

跟踪评级公告

联合[2014] 962 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将南山集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定;同时维持“06南山债”AAA的信用等级,维持“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”AA⁺的信用等级,将“12南山集MTN1”、“12南山集MTN2”、“12南山集MTN3”、“13南山集MTN1”、“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁺,维持“13南山集CP001”和“14南山集CP001”A-1的信用等级。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

南山集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
06 南山债	10 亿元	2006/06/13~2016/06/13	AAA	AAA
09 南山债 01/09 南山 1	10 亿元	2009/10/20~2015/10/20	AA ⁺	AA ⁺
09 南山债 02/09 南山 2	10 亿元	2009/10/20~2019/10/20	AA ⁺	AA ⁺
12 南山集 MTN1	8 亿元	2012/03/28~2015/03/28	AA ⁺	AA
12 南山集 MTN2	6 亿元	2012/06/18~2017/06/18	AA ⁺	AA
12 南山集 MTN3	6 亿元	2012/09/13~2017/09/13	AA ⁺	AA
13 南山集 MTN1	8 亿元	2013/06/17~2016/06/17	AA ⁺	AA
13 南山集 CP001	10 亿元	2013/08/23~2014/08/23	A-1	A-1
13 南山集 MTN002	6 亿元	2013/09/12~2018/09/12	AA ⁺	AA
13 南山集 MTN003	6 亿元	2013/11/14~2018/11/14	AA ⁺	AA
14 南山集 CP001	10 亿元	2014/02/20~2015/02/20	A-1	A-1
14 南山集 MTN001	10 亿元	2014/05/08~2019/05/08	AA ⁺	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	67.85	105.78	84.77	95.10
资产总额(亿元)	594.92	746.58	841.32	860.46
所有者权益(亿元)	333.84	385.31	422.88	430.30
长期债务(亿元)	63.23	138.19	200.08	190.79
全部债务(亿元)	123.94	215.40	276.57	293.75
营业收入(亿元)	285.91	303.57	306.19	72.26
利润总额(亿元)	45.73	46.34	47.41	8.73
EBITDA(亿元)	63.29	68.67	76.05	--
经营性净现金流(亿元)	42.75	25.08	42.63	5.23
营业利润率(%)	23.86	24.26	25.40	20.72
净资产收益率(%)	12.34	10.51	9.70	--
资产负债率(%)	43.88	48.39	49.74	49.99
全部债务资本化比率(%)	27.07	35.86	39.54	40.57
流动比率(%)	128.66	154.18	162.51	161.06
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	3.14	3.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.15	13.09	13.92	--
经营现金流负债比(%)	22.05	11.64	20.65	--

注: (1) 2014 年一季度财务数据未经审计;

评级观点

南山集团有限公司(以下简称“公司”)是国内大型以铝深加工为主,以纺织、电、汽及房地产等业务为辅的综合性企业。跟踪期内,公司保持稳定的经营态势,资产、收入及利润规模持续增长。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司铝产品和服装业务主要原材料主要依赖进口,受外部环境影响较大、有息债务大幅增长等因素对公司经营造成一定不利影响。

公司已经形成了多元化发展的业务格局,整体抗风险能力较强。尤其是铝深加工业务已经形成了完整的产业链,有助于缓解下游产品价格波动风险,同时公司铝产品结构的调整优化有助于符合下游消费结构的变化趋势。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“06南山债”由中国建设银行股份有限公司(以下称“建设银行”)提供全额无条件的不可撤销连带责任担保。经联合资信评定,建设银行主体长期信用等级为AAA,建设银行担保实力强,能进一步提高“06南山债”的偿债安全性。

“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”由公司通过土地使用权抵押担保和持有的南山铝业股份质押担保提供偿债保障,债券到期不能还本付息的风险很低。

综合考虑,联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺,评级展望为稳定;同时维持“06南山债”AAA的信用等级,维持“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”AA⁺的信用等级、将“12南山集MTN1”、“12南山集MTN2”、“12南山集MTN3”、“13南山集MTN1”、“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁺;维持“13南山集CP001”和“14南山集CP001”A-1的信用等级。

(2)“13 南山集 CP001”和“14 南山集 CP001”由其他流动负债调整至短期债务;2014 年 3 月底,“12 南山集 MTN1”为一年内到期的非流动负债,由应付债券调整至短期债务

分析师

史 延 贺苏凝

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

优势

1. 公司具有良好的品牌和规模优势,尤其铝加工板块拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧的完整产业链,成本优势明显,抗风险能力强。
2. 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。
3. 跟踪期内,公司收入规模和利润水平稳步提高,主营业务盈利能力较好。
4. 公司现金类资产、EBITDA 和经营现金流入量对存续期内债券覆盖程度较好。

关注

1. 中国铝土资源对外依存度大,铝加工行业集中度低,议价能力弱;尤其是印尼禁止铝土矿出口,对公司的生产成本有一定的影响,跟踪期内,公司铝土矿采购价格有所上涨。
2. 公司纺织服装业务所需原材料澳洲羊毛全部依赖进口,存在一定价格波动风险。
3. 公司未来投资规模大,存在一定资本支出压力。
4. 公司业务板块较多,行业间关联度不高,存在一定的经营管理风险。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于南山集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）前身系成立于1979年的龙口市东江镇前宋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2014年3月底，公司注册资本10亿元，其中南山村村民委员会占51%，宋作文占49%。公司的实际控制人是南山村民委员会。

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、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。公司本部下设办公室、财务部、审计部等18个职能部门。截至2013年底，公司共拥有包括南山铝业股份在内的子公司29家。

截至2013年底，公司合并资产总额841.32

亿元，所有者权益422.88亿元（含少数股东权益116.37亿元）；2013年实现营业收入306.19亿元，利润总额47.41亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额860.46亿元，所有者权益430.30亿元（含少数股东权益117.23亿元）；2014年1~3月，实现营业收入72.26亿元，利润总额8.73亿元。

公司地址：山东省龙口市南山村；法定代表人：宋作文。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，

结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值

3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财

税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域环境分析

1. 行业分析

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。

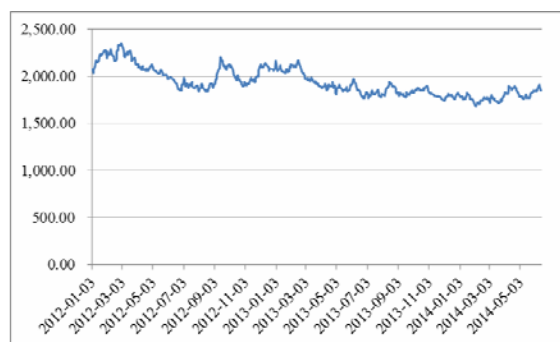
中国氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口矿的依赖程度进一步加大。中国铝土矿约60%来自于进口，源自印尼的进口量占进口总量的比重约为60%~70%。2012年初，印尼政府出台相关政策，规定自2014年1月1日起，禁止其国内所有的铝土矿资源出口，而在印尼国内合作投资建厂的外国企业，可以延迟到2015年1月1日；2012年4月底印尼政府规定，自

5月份起印尼铝土矿出口施行配额制，如果其国内矿石出口商和外国企业达成在印尼国内投资建厂的合作意向时，印尼政府会根据其实际合作进度颁发一定的配额，配额每3个月颁发一次，同时将其出口关税从2%提升到20%。2013年以来，为尽量减小印尼限制铝土矿出口对生产经营的影响，国内铝土矿进口数量明显增长，根据海关总署数据，2013年，中国铝土矿进口总量为7070.28万吨，同比增加78.49%。国内的氧化铝和电解铝企业面临较大的资源困境。

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。2013年，中国电解铝产能继续增长，新增产能主要集中在西北地区，同期，中国电解铝产能淘汰及关停规模为78.5万吨，电解铝复产及新增产能规模为201.5万吨。尽管工信部等九部委采取一系列措施淘汰落后产能抑制产能过剩，但目前已经关停的规模要对于巨大的电解铝产能而言效果有限。2013年，中国电解铝产量合计2204.61万吨，同比增长9.65%。

铝材消费方面，2013年，中国铝材产量累计3962.42万吨，同比增长24.04%，增速较上年同期上升8.14个百分点，增速有所回升。

图1 2012年以来LME期货收盘价（3个月铝）



资料来源：wind资讯

铝价方面，铝价存在较强的周期性，受外部环境影响波动明显。2011年以来，受欧债危机、国内经济增长持续放缓影响，房地产、交通运输、机械制造等铝消费行业需求低迷，导致电解铝价格持续走势。2012~2013年，中国铝现货均价分别为15663元/吨和14556元/吨，分别

同比下降7.2%和7.1%；LME三个月期铝均价分别为2050美元/吨和1888美元/吨，分别同比下降15.3%和7.9%。短期内，受产能过剩、下游需求增长缓慢等因素影响，国内铝价仍将维持低位窄幅波动态势。从中长期看，受印尼禁止铝土矿出口带来的供应压力及国内外国经济增长双重因素影响下，铝的下游需求将呈现增长态势。

预计未来，随着国民经济增速的恢复，技术水平的不断提高，以及中国城镇化进程的加快和工业化水平的提高，铝材需求将有望持续旺盛。但同时，联合资信关注到国内目前铝产业产品结构不合理、低档初级产品充斥的结构性产能过剩在短时期内仍无法得到根本改变。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一定变化，区域内铝产业链的逐步完善是必然趋势；行业内的集中度将有望提高，大规模、高技术含量的生产企业未来发展前景良好。

2. 区域经济环境

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名单中排名第11位。

2013年，烟台实现生产总值（GDP）5613.87亿元，比上年增长10.2%，人均GDP为80358元，增长10.1%。全年完成第一产业增加值420.99亿元，增长3.9%；第二产业增加值3075.12亿元，增长10.8%；第三产业增加值2117.76亿元，增长10.4%。

2013年，烟台固定资产投资持续快速增长，当年投资额达3538.19亿元，增长20.1%；房地产开发投资完成578.40亿元，比上年增长6.9%。同年，烟台实现工业增加值2757.80亿元，增长

11.0%；实现主营业务收入14064.30亿元，同比增长12.60%；工业产品产销率98.68%；食品、机械、黄金和电子为烟台的四大支柱产业。

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司前身为1979年成立的龙口市东江镇前宋家村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的有限责任公司。截至2014年3月底，公司注册资本10亿元，南山村村民委员会占51%，宋作文占49%，公司实际控制人为南山村民委员会。

2. 企业规模与竞争力

经多年发展，公司已由一个村办企业发展成为以有色金属为主，纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅，集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团企业。2013年，公司位于“中国企业500强”第160位。

目前公司拥有年产100万吨铝深加工能力，并已形成了一条从能源-电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔的完整铝加工产业，是中国铝型材生产行业内装备水平突出、生产规模大、产品规格齐全的大型铝型材生产基地之一，是中国铝型材十强企业。公司的热轧卷材、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，也是中国最具现代化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级景区，景区内旅客客流量连续多年位居烟台地区首位。此外，

公司创办的全国第一所经国家教育部批准成立的民办大学——烟台南山学院，学院根据公司产业特点开设各类专业技能培训课程，为公司培训技术人员。

整体来看，公司具备较好的品牌和规模优势，其中以铝加工行业的竞争优势最为明显。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务以有色金属为主，纺织、电力、房地产为辅，近年来逐步形成集产、供、销、科、工、贸为一体的大型集团企业。跟踪期内，公司整体经营较为稳定，2013年，公司实现收入306.19亿元，同比增长0.86%；2014年一季度

公司实现收入72.26亿元，占2013年全年的23.60%。

从收入构成来看，以铝产品为主的有色金属、建材业务仍是公司主要的收入和利润来源，2013年该板块贡献了163.09亿元收入，占53.26%；电气业务、纺织服饰业务及建筑房地产业务则继续为公司重要的收入补充，2013年占比分别为14.24%、8.63%和12.61%。

毛利率方面，跟踪期内受铝产品下游需求波动影响，公司有色金属、建材毛利率持续下滑，2013年为17.25%，较上年下降0.18个百分点；受益于其他业务的健康发展，公司同期毛利率为26.42%，较上年增加1.22个百分点。2014年一季度，公司各板块的毛利率较2013年均有所下降，建筑及房地产板块下降尤其明显，综合毛利率较2013年全年下降4.75个百分点，但较上年同期增长0.77个百分点。

表1 2012~2014年3月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年1~3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
有色金属、建材	166.91	54.98	17.43	163.09	53.26	17.25	38.12	52.75	14.49
纺织、服饰	25.60	8.43	19.18	26.44	8.63	19.17	6.19	8.56	19.05
电、汽	43.87	14.45	30.24	43.60	14.24	38.88	11.11	15.37	35.51
建筑、房地产	34.96	11.52	48.19	38.62	12.61	43.23	6.91	9.56	21.62
贸易	7.85	2.59	8.52	8.47	2.77	7.50	1.71	2.36	6.91
其他	24.38	8.03	48.12	25.98	8.48	51.61	8.23	11.39	41.30
合计	303.57	100.00	25.20	306.19	100.00	26.42	72.26	100.00	21.67

资料来源：公司提供

有色金属、建材业务

公司有色金属及建材业务板块经营主体为南山铝业股份等企业。截至2014年3月底，公司具备40万吨铝型材（4万吨在建）、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧铝深加工能力，已形成“电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔”为一体的较为完整的铝加工产业链，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。

2013年，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、合金锭产量分别为23.26万吨、48.07万吨、42.64万吨、3.09万吨和107.38万吨，与2012年相比，型材、冷轧、合金锭产量有所增长，增幅分别为2.35%、32.58%和18.38%，热轧和铝箔产量有所下降，降幅分别为2.79%和7.57%。上述各产品的产销率均在98%以上。2014年1~3月，公司各产品生产销售较为稳定。

原材料方面，公司有色金属、建材业务板

块采购的主要原材料为铝土矿，2014年之前公司主要从印尼采购铝土矿。考虑到印尼于2014年1月1日起禁止铝土矿出口，2013年，公司加大了对印尼铝土矿的采购力度，并与力拓签订澳洲低温矿的采购合同（2014年全年供应量为150~200万吨），未来公司将继续加大与力拓的合作力度，以确保铝土矿的供应。2013年，铝土矿采购均价为392元/吨，较2012年的388元/吨有所上升。2014年一季度，铝土矿采购均价为394元/吨，价格进一步上升。煤炭主要和中国神华能源股份有限公司以及中国中煤能源股份有限公司签订长期供应合同，并辅以其他零散供应。

联合资信关注到印尼政府自2014年1月全面取消铝土矿等17种矿石以原材料形式出口。对于已经合资建厂的外资企业每三个月颁发一次出口配额，并将出口关税由2%调整至20%。公司年进口印尼低温铝土矿规模约200万湿吨，上述政策的颁布一方面影响了公司铝土矿在印尼的正常采购，另一方面也对公司的成本控制造成了一定的压力。

煤炭采购方面，随着产销量的增长，公司电煤需求量逐年提高，2013年煤炭采购量为654万吨，公司主要与中国神华能源股份有限公司以及中国中煤能源股份有限公司长期订购为主，并辅以其他零散供应。

销售方面，公司产品约有90%内销，10%出口。销售价格方面，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔的均价（含税）分别为21644.33元/吨、17983.82元/吨、22063.66元/吨、28268.81元/吨，同比分别下降3.79%、4.96%、7.54%和0.04%。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%），其中大部分客户采取款到发货的结算模式，小部分客户执行货到后一个月内付款。公司出口主要集中在欧美和东南亚区域，销售模式为直销和经销商相结合，其中直销占比40%，经销商占比60%。2013年，公司前五大客户销售额占比17.34%，集中度一般。

纺织业务

目前公司具有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，高档西服200万套的生产能力；跟踪期内公司纺织板块产能未发生变化。

公司主要采取订单式生产，订单签订后，一般客户需要先支付30%的定金，公司综合考虑原材料价格和生产费用，并采取成本加成的方法锁定毛利率；订单经确认后公司便购买原材料（由于原材料价格波动较大，公司不囤积原材料），货物交割时，售价也不会发生变化。2013年，公司完成精纺呢绒2796万米，生产服装211.5万套，分别较2012年增长4.72%和0.24%，产销率分别为98.21%和97.00%，产销水平很高。2014年1~3月，精纺呢绒、服装的生产经营较为稳定，产销率分别为98.90%和100%。

原材料采购方面，公司每米面料成本中，羊毛占60%-70%。公司羊毛全部从澳大利亚进口，主要供应商有SKY WOOL、TECH WOOL等公司，公司根据工厂的羊毛库存、订单及价格情况制定采购计划，年均采购羊毛约7000余吨。近年来，澳洲羊毛价格波动较大，对公司采购成本控制造成一定影响。2013年，受欧债危机影响，欧洲市场对羊毛需求大幅下降，澳洲羊毛价格明显下降，公司羊毛采购价格为9.02万元/吨，较2012年的11.07万元/吨下降18.52%。

电、汽业务

公司电力系统包含热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，已经形成初具规模的网架结构，主要承担公司的供电、供热任务，较好地保证了电-铝产业链的高效运转。公司能源优势明显。公司发电全部上网销售，服从山东电网统一调度，公司用电通过上网购买，在上网额度内购买价格与上网销售价格一致，如果购买的数量超过上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行。目前公司发电完全能够满

足自身的需求。2013年，公司电、汽业务实现营业收入43.60亿元，同比下降0.62%。

建筑、房地产业务

公司房地产业务主要由子公司山东南山建设发展股份有限公司（以下简称“南山建设”）负责经营。南山建设具有房地产开发企业一级资质，公司的经营模式为自建自销，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2 近三年一期公司建筑及房地产业务经营情况
(单位: 万平方米)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
开工面积	125.70	75.30	71.35	3.05
竣工面积	160.60	104.10	80.80	8.35
销售面积	86.80	89.99	61.05	12.21

资料来源: 公司提供

2013年，公司建筑、房地产板块营业收入38.62亿元，同比增长10.47%，其中房地产销售收入25.32亿元，同比增长2.36%，建筑、安装业务收入13.31亿元，同比增长30.05%。2014年1~3月，公司建筑、房地产板块营业收入合计6.91亿元，实现毛利润1.49亿元，毛利率下降至21.62%，较2013年大幅下降，主要是由于（1）毛利率相对较高的房地产业务收入大多于年底确认，2014年一季度该板块收入中毛利率相对较低建筑安装的收入占比较高；（2）受市场环境及国家宏观调控影响，房地产业务毛利率有所下降。截至2014年3月底，公司共有尚未开发的土地储备合计21.02万平方米。

表3 截至2014年3月底公司土地储备情况

名称	土地用途	地理位置	面积(万㎡)
东海阳光海岸	住宅	东海工业园	21.02

资料来源: 公司提供

总体来看，建筑、房地产业务作为公司有色金属业务的有效补充，对公司利润水平贡献

较大。考虑到房地产行业受外部经济环境及国家调控政策影响较大，目前部分区域市场成交量已经明显萎缩，房价已出现下跌趋势，预计未来房地产对公司的盈利贡献或将有所下降。

贸易、旅游、金融及教育等其他业务

公司于2009年5月15日正式组建成立了大型综合性旅游集团—南山旅游集团，主要从事旅游景区，旅游饭店、旅游会展、出入境旅游，以及旅游纪念品销售等旅游经营业务。公司加大旅游开发建设和整合力度，正逐步建成综合性休闲度假产业体系。公司教育业务主要为烟台南山学院的学费收入。金融行业方面，公司业务主要为财务公司、村镇银行、小额贷款公司等。2013年，公司其他业务合计实现收入25.98亿元，较2012年24.38亿元变化不大。

总体来看，公司业务架构较为成熟，跟踪期内，公司各业务板块经营较为稳定。2014年一季度，公司各板块的毛利率较2013年均有所下降，建筑及房地产板块下降尤其明显。考虑到房地产行业受外部经济环境及国家调控政策影响较大，目前部分区域市场成交量已经明显萎缩，房价已出现下跌趋势，预计未来房地产对公司的盈利贡献或将有所下降，并对公司的整体盈利水平带一定的不利影响。

2. 未来发展

截至2014年3月底，公司在建项目主要有22万吨轨道交通材料项目、龙口湾临港高端制造业聚集区项目、20万吨超大规格高性能特种铝合金材料项目、14000吨大型精密模锻件项目。上述项目累计投资金额222.18亿元，资金来源方面，自有资金69.75亿元，外部融资161.43亿元，截至2014年3月底，已投资金额141.20亿元。

表4 截至2014年3月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	总投资	自有资金	外部融资	截至2014年3月底 已投金额	2014年 4~12月	2015年	2016年
22万吨轨道交通材料项目	32.19	7.50	24.69	28.81	3.38		
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	79.51	9.05	14.00	10.44
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	31.63	19.72	10.54	
14000吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	1.25	4.80	9.05	
合 计	222.18	60.75	161.43	141.20	36.95	33.59	10.44

资料来源：公司提供

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，项目投资总额32.19亿元。截至2014年3月底，该项目工程已完工97%，预计2014年6月底全部完工。

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（部分贷款已到位），未来建成后计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益。截至目前，该项目围堰和临时道路已完成，正在进行吹填和回填建设，预计2015年底基本完工。该项目投资规模很大，且未来盈利的不确定性较大，联合资信将持续关注该项目的建设进度及投资回收情况。

20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目

项目设计总投资61.89亿元，其中60亿元资金由下属上市子公司通过发行可转债完成资金筹集工作。项目所生产的超大规格特种铝合金中厚板可广泛应用于航天、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。铝合金中厚板材料的高强度、耐损伤、抗疲劳、抗腐蚀等性能，可满足大型客机对安全性、可靠性、轻量化的要求。预计项目建成后可为公司带来50亿元的年销售收入及8.69亿元净利润。

14000吨大型精密模锻件项目

该项目主导产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产品，达产后年生产能力为14000吨。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，银行贷款9.50亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，建设期为2013年11月~2015年10月。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。

总体看，公司在建项目紧密围绕公司主业，相关项目的建成将进一步丰富并完善公司整体下游铝加工产品结构。但同时，联合资信关注到，人工岛项目的建设投资规模大，且人工岛整体运营模式尚未确定，公司未来存在一定的资本支出压力。

八、募集资金使用情况

公司于2006年发行“06南山债”，募集资金10亿元，全部用于东海电厂1*300MW热电项目和年产20万吨新型合金铝板带箔项目。

公司于2009年发行“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”合计20亿元，其中16亿元用于860万米高档超薄精纺面料及300万套服饰项目、年产9万吨新型大口径塑料管材生产

线项目和龙口港10万吨级通用泊位项目,其余4亿元用于补充公司营运资金。

“12南山集MTN1”、“12南山集MTN2”、“12南山集MTN3”、“13南山集MTN1”、“13南山集CP001”、“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集CP001”、“14南山集MTN001”合计金额70亿元,主要用于置换银行借款及补充营运资金。

截至2014年3月,上述债券资金全部按募集资金规划使用,募投项目已顺利建成达产。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013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,2014年一季度财务报表未经审计。2013年,公司纳入合并范围子公司共有29家,比2012年减少了4家,变化子公司规模较小,不影响财务数据的可比性。

截至2013年底,公司合并资产总额841.32亿元,所有者权益422.88亿元(含少数股东权益116.37亿元);2013年实现营业收入306.19亿元,利润总额47.41亿元。

截至2014年3月底,公司合并资产总额860.46亿元,所有者权益430.30亿元(含少数股东权益117.23亿元);2014年1~3月实现营业收入72.26亿元,利润总额8.73亿元。

2. 盈利能力

2013年,公司实现营业收入306.19亿元,利润总额47.41亿元,分别较上年增长0.86%和增长2.30%。

2013年,公司营业利润率为25.40%,较2012年24.26%基本保持稳定。同期,公司净资产收益率和总资产收益率分别为9.70%和6.65%,受资产及权益规模快速增长影响,均较2012年有所下滑。

2014年1~3月,公司实现营业收入72.26亿

元,占2013年全年的23.60%;实现利润总额8.73亿元,占2013年全年的18.41%,营业利润率为20.72%,与上年同期的20.34%略有增长。

总体来看,跟踪期内,受益于公司完整的产业链,公司营业收入和利润规模呈稳步增长,整体盈利能力较强。

3. 现金流及保障

2013年,公司经营活动现金流入为336.02亿元,其中,销售商品、提供劳务收到的现金为331.61亿元,同比分别下降4.89%和5.02%;经营活动现金流出为293.39亿元,主要为购买商品、接受劳务支付的现金,为222.37亿元,同比分别下降10.61%和13.27%;支付其他与经营活动有关的现金为30.48亿元,主要为往来款、期间费用等现金支出;经营活动现金净流量42.63亿元,同比增长70.00%;2013年,公司现金收入比为108.30%,较2012年有所下降,主要是由于公司房地产板块预收的房屋销售款下降所致;公司收入实现质量较好。

从投资活动看,2013年,公司投资活动现金流入规模较2012年大幅增长,为26.64亿元,主要是收到其他与投资活动有关的现金。公司收到其他与投资活动有关的现金主要为南山铝业60亿可转债暂未使用的资金,购买理财产品到期收回部分;投资活动现金流出为120.00亿元,其中,购建固定资产、无形资产等支付的现金为71.53亿元;投资支付的现金为12.45亿元,主要为增加对烟台银行的投资9.95亿元以及购买理财产品的现金流出;支付其他与投资活动有关的现金为36.02亿元,为南山铝业60亿可转债暂未使用资金部分购买理财产品的现金流出。2013年,公司投资活动现金净流出93.36亿元,同比增长12.09%,继续保持较大规模。

总体来看,近年来,公司的经营性现金无法完全覆盖投资支出,使公司存在一定对外融资需求。公司以取得短期和长期的借款为主,发行债券作为补充的方式筹集资金2013年公司筹资活动净现金流入50.10亿元。

2014年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额为5.23亿元,投资活动产生的现金流量净额为-10.03亿元,筹资活动产生的现金流量净额为15.46亿;公司投资活动现金需求主要依靠外部融资解决。

总体来看,公司经营活动获现能力较好,能一定程度缓解公司对外投资的资金需求。跟踪期内,公司经营活动现金净额虽然有所恢复,但公司整体投资规模仍然较大,预计中短期内,公司仍将面临较大的资本支出和筹资压力。

4. 资本及债务结构

资产构成

截至2013年底,公司资产总额为841.32亿元,其中流动资产和非流动资产分别占39.87%和60.13%,流动资产占比进一步下降,公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产方面,截至2013年底,公司流动资产合计335.46亿元,同比增长1.02%,基本稳定。从构成来看,2013年底,公司流动资产主要为货币资金(占20.89%)、预付款项(占14.12%)、存货(占43.01%)、其他流动资产(占10.05%),与2012年底变化不大。

截至2013年底,公司其他流动资产33.71亿元,主要为南山铝业股份用发行可转债购买的短期理财产品32.67亿元。

非流动资产方面,截至2013年底,公司非流动资产合计505.86亿元,同比增长22.04%。增长主要来自固定资产、在建工程及长期股权投资的增加。公司非流动资产构成较2012年底有一定变化。

截至2013年底,公司持有至到期投资3000.00万元,主要为公司购买的信托理财产品。

截至2013年底,公司长期股权投资39.86亿元,同比增长141.65%,增长主要来自于公司增加的对烟台银行投资18.08亿元、中关村科技租赁(北京)有限公司0.50亿元,国开厚德(北京)投资基金有限公司0.50亿元,民生蓝天控

股股份有限公司0.30亿元,爱康飞机有限公司3.98亿元。

截至2013年底,公司在建工程137.95亿元,同比增长45.35%,主要来自于东海开发工程(包括人工岛、东海园区在建的基础设施配套等工程)、铝热工程等项目的增加。

截至2014年3月底,公司资产合计860.46亿元,较2013年底增长2.28%,流动资产占40.86%,非流动资产占59.14%。2014年3月底,受结算周期影响,公司应收账款规模15.03亿元,较2013年底增长43.53%;其他应收款10.27亿元,主要是公司与龙口柳海矿业有限公司、国家开发银行威海研发基地等单位往来款以及应收的出口退税等。

所有者权益

截至2013年底,公司所有者权益合计422.88亿元,同比增长9.75%;其中少数股东权益合计116.37亿元,同比增长0.89%。归属于母公司权益主要由实收资本(3.26%)、资本公积(5.78%)、盈余公积(10.52%)和未分配利润(80.44%)构成;公司所有者权益稳定性较弱。

截至2014年3月底,公司所有者权益合计430.30亿元,其中少数股东权益合计117.23亿元;公司所有者权益结构变化不大。

负债

截至2013年底,公司负债合计418.44亿元,较2012年底增长15.82%;增长主要来自长期借款及应付债券的增加。

截至2013年底,公司长期借款76.85亿元,同比增长111.34%,主要是抵、质押和担保借款。

截至2013年底,公司应付债券123.22亿元,同比增长21.02%,主要是由于公司于2013年发行了“13南山集MTN1”(8亿元)、“13南山集MTN002”(6亿元)和“13南山集MTN003”(6亿元)。

从有息债务结构看,截至2013年底,公司全部债务合计276.57亿元,同比增长28.40%;其中由于2013年集中发行3期中期票据和1期短期融资券的影响(合计融资规模30亿元),

公司长期债务合计 200.08 亿元，同比增长 44.79%；短期债务合计 76.49 亿元，小幅下降 0.93%；公司有息债务结构较为合理。

同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别由 2012 年的 48.39% 和 35.86% 上升至 49.74% 和 39.54%。公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 430.16 亿元，其他流动负债 25.81 亿元，主要是“13 南山集 CP001”和“14 南山集 CP001”；其中有息债务合计 293.75 亿元，继续小幅增长；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.99% 和 40.57%。

整体看，受公司持续加大资本支出影响，公司固定资产规模稳步增加；受公司自身经营无法满足投资需求影响，公司主要依靠银行借款及发行债券等外部融资手段解决资金需求，带动跟踪期内公司有息债务规模大幅增长，但公司债务结构相对合理，债务负担适宜。公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

5. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 162.51% 和 92.61%，同比分别增加 8.33 个和 7.97 个百分点；2014 年 3 月底，上述两指标分别为 161.06% 和 94.74%。2013 年，公司经营现金流动负债比为 20.65%，较 2012 年的 11.64% 有所提高；公司短期偿债指标正常。

从长期偿债指标看，2013 年公司 EBITDA 为 76.05 亿元，同比增长 10.74%；EBITDA 利息倍数为 13.92 倍，全部债务/EBITDA 为 3.64 倍；均较 2012 年有所增长，公司 EBITDA 仍对利息债务本息具备较好的保障能力。

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产合计 95.10 亿元，扣除受限资金 22.96 亿元后为 72.14 亿元，为一年内到期的待偿还债券（“12 南山集 MTN1”、“13 南山集 CP001”和“14 南山集 CP001”）本金总额 28 亿元的 2.58 倍。2013 年，

公司实现经营活动现金流入量 336.02 亿元，为一年内到期的待偿还债券本金总额的 12.00 倍；经营活动现金流量净额 42.63 亿元，为一年内到期的待偿还债券本金总额的 1.52 倍。公司现金类资产和经营活动现金流对公司一年内到期的待偿还债券保障能力强。

2013 年，公司 EBITDA 为 76.05 亿元，为公司存续中长期债券（“06 南山债”+“09 南山债 01/09 南山 1”+“09 南山债 02/09 南山 2”+“12 南山集 MTN2”+“12 南山集 MTN3”+“13 南山集 MTN1”+“13 南山集 MTN002”+“13 南山集 MTN003”+“14 南山集 MTN001”）发行额度 72 亿元的 1.06 倍；同期公司经营活动现金流入量为公司待偿还中长期债券发行额度的 4.67 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司待偿还中长期债券的保障程度好。2014~2019 年，公司待偿还债券本金分别为 10 亿元、28 亿元、18 亿元、12 亿元、12 亿元和 20 亿元，2015 年需偿还规模最大，为 28 亿元，2013 年经营活动现金流入量及净额对其覆盖倍数分别为 12.00 倍和 1.52 倍，EBITDA 对其覆盖倍数为 2.72 倍，覆盖程度较高。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得各商业银行综合授信合计 423.92 亿元，未使用额度为 212.54 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，公司直接融资渠道畅通。

6. 债券担保情况

（1）公司于 2006 年 6 月 13 日发行 10 亿元 10 年期的企业债券（06 南山债），兑付日为 2016 年 6 月 12 日。公司发行债券 10 亿元募集资金全部用于山东南山东海热电厂 1 台 30 万千瓦热电项目（发改能源[2004]2095 号）和年产 20 万吨新型合金铝板带箔项目（鲁计外资[2004]61 号）的建设。债券募集资金项目投向与公司发债申请时的投向一致，目前项目已全部建成投产。

“06南山债”由中国建设银行股份有限公司提供全额无条件的不可撤销连带责任担保。经联合资信评定，建设银行主体长期信用等级为AAA，建设银行担保实力强，能进一步提高“06南山债”的偿债安全性。

(2) 公司于2009年10月12日公开发行20亿元公司债券，其中6年期10亿元公司债券“09南山债01/09南山1”，存续期为2009年10月12日至2015年10月12日；10年期10亿元公司债券“09南山债02/09南山2”存续期至2019年10月12日。募集资金中16亿元用于860万平米高档超薄精纺面料及300万套服饰项目、年产9万吨新型大口径塑料管材生产线项目和龙口港10万吨级通用泊位项目，其余4亿元用于补充公司营运资金。

“09南山债01/09南山1”和“09南山债02/09南山2”由公司持有的南山铝业2亿股限售流通股进行质押担保；以龙口市13宗工业、商业和住宅土地(合计386.96万平方米)(其中4宗土地已于2012年由9139万南山铝业流通股完成抵质押物的置换工作)使用权进行抵押担保。

根据抵押、质押资产监管协议，此公司债券抵押、质押资产的监管人中国建设银行山东龙口支行承担监管责任，应动态监督、跟踪抵押质押资产的价值变动情况；对抵质押比率(抵押、质押资产总值与本期债券未偿还本金额比率)进行监管，在债券存续期间，如果前6年抵质押率低于2.0、后4年抵质押率低于3.0，则要求公司以其持有的南山铝业股票作为质押资产进行追加，并立即将有关情况通报债权人代理人。

公司持有的南山铝业股份有限公司2亿股限售流通股已于2010年4月解禁，南山铝业2013年经审计的每股净资产为8.95元。按照跟踪期内南山铝业(600219)最低交易价格为4.47元/股(2013年6月21日交易价)估算，公司用于质押的29139万股流通股市值为130251.33万元。

公司用于“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”抵押的龙口市共10宗土地合计306.88万平方米，由烟台洪盛土地评估有限责任公司于2014年5月26日出具了烟洪盛资

(2014)第011号~014号土地估价报告重新评估，评估基准日为2014年5月23日，评估价值合计290388.31万元，较初次评估价值未发生变化。

按土地最新评估价值及跟踪期内南山铝业最低交易价4.47元/股估算，上述资产价值合计420639.64万元，是“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”发行总额的2.10倍。

整体看，跟踪期内公司用于抵质押资产对“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”具备良好的保障能力。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2014年5月19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。

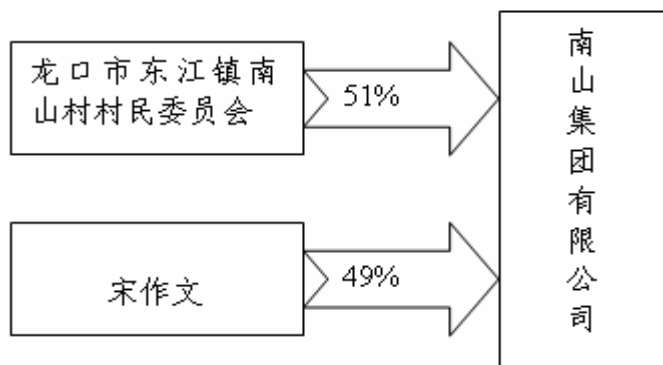
8. 抗风险能力

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

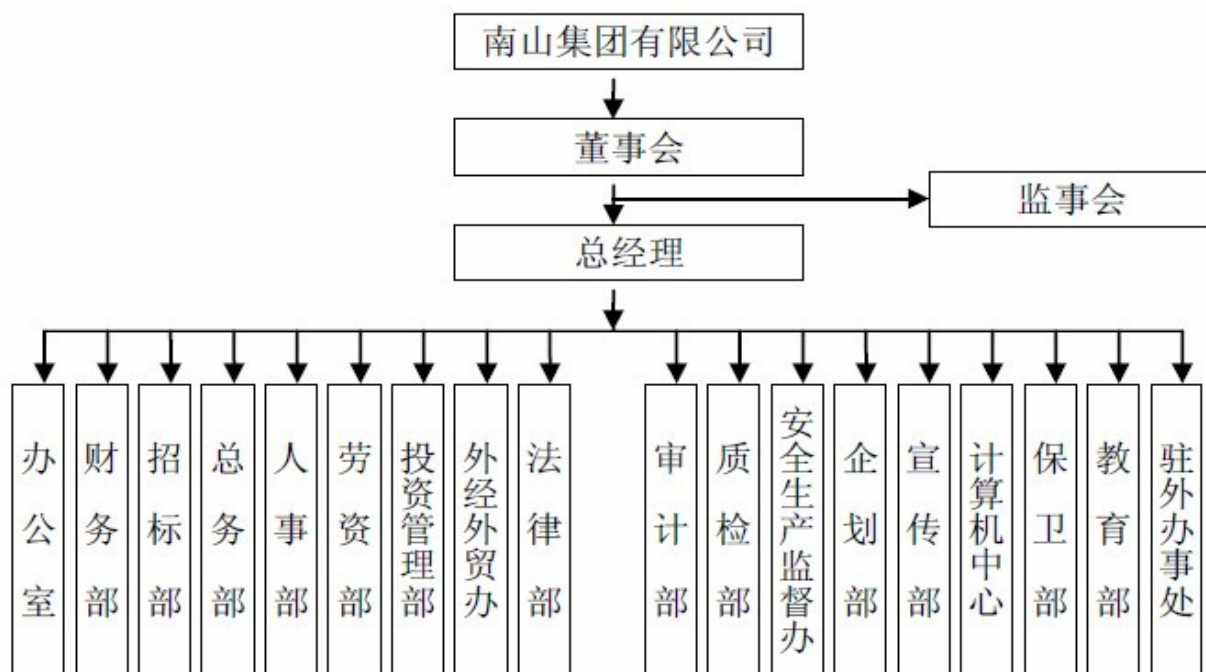
十、结论

综合考虑，联合资信确定将南山集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定；同时维持“06南山债”AAA的信用等级，维持“09南山债01/09南山1”、“09南山债02/09南山2”AA⁺的信用等级、将“12南山集MTN1”、“12南山集MTN2”、“12南山集MTN3”、“13南山集MTN1”、“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集MTN001”的信用等级由AA调整为AA⁺；维持“13南山集CP001”和“14南山集CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.85	105.78	84.77	95.10
资产总额(亿元)	594.92	746.58	841.32	860.46
所有者权益(亿元)	333.84	385.31	422.88	430.30
短期债务(亿元)	60.71	77.21	76.49	102.96
长期债务(亿元)	63.23	138.19	200.08	190.79
全部债务(亿元)	123.94	215.40	276.57	293.75
营业收入(亿元)	285.91	303.57	306.19	72.26
利润总额(亿元)	45.73	46.34	47.41	8.73
EBITDA(亿元)	63.29	68.67	76.05	--
经营性净现金流(亿元)	42.75	25.08	42.63	5.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.63	12.70	12.50	--
存货周转次数(次)	1.78	1.58	1.53	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.45	0.39	--
现金收入比(%)	118.83	115.01	108.30	108.67
营业利润率(%)	23.86	24.26	25.40	20.72
总资本收益率(%)	9.81	7.61	6.65	--
净资产收益率(%)	12.34	10.51	9.70	--
长期债务资本化比率(%)	15.92	26.40	32.12	30.72
全部债务资本化比率(%)	27.07	35.86	39.54	40.57
资产负债率(%)	43.88	48.39	49.74	49.99
流动比率(%)	128.66	154.18	162.51	161.06
速动比率(%)	57.95	84.64	92.61	94.74
经营现金流流动负债比(%)	22.05	11.64	20.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.15	13.09	13.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	3.14	3.64	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息