

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<sup>+</sup> 级

本期债项信用等级：AA<sup>+</sup> 级

评级时间：2016 年 5 月 31 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[2016]100156】

	<b>主体信用等级</b>	<b>评级展望</b>	<b>债项信用等级</b>	<b>评级时间</b>
<b>本次跟踪：</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2016 年 5 月
<b>首次评级：</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2015 年 8 月

## 主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
<b>母公司数据：</b>				
货币资金	27.66	22.58	33.34	29.11
刚性债务	68.93	76.31	40.18	38.93
所有者权益	146.88	153.61	205.68	205.74
经营性现金净流入量	11.43	15.51	3.02	0.87
<b>合并数据及指标：</b>				
总资产	294.34	316.97	347.89	346.88
总负债	105.04	118.85	92.74	90.77
刚性债务	78.26	87.44	53.62	53.39
所有者权益	189.30	198.12	255.15	256.11
营业收入	145.25	140.56	136.70	28.05
净利润	9.06	9.78	6.71	0.96
经营性现金净流入量	14.10	14.55	8.94	0.25
EBITDA	21.35	22.33	18.99	—
资产负债率[%]	35.69	37.50	26.66	26.17
权益资本与刚性债务的比率[%]	241.89	226.58	475.84	479.69
流动比率[%]	271.10	169.23	169.33	164.29
现金比率[%]	111.38	74.61	84.76	67.14
利息保障倍数[倍]	4.12	4.68	7.47	—
净资产收益率[%]	4.87	5.05	2.96	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	14.01	13.00	8.45	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-5.56	-17.37	-0.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.93	8.10	15.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.27	0.27	—

注：根据南山铝业经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。2014 年数据采用 2015 年审计报告中经追溯调整后的数据。

## 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@shxsi.com](mailto:mail@shxsi.com)

<http://www.shxsi.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内，在铝加工行业竞争加剧、铝制品价格下跌，行业内大量企业亏损的背景下，该公司营业规模有所缩减，盈利大幅下滑。自债转股完成后，公司负债经营程度大幅下降，且经营环节现金流仍保持净流入，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。

- 南山铝业财务结构稳健，负债经营程度不断下滑，跟踪期内，“南山转债”转股完成后，公司权益资本实力大幅增强，资产负债率大幅下降，具备较强的财务弹性。

- 我国铝工业市场集中度较低，行业竞争激烈，产业链部分环节已存在严重产能过剩问题。当前国内宏观经济下行，下游需求放缓，行业景气度持续低迷。跟踪期内，南山铝业经营业绩大幅下滑，经营压力较大。

- 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，南山铝业完成 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目的产能扩充，但新增产能未完全释放，产能利用率较低，投产后效益情况有待进一步关注。

- 南山铝业与关联方之间存在较多关联交易，其中电解铝大部分委托关联方怡力电业生产，面临一定关联交易管理风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 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 2015 年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。跟踪期内,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%。

截至 2015 年末,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,该公司产权保持稳定,内部治理结构等方面无显著

变化。公司修订了《公司章程》，进一步提高了公司规范化运作水平，经营管理更趋规范。此外，公司控股股东为南山集团，跟踪期内，随着公司可转债发行后转股的完成，南山集团持股比例呈下降趋势，截至 2016 年 3 月末的持股比例为 29.81%（持股数量为 8.45 亿股，已质押其中 2.00 亿股），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。

关联交易方面，2015 年，该公司向怡力电业支付委托加工费 45.11 亿元，占公司营业成本的比重为 35.04%，同比有所下降；同时公司向怡力电力销售铝产品、电、汽等实现收入为 0.93 亿元，占营业收入比重不到 1%。此外公司仍与南山集团及下属企业发生关联交易，但总体规模不大，对公司经营影响有限。

## （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，2015 年国内生产总值为 676,708 亿元，比上年增长 6.9%，增幅持续收窄，国内经济增长乏力。从有色金属行业完成固定资产投资额来看，2015 年有色金属工业（含独立黄金企业）完成固定资产投资 7,617 亿元，同比下降 3.2%，其中铝冶炼投资同比下降 9.9%，铝压延加工投资同比下降 9.6%，铝行业完成固定资产投资额亦呈下滑趋势。跟踪期内，受到宏观经济疲弱以及完成固定资产投资规模下滑的影响，2015 年国内铝材产量约为 5,236 万吨，同比增长 9.00%，增速较上年下降 9.6 个百分点（如图表 1 所示）。

图表 1. 2010~2015 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，其价格的趋势在一定程度上决定了铝加工产品价格的走势。跟踪期内受我国经济增速放缓，加之行业产能过剩导致供给压力较大等因素影响，国内铝价基本呈现单边下行态势，截至 2015 年末，SHFE 铝价已下跌至 11,000 元/吨，较上年同期下跌约 15.32%（如图表 2 所示）。未来一段时间，国内市场供过于求的局面难以改观，铝价仍将维持低迷态势。铝价的下跌对电解铝、铝加工业经营均造成较大影响，但产业链分布相对完整的企业受到影响相对可控。

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 2016 年 1 月公布的“中国铝工业百强”排名中位列第 18 位。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下滑的背景下仍然保持盈利。

受行业景气度下滑的影响，2015 年该公司实现营业收入 136.70 亿元，较上年下滑 2.75%。公司当年主营业务收入为 135.83 亿元，较上年下滑 1.97%。其中铝板带箔仍是公司的主导产品和最主要的收入来源，占当年主营业务收入的比重为 53.62%；其余收入仍主要来自铝型材、铝合金锭等。受 2015 年以来铝价持续下降，以及公司产品定价模式为“铝价+加工费”的影响，公司铝型材、铝合金锭以及铝板带箔中的热轧卷产品收入分别同比下滑 4.68%、11.45%和 37.23%，进而造成当年主营业务收入较上年出现下降。2015 年公司毛利率同比下滑 1.84 个百分点至 12.93%，主要系深加

工产品具有一定生产周期，原材料成本具有滞后性<sup>1</sup>，但铝锭价格以及氧化铝粉价格下滑直接影响深加工产品价格，最终造成公司氧化铝粉、铝合金锭以及铝板带箔产品毛利率<sup>2</sup>下滑。

图表 3. 公司 2014 年至 2016 年 1~3 月主营业务收入及毛利率构成情况

业务板块	2014 年		2015 年		2016 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 (%)
氧化铝粉	2.76	11.62	2.91	8.55	0.37	-0.57
铝合金锭	30.19	12.42	26.73	5.98	5.18	4.36
铝板带箔	70.72	17.98	72.83	16.73	16.49	16.73
铝型材	33.57	11.78	32.00	11.88	5.45	9.80
电、汽	0.34	39.26	0.22	48.86	0.06	55.72
天然气	1.00	6.27	1.14	7.78	0.25	21.17
合计	<b>138.58</b>	<b>15.11</b>	<b>135.83</b>	<b>13.28</b>	<b>27.80</b>	<b>12.96</b>

资料来源：南山铝业

该公司具有完整的铝产品加工生产线，截至 2016 年 3 月末，公司拥有氧化铝产能 140 万吨/年、电解铝产能 13.6 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。在型材生产方面，2015 年产量有所上升，但受新增产能及产品结构升级等因素影响，当年型材产能利用率略有下滑。在铝板带箔和铝合金锭生产方面，受产量规模扩大，产能稳定的影响，当年铝板带箔和铝合金锭的产能利用率同比均有所上升；2016 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持续上升。主要产品产能和产量情况如下表：

图表 4. 2014 年至 2016 年 1~3 月产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年 1~3 月
型材	产能 (万吨/年)	35.00	39.00	39.00	39.00
	产量 (万吨)	17.68	18.34	3.28	3.03
	产能利用率 (%)	50.51	47.02	33.66	31.08
铝板带箔	产能 (万吨/年)	123.00	123.00	123.00	123.00
	产量 (万吨)	93.94	105.00	26.67	24.71
	产能利用率 (%)	76.37	85.37	86.74	80.36

<sup>1</sup> 深加工产品价格随着原材料的价格即时变化，但因深加工具有一定的生产周期，在价格下滑的背景下，原材料的成本往往高于产成品的价格。

<sup>2</sup> 氧化铝粉、铝合金锭以及铝板带箔共计产品收入占比约为 74.96%。

产品名称	项目	2014年	2015年	2016年1-3月	2015年1-3月
铝合金锭 (电解铝)	产能(万吨/年)	13.60	13.60	13.60	13.60
	产量(万吨)	15.98	16.10	4.06	3.97
	产能利用率(%)	117.5	118.39	119.50	116.76

资料来源：南山铝业

受铝行业产能过剩，以及景气度下滑的影响，该公司产品将往高技术含量、高附加值的方向发展，截至2016年3月末，公司主要的在建工程包括年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线、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（已完工）、年产1.4万吨大型精密模锻件项目和年产4万吨高精度多用途铝箔生产线，累计投资已超原有预算，达126.06亿元，预计还需投资5.72亿元。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行项目借款和自有资金。但由于未来我国高速铁路、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 5. 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	拟投资额	截至2016年3月末已投资额	预计完工时间	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	63.93	2016年	募集资金
冷轧设备技术改造	8.50	7.82	2016年	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	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	17.61	2016年	自有资金
年产4万吨高精度多用途铝箔生产线	7.73	4.41	2016年	自有资金
合计	125.42	126.06	---	---

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，2015 年公司铝制品产销率为 99.87%。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 3.73%、7.85%、17.82%和 3.98%。

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。其中，在工业及建筑型材方面，公司主要的客户仍为中车青岛四方机车车辆股份有限公司、青岛中集冷藏箱制造有限公司、青岛万和装饰门窗工程有限公司、北京裕元顺达建材有限公司和临沂南山经贸有限公司。在铝板带箔的销售上，公司主要产品包括热轧卷、冷轧卷和铝箔；主要客户仍为中粮包装投资有限公司、太平洋制罐有限公司、山东龙口三元铝材有限公司和皇冠制罐有限公司。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 1~3 月内销收入占比分别约为 76.63%和 76.78%。

**图表 6. 公司产品销售情况 (单位: 万吨、%)**

产品	项目	2014 年	2015 年	2015 年 1~3 月	2016 年 1~3 月
型材	销量	17.01	18.72	3.13	3.33
	产销率	96.21	101.16	103.30	101.24
铝板带箔	销量	94.47	104.70	24.23	26.90
	产销率	100.56%	99.98	98.06	100.46
铝合金锭 (电解铝)	销量 <sup>3</sup>	84.02	83.28	20.45	20.94
	产销率	525.78	517.23	515.11	515.34

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，公司开始部分采购力拓 (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着力拓。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。2015 年公司铝土矿合计采购量为 386 万吨，采购均价同比下降。同时，跟踪期内，煤炭市场整体疲软，其价格基本呈现下滑态势，有利于公司降低能源

<sup>3</sup> 销量包含委托加工部分的产品，因此产销率很高。

成本。

**图表 7. 公司原材料采购情况**

采购原燃料	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年 1~3 月
进口铝土矿	采购量 (万吨)	486.00	386.00	79.00	79.00
煤炭	采购量 (万吨)	228.58	219.95	37.05	65.39
发电	指标	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2015 年 1~3 月
电力	装机容量 (万千瓦)	72	72	72	72
	发电量 (亿千瓦时)	37.39	29.76	7.36	8.90
	电力自给率 (%)	99.52	85.30	89.08	97.91

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，跟踪期内型材的产能增长较快，但因生产产品型号、规格等原因，产能暂时未得到完全释放，同时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。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）对该公司 2015 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。公司取得 2015 年高新技术企业资格认定，企业所得税从原来 25% 的税率优惠至 15% 的税率，会计事务所对 2014 年的递延所得税资产、盈余公积、未分配利润和所得税费用会计科目进行追溯调整。本评级报告内 2014 年数据采用自 2015 年审计报告中经追溯调整后的数据。

跟踪期内，受 60 亿元“南山转债”完成转股，同时发行 15 亿元公司债的综合影响，该公司 2015 年末负债总额减少至 92.74 亿元，较上年末减少 21.97%，同时负债率下降为 26.66%。2016 年第一季度末公司负债总额较上年末持续小幅下滑 2.13% 至 90.77 亿元，负债经营程度维持在较低水平。从债务期限结构来看，2015 年末，可转债转股完成后，公司非流动负债降至 29.77 亿元，公司长短期债务比降至 47.28%。截至 2016 年 3 月末，公司部分长期借款转入

一年内到期的非流动负债，造成长短期债务比持续下降至 44.18%，目前债务期限集中于短期。从债务构成上看，2015 年末公司负债主要由应付债券、银行借款等刚性债务和应付账款构成，合计占比 86.37%。年末公司刚性债务余额为 53.61 亿元，占负债总额的 57.81%，其中银行借款余额为 32.49 亿元，占刚性债务的 60.61%；应付债券余额为 14.91 亿元，占刚性债务的 27.82%。公司应付账款年末为 26.49 亿元，同比增长 30.17%，主要系公司应付工程及设备款增加所致。截至 2016 年 3 月末，公司负债总额为 90.77 亿元，其中流动负债和非流动负债分别为 62.96 亿元和 27.81 亿元，刚性债务为 53.37 亿元，较上年末均保持基本稳定。

2015 年末该公司资产总额为 347.89 亿元，同比增长 9.76%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 30.65%和 69.35%，公司资产结构以非流动资产为主。期末公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成。其中，货币资金余额较上年末增长 38%至 45.84 亿元（其他货币资金余额 13.14 亿元，为各类保证金），主要系公司发行 15 亿元公司债券所致；应收票据余额较上年末下降 10.85%至 10.10 亿元（含银行承兑票据 7.53 亿元），年末现金比率为 84.76%，公司现金类资产对债务覆盖情况较好。应收账款<sup>4</sup>年末余额为 7.10 亿元，同比增长 30.25%，主要系型材和铝板带箔的应收销售货款增加所致。存货年末余额为 36.10 亿元，与上年末基本持平，公司存货与铝价的相关度高，铝价近年来持续下滑，年末存货跌价准备金额为 0.05 亿元，存在一定的跌价风险；其他流动资产年末余额同比下滑 59.15%至 3.96 亿元，主要系公司使用闲置募集资金购买的银行理财产品余额下降 74.75%所致。

2015 年末该公司非流动资产余额为 241.26 亿元，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。其中，年末固定资产余额为 125.91 亿元，同比增长 6.19%，主要系部分在建工程的机器设备转入固定资产所致。公司持续对深加工产品的生产线投入，年末在建工程余额较上年末增长 21.78%至 94.53 亿元，余额较大的项目包括年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目（已完工）、年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目和年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目。年末无形资产为 14.78 亿元，与上年末基本持平，

<sup>4</sup> 其中 1.79 亿元应收账款因保理融资处于出让债权的受限状态。

主要为土地使用权。此外，公司长期股权投资对象为南山集团财务有限公司，年末余额<sup>5</sup>同比增 8.09% 至 2.60 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司资产状况较上年末基本保持稳定。总体来看，公司资产流动性处于较好水平，2015 年末公司流动比率和速动比率分别为 169.33% 和 108.39%，2016 年 3 月末，上述比率分别为 164.29% 和 101.53%。

受铝制品价格下滑的影响，2015 年该公司营业毛利为 17.68 亿元，同比下滑 14.84%。当年公司管理效率提升，经费开支下降，管理费用同比下降 9.16% 至 4.88 亿元；销售人员职工薪酬同比上升，使当年销售费用同比增长 1.62% 至 3.25 亿元；虽然当年债务负担减轻，但由于公司承担较大的美元净负债，美元升值导致汇兑损失增至 0.4 亿元，使财务费用同比增长 28.97% 至 1.03 亿元。公司期间费用为 9.16 亿元，同比下降 2.24%，费用率为 6.70%，基本保持稳定，总体费用控制情况尚好。公司对南山集团财务公司的长期股权投资所形成的投资收益较上年基本保持稳定。受营业毛利下滑的影响，公司营业利润同比减少 29.24% 至 8.09 亿元。主要由政府补助和递延收益摊销构成的营业外收入对公司的盈利形成一定的补充，但补充程度有限。2015 年公司净利润同比下降 31.39% 至 6.71 亿元。2016 年第一季度，公司营业毛利同比持续下滑至 3.71 亿元，净利润为 0.96 亿元，同比下滑 17.45%。

**图表 8. 公司 2014 年以来利润主要构成情况 (单位: 亿元)**

项目	2014 年	2015 年	2015 年 1-3 月	2016 年 1-3 月
营业毛利	20.76	17.68	3.81	3.71
公允价值变动收益	-0.02	0.01	0.02	0.04
投资收益	0.44	0.13	0.10	0.12
营业外净收入	0.23	0.30	0.05	0.08

注：根据南山铝业提供数据整理绘制

在现金流方面，2015 年该公司营业收入现金率为 113.25%，公司主业获现能力较强；当年经营性现金净流量为 8.94 亿元，与负债总额的比率为 8.45%，净流量较上年减少 38.57%，。主要系公司营业规模下降，营业利润减少所致。在投资方面，2015 年公司生产线建设、技改等资本性支出仍较多，但随着项目投入的逐步完

<sup>5</sup> 使用权益法进行会计核算。

成，2015 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少 71.40% 至 1.71 亿元。同时公司将部分闲置资金用于购买银行理财产品的金额同比减少，致使当年投资性现金流量净额为 -9.53 亿元，净流出规模较上年明显收窄。受公司于 2015 年 9 月发行了 15 亿元的公司债的影响，当年公司筹资性现金净流量为 10.90 亿元。2016 年第一季度，经营现金流净流量为 0.25 亿元，投资性现金流净流量为 -6.43 亿元，筹资性现金净流量为 -1.60 亿元。

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 2016 年 3 月，公司合并口径各银行的总授信额度为 83.86 亿元，已经使用的授信额度为 44.13 亿元。

综上所述，跟踪期内该公司因债转股等因素，债务规模下降，负债经营程度处于较低水平。受铝行业景气度下行的影响，产品价格下滑，2015 年公司营业收入和净利润均同比下滑。但得益于完整的产业链及能源成本的降低，公司仍处于盈利状态。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，型材方面产能完成扩张，但产能尚未完全释放。公司新增产能投资规模较大，且均规划于 2016 年内完工，未来产能利用情况将是影响其长期信用质量的关键因素。同时，由于原材料库存较大，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。

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项目的进度和项目建成后的经营效益。

附录一：

## 南山铝业主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
资产总额	294.34	316.97	347.89	346.88
货币资金	41.43	33.22	45.84	42.22
刚性债务	78.26	87.44	53.62	53.39
所有者权益合计	189.30	198.12	255.15	256.11
营业收入	145.25	140.56	136.70	28.05
净利润	9.06	9.78	6.71	0.96
EBITDA	21.35	22.33	18.99	—
经营性现金净流入量	14.10	14.55	8.94	0.25
投资性现金净流入量	-19.70	-33.99	-9.54	-6.43
资产负债率[%]	35.69	37.50	26.66	26.17
长期资本固定化比率[%]	67.14	84.54	84.68	85.74
权益资本与刚性债务比率[%]	241.89	226.58	475.84	479.69
流动比率[%]	271.10	169.23	169.33	164.29
速动比率[%]	193.35	105.93	108.39	101.53
现金比率[%]	111.38	74.61	84.76	67.14
利息保障倍数[倍]	4.12	4.68	7.47	—
有形净值债务率[%]	60.47	64.96	38.62	37.64
营运资金与非流动负债比率[%]	140.83	65.66	146.65	145.53
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	26.64	28.53	21.78	—
存货周转速度[次]	3.77	3.41	3.31	—
固定资产周转速度[次]	1.25	1.20	1.12	—
总资产周转速度[次]	0.51	0.46	0.41	—
毛利率[%]	15.09	14.77	12.93	13.22
营业利润率[%]	7.87	8.13	5.92	4.43
总资产报酬率[%]	4.43	4.22	2.82	—
净资产收益率[%]	4.87	5.05	2.96	—
营业收入现金率[%]	115.36	111.07	113.25	104.92
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	14.01	13.00	8.45	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-5.56	-17.37	-0.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.93	8.10	15.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.27	0.27	—

注：表中数据根据南山铝业经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。2014 年数据采用 2015 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%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×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+期末交易性金融资产余额+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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]
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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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+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

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。