

山东南山铝业股份有限公司

2015 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

本期债项信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2017 年 6 月 19 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

山东南山铝业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100223】

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA+级	稳定	AA+级	2017 年 6 月
前次跟踪：	AA+级	稳定	AA+级	2016 年 5 月
首次评级：	AA+级	稳定	AA+级	2015 年 8 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	22.58	33.34	27.51	32.83
刚性债务	76.35	43.40	32.33	32.35
所有者权益	153.43	273.72	284.35	286.90
经营性现金净流入量	15.51	20.39	15.38	6.91
合并数据及指标：				
总资产	316.97	421.50	426.85	433.31
总负债	118.85	98.50	91.62	95.25
刚性债务	87.47	56.85	46.32	50.51
所有者权益	198.12	322.99	335.24	338.06
营业收入	140.56	137.77	132.28	34.68
净利润	9.78	11.29	13.44	2.96
经营性现金净流入量	14.55	26.31	18.92	5.58
EBITDA	22.33	30.92	35.38	—
资产负债率[%]	37.50	23.37	21.46	21.98
权益资本与刚性债务的比率[%]	226.50	568.13	723.73	669.35
流动比率[%]	169.23	164.56	167.21	170.77
现金比率[%]	74.61	81.19	78.91	80.14
利息保障倍数[倍]	4.68	9.08	10.77	—
净资产收益率[%]	5.05	4.33	4.08	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	13.00	24.21	19.90	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-17.37	7.28	3.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.10	17.57	20.35	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.43	0.69	—

注：根据南山铝业经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算；2014-2015 年财务数据分别采用 2015-2016 年审计报告中经追溯调整后的年初数据。

分析师

朱侃 陈思阳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，受益于发行股份收购南山集团同一控制下怡力电业资产包和铝价持续上涨，南山铝业经营规模、利润规模和盈利能力有较大提升；债务规模有所下降，负债经营程度较低，且经营环节现金流仍保持净流入，货币资金存量较充裕，对债务的保障程度较高。

- 南山铝业产业链较完整，已形成热电—氧化铝—电解铝—铝型材/熔铸—热轧—冷轧—箔轧的产业链布局。公司具备较强的规模优势，综合竞争力排名在行业内居前。跟踪期内同一控制下合并怡力电业资产包后，公司铝加工产业链进一步完善，经营规模进一步扩大。
- 南山铝业财务结构稳健，负债经营程度较低；跟踪期内，公司因发行股份收购怡力电业资产包，权益资本实力大幅增强，加之负债规模降低，资产负债率进一步下降，具备较强的财务弹性。
- 跟踪期内，南山铝业受益于收购怡力电业资产包和铝价持续上涨等原因，利润规模和盈利能力得到较大提升。但目前我国铝工业市场集中度仍较低，在国内经济下行压力仍较大、行业整体仍为产能过剩背景下，行业竞争仍较激烈，且 2016 年下半年以来煤炭、铝土矿等原材料价格持续上升，若后续原材料价格继续上升，公司仍将面临一定的经营压力。
- 我国铝土矿对外依存度高，国内企业议价能力较弱，此外，印尼“限矿”政策出台对国内企业经营稳定性产生一定不利影响。跟踪期内，南山铝业仍存在单一供应商依赖过高的风险。
- 跟踪期内，南山铝业又新增较多产能，但目前仍主要处于客户产品认证阶段，产能利用率较低，需关注新增产能项目后续产能释放情况和预期效益实现情况。
- 截至 2017 年 3 月末，南山铝业仍有较大规模的原材料存货，同时公司产品的原材料成本占比较高，面临较大的原材料价格波动风险。
- 跟踪期内，南山铝业应收账款规模持续较快上升，需关注由此可能产生的坏账损失风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对山东南山铝业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由南山铝业提供，所引用资料的真实性由南山铝业负责。

跟踪评级报告

按照山东南山铝业股份有限公司(以下简称“南山铝业”、“该公司”或“公司”)2015 年公司债券(第一期)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据南山铝业提供的经审计的 2016 年和未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据,对南山铝业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司向社会公开发行面值不超过 60 亿元的可转换公司债券于 2012 年 9 月获得中国证监会证监许可[2012]1216 号文核准。2012 年 10 月,公司发行了 60 亿元人民币的可转换公司债券(简称“南山转债”,债券代码“110020”),转股期自 2013 年 4 月 17 日至 2018 年 10 月 16 日止。2015 年南山转债实施了 57.89 亿元的债转股以及 0.08 亿元的债券赎回,累计 59.92 亿元的债券已转为 9.01 亿股公司 A 股股票,自 2015 年 3 月 13 日起,南山转债已在上海证券交易所摘牌,转股完成后,公司总股本增至 28.35 亿元。

经中国证监会核准(证监许可[2015]2128 号文),该公司获准发行不超过 30 亿元的公司债券。2015 年 9 月 29 日公司发行了 2015 年公司债(第一期),规模共计 15 亿元,其中品种一(简称“15 南铝 01”,债券代码“122479”)发行规模为 5 亿元,期限为 5 年,发行利率为 4.97%;品种二(简称“15 南铝 02”,债券代码“122480”)发行规模为 10 亿元,期限为 5 年,附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权,发行利率为 4.40%。该公司债募集资金主要用于补充公司营运资金;截至 2015 年 10 月 13 日已全部用于补充公司营运资金。

截至 2017 年 3 月末,该公司待偿还债券本金余额共计 15 亿元。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司产权结构因发生同一控制下吸收合并发生一定变化。公司控股股东仍为南山集团有限公司(以下简称“南山集团”),跟踪期内,公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股,共计转增 42.53 亿股;另外,经中国证券监督管理委员会以证监许可字[2016]2527 号文《关于核准山东南山铝业股份有限公司向山东怡力电业有限公司发行股份购买资产的批复》的核准,公司于 2016 年 12 月向南山集团全资子公司山东怡力电业有限公司(以下简称“怡力电业”)发行 21.63 亿股(每股 3.31 元,合计交易作价 71.60 亿元)股票购买怡力电业资产包¹,该资产重组完成后,公司总股本增至 92.51 亿股,南山集团、南山集团一致行动人鹏华资产-平安银行-鹏华资产南山德本价值资产管理计划(以下简称“德本资管计划”)、怡力电业分别直接持有公司 22.84%、0.75%和 23.38% 股份。截至 2017 年 3 月末,公司总股本仍为 92.51 亿股,南山集团直接和间接持股合计 46.22%,同时与其一致行动人德本资管计划合计持股 46.97%,仍保持了控股股东地位。南山村村民委员会持有南山集团 51% 股权,仍为公司实际控制人。

近年来该公司主要与怡力电业发生关联交易往来,因 2016 年公司购买其资产包后,关联交易规模大幅减少²。2016 年,公司主要向关联方怡力电业、龙口市南山建筑安装有限公司、龙口南山岬母岛港发展有限公司采购电、煤、建筑施工、港口服务等支付 8.01 亿元,占公司营业成本的比重为 7.83%;同时公司向怡力电业等关联方销售电、汽、天然气等实现的收入占营业收入比重不到 1%。总体来看,公司与南山集团及下属企业发生关联交易的规模不大,对公司经营影响较为有限。

(二) 业务运营

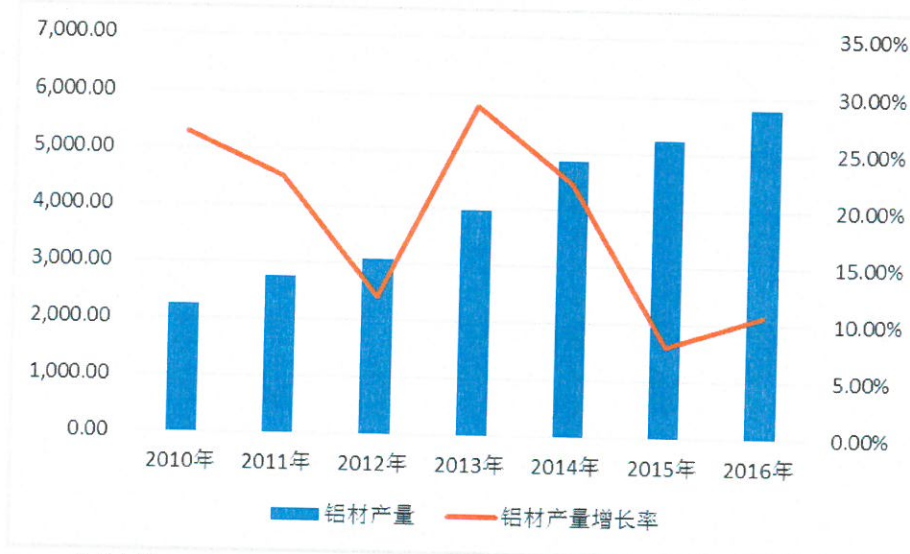
我国的铝加工业是仅次于钢铁行业的第二大金属加工行业,与宏观经济环境及固定资产投资规模等相关性较高,具有明显的周期性特点。在宏观环境方面,经初步核算,2016 年国内生产总值为

¹ 资产包包括怡力电业的电解铝生产线、配套自备电厂相关资产及负债。

² 同 2015 年相比,公司 2016 年关联交易减少了向怡力电业资产包支付委托加工费,而 2015 年公司向怡力电业支付委托加工费 45.11 亿元。

744127 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%，增幅持续收窄，国内经济正处于结构调整，增长乏力。从有色金属行业完成固定资产投资额来看，据国家统计局初步统计，2016 年有色金属工业（含独立黄金企业）完成固定资产投资 6687 亿元，同比下降 6.7%，但铝冶炼投资同比增长 2.8%，铝行业完成固定资产投资额受铝价不断上涨影响出现了连续 3 年下降以来的首次上升。跟踪期内，受益于铝价上涨和完成固定资产投资规模上升，2016 年国内铝材产量约为 5,796 万吨，同比增长 10.69%，增速较上年上升 2.6 个百分点（如图表 1 所示）。

图表 1. 2010~2016 年我国铝材产量及增长情况（万吨，%）



资料来源：Wind 资讯

金属铝系铝加工业的基本原材料，其价格趋势在一定程度上决定了铝加工产品价格走势。跟踪期内，一方面在前几年铝价不断下跌过程中，许多铝厂因严重亏损大面积减产，另一方面也是因国家供给侧改革的不断深入，2016 年铝市供给呈现暂时性短缺现象，SHFE 铝价从 2015 年末 11000 元/吨上涨至 2016 年 11 月 14 日的短期高点 15370 元/吨，在此期间受价格上涨的刺激，电解铝产能和产量也开始不断增加，2016 年 11 月之后铝价冲高回落，但 2017 年初铝价因煤炭等原材料价格持续上涨等原因又开始震荡上行，目前在 14000 元/吨附近波动。2016 年铝价总体呈现上升趋势，全年均价较 2015 年略有增加，但仍未达到 2014 年平均水平；以沪铝为例，2016 年全年沪铝铝价均值为 12260.83 元/吨，2015 年全年沪铝铝价均值为 12195.5 元/吨，而 2014 年全年沪铝铝价均值为

13603.58 元/吨。总体来看，2016 年铝价快速上涨主要为短期现象；未来，一方面国内市场因宏观经济持续低迷，需求增速持续放缓；另一方面在短期价格上涨之后，电解铝企业复产和增产将会增加，根据上海有色网（SMM）数据，2017-2018 年国内电解铝新增产能有望达到 600 万吨，整体电解铝市场供需仍趋于过剩，铝价持续上涨的动力不足，短期可能呈现震荡趋势。同时，需关注未来煤炭等原材料价格的上涨对铝价的推动作用以及对铝加工行业整体盈利能力的影响。总体而言，铝价的波动对电解铝、铝加工业经营均会造成较大影响，但像公司这类产业链分布相对完整的企业受到影响相对可控，竞争优势较为明显。

图表 2. 近年来上海金属网铝价走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

该公司是我国铝加工业的主要生产企业之一，在中铝网 2017 年 1 月公布的“中国铝工业百强”排名中位列第 18 位，与上年一致。同时公司已形成从热电－氧化铝－电解铝－铝型材/熔铸－热轧－冷轧－箔轧的完整铝加工产业链布局，并拥有热电配套生产能力。完整的产业链使公司在实现产品多元化的同时，也具有相对较强的成本控制能力，使公司在行业景气度不断下滑的背景下仍然保持盈利。

2016 年 11 月该公司以 71.60 亿元的价格，向南山集团全资子公司怡力电业发行股份购买其资产包，该资产包包括两条合计年产能 68 万吨的电解铝生产线和由四台合计 1210MW 的热电机组组成

的配套自备电厂。此次收购的评估基准日为 2015 年 12 月 31 日，怡力电业资产包 2015 年末经审计的账面净资产为 68.32 亿元，增值 3.28 亿元，增值率 4.28%；同时，公司与怡力电业签署了《业绩承诺补偿协议》，怡力电业对其资产包未来三年整体业绩情况做如下承诺：怡力电业资产包 2016 年、2017 年、2018 年的净利润总额不低于 18 亿元；若在承诺期末，怡力电业资产包累积实现净利润总额低于承诺的预测净利润总额，则怡力电业向公司进行现金支付补偿，补偿金额=累计净利润预测数-累计实际净利润审计数。

该公司本次收购的怡力电业资产包主要是为公司提供原铝加工³，配套自备电厂发电业务为利用外购煤炭进行发电，供电解铝业务生产以及南山集团旗下其他生产企业与外协单位使用。2014-2016 年怡力电业资产包营业收入分别为 50.74 亿元、47.00 亿元和 48.88 亿元，其中电解铝受托加工费收入分别为 44.39 亿元、39.68 亿元和 46.03 亿元；同期毛利率分别为 20.50%、17.73%和 27.02%，电解铝受托加工业务的毛利率 18.08%、13.27%和 27.58%。近年来怡力电业资产包收入和毛利率呈现大幅波动，主要系加工费单价和加工成本共同变动所致，其中加工费单价⁴主要受电解铝和氧化铝价格波动影响，加工成本主要受煤炭等价格波动影响。总体来看，由于氧化铝生产的弹性空间远好于电解铝，2014-2015 年因铝市产能严重过剩，铝价持续下跌，电解铝下跌的幅度要高于氧化铝，使得这两年资产包的收入和毛利率都有明显下滑；2016 年受益于规模化减产和供给侧改革，电解铝价格持续上涨，以致当年资产包的收入和毛利率有明显上升。受上述因素综合影响，怡力电业资产包 2014-2016 年净利润分别为 6.09 亿元、4.66 亿元和 8.57 亿元，呈现较大波动。

图表 3. 怡力电业资产包毛利率变动分析（单位：元/吨）

年度	加工费单价 A	单位变动对毛利率的影响 B	加工成本	成本变动对毛利率的影响 D	毛利率的变动 E=B+D
2016 年	6847.49	10.86	5918.22	-10.57	0.30

³ 电解铝加工业务具体包括（1）接受公司委托，加工生产电解铝以收取委托加工费；（2）利用委托加工业务剩余的氧化铝原料生产电解铝，销售给公司以获得铝锭销售收入。

⁴ 加工费单价：每吨电解铝受托加工费（未扣电费和碳素）=（电解铝价格-氧化铝粉价格×1.93）×96%。

年度	加工费单价 A	单位变动对毛利率的影响 B	加工成本	成本变动对毛利率的影响 D	毛利率的变动 E=B+D
2015 年	5989.71	-9.09%	5194.64	4.29%	-4.81%
2014 年	6654.65	-	5451.41	-	-

资料来源：南山铝业

此次收购怡力电业资产包，对该公司的铝加工产业链、盈利能力和经营规模等影响较大。在铝加工产业链方面，公司目前拥有约 100 万吨的铝深加工能力，且未来随着多个在建电解铝深加工项目的完工投产，铝深加工能力还将进一步提升，收购该资产包之后公司的电解铝的供应能力从 13.60 万吨/年提升到了 81.60 万吨/年，使公司铝加工产业链的电解铝供需得到更好的匹配，同时因不再需要委托怡力电业加工生产电解铝，公司与怡力电业之间的关联交易往来也大幅减少；此外，该资产包中还包括合计 121 万千瓦的自备电厂机组，可以基本满足怡力电业资产包 2 条电解铝生产线的电力需求⁵，另外少部分电力缺口可由该资产包体外未收购的 2 台 150MW 的发电机组采购，从而有助于巩固和提升公司的电力成本优势。在盈利能力方面，因合并该资产包，公司 2015 年的综合毛利率由合并调整前的 12.93% 提升至合并调整后的 18.80%，同期净利润规模由合并调整前的 6.71 亿元提升至合并调整后的 11.29 亿元，盈利能力有较大提升⁶。在经营规模方面，收购该资产包后，资产经营规模和资本实力也有显著提升，2015 年公司资产规模由合并调整前的 347.89 亿元提升至合并调整后的 421.50 亿元，主要系合并后固定资产大幅增加 64.10 亿元，同时因此次收购为发行股份方式支付，所有者权益由合并调整前的 255.15 亿元提升至合并调整后的 322.99 亿元，资产负债率也由合并调整前的 26.66% 下降至 23.37%。

⁵ 121 万千瓦年产约 80 亿度电，2 条电解铝生产线满负荷运转消耗约 90 亿度电。

⁶ 因这 2 台 150MW 发电机组未按国家相关规定履行立项程序，中介机构无法对 2 台 150MW 发电机组“符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定”出具明确意见；收购这 2 台 150MW 发电机组不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第一款规定，最终公司未收购这 2 台 150MW 发电机组。

图表 4. 公司收购怡力电业资产包前后经营和财务变化对比(单位:亿元)

重要项目	2015 年(末) 调整前	2015 年(末) 调整后
总资产	347.89	421.50
流动资产	106.63	108.18
非流动资产	241.26	313.31
其中: 固定资产	125.91	190.01
总负债	92.74	98.50
流动负债	62.97	65.74
非流动负债	29.77	32.76
所有者权益	255.15	322.99
营业收入	136.70	137.77
毛利率	12.93%	18.80%
净利润	6.71	11.29
资产负债率	26.66%	23.37%

资料来源: 南山铝业

2016 年该公司实现营业收入 132.28 亿元, 较上年调整后的营业收入下滑 3.98%; 公司当年主营业务收入为 131.17 亿元, 较上年调整后的主营业务收入下滑 4.04%。2016 年虽然铝价持续上涨, 但整体均价较上年上升不大, 且 2016 年 1-3 季度铝产品市场一直处于低位运行, 虽然四季度价格有所回升, 但所执行价格多为前期订单, 公司产品全年均价较上年略有下降, 导致公司当年收入有所减少。从收入结构上看, 铝板带箔(包括热轧卷、冷轧卷和铝箔)仍是公司的主导产品和最主要的收入来源, 2016 年实现营业收入 79.76 亿元, 占当年主营业务收入的比重为 60.81%, 较上年调整后的营业收入大幅增加 6.92 亿元, 主要受益于公司加大市场开发力度和下游终端产品需求增加, 2016 年公司铝板带箔终端产品销量较上年增长 6.06%; 其余收入仍主要来自铝型材、铝合金锭等, 其中铝型材 2016 年实现营业收入 30.48 亿元, 较上年调整后的营业收入减少 1.52 亿元, 主要系跟踪期内国内经济增速继续放缓, 铝型材销量继续下滑, 加之产品均价同比下降所致; 2016 年因铝板带箔等自身下游深加工产品销量上升, 增加了对电解铝的需求, 公司减少了铝合金锭的外售规模, 使得铝合金锭的营业收入同比大幅减少 9.90 亿元至 16.83 亿元。受益于 2016 年铝价持续上涨, 加之公司深加工产品定价模式为“铝价+加工费”, 2016 年公司综合毛利率为 22.66%, 较上年调整后综合毛利率上升 3.86 个百分点, 主

营业务毛利率为 22.78%，较上年调整后主营业务毛利率上升 3.80 个百分点。

2017 年一季度铝价延续上行趋势，同时受益于铝板带箔下游终端产品销量的继续上升，该公司实现营业收入 34.68 亿元，同比增长 23.20%，其中铝板带箔和铝型材收入同比上升 40.36% 和 12.86%，而铝合金锭对外销售收入同比继续下滑 39.69%，用于满足下游深加工产品的需求。2017 年一季度综合毛利率为 20.27%，较上年同期和上年全年分别下滑 0.54 个百分点和 2.39 个百分点，主要系 2016 年第四季度以来燃煤等下游原材料价格持续上涨，使得毛利率有所下降所致。

图表 5. 公司 2015 年以来主营业务收入及毛利率构成情况

业务板块	2015 年（调整前）		2015 年（调整后）		2016 年		2017 年第一季度	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
氧化铝粉	2.91	8.55	2.91	8.55	2.61	6.45	1.13	25.72
铝合金锭	26.73	5.98	26.73	5.98	16.83	16.25	3.12	12.67
铝板带箔	72.83	16.73	72.83	23.46	79.76	26.01	23.15	22.85
铝型材	32.00	11.88	32.00	19.01	30.48	18.88	6.15	13.74
电、汽	0.22	48.86	1.91	47.66	1.17	35.72	0.65	20.39
天然气	1.14	7.78	0.31	7.78	0.32	18.86	0.09	14.48
合计	135.83	13.28	136.70	18.99	131.17	22.78	34.29	20.33

资料来源：南山铝业

该公司具有完整的铝产品加工生产线，跟踪期内因合并怡力电业的资产包，公司电解铝产能有大幅提升。截至 2017 年 3 月末，公司拥有氧化铝产能 140 万吨/年、电解铝产能 81.6 万吨/年、铝型材产能 39 万吨/年、热轧卷产能 60 万吨/年、冷轧卷产能 60 万吨/年，高精度铝箔 3 万吨/年，此外，跟踪期内年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线和年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线也已正式建成并逐步投产，年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目已筹建完成，处于调试验收阶段。在型材生产方面，因跟踪期内公司调整产品结构，产能向高附加值产品转移，产量和产能利用率有所下降，且因 2012 年开始逐步投产并于 2015 年正式投产的年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目新增产能目前仍处于产能缓慢释放阶段，使得近两年公司型材的产能利用率较低。在铝板带箔方面，因年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线

逐步投产，跟踪期内铝板带箔产能进一步提升至 143 万吨/年⁷，且受益于铝板带箔终端产品需求的上升，产量规模进一步扩大，当年铝板带箔产能利用率同比有所上升。2017 年第一季度上述产品的产能同比均保持稳定，产量和产能利用率同比均有所上升，尤其是铝板带箔因下游需求持续上升，产量和产能利用率上升明显。主要产品产能和产量情况如下表：

图表 6. 2015 年至 2017 年 1~3 月产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2015 年(调整前)	2015 年(调整后)	2016 年	2017 年 1~3 月	2016 年 1~3 月
型材	产能(万吨/年)	39.00	39.00	39.00	9.75	9.75
	产量(万吨)	18.34	18.34	17.89	3.38	3.28
	产能利用率(%)	47.02	47.02	45.87	34.67	33.66
铝板带箔	产能(万吨/年)	123.00	123.00	143.00	35.75	30.75
	产量(万吨)	105.00	105.00	128.81	35.10	26.67
	产能利用率(%)	85.37	85.37	90.08	98.18	86.74
铝合金锭 (电解铝)	产能(万吨/年)	13.60	81.60	81.60	20.40	20.40
	产量(万吨)	16.10	83.31	83.31	20.78	20.87
	产能利用率(%)	118.39	102.09	102.09	101.86	102.30

资料来源：南山铝业

受宏观经济增速持续放缓，铝行业整体产能过剩，以及景气度下滑的影响，该公司产品逐渐往高技术含量、高附加值的方向发展，截至 2017 年 3 月末，公司主要的在建工程（包括已完工还处于产能释放阶段的项目）包括年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线（产能释放中）、冷轧设备技术改造、年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目（产能释放中，其中 150MN 挤压机项目设备调试中）、年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目（设备调试中）和年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线（试生产），累计投资已超原有预算 11.06 亿元，达 136.48 亿元。其中年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目的资金来源系 2010 年通过增发募集资金近 25 亿元以及自有资金；年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目资金来源系 2012 年通过发行南山可转债募集资金近 60 亿元以及自有资金，其余在建工程资金来源主要系银

⁷ 铝板带箔的最终产品基本为冷轧卷和铝箔，其 143 万吨/年的产能包括热轧卷、冷轧卷和铝箔三部分的产能，其中热轧卷产品外销很少，基本用于下游冷轧卷和铝箔的生产。

行项目借款和自有资金；超过预算部分的资金主要来自自筹资金。

该公司年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目 2012 年开始陆续投产，并已于 2015 年正式投产，主要生产轨道交通型材产品；年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线已于 2016 年逐步投产，主要生产汽车板、航空板等中厚板材；年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目也已于 2016 年开始试生产，主要生产铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品。年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线目前项目设备已全部安装完毕，进入试生产阶段，将于 2017 年正常生产。总体来看，上述项目产销量还很小，目前仍处于客户产品认证和产能缓慢释放过程中；在当前我国经济下行环境下，未来我国高速铁路、航空、船舶等领域的投资规模及实施进度仍存在变数，加之项目建成后在性能和质量上是否能达到替代进口产品也存在不确定性，因此以上募投项目未来能否达到预期经营效益的不确定性较大。

图表 7. 公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	拟投资额	截至 2017 年 3 月末已投资额	预计完工时间	完工进度 (%)	资金来源
年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线	61.90	70.17	2017 年	98	募集资金
冷轧设备技术改造	8.50	7.85	2017 年	98	自有资金
年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目	32.19	32.29	已完工	100	非公开发行募集资金
年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目	15.10	21.53	2017 年	96	自有资金
年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	4.64	已完工	100	自有资金
合计	125.42	136.48	---	--	---

资料来源：南山铝业

该公司主要采用“以销定产”的方式组织生产，2016 年公司铝制品产销率普遍在 100.00% 左右。其中：型材产品、热轧产品、冷轧产品和铝箔产品产量分别较上年增长-2.02%、4.53%、7.66% 和 8.41%，其中型材产品因跟踪期内公司调整产品结构，产能向高附加值产品转移，产量出现一定减少，而铝板带箔因公司跟踪期内积极开拓新的市场和客户以及下游需求上升，产量继续上升。2017

年一季度铝板带箔产量继续上升，较上年同期增长 31.61%；而型材产量随着新建产能逐渐释放也略有增长，较上年同期上升 3.05%。

该公司对外销售产品主要集中于产业链下游，包括工业及建筑型材、各类铝板带箔材料等。跟踪期内，上述产品与客户的结算方式均保持不变。从销量和产销率来看，跟踪期内，各产品的销量和产销率同比基本保持稳定。从销售区域看，目前公司产品仍以内销为主，2015 年和 2016 年内销收入占比分别约为 76.78%和 71.45%，随着公司不断开拓国际市场，跟踪期内外销比例有所提升，2016 年公司主营业务外销比例较上年提升了 5.33 个百分点；公司外销业务主要是出口至美国、欧洲和东南亚等国家和地区。

图表 8. 公司产品销售情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2015 年(调整前)	2015 年(调整后)	2016 年	2017 年 1~3 月	2016 年 1~3 月 (调整后)
型材	销量	18.72	18.72	18.02	3.45	3.33
	产销率	101.16	101.16	100.73	102.07	101.24
铝板带箔	销量	104.70	104.70	125.26	33.65	26.90
	产销率	99.98	99.98	97.25	95.85	100.46
铝合金锭 (电解铝)	销量 ⁸	83.28	83.28	84.83	20.86	20.94
	产销率	517.23	99.96	101.82	100.38	100.34

资料来源：南山铝业

在原材料和能源供应方面，铝土矿和煤炭成本对该公司的生产成本影响较大。公司低温矿和高温矿分别从印尼和澳大利亚采购，自印尼政府禁止了包括铝土矿在内的多种原矿产品的出口，公司开始采购力拓(Rio Tinto)的澳洲低温矿来增加工厂低温矿的库存量。跟踪期内，铝土矿的供应商仍主要为力拓。此外，公司也在积极研究全球其他铝土矿市场，并与印度、圭亚那、多米尼加供应商保持沟通，通过采购部分印度矿进行补充。2016 年及 2017 年一季度公司铝土矿，采购均价分别同比下降 9.16%和上升 5.48%，但一季度较去年全年上升 8.61%，主要系铝土矿随着铝价的上涨逐步上行所致。

跟踪期内，该公司煤炭的主要供应商为神华销售集团华北能源

⁸ 销量包含委托加工部分的产品，因此产销率很高。

贸易有限公司和中煤能源山东有限公司，2016 年和 2017 年第一季度煤炭采购均价分别同比上升 13.48%和 59.49%，主要系 2016 年下半年以来因供给侧改革和持续减产导致煤炭价格开始持续上涨所致，公司的能源成本相应大幅上升。

图表 9. 公司原材料采购情况

采购原燃料	项目	2015 年 (调整前)	2015 年 (调整后)	2016 年	2017 年 1~3 月	2016 年 1~3 月 (调整后)
进口铝土矿	采购量 (万吨)	386.00	386.00	330.93	81.74	79.00
	采购均价 (元/吨)	371	371	337	366	347
煤炭	采购量 (万吨)	228.58	565.87	637.08	124.69	143.41
	采购均价 (元/吨)	375.41	375.41	426.00	527.00	330.43
发电	指标	2015 年 (调整前)	2015 年 (调整后)	2016 年	2017 年 1~3 月	2016 年 1~3 月 (调整后)
电力	装机容量 (万千瓦)	72	181	181	181	181
	发电量 (亿千瓦时)	29.76	112.61	110.40	27.36	28.43
	电力自给率 (%)	85.30	99.66	97.78	99.68	86.07

资料来源：南山铝业

整体看来，该公司生产布局集中，铝产业链相对完整，跟踪期内铝深加工产能提升较大，其产品结构不断向工业型材及高端板带箔材料集中，产品附加值不断提高，为整体盈利能力提升及长期良性发展奠定了基础；但目前新增产能基本都处于客户产品认证阶段，产能利用率还很低，产能完全释放尚需一定时间，未来需关注这些新增产能的产能释放情况和盈利预期实现情况。目前，公司在我国工业型材及高级板带箔材料领域处于相对领先地位，其市场地位短期内将保持稳定。但原材料价格波动及供应的稳定性，同业竞争性产品投资规模的增大以及部分下游行业调整等因素仍是公司长期发展所面临的主要挑战。

(三) 财务质量

山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“山东和信”）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2016 年公司向怡力电业发行股份购买资产包，因公司与怡力电业的母公司均为南山集团，故此次合并为同一控制下的企业合并，山东和信对公司 2015 年的财务报表数据进行了追溯调整。本评级报告内 2015 年数据采用自 2016 年审计报告中经追

溯调整后的数据。

跟踪期内，因该公司偿还较多银行借款，公司 2016 年末负债总额减少至 91.62 亿元，较上年末负债总额减少 6.88 亿元，同时随着跟踪期内公司经营利润的积累，所有者权益增加 12.24 亿元至 335.24 亿元，由此导致 2016 年末公司资产负债率由 23.37% 降至 21.46%。从债务期限结构来看，2016 年末流动负债较上年末变化较小，但非流动负债因 2016 年公司偿还较多银行长期借款以及部分长期借款转入一年内到期的非流动负债而较上年末减少 7.35 亿元，流动负债占比提升至 72.27%。从债务构成来看，2016 年末公司负债主要由刚性债务和应付账款构成，在总负债中占比分别为 50.56% 和 34.49%。2016 年末公司刚性债务余额为 46.32 亿元，较上年末减少 10.53 亿元，主要系偿还银行借款所致；其中，银行借款余额为 24.83 亿元，在刚性债务中占比 53.60%，较上年末减少 10.67 亿元，应付债券余额为 14.93 亿元，在刚性债务中占比 32.23%，与上年末持平。2016 年末应付账款余额为 31.60 亿元，较上年末增长 10.41%，主要系公司应付工程及设备款增加所致。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率为 21.98%，负债经营程度维持在较低水平，但较年初略有上升，主要系公司一季度增加 4.42 亿元短期流动性借款，总负债增加至 95.25 亿元，同时刚性负债增加至 50.51 亿元。

2016 年末该公司资产总额为 426.85 亿元，同比增长 1.27%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 25.94% 和 74.06%，公司资产结构仍以非流动资产为主。期末公司流动资产主要由货币资金、应收票据（其中 2.28 亿元处于质押状态）、应收账款和存货构成，在流动资产中占比分别为 36.88%、12.67%、10.39% 和 34.65%。其中，期末货币资金余额为 40.83 亿元，较上年末减少 5.01 亿元，由银行理财产品构成的其他流动资产较上年末减少 3.21 亿元至 0.74 亿元，用于公司经营性周转；期末应收票据较上年末增加 3.92 亿元至 14.03 亿元，主要系跟踪期内客户以承兑汇票方式结算款项增加所致；期末应收账款⁹较上年末增加 4.39 亿元至 11.50 亿元，主要受经济下行影响以及为拓展新的市场和客户，公司信用政策有所放宽所致（由原来的 3 个月账期延长至 6 个月），但目前应收账款基本都在一年以内。期末公司原材料和产品存货为 38.36 亿元，与上年末基本持平，存货规模依然较大，在当前经济依旧低迷的经济

⁹ 其中 1.56 亿元应收账款因保理融资处于出让债权的受限状态。

环境下，铝价未来仍有较大的下行风险，使得公司存货存在一定的跌价风险。期末公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，在非流动资产中的占比分别为 73.47%、17.05%和 7.18%。跟踪期内随着公司在建项目的继续建设和部分在建项目的完工转固，期末固定资产较上年末大幅增加 42.67 亿元至 232.28 亿元，在建工程较上年末减少 40.76 亿元至 53.89 亿元。期末无形资产为 22.70 亿元，与上年末基本持平，主要为土地使用权。

2017 年 3 月末，该公司总资产进一步增加至 433.31 亿元，主要系公司利润再投资和增加短期流动资金借款，货币资金较年初增加 7.02 亿元至 47.85 亿元，其中受限货币资金为 15.14 亿元，主要为各类保证金。此外，公司 2017 年 3 月末应收账款较年初进一步增加 3.81 亿元至 15.31 亿元，同时应收票据较年初减少 3.81 亿元。总体来看，跟踪期内公司资产流动性仍尚可，2016 年末公司流动比率和速动比率分别为 167.21%和 104.25%，2017 年 3 月末，上述比率分别为 170.77%和 108.60%。

2016 年该公司虽然营业收入有所下滑，但受益于铝价持续上涨和原材料价格的下跌，公司综合毛利率较上年增加 3.86 个百分点至 22.66%，使得 2016 年公司实现营业毛利 29.97 亿元，较上年增加 4.07 亿元。同期，公司期间费用为 11.50 亿元，较上年增加 0.80 亿元，系跟踪期内公司积极开拓新的市场和客户，销售费用较上年增加 1.03 亿元所致；当年公司期间费用率 8.69%，较上年略有上升，总体费用控制情况尚好。此外，跟踪期内随着公司应收账款规模的不断上升，2016 年发生应收账款等坏账损失 0.62 亿元，较上年增加 0.47 亿元，其中当年应收账款计提坏账准备 0.51 亿元，实际核销 0.04 亿元。若公司后续应收账款继续不断增加，需关注公司应收账款的实际坏账损失风险。因公司毛利上升，2016 年公司实现营业利润¹⁰15.96 亿元，较上年增加 1.82 亿元。跟踪期内，投资净收益和营业外净收入对公司盈利形成了较好补充。2016 年公司实现投资净收益 0.88 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资南山集团财务有限公司的投资收益，较上年大幅增加 0.75 亿元，主要系当年处置按成本计量的可供出售金融资产海湾铝业有限公司取得投资收益 0.29 亿元，同时因平仓铝期货合约获得投资收益 0.19 亿元（2015 年为-0.30 亿元）。2016 年公司获得营业外收入

¹⁰ 本段的营业利润定义为：营业利润=营业总收入-营业总成本。

0.64 亿元，较上年增加 0.28 亿元，其中政府补助为 0.26 亿元，较上年增加 0.12 亿元。2016 年公司实现净利润 13.44 亿元，较上年增加 2.15 亿元。2017 年一季度公司受益于铝板带箔下游需求继续上升，实现营业毛利 7.03 亿元，同比增加 1.17 亿元。受益于毛利的增加，公司 2017 年一季度分别实现营业利润和净利润 3.19 亿元和 2.96 亿元，分别同比增加 0.40 亿元和 0.57 亿元。

图表 10. 公司 2015 年以来利润主要构成情况（单位：亿元）

项目	2015 年（调整后）	2016 年	2017 年 1~3 月	2016 年 1~3 月
营业利润	14.14	15.96	3.19	2.79
公允价值变动收益	-0.02	0.01	-0.02	-0.02
投资净收益	0.13	0.88	0.19	0.12
营业外净收入	0.22	0.46	0.09	0.06

注：根据南山铝业提供数据整理绘制

在现金流方面，2016 年及 2017 年一季度该公司的营业收入现金率为 100.55%和 108.33%，较 2015 年的 118.80%有明显下滑，主要系跟踪期内公司因经济下行、市场需求疲软，加之公司为开拓新的市场和客户，信用政策有所放宽所致，由此也导致 2016 年公司经营性现金净流量为 18.92 亿元，较上年同期减少 28.09%，但总体来看，目前公司主业获现能力仍尚可，经营活动仍实现较大的现金净流入；2017 年一季度公司经营性现金净流量为 5.58 亿元，同比大幅增加 5.19 亿元，主要系一季度下游客户到期兑付较多应收票据所致。在投资方面，跟踪期内公司生产线建设、技改等在建项目的资本性支出仍较多，2016 年及 2017 年一季度投资性现金流量净额分别为-15.81 亿元和-2.41 亿元，但净流出规模同比已有所收窄。2016 年及 2017 年一季度公司筹资性现金净流量分别为-9.76 亿元和 2.14 亿元，其中 2016 年因流动资金借款减少及偿还部分项目借款，筹资性现金流出较多，2017 年一季度因经营性周转需求又增加了一定的短期流动性借款。

根据公开市场信息、该公司提供的 2017 年 4 月 17 日《企业信用报告》、审计报告披露信息等，公司无债务违约情况发生。

该公司信誉良好，与多家商业银行保持了合作关系。同时，作为南山集团下属铝加工业务核心企业，公司融资得到南山集团的信用支持，其下属南山财务根据相关协议也会在公司需要时提供必要

的信贷支持，截至本评级报告日，公司合并口径各银行的总授信额度为 75.62 亿元，已经使用的授信额度为 38.41 亿元。

综上所述，跟踪期内该公司通过发行股份同一控制下合并怡力电业资产包，铝深加工产业链得到完善，经营规模和盈利能力得到较大提升，资产负债率进一步下降；剔除该因素影响，跟踪期内公司因偿还较多银行借款，债务规模下降，负债经营程度处于较低水平。跟踪期内受益于铝价不断上涨和铝板带箔下游终端产品需求不断上升，利润率和净利润规模同比显著；公司经营环节现金流仍保持净流入，加之货币资金存量充裕，对债务的保障程度较高。

跟踪期内铝深加工新增产能较大，但目前新增产能基本都处于客户产品认证阶段，产能利用率还很低，产能完全释放尚需一定时间；公司新增产能投资规模较大，未来这些新增产能的产能释放情况和盈利预期实现情况将是影响其长期信用质量的重要因素。同时，由于原材料库存较大，且公司产品的原材料成本占比较高，短期内若其价格剧烈波动也会对公司经营效益产生较大影响。此外，跟踪期内公司因放宽信用政策，应收账款规模持续增加，使得经营性净现金流入规模有所下降，需关注由此产生的坏账损失风险和未来公司应收账款规模的变化以及对经营性净现金流产生的不利影响。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）铝行业市场供需情况及政策环境变化；（2）未来铝土矿及煤炭价格变化对该公司经营及财务状况的影响；（3）铝土矿供应商较集中对公司造成的影响；（4）存货市场价格剧烈波动对公司盈利能力的影响；（5）公司近年来大额投资的新增产能项目后续产能释放情况和预期效益实现情况；（6）公司未来应收账款规模和质量的变化以及对经营性净现金流产生的影响；（7）怡力电业资产包业绩承诺完成情况等。

附录一：

南山铝业主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	316.97	421.50	426.85	433.31
货币资金	33.22	45.84	40.83	47.85
刚性债务	87.47	56.85	46.32	50.51
所有者权益合计	198.12	322.99	335.24	338.06
营业收入	140.56	137.77	132.28	34.68
净利润	9.78	11.29	13.44	2.96
EBITDA	22.33	30.92	35.38	—
经营性现金净流入量	14.55	26.31	18.92	5.58
投资性现金净流入量	-33.99	-18.40	-15.81	-2.42
资产负债率[%]	37.50	23.37	21.46	21.98
长期资本固定化比率[%]	84.54	88.07	87.66	86.42
权益资本与刚性债务比率[%]	226.58	568.13	723.73	669.35
流动比率[%]	169.23	164.56	167.21	170.77
速动比率[%]	105.93	103.84	104.25	108.60
现金比率[%]	74.61	81.19	78.91	80.14
利息保障倍数[倍]	4.68	9.08	10.77	—
有形净值债务率[%]	64.96	32.81	29.34	30.22
营运资金与非流动负债比率[%]	65.66	129.55	175.12	193.80
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	28.53	21.94	14.22	—
存货周转速度[次]	3.41	3.01	2.67	—
固定资产周转速度[次]	1.20	0.89	0.63	—
总资产周转速度[次]	0.46	0.37	0.31	—
毛利率[%]	14.77	18.80	22.66	20.27
营业利润率[%]	8.13	10.36	12.71	9.71
总资产报酬率[%]	4.22	4.33	4.41	—
净资产收益率[%]	5.05	4.33	4.08	—
营业收入现金率[%]	111.07	118.88	100.55	108.33
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	13.00	24.21	19.90	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-17.37	7.28	3.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.10	17.57	20.35	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.43	0.69	—

注：表中数据根据南山铝业经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。2014-2015 年数据采用 2015-2016 年审计报告中经追溯调整后的数据。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：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。