

信用等级公告

联合[2012] 1119 号

联合资信评估有限公司通过对南山集团有限公司及其拟发行的2013 年度第一期中期票据的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

南山集团有限公司
2013 年度第一期中期票据的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十四日



南山集团有限公司

2013 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期还本

发行目的: 偿还银行贷款、补充营运资金

评级时间: 2012 年 12 月 24 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	396.49	512.80	594.92	630.23
所有者权益(亿元)	232.69	291.53	333.84	355.72
长期债务(亿元)	46.95	57.06	63.23	76.96
全部债务(亿元)	101.55	112.43	123.94	146.52
营业收入(亿元)	205.68	244.18	285.91	214.65
利润总额(亿元)	27.63	36.02	45.73	25.60
EBITDA(亿元)	45.19	51.43	63.28	--
经营性净现金流(亿元)	26.28	41.96	42.75	9.89
营业利润率(%)	18.68	21.12	23.86	19.33
净资产收益率(%)	11.23	11.70	12.34	--
资产负债率(%)	41.31	43.15	43.88	43.56
全部债务资本化比率(%)	30.38	27.83	27.07	29.17
流动比率(%)	117.37	125.78	128.66	130.31
全部债务/EBITDA(倍)	2.25	2.19	1.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.25	9.19	9.81	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.65	6.43	7.91	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

潘诗湛 侯煜明

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

联合资信评估有限公司 (简称“联合资信”) 对南山集团有限公司 (简称“公司”) 的评级反映了公司作为大型铝加工及纺织生产企业, 在行业地位、产业链完整性、运输条件和技术水平等方面具备的竞争优势。同时, 联合资信也关注到下游需求波动、原材料成本上升以及汇率风险等对公司经营可能产生的不利影响。

近年来, 公司整体发展态势良好, 完整的产业链有助于缓冲原料成本和产品价格的波动风险, 而公司产品结构调整符合下游消费结构的变化趋势, 有助于支撑公司的盈利能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据无担保, 基于对公司主体信用状况以及本期票据偿债能力的综合分析, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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. 公司整体技术水平高, 各生产环节间距离短, 一体化的生产流程使中间损耗较小。
4. 公司收入规模和利润水平逐年提高, 主营业务盈利能力较好, 经营活动获现能力强。
5. 公司现金类资产较为充足, EBITDA 及经营活动产生的现金流对本期中期票据覆盖程度高。

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，未来行业整体面临原料成本大幅上升的风险。
2. 公司铝土矿和澳洲羊毛全部依赖进口，存在一定价格波动风险。
3. 公司铝材和服装出口量逐年增长，面临一定汇率风险。
4. 公司经营规模快速扩张，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对公司治理结构提出更高要求。

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、南山集团有限公司 2013 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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2011年底，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2012年9月底，公司共拥有包括南山铝业股份在内的子公司36家。

截至2011年底，公司合并资产总额594.92亿元，所有者权益333.84亿元（含少数股东权益102.69亿元）；2011年实现营业收入285.91亿元，利润总额45.73亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额630.23亿元，所有者权益355.72亿元（含少数股东权益106.22亿元）；2012年1~9月实现营业收入214.65亿元，利润总额25.60亿元。

公司地址：山东省龙口市南山村；法定代表人：宋作文。

二、本期中期票据概况

公司本次计划发行2013年第一期中期票据（以下简称“本次中期票据”），额度为8亿元。本期中期票据期限为3年。

本期中期票据所募集的8亿元资金中7亿元将用于置换银行借款，剩余1亿元将用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿

元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份

非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域环境

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。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，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。因此，结合煤电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. 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。

2009年起，中国出台了包括经济刺激计划、战略性资源收储、直购电、《有色金属产业调整与振兴计划》在内的一系列扶持政策，铝行业下游需求明显恢复，但同时也刺激了产能的快速增长，使产业结构不合理的弊端进一步凸显。从近期出台的政策可以看出，资源保护、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这几个主题进行制定。

总体来看，国家产业政策有助于提高行业集中度，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。

3. 上游原材料

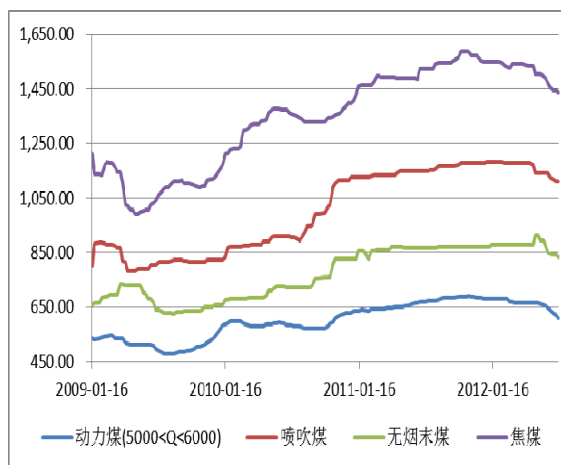
铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占35%-40%，用电成本约占40%-45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

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。根据wind资讯数据，2010年中国铝土矿消费量约7000万吨，其中自产4000万吨，进口3000万吨，对外依存度已经超过40%。根据海关总署数据，2011年，中国铝土矿进口总量为4484.49万吨，同比大幅增长49.73%，对外依存度达到50%左右。

可以预见，未来中国铝土矿对外依存度将进一步上升，未来国际铝土矿价格的走高，将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

煤炭也是铝冶炼的主要原材料之一。2009~2011年，中国原煤产量年均增长9.08%，2011年中国原煤产量为35.20亿吨，较上年增长8.64%。近年来，电力、钢铁、建材等行业煤炭需求总体旺盛，同时受国内铁路运力上涨有限影响，煤炭价格总体呈波动上升态势。虽然2011年四季度以来，受钢铁行业需求不振、房地产行业持续调控等因素影响，煤炭价格有所下滑，但长远来看，煤价的上涨趋势未变，铝工业仍面临较高的煤炭成本。

图1 秦皇岛港煤炭交易市场煤炭价格



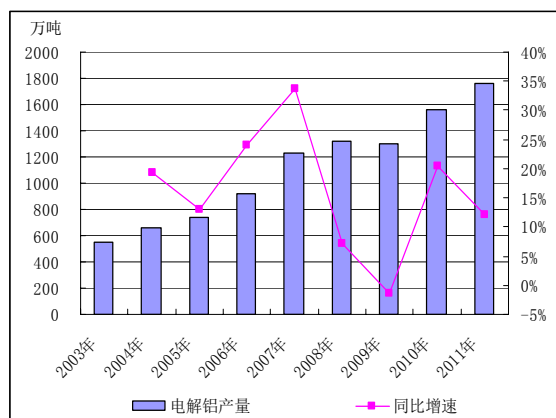
资料来源：wind资讯

综合分析，随着铝土矿和煤炭价格的上涨，铝冶炼和加工行业利润空间受到持续挤压。

4. 市场供求情况

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。2008年，受金融危机影响，中国原铝的产能利用率下降，产量增长缓慢；受到2009年国家投资的拉动，2010年产量增速大幅提高。2011年以来，受国内经济增速放缓、国家节能减排政策、电荒及行业盈利能力下降等多种因素影响，电解铝产量增速同比有所下降，全行业过剩的情况得到一定的缓解。

图2 电解铝产量情况



资料来源：wind资讯

目前，中国电解铝产量增速主要受东部产

能受限和西部产能激增两方面共同作用，2011年，中国电解铝产量增长的55%来自西北地区五个主要省份—新疆、青海、甘肃、宁夏和内蒙古，其中新疆产量增速达到346%。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，关停电解铝产能61.9万吨，但对于巨大的电解铝产能而言效果有限。

2012年1-9月，中国电解铝产量合计1476.43万吨，同比增长11.29%，增速较上年同期增加0.80个百分点。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。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。

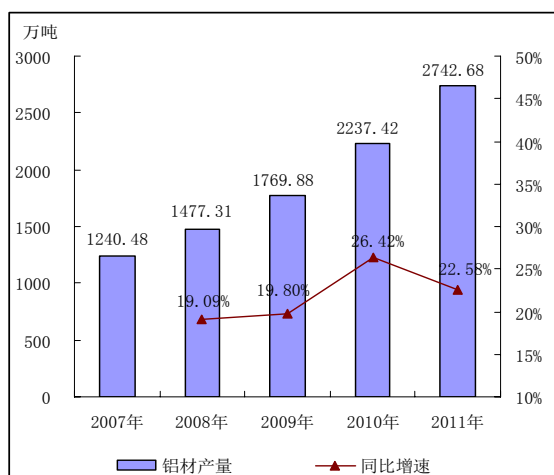
铝材方面，铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航天航空、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域；铝板带材主要用于印刷业（PS/CTP 版基）、罐体罐盖料、建筑装饰板等；铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。根据有色金属协会统计，目前中国铝材产品结构以型材为主，约占50%左右，其次为板带箔材，约占30%，其余为铸压件。

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。至2011年，国内铝材产量达到2742.68万吨，同比增长22.58%，在宏观政策收紧阶段，铝材产量仍保持了较高增速。

2012年1-9月，中国铝材产量累计2169.30万吨，同比增长7.95%，增速较上年同期大幅下降20.75个百分点。进入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。总体看，宏观经济增速的下降对铝型材生产的影响大于对原铝

的影响。

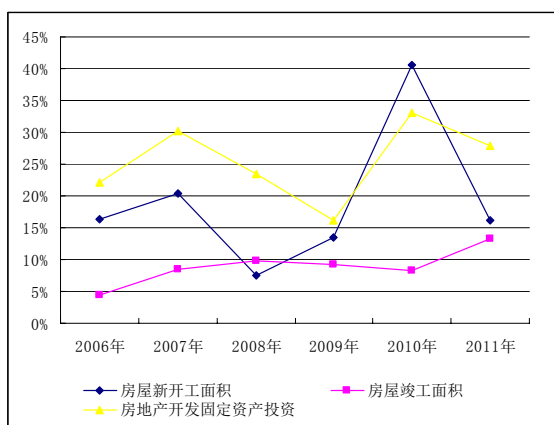
图3 近年来国内铝材产量情况



资料来源：wind资讯

需求方面，根据中国有色金属协会统计，建筑仍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。

图4 近年来中国房地产投资情况



资料来源：wind资讯

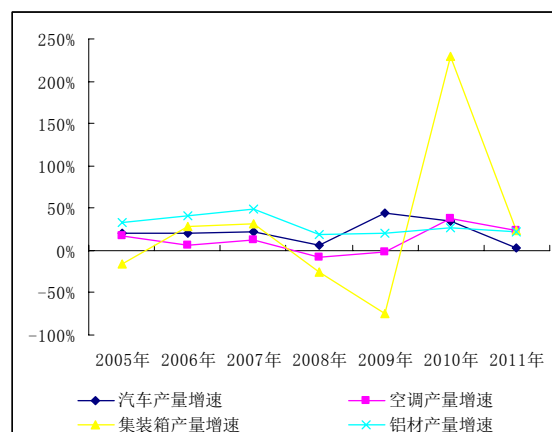
2011年，受宏观经济因素影响，国内固定资产投资增速有所下滑，房地产调控政策的持续收紧使房地产固定资产投资高位放缓，但仍处于较高水平。2012年1-9月，房地产开发投资完成额同比增长15.42%，增速较上年同期放缓16.55个百分点。总体看，随着调控的深入和持续，房地产行业回落明显，市场对政策趋势的判断日趋清晰。预计未来一段时期，随着城镇

化进程的推进，刚性需求将逐步释放，并维持房地产行业的相对平稳。

汽车市场方面，汽车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的主要应用材料。在经历了2009年和2010年跨越式增长之后，汽车消费优惠政策的陆续退出，购车价格优惠和补贴逐渐取消，对汽车消费产生冲击。2011年，中国汽车产量1919万辆，同比增长2.89%，增速大幅下滑。2012年1-9月，中国汽车累计产量1519.5万辆，同比增长8.78%，增速较上年同期提高4.46个百分点，行业整体已逐渐出现企稳迹象。整体而言，中国正处于汽车消费的快速增长阶段，中长期内对汽车消费的需求仍将比较旺盛。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量增长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有的功能，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，加上近年来我国铝材出口逐年增长，进一步缓解了供给压力。

图5 近年来中国铝材及下游产业产量增长情况



资料来源：wind资讯

综合分析,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,铝材需求将保持旺盛,但国内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一定变化,压延材消费增速将高于挤压材。

5. 价格波动

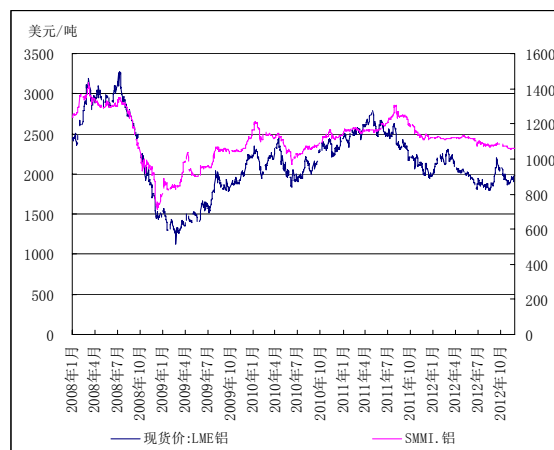
随着原铝及铝材国际贸易量的扩大,国内期货市场的完善和国际资本的推动,国内和国际铝价联动性日益增强。但总体来看,LME 更易受宏观因素驱动,SHFE 更易受国内基本面的影响。

国际方面,2011 年国际铝价高开低走,年中价格一度走出 2008 年金融危机后新高,但随着欧债危机不断恶化以及美国经济疲软表现,下半年国际铝价持续走跌。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,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。2012 年 9 月,随着美国推出第三轮量化宽松政策,伦铝价格相应拉升。

国内方面,2011 年 1 季度国内铝价走势整体平稳,但与国际铝价相较表现偏弱,进入 3 月份,通胀导致的基本金属价格上行以及原油价格上升推动铝价有所上涨。二季度,国内铝价表现强于国际铝价,一方面得益于国内公布的相关政策提振,另一方面二季度国内铝消费市场表现良好也对价格构成了有力推动。6 月份国家发改委宣布上调 15 省市非居民用电价格,吨铝生产成本的上升,加上国内铝库存持续下滑等因素共同带动沪铝价格延续上行格局。三季度,由于国内外铝价比值维持低位水平促使铝材出口利润大增,铝材大量出口使国内市场

出现短暂的供不应求局面,铝价得到较好支撑。但此后,一方面国内经济疲软开始抑制下游需求,一方面西部地区铝产量大幅增长,导致市场重现过剩态势,铝价持续走低。2011 年底,中国央行公布下调存款准备金率 50 个基点以及再度上调工业用电价格带动铝价从低位反弹,但由于供需基本面并未发生改善,反弹力度不大。2012 年,国内铝价呈现上行乏力格局,消费疲软和供应压力成为制约铝价上涨的根本因素。预计未来短期内,铝价的提升尚需由政策面的放松推动。

图6 国内外电解铝价格变动情况



资料来源: wind资讯

6. 行业关注

供求关系

2009年以来,铝价的上涨并不仅仅是需求的回暖带动,更多的是流动性过剩对资产价格预期的推动。从2009年二季度开始,以中国为代表的铝冶炼商开始恢复闲置产能,恢复速度远远高于市场预期。而同时需求的恢复并不如市场预期,除中国等发展中国家需求出现明显回升外,欧美地区原铝需求依然低迷,导致全球铝供应出现严重过剩局面。

国内方面,在过去10年里,铝产量年均增长近20%,到2011年,国内原铝产能已相当于2001年的6倍。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策,且铝冶炼企业面临一定能源瓶颈,但目前来看,仅东部地区铝冶

炼企业产量增速出现明显下降，而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本，铝产能扩张仍有较大动力。总体来看，原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看，铝消费仍有较大增长空间，但短期内，由于产能严重过剩以及需求增速面临下降，国内铝产业的疲弱可能仍会持续，铝价仍将面临较大下行风险。

原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但年生产量却占世界的17%，开采消耗过大，供给日趋紧张。2011年，中国铝土矿对外依存度已经超过50%，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。

近日，亚洲金属消息称，印度尼西亚或将于5月开始，禁止国内的原矿出口。目前中国进口的铝土矿中有75%以上来自印尼，一旦印尼禁止铝土原矿出口，国内氧化铝和电解铝产业将会面临较大的资源困境，威胁产业安全。

综合来看，目前中国铝产业以全球较贵的电价生产了最多的电解铝；以储量较少的铝土矿生产了最多的氧化铝，大量进口铝金属原料的同时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。

7. 行业发展趋势

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核心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。

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2012年9月底，公司注册资本10亿元，南山村村民委员会占51%，宋作文占49%，公司实际控制人为南山村民委员会。

2. 企业规模

经多年发展，公司已由一个村办企业发展成为以有色金属为主，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。截至2011年底，公司资产总额594.92亿元，2011年实现营业收入285.91亿元，利润总额45.73亿元。2011年，公司位于“中国企业500强”第163位，“中国制造业500强”第78位。

目前公司拥有年产77万吨铝深加工能力（其中17万吨型材，60万吨热轧，60万吨冷轧，3万吨箔轧），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。公司的高精软包装铝箔市场供应量仅次于夏顺铝业，位居中国第二；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。公司销售网络覆盖全国20多个省市自治区，市场占有率位居前列。“南山”牌精纺呢绒曾荣获“中国名牌产品”、“山东省著名商标”等称号。公司位列2010~2011年度“中国纺织服装企业竞争力500强”第2名、“中国纺织服装行业主营业务收入100强”第2名，并于2010年入选中国纺织十大品牌文化企业。

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第一位。此外，公司创办了全国第一所经国家教育部批准成立的村办大学——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。

3. 技术水平

目前公司具备世界最大、最完整的铝加工和纺织服装加工体系，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。公司中心实验室2005年获得中国实验室国家认可委员会认可证书。此外，公司积极与中科院、中国工程

院、中南大学、东北大学、山东大学等科研院所开展技术交流与合作，为新产品的开发提供了强大的技术支撑。公司自主研发的“优质超薄超宽双零铝箔”项目于2006年被科技部列入科技兴贸行动专项；“高性能高精度大卷重宽幅铝合金板带加工技术及产品开发—易拉罐罐体料”项目被列入山东省自主创新成果转化重大专项；“铝合金熔铸专家系统开发”项目被列入山东省信息产业发展专项资金；“高精度铝合金板带热连轧工程化技术研究—PS版”项目被国家科技部列入国家科技支撑计划专项。“高精度宽幅超薄双零铝箔的研制”被列入国家科技兴贸计划。2008年公司先后通过了中国南车和北车集团轨道交通铝合金型材的生产资质认证，成为其指定产品供应商，并先后为两公司提供200KM/h、300KM/h、350KM/h、380KM/h、500KM/h等项目高速列车用车体型材，是中国唯一通过南车和北车两大高铁车辆生产资质认证的企业。2009~2011年，公司在有色金属领域共获得专利授权14项，其中外观设计11项，实用新型3项。

纺织方面，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。

目前，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、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。

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、副总经理和财务总监等高层领导共9人。

公司董事长宋作文先生，1947年出生，大学学历，高级经济师，历任玻璃纤维厂厂长、纺织总厂厂长、南山集团党委书记、总经理、等职，曾获“全国劳动模范”、“全国人大代表”、“全国优秀企业家”等荣誉称号。

公司总经理王玉海先生，1963年，大学学历，现任南山集团董事、南山集团总经理。历任龙口市计划委员会重点项目办主任，南山集团公司董事长助理等职。

截至2012年9月底，公司在职工共45611名。从学历结构看，具有大专及以上学历的占35.12%，高中及中专学历的占46.87%，中专以下学历占18.01%；从专业构成看，管理人员占2.38%，技术人员占22.35%，其余为车间工人。

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，高于全国平均水平，正在实施的“半岛城市群”、“胶东半岛制造业基地”建设提高了对铝型材的市场需求。

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，周边煤炭资源丰富，有利于公司实现能源的就地转化，大幅降低了电费成本。

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区位优势。

六、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》等国家有关的法律法规和农业部《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，副董事长1名，董事5名；监事会由3人组成，负责对董事、总经理的履职行为进行监督。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。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5亿元人民币，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得结算、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。业务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。

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。2009年以来，公司收入规模和利润水平均实现逐年较快增长，2011年公司共实现收入285.91亿元，利润总额45.73亿元，同比分别增长17.09%和26.96%。

从构成来看，铝加工业务仍是公司最主要的收入和利润来源，得益于完整的产业链和较完善的能源配套，公司铝加工业务规模持续增长并保持较好的毛利率水平，体现了较强的抗市场波动能力。公司紧邻煤炭资源，近年来通过收购山东怡力电业有限公司（以下简称“怡力电业”）增加了发电能力，使公司电、气收入规模迅速增长；公司热电厂为热电联机组，从而具有较低的成本，使业务毛利率较高。公司纺织板块主要包括精纺呢绒面料和服装生产，其中面料占比较大。公司是目前全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，近年来随着产量的扩大，公司纺织板块收入稳步增长，毛利率波动上升。

公司建筑、房地产收入主要来自于建筑安装和房地产两个部分。2009年以来，公司该板块收入构成变动较大，受国家政策调控影响，公司逐渐压缩房地产业务，使建筑安装收入占比逐渐提高。2011年，公司建筑、房地产收入中，建筑安装占42%，房地产占58%。2009~2011年，公司建筑、房地产收入规模基本保持稳定，毛利率快速提高，带动了公司利润水平的提升，但该业务受国家政策影响较大，未来存在较大不确定性。

受各板块业务运行情况及公司收入构成变化影响，2009年以来，公司毛利率逐年增长，

分别为18.99%、21.80%和24.89%。2012年前三季度，公司有色金属、纺织板块和电力收入占比均有提高，房地产及贸易收入有所下降。综

合毛利率受有色金属板块利润率下降影响，有所下滑。

表1 2009~2012年9月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2009年			2010年			2011年			2012年1~9月		
	金额	占比	毛利率	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	107.97	52.50	16.86	139.19	57.00	17.36	154.43	54.01	17.62	120.30	56.04	13.56
纺织、服饰	22.82	11.10	16.49	23.09	9.46	17.86	25.51	8.92	17.61	23.82	11.10	17.12
电、汽	5.84	2.84	23.94	21.45	8.79	23.95	31.40	10.98	20.50	33.02	15.38	29.11
建筑、房地产	34.95	16.99	26.28	32.24	13.20	39.14	40.81	14.28	51.73	16.54	7.71	30.34
贸易	17.23	8.38	5.94	12.60	5.16	8.21	12.47	4.36	6.16	5.70	2.66	8.6
其他	16.87	8.20	32.55	15.61	6.39	39.42	21.29	7.44	52.36	15.27	7.12	50.13
合计	205.68	100.00	18.99	244.18	100.00	21.80	285.91	100.00	24.89	214.65	100.00	13.56

资料来源：公司提供

有色金属

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2012年9月底，公司共拥有77万吨(包括17万吨铝型材、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧)铝深加工能力，

已形成了一条从能源-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核心产业链，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。

表2 2009~2012年9月公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨）

项目	2009年			2010年			2011年			2012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	14.00	13.95	92.26%	22.00	17.76	99.27%	22.00	21.43	97.48%	22.00	17.27	98.49%
热轧卷	20.00	22.4	99.11%	40.00	39.44	93.26%	60.00	46.86	101.58%	60.00	40.14	100.12%
冷轧卷	20.00	15.17	99.54%	20.00	19.57	101.58%	20.00	23.27	100.34%	20.00	24.93	98.68%
铝箔	3.00	2.76	101.09%	3.00	3.40	99.71%	3.00	3.54	96.89%	3.00	2.54	103.94%
合金锭	67.00	61.63	100.91%	100.00	65.56	99.85%	100.00	74.62	99.17%	100.00	61.99	99.06%

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。

资料来源：公司提供

公司目前有色金属、建材业务产成品可分为型材（包括工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品为主。

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。建筑型材主要以铝合金建筑门框、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、罐盖材料、幕墙板、装饰板、铝箔胚料合金板等板材料。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、电容箔、空调箔、封口箔及高档香烟包装箔等。

设备方面，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，具有积压时间短、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，产品最大卷径为2800mm，最大宽度为2100mm，在国内处于领先水平；冷轧生产线引进德国SMSD公司生产的2300mm，6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；铝箔设备引进德国ACHENBACH公司的2,000mm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。

总体来看，公司设备达到国内先进水平，使用年限短，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3 截至2012年9月底公司主要设备情况

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	1-5年	140万吨
铝锭	4条	铝锭	1-12年	75.6万吨
熔铸	7条	合金锭	1-6年	100万吨
型材	77条	型材	1-5年	22万吨
热轧	1+4连轧1条	热轧卷	5年	60万吨
冷轧	单机架1条、三机架1条	冷轧卷	1-4年	60万吨
箔轧	4条	铝箔	5年	3万吨

资料来源：公司提供

近三年，随着公司铝深加工产能的陆续释放，公司各类铝材产量均呈逐年增长趋势。2011年，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、合金锭产量分别为21.43万吨、46.86万吨、23.27万吨、3.54万吨和74.62万吨，同比分别增长20.66%、18.81%、18.91%、4.12%和13.82%。2012年前三季度，公司各产品生产销售较为稳定。

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、冷热轧板提供特定规格的合金锭，吨铝可为公司节约重铸成本1000元左右。此外，公司将铝型材、冷热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做废旧金属变卖带来的损失。

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及煤炭。公司铝土矿主要向印尼MKU公司和澳大利亚力拓采购。公司目前与印尼MKU公司和力拓公司分别签订了为期10年的长期采购协议¹；同时，公司于2008年3月参股澳大利亚海湾铝业，目前占有其16%的股权及部分铝土矿山的采矿权和承销权，进一步保证了公司长期稳定的铝土矿供应，并有利于公司稳定铝土矿采购价格。

煤炭采购方面，公司目前每年电煤需求量在600万吨左右，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。

表4 2011年公司主要原材料采购情况

原材料	供应商	占比
铝土矿 (进口)	澳大利亚力拓	45.02%
	印尼	54.98%
煤炭	中国神华能源股份有限公司	31.05%
	中国中煤能源股份有限公司	26.21%

资料来源：公司提供

近年来，随着原材料价格上涨，公司原料采购成本有所上升。

表5 近年来公司主要原材料采购成本情况

	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
铝土 采购量(万吨)	183	351	344	345

¹公司于2010年11月与印尼MKU签订了为期10年的供货协议，定价原则是每半年核定一次价格，参考市场价格；公司于2008年12月与澳大利亚力拓签订了为期10年的供货协议，定价原则按照LEM3个月铝价×挂钩率。

矿	均价（元/吨）	300	381	377	375
煤炭	采购量（万吨）	327	491	599	495
	均价（元/吨）	608	683	776	682

资料来源：公司提供

销售方面，公司产品约有90%内销，10%出口。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%。

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，供应关系较为稳定。

表6 2011年公司铝材前五大客户情况

客户名称	销售产品	销售额（万元）	占比%
太平洋制罐（沈阳）有限公司	冷轧卷	75406.10	5.66
宁波华扬铝业科技有限公司	热轧卷	73888.05	5.54
中粮集团有限公司	冷轧卷	48797.26	3.66
青岛中集冷藏箱制造有限公司	型材	33122.00	2.49
波尔亚太金属容器有限公司	冷轧卷	32130.35	2.41
合计	—	263343.76	19.76

资料来源：公司提供

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、较好的区位条件和合理的产品结构，使公司在铝价波动较大的情况下保持了盈利的稳定，体现了较好的抗风险能力。预计未来短期内，原铝产能过剩的格局不会改变，市场竞争将进一步加剧，铝价仍面临较大下行风险，可能一定程度影响公司铝产品的盈利情况。同时，公司铝产品出口量逐年增大，近三年来，公司分别实现出口金额7.60亿元、14.39亿元和20.87亿元，随着公司国

际化进程的加快，公司将面临行业壁垒和贸易摩擦等多种风险；未来人民币汇率的波动也将对公司收入和利润情况造成一定影响。

纺织业务

公司纺织业务经过多年发展，已经建立了以羊毛原料、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。截至2011年底，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，高档西服200万套的生产能力。

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；生产模式为订单式生产，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。

表7 公司澳洲羊毛采购成本情况

	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
采购价格（万元/吨）	5.44	7.68	11.27	10.35

资料来源：公司提供

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，澳洲羊毛价格持续上升，公司采购成本逐年增加。

公司非常注重纺织业务的研发工作，在意大利米兰设立产品研发中心，并聘请了世界一流的服装面料设计师和服装设计师，充分利用米兰作为国际流行时尚中心的优势，第一时间收集国际市场信息热点以及时尚流行趋势并及时涉及开发相应的精纺面料及成衣。近三年，随着纺织业务生产规模逐年增长，公司纺织业务板块收入逐年增长。

表 8 2009~2012 年 9 月公司主要纺织产品产量

项目	2009 年			2010 年			2011 年			2012 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
精纺呢绒(万米)	1600	1574	101.40%	3000	2364	102.16%	3000	2718	92.86%	3000	2098	97.55%
服装(万套)	130	108	98.59%	200	212	87.25%	200	213	109.86%	200	178	100.00%

资料来源：公司提供

公司纺织业务出口和内销占比约为 3:7。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，如庄吉、报喜鸟、杉杉、雅戈尔等，同时也是公安部、检察院、法院、铁路等职业服装面料定点加工企业。

公司近年来逐渐加大国际市场的开发力度，2012年1~9月出口产品占比为14.61%，公司通过在组建南山纺织（美国）公司及南山（上海）营销中心，联动南山（北京）品牌中心，实施品牌化战略，有利于未来公司产品在国内外市场的拓展。

受人民币汇率波动、出口退税率变化、原材料价格和人工成本上升等因素影响，纺织行业生产成本呈上涨趋势，行业经济效益增速放缓。近年来公司纺织产品毛利率保持稳定，但考虑公司服装出口比例较高，上述因素可能对公司业绩产生一定不利影响。

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。

2010年，公司通过收购山东怡力电业有限公司（以下简称“怡力电业”）使得公司热发电机组装机容量得到显著提升，目前装机容量已经达到216万kw。公司目前发电全部上网销售，服从山东电网统一调度，公司用电通过上网购买，在上网额度内购买价格与上网销售价格一

致，如果购买的数量超过上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行。目前公司发电完全能够满足自身的需求。发电设备平均利用小时数达到近8000小时。

2011年全年，公司发电量合计109.04亿kwh，实现营业收入31.40亿元，分别同比增长32.68%和46.39%。

建筑、房地产业务

公司房地产业务主要由子公司山东南山建设发展股份有限公司（以下简称“南山建设”）负责经营。南山建设具有房地产开发企业一级资质，先后开发了龙口南山世纪花园A、B区等多个工程项目，工程质量合格率100%，其中优良率达95%，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 9 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	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
开工面积	196.30	187.20	125.70	61.20
竣工面积	115.10	91.10	160.60	73.40
销售面积	125.30	90.50	86.80	57.30

资料来源：公司提供

2011年，公司建筑、房地产板块营业收入40.81亿元，同比增长26.58%，其中房地产销售收入23.77亿元，同比增长7.77%，建筑、安装业务收入17.04亿元，同比增长67.34%。近年来，随着国家政策调控，公司逐渐压缩了房地产业务规模，使房地产收入占比逐年下降，建筑安装收入占比逐年上升。2012年1~9月，公司建筑、房地产板块营业收入合计16.54亿元，实现毛利润5.02亿元，毛利率下降至30.34%。截至

2012年9月底,公司共有尚未开发的土地储备合计109.38万平方米。

表 10 截至 2012 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㎡)
佛光养生谷	住宅	南山工业园	50.33
佛光山水	住宅	南山工业园	45.39
青岛逸景湾	住宅	青岛市温泉镇	13.66
合 计	-	-	109.38

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。但近年来,国家为引导和规范房地产行业的健康发展,出台了一系列的政策法规,尤其2010年在房地产信贷、商品房供应结构、土地供应、税收等方面密集出台了一系列调控政策,对市场预期产生了较大影响。2011年12月在京召开的中央经济工作会议明确表示,要坚持房地产调控政策不动摇,由此可以预计,未来短期内,国家调控政策难以明显放松,可能对公司房屋销售情况产生一定不利影响。

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。2011年公司旅游板块实现营业收入合计3.96亿元,同比增长51.78%。公司教育业务主要为烟台南山学院的学费收入,2011年,公司教育业务收入合计3.44亿元,较2010年略有下滑。

金融行业方面,截至2011年底,财务公司共实现主营业务收入1.84亿元,净利润1.11亿元。财务公司的健康发展为集团融资、资金管理提供了有力的帮助。公司与国家开发银行合作,以国家开发银行控股、南山集团参股的形式组建成立南山村镇银行。预计未来,在财务公司和村镇银行的健康发展下,公司融资成本

将有望进一步降低,为公司健康发展提供有力支持。

总体来看,近年来,公司旅游、教育、建筑、房地产等业务收入占比有所下降,有色金属及能源配套主业不断突出,体现了公司由多元化向专业化转变的发展思路。预计未来一段时期内,随着铝深加工能力的不断提升,公司收入规模有望继续保持增长。同时,公司精纺业务规模的逐步扩大以及功能性面料的不断完善也有助于克服人民币汇率波动、出口退税价格变化及澳羊毛价格上升等不利影响,纺织业务盈利能力有望继续保持稳定。综合分析,公司有望保持良好的发展态势。

2. 经营效率

2009~2011年公司资产总额和所有者权益分别年均增长22.49%和19.78%,营业收入和利润总额分别年均增长17.90%和28.67%。

2009~2011年,受行业整体运行情况影响,公司销售债权周转次数有所下降,但总体仍处于较好水平,三年均值为22.89次,2011年为17.63次。同期,随着存货规模的增长,公司存货周转次数和总资产周转次数逐年递减,2011年分别为1.78次和0.52次,三年平均值分别为2.23次和0.54次。

总体来看,2011年受行业整体运行情况影响,公司经营效率有所降低,但仍处于正常水平。

3. 未来投资项目

① 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2011年底,公司已完成投资18.92亿元,并计划于2012年12月左右进入试生产阶段。

② 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110多亿元，由公司自筹40亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款70亿元（部分贷款已到位）。项目建设期预计3~4年，目前建设顺利，已完成约28.70%。

总体看，新材料项目的建成投产将进一步丰富公司铝加工下游产品线，可有效地提升公司整体竞争实力。人工岛项目的建设投资规模较大，公司将主要依赖银行贷款解决资金需求，公司未来存在一定的资本支出压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2009~2011年财务报告及2012年三季度财务报表。公司2009~2011年财务报告经山东正源和信有限责任会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2012年三季度财务报表未经审计。

截至2011年底，公司纳入合并报表的子公司为36家，与2010年相比新增2家。本报告财务分析以2009~2011年合并报表数据为基础，2012年三季度数据为补充。

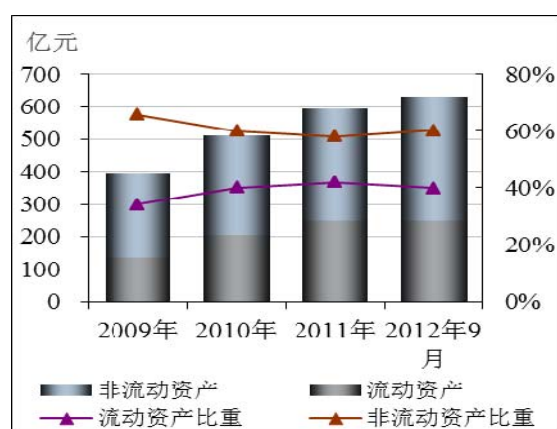
截至2011年底，公司合并资产总额594.92亿元，所有者权益333.84亿元（含少数股东权益102.69亿元）；2011年实现营业收入285.91亿元，利润总额45.73亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额630.23亿元，所有者权益355.72亿元（含少数股东权益106.22亿元）；2012年1~9月实现营业收入214.65亿元，利润总额25.60亿元。

2. 资产质量

2009~2011年，公司资产规模实现逐年增长，年均增速22.49%，主要系货币资金、应收票据、存货、固定资产和在建工程等科目增长所致；截至2011年底，公司资产总额为594.92亿元，其中流动资产和非流动资产分别占41.92%和58.08%。近年来，公司流动资产增速快于非流动资产，使流动资产占比有所上升，非流动资产占比有所下降。

图7 近年来公司资产构成情况

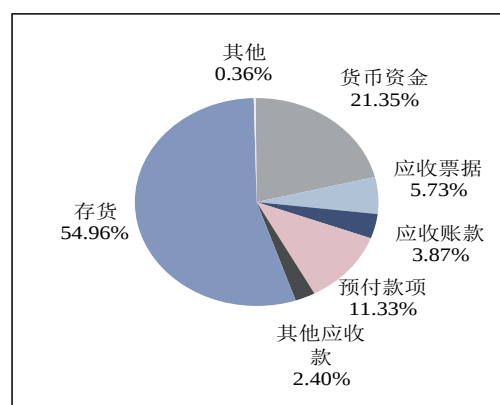


资料来源：根据审计报告整理

流动资产

2009年~2011年，公司流动资产年均增长35.48%，主要是货币资金、应收票据和存货的增长。截至2011年底，公司流动资产合计249.38亿元，主要以货币资金、预付款项和存货为主。近年来，公司预付款项占流动资产比重逐年降低，存货占比逐年上升。

图8 公司2011年底流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

2009~2011年，公司货币资金快速增长。其中，2010年底同比增长51.95%，主要是南山铝业股份2010年3月通过非公开发行股票筹集资金25亿元，用于建设22万吨新型轨道交通生产线项目所致。截至2011年底，公司货币资金53.25亿元，其中银行存款31.89亿元，其他货币资金21.04亿元，主要是定期存款、承兑保证金、按揭保证金存款等。

截至2011年底，公司应收票据为14.29亿元，同比大幅增长371.08%，主要是由于受宏观经济、银行信贷政策等多方面因素影响，下游资金较为紧张，铝材等市场竞争加剧，客户票据结算增加所致。同期，公司应收账款为9.65亿元，同比增长76.37%，共计提坏账准备0.54亿元，计提比例5.34%。公司1年以内的应收账款占比92.73%，账龄较短；应收账款前五位金额合计占比23.84%，集中度不高。总体来看，公司结算模式主要为款到交货，使公司应收账款规模较小，账龄较短，回收风险较小。

2009~2011年，公司预付账款保持基本稳定，主要为原材料预付款，预付工程款等。公司对上游原料供应商的结算模式与近年来较多的在建工程使公司预付账款规模较大。截至2011年底，公司预付款项为28.27亿元，其中，1年以内的占72.11%，账龄较短，不存在持公司5%（含5%）以上表决权股份的股东单位欠款。

2009~2011年，公司其他应收款波动上升，年均增速29.63%；其中2010年底同比增长106.02%，主要是烟台大南山旅游开发项目发生的往来业务增加所致。截至2011年底，公司其他应收款5.98亿元，主要为关联方往来款及货款等，其中1年以内的欠款占13.31%，1~2年占71.63%；公司共计提坏账准备0.16亿元，计提比例为2.58%，计提比例偏低。

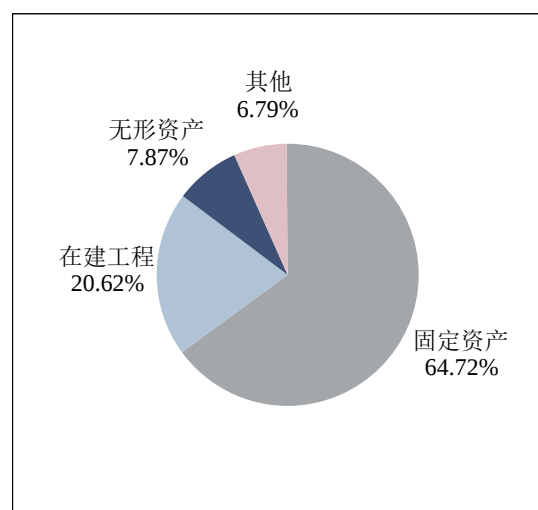
2009~2011年，主要受产业链延长、经营规模扩大、原材料价格上升以及在建房地产项目增加等因素影响，公司存货年均复合增速达到51.71%，占流动资产比例逐年上升。截至2011年底，公司存货137.05亿元，主要包括原材料

20.18亿元、库存商品9.91亿元、在产品106.37亿元等。近年来，除原料储备增加和价格上升导致原材料波动增长外，存货的增长主要源自产品的快速增长，主要是由于在建的房地产项目、完工未结转的开发成本以及对外承揽的建筑、装修、安装等未完工结算的工程施工增加所致。2011年，公司共计提跌价准备0.14亿元。

非流动资产

2009~2011年，公司非流动资产年均复合增长15.14%，主要是固定资产和在建工程的增长所致。截至2011年底，公司非流动资产345.53亿元，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。近年来，公司在建工程占非流动资产比重逐年上升，固定资产和无形资产占比基本保持稳定。

图9 公司2011年底非流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

截至2011年底，公司长期股权投资17.50亿元，主要是公司持有恒丰银行6%的股权，投资金额12.24亿元；持有山东龙口农村合作银行10%的股权，投资金额2.44亿元等。2011年底，公司长期股权投资减少11.98%，主要是将南山集团新加坡有限公司、南山集团加拿大有限公司、南山(海南万宁)置业有限公司、北京贝塔尼服装有限公司和菲拉特北京贸易有限公司纳入合并报表范围所致。

2009~2011年，公司固定资产年均复合增

长10.99%，其中2010年底同比增长15.26%，主要是新建氧化铝生产线、铝合金熔铸生产线当期由在建工程转入固定资产较多所致；2011年底同比增长6.88%，主要是10万吨新型合金材料生产线由在建工程转入11.32亿元所致。截至2011年底，公司固定资产净额223.62亿元，其中机器设备121.15亿元、房屋及建筑物88.54亿元，其余为其他设备和运输设备。公司累计计提折旧63.50亿元（其中机器设备43.98亿元）。总体来看，公司固定资产状况良好。

2009～2011年，公司在建工程年均增长45.51%，主要是铝热工程和东海开发工程投资规模增加所致。截至2011年底，公司在建工程71.25亿元，其中铝热工程项目36.93亿元，主要为铝深加工等工程，包括冷轧、热轧技改生产线，年产22万吨轨道交通新型合金材料项目和熔铸项目等；东海开发工程29.75亿元，主要是人工岛项目建设投入。

2009～2011年，公司无形资产保持相对稳定。截至2011年底，公司无形资产27.20亿元，其中土地使用权占99.50%。

截至2012年9月底，公司资产总额630.23亿元，较2011年底增长5.94%，增长主要来自在建工程的增加，公司流动资产和非流动资产占比基本保持稳定。

近三年，公司资产规模快速增长，货币资金充足，应收账款相对较小，固定资产状况良好；但公司存货规模增长较快，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，资产的流动性一般。综合分析，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

2009～2011年，公司所有者权益较快增长，年均增幅为19.78%，主要是由于未分配利润和少数股东权益的增长所致。

近三年来公司未进行增资，实收资本均为10亿元；2010年，南山铝业股份定向增发，公司按持股比例相应增加了9.32亿元计入资本公

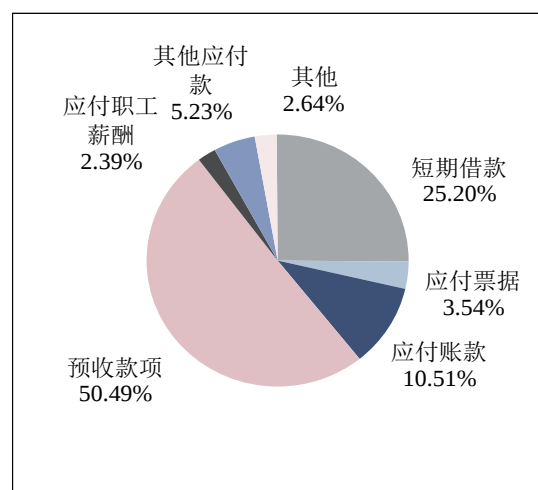
积。同期，公司持续盈利，使盈余公积和未分配利润持续增长。2010年3月，南山铝业股份非公开发行股票募集资金24.69亿元，使少数股东权益增长较多。截至2011年底，公司所有者权益合计333.84亿元，归属于母公司所有者权益231.15亿元，主要以未分配利润为主（占归属于母公司所有者权益的79.03%）。

总体看，近年来公司所有者权益逐年增长，但所有者权益中未分配利润占比较大，未来如果公司利润分配政策发生改变，可能对所有者权益结构形成一定影响。

2009～2011年，公司负债总额年均增长26.25%，高于同期净资产和资产总额的增幅，主要是预收款项和长期借款的增加所致。截至2011年底，公司负债合计261.08亿元，其中，流动负债和非流动负债占比分别为74.24%和25.76%，近年来，公司负债构成基本保持稳定。

2009～2011年，公司流动负债年均增长29.40%，2011年底为193.83亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。

图 10 公司 2011 年底流动负债构成情况



资料来源：根据审计报告整理

近年来，公司短期借款规模小幅下降。截至2011年底，公司短期借款为48.85亿元，其中保证借款占86.45%。

公司应付账款年均增速31.88%，主要为应付原材料、机器设备和零部件采购款。截至2011

年底，公司应付账款为20.37亿元。

近年来，公司预收款项快速增长，年均增速达到59.72%，占流动负债比重逐年上升，主要是预收售楼款快速增长所致。截至2011年底，公司预收款项为97.86亿元。

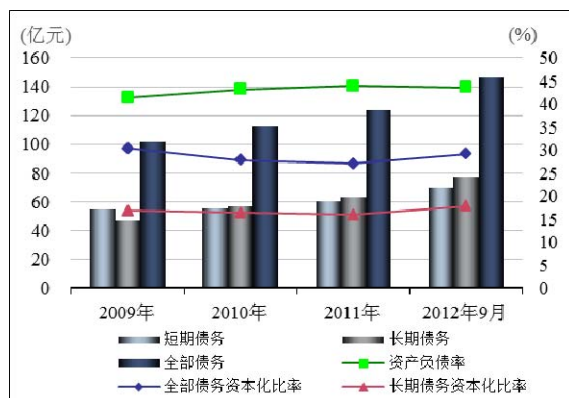
公司其他应付款主要为财政等部门拨付的项目专项资金（如修路）、及预收客户应付给房管等部门办理房产证的相关费用等。截至2011年底，公司其他应付款为10.13亿元，同比增长19.47%，前五大欠款方金额合计占比45.60%。截至2011年底，无应付持公司5%以上表决权股份的股东的款项。

2009~2011年，公司非流动负债逐年增长，年均增幅18.31%，主要是源自长期借款的增长，新增长期借款主要是抵、质押和担保借款。

截至2011年底，公司非流动负债合计67.25亿元，其中长期借款和应付债券分别为33.23亿元和30.00亿元，其余为长期应付款和递延收益。公司应付债券是公司于2006年6月发行10年期企业长期债券10亿元；2009年10月份发行6年期企业债券10亿元和2009年10月份发行10年期10亿元企业债券。

债务负担方面，2009~2011年，随着经营规模的扩张，公司债务规模保持增长，年均增速10.47%，其中长期债务增速16.05%，短期债务增速5.44%，债务结构持续优化。截至2011年底，公司债务总额123.94亿元，其中短期债务占48.98%，长期债务占51.02%，债务结构合理。

图 11 2009~2012 年 9 月公司债务构成



资料来源：根据审计报告整理

2009~2011年，公司所有者权益增速快于有息债务，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年递减，2011年底分别为15.92%和27.07%；同期，公司资产负债率基本保持稳定，2011年底为43.88%。总体来看，公司债务负担较轻，财务弹性较好。

截至2012年9月底，公司所有者权益合计为355.72亿元，较2011年底增长6.55%；负债合计274.51亿元，较2011年底增长5.15%。截至2012年9月底，公司负债构成变化不大，非流动负债的增长主要是来自公司2012年成功发行的第一期、第二期及第三期中期票据，带来应付债券的增加。同期，公司全部债务合计146.52亿元，较2011年底增长18.22%，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为29.17%和43.56%，公司债务负担整体较轻。

4. 盈利能力

2009~2011年，公司营业收入和利润总额稳步增长，年均增速分别为17.90%和28.67%。2011年，公司营业收入285.91亿元，利润总额45.73亿元。

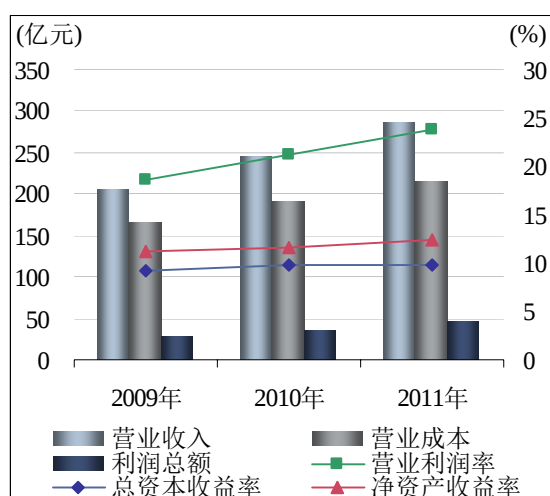
从收入构成来看，公司最主要的收入来源仍是铝加工业务，且随着产业链的完善，铝加工收入规模不断增长，占总收入比重波动上升，使公司分散经营的同时，主业进一步突出；随着公司为电解铝配套的热电及蒸汽业务的扩产，电、气业务收入规模快速增长，占收入比重明显提高，该业务毛利率相对较高，目前已成为公司除铝业外重要的利润来源。同时，公司纺织、房地产和贸易业务收入占比有所下降。总体来看，随着铝产业链和配套业务的完善，公司收入规模迅速增长的同时，结构发生一定变化，有利于保障公司主业竞争力的提升和未来的可持续发展。

铝加工过程中电费占成本比重超过40%，而铝土矿仅占30%左右，公司的能源优势使铝材产品毛利率保持在较好水平，同时，电力业务规模的扩大一定程度上带动了公司整体毛利

水平的提高；此外，公司房地产业务毛利率由2009年的26.28%上升至2011年的51.73%。受上述因素综合影响，2009~2011年，公司营业利润率逐年增长，分别为18.68%、21.12%和23.86%，整体盈利能力持续提高。

2009~2011年，公司净资产收益率和总资产收益率小幅上升，截至2011年底，分别为12.34%和10.41%。

图 12 2009~2011 年公司盈利情况



资料来源：根据审计报告整理

2009~2011年，非经常性损益对公司的利润水平影响较小，期间费用占营业收入比重逐年增长，分别为5.24%、7.03%和7.41%。主要是由于随着营业收入以及研发费用和工资的增长，公司销售费用和管理费用上升较快所致。总体来看，公司三费水平正常，未来随着经营规模的持续扩大、研发力度的加大和人工成本的上升，公司三费水平将进一步上升。

2012年1~9月，公司实现营业收入214.65亿元，占2011年全年的75.07%；实现利润总额25.60亿元，占2011年全年的54.26%，营业利润率为19.33%。期间费用方面，公司销售费用、管理费用和财务费用分别占2011年的89.47%、57.17%和102.90%，随着公司经营规模的增长以及债务规模的增加，公司期间费用也呈上升趋势。

总体来看，目前公司以铝业为主，业务涉

及纺织服饰、建筑地产、贸易四大板块，能较为有效地分散经营风险。公司在铝业和纺织业的持续投入有望使公司收入和利润规模持续扩大。未来一段时期，随着铝产业链的不断延伸，公司的市场竞争力有望进一步显现，但铝作为公司主要的收入和利润来源，铝价的周期性波动对公司经营的稳定性存在一定影响。

5. 现金流

2009~2011年，随着产品价格提升和产能扩张，公司经营活动现金流入量年均复合增长17.66%，增速与营业收入基本持平；同期，公司现金收入比分别为115.20%、120.63%和118.83%，体现了良好的收入实现质量。

2009~2011年，虽然公司存货和经营性应收项目持续增长，但得益于公司逐年增长的净利水平，公司经营性净现金流逐年增长，分别为26.28亿元、41.96亿元和42.75亿元。近年来，公司支付其他与经营活动有关的现金增长较快，主要是由于相关费用支出的增长。

从投资活动看，公司投资活动现金流入规模很小，而投资活动现金流出则主要为在建工程项目中购建固定资产和其他长期资产支付的现金。2009~2011年，公司在建、续建投资不断增加，使投资活动现金持续净流出，分别为48.61亿元、49.18亿元和50.31亿元，流出规模较大。

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，吸收投资及发行债券作为补充的方式筹集资金。2009~2011年，公司筹资活动净现金流逐年减少，分别为30.07亿元、24.33亿元和10.79亿元。

2012年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为9.89亿元，投资活动产生的现金流量净额为-46.99亿元，筹资活动产生的现金流量净额为18.49亿；公司经营活动现金流状况有所好转，投资活动仍保持较大规模。

总体来看,公司经营活动获现能力较强,对投资支出覆盖程度相对较好;但未来三年内,公司在建和拟建项目资本支出规模将超过100亿元,公司将在中短期内面临较大的资本支出和筹资压力。如果未来货币政策持续紧缩,将对公司筹资能力提出较高要求。

6. 偿债能力

2009~2011年,公司流动资产增速快于流动负债使公司流动比率逐年上升,而由于公司流动资产增长主要源于存货的增加,使公司速动比率持续下降。截至2011年底,公司流动比率和速动比率分别为128.66%和57.95%。同期,公司现金类资产快速增长,复合增速38.37%,对短期债务的覆盖程度不断增强,分别为64.89%、95.82%和111.77%;经营现金流动负债比基本保持稳定,分别为22.71%、25.71%和22.05%。

2012年9月底,公司流动比率和速动比率分别为130.31%和54.05%,现金类资产/短期债务为69.62%。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好。

从长期偿债指标看,2009~2011年,公司EBITDA分别为45.19亿元、51.43亿元和63.28亿元;虽然有息债务规模持续增长,但公司长期偿债指标基本保持稳定,EBITDA利息倍数分别为9.25倍、9.19倍和9.81倍,全部债务/EBITDA分别为2.25倍、2.19倍和1.96倍,长期偿债指标较好。

截至2012年9月底,公司无对外担保事项。

截至2012年9月底,公司共获得各商业银行综合授信合计258.23亿元,未使用额度为135.12亿元,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。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行企业基本信息报告(报告编号B-201212839038),截至2012年12月4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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至2012年9月底,公司全部债务146.52亿元,本次中期票据额度占全部债务的5.46%。截至2012年9月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为43.56%、29.17%和17.79%,不考虑其他因素,本期中期票据发行后上述三项指标分别上升至44.26%、30.28%和19.28%,本期中期票据发行额度对公司现有债务影响小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2009~2011年底,公司现金类资产平均值为56.93亿元,为本期发行额度的7.12倍;截至2012年9月底,公司现金类资产48.43亿元,为本期发行额度的6.05倍,现金类资产对本期中期票据的保护能力很强。2009~2011年,公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额均值分别为本期中期票据的38.81倍和4.90倍,EBITDA三年均值为本期中期票据的7.01倍。2011年,公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为本期中期票据的42.75倍和5.34倍;EBITDA为本期中期票据的7.91倍,公司EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金净流量对本期中期票据覆盖程度高。

综合分析,公司对本期中期票据具有很强

的偿还能力。

十、结论

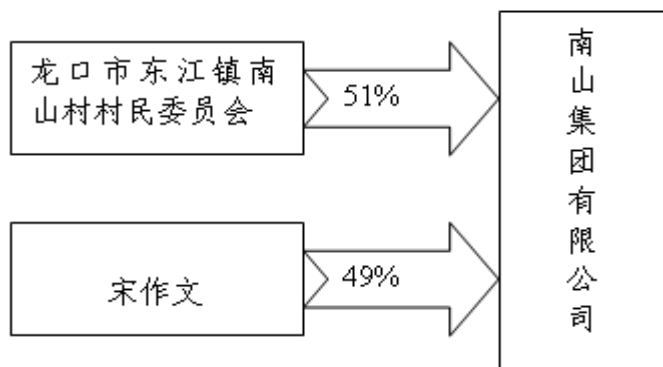
铝在国民经济中占有重要地位。铝行业是典型的周期型行业，其行业景气度与宏观经济息息相关。近年来国内铝行业发展迅速，但面临产能过剩压力，未来铝价存在一定不确定性。

公司的铝加工业务具备较为完整的产业链和较为完善的能源配套，规模、品牌、成本优势使公司盈利能力在行业整体景气波动中保持较高水平，体现了较好的抗风险能力。公司对铝材产品结构的调整符合消费结构变化趋势，为后续发展持续注入动力。

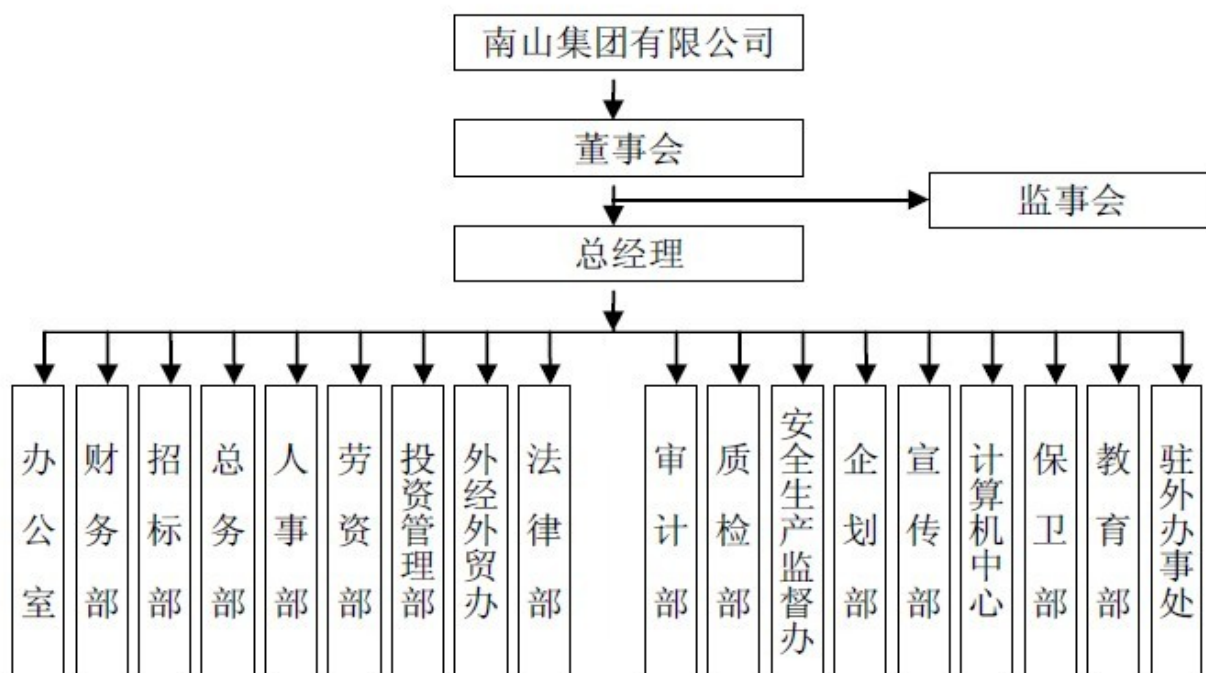
近年来随着铝业务及纺织业务经营规模不断扩大，公司收入和利润规模逐年稳步增长，同时，公司债务负担较为合理，财务弹性良好，现金类资产、经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

总体看，公司本期中期票据到期不能还本付息的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 2009~2012 年 9 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	329244.04	500273.72	532492.26	27.17	346373.25
交易性金融资产					33602.00
应收票据	25128.96	30332.81	142890.82	138.46	104293.51
应收账款	67632.87	54702.56	96481.34	19.44	142122.66
预付款项	284361.83	308399.60	282671.84	-0.30	304660.06
应收利息	500.58	831.52	1386.92	66.45	1519.99
应收股利					0.00
其他应收款	35561.68	73265.25	59760.71	29.63	89691.42
存货	595492.35	1045963.90	1370531.35	51.71	1468169.61
一年内到期的非流动资产					0.00
其他流动资产	20791.46	38783.90	4470.04	-53.63	18188.85
流动资产合计	1358713.77	2052553.25	2493823.99	35.48	2508621.35
非流动资产：					
可供出售金融资产					0.00
持有至到期投资					0.00
长期应收款					0.00
长期股权投资	138369.23	198780.26	174966.05	12.45	200966.05
投资性房地产					0.00
固定资产	1815335.75	2092341.93	2236239.93	10.99	2374420.23
在建工程	336490.11	496239.82	712470.54	45.51	855034.08
工程物资	30224.73	6761.05	470.78	-87.52	259.85
固定资产清理					0.00
生产性生物资产					0.00
油气资产					0.00
无形资产	232360.94	226551.25	271964.90	8.19	307748.90
开发支出					0.00
商誉	13035.35	13035.35	13035.35	0.00	13035.35
合并价差					0.00
长期待摊费用	2469.43	4739.00	7480.08	74.04	7661.77
递延所得税资产	7169.42	6307.18	7984.72	5.53	3839.06
其他非流动资产	30737.02	30737.02	30737.02	0.00	30737.02
非流动资产合计	2606191.97	3075492.86	3455349.38	15.14	3793702.31
资产总计	3964905.74	5128046.12	5949173.37	22.49	6302323.66

附件 2-2 2009~2012 年 9 月合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	529972.66	429171.59	488526.56	-3.99	629319.79
向中央银行借款	12000.00	63320.00	50000.00	104.12	
应付票据	4100.00	61250.00	68551.14	308.90	66250.00
应付账款	117117.44	215830.11	203702.84	31.88	203296.95
预收款项	383604.97	729591.64	978583.99	59.72	885626.94
应付职工薪酬	24062.46	41630.73	46396.36	38.86	37151.98
应交税费	-10321.36	-30810.00	-21709.56	45.03	-8298.50
应付利息	5048.29	4898.11	6760.32	15.72	7291.73
应付股利	3399.64	3399.64	3399.64		610.73
其他应付款	81962.27	84823.16	101342.16	11.20	93121.08
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	6648.09	28729.12	12745.72	38.46	10737.73
流动负债合计	1157594.47	1631834.10	1938299.18	29.40	1925108.43
非流动负债：					
长期借款	169466.00	270556.00	332296.00	40.03	269616.00
应付债券	300000.00	300000.00	300000.00		500000.00
长期应付款			28757.79	--	34172.00
专项应付款					
预计负债					
递延收益	10952.80	10376.59	11397.41	2.01	16179.79
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	480418.80	580932.59	672451.20	18.31	819967.79
负债合计	1638013.27	2212766.69	2610750.38	26.25	2745076.21
所有者权益：					
实收资本(或股本)	100000.00	100000.00	100000.00		100000.00
资本公积	43456.01	136703.18	136711.91	77.37	136711.91
减：库存股					
盈余公积	190849.39	217996.79	251623.68	14.82	251623.68
未分配利润	1278236.79	1523378.91	1826767.62	19.55	2010263.96
外币报表折算差额	-1572.54	-477.05	-3583.19	50.95	-3583.19
归属于母公司权益合计	1610969.65	1977601.84	2311520.02	19.79	2495016.36
少数股东权益	715922.82	937677.59	1026902.97	19.77	1062231.09
所有者权益合计	2326892.47	2915279.43	3338422.99	19.78	3557247.45
负债和所有者权益总计	3964905.74	5128046.12	5949173.37	22.49	6302323.66

附表 3 2009~2012 年 1-9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	2056836.02	2441844.82	2859133.03	17.90	2146465.41
减: 营业成本	1666202.30	1909458.03	2147443.18	13.53	1714844.59
营业税金及附加	6498.05	16637.61	29436.24	112.84	16779.07
销售费用	37303.90	55402.49	75927.99	42.67	67931.72
管理费用	45485.51	87894.67	103967.23	51.19	59437.62
财务费用	24997.77	28419.19	32018.48	13.17	32947.19
资产减值损失	168.39	3660.41	1422.15	190.61	
加: 公允价值变动收益			-3.08	--	
投资收益	118.58	2385.24	-89.01	--	-141.44
其中: 对合营企业投资收 益	118.58	2385.24	-89.01	--	
汇兑收益					
二、营业利润	276298.67	342757.67	468825.67	30.26	254383.78
加: 营业外收入	4443.15	22694.30	7352.39	28.64	2909.62
减: 营业外支出	4479.75	5224.93	18832.40	105.03	1264.62
三、利润总额	276262.06	360227.04	457345.66	28.67	256028.78
减: 所得税费用	15054.80	19177.01	45250.69	73.37	37204.32
四、净利润	261207.26	341050.03	412094.97	25.60	218824.46
其中: 归属于母公司的净利润	203135.25	271474.04	336268.84	28.66	183496.35
少数股东损益	58072.00	69575.99	75826.13	14.27	35328.11

附表 4-1 2009~2012 年 1-9 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2369512.86	2945482.06	3397569.77	19.74	2367580.86
收到的税费返还	3643.66	3204.75			
收到其他与经营活动有关的现金	94015.29	62767.27	17808.02	-56.48	2909.62
经营活动现金流入小计	2467171.81	3011454.08	3415377.80	17.66	2370490.48
购买商品、接受劳务支付的现金	2053549.48	2326274.91	2558258.96	11.61	1987776.57
支付给职工以及为职工支付的现金	72460.02	98367.91	139051.52	38.53	130399.13
支付的各项税费	69474.31	100113.18	153918.36	48.84	120707.28
支付其他与经营活动有关的现金	8854.38	67140.13	136673.58	292.88	32681.65
经营活动现金流出小计	2204338.18	2591896.13	2987902.42	16.42	2271564.63
经营活动产生的现金流量净额	262833.63	419557.95	427475.38	27.53	98925.85
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金	133.60	2096.58			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		66.96			
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	133.60	2163.53			
购建固定资产、无形资产等支付的现金	363734.19	446917.54	477420.52	14.57	412854.43
投资支付的现金	122466.80	47053.65	25714.15	-54.18	57063.28
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	486200.99	493971.19	503134.66	1.73	469917.71
投资活动产生的现金流量净额	-486067.39	-491807.66	-503134.66	1.74	-469917.71
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		261194.41		--	
取得借款收到的现金	569120.00	632491.56	663751.49	7.99	704186.71
发行债券收到的现金	193717.80				
收到其他与筹资活动有关的现金			34000.00	--	200000.00
筹资活动现金流入小计	762837.80	893685.97	697751.49	-4.36	904186.71
偿还债务支付的现金	397693.98	581030.00	535976.52	16.09	676073.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	58119.43	66593.61	48654.93	-8.50	32947.19
支付其他与筹资活动有关的现金	6282.21	2782.97	5242.21	-8.65	10293.20
筹资活动现金流出小计	462095.61	650406.58	589873.67	12.98	719313.87
筹资活动产生的现金流量净额	300742.18	243279.38	107877.83	-40.11	184872.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	77508.42	171029.68	32218.54	-35.53	-186119.02
加: 期初现金及现金等价物余额	251735.62	329244.04	500273.72	40.97	532492.26
六、期末现金及现金等价物余额	329244.04	500273.72	532492.26	27.17	346373.25

附表 4-2 2009~2011 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	261207.26	341050.03	412094.97	25.60
加: 资产减值准备	168.39	3660.41	1422.15	190.61
固定资产折旧及其他	134857.27	112236.59	129132.52	-2.15
无形资产摊销	5657.59	5664.16	6741.91	9.16
长期待摊费用摊销	12850.49	3208.98	2685.36	-54.29
处置固定资产、无形资产等损失		-4548.45	11196.76	--
固定资产报废损失	1109.59	150.84		-100.00
公允价值变动损失				
财务费用	28560.24	32931.77	37533.39	14.64
投资损失	-118.58	-2385.24	89.01	--
递延所得税资产减少	-930.60	862.24	-1677.54	34.26
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-159834.30	-450471.56	-324567.45	42.50
经营性应收项目的减少	-152914.59	-74514.22	-115104.49	-13.24
经营性应付项目的增加	132220.87	451712.39	267928.79	42.35
其他				
经营活动产生的现金流量净额	262833.62	419557.95	427475.38	27.53

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	29.16	27.47	17.63	22.89	--
存货周转次数(次)	3.23	2.33	1.78	2.23	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.54	0.52	0.54	--
现金收入比(%)	115.20	120.63	118.83	118.64	110.30
盈利能力					
营业利润率(%)	18.68	21.12	23.86	22.00	19.33
总资本收益率(%)	9.28	9.83	10.41	10.01	--
净资产收益率(%)	11.23	11.70	12.34	11.93	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	16.79	16.37	15.92	16.23	17.79
全部债务资本化比率(%)	30.38	27.83	27.07	27.96	29.17
资产负债率(%)	41.31	43.15	43.88	43.15	43.56
偿债能力					
流动比率(%)	117.37	125.78	128.66	125.54	130.31
速动比率(%)	65.93	61.68	57.95	60.67	54.05
经营现金流动负债比(%)	22.71	25.71	22.05	23.28	5.14
EBITDA 利息倍数(倍)	9.25	9.19	9.81	9.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.25	2.19	1.96	2.08	--
筹资前现金流量净额债务保护倍(倍)	-0.22	-0.06	-0.06	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还倍(倍)	-10.02	-2.19	-2.05	-3.69	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	7.53	8.57	10.55	9.35	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	30.84	37.64	42.69	38.81	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.29	5.24	5.34	4.90	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-3.72	-1.20	-1.26	-1.74	--

附件 6 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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 7 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 南山集团有限公司 2013 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，南山集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南山集团有限公司的经营管理状况及相关信息，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，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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
二零一三年十二月二十四日

评级业务专用章