

山东南山铝业股份有限公司
及其发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 与 17 南铝债

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100182】

评级对象: 山东南山铝业股份有限公司及其发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 与 17 南铝债

	15 南铝 01	15 南铝 02	17 南铝债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 14 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 14 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 14 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 8 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 8 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 8 月 4 日	AA+/稳定/AA+/2015 年 8 月 4 日	AA+/稳定/AAA/2017 年 8 月 11 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	27.51	37.61	41.57	47.74
刚性债务	32.33	52.77	63.61	64.44
所有者权益	284.35	295.07	343.90	346.16
经营性现金净流入量	15.38	10.63	13.36	5.47
合并口径数据及指标:				
总资产	426.85	460.41	522.99	539.79
总负债	91.62	113.81	120.42	134.39
刚性债务	46.32	69.38	76.95	93.01
所有者权益	335.24	346.60	402.58	405.40
营业收入	132.28	170.68	202.22	49.10
净利润	13.44	17.20	15.23	2.76
经营性现金净流入量	18.92	18.10	21.84	2.81
EBITDA	35.38	44.07	41.94	—
资产负债率[%]	21.46	24.72	23.02	24.90
权益资本与刚性债务 比率[%]	723.73	499.56	523.16	435.89
流动比率[%]	167.21	200.82	238.33	221.03
现金比率[%]	78.91	87.45	86.35	87.48
利息保障倍数[倍]	10.77	12.21	6.65	—
净资产收益率[%]	4.08	5.05	4.06	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	28.68	25.53	26.17	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.27	-0.18	-30.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.35	21.87	12.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.69	0.76	0.57	—

注: 根据南山铝业经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算; 其中 2016 年财务数据来自公司 2014-2016 年的三年连审审计报告。

分析师

朱侃 zk@shxsj.com
王科柯 wkk@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对山东南山铝业股份有限公司(简称南山铝业、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 与 17 南铝债的跟踪评级反映了 2018 年以来南山铝业在全产业链布局及规模、财务结构、经营创现能力和偿债保障等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、国家贸易摩擦、原材料价格波动、产能释放及供应商集中度等方面继续面临压力。

主要优势:

- **全产业链布局及规模优势。**南山铝业产业链较完整,已形成热电-氧化铝-电解铝-熔铸-(铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压)的短距离全产业链布局,具备较强的铝深加工产品规模优势,综合竞争力在行业内排名居前。跟踪期内,随着新增产能逐步投产和释放,公司铝加工产业链进一步完善,经营规模进一步扩大。
- **资本实力增强和财务结构保持稳健。**跟踪期内,受益于完成配股发行和经营利润的继续积累,南山铝业权益资本实力得到进一步显著提升,负债经营程度仍处于很低的水平,财务结构保持稳健,仍具备较强的财务弹性。
- **经营创现能力强及现金类资产充裕。**跟踪期内,南山铝业经营活动现金净流入规模仍较大且进一步增加,同时作为上市公司,公司融资渠道多元化且畅通,目前仍有充裕的现金类资产,可对公司的债务偿付提供良好的保障。
- **17 南铝债由南山集团提供担保。**南山铝业母公司南山集团综合实力较强,为公司的 17 南铝债提供无条件的不可撤销的连带责任担保,可对 17 南铝债起到有效的增信作用。

主要风险:

- **行业竞争加剧和铝价下跌风险。**目前我国铝工

业市场集中度仍较低，在宏观经济下行、下游需求低迷、行业整体仍为产能过剩背景下，未来随着新建产能的逐步释放和产能置换的逐步推进，行业面临竞争加剧和铝价下跌风险。

- 国际贸易摩擦和汇率波动风险。跟踪期内，南山铝业外销业务比例仍较高且进一步提升，公司继续面临一定的汇率波动风险；美国陆续对中国出口美国的铝产品发起“双反”和增加关税措施，使得公司对美出口量显著减少，后续仍需持续关注不断升级的国际贸易摩擦对公司产品出口的影响以及公司所采取的应对措施的实际效果。
- 原材料价格波动风险。南山铝业产品的原材料成本和能源成本占比较高，同时公司目前仍有较大规模的原材料存货规模，面临一定的原材料价格波动风险。
- 产能释放压力。近年来南山铝业大规模高端铝深加工产能项目陆续投产，但跟踪期内部分项目产能利用率仍较低，产品结构尚在优化过程中，存在一定的产能释放压力。需关注公司新增产能项目尤其是年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线和年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目后续产能释放、预期效益实现以及产品结构优化情况。
- 铝土矿供应商集中度高。我国铝土矿对外依存度高，国内企业议价能力较弱，跟踪期内南山铝业仍存在铝土矿单一供应商依赖过高的风险，国外铝土矿出口政策变化可能对公司铝土矿供应和经营稳定性产生较大影响。

评级关注

- 高管人事变动较多。2019 年以来，南山铝业陆续发生较多高管人事变动，需关注对公司后续生产经营管理的影响。

➤ 未来展望

通过对南山铝业及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



山东南山铝业股份有限公司

及其发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 与 17 南铝债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照山东南山铝业股份有限公司发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 和 17 南铝债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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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，进行了定期跟踪评级。

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“15 南铝 01”发行规模为 5 亿元，期限为 5 年，发行利率为 4.97%；品种二“15 南铝 02”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%；2018 年 9 月 25 日，根据条款，公司将 15 南铝 02 的票面利率上调为 5.00%，投资者共回售 6.75 亿元，剩余债券本金余额为 3.25 亿元。2017 年 8 月 29 日，公司用剩下的发行额度发行了 15 亿元公司债券“17 南铝债”，期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权及投资者回售选择权，发行利率为 5.37%，由控股股东南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）为 17 南铝债提供不可撤销连带责任担保。上述公司债募集资金主要用于补充公司营运资金；截至本评级报告日已全部用于补充公司营运资金。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行待偿还债券情况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	起息日	兑付日	债券余额	调整后利率
15 南铝 01	5.00	5 年	4.97	2015.9.25	2020.9.25	5.00	4.97
15 南铝 02	10.00	3+2 年	4.40	2015.9.25	2020.9.25	3.25	5.00
17 南铝债	15.00	3+2 年	5.37	2017.8.29	2022.8.29	15.00	5.37
合计	30.00	-	-	-	-	23.25	-

资料来源：南山铝业

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司主业为有色金属业务，属于周期性行业，与宏观经济运行状况存在较强的关联度，受宏观经济的影响较大。

(2) 行业因素

我国仍是目前世界第一大电解铝生产国和消费国，但整体竞争力不强，产业集中度不高。跟踪期内，国家继续推动行业供给侧改革，但受宏观经济下行、

下游需求低迷等影响，铝加工行业需求和产量出现下滑，铝价震荡下行，加之原材料价格高位运行，行业内企业经营效益显著下滑并出现较大面积亏损。

2019 年以来，行业内亏损企业主动减产现象明显，铝价有所回升；但未来在宏观经济下行压力和贸易摩擦等背景下，行业下游需求仍不容乐观，将持续面临产业产能过剩、铝价下跌和成本控制压力。行业内拥有相对完整产业链的企业在铝价波动和行业竞争中的优势较为明显。从中长期来看，因铝及铝合金的良好特性，随着应用领域的不断增加，未来应用前景仍十分广阔。

A. 行业概况

在全球最重要的六种金属中，铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，在国民经济中占据非常重要的地位；并且，中国是目前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力量，世界铝业协会发布的统计数据显示，2018 年全球原铝产量达到 5501 万吨，同比增长 1.9%，其中中国产量 3143 万吨，同比增长 3.9%，占比达到 57.14%，超过全球其他地区所有年产量的总和。

电解铝产业链主要由铝土矿开采—氧化铝生产—电解铝生产—铝材加工四个环节组成。上游矿业公司开采铝土矿，并由氧化铝企业将其制成氧化铝，再由电解铝企业将其制成铝锭，并被下游铝加工企业制成各类加工品。铝具有良好的导电性、导热能力，重量轻和耐腐蚀是铝的两大突出特点；而铝合金更具有高强度、塑性好、高韧性、易焊接等特点；同时，铝可回收循环利用。在应用领域方面，因铝及铝合金的良好特性，随着全球技术的发展，铝及铝合金已可以在部分领域取代木材、钢铁、塑料等多种材料，广泛应用于建筑、房地产、电力、交通运输、机械设备、汽车制造、包装等多个领域，并且近年来应用领域还在不断增加，未来应用前景仍十分广阔。尤其是在汽车、航空等交通领域，轻量化趋势日益明显，未来有望持续拉动用铝需求增长。在汽车用铝方面，国内合资汽车公司，如上海通用别克君威、君越的引擎盖和一汽大众奥迪汽车引擎盖、车门、行李箱已于 2012 年开始使用铝板，国内自主汽车公司如长城、吉利、奇瑞、长安等也已计划近年开始采用铝板制造覆盖件，特别是 2015 年以来大规模上市的新能源汽车，受制于续航里程提升，对车身及电池的轻量化提出更高要求，几乎所有新能源汽车均有计划采用铝合金实现轻量化，以奥迪、捷豹、F-150 卡车、TESLA-S 新能源汽车为代表的车身全铝化正推动铝合金板材在结构件上的应用，将进一步推动铝合金板材在汽车上的应用；此外，国务院办公厅发布于 2016 年 6 月发布的《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》也提出“着力发展乘用车铝合金板”。在航空用铝方面，目前世界主要民机铝材用量均在 70%以上；过去 15 年以来，随着航空出行在世界各地的逐渐普及，民航飞机的需求也呈现不断增长趋势，2018 年世界两大飞机制造商波音和空客合计产量 1606 架，同比增长 8.44%，且截至 2018 年末仍有 13528 架的总储备订单余额；此外，据公开数据显示，截至 2018 年 6 月末，国产 C919 累计拥有 29

家客户共计 1015 架订单，客户以国内航空公司和银行系租赁公司为主，有 3 家国际客户，共涉及订单 34 架；中国自主研发喷气式支线客机 ARJ21-700 目前用户达 24 家，订单总数累计达 528 架，并且已向成都航空交付了 9 架；同时，2018 年以来，波音 737Max 陆续发生狮航与埃航两起坠机事件，全球陆续停飞了波音 737Max 这一机型，另外还有多家航空公司取消了该机型的订单，或将有助于国产飞机订单需求的进一步提升。未来全球尤其是国内的航空用铝需求仍有望不断提升。

从消费结构看，目前国内铝需求量最大的行业包括建筑、电子电力和交通运输，据安泰科统计，2017 年铝消费中上述三大领域占比分别为 32.1%、15.2% 和 12.4%；铝材出口、耐用消费品和包装容器占比分别约为 11.0%、11.3% 和 8.3%，近年来变化不大。

受宏观经济增速继续放缓、房地产竣工及汽车销量下降等导致下游消费需求低迷影响，2018 年我国国内铝材需求量为 4692.4 万吨，同比下滑 13.88%；而当年出口量为 523 万吨，同比增长 23.61%，增速同比提升 19.48 个百分点，主要受益于因美国对俄罗斯铝生产商俄铝¹的制裁刺激了对中国铝的需求。电解铝需求方面，根据 ALD 数据显示，2018 年我国电解铝消费量为 3672 万吨，同比增长 3.6%，增速同比下滑 5.3 个百分点。

图表 2. 2014 年以来铝行业下游需求变化情况（单位：万吨）

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
产量	4845.8	5236.1	5796.1	5832.4	5175.7
需求量	4529.8	4864.7	5428.8	5448.9	4692.4
进口量	49.8	47.1	39.0	39.6	39.7
出口量	365.8	418.5	406.3	423.1	523.0

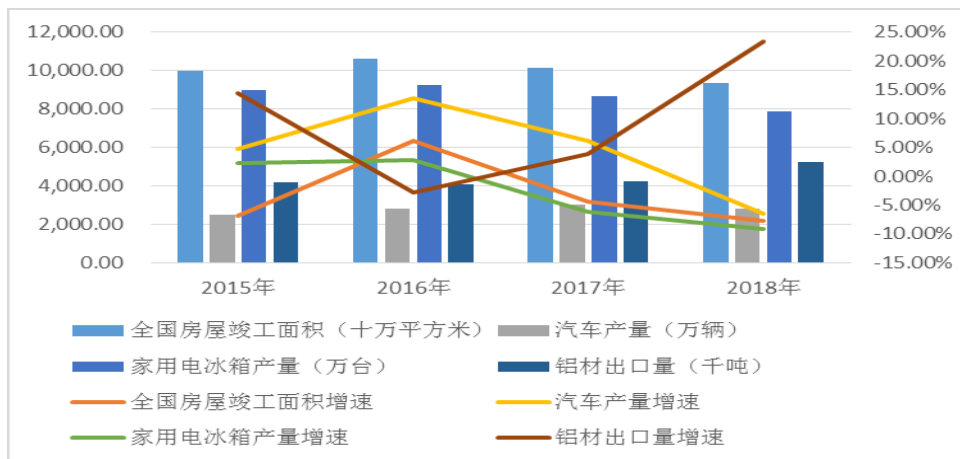
资料来源：国家统计局、中国海关等

下游房地产消费领域，随着房地产调控步入“限购、限贷、限价、限售、限商”的“五限时代”，房地产及建筑行业增速未来仍不容乐观；汽车消费领域，随着汽车购置税优惠到期结束，加之宏观经济下行压力、中美贸易摩擦等导致的国内居民消费能力和意愿下降，以及汽车保有量基数较高（2018 年末全国私人汽车保有量为 18695 万辆，较上年末增长 12.9%）等影响，2018 年全年国内乘用车完成销量 2367.15 万辆，同比下滑 4.23%，系近 28 年来首次负增长，且短期内仍不容乐观，2019 年 1-4 月国内乘用车销量 683.49 万辆，同比继续下滑 14.72%；家电消费领域，受宏观经济影响和房地产市场低迷等影响，家用电冰箱等的国内市场低迷已经常态化，2016 年之后，中国家用电冰箱产量开始下滑，2018 年中国家用电冰箱产量为 7876.67 万台，同比继续下降 9.15%。而铝材出口方面，2019 年 1 月 28 日，美国财政部当地时间周日宣布，解除对俄铝的制裁；同时，作为我国第一大铝材出口目的地的美国，2017 年以来不断进行铝产品的“双反”调查：铝箔方面，2017 年 8 月和 10 月，美国商务部先后公布对进口中国铝箔（厚度小于 0.2mm）做出反补贴和反倾销初裁，

¹俄铝是全球第二大铝生产商，占全球铝供应量的 6%。

合计临时征收的“双反”税率范围在 113.37%-243.21%，并于 2018 年 2 月作出终裁，对进口中国铝箔征 48.64%-106.09%的畸高反倾销税率和 17.16%-80.97%的高额反补贴税率；铝板方面，2017 年 11 月，美国对进口自中国的铝合金板带材发起了“双反”调查，涉及产品为厚度在 0.2mm 至 6.3mm 之间的 1、3、5 系铝合金（罐料除外），2018 年 12 月 10 日，美国商务部最终裁定从中国进口的通用铝合金板产品损害了美国生产商的利益，对中国通用铝合金板征收 96.3%-176.2%的反倾销和反补贴税。此外，2018 年 3 月，美国总统特朗普签署了关税决定，对所有进口铝产品征收 10%的关税；并且，自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高到 25%。据大有期货援引海关总署数据，2017 年，中国铝型材、铝板带片、铝箔及铝管出口至美国的量为 67.2 万吨，占总出口量的 16%；其中，出口美国的铝箔量为 14.85 万吨，占铝箔出口量的 12.79%。未来欧盟、印度等方面也存在跟随美国启动双反的可能。此外，世界银行预测，2019 年全球经济增速将放慢至 2.6%，较 2018 年下滑 0.6 个百分点。受此影响，未来短期中国铝材出口或也将承压。

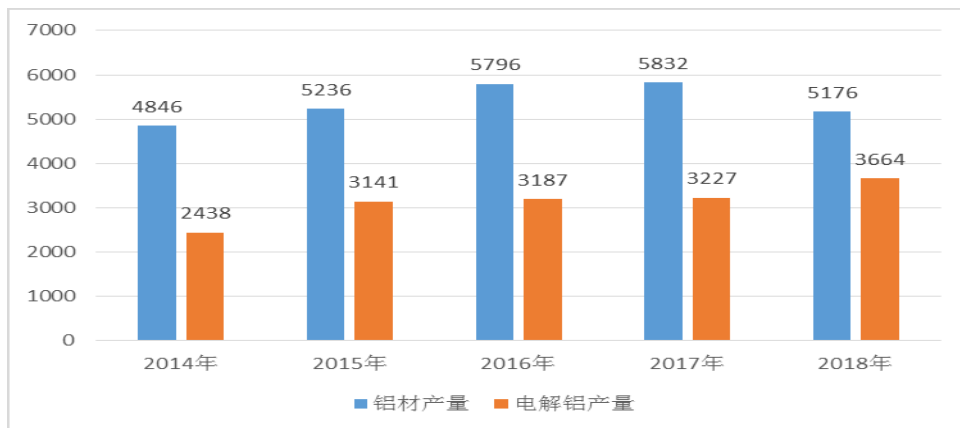
图表 3. 2015 年以来铝行业下游需求变化情况



资料来源: wind

供给方面，2018 年国家继续推进供给侧改革，无序产能扩张已被严格禁止，行业产能的增量只有产能置换和合规产能指标，截至 2018 年末中国电解铝总产能和在产产能分别为 3986.3 万吨和 3642.5 万吨，分别较上年末减少 370.5 万吨和增加 43.3 万吨，使得我国电解铝产能和产量得到了有效控制。2018 年我国电解铝产量和铝材产量分别为 3663.7 万吨和 5175.7 万吨，分别同比下滑 0.31%和 11.26%。预计未来国家仍将严控新增产能，抑制产能过剩，推动铝行业从高产量向高质量发展。

图表 4. 2014 年以来我国铝材和电解铝产量情况（单位：万吨）



资料来源：中国产业信息网

受宏观经济下行以及下游消费需求低迷等影响，跟踪期内国内电解铝价格整体呈现震荡下行走势，2018 年国内电解铝现货均价 14262 元/吨，同比下跌 1.8%；而受环保整顿等影响，铝土矿价格和煤炭价格维持高位运行，企业节能减排成本提升等影响，电解铝综合生产成本同比大幅提升，2018 年国内电解铝行业加权平均成本为 14422.80 元/吨，平均亏损 160.8 元/吨，当年国内亏损产能达 1847.3 万吨，占比 50.50%，按亏损企业个数计，亏损占比 78.67%。2018 年，铝行业实现利润 372 亿元，同比下降 40%。其中，铝矿采选实现利润 7 亿元，同比增长 19.6%；铝冶炼、铝加工行业实现利润 112 亿元、254 亿元，同比分别下降 54.6%、31.4%。2019 年以来，因成本上升、行业大面积产能亏损，行业内主动去产能现象明显，铝价有所回升；未来短期内，在国内电解铝需求增长乏力、对美贸易出口受“双反”和关税壁垒影响，加之供给端产能产量逐步回升的背景下，铝行业面临供给过剩局面，铝价仍可能面临较大的下行压力，但受供给政策限制和成本压力，下跌空间或较为有限。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 5. 近年来全国原铝价格走势（单位：元/吨）

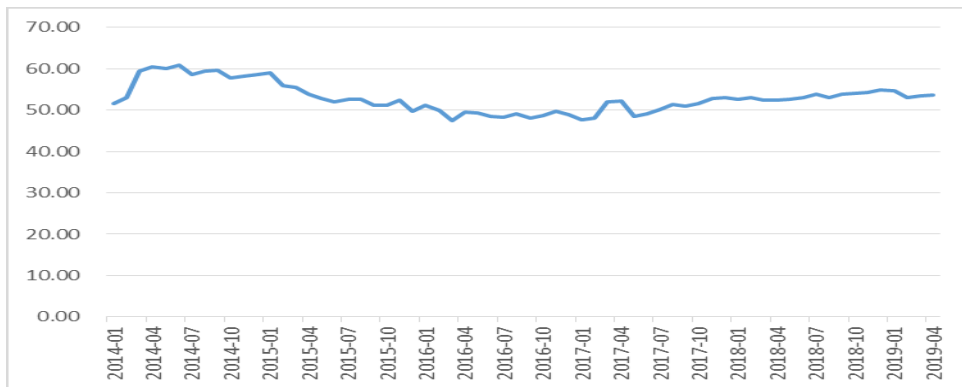


资料来源：wind

原材料成本方面，包括该公司在内的电解铝企业的原材料主要为铝土矿和煤炭。

根据美国地质调查局数据，全球铝土矿储备量约 283 亿吨，而我国铝土矿储量仅占全球储量的 3%左右，且以中低品位矿石为主，氧化铝企业生产所需的铝土矿超过 60%来自进口。该公司铝土矿也主要依赖进口。2018 年我国铝土矿进口量为 8262.37 万吨，同比继续增长 20.52%；其中 2016 年 1 月 15 日，马来西亚实施禁令，禁止所有的铝土矿开采活动并冻结新的出口许可，受此影响，2018 年中国自原第一大进口国马来西亚进口铝土矿同比继续大幅减少 88.39%至 55.47 万吨，占全部进口的比重仅为 0.67%；而自澳大利亚进口铝土矿同比继续增长 16.83%至 2976.51 万吨，占全年进口总量的 36.99%，仍是我国第二大铝土矿进口国；同时，自几内亚进口铝土矿的数量同比继续增长 38.25%至 3819.19 万吨，占全年进口总量的 47.47%，仍为我国第一大铝土矿进口国。铝土矿价格方面，2017 年以来受高铝价影响，铝土矿进口单价整体呈现缓慢震荡上行态势，从年初的 48 美元/吨附近上升至年末的 53 美元/吨附近，价格增长 11-12%；2018 年以来，铝土矿价格维持在高位运行，维持在 53 元美元/吨附近的高位运行。

图表 6. 近年来进口铝土矿价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：wind

铝行业属于高耗能行业，能源成本占氧化铝生产成本的 30%以上，占电解铝生产成本的 40%~60%左右，电力的消耗和电价的差异是影响电解铝行业成本控制和盈利能力的关键性因素。较高的用电成本挤压了国内电解铝冶炼企业盈利空间，但也使得像南山铝业这样拥有自备电厂的铝加工企业竞争优势更为突出。2018 年原计划退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，实际完成 2.7 亿吨；受益于供给侧改革和去产能的大力推进，跟踪期内环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数一直在 570 元/吨附近高位运行。自 2016 年以来，煤炭行业累计退出落后产能 8.1 亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标，国家发改委、工信部和能源局近日下发的《2019 年煤炭化解过剩产能工作要点》提出，将开展巩固化解煤炭过剩产能成果专项督查抽查，加快出清违规产能，统筹去产能和保供应，鼓励大型煤炭企业兼并重组中小型企业。2019 年开始，在去产能力度预计将大幅减弱，宏观经济下行压力下的下游需求或将继续低迷的背景

下，煤炭价格或将有所下降。

图表 7. 近年来我国环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数变化（元/吨）



资料来源：wind

B. 政策环境

近几年来，多部门颁布相关政策对铝及电解铝行业进行供给侧改革和产能去化，同时优化行业产能结构和技术水平，引导行业良性发展。从产能方面来看，2017 年发改委等四部门发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》，656 号文件促使我国电解铝行业走上有序规范的发展之路、2018 年工信部发布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，通知指出将对相关电解铝建设项目进行产能转换，预计 2019 年不会出现新增产能置换指标。从环保方面来看，2018 年《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《中华人民共和国土壤污染防治法》等将会对行业产生巨大影响，届时电解铝企业将在优化成本要素和改善技术水平方面做出必要的提升。

图表 8. 2017 年以来我国铝行业供给侧改革主要相关政策情况

时间	发布部门	发布文件	主要内容
2017 年初	环保部	无	环保部从全国抽调 5600 名环境执法人员，将对京津冀及周边传输通道“2+26”城市开展为期一年的大气污染防治强化督查：相关地方各级政府及有关部门落实大气污染防治任务情况，固定污染源环保设施运行及达标排放情况，“高架源”自动监测设施安装、联网及运行情况，“散乱污”企业排查、取缔情况，错峰生产企业停产、限产措施执行情况，涉挥发性有机污染物企业治理设施安装运行情况等。
2017.3	环保部	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案的通知》	2017 年对“2+26”城市实施冬季清洁取暖重点工程
2017.4	国家发改委、工信部、国土资源部和环保部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》	用 6 个月时间，通过企业自查、地方核查、专项抽查、督促整改 4 个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作
2017.7	山东发改委	《山东省 2017 年煤炭消费减量替代工作行动方案》	魏桥创业集团违规建成电解铝项目 5 个，违规产能 268 万吨；信发集团违规产能 53 万吨。对以上违规电解铝项目，由滨州、聊城市人民政府负责于 7 月底前关停，同时分别停运相应规模煤电机组（不含已纳入 2017 年及以前年度淘汰关停机组）。
2017.11	工信部、环保部	《“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产》	有色化工行业采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产电解槽的数量计；氧化铝企业限产 30%，以生产线计
2018.1	工信部	《关于电解铝企业	置换产能指标必须在 2018 年底前完成置换，预期无效。

时间	发布部门	发布文件	主要内容
2018.9		通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》	
	生态环境部	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市设计电解铝运行产能约 1240 万吨/年,压产 30%相当于压产 372 万吨;氧化铝运行产能约 2510 万吨/年,压产 30%相当于压产 753 万吨。

资料来源：根据公开资料整理

另外，在电解铝企业的自备电厂方面，2017 年 5 月，国家发改委、能源局下发《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、广西和甘肃六省对自备电厂的基本情况进行督查，并在 7 月 25 日的政策宣讲会上表示将全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加。未来需关注上述政策实施情况及对该公司用电成本和经营业绩的实际影响。

C. 竞争格局/态势

我国铝业整体竞争能力不强，高端铝加工产品仍需要大量依赖进口，产业集中度亦不高，且近年来一直处于产能过剩状态，竞争较为激烈。

在铝行业下游深加工领域，企业数量较多，竞争亦较为激烈，据不完全统计，截至 2014 年末我国具有一定规模的生产加工铝材企业近 800 家；但目前规模大、实力强和有影响力的上市铝加工企业主要有 20 多家，而其中铝加工产品年产量超过 40 万吨的企业主要有中国铝业集团有限公司（简称“中铝集团”）、该公司、中国忠旺控股有限公司（简称“中国忠旺”）、河南明泰铝业股份有限公司（简称“明泰铝业”）、云南铝业股份有限公司（简称“云铝股份”）、江苏鼎胜新能源材料股份有限公司（简称“鼎胜新材”）、中国宏桥集团有限公司（简称“中国宏桥”）、河南中孚实业股份有限公司（简称“中孚实业”）和兴发铝业控股有限公司（简称“兴发铝业”）等，公司 2018 年下游深加工铝材产量约 94 万吨，位居国内铝深加工行业前列，行业地位较高。

图表 9. 2018 年国内主要铝深加工企业铝材产量（单位：万吨）

国内主要铝深加工企业	产量
中铝集团	178.46
南山铝业	约 94 ²
中国忠旺（销量）	91.72
明泰铝业	76.30
云铝股份（产能）	约 80
鼎胜新材	56.92
中孚实业	46.95
中国宏桥（销量）	49.30
兴发铝业	51.56

资料来源：根据上市公司公开资料整理

² 不包括合金锭和继续转入下一环节生产的热轧卷产品，但包括将直接对外出售的热轧卷产品。

D. 风险关注

行业主要风险：①需求下滑和行业产能过剩及铝价下跌风险；②成本控制压力；③原材料依赖进口；④海外贸易摩擦风险。

2. 业务运营

跟踪期内，受益于新增产能的逐步投产和产能释放，以及海外需求增长，该公司收入规模保持增长，但受铝价下跌、原材料价格高位运行以及海外贸易摩擦影响，毛利率显著下滑，加之期间费用负担上升，净利润规模有明显减少。跟踪期内，公司在铝加工产业链优势支撑下总体盈利能力和水平仍保持在良好水平。公司目前部分投产项目产能利用率仍较低，需关注后续产能释放和效益实现情况，以及印尼氧化铝项目建设进展。

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。同时公司已形成从热电—氧化铝—电解铝—熔铸—（铝型材/热轧—冷轧—箔轧/锻压）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。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
铝深加工产品	国内、北美、欧洲、日本和东南亚等	纵向一体化	规模、成本、技术

资料来源：南山铝业

跟踪期内，受益于新增产能逐步投产和产能释放以及海外需求增长等，2018 年及 2019 年一季度该公司实现主营业务收入分别为 197.40 亿元和 47.30 亿元，同比分别增长 18.82%和 7.74%。毛利率方面，公司深加工产品定价模式为“铝价+加工费”，跟踪期内铝价震荡下行，但上游铝土矿和煤炭价格维持高位运行影响，2018 年及 2019 年一季度公司的铝板带箔毛利率分别较 2017 年下滑 6.67 个百分点和 7.82 个百分点，铝型材毛利率分别较 2017 年下滑 3.41 个百分点和 4.43 个百分点，铝合金锭毛利率分别较 2017 年下滑 8.35 个百分点和 6.75 个百分点，由此导致同期主营业务毛利率分别为 17.13%和 16.49%，较 2017 年分别下滑 5.61 个百分点和 6.25 个百分点。但受益于跟踪期内氧化铝粉市场供给短缺，均价同比有所上升，同期实现营业收入分别为 5.37 亿元和 1.73 亿元，分别同比增长 29.46%和 63.78%，毛利率分别为 31.47%和 30.85%，较 2017 年分别上升 6.17 个百分点和 5.55 个百分点。

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，2018 年实现营业收入 134.36 亿元，占当年主营业务收入的比重为 68.06%，同比增长 18.93%，主要受益于跟踪期内公司加大

市场开发力度和下游海外终端产品需求增加，2018 年公司铝板带箔终端产品销量较上年增长 8.04%，加之销售均价同比上涨 2.22%所致；其余收入仍主要来自铝型材、铝合金锭等，其中铝型材 2018 年实现营业收入 40.68 亿元，占当年主营业务收入的比重为 20.61%，同比增长 20.32%，主要受益于铝型材下游海外需求增长和销售均价上升所致，其中销量同比增长 12.77%，销售均价同比上升 6.44%。

该公司的其他业务主要为自建的小型碳素厂对外出售部分碳素等电解铝的原辅材料，2018 年及 2019 年一季度分别实现营业收入 4.82 亿元和 1.80 亿元，同比变化不大，毛利率分别为 27.76%和 21.54%；因业务规模较小，对公司整体收入和利润贡献较为有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司主营业务收入及毛利率变化情况（亿元，%）

营业收入	2016 年	2017 年	2018 年
氧化铝粉	2.61	4.15	5.37
铝合金锭	16.83	12.24	13.53
铝板带箔	79.76	112.97	134.36
铝型材	30.48	33.81	40.68
电、汽	1.17	2.14	2.25
天然气	0.32	0.41	0.36
其他	-	0.41	0.85
合计	131.17	166.13	197.40
毛利率	2016 年	2017 年	2018 年
氧化铝粉	6.45	25.30	31.47
铝合金锭	16.25	16.08	7.73
铝板带箔	26.01	24.80	18.13
铝型材	18.88	17.52	14.11
电、汽	35.72	26.89	32.92
天然气	18.86	29.16	16.20
其他	-	29.54	20.29
综合	22.78	22.74	17.13

资料来源：南山铝业

A. 生产

该公司具有短距离完整的铝产品加工生产线，截至 2019 年 3 月末，公司拥有氧化铝产能 140 万吨/年（另有印尼在建产能 100 万吨/年）、电解铝产能 81.6 万吨/年、铝型材产能 32 万吨/年、热轧卷产能 80 万吨/年、冷轧卷产能 70 万吨/年和高精度铝箔产能 7 万吨/年（另有在建产能 2.1 万吨/年）；此外，还有年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目产能仍在缓慢释放中。完整的产业链布局对于公司整合供应链，降低铝产业链上游产品价格波动对下游产品的影响，保证生产原料供应量及产品质量等具有重要意义，有利于公司生产经营的顺利开展。同时，公司的生产基地集中于方圆 45 平方公里范围内，紧临国家最大的地方港口龙口港，有利于公司控制物流成本，提高经营效益。

在型材生产方面，受宏观经济影响，铝型材下游需求较为低迷，该公司调整产品结构，产能向高附加值产品转移，产量和产能利用率仍处于较低水平，但产量在逐年上升。在铝板带箔方面，跟踪期内铝板带箔产能维持在 157 万吨/年³，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进一步上升，目前基本处于满负荷运作状态。主要产品产能和产量情况如下表：

图表 12. 2016 年以来公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
型材	产能 (万吨/年)	39.00	39.00	32.00 ⁴
	产量 (万吨)	17.89	18.24	20.57
	产能利用率 (%)	45.87	46.77	64.28
铝板带箔	产能 (万吨/年)	143.00	157.00	157.00
	产量 (万吨)	128.81	146.18	156.80
	产能利用率 (%)	90.08	93.11	96.79
铝合金锭 (电解铝)	产能 (万吨/年)	81.60	81.60	81.60
	产量 (万吨)	83.31	83.29	83.28
	产能利用率 (%)	102.09	102.08	102.06

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

B. 重要项目（包括在建）

近年来，受宏观经济增速持续放缓，铝行业整体产能过剩等影响，公司产品逐渐往高技术含量、高附加值的方向发展，截至 2019 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 1.4 万吨大型精密模锻件项目（设备调试、工艺优化中）、年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目（已完工，产品结构优化过程中）、年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线（已完工，仍处于产能释放和产品结构优化过程中）、印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目和航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造等。印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目主要来自配股募集资金和自有资金；其余在建工程资金来源主要系银行项目借款和自有资金；超过预算部分的资金主要来自自筹资金。

该公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品，包括飞机发动机、起落架等最高端锻件产品以及能源、海工锻件。该项目计划总投资为 15.10 亿元，后续该项目为产品配套较多的辅助设备，使得目前投资金额已超预算 8.84 亿元至 23.94 亿元，预计总投资在 24 亿元左右，正式投产后年折旧额在 1.5 亿元左右。跟踪期内该项目生产线开始逐步投产，与赛峰起落架系统公司正式签订 A320/A330 起落架用铝合金锻件合同，与世界知名的

³ 铝板带箔的最终产品基本为冷轧卷和铝箔，其 157 万吨/年的产能包括热轧卷、冷轧卷和铝箔三部分的产能，其中热轧卷初产品外销较少，主要用于下游冷轧卷和铝箔的生产。

⁴ 跟踪期内，因公司淘汰铝型材的老旧低效和无效产能，产能减少 7 万吨/年，但产量不受影响。

航空发动机制造商罗尔斯·罗伊斯（Rolls-Royce）公司就轴类锻件产品达成供货协议。但该项目目前产量和收入仍较小，仍处于市场开拓和产能释放过程中，关注后续客户开拓和项目效益情况。

该公司年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目主要生产轨道交通型材产品，总投资 32.29 亿元，年折旧额约为 1.93 亿元。该项目于 2012 年开始陆续投产，并已于 2015 年正式投产，2018 年合计产量约 10.76 万吨，较上年增加约 1 万吨，其中 2018 年该项目铁路车厢用型材仍为约 1 万吨，其余主要为集装箱用等交通型材和其他型材，产能利用率约为 49%，产能利用率仍不高，产品结构仍在优化过程中，主要受宏观经济影响，铝型材下游需求仍较为低迷所致。

该公司年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线主要生产中厚板、铝及铝合金薄板和铝及铝合金带材，设计产能分别为 5 万吨/年、5 万吨/年和 10 万吨/年，总投资 71.63 亿元，年折旧额约 4.50 亿元。该项目于 2016 年开始逐步投产，并于 2017 年 9 月完全转固投产；2017 年按照实际投产后计算，中厚板产量为 2.64 万吨，铝及铝合金薄板为 4.94 万吨，铝及铝合金带材 4.07 万吨，产能利用率 58.25%。2018 年中厚板产量为 3.97 万吨，铝及铝合金薄板为 5.97 万吨，铝及铝合金带材 9.27 万吨，产能利用率达到 96%，跟踪期内该项目产量和产能利用率均得到了大幅提升。跟踪期内，在汽车板方面公司继续为世界著名新能源汽车制造商及宝马、通用、一汽大众、菲亚特、克莱斯勒、日产、广汽新能源等国内外主流汽车主机厂批量供货；在航空板方面，与波音签署了 5 年长协合同，开始为其批量供货，同时通过了与庞巴迪、中商飞、航空工业等企业的产品认证，实现了批量供货。该项目目前产品更多以罐体罐盖料和热轧卷等前端初级产品为主，未来仍将根据市场竞争需求，适时调整铝产品销售结构，不断减少前端初级产品的销量，增加后端深加工产品的销量，优化产品结构，提升项目效益。结合对市场的开拓、调研和预判，公司认为高端产品市场前景广阔，跟踪期内又启动了航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造项目，在原项目基础上进一步调整生产规模，项目建成后将进一步提升高端产品产能、完善产品结构。

总体来看，该公司上述项目的高端产品产销量还不高，目前整体仍处于产能释放和产品结构优化过程中；在当前我国经济增速放缓和国际贸易争端不断升级背景下，以上项目未来能否达到预期经营效益的不确定性仍较大。

2018 年 11 月 1 日，该公司按每 10 股配售 3 股的比例向全体股东完成配股，募集资金 45.89 亿元，拟全部用于投资“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”。

该公司此次配股募投项目“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”计划总投资 8.36 亿美元，约合人民币 56.85 亿元，拟使用募集资金 45.44 亿元（配股募集资金总额 45.89 亿元，净额 45.44 亿元），不足部分由公司自筹资金解决。项目由公司海外间接控股子公司 BAI 负责实施，项目建设地点位

于印度尼西亚廖内省宾坦岛。该项目完成后，公司将能够利用印尼当地丰富的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝，实现较低成本的氧化铝产能扩张，增强公司的盈利能力，公司抗风险能力进一步提高。该项目建于印度尼西亚廖内省宾坦岛，配套自备电厂。宾坦岛及其周围小岛的铝土矿资源丰富，该项目选择在原产地附近建厂，原材料成本大幅降低；同时，印尼煤炭资源储量大、开采条件好，发电成本较低。该项目建设期3年，生产期23年。根据测算，本项目达产后，可实现年均利润总额8769.29万美元（约合人民币5.96亿元）。项目内部收益率为12.89%，投资回收期为9.49年。该项目盈利能力较强，在财务上具备可行性。目前该项目已完成前期港口、土地平整施工、桩基机铺设等基础建设；截至2019年3月末，该项目已投入自筹资金8.14亿元。未来需关注该项目的建设进展及效益实现情况。

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	拟投资额	截至 2019 年 3 月末已投资额	预计完工时间	完工进度 (%)	资金来源
年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目	15.10	23.94	2019 年	99	自有资金
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	8.14	2020-2021 年	17	募集资金及自有资金
航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	6.66	2019 年	65	自有资金
2.1 万吨高性能高端铝箔生产线项目	4.53	-	2021-2022 年	-	自有资金
合计	86.91	38.74	—	—	—

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

C. 销售

该公司主要采用“以销定产”的方式组织生产，跟踪期内公司铝制品产销率普遍在 100.00%左右。其中：2018 年型材产品和铝板带箔产品销量分别较上年增长 12.77%和 8.04%，销售均价分别同比上升 6.44%和 2.22%，跟踪期内随着公司不断拓展下游需求和客户，同时继续调整产品结构，产能向高附加值产品转移，销量和价格均有所提升。

图表 14. 2016 年以来公司产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）⁵

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
型材	销量	18.02	18.24	20.57
	产销率	100.73	100.12	100.00
铝板带箔	销量	125.26	144.34	155.95
	产销率	97.25	98.74	99.46
铝合金锭（电解铝）	总销量	84.83	88.33	94.30
	对外销量	12.53	7.29	6.86

⁵ 表中销量包括内部结转销量和对外销量；价格均为对外销售均价。

产品	项目	2016年	2017年	2018年
	产销率	101.82	106.05	113.23

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

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。从销售区域看，目前公司产品仍以内销为主，2018年公司内销收入在主营业务收入中的占比为58.92%，随着公司不断开拓国际市场，跟踪期内外销比例继续提升，2018年公司主营业务外销比例较上年提升了7.46个百分点；公司外销业务主要是出口至美国、欧洲、日本和东南亚等国家和地区。

图表 15. 近年来公司外销业务情况（单位：万美元）

年份	2016年	2017年	2018年	2019年一季度	2018年主营业务中的外销占比
境外收入	56,380.46	82,657.75	122,441.90	31,291.02	41.09%
其中：对美出口金额	15,128.43	28,396.94	18,566.36	5,211.23	6.23%

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

跟踪期内，美国针对铝箔进行了“双反”措施，对铝板正进行“双反”调查，并自2018年开始对所有铝产品征收10%的关税措施；综合来看，公司受美国“双反”措施和增加关税措施影响的产品2018年对美出口的收入和毛利分别为12.29亿元和3.19亿元，较上年分别减少6.90亿元和1.85亿元，占当年公司主营业务收入和毛利的比重分别为6.23%和9.08%，分别较上年下降5.01个百分点和3.99个百分点；因“双反”使得公司对美出口的量显著减少，但跟踪期内公司通过拓展欧洲、日本和东南亚等其他海外市场及国内市场，同时公司通过进一步拓展6系等中高端的铝合金中厚板市场，使得公司的出口量和金额反而有明显增长，目前公司对美出口的收入和毛利占比已有明显下降；2019年5月美国开始又对2000亿美金中国出口美国商品进一步提升关税税率至25%，但此次尚不涉及公司的对美出口铝产品；后续仍需关注中美贸易摩擦的进一步升级及其他国家发起的贸易壁垒对公司出口业务的影响。

D. 采购

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。2018年公司铝土矿采购均价同比小幅上升3.06%，主要系当年铝价整体维持在相对高位，铝土矿全年因供给短缺也有所上升；但2019年一季度的采购均价已明显回落，较2018年下降5.39%。

跟踪期内，该公司煤炭的主要供应商仍为神华销售集团华北能源贸易有限公司和中煤能源山东有限公司，2018年煤炭采购均价同比小幅上升1.78%，主

要系当年国家继续推进煤炭行业供给侧改革和持续减产等导致煤炭价格保持高位运行，公司的能源成本稳中有升，但 2019 年以来随着煤炭行业供需结构缓和，煤炭价格出现一定回落，当期公司的煤炭采购均价较 2018 年下降 4.72%。

图表 16. 2016 年以来公司原材料采购情况

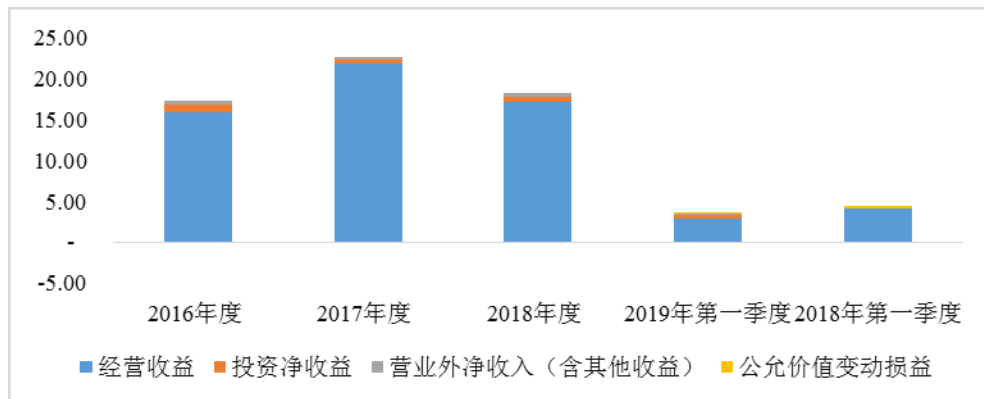
采购原燃料	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
进口铝土矿	采购量 (万吨)	330.93	376.02	449.45	87.81
煤炭	采购量 (万吨)	637.08	576.00	651.27	139.69
发电	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度
电力	装机容量 (万千瓦)	181	181	181	181
	发电量 (亿千瓦时)	110.40	112.27	117.54	27.38
	电力自给率 (%)	97.78	84.40	96.63	96.68

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

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继续提升，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产能逐步释放过程，产能利用率不高，产能完全释放尚需一定时间，未来需关注这些新增产能及在建项目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。但国际贸易摩擦不断升级、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。

(2) 盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构 (亿元)



资料来源：根据南山铝业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司利润来源仍主要为主业经营收益；投资净收益和营业外净收入仍对公司盈利形成了一定补充。受原材料成本上涨和铝价震荡下跌等影响，2018 年及 2019 年一季度公司实现营业毛利分别为 35.15 亿元和 8.19 亿元，分别同比减少 3.39 亿元和 0.56 亿元。同期，公司的期间费用分别为 16.64 亿元和 5.06 亿元，分别同比增加 3.88 亿元和 1.47 亿元，其中销售费用分别为 5.32 亿元和 1.31 亿元，分别同比增加 1.42 亿元和 0.30 亿元，管理费

用（含研发费用）分别为 8.69 亿元和 2.42 亿元，分别同比增加 1.87 亿元和 0.50 亿元，系跟踪期内公司扩大经营规模，同时加大市场拓展力度，加之增加研发投入⁶所致，2018 年公司的费用化研发支出较上年增加 0.68 亿元。同期，公司的财务费用分别为 2.64 亿元和 1.33 亿元，分别同比增加 0.59 亿元和 0.67 亿元，系跟踪期内公司有息债务增加和融资成本上升所致；2018 年公司的汇兑损益为 0.22 亿元，较上年大幅增加 0.65 亿元，系美元汇率波动所致，因公司对外出口规模较大，需关注相应的汇率波动风险。同期，公司的期间费用率分别为 8.23%和 10.30%，较 2017 年的 7.48%有显著上升，公司的期间费用控制压力有所增加。

资产减值方面，该公司 2018 年及 2019 年一季度资产减值损失分别为-1.08 亿元和-0.21 亿元，分别同比大幅减少 2.48 亿元和 0.70 亿元，主要系 2017 年公司应收账款规模大幅上升而相应新增计提大额应收账款坏账准备 1.31 亿元，而 2018 年以来公司应收账款规模保持相对稳定，同时公司参考行业内其他公司应收账款坏账准备计提比例及公司实际经营活动中坏账产生情况，下调了应收账款坏账准备计提比例，目前已与同行业企业基本保持一致，由此使得跟踪期内公司收回或转回较多应收账款坏账准备所致，其中 2018 年公司转回 1.18 亿元。

图表 18. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业毛利（亿元）	29.97	38.54	35.15	8.19	8.74
期间费用（亿元）	11.50	12.76	16.64	5.06	3.59
其中：销售费用（亿元）	4.28	3.90	5.32	1.31	1.00
管理费用（含研发费用）（亿元）	5.79	6.81	8.69	2.42	1.92
财务费用（亿元）	1.43	2.05	2.64	1.33	0.66
期间费用率（%）	8.69	7.48	8.23	10.30	7.86
其中：财务费用率（%）	1.08	1.20	1.30	2.71	1.45
资产减值损失（亿元）	0.65	1.40	-1.08	-0.21	0.49
经营收益（亿元）	15.96	21.80	17.08	2.81	4.07
全年利息支出总额（亿元）	1.74	2.02	3.24	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.29	0.00	0.00	-	-

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

上述因素综合导致 2018 年及 2019 年一季度该公司实现经营收益分别为 17.08 亿元和 2.81 亿元，分别同比减少 4.72 亿元和 1.26 亿元。同期，公司实现投资净收益分别为 0.68 亿元和 0.48 亿元，分别同比增加 0.19 亿元和 0.63

⁶ 2016-2018 年公司的研发投入分别为 4.55 亿元、6.35 亿元和 7.11 亿元，其中费用化的研发投入分别为 1.46 亿元、2.97 亿元和 3.65 亿元，资本化的研发投入（因为主要是针对高端铝深加工项目中进行的持续产品和技术研发投入，所以直接计入项目投入中，体现在“固定资产”和“在建工程”中）分别为 3.09 亿元、3.38 亿元和 3.46 亿元；研发投入比例分别为 3.44%、3.72%和 3.52%。

亿元,其中 2018 年的投资收益仍主要来自权益法核算的长期股权投资南山财务的投资收益,2018 年为 0.43 亿元,与上年变化不大,其余主要为理财产品收益,同比增加 0.13 亿元;而 2019 年一季度公司的投资收益显著增加系 2018 年底公司收到大额配股募集资金后购买理财产品,使得理财产品收益大幅增加所致。同期,公司的营业外净收入(含其他收益和资产处置收益)分别为 0.56 亿元和 0.24 亿元,分别同比增加 0.20 亿元和 0.21 亿元。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益(亿元)	0.88	0.48	0.68	0.48	-0.16
营业外净收入(含其他收益和资产处置收益) (亿元)	0.46	0.36	0.56	0.24	0.03
公允价值变动损益(亿元)	-0.02	-0.06	0.00	0.00	0.28

资料来源:根据南山铝业所提供数据整理。

2018 年及 2019 年一季度,该公司实现利润总额分别为 18.32 亿元和 3.53 亿元,分别同比减少 4.27 亿元和 0.70 亿元,主要系跟踪期内公司原材料成本上升、主业毛利率下滑,加之期间费用显著增加所致,若剔除应收账款坏账准备计提政策变更因素,跟踪期内利润下滑金额将进一步增加,其中 2018 年会计政策变更而使得利润总额增加 1.23 亿元。总体看,跟踪期内公司利润虽有下滑,但整体盈利情况仍保持良好,盈利能力仍较强。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来短期内的主要投资项目为印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目、航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造和高性能高端铝箔生产线项目等,合计仍需资本支出 48.17 亿元,其中约 36 亿元来自配股募集资金⁷,其余约 12-13 亿元来自公司自筹。总体来看,公司的货币资金充裕,负债经营程度低,融资渠道畅通,未来短期投融资压力不大。

管理

跟踪期内,该公司股权结构保持相对稳定,但进行了一定比例的股权质押;2019 年以来公司高管人事变动较多,需关注对公司后续生产经营管理的影响;同时公司在同一控制下的南山财务的存款规模仍很大且进一步增加,需关注关联方资金往来风险。

跟踪期内,该公司股权结构保持稳定,控股股东仍为南山集团,其直接持有公司 23.72%的股份,通过全资子公司怡力电业间接持有公司 23.53%的股份,合计持有公司 47.25%的股份,较 2017 年末增加 0.30%,系 2018 年公

⁷ 配股募集资金净额为 45.44 亿元,已置换前期自有资金投入;目前剩余募集资金约 36 亿元。

司股东南山集团和怡力电业分别增持公司股份 0.15%；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。截至本评级报告日，公司控股股东南山集团及其全资子公司分别累计质押公司股份 2.60 亿股和 4.50 亿股，分别占所持公司股份的 9.17%和 16.00%，分别占公司总股本的比例分别为 2.18%和 3.77%。

在管理制度方面，该公司于 2018 年 1 月制定了《衍生品投资管理制度》，对衍生品投资的审批程序、风险控制、后续跟踪管理和信息披露等做出了明确的规定。公司衍生品投资交易主要以外汇和伦铝的套期保值为主，其中对铝锭的套期保值比例不超过自身铝锭需求量的 30%，外汇套期保值仅限于子公司烟台锦泰国际贸易有限公司自身经营的国际业务收付金额，不超过 3 亿美元。总体来看，公司目前开展的衍生品投资规模相比公司的现货交易规模，比例尚不高。

在人事变动方面，为配合该公司战略发展方向调整及考虑部分人员特殊情况，公司于 2019 年 1 月陆续调整 2 名董事（分别兼任公司总经理、副总经理）、1 名监事（监事会主席）、1 名副总经理。其中，公司原董事、总经理宋昌明先生为南山集团派驻董事，宋昌明先生在电解铝、传统板带加工方面具有丰富经验，但随着公司战略转型升级，公司发展重点已转向汽车、航空等深加工领域，宋昌明先生申请辞去公司董事、总经理职务，经公司管理层一致决定，聘任铝加工行业资深专家吕正风先生为公司总经理，其在公司任职多年，负责筹建并管理公司中厚板生产线。原公司董事和副总经理刘强先生因履职监事会主席，辞去公司董事和副总经理职务；董事会提名财务总监韩艳红女士以及在铝板带行业工作多年的隋信栋先生为公司董事。原副总经理赵福辉先生因家人病情需要长期照顾，申请辞去公司副总经理职务。原监事会主席韩培滨先生因年龄原因辞去公司监事会主席职务，不再担任公司的任何职务。2019 年 5 月，因个人原因，禹玉江先生申请辞去公司副总经理职务，不再担任公司的任何职务；董事会聘请在铝材行业工作多年的隋来智先生为公司副总。2019 年以来公司高管变动较多，需关注后续对公司生产经营管理的影响。

关联交易方面，2018 年该公司仍主要向关联方怡力电业、龙口市南山建筑安装有限公司、龙口南山妃母岛港发展有限公司采购电、煤、建筑施工、港口服务等支付 9.39 亿元，同比减少 1.08 亿元，占公司营业成本的比重为 5.62%；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 1.80 亿元，同比增加 0.58 亿元，占营业收入比重不到 1%。总体来看，跟踪期内公司与南山集团及下属企业发生关联交易的规模仍不大，对公司经营影响仍较为有限。此外，截至 2018 年末，同一控制下关联方南山集团财务有限公司（以下简称“南山财务”）向公司及子公司提供的贷款融资余额为 5.86 亿元（不含票据贴现业务），较上年末减少 1.71 亿元公司在南山财务存款余额为 35.38 亿元，较上年末增加 2.69 亿元，跟踪期内公司与南山财务的资金往来规模仍然很大，需关注相应风险。

跟踪期内，该公司未发生需要披露的欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故或未决诉讼和仲裁事项。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.05.03	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05.27	正常付息	正常付息	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019.05.27	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2019.05.27	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2019.05.27	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2019.05.27	无	无	无	无

资料来源：根据南山铝业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内该公司继续扩张业务规模，资产和负债规模继续上升；但受益于公司完成配股发行，以及经营利润的继续积累，资本实力得到进一步显著提升，负债经营程度仍低，财务结构保持稳健，同时公司经营创现能力仍强，现金类资产充裕，融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

1. 数据与调整

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 2017-2018 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 2014-2016 年的财务报表数据进行了三年连审。本评级报告内 2016 年数据来自公司 2014-2016 年三年连审的审计报告。公司 2019 年一季报未经审计。

会计政策调整方面，除了正常的财政部规定的会计科目调整之外，主要为该公司 2018 年调整的应收账款坏账计提政策调整。公司主要基于参考行业内其他公司应收账款坏账准备计提比例及公司实际经营活动中坏账产生的情况，下调了应收账款坏账准备计提比例；调整后公司的应收账款坏账计提政策基本已与同行业企业保持一致。调整后，公司的 2018 年利润总额增加 1.23 亿元。

图表 21. 2018 年公司应收账款坏账计提政策调整情况

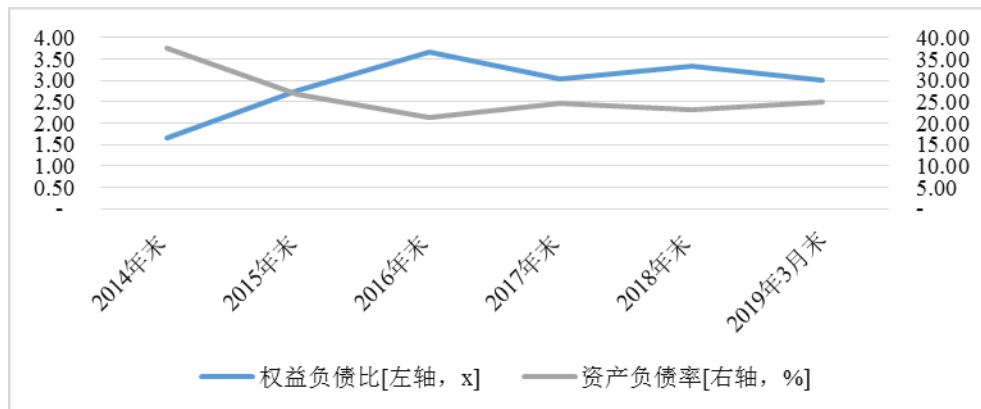
账龄	应收账款计提比例		其他应收款计提比例	
	调整前	调整后	调整前	调整后
1 年以内（含 1 年）	10%	5%	10%	5%
1-2 年	15%	10%	15%	10%
2-3 年	20%	20%	20%	20%
3 年以上	40%	50%	40%	50%

资料来源：根据南山铝业所提供数据绘制。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

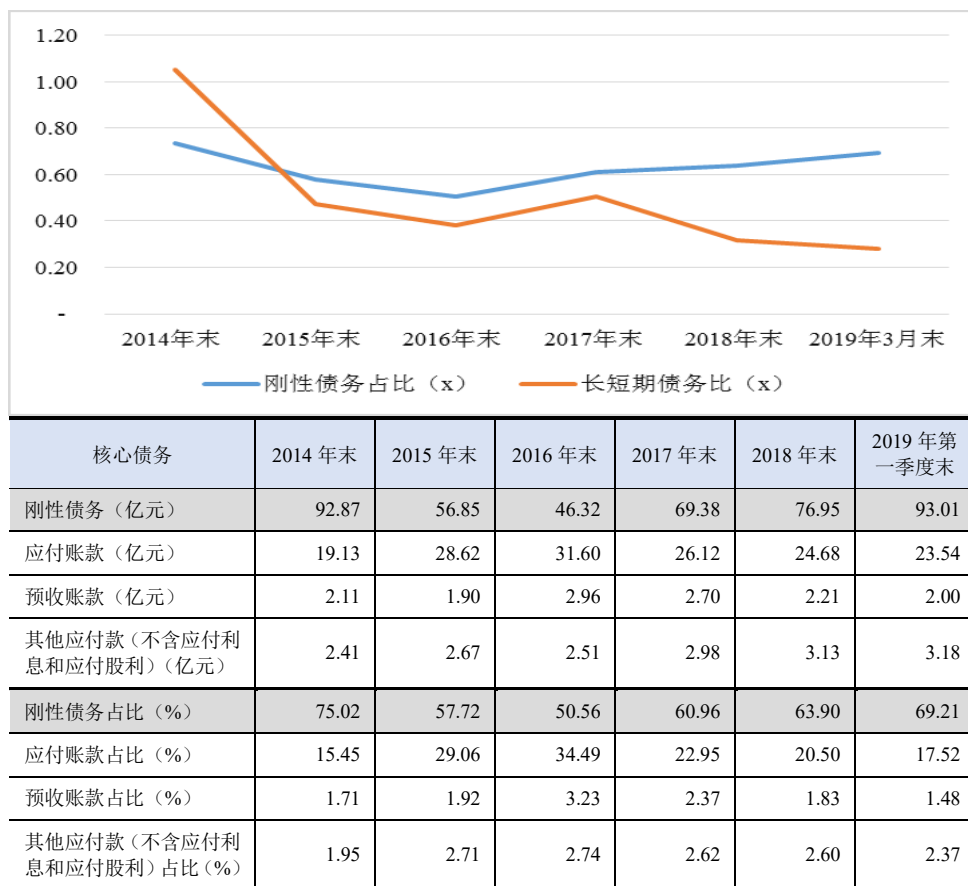


资料来源：根据南山铝业所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司继续扩大经营规模，推进项目建设，而继续新增一定银行借款等有息债务，2018 年末及 2019 年 3 月末负债总额分别为 120.42 亿元和 134.39 亿元，较 2017 年末的 113.81 亿元又有所增加，未来随着公司经营规模的进一步扩大，债务规模预计还将进一步上升。跟踪期内，受益于公司完成配股发行，加之随着公司经营利润的继续积累，同期末，公司的所有者权益分别为 402.58 亿元和 405.40 亿元，较 2017 年末的 346.60 亿元有大幅增加，公司的权益资本实力得到进一步显著提升；由此使得公司的资产负债率维持在稳定较低水平，同期末分别为 23.02%和 24.90%，较 2017 年末变化不大，财务结构保持稳健。同期末，公司权益对刚性债务覆盖倍率分别为 5.23 倍和 4.36 倍，较 2017 年末变化不大，所有者权益对刚性债务的覆盖程度仍高。截至 2019 年 3 月末，公司的所有者权益主要由实收资本、资本公积和盈余公积构成，合计金额为 294.83 亿元，占所有者权益的比重为 72.73%；其余主要为未分配利润 89.02 亿元，占所有者权益的比重为 21.96%；总体看，公司的权益资本结构稳定性相对较好。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据南山铝业所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司负债仍主要以流动负债为主，2018 年末及 2019 年 3 月末流动负债占比分别为 75.82%和 78.14%，较 2017 年末的 66.39%有显著提升，主要系跟踪期内公司偿还部分提前回售的应付债券和到期的长期借款，同时大幅增加银行短期借款所致。从债务构成来看，2018 年末公司负债仍主要由刚性债务和应付账款构成，在总负债中占比分别为 63.90%和 20.50%。2018 年末及 2019 年 3 月末公司刚性债务余额分别为 76.95 亿元和 93.01 亿元，较 2017 年末的 69.38 亿元有大幅增加，系公司扩大经营规模和推进项目建设，大幅增加有息债务所致；同期末，公司的应付账款余额分别为 24.68 亿元和 23.54 亿元，较 2017 年末的 26.12 亿元有小幅减少，主要仍为应付上游供应商货款和应付工程及设备款。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	34.00	26.91	24.35	35.95	52.80	69.35
其中：短期借款	23.48	18.28	13.49	25.12	39.40	57.07

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
应付票据	4.30	6.18	6.31	6.40	10.40	9.00
交易性金融负债	0.02	-	0.02	0.48	0.00	-
一年内到期的长期借款	6.16	2.22	4.32	3.47	2.57	2.57
其他短期刚性债务	0.04	0.23	0.21	0.48	0.42	0.72
中长期刚性债务合计	58.87	29.94	21.97	33.43	24.15	23.66
其中：长期借款	6.30	15.01	7.02	3.56	1.00	0.50
应付债券	52.54	14.91	14.93	29.86	23.15	23.16
其他中长期刚性债务	0.03	0.02	0.02	0.01	-	-
综合融资成本（年化，%）	3.32	2.07	2.60	3.42	4.43	4.50

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

截至 2019 年 3 月末，该公司刚性债务为 93.01 亿元，其中短期刚性债务占比为 74.56%，金额为 69.35 亿元，短期刚性债务占比高，规模较大，但公司整体负债率较低，流动资金较为充裕，目前短期偿债压力不大。2019 年 3 月末，公司的刚性债务主要由银行借款、应付债券和应付票据等构成，期末分别为 60.13 亿元、23.16 亿元和 9.00 亿元；其中，公司的银行借款主要以保证借款为主，2018 年末的占比达 67.86%，其余主要为票据贴现借款。

从融资成本来看，该公司 2018 年及 2019 年一季度的有息债务综合融资成本分别为 4.43% 和 4.50%，较 2017 年的 3.42% 有显著上升，系市场整体融资成本上升和融资环境收紧等因素所致，但目前总体融资成本仍尚可。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一 季度
营业周期（天）	144.03	145.09	162.59	150.60	145.17	-
营业收入现金率（%）	117.29	118.88	100.55	63.48	70.41	91.51
业务现金收支净额（亿元）	34.62	29.88	23.38	23.82	26.62	2.95
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.10	-3.57	-4.46	-5.73	-4.79	-0.14
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	30.52	26.31	18.92	18.10	21.84	2.81
EBITDA（亿元）	30.72	25.10	35.38	44.07	41.94	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.33	0.34	0.69	0.76	0.57	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.14	20.01	20.35	21.87	12.95	-

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内该公司主业现金回笼能力仍较强，2018年及2019年1-3月，公司营业收入现金率分别为70.41%和91.51%，较2017年的63.48%有显著提升，总体看公司的营业收入现金率相对较低，主要系根据证监会要求，2017年开始公司不再将票据收付计入现金流，而公司经营业务中存在较多的票据收付所致；同期，公司的经营活动净现金流量分别为21.84亿元和2.81亿元，分别同比增加3.74亿元和减少0.40亿元，公司整体经营创现能力仍较强。公司2018年的营业周期为145.17天，较上年减少5.43天，因公司拥有较完整铝产业链等原因，营业周期相对较长。

2018年，该公司的EBITDA为41.94亿元，同比减少2.13亿元，主要仍来自公司自身的经营利润总额和固定资产折旧，其中利润总额和固定资产折旧占EBITDA的比重分别为43.67%和46.07%，因跟踪期内公司经营利润有所减少，使得EBITDA有所下降。同期，公司EBITDA对利息支出的保障倍数为12.95倍，同比下降8.92，但总体对利息支出的保障程度仍高；同期，对刚性债务的保障倍数为0.57倍，同比下降0.19，对刚性债务保障程度仍相对较好。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年一 季度
回收投资与投资支付净流入额	0.15	0.06	-0.05	-0.07	0.00	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-63.12	-25.91	-19.03	-13.48	-17.27	-6.01
其他因素对投资环节现金流量影响净额	25.53	7.45	3.27	-4.73	-39.82	-1.76
投资环节产生的现金流量净额	-37.44	-18.40	-15.81	-18.28	-57.08	-7.77

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

2018年及2019年一季度，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额分别为17.27亿元和6.01亿元，净流出额分别同比增加3.78亿元和1.40亿元，系跟踪期内公司继续推进项目建设所致；同期公司的其他因素对投资环节现金净流出额分别为39.82亿元和1.76亿元，净流出额分别同比增加35.09亿元和5.54亿元，主要系公司2018年底收到配股募集资金后购买较多理财产品所致。同期，公司的投资活动净现金流分别为-57.08亿元和-7.77亿元。未来随着公司项目建设的持续推进，公司投资活动仍将保持一定规模的资本性支出，但公司资金较为充裕，投资压力不大。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年一 季度
权益类净融资额	0.01	0.00	0.00	0.00	45.48	0.01
债务类净融资额	8.47	3.07	-9.76	16.15	-6.91	15.86

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年一 季度
筹资环节产生的现金流量净额	-8.46	3.07	-9.76	16.15	38.57	15.88

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

2018年及2019年一季度，该公司筹资性净现金流分别为38.57亿元和15.88亿元，跟踪期内公司主要通过配股进行权益融资45.48亿元，以及通过银行短期借款进行融资，用于项目建设和扩大经营规模的流动资金需求。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	103.21	108.18	110.71	151.73	217.59	232.11
	26.40	25.67	25.94	32.96	41.61	43.00
其中：现金类资产（亿元）	52.85	57.33	52.99	71.57	125.07	136.72
应收账款（亿元）	5.46	7.11	11.50	20.84	21.34	23.99
存货（亿元）	40.34	38.40	38.36	45.64	52.41	54.01
预付账款（亿元）	1.56	1.52	3.33	5.28	5.27	6.69
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	287.71	313.31	316.15	308.68	305.40	307.68
	73.60	74.33	74.06	67.04	58.39	57.00
其中：固定资产（亿元）	186.61	190.01	232.28	259.75	250.10	245.26
在建工程（亿元）	78.21	94.65	53.89	17.10	22.75	26.95
无形资产（亿元）	14.87	22.55	22.70	24.28	23.81	23.66

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理。

2018年末及2019年3月末该公司资产总额分别为522.99亿元和539.79亿元，较2017年末的460.41亿元有大幅增加，系跟踪期内公司继续扩大经营规模，同时完成配股募集资金，流动资产规模大幅增加，同期末分别为217.59亿元和232.11亿元，较2017年末的151.73亿元大幅增加，使得流动资产的占比由2017年末的32.96%进一步提升至2019年3月末的43.00%，但公司资产结构仍以非流动资产为主，占比为57.00%，账面价值为307.68亿元，非流动资产规模在跟踪期内基本保持稳定。

2018年末该公司流动资产主要由现金类资产、应收账款和存货构成，在流动资产中占比分别为57.48%、9.81%和24.09%。其中，2019年3月末公司的现金类资产为136.72亿元（其中受限的货币资金为23.73亿元），主要由货币资金和银行理财产品构成，分别为81.25亿元和44.08亿元，其余主要为银行承兑汇票，充裕的现金类资产为公司的债务偿付提供了良好保障。2018年末和2019年3月末公司的应收账款账面价值分别为21.34亿元和23.99亿元，较2017年末的20.84亿元有所增加，系公司扩大经营规模，同时下调应收账款坏账准备计提比例⁸而减少坏账准备1.23亿元所致；公司应收账款基本都在一年以内，2018年末占比98.89%，已计提坏账准备为1.14亿元，坏账准备计提相

⁸主要为对1年以内的应收账款坏账计提比例由10%下调为5%，与同行业保持一致。

对较为充分。同期末公司存货账面价值分别为 52.41 亿元和 54.01 亿元,较 2017 年末的 45.64 亿元有进一步增加,系业务规模扩大所致,在当前铝行业整体仍产能过剩的行业环境下,铝价未来仍有较大的下行压力,使得公司存货存在一定的跌价风险。2018 年公司应收账款和存货的周转率分别为 9.59 次和 3.41 次,分别较上年下降 0.97 次和上升 0.26 次,总体看,目前公司应收账款和存货周转效率仍尚可。

2018 年末该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成,在非流动资产中的占比分别为 81.89%、7.45%和 7.79%。2018 年末及 2019 年 3 月末,公司的固定资产账面价值分别为 250.10 亿元和 245.26 亿元,较 2017 年末的 259.75 亿元有所减少,系跟踪期内计提固定资产折旧所致;同期末,公司的在建工程分别为 22.75 亿元和 26.95 亿元,较 2017 年末的 17.10 亿元有所增加,系跟踪期内公司继续推进在建项目的建设所致。同期末,公司的无形资产账面价值分别为 23.81 亿元和 23.66 亿元,较 2017 年末变化不大,仍主要由土地使用权构成。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度末
流动比率 (%)	164.37	164.56	167.21	200.82	238.33	221.03
速动比率 (%)	97.64	103.84	104.25	133.42	175.15	163.22
现金比率 (%)	68.74	81.19	78.91	87.45	86.35	87.48

资料来源:根据南山铝业所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末该公司流动比率分别为 238.33%和 221.03%,速动比率分别为 175.15%和 163.22%,现金比率分别为 86.35%和 87.48%。受限资产方面,2019 年 3 月末公司受限资产总额为 24.12 亿元,占总资产和净资产的比重分别为 4.47%和 5.95%,受限比例较低。总体来看,目前公司资产流动性良好。

图表 30. 截至 2019 年 3 月末公司受限资产情况 (单位:亿元)

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	23.73	保证金
存货	0.39	保理融资出让
合计	24.12	-

资料来源:根据南山铝业所提供数据整理。

6. 表外事项

截至本评级报告日,该公司无对外担保事项,也无未决诉讼或仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司资产和业务主要集中于本部，同时对下属子公司进行经营管理，包括进行对外股权投资和管理。截至 2019 年 3 月末母公司总资产和负债分别为 442.22 亿元和 96.07 亿元，资产负债率为 21.72%，负债经营程度低，财务结构稳健。

该公司本部 2018 年及 2019 年一季度实现营业收入分别为 180.86 亿元和 43.05 亿元，净利润分别为 8.88 亿元和 2.25 亿元，经营性净现金流分别为 13.36 亿元和 5.47 亿元，跟踪期经营情况整体仍保持良好。

总体来看，该公司本部集中了公司大部分的资源，经营情况保持良好，财务结构稳健，总体偿债能力极强。

外部支持因素

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 2019 年 3 月末，公司合并口径各银行的总授信额度为 94.63 亿元，尚未使用的授信额度为 55.42 亿元；利率区间为 3.95-5.22%。

图表 31. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	94.63	94.63	39.21	3.95-5.22%	
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	
工农中建交五大商业银行（亿元）	46.13	46.13	30.51	3.95-5.22%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	48.75	48.75	77.80	-	

资料来源：根据南山铝业所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析：控股股东提供担保

该公司的 17 南铝债由控股东南山集团提供无条件、不可撤销的连带责任保证担保。2017 年 8 月 11 日经新世纪评级评审委员会评定，南山集团主体级别为 AAA，评级展望为稳定。

南山集团成立于 1992 年 7 月，经过多年发展，南山集团已形成以有色金属为主，同时涉及纺织、电力、房地产、旅游、能源、商贸及酒店的产业布局，具有较强的资本实力，位列“2018 年中国制造业企业 500 强”第 71 位和“2018 年中国企业 500 强”第 170 位。

经营方面，南山集团 2018 年及 2019 年一季度实现主营业务收入分别为

417.87 亿元和 90.96 亿元，同比分别增长 14.70%和 1.14%，收入增长主要来自有色金属板块和贸易板块；同期主营业务毛利率分别为 19.30%和 15.14%，较 2017 年的 23.35%有显著下滑，一方面系公司的有色金属板块因原材料成本上升和中美贸易战等影响，毛利率有所下滑，加之低毛利率的贸易业务收入增加所致。同期，南山集团实现净利润分别为 29.59 亿元和 5.92 亿元，同比变化不大，整体盈利情况保持良好；同期经营性现金流量净额分别为 38.93 亿元和 4.38 亿元，同比分别大幅增加 32.26 亿元和 1.02 亿元，主要系 2017 年公司的应收账款、存货和其他应收款大幅增加，使得 2017 年经营活动净现金流入较少，从而导致跟踪期内变化较大。

图表 32. 南山集团 2016 年以来营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	136.04	23.02	163.99	22.69	195.15	16.95	46.77	16.29
纺织服装	15.69	34.47	16.38	35.08	19.40	32.88	4.56	32.90
电、汽	6.90	1.91	2.14	26.89	2.25	32.92	0.52	34.17
房地产	49.40	28.43	33.32	22.25	11.60	28.77	3.09	19.24
贸易	6.13	0.69	75.30	0.29	107.92	1.27	23.15	0.41
其他	70.68	37.66	73.18	46.32	81.55	43.84	12.87	29.39
合计	284.84	27.23	364.31	23.35	417.87	19.30	90.96	15.14

资料来源：根据南山集团所提供数据整理。

财务方面，随着南山集团持续推进新增产能项目等的投资建设，并不断进行股权投资，资产和负债规模持续较快增长，2018 年末及 2019 年 3 月末资产规模分别为 1329.30 亿元和 1357.64 亿元，较 2017 年末的 1246.06 亿元进一步显著增长；同期末负债规模分别为 690.50 亿元和 712.64 亿元，较 2017 年末的 648.68 亿元亦有明显增长；同期末公司的资产负债率分别为 51.94%和 52.49%，较 2017 年末变化不大，跟踪期内保持相对稳定，总体仍处于较合理水平。资本实力方面，2019 年 3 月末，南山集团所有者权益为 645.00 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 416.65 亿元），较 2017 年末的 597.38 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 400.53 亿元），资本实力较强且进一步提升，系受益于净利润积累和上市子公司配股募集资金。

总体来看，南山集团综合实力很强，该公司作为南山集团核心控股子公司，其发展能够得到南山集团的持续支持，同时南山集团也可为公司的偿债提供有力保障。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构保持相对稳定；但 2019 年以来公司高管人事变动频繁，需关注对公司后续生产经营管理的影响；同时公司在同一控制下的南山财务的存款规模仍很大且进一步增加，需关注关联方资金往来风险。

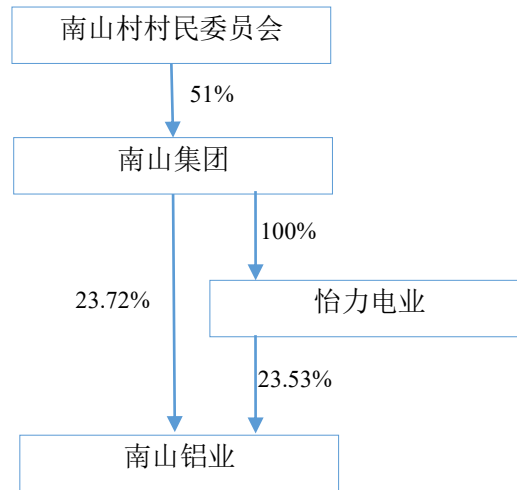
跟踪期内，受益于新增产能的逐步投产和产能释放，以及海外需求增长，

该公司收入规模保持增长，但受铝价下跌、原材料价格高位运行以及海外贸易摩擦影响，毛利率显著下滑，加之期间费用负担上升，净利润规模有明显减少。跟踪期内，公司在铝加工产业链优势支撑下总体盈利能力和水平仍保持在良好水平。公司目前部分投产项目产能利用率仍较低，需关注后续产能释放和效益实现情况，以及印尼氧化铝项目建设进展。

跟踪期内该公司继续扩张业务规模，资产和负债规模继续上升；但受益于公司完成配股发行，以及经营利润的继续积累，资本实力得到进一步显著提升，负债经营程度仍低，财务结构保持稳健，同时公司经营创现能力仍强，现金类资产充裕，融资渠道畅通，整体债务偿付能力极强。

附录一：

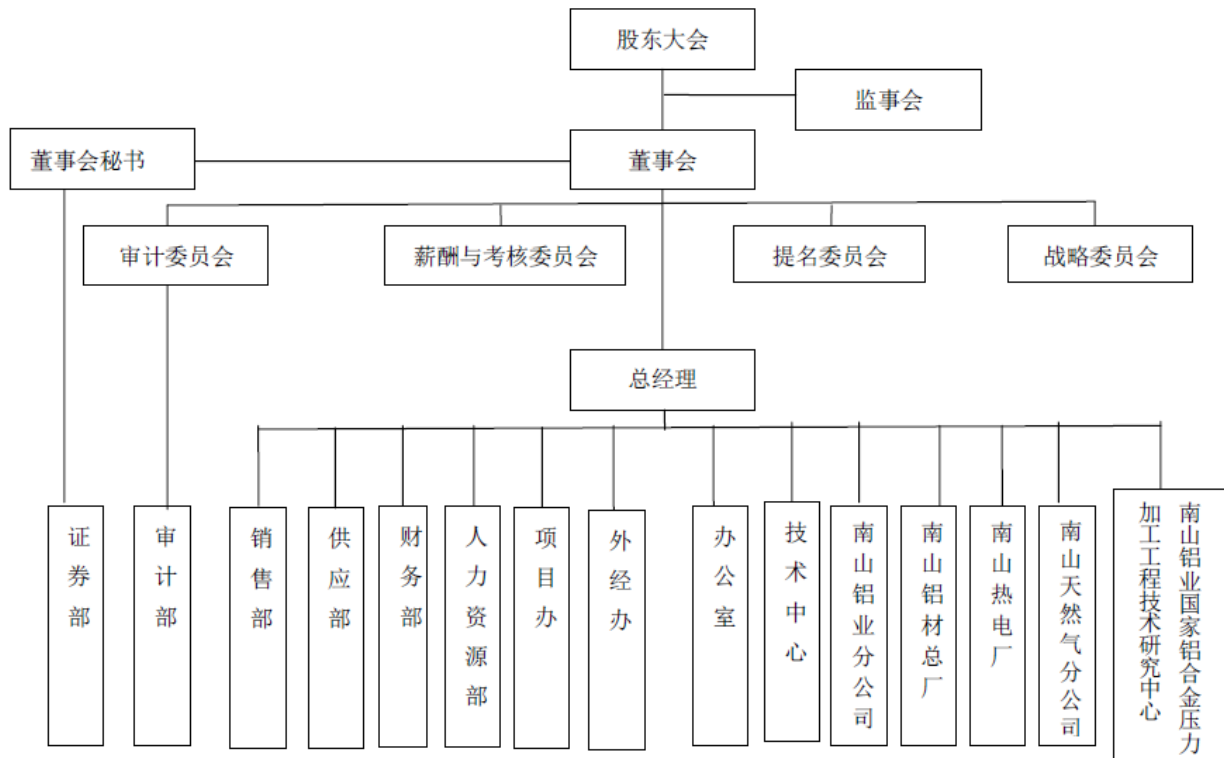
公司与实际控制人关系图



注：根据南山铝业提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据南山铝业提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
南山集团有限公司	南山集团	集团最高层级法人实体和控股股东	—	有色金属、纺织服装等	546.48	638.80	430.23	29.59	35.04	94.89	
山东南山铝业股份有限公司	南山铝业	本级	—	有色金属	63.61	343.90	180.86	8.88	13.36	28.34	
龙口南山铝压延新材料有限公司	南山铝压延	核心子公司	75	生产新型合金	4.05	28.48	98.29	3.21	-0.15	6.05	
烟台南山铝业新材料有限公司	南山新材料	核心子公司	75	生产铝合金热轧卷	5.10	15.91	98.47	0.14	-3.05	1.31	
烟台东海铝箔有限公司	东海铝箔	核心子公司	75	生产高精度铝箔	3.89	5.83	13.37	0.08	0.13	0.55	
龙口东海氧化铝有限公司	东海氧化铝	核心子公司	75	生产冶金级氧化铝	0.38	30.99	36.48	0.37	0.02	1.82	

注：根据南山铝业 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	426.85	460.41	522.99	539.79
货币资金[亿元]	40.83	55.71	63.05	81.25
刚性债务[亿元]	46.32	69.38	76.95	93.01
所有者权益[亿元]	335.24	346.60	402.58	405.40
营业收入[亿元]	132.28	170.68	202.22	49.10
净利润[亿元]	13.44	17.20	15.23	2.76
EBITDA[亿元]	35.38	44.07	41.94	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.92	18.10	21.84	2.81
投资性现金净流入量[亿元]	-15.81	-18.28	-57.08	-7.77
资产负债率[%]	21.46	24.72	23.02	24.90
权益资本与刚性债务比率[%]	723.73	499.56	523.16	435.89
流动比率[%]	167.21	200.82	238.33	221.03
现金比率[%]	78.91	87.45	86.35	87.48
利息保障倍数[倍]	10.77	12.21	6.65	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	162.59	150.60	145.17	—
毛利率[%]	22.66	22.58	17.38	16.67
营业利润率[%]	12.71	13.22	9.00	7.15
总资产报酬率[%]	4.41	5.55	4.38	—
净资产收益率[%]	4.08	5.05	4.06	—
净资产收益率*[%]	4.22	5.00	4.05	—
营业收入现金率[%]	100.55	63.48	70.41	91.51
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	28.68	25.53	26.17	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.27	-0.18	-30.10	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.35	21.87	12.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.69	0.76	0.57	—

注：表中数据依据南山铝业经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算；其中2016年财务数据来自公司2014-2016年的三年连审审计报告。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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、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	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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《有色金属行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。