和电力板块毛利率呈不同程度的增长，2014年毛利率分别为22.56%和43.81%，较2013年分别提升3.38个和13.57个百分点，一方面，公司作为全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地、规模优势明显，是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司等国家部门的定点合作单位，较低的单位成本和相对高端的商务需求使纺织板块盈利能力稳中有升，同时，公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势，且近年煤炭价格低迷，电力板块毛利率水平维持在高位；房地产板块毛利率持续下滑，但仍维持在较高水平（2014年为41.32%）；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，2014年为51.42%。

2015年1~9月，公司实现营业收入210.44亿元，较上年同期略有下滑（下降0.66%），为上年全年的69.43%；综合毛利率为21.31%，较上年同期下降0.09个百分点。其中有色金属、建材和纺织、服饰两项主业的毛利率较2014年均有所下滑，建筑、房地产业务的毛利率较2014年大幅下滑20.84个百分点。

表2 2012至2015年三季度公司营业收入、毛利率情况 （单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 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	166.91	54.98	17.43	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	113.70	54.04	15.25
纺织、服饰	25.60	8.43	19.18	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	20.40	9.69	16.81
电、汽	43.87	14.45	30.24	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	32.73	15.55	44.52
建筑、房地产	34.96	11.52	48.19	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	14.11	6.70	20.48
贸易	7.85	2.59	8.52	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	5.88	2.79	3.74

其他	24.38	8.03	48.12	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	23.62	11.23	27.05
合计	303.57	100.00	25.20	306.19	100.00	26.42	303.10	100.00	26.78	210.44	100.00	21.31

资料来源：公司提供

表3 2012至2015年1-9月公司有色金属、建材业务产销情况 (单位：万吨、%)

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率	产能	产量	产销率
型材	22	22.72	99.47	40	23.26	99.05	40	28.38	96.19	44	21.42	96.92
热轧卷	60	49.45	100.10	60	48.07	99.50	60	52.76	99.83	60	44.50	101.21
冷轧卷	60	32.16	97.33	60	42.64	98.43	60	38.12	101.76	60	34.82	97.79
铝箔	3	3.34	102.69	3	3.09	101.97	3	3.06	98.37	3	2.42	99.59
合金锭	100	90.71	99.55	100	107.38	99.90	100	112.88	99.42	120	72.18	100.67

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。

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。该板块经营主体为南山铝业股份等企业，现已形成“电力-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”为一体的完整铝加工产业链，是世界短距离内（45平方公里）铝产业链最为完整的铝加工企业。公司生产的铝锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，大部分为自用，较少有外卖铝锭的情况。截至2015年9月底，公司具备44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧铝的深加工能力。

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框、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、电容箔等）。

（1）生产制造

公司的生产设备主要来自进口，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；热轧生产线引进日本IHI 1+4，2350mm热连轧生产线和奥地利EBNER推进式铸锭加热炉，生产线在国内铝加工行业中规模最大，成品的最大卷径为2800mm，最大宽度为2100mm，最大卷重为30吨；冷轧生产线引进德国SMSD公司生产的2300mm6辊CVC冷轧机和三机架冷连轧，可生产1系列，3系列，5系列，8系列等铝合金产品，成品的最大宽度为2100mm，最大卷重为30吨；铝箔设备引进德国ACHENBACH公司的2000mm箔轧机，产品最大宽度可达1830mm，最小厚度为0.0055mm，并可根据总段客户的需求生产不同规格的单、双面铝箔。总体看，公司设备自动化程度较高，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低。

表4 截至2015年9月底公司主要生产线情况

名称	生产线数量	产品	使用年限	产能情况
氧化铝	2 条	氧化铝粉	2-6 年	140 万吨
铝锭	4 条	铝锭	2-13 年	81.6 万吨
熔铸	7 条	合金锭	2-7 年	119.9 万吨
型材	77 条	型材	1-6 年	44 万吨
热轧	1+4 连轧 1 条	热轧卷	6 年	60 万吨
冷轧	单机架 1 条 三机架 1 条	冷轧卷	2-5 年	60 万吨
箔轧	4 条	铝箔	6 年	3 万吨

资料来源：公司提供

2014年，公司型材、热轧卷、冷轧卷、铝箔和合金锭的产量分别为28.38万吨、52.76万吨、38.12万吨、3.06万吨和112.88万吨，近三年的复合变动率分别为11.76%、3.29%、8.87%、-4.28%和11.55%，除了铝箔均保持了销量的扩张态势；2015年1~9月，上述产品产量分别为21.42万吨、44.50万吨、34.82万吨、2.42万吨和72.18万吨，分别为2014年产量的75.48%、84.34%、91.34%、79.08%和63.94%。各类产品波动趋势有所差异，近年来，公司着力调整产品结构，降低低附加值的扁锭、铝箔以及铝箔坯料的销售，加强合金锭、型材、铝箔罐料（罐体、罐盖料）等深加工产品的销售，带动了作为产业链上游的冷轧卷和热轧卷的产量提升。未来，随着在建的高附加值材料项目逐步完工、投产，相应订单的比重将有所提升，公司产品结构有望进一步优化。

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。总体看，受益于完整的产业链条以及前后环节的有效配合，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。

（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（2014年分别占单位生产成本的34.27%、38.69%和13.55%）：公司铝板块生产所需电全部来自自有电厂；煤炭主要通过中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司的长期供应（签订长期定购合同）；铝土矿主要源于进口（2014年进口比重为96%）。铝土矿采购方面，2013年（含）之前，公司铝土

矿主要从印尼MKU公司和澳大利亚力拓（2013年分别占36.36%和57.58%）采购；2014年，公司的铝土矿主要面向澳大利亚力拓采购（采购量占比达94%）；从铝土矿的采购量来看，2012年采购量同比大幅增长54.36%，之后逐年回落；而采购价格自2012年以来经历三年持续上升，于2015年有所回落。

表5 近年来公司铝土矿采购情况

（单位：万吨、元/吨）

项目	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
采购量	531	495	486	305
不含税均价	388	392	398	380

资料来源：公司提供

公司生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿。公司的低温矿主要自印尼进口，年使用量约为200万吨，为应对印尼新规的影响：2012年9月至2013年末，公司加大对印尼矿采购力度，提升库存储备；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，公司再次和力拓签订了50万吨低温矿的采购合同，加上前期低温矿库存量较高（超过100万吨），可以保障2015年低温线的正常生产；同时，力拓在澳大利亚戈夫的低温氧化铝工厂已于2014年关停，存有剩余的低温矿外售，公司已和力拓达成购买意向，保证后续的低温矿供应。公司的高温矿主要自澳大利亚进口，于2008年12月与力拓签订为期10年的供货协议，定价原则按照LME3个月铝价*挂钩率，同时为进一步保障铝土矿的采购量及采购单价的长期稳定，同时于2008年3月参股澳大利亚海湾铝业，目前占有其14.74%的股权及部分铝土矿山的采矿权和承销权。除上述外，公司也在积极研究全球其他铝土矿市场，包括亚洲的印度、马来西亚，美洲的圭亚那、牙买加、巴西、多米尼加，以及非洲的几内亚等。

（3）销售

销售方面，公司产品每年有80%~90%销往国内，10%~20%销往国外。公司产品在国内主要销往华东、华北、华南、华中地区，主要通

过直销（占95%），对大部分客户采取款到发货的结算模式，严格控制应收账款；出口主要销往欧美和东南亚，采用直销和经销并行方式，分别占比40%和60%。美国是全球最大的铝板带箔的销售市场，公司通过在美国设立销售分公司进行北美市场的开拓，2014年铝制品出口占比13.5%，较2013年上升4.6个百分点；2015年1~9月，公司铝制品出口占比较2014年提高7.16个百分点至20.67%。价格方面，铝价存在较强的周期性，历经2011年的价格上涨后，受欧债危机、国内经济增长放缓影响，铝制品下游的房地产、交通运输、机械制造行业需求低迷，铝制品呈价格出现连续下滑。2012~2014年，产业链上游的热轧板和冷轧板降幅相对明显，年均降幅分别为9.20%和11.45%，2014年均价分别为1.56万元/吨和1.87万元/吨；铝型材和铝箔的价格稳定性相对好，年均降幅分别为5.16%和4.13%，2014年均价分别为2.02万元/吨和2.60万元/吨。2015年1~9月，除铝型材价格较2014年提升8.43%外，热冷轧板和铝箔销售价格均较2014年小幅下降，降幅分别为1.13%、3.84%和5.50%。

表6 公司主要产品售价情况（单位：万元/吨）

产品名称	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
铝型材	2.25	2.16	2.02	2.19
热轧板	1.89	1.80	1.56	1.54
冷轧板	2.39	2.21	1.87	1.80
铝箔	2.83	2.83	2.60	2.46

资料来源：公司提供

公司下游客户中跨国公司和国有企业占比较大，资金实力相对雄厚，合作关系较为稳定。2014年和2015年一季度，公司前五大客户销售额分别占比19.20%和20.94%，集中度一般。公司国内销售的结算方式主要以现汇为主、银行承兑汇票为辅，出口结算方式主要以现汇为主。

表7 公司铝产品前五大客户情况（单位：万元、%）

客户名称	产品	销售额	占比
2014年			
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	78461.11	5.58

太平洋制罐（香港）有限公司	冷轧卷	62438.50	4.44
盛旺汽车零部件（昆山）有限公司	合金锭	53909.81	3.84
宁波华扬铝业科技有限公司	热轧卷	38829.14	2.76
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	36245.40	2.58
合计		269883.96	19.20
2015年1-9月			
中粮包装投资有限公司	冷轧卷	66795.90	6.43
太平洋制罐（香港）有限公司	冷轧卷	46097.02	4.44
Anheuser-Busch Inc	冷轧卷	32839.70	3.16
上海宝钢包装股份有限公司	冷轧卷	32415.18	3.12
山东龙口三元铝材有限公司	冷轧卷	31852.86	3.07
合计		210000.66	20.22

资料来源：公司提供

综上所述，公司近年来铝业收入相对稳定，毛利率受铝产品价格下滑影响呈下降趋势。公司铝加工业务的竞争优势主要在于完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，以上竞争优势在一定程度上保障了公司铝业的利润空间。短期看，受国内铝业产能过剩，铝制品行业下游需求不振及市场竞争加剧影响，公司铝业盈利稳定性仍将面临压力。

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，主要由山东南山纺织服饰有限公司等4家子公司经营。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2015年9月底，公司具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒3000万米（其中紧密纺面料800万米），高档西服200万套的生产能力，拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，产能利用率处于较高水平，2014年两大产品的产能利用率均高于90%。

公司纺织设备分别从德国、法国、英国、意大利、比利时等七个国家全套引进；生产模式以订单式生产为主，订单签订后，一般客户

需要先支付30%的定金，公司综合考虑原材料价格和生产费用，并采取成本加成的方法锁定毛利率（服装和面料的加成率分别约为25%和15%）；订单经确认后公司即购买原材料（由于原材料价格波动较大，公司不囤积原材料），货物交付时，售价也不会发生变化。

公司每米面料成本中，羊毛占70%左右。公司羊毛全部从澳大利亚进口，年均采购羊毛约7000余吨。近年来，澳洲羊毛价格整体呈下行态势，2011年下半年受流动性削弱影响，羊毛价格由上年四季度的高点出现回调，之后受欧债危机影响，欧洲市场羊毛需求量大幅萎缩，羊毛价格延续下滑态势。2014年公司的羊毛采购成本为8.34万元/吨，相比2012年的11.07万元/吨，降幅达24.66%；2015年1~9月采购价格进一步降至8.21万元/吨。

表8 公司澳洲羊毛采购价格情况（单位：万元/吨）

项目	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
不含税均价	11.07	9.02	8.34	8.21

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司精纺呢绒销量保持小幅上升，服装销量波动增长，两大产品的产销率均保持在97%以上，2014年销量分别为2766万米和224万套；2015年1~9月，精纺呢绒和服装

销量达到2014年全年水平的70.14%和68.75%，保持了较稳定的发展势头。

2014年，公司纺织业务出口和内销分别占41.30%和58.70%，以内销为主；两者近三年的复合变动率分别为53.40%和-11.35%，出口是纺织业务稳中有增的主要贡献力量，主要受益于公司组建的南山纺织（美国）公司和南山（上海）营销中心。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，在对抗上游原材料价格波动方面具有一定优势。

总体看，公司是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地、规模优势明显，与客户建立了稳定的合作关系，抗市场波动能力较强，板块保持了较好的盈利能力。

表9 2012年以来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2012年			2013年			2014年			2015年1-9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	2670	2623	98.61	2796	2746	98.21	2775	2766	99.68	1996	1940	97.19
服装	211	213	100.00	211.5	206	97.00	222	224	100.00	156	154	98.72

资料来源：公司提供

注：公司2012年与2014年的服装销量除包含当年生产的服装以外还包括部分库存销售

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。公司发电全部上网销售，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近8000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（2014年分别占比46.76%和31.86%），供应较稳定。近年来，煤炭价格走低，板块盈利能力不断提升。

表 10 2012 年以来煤炭采购情况

(单位: 万吨、元/吨)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
采购量	662	654	666	480
均价	681	609	545	459

资料来源: 公司提供

2012~2014年, 公司电、汽业务分别实现营业收入43.87亿元、43.60亿元和43.96亿元, 收入稳定性好; 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、仅作补充。近三年, 公司电、汽业务毛利率分别为30.24%、38.88%和43.81%, 受益于煤价下滑, 盈利能力不断提升。2015年1~9月, 公司电、汽业务实现营业收入32.73亿元, 与去年同期相比减少3.85%; 毛利率44.52%, 较2014年小幅提升。

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。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 11 房地产业务经营情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
开工面积	75.30	71.35	51.71	15.14
竣工面积	104.10	80.80	20.12	1.76
销售面积	89.99	61.05	46.98	14.95
确认销售收入	24.73	25.32	20.69	6.36

资料来源: 公司提供

随着国家政策调控, 公司逐渐压缩了房地产业务规模, 2012~2014年, 公司该板块分别实现营业收入34.96亿元、38.62亿元和31.75亿元, 波动下降, 收入比重也由2012年的11.52%降至2014年的10.48%。受政策环境影响, 商品房投资需求下降, 销售价格上涨乏力, 建筑、房地产业务毛利率持续性下滑, 2015年1~9月下降至20.48%。

表 12 2012 年至 2015 年 9 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)

销售面积	销售收入	销售均价	未售面积
212.97	770961.99	3620.00	89.72

资料来源: 公司提供

2012年至2015年9月底期间, 公司投资项目的销售面积为212.97万平方米, 尚余89.72万平方米面积未售, 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”）。根据公司对已建、在建的房地产项目销售情况的预测, 2015~2017年预计完成销售额（预售+现售）分别为15.70亿元、8.80亿元和3.90亿元, 收入规模逐步缩减。

表 13 截至2015年9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	2015年剩余投资	2016年计划投资	资金来源
佛光养生谷	200000	58.96	196846	98%	10248		自筹
佛光山水	131000	38.82	129601	99%	6631		自筹
青岛逸景湾	79000	18.87	78739	99%	787		自筹
丹岭云天阁	36000	7.30	31036	86%	8480	3210	自筹
合计	446000	123.95	436222		26146	3210	

资料来源: 公司提供

注: 上述项目后续投入将在未来两年完成。

目前公司在建房地产项目主要有佛光养生谷、佛光山水、青岛逸景阁和丹岭云天阁。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, 2015年剩余投资和2016年计划投资分别为26146万元和3210万元。

截至2015年9月底，公司尚未开发的土地储备共2处，位于东海工业园和青岛金家岭金融新区，分别占地21.02万和2.48万平方米，目前尚未起建，投资总预算为11.46亿元，公司将根据房地产政策和市场环境的情况规划建设进度。

表 14 截至 2015 年 9 月底公司土地储备情况

名称	土地用途	地理位置	面积(万平方米)
东海阳光海岸	住宅	东海工业园	21.02
青岛环球金融中心项目	商用	青岛金家岭金融新区	2.48
合计			23.50

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。但近年来，随着“新国八条”和“新国五条”等加强房地产市场调控的政策措施陆续出台，市场需求和房屋价格增长乏力，房地产业务毛利率水平不断下滑；公司根据国家政策的变动不断调整和压缩房地产业务，建筑、房地产业务对公司收入的贡献程度降低。2014年以来，由于宏观经济增速一定程度放缓、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，房地产市场仍处低迷，未来短期看国家调控政策难以明显放松，公司建筑、房地产业务的收入和利润贡献或将进一步下滑。

贸易、旅游、金融及教育等其他业务

公司旅游板块的经营主体是南山旅游集团有限公司（下称“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。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，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——龙口市农村商业银行以及齐鲁证券；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，积极培育金融业为其战略性产业和利润增长点；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降低。

2012~2014年，公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务分别实现营业收入32.23亿元、34.45亿元和39.43亿元，以年均10.61%的速度稳定增长；贸易业务的毛利率在9%左右，2015年1~9月因部分产品出口量有所下降、出口产品售价降低及汇率变动，贸易业务毛利率下降幅度较大；2012~2014年，其他业务板块毛利率在50%左右，主要为高附加值的配套业务，盈利能力整体强于其他板块，2015年1~9月受经济下行及成本增加等原因影响，公司其他业务毛利率下降幅度较大。

综上所述，近年来公司营业收入稳中有增，整体盈利相对稳定。受益于完整的铝业产业链、完善的能源配套、良好的区位条件以及不断优化的产品结构，使得公司在铝价波动较大的环境下仍能维持盈利的稳定，体现了较强的抗风险能力；由于国家政策调控，房地产市场需求增长乏力，公司逐渐压缩了房地产业务规模，板块盈利能力下滑；旅游、教育、金融等高附加值板块稳步增长、盈利能力强，对整体业务形成补充。预计短期的未来，房地产调控政策和原铝产能过剩的格局不会明显改变，铝制品和房地产业务的盈利水平存在一定不确定性。

2. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈逐年递减趋势，公司经营效率有所降低，三年均值分别为13.25次、1.59次和0.39次，2014年分别为11.49次、1.54次和0.35次。公司经营效率一般。

3. 主要在建项目

截至2015年9月底,公司主要在建项目为22万吨轨道交通材料项目、子公司南山铝业股份募投项目20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目、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以及年产4万吨高精度多用途铝箔生产线;其中,22万吨轨道交通项目已部分达产,待竣工结算后转入固定资产,其余项目仍处建设期。

22万吨轨道交通新型合金材料项目

公司于2010年起开展建设22万吨轨道交通新型合金材料项目,该项目将形成年产22万吨轨道交通新型合金材料的生产能力,产品可应用于轻轨、地铁、高速列车等领域,项目预计投资总额32.19亿元。截至目前,该项目已部分达产,建成投产后预计每年新增销售收入和利润51.59亿元和8.26亿元。

20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目

超大规格高性能特种铝合金中厚板广泛应用于航天、航空、轨道交通、运输、化工、船舶、兵器、模具、机械加工等各种现代工业领域中,该项目的实施将从一定程度上缓解我国航空航天等铝合金板带材的进口压力。该项目计划总投资61.89亿元,其中自筹资金2.65亿元,其余近60亿资金已通过资本市场发行可转换债券筹集解决,目前资金已到位。截至2015年9月底,该项目已累计投入59.04亿元,占投资规划的95.40%,投资已接近尾声;项目建成投产后预计可为公司带来50.20亿元的年销售收入及8.69亿元净利润。

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(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),截至2015年9月底该项目已累计投入85.69亿元,占投资规划的75.83%。目前,项目已完成围堰和临时道路建设,正在进行吹填和回填建设,预计2016年初完工。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。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。该项目总投资15.10亿元。资金来源方面,公司自筹5.60亿元,银行贷款9.50亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧,建设期为2013年11月至2015年10月,截至2015年9月底已投入13.51亿元,占投资规划的89.47%。该项目达产后预计年销售收入13.33亿元,利润总额6.05亿元。

年产4万吨高精度多用途铝箔生产线项目

该项目生产的铝箔主要应用于包装、建筑、交通运输、电力、IT电子、装饰等领域;同时,100%铝箔可以回收再利用,再利用能耗仅为原铝的5%、远低于钢铁,符合目前环境保护和资源节约的政策环境。本项目建设完成后,将使公司产品品种愈加完整,产品结构愈加合理。

项目总投资7.73亿元,自有资金和外部融资分别占比33.33%和66.67%;截至2015年9月底累计投入1.28亿元,尚处于建设初期。该项目拟建设于山东省龙口市徐福镇,预计建设期为3年,达产后预计平均每年带来的销售收入和净利润分别为8.26亿元和0.42亿元。

表 15 截至 2015 年 9 月底公司主要在建工程的进展情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划投资	自有资金	贷款及其他 融资	截至 2014 年底累 计投入	投资规划	
					15 年 4-12 月	2016 年
22 万吨轨道交通材料项目	32.19	7.50	24.69	32.29	-	-
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	86.39	3.00	23.61
20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目	61.89	2.65	59.24	59.04	2.85	-
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	13.51	1.59	-
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	2.58	5.15	1.28	2.45	4.00
合计	229.91	63.33	166.58	192.51	9.89	27.61

资料来源: 公司提供

截至2015年9月底,公司主要在建项目的规划总投资为229.91亿元, 自筹和外部融资分别占27.55%和72.45%, 以外部融资为主; 截至2015年9月底累计投入192.51亿元, 占总投资的83.73%。根据公司提供数据(见表15)进行测算, 2015年四季度和2016年, 公司投入到项目资产建设的资金分别为9.89亿元和27.61亿元, 相比2012~2014年, 未来两年的投资规模有所削减, 但短期内仍存在一定投资支出压力。

综上所述, 精密模锻件、特种铝合金和多用途铝箔项目的建成投产将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构; 人工岛项目的建设投资规模大, 资金主要源于外部融资, 但运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性。公司无拟建项目, 在建项目整体投资进度超过80%, 未来资本支出规模将有所缩减, 但仍存在支出压力。

4. 中长期发展规划

公司中长期发展规划目标为: 以铝产品深加工和服装产业为龙头, 整合产业链条, 实现规模化经营; 形成以电力、铝业、精纺服装、旅游休闲、教育、金融为基础多元化产业格局。

铝产品深加工方面, 公司将在进一步完善铝产业链的基础上, 发展高技术含量、高附加值的铝深加工产品, 增强公司成本优势和抗风险能力; 服装产业方面, 公司大力发展高档服装产业, 实行精纺服装一体化, 逐步发挥出纺织服饰产业链的优势, 并着力品牌服装的运营和发展, 目前在品牌建设及运营方面已形成“保

罗贝塔尼 (PAUL BETENLY)、博萨 (Bosa Magine)、MANS PLANET (曼斯·布莱顿)”三个不同产品风格以及市场定位的品牌结构, 同时计划在香港H股上市, 通过上市募集资金进行品牌服装的运营和发展。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2012年财务报告经山东正源和信有限责任公司会计师事务所审计, 2013~2014年财务报告经山东和信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论, 2015年三季度财务报表未经审计。

公司2012年度纳入合并范围的二级子公司共32家; 2013年度为29家, 主要变动为新增山东南山科技产业园管理有限公司(持股比100%)、深圳前海南山金融发展有限公司(持股比100%)、青岛新恒力投资发展有限公司(持股比100%)和青岛航空股份有限公司(持股比100%), 龙口南山国际会议中心有限公司等三家公司统一变更为南山旅游集团有限公司, 龙口市南山木业有限公司等4家公司变更投资人为其他企业或个人; 2014年度为30家, 新增龙口兰亭液化天然气有限公司(成立于2014年9月, 持股比100%); 截至2015年9月底, 公司纳入合并范围的子公司30家, 与2014年度相比减少龙口市南山商城有限公司, 增加上海鲁润资产管理有限公司(由原龙口市南山铝型材总厂改制更名而来)。总体看, 2012年以来, 公司合

并范围变化未对公司经营与财务造成重大影响，不影响财务数据可比性。

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

截至2015年9月底，公司合并资产总额980.86亿元，所有者权益535.27亿元（含少数股东权益190.83亿元）；2015年1~9月实现营业收入210.45亿元，实现利润总额23.55亿元。

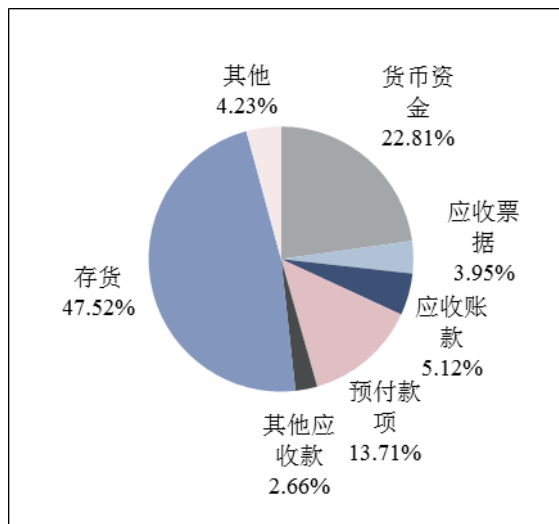
2. 资产质量

近三年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长10.13%。截至2014年底，公司资产总额为905.48亿元，其中流动资产和非流动资产分别占33.60%和66.40%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均复合增长-4.28%；截至2014年底，公司流动资产合计304.26亿元，同比下降9.30%，主要为预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产的减少。

图5 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司2014年审计报告

2012~2014年，公司货币资金持续减少，年均复合下降14.85%。2013年底，公司货币资

金70.09亿元，较2012年底下降26.77%，主要为子公司南山铝业股份将发行的60亿元可转债券中24.59亿元用于购买理财产品，并将该部分资产转入其他流动资产科目所致；2014年底，公司货币资金69.40亿元，较2013年底下降0.99%，变动较小。2014年底公司货币资金中其他货币资金占比43.92%，由定期存款、承兑保证金、按揭保证金存款等构成，使用受限。

2012~2014年，公司应收票据波动变化。2013年底为14.68亿元，较2012年底增长48.75%，主要为销售商品收到的银行承兑汇票大幅增加所致；2014年底为12.02亿元，较2013年底下降18.14%，主要为销售商品收到的银行承兑汇票减少所致。

2012~2014年，公司应收账款的年均复合增长率为5.53%。2013年底，公司应收账款10.47亿元，受加大回收力度影响较2012年底下降25.15%。2014年底，公司应收账款15.58亿元，较2013年底增长48.80%，主要原因一是公司外销收入增加，信用证结算增加；二是调整了对部分优质客户的信用期。2014年公司计提应收账款坏账准备0.69亿元，账面原值16.27亿元，账龄在1年以内的占93.83%，1-2年的占4.77%，2-3年的占0.37%，3年以上的占1.03%。2014年底，公司前五大客户应收账款合计1.57亿元，集中度不高。整体看，由于公司严格控制赊销，应收账款规模不大。

公司预付账款主要是预付原材料款，随着业务的不断发展，近三年公司预付账款呈波动上升态势，年均复合增长率3.45%，2014年底为41.71亿元，较2013年下降11.92%，主要原因是预付煤炭采购款和工程款项同比减少所致。

2012~2014年，公司其他应收款持续下降。2013年底公司其他应收款9.98亿元，较2012年底下降53.54%，主要原因为公司收购烟台银行部分股权完成过户所致；2014年底其他应收款8.11亿元，较2013年底下降18.81%，主要原因是部分其他往来款收回。

2012~2014年，公司存货保持相对稳定。

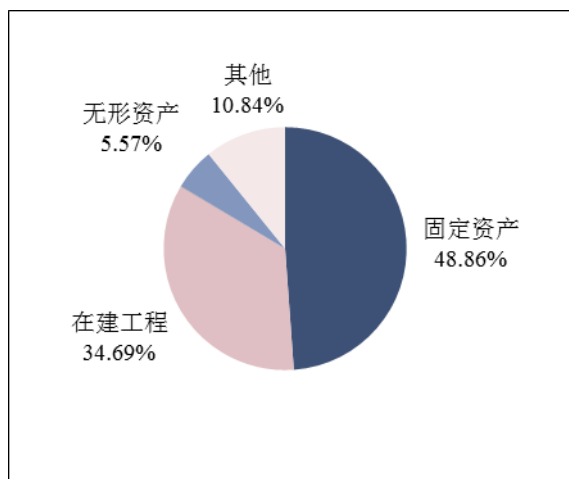
2014年底，公司存货为144.57亿元，主要由原材料（占18.40%）、库存商品（占7.96%）和在产品（占73.09%）构成。公司共计提0.15亿元存货跌价准备，计提比例一般。考虑到近年来铝产品价格持续下跌，公司存货存在一定的跌价风险。

2012~2014年，公司其他流动资产波动变化，年均复合增长131.86%。2014年底，公司其他流动资产10.37亿元，较2013年下降69.25%，主要由于2014年公司减持银行理财产品。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均复合增长20.43%，主要是固定资产和在建工程的增长所致。截至2014年底，公司非流动资产601.22亿元，同比增长18.85%，主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。

图6 2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司2014年审计报告

2014年末公司可供出售金融资产余额为51.36亿元（主要为对恒丰银行投资15.80亿元，对烟台银行股份有限公司投资18.08亿元）。根据《企业会计准则第2号—长期股权投资》，公司对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的投资从长期股权投资中分类至可供出售金融资产核算。截至2013年底，公司长期股权投资39.86亿元（已全部分类至可供出售金融资产），较2012年底增长141.65%，主要为公司

2013年末完成对烟台银行34.83%的股权收购，增加长期股权投资18.08亿元所致。

2012~2014年，公司固定资产年均复合增长5.54%，其中2013年底，公司固定资产净额285.17亿元，同比增长8.12%，主要原因是公司在建工程完工结转；截至2014年底，公司固定资产净额293.77亿元，较2013年底增长3.02%，主要是在建工程完工转入固定资产；其中机器设备146.55亿元、房屋及建筑物117.45亿元，其余为其他设备和运输设备。公司累计计提折旧116.19亿元（其中机器设备79.59亿元）。总体来看，公司固定资产状况良好。

2012~2014年，公司在建工程快速增长，年均复合增长48.24%，主要为人工岛项目投资规模增加所致。截至2014年底，公司在建工程208.58亿元，其中铝深加工工程83.91亿元，东海开发项目104.94亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、砣矶岛配套及公共设施项目），其他零星技改工程19.73亿元。

2012~2014年，公司无形资产波动增长，年均复合增长1.01%。截至2014年底，公司无形资产合计33.46亿元，其中土地使用权占99.65%。

截至2015年9月底，公司资产总额980.86亿元，较2014年底增长8.33%，主要源于货币资金、应收账款和可供出售金融资产的增长。截至2015年9月底，公司应收账款20.77亿元，较2014年底增长33.31%，主要原因是公司对部分信誉较好的企业增加信用额度；可供出售金融资产61.30亿元，较2014年底增长19.34%，主要为公司对恒丰银行的投资增加了8.22亿元所致（截至2015年9月底，公司对恒丰银行的持股比例为8.96%）。从资产构成来看，公司流动资产和非流动资产分别占比35.40%和64.60%，与2014年底相比变化不大。

整体看，近三年公司资产规模不断增长，货币资金充裕，应收账款规模相对较小，固定资产状况良好；但公司存货规模大，占资产比重较高，同时固定资产和在建工程占资产比重

较大，资产流动性一般。综合分析，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长9.83%，主要来自未分配利润和盈余公积的增加。截至2014年底，公司所有者权益合计464.76亿元，同比增长9.90%，其中归属于母公司所有者权益合计338.88亿元，同比增长10.56%，主要由实收资本（占2.95%）、资本公积（占5.05%）、盈余公积（占10.50%）和未分配利润（占81.55%）构成；少数股东权益125.88亿元，同比增长8.17%。

近三年公司实收资本保持稳定，均为10.00亿元；资本公积波动增长，年均复合增长0.66%。截至2013年底，公司资本公积17.74亿元，同比增长4.26%；2014年底，公司资本公积17.24亿元，同比下降2.81%，主要为公司其他资本公积减少所致。

2012~2014年，公司持续盈利，盈余公积与未分配利润不断增长，盈余公积年均复合增长11.31%，未分配利润年均复合增长13.48%，2014年底分别为35.57亿元、276.35亿元。

截至2015年9月底，公司所有者权益合计535.27亿元，较2014年底增长51.59%，其中少数股东权益合计190.83亿元，较2014年底增长51.59%，主要为子公司南山铝业2015年3月60亿元可转换公司债券转股，全部转换为少数股东权益所致。截至2015年9月底，公司所有者权益中少数股东权益占比35.65%，较2014年底上升8.56个百分点；归属于母公司所有者权益占比64.35%，其中股本占比2.90%，资本公积占比5.01%，盈余公积占比10.33%、未分配利润占比81.86%。

总体看，近年来公司所有者权益逐年增长，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

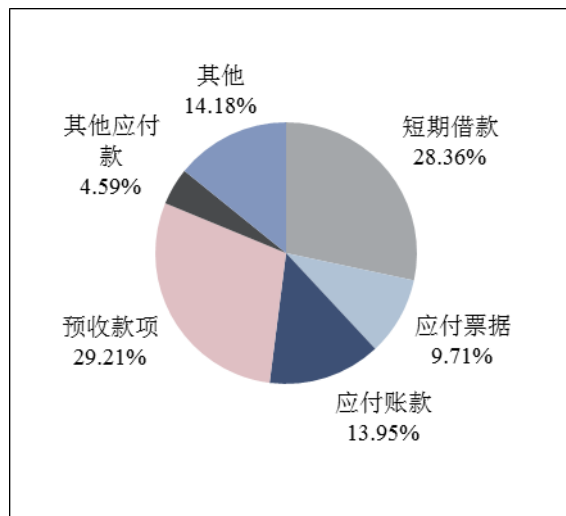
有者权益稳定性偏弱。

负债

2012~2014年，随着业务的不断发展，公司负债规模不断增长，负债合计年均复合增长率为10.45%，主要来自借款、应付票据和应付债券的增加。债务构成中，公司不断提高长期债务比例，流动负债占比不断下降（由2012年的59.62%下降至2014年的49.05%），非流动负债占债务总额比例逐渐上升（由2012年的40.38%上升至2014年的50.95%），债务结构得到优化。

截至2014年底，公司负债合计440.72亿元，同比增长5.33%，主要原因是公司签发承兑汇票增加，导致应付票据增长明显；流动负债与非流动负债占比基本持平。流动负债主要由短期借款（占28.36%）、应付账款（占13.95%）和预收账款（占29.21%）构成。

图7 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司2014年审计报告

近三年公司短期借款波动下降，年均复合下降4.80%。2013年底公司短期借款56.33亿元，同比下降16.73%，主要为公司通过直接融资方式获得资金从而减少银行借款所致；2014年底为61.30亿元，较2013年底增长8.82%，主要原因为公司增加部分银行短期借款。

近三年公司应付票据呈快速增长态势，年均复合增长268.65%。2013年底应付票据5.16亿元，较2012年底增长243.17%，2014年底应付票

据21.00亿元，较2013年底增长306.68%，主要原因是公司签发银行承兑汇票大幅增加导致。

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。近三年公司应付账款快速增长，年均复合增长17.49%。2014年底，公司应付账款30.15亿元，同比增长3.08%，主要为应付原材料款增加。

近三年公司预收账款呈稳步下降态势，年均复合下降23.16%。2014年底公司预收账款为63.14亿元，较2013年底下降30.13%，主要原因是预收售楼款因工程完工交房，结转销售收入。

公司其他应付款主要为财政等部门拨付的项目专项资金及预收客户应付给房管等部门办理房产证的相关费用。截至2014年底，公司其他应付款为9.93亿元，同比增长0.93%，变动较小；前五大欠款方金额合计占比22.47%。集中度不高。

近三年公司其他流动负债快速增长，年均复合增长311.01%。2014年底，公司其他流动负债25.81亿元，同比增长139.92%，主要原因为公司2014年发行20亿元一年短期融资券及一年期私募债5亿元所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，受不断提高直接融资比例影响，近三年公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为24.07%。2014年底，公司非流动负债合计224.55亿元，同比增长5.91%，主要来自长期借款和应付债券的增加。

从有息债务看，近三年公司银行借款与直接融资规模不断扩大，全部债务快速增长，年均复合增长率为23.26%。截至2014年底，公司有息债务合计327.24亿元，同比增长18.32%。从有息债务结构看，受长期债务融资规模不断扩大影响，全部债务中短期债务占比波动下降，由2012年的35.85%下降至2014年的34.48%；长期债务占比波动上升，由2012年的64.15%上升至2014年的65.52%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势，三年均值分别为48.94%、36.69%、

30.70%，2014年分别为48.76%、41.32%、31.57%。

截至2015年9月底，公司负债合计445.60亿元，较2014年底下降1.11%，流动负债和非流动负债分别占比52.35%和47.65%，流动负债占比2014年底有所上升。其中，应付票据33.08亿元，较2014年底增长57.55%，主要是公司签发银行承兑汇票大幅增加所致；其他流动负债为35.37亿元，较2014年底增长37.04%，主要原因为公司新发行5亿元私募债、两期10亿元超短期融资券、10亿元中期票据和10亿元短期融资券；卖出回购金融资产4.69亿元，主要为公司卖出持有的国债、金融债券等；应付债券106.91亿元，较2014年底下降19.34%，主要原因为南山铝业60亿元可转换公司债券于2015年3月转股。

2015年9月底，公司全部债务合计334.89亿元，较2014年底小幅增长2.34%；其中短期债务124.63亿元，占37.22%，长期债务210.26亿元，占62.78%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为45.43%、38.49%和28.20%。

截至目前，公司将于2016年集中偿还的债券余额共计48亿元，详情如下表：

表16 公司将于2016年集中偿还的债券明细

债券名称	发行额度（亿元）	存续期
13南山集MTN1	8	2013/06/17~2016/06/14
15南山集CP001	10	2015/07/27~2016/07/27
15南山集SCP001	10	2015/08/06~2016/05/02
15南山集SCP002	10	2015/09/02~2016/05/27
15南山集CP002	10	2015/12/02~2016/12/02

资料来源：中国货币网

整体看，受公司自身经营无法满足投资需求的影响，公司主要依靠银行借款及发行债券等外部融资渠道解决资金需求，带动公司有息债务规模大幅增长。但公司债务结构有所优化，整体债务负担适宜。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入和利润总额

小幅下降，但总体保持平稳，复合变动率分别为-0.08%和-2.70%。2014年，公司实现营业收入303.10亿元，同比下降1.01%，利润总额43.87亿元，同比下降7.45%。近三年公司营业利润率不断上升，均值为25.34%，2014年为25.73%，较2013年提高0.33个百分点。

2012~2014年，受经营规模扩大及借款增加利息成本上升影响，公司期间费用不断增长，年均复合增长率为12.08%，2014年底为33.37亿元；近三年公司期间费用占营业收入比重不断上升，分别为8.75%、9.30%和11.01%。

受资产及权益规模快速增长影响，近三年公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，三年均值分别为6.56%、9.11%，2014年分别为6.08%、8.20%。

2015年1~9月，公司实现营业收入210.45亿元，于上年同期基本持平，为2014年全年的69.43%；实现利润总额23.55亿元，较上年同期下降4.15%，为2014年全年的35.78%；营业利润率为20.47%，与上年同期基本持平；公司实现投资收益1.04亿元，主要系收到所投资企业的现金分红。总体看，公司盈利能力维持相对稳定。

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。在下游需求疲软及房地产景气度下行情况下公司收入小幅减少，期间费用持续上升，公司利润规模略有下降。但总体看，公司经营情况相对平稳，盈利状况良好。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，公司流动比率呈波动下降态势，分别为154.18%、162.51%、140.75%；近三年速动比率分别为84.64%、92.61%、73.87%，亦呈波动下降态势；现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）波动下降，年均波动下降12.27%，对短期债务的覆盖程度逐年减弱，分别为115.52%、79.38%、45.15%。近三年，由于经营性现金净流量与流

动负债均波动变化，经营现金流动负债比呈波动趋势，分别为11.64%、20.65%、19.19%。

截至2015年9月底，公司流动比率和速动比率分别为146.84%和83.66%，现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）对短期债务覆盖率为74.08%。综合考虑公司现金资产的充足性，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，2012~2014年，公司EBITDA分别为68.67亿元、76.05亿元、77.02亿元；公司有息债务规模快速增长，EBITDA利息倍数波动下滑，分别为13.09倍、13.92倍、7.66倍，全部债务/EBITDA波动上升，分别为3.14倍、3.64倍、4.25倍。总体看，公司长期偿债指标有所弱化，但EBITDA仍对有息债务本息具备较好的保障能力。

截至2015年9月底，公司无对外担保事项。

截至2015年9月底，公司及其子公司获得银行授信总额为790.51亿元，已使用额度为273.32亿元，未使用额度为517.19亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属子公司南山铝业股份(SH.600219)为上海证券交易所上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码G1037068100009930L），截至2015年12月21日，公司无已结清和未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 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很强。

八、结论

铝工业在国民经济中占有重要地位，是典型的周期型行业，行业景气度与宏观经济息息

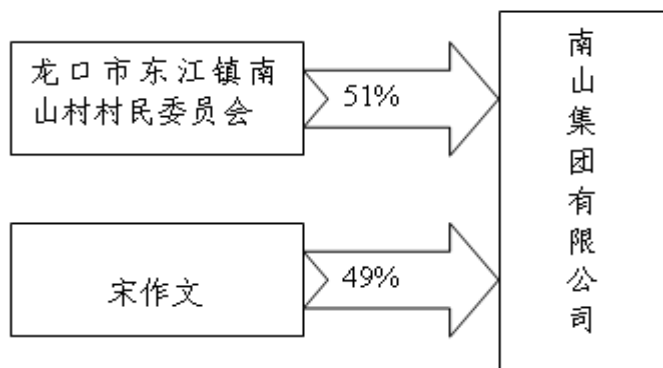
相关。近年来国内铝行业发展迅速，但面临产能过剩压力，未来铝价存在一定不确定性。

公司形成了多元化发展的业务格局，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，盈利能力和抗风险能力均较好，但原料供应对进口的依赖度较大；房地产业务盈利能力下滑，利润贡献度下降，受国家政策调控影响，公司逐步控制了房地产项目投资力度。但投资规模较大的人工岛项目运营模式和投资收回安排仍不确定。此外，公司业务板块逐渐增多，涉及领域较广且相关度低，存在管理风险。

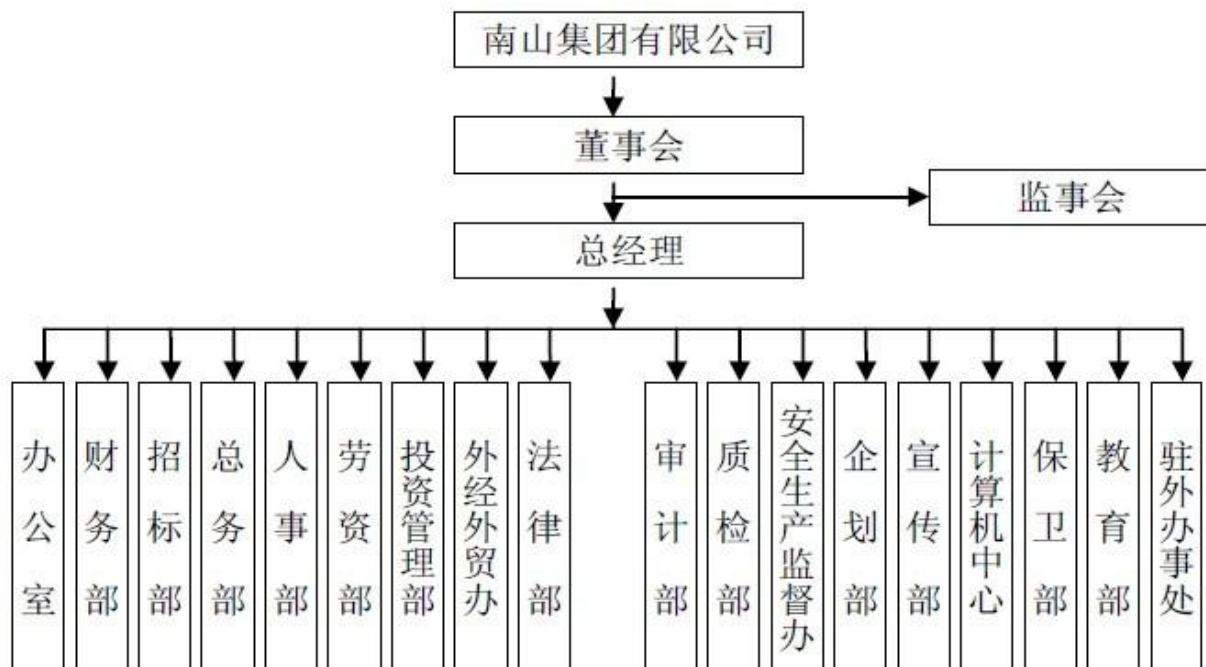
近年来公司收入规模和利润水平保持稳定，整体盈利状况良好，近年来在建项目投入规模较大，带动有息债务快速上升，但整体债务负担仍处于合理水平，未来仍存在资本支出压力；公司各项偿债指标良好。

综合考虑，公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	89.19	60.72	45.66	92.33
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	980.86
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	535.60
短期债务(亿元)	77.21	76.49	112.82	124.63
长期债务(亿元)	138.19	200.08	214.42	210.26
全部债务(亿元)	215.40	276.57	327.24	334.89
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	210.45
利润总额(亿元)	46.34	47.41	43.87	23.55
EBITDA(亿元)	68.67	76.05	77.02	--
经营性净现金流(亿元)	25.08	42.63	41.49	33.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.70	12.50	11.49	--
存货周转次数(次)	1.58	1.53	1.54	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.39	0.35	--
现金收入比(%)	115.01	108.30	105.14	111.79
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	20.47
总资本收益率(%)	7.61	6.65	6.08	--
净资产收益率(%)	10.51	9.70	8.20	--
长期债务资本化比率(%)	26.40	32.12	31.57	28.20
全部债务资本化比率(%)	35.86	39.54	41.32	38.49
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	45.43
流动比率(%)	154.18	162.51	140.75	146.84
速动比率(%)	84.64	92.61	73.87	83.66
经营现金流动负债比(%)	11.64	20.65	19.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.09	13.92	7.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	3.64	4.25	--

注：1. 2015 年三季度财务数据未经审计；

2. 向中央银行借款、拆入资金科目的金额已计入全部债务；

3. 公司于 2013 年发行的 10 亿元短期融资券、2014 年发行的 20 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、2015 年发行的 10 亿元短期融资券及 5 亿元一年期私募债、两期 10 亿元超短期融资券和 10 亿元中期票据均已计入全部债务；

4. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

附件3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动） 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

联合资信评估有限公司关于 南山集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在南山集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

南山集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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及相关信息，如发现南山集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如南山集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权终止信用等级。

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



联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十八日