

信用等级公告

联合[2018] 994 号

联合资信评估有限公司通过对南山集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,维持“13 南山集 MTN002”、“13 南山集 MTN003”、“14 南山集 MTN001”、“15 南山集 MTN001”、“16 南山集 MTN001”、“16 南山集 MTN002”、“09 南山债 02/09 南山 2”、“17 南山集 MTN001”、“17 南山集 MTN002”和“18 南山集 MTN001”的信用等级为 AAA,维持“17 南山集 CP001”、“17 南山集 CP002”和“18 南山集 CP001”的信用等级为 A-1。

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
电话: (010) 85679696
传真: (010) 85679228
邮编: 100022
网址: 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：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

名称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 南山集 MTN002	6 亿元	2018/09/12	AAA	AAA
13 南山集 MTN003	6 亿元	2018/11/14	AAA	AAA
14 南山集 MTN001	10 亿元	2019/05/08	AAA	AAA
15 南山集 MTN001	10 亿元	2018/08/18	AAA	AAA
16 南山集 MTN001	10 亿元	2019/06/24	AAA	AAA
16 南山集 MTN002	10 亿元	2019/11/04	AAA	AAA
09 南山债 02/09 南山 2	9.55 亿元	2019/10/20	AAA	AAA
17 南山集 CP001	10 亿元	2018/08/31	A-1	A-1
17 南山集 CP002	10 亿元	2018/10/26	A-1	A-1
17 南山集 MTN001	10 亿元	2020/08/22	AAA	AAA
17 南山集 MTN002	10 亿元	2020/10/23	AAA	AAA
18 南山集 MTN001	10 亿元	2021/04/12	AAA	AAA
18 南山集 CP001	10 亿元	2019/04/23	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 6 月 11 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	110.41	144.59	119.25	117.51
资产总额(亿元)	1004.27	1160.24	1246.06	1248.69
所有者权益(亿元)	543.91	570.35	597.38	602.39
短期债务(亿元)	144.01	153.29	194.17	201.54
长期债务(亿元)	208.20	274.87	289.49	287.74
全部债务(亿元)	352.22	428.16	483.66	489.28
营业收入(亿元)	297.67	284.84	374.12	92.89
利润总额(亿元)	33.52	35.49	43.63	6.80
EBITDA(亿元)	68.87	80.59	89.44	--
经营性净现金流(亿元)	36.94	34.25	5.03	3.37
营业利润率(%)	23.21	25.26	22.32	14.70
净资产收益率(%)	5.27	5.13	5.18	--
资产负债率(%)	45.84	50.84	52.06	51.76
全部债务资本化比率(%)	39.30	42.88	44.74	44.82
流动比率(%)	133.05	133.31	129.58	130.44

评级观点

南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）是一家以铝深加工为主，纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在行业地位、产业链完整度、研发实力、技术水平等方面具备的竞争优势。跟踪期内，公司主营业务稳定发展，营业收入和利润总额稳步提升。同时，联合资信也关注到跟踪期内，大宗原材料价格持续上涨对公司盈利空间造成挤压，有息债务持续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，一定程度上分散了行业风险。其中主业铝加工业务的完整产业链有助于缓解原材料成本和产品价格的波动风险，同时公司加大铝板块研发投入、产业升级基本完成，附加值高的铝产品（航空材料、汽车材料等）下游市场开拓初具成效，整体抗风险能力很强；公司金融板块涵盖多种金融产业，具有良好的发展前景和增值空间；公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一。未来，公司有望继续凭借规模优势保持稳定经营态势。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17南山集CP001”、“17南山集CP002”、“18南山集CP001”的信用等级为A-1，维持“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集MTN001”、“15南山集MTN001”、“16南山集MTN001”、“16南山集MTN002”、“09南山债02/09南山2”、“17南山集MTN001”、“17南山集MTN002”和“18南山集MTN001”的信用等级为AAA。

优势

1. 作为国内以铝深加工为主的大型综合类集

经营现金流负债比(%)	14.81	11.07	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	5.31	5.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	5.93	4.34	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债已计入全部债务。

分析师

唐岩 孙鑫

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

团企业，公司在行业地位、产业链完整度、研发实力、技术水平、生产效率等方面具备明显优势。

2. 公司铝加工板块拥有短距离内“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链；随着公司加大铝板块研发投入，产业升级基本完成，铝产品结构得到调整优化，整体抗风险能力很强。
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. 公司金融板块涵盖多种金融产业，并投资入股恒丰银行、烟台银行、龙口市农村商业银行等，具有良好的发展前景和增值空间；公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一。

关注

1. 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。
2. 受公司电力销售模式改变的影响，公司电、汽板块营业收入水平下降幅度较大。
3. 公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性偏弱。
4. 跟踪期内，公司有息债务增长较快，债务负担有所加重。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南山集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司关于南山集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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2018年3月底,公司注册资本10.00

亿元,其中南山村村民委员会占51.00%,宋作文占49.00%。公司的实际控制人是南山村村民委员会。

公司业务以铝加工为主,经营范围包括纺织、电力、房地产等多种业务。截至2018年3月底,公司拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业30家。

截至2018年3月底,公司本部下设办公室、财务部、审计部等18个职能部门。

截至2017年底,公司合并资产总额1246.06亿元,所有者权益597.38亿元(含少数股东权益196.85亿元);2017年,公司实现营业收入374.12亿元,利润总额43.63亿元。

截至2018年3月底,公司合并资产总额1248.69亿元,所有者权益602.39亿元(含少数股东权益198.51亿元);2018年1~3月,公司实现营业收入92.89亿元,利润总额6.80亿元。

公司地址:山东省龙口市南山工业园;法定代表人:宋建波。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券情况具体如表1。

表1 公司存续期内债券情况

名称	余额	付息还本方式	到期兑付日	募集资金用途
13 南山集 MTN002	6	按年付息,到期一次性还本	2018/09/12	置换银行借款和补充营运资金
13 南山集 MTN003	6	按年付息,到期一次性还本	2018/11/14	置换银行借款和补充营运资金
14 南山集 MTN001	10	按年付息,到期一次性还本	2019/05/08	置换银行借款和补充营运资金
15 南山集 MTN001	10	按年付息,到期一次性还本	2018/08/18	置换银行借款和补充营运资金
16 南山集 MTN001	10	按年付息,到期一次性还本	2019/06/24	置换银行借款和补充营运资金
16 南山集 MTN002	10	按年付息,到期一次性还本	2019/11/04	置换银行借款和补充营运资金
09 南山债 02 /09 南山 2	9.55	按年付息,到期一次性还本	2019/10/20	“09 南山债 01/09 南山 1”和“09 南山债 02/09 南山 2”合计 20 亿元(各 10 亿元,其中“09 南山债 01/09 南山 1”已兑付),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。
17 南山集 CP001	10	到期一次还本付息	2018/08/31	偿还公司本部及子公司金融机构借款
17 南山集 CP002	10	到期一次还本付息	2018/10/26	归还集团本部债务融资工具人民币 7 亿元,归还子公司龙口市南山西海岸人工岛建设发展股份有限公司金融机构借款 3 亿元
17 南山集 MTN001	10	按年付息,到期一次性还本	2020/08/22	偿还公司本部及子公司金融机构借款
17 南山集 MTN002	10	按年付息,到期一次性还本	2020/10/23	归还集团本部银行贷款人民币 10 亿元
18 南山集 MTN001	10	按年付息,到期一次性还本	2021/04/12	归还公司本部流动资金贷款 7.42 亿元,归还下属子公司青岛航空股份有限公司流动资金贷款 2.58 亿元

18 南山集 CP001

10

到期一次还本付息

2019/04/23

偿还公司本部及子公司金融机构借款

资料来源：联合资信整理

“13 南山集 MTN002”、“13 南山集 MNT003”、“14 南山集 MTN001”、“15 南山集 MTN001”、“16 南山集 MTN001”、“16 南山集 MTN002”、“17 南山集 MTN001”、“17 南山集 MTN002”、“18 南山集 MTN001”、“17 南山集 CP001”、“17 南山集 CP002”和“18 南山集 CP001”主要用于偿还金融机构借款及补充营运资金。截至目前，上述债券资金全部按募集资金规划使用，并按期付息。

公司于2009年发行“09南山债01/09南山1”和“09南山债02/09南山2”合计20亿元（各10亿元，其中“09南山债01/09南山1”已兑付），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。截至目前，上述债券资金全部按募集资金规划使用。根据《2009年南山集团有限公司公司债券募集说明书》中设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2017年9月29日至2017年10月12日）内对其所持有的全部或部分“09南山2”登记回售。根据中国证券登记结算有限公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“09南山2”回售有效期登记数量为44999手，回售金额为44999000.00元。目前“09南山债02/09南山2”余额为9.55亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增

速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万

元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。

此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

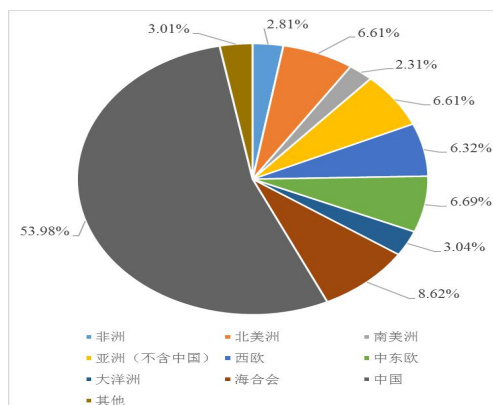
五、行业及区域环境分析

1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有重要地位。由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性高和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”，“以铝节铜”，“以铝代塑”、“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝（原铝）-铝材。

根据 International Aluminium Institute 统计，2017 年全球原铝产量为 5795 万吨，较 2016 年下降 1.59%。其中，中国原铝产量为 3226 万吨，占比 53.98%，为原铝第一大生产国。自 2003 年起，中国已经连续 15 年成为原铝第一大生产国，并在 2013 年原铝产量占比超过 50%。预期中国仍将保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国，并进而推动全球电解铝行业产量和消费量的增长。

图1 2017年全球各地区原铝产量情况



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

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

上游原材料

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

煤炭方面，自2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年有所回暖，煤炭行情于2016年上半年低位徘徊并于2016年下半年大幅复弹。截至2016年底，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格593元/吨，较2015年底大幅增长59.41%。进入2017年，煤炭价格整体受下游需求稳定而处于高位震荡格局，但过程中受国家要求增产和大秦线检修结束等因素影响，出现了一定幅度的下降。截至2017年底，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格577元/吨，较2016年底下降2.70%。截至2018年4月11日，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为570元/吨，较2017年底下降1.21%。联合资信认为，短期来看，受国家2018年2月5日发布限价令影

响,煤炭价格继续走高可能性较小,同时受天气的逐步转暖,气温升高、运输压力有所缓解及春节后大多数煤矿的进一步复工增产等因素影响,煤炭紧平衡的供需关系有望得到缓解,煤炭价格或将有所下调。

图2 环渤海动力煤综合平均价格指数



数据来源: Wind

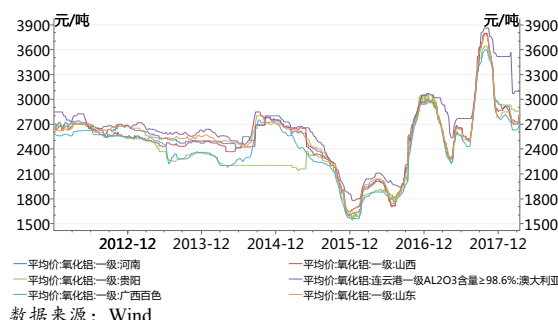
铝土矿方面,根据美国地质调查局(USGS)2015年数据,全球铝土矿资源量为550-750亿吨,全球铝土矿已探明储量约为280亿吨,主要分布在非洲、大洋洲、南美及加勒比海地区和亚洲。从国家角度看,已探明储量超过10亿吨的国家有:几内亚(74亿吨)、澳大利亚(65亿吨)、巴西(26亿吨)、越南(21亿吨)、牙买加(20亿吨)和印尼(10亿吨),而仅几内亚和澳大利亚的已探明储量之和已经达到全球铝土矿已探明储量的50%。中国的已探明储量为8.3亿吨,占比仅为2.96%,静态可采年限仅有14年,远低于全球静态可采年限102年。作为一个铝工业大国,自身资源的匮乏,导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。2017年,中国进口铝土矿6855.47万吨,而国内产量为6500.01万吨,对外依存度约为44.34%。由于印度尼西亚自2014年限制了铝土矿出口,所以中国铝土矿进口来源国由之前以印度尼西亚和澳大利亚为绝对多数变为以几内亚和澳大利亚为主。不过由于印度尼西亚政府规定可以通过在当地建厂的方式生产并出口氧化铝,中国部分氧化铝企业在印度尼西亚建厂并以氧化铝的形式出口至国内。

图3 近年国内铝土矿价格走势



数据来源: Wind

图4 近年国内氧化铝价格走势(单位:元/吨)



数据来源: Wind

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

石油焦方面,其为原油经蒸馏将轻重质油分离后,重质油再经热裂的过程,转化而成的一种石油工业副产品,主要成分是碳。石油焦根据结构和外观可以分为针状焦、海绵焦和弹丸焦,其中海绵焦主要用于电解铝行业。石油焦的主要消费行业为水泥行业和电解铝行业,消费占比分别为40%和22%,而这两个行业均属于产能过剩状况,去产能压力较大,需求支撑力度减弱。但是与此同时,石油焦生产商受到国内趋严的环保督查影响,导致开工率下降、产量降低。近年石油焦的价格受此多空因素综合影响,呈现围绕1400元/吨的波动行情。进入2016年冬季后,随着环保限产压力增加,石油焦出现了较大幅度的反弹,2018年3月底均价维持在2200元/吨左右。预期未来随着环保压力的增大,厂商为满足环保要求的投入会持续增加、产量会持续减少,石油焦价格将有所增长。

综合分析,随着重要原材料价格的上涨,

铝冶炼和加工行业利润空间受到持续挤压。

生产方法

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

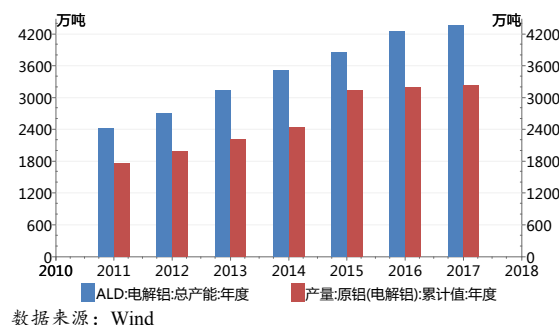
原铝的生产方法仅有一种，即霍尔-埃鲁铝电解法。由于氧化铝熔点高（约2045℃），很难熔化，故使用熔化的冰晶石（ Na_3AlF_6 ）作熔剂，使氧化铝在1000℃左右溶解在液态的冰晶石中，成为冰晶石和氧化铝的熔融体。该熔融体作为电解质，在电解槽中处于950—970℃的条件下，用碳块作阴阳两极，进行电解，使氧化铝分解为铝和氧。铝在碳阴极以液相形式析出，氧在碳阳极上以二氧化碳气体的形式逸出。

市场供求关系

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

图5 近年中国电解铝产能及产量情况

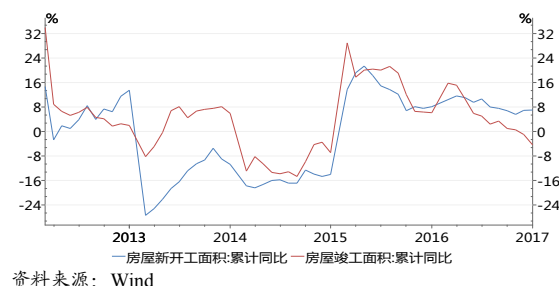
（单位：万吨）



电解铝需求方面，由于铝具备出色的物理特性，其合金使用范围广泛，需求相对较为分散。铝材产品主要包括工业型材、建筑型材、热冷轧铝板带、箔材等。其中建筑型材主要用于建筑门窗、幕墙等；工业型材主要用于航空航天、军工、轨道交通、汽车、集装箱、机械和电子等领域；铝板带材主要用于印刷业（PS/CTP版基）、罐体罐盖料、建筑装饰板等；铝箔主要用于药品、烟草、食品包装和铝电解电容器等。根据安泰科统计，建筑仍是铝材最主要的消费领域，消费量约占32.1%左右，其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域，消费量分别占15.2%、12.4%和11.3%左右。

近年来，受宏观经济因素影响，国内固定资产投资增速大幅下滑，房地产调控政策的持续收紧使房地产商投资意愿大幅下滑，导致房屋新开工及竣工面积增幅大幅下滑。长远来看，中国城镇化水平的不断提高、城市保障性住房以及旧房改造都将构成建筑铝型材需求长期向好的基础。

图6 近年来中国房地产投资增速情况



2017年，政策是影响企业生产运营的最大

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

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

2. 行业关注

电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力13350千瓦时和1.92吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。在电力体制改革和发展铝电一体化的推动中，中国电解铝企业可以通过与电力企业签订长协和自建电厂进行更好的成本控制。

铝资源对外依存度

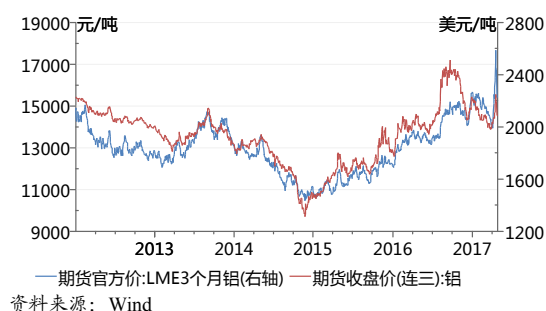
中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但电解铝年产量却占世界的54%，开采消耗过大，供给日趋紧张。近年来中国铝土矿对外依存度始终维持高位，而中国铝冶炼加工企业集中度低，对外议价能力弱，一直处于价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商于铝土矿资源丰富的国家进行了投资以保证自身资源供应，但这种方法也增加了自

身面临的政治、汇率等风险。

价格波动

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

图7 国内外铝价格变动情况



3. 行业政策及未来发展

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

关于遏制电解铝产能扩张过快及违规建设方面，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，用电价格加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。2016年，国家各部委先后公布《国土资源“十三五”规划纲要》、《工业绿色发展规划（2016-2020年）》、《有色金属工业发展规划（2016—2020年）》、《全国矿产资源规划（2016—2020年）》和《能源发展“十三五”规划》等对未来一段期间具有较强指导意义的整体规划文件。进入2017年，国家在吸取先前对煤炭、钢铁行业去产能过程中的经验教训后，将包括电解铝行业的有色金属行业纳入2017年去产能的行动范围中，并随之陆续出台了多部政策。其中2017年4月，由国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发的《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》是《关于对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见》的具体落实方案，具有较强的执行力。

该方案落实过程中，已经在山东和新疆关停和停建了部分违规产能，并将对剩余违规产能的关停和停建起到示范作用。目前该方案已经完成企业自查和地方核查工作，并进入专项抽查工作。

关于规范自备电厂管理方面，2015年11月，国务院公布《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》，《指导意见》中指出，企业自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳国家重大水利工程建设基金、农网还贷资金、可再生能源发展基金、大中型水库移民后期扶持基金和城市公用事业附加等依法依规设立的政府性基金及政府性交叉补贴，各地政府均不得随意减免或选择性征收。2017年5月，国家发改委、能源局又下发了《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》，并会同工信部、财政部、环保部等赴新疆、山东、内蒙古、江苏、广西和甘肃6省（区）对自备电厂的基本情况进督查，该轮督查的主要内容包括燃煤自备电厂的基本情况、燃煤自备电厂承担社会责任情况及燃煤自备电厂的达标排放等情况。

从近年出台的政策看，化解产能过剩矛盾、环境保护、节能减排以及产业结构调整是中国铝行业产业政策制定的长期主题，国家长期以来一直给予高度重视，预计未来铝行业的相关产业政策仍将围绕上述主题进行制定。总体来看，国家产业政策有助于提高行业集中度，防止电解铝产能进一步增长并促进产业结构升级，有利于包括公司在内的大中型电解铝企业后续发展。

表2 近十年出台的铝行业相关产业政策

出台时间	内 容	政策意图
2009年1月	商务部：自2009年2月1日起恢复铝、镍、铝等加工贸易的免税政策	应对危机
2009年2月	有色金属行业振兴规划获国务院原则通过	应对危机、结构调整
2009年4月	环境保护部发布了国家环境保护标准《铝工业发展循环经济环境保护导则》	环境保护
2009年4月	财政部提高有色金属等出口退税率（部分产品出口退税率提高到13%）	应对危机
2009年7月	工业和信息化部印发了《关于进一步加强原材料工业管理工作的指导意见》	结构调整
2009年7月	有色金属行业产业损害预警机制正式启动	应对危机
2009年10月	国土资源部发出通知，坚决抑制部分行业产能过剩和重复建设势头。	应对危机、结构调整

2009 年 10 月	由工信部牵头制订的《2009-2015 年再生有色金属利用专项规划》征求意见稿已经完成。	结构调整
2009 年 10 月	12 部委联合发布《关于进一步推进矿产资源开发整合工作的通知》	结构调整
2009 年 12 月	工信部：将把电解铝等行业 2010 年度淘汰目标分解落实到各地	行业标准
2009 年 12 月	工信部印发《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	结构调整
2010 年 5 月	国家发改委、电监会、能源局联合下发通知，限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠	结构调整
2011 年 2 月	工信部、科技部、财政部联合印发《再生有色金属产业发展推进计划》	结构调整
2012 年 2 月	财政部与安监总局发布《企业安全生产费用提取和使用管理办法》	建立安全生产机制
2013 年 5 月	国家发改委与工信部发布《关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知》	界定产能过剩行业
2013 年 7 月	工信部发布《铝行业规范条件》	行业标准
2013 年 12 月	国家发改委与工信部印发《电解铝企业用电实行阶梯电价政策》	结构调整
2015 年 4 月	工信部公布《印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	产能置换
2015 年 6 月	国家发改委与工信部印发《关于对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见》	产能合规化
2015 年 11 月	国务院公布《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	退出落后产能、优化产业结构
2016 年 4 月	国土资源部印发《国土资源“十三五”规划纲要》	整体规划
2016 年 7 月	工信部发布《工业绿色发展规划（2016-2020 年）》	设定能耗目标
2016 年 10 月	工信部发布《有色金属工业发展规划（2016—2020 年）》	整体规划
2016 年 11 月	国土资源部发布《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》	整体规划
2016 年 12 月	国家发改委与国家能源局印发《能源发展“十三五”规划》	整体规划
2017 年 2 月	环境保护部与京津冀及周边地区大气污染防治协作小组制定《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	污染治理
2017 年 3 月	工信部公布《十六部门关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	退出落后产能、优化产业结构
2017 年 4 月	国务院公布《矿产资源权益金制度改革方案》	调节资源利用各环节国家收益
2017 年 4 月	国家发改委、工信部、国土资源部与环保部印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	落实先前政策
2017 年 5 月	国家发改委、能源局又下发了《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》	退出落后产能、优化产业结构
2017 年 11 月	工信部与环保部关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知	污染治理

资料来源：国家相关部委

六、基础素质分析

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。根据中国企业联合会和中国企业家协会公布的2017年“中国企业500强”排名，南山集团位居第165位，在“中国制造业500强”排名68位。

在铝深加工领域，据中铝网、中国铝业协会的相关报道，公司是目前中国国内技术装备水平最高、配套最完善的世界级铝加工企业。目前公司拥有年产（含在建）120万吨铝深加工能力，并形成了一条“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。自2009年起，公司连续稳居国内产能最大、销量第一、出口第一和高精民品市场份额第一的领先地位，产品大量替代进口并出口日本和欧美市场。公司产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”、“中国驰名商标”。

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

公司其他板块主要为贸易，以及金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务。公司金融板块涵盖多种金融产业，并投资入股恒丰银行、龙口市农村商业银行和中泰证券等，具有良好的发展前景和增值空间。旅游方面，

公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一，并于2011年1月被评为国家AAAAA级风景区，现已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区，公司旅游产业已初具规模。教育方面，公司创办的烟台南山学院是经国家教育部审批具有大学本科招生资格、山东省最大的民办大学，公司还投资建设了一系列教育产业，涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。

整体来看，公司具备较好的品牌和规模优势，铝深加工产业链完整度高、研发实力强，居行业领先地位，抗风险能力很强；金融板块涵盖多种金融产业，具有良好的发展前景和增值空间；公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一。公司多行业实现协调发展，整体竞争实力很强。

七、管理分析

跟踪期内，公司在公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、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。2015~2017年，主要受公司所处行业景气度波动影响，公司营业收入波动增长。2017年，公司主营业务收入364.31亿元，较上年增长27.90%，综合毛利率为23.35%，较上年下降3.88个百分点。

板块构成方面，近三年，以铝产品为主的金、有色金属、建材业务始终为公司主要的收入和利润来源，2017年占营业收入比重为45.02%。2017年，该板块实现收入163.99亿元，较上年增长20.55%，主要系公司逐步进行产品结构调整，加大高附加值产品产销力度，同时伴随铝价的回升所致；2017年，公司纺织板块实现收入16.38亿元，较上年增长4.42%；近年来，公司电、汽板块受上网模式改变（受国家电网控制自备电厂上网电量的影响，目前自用电量保持与国家电网联网，但不再与国家电网结算）和上网电价调整的影响，该板块收入大幅下降，2017年为2.14亿元，占营业收入的比重进一步下降至0.59%；2017年，建筑、房地产板块实现收入33.32亿元，较上年下降32.56%，主要是房地产业务收入下降35.63%所致；2017年，公司实现贸易收入75.30亿元，较上年大幅增长，主要系公司加大了贸易板块的经营力度，国际贸易收入大幅增长所致；其他板块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务，作为业务补充，其他业务板块近年来收入增长较快，2017年实现收入73.18亿元。

表3 2015~2018年一季度公司主营业务收入及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	151.17	50.79	13.69	136.04	47.76	23.02	163.99	45.02	22.69	43.35	48.19	19.17
纺织、服饰	27.59	9.27	20.96	15.69	5.51	34.47	16.38	4.50	35.08	3.59	3.99	35.62
电、汽	44.77	15.04	46.25	6.90	2.42	1.91	2.14	0.59	26.89	0.56	0.62	20.43
建筑、房地产	30.62	10.29	31.14	49.40	17.34	28.43	33.32	9.15	22.25	1.92	2.13	17.34
贸易	9.36	3.13	8.96	6.13	2.15	0.69	75.30	20.67	0.29	29.79	33.12	1.00
其他	34.16	11.48	45.57	70.68	24.81	37.66	73.18	20.09	46.32	10.74	11.94	30.46
合计	297.67	100.00	24.57	284.84	100.00	27.23	364.31	100	23.35	89.94	100	15.12

资料来源：公司提供

注：上表中数据为公司主营业务收入，不包含其他业务。

盈利能力方面，2015~2017年，公司综合毛利率分别为24.57%、27.23%和23.35%。分板块看，受铝加工行业景气度波动影响，公司铝产品的盈利能力有所波动，2017年，受原料价格小幅提升的影响，公司有色金属、建材板块毛利率小幅下降至22.69%；纺织板块毛利率近三年持续增长，2017年为35.08%，主要系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，较低的单位生产成本和相对高端的商务需求提升了纺织板块的盈利能力；2017年，因公司电、汽销售给周围商铺及居民的零售收入占比加大，拉高了平均售价及毛利率，电、汽板块毛利率大幅上升至26.89%；近三年，建筑、房地产板块毛利率持续下滑，2017年为22.25%，主要是公司新加坡公司Thoms on Impressions房地产项目毛利率相对较低所致。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，2017年毛利率为46.32%。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入89.94亿元，占2017年全年的24.69%。毛利率方面，2018年1~3月，公司综合毛利率为15.12%。有色金属板块毛利率下降的原因是随着2017

年大宗原材料价格持续上涨，2018年一季度电解铝行业生产成本仍处于高位，利润空间下降；电、汽板块毛利率下降主要系2018年煤炭价格的持续上涨销售成本增加所致；建筑、地产板块下降主要系2018年房地产收入主要是南山集团新加坡公司Thoms on Impressions项目实现的地产收入，且新加坡的房地产利润空间较低所致。

有色金属、建材

公司的有色金属、建材板块以铝制品的生产销售为主，铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品，其中，冷轧板和型材制品分别为公司的主要收入来源和利润来源。该板块经营主体为南山铝业股份等企业，现已形成“热电-氧化铝-电解铝-铝型材/熔铸-热轧-冷轧-箔轧”为一体的完整铝加工产业链，成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业。在铝深加工领域，据中铝网、中国铝业协会的相关报道，公司拥有年产（含在建）120万吨铝深加工能力，是目前中国国内技术装备水平最高、配套最完善的世界级铝加工企业。公司生产的铝锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，大部分为自用，较少有外卖铝锭的情况。

表4 2015~2018年3月公司有色金属、建材业务产销情况（单位：万吨、万吨/年、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
型材	44	26.91	27.22	44	23.24	23.37	39	18.24	18.26	39	3.61	3.72
热轧卷	60	56.90	57.55	80	73.06	72.32	80	85.10	84.40	80	20.86	20.63
冷轧卷	60	44.89	43.91	70	54.75	54.19	70	55.90	55.02	70	14.37	13.69
铝箔	3	3.21	3.24	3	3.48	3.45	7	5.18	4.92	7	1.25	1.25
电解铝	81.60	83.31	83.28	81.60	84.79	84.83	81.60	83.29	88.33	81.60	20.70	22.42

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。

（1）生产制造

公司生产基地位于龙口市南山工业园和南山东海工业园，相距十公里，有一级公路相连，基地内货物转运主要依靠汽车运输。受益于公司短距离内完整的铝加工产业链，公司较

其他铝加工企业具有显著的运输成本及生产效率优势；同时，作为中间环节的生产结果，公司铝锭及合金锭等产品可灵活地根据铝型材、冷热轧板的特定规格产出，降低重铸成本；此外，公司还可将铝制品加工过程中的边角切

料运回电解铝厂区回收利用，提高了原料使用率。

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

生产方面，公司目前生产方式主要为以销定产。2017年，公司型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产量分别为18.24万吨、85.10万吨、55.90万吨、5.18万吨和83.29万吨，销量分别为18.26万吨、84.40万吨、55.02万吨、4.92万吨和88.33万吨，其中热轧卷和铝箔增长幅度较大，产量较2016年底分别增长16.48%和48.85%了，销量分别增长16.70%和42.61%。2018年1~3月，上述产品产量分别为3.61万吨、20.86万吨、14.37万吨、1.25万吨和20.70万吨。

表5 截至2018年3月底公司主要生产线情况

名称	生产线数量	产品	已使用年限	产能情况
氧化铝	2条	氧化铝粉	3~7年	140万吨
铝锭	4条	铝锭	3~14年	81.6万吨
型材	77条	型材	5~7年	39万吨
热轧	1+4连轧1条	热轧卷	7年	80万吨
冷轧	单机架1条 三机架1条	冷轧卷	3~6年	70万吨
箔轧	8条	铝箔	1~7年	7万吨

资料来源：公司提供

（2）原材料采购

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和炭块构成。公司铝板块生产所需电力全部来自自有电厂，自供比例100%，保证了公司铝产业链的高效运转；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（签订长期订购合同）；铝土矿主要源于进口。公司生产所需的铝土矿分为低

温矿和高温矿。在低温矿方面：2016年下半年，公司和力拓签订了2017年至2019年3年澳洲低温矿的供矿协议，每年低温矿的供应量为100万吨；2017年下半年又和力拓签订了2018年采购80万吨低温矿的协议；另外，由于液碱价格大幅攀升，为了降低低温线的碱耗，控制生产成本，公司另外签订了2018年30万吨所罗门矿石的采购协议，2018年公司继续进口部分几内亚矿来降低生产成本，以上采购量基本可以满足公司低温生产线的要求；高温矿方面，公司和力拓在2008年签订的10年高温矿的采购协议将于今年到期，现已与力拓又签订一个5年高温矿的长期采购协议，可以满足公司高温线的正常生产。铝土矿价格根据市场价格定期调整，供应相对稳定。铝土矿的定价方式采用了年度定价、季度定价、LME3个月期铝价×挂钩率三种不同方式。结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。

近年来，公司铝土矿采购量有所波动，2017年为376万吨；同时，受铝土矿价格回升影响，2017年，公司采购价格有所回升，为360元/吨。2018年1~3月，公司铝土矿采购量为108万吨，采购价格为342元/吨。

表6 近年来公司铝土矿采购情况(单位: 万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
采购量	387	331	376	108
不含税均价	371	337	360	342

资料来源：公司提供

（3）销售

销售区域方面，公司有色金属、建材板块主要产品的国内销售额占全部销售额的70%以上。公司产品的国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中地区，销售模式为直销和经销商相结合，根据不同产品，两种方式比例不同；结算方式采用款到发货（按照合同执行承兑、现汇比例）和货到后一个月内付款相结合，国内销售额占全部销售的70%左右。

公司近几年在加大国内市场开发力度的基础上致力开拓国际市场，公司在美国、新加

坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射，近年来取得了明显的成效，公司2017年铝制品出口占比34.06%，较2016年上升6.54%，由于人民币兑美元汇率波动加剧、走势难判，加之国际贸易保护主义抬头，公司在加大海外销售的同时也会随时调整布局以应对市场变化。

表7 公司主要产品售价情况（单位：元/吨）

产品名称	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
铝型材	19990.56	17179.37	21753.38	23150.50
热轧板	14878.09	15025.06	18371.09	18390.82
冷轧板	17875.29	17207.49	20880.39	21996.05
铝箔	24378.86	24201.42	24953.58	24929.72
合金锭	13537.43	13102.83	15857.52	15880.09

资料来源：公司提供

注：上表价格均为含税价。

产品定价方面，公司铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值。2017年，公司主要产品售价均有上升，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔和合金锭较上年分别上升26.63%、22.27%、21.34%、3.11%和21.02%。

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。2017年公司前五大客户销售额分别占比4.58%、3.8%、2.45%、2.45%和2.07%，集中度一般。

近年来，公司加大研发投入，产业升级基本完成，重点研发的产品方向包括航空材料、汽车材料、船舶材料、3C电子材料等，附加值高的铝产品下游市场开拓初具成效。航空材料方面，公司已向全球最大的航空内饰供应商B/E公司提供批量供货，获得波音体系认证通过，并与波音等国内外知名航空企业深度合作并签署供货协议，实现了航空铝材的自主供应；汽车材料方面，公司通过了汽车材料方面的TS16949质量管理体系认证，产品研发、量产工作进展顺利，成为国内首家乘用车四门两盖铝板批量生产商，实现了向国内外著名新能源汽车生产商批量供货，并与国内外知名汽

车企业展开合作，正大力推进厂商认证，很快将实现批量供货；船板方面，公司已成功完成船板和LNG用板的自主研发，产品已获得挪威、英国劳氏、日本、美国等多家船级社认证。3C电子材料方面，公司已与国内外知名手机商达成合作，实现批量供货，而且获得某国际知名手机生产商高度认可，成为其唯一指定供货商。

综上所述，受益于公司完整的产业链、积极调整产品结构及铝行业景气度回升的影响，2017年，铝业收入有所增长，毛利率受原料价格上涨的影响有小幅下降。近年来公司在有色金属、建材领域投入较大，同时大力推进航空板、汽车板、船板产品的研发和认证，下游市场开拓初具成效，未来随着建设项目的陆续投产，公司铝产品产销量有望得到较大提升，产品结构有望得到进一步优化，产品附加值有望得到提升。

纺织业务

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

截至2018年3月底，公司拥有万吨制条生产线、具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒1600万米，高档西服180万套的生产能力，拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，产能利用率处于较高水平。

公司每米面料成本中，羊毛占70%左右。公司羊毛全部从澳大利亚进口，年均采购羊毛约5000余吨。近年来，澳洲羊毛价格整体呈上升态势，2017年，公司的羊毛采购单价为10.20万元/吨。

表8 公司澳洲羊毛采购价格情况（单位：万元/吨）

项目	2015年	2016年	2017年
不含税均价	6.91	7.83	10.20

资料来源：公司提供

2017年，公司精纺呢绒销量和服装销量均呈下降趋势，分别为1533万米和167万套，两大产品的产销率均在96%以上，仍保持较高水平。

2017年，公司纺织产品内销和出口占比分别为65.63%和34.37%。出口方面，公司在意大利、美国、日本、韩国、澳大利亚均设有营销机构，精纺面料与高级成衣远销全球二十多个

国家和地区，与国际著名服装品牌及国内高档、中高档服装品牌建立了稳定的合作关系；内销方面，公司国内主要客户为知名品牌服装生产商，同时也是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司、工商税务等部门的定点合作单位。从客户群体看，公司主要服务于相对高端的商务需求和稳定的公务需求，在对抗上游原料价格波动方面具有一定优势。

表9 2015年以来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	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	2622	2586	98.63	1590	1580	99.37	1551	1533	98.84
服装	207	205	99.03	202	195	96.44	146	167	114.38

资料来源：公司提供

电、汽业务

公司电力系统包括热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，承担公司的供电、供热任务。公司发电机组大部分在电力行业同型机组中处于先进水平，特别是真空系统采用世界上先进的真空泵，机组效率较高。其中公司有4台15万千瓦发电机组、3台33万千瓦发电机组、1台30万千瓦发电机组和1台22万千瓦发电机组。公司发电全部上网，服从山东电网统一调度，用电通过上网购买，在上网电量额度内的购买价格与上网售价一致，如购买数量超过上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行，目前公司发电量完全能够满足自身的需求，发电设备平均利用小时数达到7000多小时；公司热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势。

公司电力板块成本的主要构成是煤炭，每年煤炭采购量约为600万吨，库存可保证电厂15天以上的生产运营。公司电煤采购实行长单制，主要供应方为中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司（2017年分别占比42.54%和34.78%），供应较稳定。

表10 2015年以来煤炭采购情况

（单位：万吨、元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
采购量	655	686	678	177
均价	441	491	633	700

资料来源：公司提供

公司电、汽业务主要以电力销售为主，蒸汽销售所占比例很低、仅作补充。跟踪期内，受公司电力业务销售模式转变的影响，公司电、汽板块收入及利润出现大幅下滑，电、汽利润体现在终端有色金属产品上。

建筑、房地产业务

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

表11 房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2015年	2016年	2017年	18年1~3月
开工面积	54.39	33.72	--	--
竣工面积	29.41	26.87	26.12	--
签约销售面积	43.80	86.35	2.97	1.29
确认销售收入	18.75	46.33	29.82	0.85

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司主要房地产项目累计销售面积为276.30万平方米，实现销售收入129.74亿元，平均销售均价为4696元/平方米，未售面积为93.64万平方米。

表12 截至2018年3月底主要房产销售情况（单位：万平方米、万元、元/平方米、万平方米）

项目名称	位置	用途	销售面积	销售额	销售均价	未售面积
碧海尚城	东海工业园	住宅	38.63	127836.05	3309	0.16
丽景花园	南山工业园	住宅	25.96	97184.80	3744	0.04
滨海假日	东海工业园	住宅	30.38	124045.76	4083	0.87
怡天海景	东海工业园	住宅、商业	26.66	106636.43	4000	1.09
佛光养生谷	南山工业园	住宅	43.82	176522.12	4028	14.83
佛光山水	南山工业园	住宅	31.88	134057.89	4205	4.45
丹岭云天阁	南山工业园	住宅	3.81	19728.53	5178	2.63
滨海华庭	东海工业园	住宅、商业	38.46	148171.72	3852	4.81
海泰居	东海工业园	住宅、商业	3.09	13257.13	4290	25.09
佛光温泉花园	南山工业园	住宅	1.33	6061.45	4557	11.76
湖光海景	东海工业园	住宅、商业	17.34	69627.40	4015	25.9
海景酒店一期	烟台	住宅	12.85	115599.75	8996	1.9
Thoms on Impressions	lorng puntong	住宅	2.09	158652.7	73200	0.11
合计			276.30	1297381.73	4696	93.64

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司在建房地产项目主要有丹岭云天阁和海泰居。上述房地产项目

资金全部由公司自筹，目前已完成大部分投资。

表13 截至2018年3月底公司在建房地产项目情况（单位：万元、%、万平方米）

项目名称	计划投资	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	2018年剩余投资	资金来源
丹岭云天阁	36000	7.30	35549	99	451	自筹
海泰居	105302	31.09	101209	96	4093	自筹
合计	141302	38.39	136758	--	4544	--

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。

截至2018年3月底，公司无拟建房地产项目，未来公司会根据房地产形势变化适当调整未来房地产板块发展策略，可能转向在大中型城市采取与融创、协信等国内知名房地产公司合作开发的模式。因而建筑、房地产业务发展情况有待观察。

贸易、旅游、金融及教育等其他业务

贸易业务是公司经营业务的有益补充，分为国内贸易和国际贸易。国内贸易主要从事有色金属、木材、化工产品等大宗商品的内贸业

务；国际贸易主要从事电解铜、镍、白银等有色金属以及铁矿石、原油等大宗原材料的进出口及转口贸易。

公司旅游板块的经营主体是南山旅游集团有限公司（以下简称“南山旅游集团”），注册资本3.6亿元，主要负责国家AAAAA级景区——南山旅游风景区的运营管理以及旅游饭店、旅游会展、出入境旅游，以及旅游纪念品销售等旅游经营业务。南山旅游风景区为国家AAAAA级景区，目前已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区。公司旅游产业已初具规模，或将成为公司

较具潜力的利润增长点之一。

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

公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司等金融机构，并投资入股全国性股份制商业银行——恒丰银行、地方性商业银行——龙口市农村商业银行（以下简称“龙口农商行”）以及中泰证券。金融已成为公司战略产业之一，有助于公司整合内部资源，实现产融结合，助推实体产业的发展。未来公司将重点考虑参股证券、保险、信托等金融机构，实现金融产业的全面布局。总体看，随着公司金融板块的产业布局和规模扩张，该板块具有良好的发展前景和增值空间。

综上所述，跟踪期内，公司营业收入受有色金属、建材板块和贸易板块收入增加的影响有所提升；目前公司拥有完整的铝业产业链、完善的能源配套、良好的研发实力、区位条件以及不断优化的产品结构，具有一定的抗风险能力；2017年，公司贸易板块收入大幅增加，对整体营业收入形成一定支撑；受电力销售模式改变和煤炭价格上涨的影响，公司电、汽板块收入和盈利空间受到挤压；公司旅游、教育、金融等高附加值板块收入增长较快，盈利能力强，对整体业务形成有益补充。公司整体经营状况良好，未来有望保持稳健的发展趋势。

2. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所下滑，2017年分别为6.09次和0.31次；2015~2017年，公司存货周转次数波动提升，2017年为1.74次。公司经营效率一般。

3. 主要在建项目

截至2018年3月底，公司主要在建项目包

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

龙口湾临港高端制造业聚集区项目

龙口湾临港高端制造业聚集区项目（以下简称“人工岛项目”）作为山东省唯一获准实施的区域建设用海规划项目，是山东省规模化集中集约用海的首个蓝色经济突破区，同时也是中国目前获准建设的最大海上人工岛项目。该项目规划面积44.29平方公里，其中填海面积35.23平方公里，规划建设6个离岸式人工岛和1个突堤式人工岛。

人工岛项目于2010年12月由山东省烟台龙口市政府委托公司规划、开发及建设，项目计划总投资113.00亿元，由公司自筹45.00亿元，国家开发银行、工商银行等提供项目贷款68.00亿元，截至2018年3月底，项目已投资102.00亿元。该项目目前围堰和临时道路已完成，正在进行吹填和回填建设。项目建成后，公司计划通过招商引资、开发建设、土地出让等方式获得投资收益，预计总投资收益率为14.20%。截至到目前，该项目尚无明确的开发计划。考虑到该项目建设周期长、投资规模很大，且未来盈利模式和收回投资的情况仍存在不确定性，联合资信将持续关注该项目的建设进度及规划。

印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目

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

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

14000 吨大型精密模锻件项目

该项目主导产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金锻件产品，达产后年生产能力为14000吨。该项目目标成品为高附加值的飞机框、发动机

涡轮盘和船板汽车板等，已与相关客户GE、R.R、P.W、SF 多次交流并达成初步合作意向。该项目总投资15.10亿元，资金来源方面，公司自筹5.60亿元，银行贷款9.50亿元。项目建设地位于龙口市东海工业园东侧，截至2018年3月底已投入22.03亿元，2018年剩余投资4.87亿元。该项目达产后预计年销售收入13.33亿元，利润总额6.05亿元。目前该项目部分工序进入试产阶段。

表 14 截至 2018 年 3 月底 公司主要在建工程的进展情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	自有资金	贷款及其他融资	截至 2018 年 3 月底累计投入	2018 年剩余投资	2019 年预计投资
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	102.00	3.00	3.00
14000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	22.03	4.87	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	--	--	4.77	14.41	17.67
合计	184.95	50.60	77.50	129.00	7.87	20.67

资料来源：公司提供

注：印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目后续投入资金拟由公司子公司南山铝业采用配股方式募集。

截至2018年3月底，公司上述主要在建项目的规划总投资为184.95亿元，自筹和外部融资分别占50.60亿元和77.50亿元，以外部融资为主；截至2018年3月底累计投入129.00亿元。根据公司提供数据进行测算，2018年剩余投资7.87亿元，2019年预计投资20.67亿元，未来两年的投资规模不大。

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

4. 中长期发展规划

南山集团的中长期发展规划目标为：以铝产品深加工产业为龙头，整合产业链条，打造核心产业竞争力，实现规模化经营；加大创新力度，引领行业产品潮流，占领行业制高点；

形成集电力、铝业、金融、航空、旅游休闲、教育于一体的多元化产业格局，逐步走向国际化，把南山集团发展成为一个具有较强核心竞争力的大型跨国集团。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015年财务报告，山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供了2016~2017年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结

论。2018年一季度财务报表未经审计。

截至2017年底，公司纳入合并报表范围的子公司30家，与2016年末相比增加3家、减少2家，主要变化及原因：（1）减少龙口市南山纺织总厂及龙口市南山精纺呢绒总厂，该2家公司由于纺织板块独立上市需要，由山东南山纺织服饰有限公司吸收合并。（2）增加上海胶润国际贸易有限公司，该公司成立于2017年5月10日，注册资本30000万元，股东南山集团投资占比100%。（3）增加新疆南山丝路商务服务有限公司，该公司成立于2017年8月31日，注册资本3,000万元，股东南山集团投资占比100%。（4）增加龙口祥瑞达投资有限公司，该公司成立于2017年10月30日，注册资本3000万元，股东南山集团投资占比100%。截至2018年3月底，公司纳入合并报表范围的子公司30家，与2017年底相比无变化。总体看，公司合并范围变化对公司经营与财务影响较小，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额1246.06亿元，所有者权益597.38亿元（含少数股东权益196.85亿元）；2017年，公司实现营业收入374.12亿元，利润总额43.63亿元。

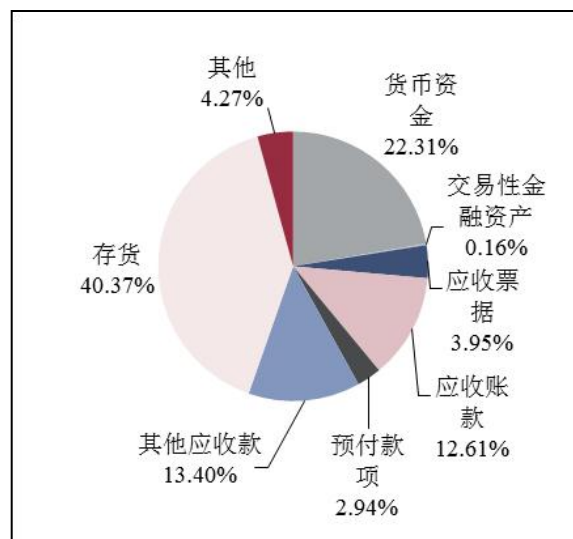
截至2018年3月底，公司合并资产总额1248.69亿元，所有者权益602.39亿元（含少数股东权益198.51亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入92.89亿元，利润总额6.80亿元。

2. 资产质量

资产构成

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长11.39%。截至2017年底，公司资产总额为1246.06亿元，同比增长7.40%，其中流动资产和非流动资产分别占36.22%和63.78%，公司资产构成仍以非流动资产为主。

图8 2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司2017年财务报告

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长16.64%，主要是应收账款和存货所致。截至2017年底，公司流动资产为451.37亿元，同比增长9.47%。

2015~2017年，货币资金波动幅度较大，年均复合增长0.79%，主要是银行存款增长所致。截至2017年底，公司货币资金100.69亿元，较2016年底下降22.35%，主要是银行存款下降所致。截至2017年底，公司货币资金中其他货币资金为12.19亿元，由银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金等构成，使用受限。

2015~2017年，公司应收票据快速增长，年均复合增长28.54%。截至2017年底，公司应收票据为17.83亿元，同比增长22.20%，主要系销售所收到的银行承兑汇票增加所致。

2015~2017年，公司应收账款快速增长，年均复合增长113.83%。截至2017年底，公司应收账款余额为59.53亿元，累计计提坏账准备2.64亿元，应收账款净额为56.89亿元，同比增长70.09%，主要系公司应收销售货款增加所致。从账龄上看，账龄在1年以内的占80.51%，1~2年的占17.84%，2~3年的占0.95%，3年以上的占0.69%，整体账龄短。截至公司2017年底，公司前五大客户应收账款余额合计为19.44亿元，占比为32.66%；整体看，2017年，公司应

收账款规模增长幅度较大。

公司预付账款主要是预付原材物料款，近三年公司预付账款呈下降趋势，年均复合下降42.79%。截至2017年底，公司预付款项为13.26亿元，较上年底下降47.81%，主要原因是预付煤炭采购款和工程款项同比减少所致。从客户集中度看，公司预付款项前五大客户合计为6.98亿元，占比52.63%，集中度较高。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长148.33%。截至2017年底，其他应收款60.49万元，同比增长29.40%，主要系与联营企业的往来款项增加所致。

近三年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长9.43%。截至2017年底，公司存货账面余额为183.43亿元，主要由原材料（占14.32%）、库存商品（占31.13%）和在产品（占54.17%）构成。2017年，公司累计计提1.22亿元存货跌价准备，计提比例一般。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长73.44%。截至2017年底，公司其他流动资产17.76亿元，较上年底增长17.93%，主要系新增信用证保证金购买理财产品所致。

近三年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长8.70%。截至2017年底，公司非流动资产794.70亿元，同比增长6.25%，主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产和无形资产等构成。

2015~2017年，公司可供出售金融资产有所波动，年均复合增长-0.65%。截至2017年底，公司可供出售金融资产为85.08亿元，同比增长6.91%，主要系公司按公允价值计量的可供出售权益工具增加所致。

2015~2017年，公司固定资产快速增长，年均复合增长17.49%。截至2017年底，公司固定资产账面原值597.79亿元，累计折旧184.29亿元，减值准备51.30万元，净值413.50亿元，较2016年底增加10.96%，主要由于在建工程完工转结。从构成上看，主要由房屋及建筑物和

机器设备组成。总体来看，公司固定资产状况良好。

近三年，公司在建工程快速下降，年均复合下降16.87%。截至2017年底，公司在建工程为158.90亿元，同比下降18.50%，主要为公司年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目转结固定资产所致。从构成上看，在建工程主要为铝深加工工程17.42亿元和东海开发工程120.47亿元。

2015~2017年，公司无形资产快速增长，年均复合增长26.93%。截至2017年底，公司无形资产合计62.34亿元，同比增长12.11%；从构成来看，主要为土地使用权（占99.88%），其余部分为软件、商标权及其他。截至2017年底，累计摊销12.87亿元，未计提减值准备。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限的资产为47.72亿元，占公司净资产的7.99%，受限原因主要为借款质押。

截至2018年3月底，公司资产总额1248.69亿元，较2017年底变化不大。从资产构成来看，截至2018年3月底，公司流动资产和非流动资产分别占比36.29%和63.71%，公司资产结构较2017年底变化不大。

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

2015~2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长4.80%。截至2017年底，公司所有者权益为597.38亿元，同比增长4.74%，继续保持小幅增长态势；所有者权益主要由实收资本（占1.67%）、资本公积（占1.59%）、盈余公积（占6.98%）、未分配利润（占56.41%）和少数股东权益（占32.95%）构成；公司所有者权

益稳定性较弱。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计602.39亿元，较2017年底变化不大，其中少数股东权益合计198.51亿元。

总体看，近三年，公司所有者权益不断增长，但所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，未来如果公司利润分配政策发生改变，可能对所有者权益结构形成一定影响。公司所有者权益稳定性偏弱。

负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长18.70%。截至2017年底，公司负债合计648.68亿元，同比增长9.97%，主要是短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债增长所致。

近三年，公司流动负债快速增长，年均复合增长18.19%。截至2017年底，公司流动负债为348.32亿元，同比增长12.62%，公司流动负债占比较高的主要为短期借款（占20.66%）、应付账款（占16.09%）和其他应付款（占11.76%）。

2015~2017年，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长5.24%。截至2017年底，公司短期借款71.95亿元，同比增长45.43%，主要系保证借款和质押借款增加所致。截至2017年底，公司短期借款主要包括保证借款（38.95亿元）、信用借款（19.80亿元）和质押借款（7.88亿元）。

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。2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长23.32%。截至2017年底，公司应付账款56.05亿元，同比下降21.48%，主要是应付材料款减少所致。截至2017年底，公司应付账款前五名客户合计为6.79亿元，占12.12%，应付账款集中度较低。

2015~2017年，公司应付票据快速下降，年均复合下降37.89%。截至2017年底，公司应付票据11.67亿元，较上年下降51.35%，主要原因为公司部分承兑汇票到期兑付。

2015~2017年，公司预收款项快速下降，年均复合下降35.33%。截至2017年底，公司预收账款为22.59亿元，较上年下降47.96%，主要原因是预收售楼款结转收入所致。

公司其他应付款主要为与非关联方的往来款。近三年，其他应付款快速增长，年均复合增长104.08%。截至2017年底，公司其他应付款为40.98亿元，同比增长79.04%，主要原因是应付其他往来款增加；前五大欠款方金额合计占比27.29%，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15.80%。截至2017年底，公司其他流动负债61.60亿元，同比增长0.58%，主要为短期应付债券。

近三年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长19.31%。截至2017年底，公司非流动负债为300.36亿元，同比增长7.04%。

2015~2017年，公司应付债券增长，年均复合增长32.93%。截至2017年底，公司应付债券188.92亿元，同比小幅下降。

2015~2017年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长51.46%。截至2017年底，公司长期应付款13.95亿元，同比增长24.39%，主要为融资租赁款增长所致。

图9 近年来公司债务结构



资料来源：公司财务报表整理

从有息债务看，近三年，公司有息债务快速增长，年均复合增长17.18%。截至2017年底，公司有息债务合计483.66亿元，同比增长12.96%。从有息债务结构看，2017年，全部债

务中短期债务占比有所上升，2017年底为40.15%。同期，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率较上年有所增长，2017年分别为32.64%、44.74%和52.06%。债务负担合理。

截至2018年3月底，公司负债合计646.30亿元，较2017年底下降0.37%，流动负债和非流动负债分别占比53.76%和46.24%。

截至2018年3月底，公司全部债务合计489.28亿元，其中短期债务占41.19%，长期债务占58.81%。同期，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为32.33%、44.82%和51.76%。整体看，公司近年来投资规模较大，带动公司有息债务规模有所增长，但整体债务负担仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动中有所增长，年均复合增长12.11%。2017年，公司分别实现营业收入和利润总额374.12亿元和43.63亿元，分别同比增长31.35%和22.94%；同期，公司营业利润率为22.32%，较2016年下降2.94个百分点。

近三年，公司期间费用不断增长，年均复合增长9.70%。2017年，公司期间费用为44.09亿元，较上年增长10.45%。非经常性损益方面，2017年，公司资产减值损失3.51亿元，同比增长89.05%，主要系公司计提坏账损失增加所致；同期，公司投资收益0.61亿元，同比下降80.97%，主要为公司处置股权产生的投资损失。

近三年，公司营业外收入快速增长，年均复合增长149.11%。2017年，公司实现营业外收入7.60亿元，同比大幅增长，主要是新增海口市财政局拨付与收益相关扶持资金4.40亿元所致。

2015~2017年，公司总资产收益率和净资产收益率有所波动，三年加权均值分别为4.38%和5.18%，2017年分别为4.33%和5.18%。

2018年1~3月，公司实现营业收入92.89亿元，同期，公司实现利润总额6.80亿元；营业利润率为14.70%。

总体看，完整的铝加工产业链以及产品多样化经营有效地稳定了公司的市场地位。在公司所处行业景气度波动背景下，公司收入规模呈波动增长的趋势，利润总额不断增长，期间费用持续上升。营业外收入等非经常性损益的增长对公司利润形成有益补充。公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动幅度较大，2017年为324.59亿元，较上年增长31.83%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动幅度较大，年均复合变动率为-0.55%，2017年为302.71亿元，同比增长26.50%，主要系公司主营业务增加所致；同期，公司现金收入比呈下降趋势，2017年为80.91%，收入实现质量有所下降。2015~2017年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长7.67%。2017年，公司经营活动现金流出为319.55亿元，同比增长50.76%，主要系因存货的增加导致购买商品、接受劳务支付的现金流出增加所致。2017年，公司经营活动现金流量净额为5.03亿元，较上年下降85.30%。总体看，公司经营获现能力有所减弱。

2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长40.81%，2017年为38.80亿元，较上年增长46.59%，主要是前期投资的金融产品陆续到期收回所致。投资活动现金流出则主要为在建工程项目中购建固定资产和其他长期资产支付的现金，2015~2017年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长20.10%，2017年为108.87亿元，同比增长49.15%，主要系构建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致。2017年，公司投资活动现

金流仍表现为净流出，为70.07亿元，规模较上年有所增加。

近年来，公司的经营性现金无法完全覆盖投资支出，公司对外融资需求较大。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为45.28亿元、41.14亿元和58.95亿元，呈波动增长趋势。公司筹资方式以取得短期和长期的银行借款为主、吸收投资和发行债券为辅，2017年，公司取得借款收到的现金为162.37亿元，发行债券收到的现金为124.69亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为96.69亿元和3.37亿元；投资活动产生的现金流量净额为-11.37亿元，筹资活动产生的现金流量净额为2.68亿元。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率波动中有所下降，速动比率波动中有所增长，截至2017年底分别为129.58%和77.27%。2017年，公司经营现金流动负债比为1.45%，同比有所下降。截至2017年底，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54.95%。综合考虑公司现金类资产的充足性，存货的变现能力和经营性现金净流量规模，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为68.87亿元、80.59亿元和89.44亿元；同期，EBITDA利息倍数为4.26倍、5.93倍和4.34倍，全部债务/EBITDA为5.11倍、5.31倍和5.41倍。总体看，公司长期偿债能力较强，EBITDA仍对有关债务本息具备较好的保障能力。

截至2018年3月底，公司无对外担保事项。

截至2018年3月底，公司及其子公司银行授信总额664.27亿元，已使用237.50亿元，未使用426.77亿元。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2018年5月7日，公司无未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

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。

十、存续期内债券偿还能力

表 15 公司存续期债券情况（单位：亿元）

证券名称	到期日期	余额(亿)
15 南山集 MTN001	2018-08-18	10
17 南山集 CP001	2018-08-31	10
13 南山集 MTN002	2018-09-12	6
17 南山集 CP002	2018-10-26	10
13 南山集 MTN003	2018-11-14	6
小计	--	42
18 南山集 CP001	2019-04-23	10
14 南山集 MTN001	2019-05-08	10
16 南山集 MTN001	2019-06-24	10
09 南山债 02/09 南山 2	2019-10-20	9.55
16 南山集 MTN002	2019-11-04	10
小计	--	49.55
17 南山集 MTN001	2020-08-22	10
17 南山集 MTN002	2020-10-23	10
18 南山集 MTN001	2021-04-12	10
小计	--	30
合计	--	121.55

资料来源：联合资信整理

目前公司一年以内待偿还的债券余额总计为 42 亿元。2015~2017 年，公司现金类资产（已剔除使用受限的货币资金）分别为 76.49 亿元、110.40 亿元和 107.06 亿元，分别为待偿还一年内到期债券的 1.82 倍、2.63 倍和 2.55 倍。2015~2017 年，公司经营活动现金流入量

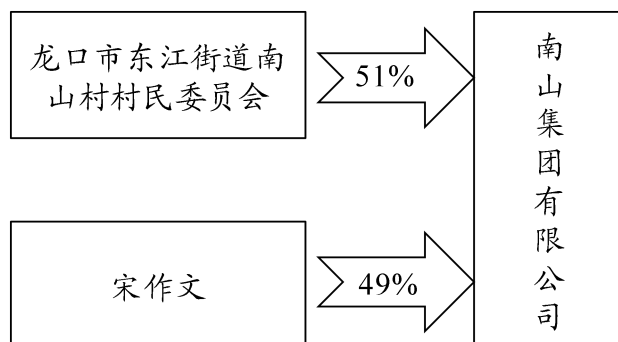
分别为待偿还一年内到期债券的 7.44 倍、5.86 倍和 7.73 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还一年内到期债券保障能力强。

公司存续期内债务集中兑付期为 2019 年，当期需偿还债券本金合计 49.55 亿元（以下简称“49.55 亿额度债券”），以此额度计算，2017 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对 49.55 亿额度债券的保护倍数为 1.81 倍、6.55 倍和 0.10 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对 49.55 亿额度债券的覆盖程度好。

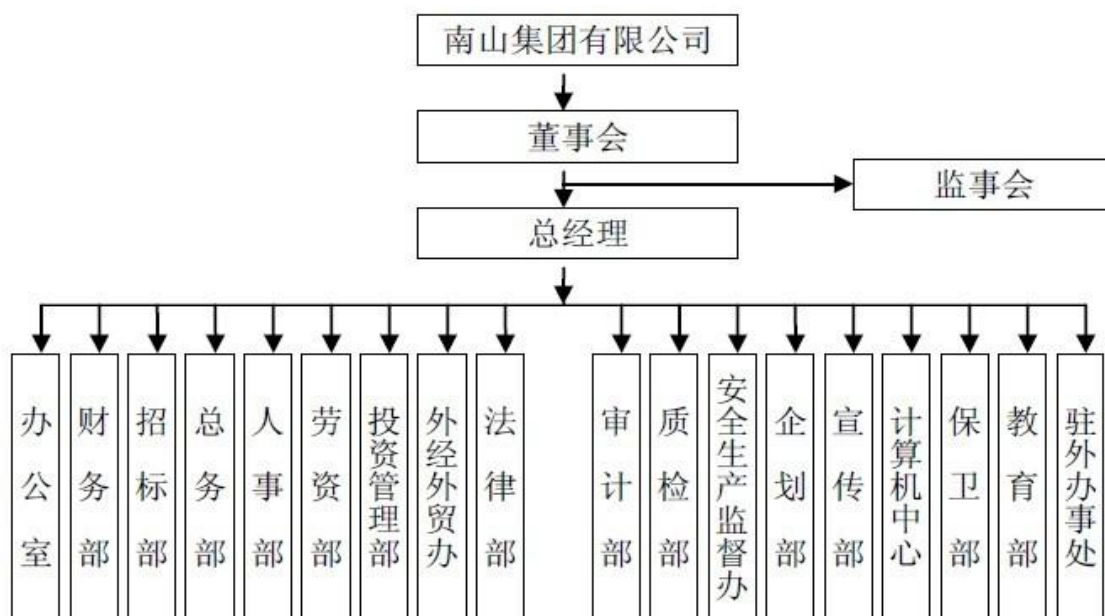
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17南山集CP001”、“17南山集CP002”、“18南山集CP001”的信用等级为 A-1，维持“13南山集MTN002”、“13南山集MTN003”、“14南山集MTN001”、“15南山集MTN001”、“16南山集MTN001”、“16南山集MTN002”、“09南山债02/09南山2”、“17南山集MTN001”、“17南山集MTN002”和“18南山集MTN001”的信用等级为 AAA。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	110.41	144.59	119.25	117.51
资产总额(亿元)	1004.27	1160.24	1246.06	1248.69
所有者权益(亿元)	543.91	570.35	597.38	602.39
短期债务(亿元)	144.01	153.29	194.17	201.54
长期债务(亿元)	208.20	274.87	289.49	287.74
全部债务(亿元)	352.21	428.16	483.66	489.28
营业收入(亿元)	297.67	284.84	374.12	92.89
利润总额(亿元)	33.52	35.49	43.63	6.80
EBITDA(亿元)	68.87	80.59	89.44	--
经营性净现金流(亿元)	36.94	34.25	5.03	3.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.71	7.99	6.09	--
存货周转次数(次)	1.51	1.39	1.74	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.26	0.31	--
现金收入比(%)	102.81	84.01	80.91	73.79
营业利润率(%)	23.21	25.26	22.32	14.70
总资本收益率(%)	4.65	4.29	4.33	--
净资产收益率(%)	5.27	5.13	5.18	--
长期债务资本化比率(%)	27.68	32.52	32.64	32.33
全部债务资本化比率(%)	39.30	42.88	44.74	44.82
资产负债率(%)	45.84	50.84	52.06	51.76
流动比率(%)	133.05	133.31	129.58	130.44
速动比率(%)	72.03	85.98	77.27	78.01
经营现金流动负债比(%)	14.81	11.07	1.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.26	5.93	4.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	5.31	5.41	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债和长期应付款中的有息负债已计入全部债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-4 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。