

# 山东南山铝业股份有限公司

## 15 南铝 01、15 南铝 02 及 17 南铝债

### 跟踪评级报告

主体信用等级：	AAA 级
15 南铝 01 信用等级：	AAA 级
15 南铝 02 信用等级：	AAA 级
17 南铝债信用等级：	AAA 级
评级时间：	2018 年 4 月 8 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.*

编号:【新世纪跟踪[2018]100026】

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
15 南铝 01	AAA/稳定/AAA	2018 年 4 月	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月
15 南铝 02	AAA/稳定/AAA	2018 年 4 月	AA+/稳定/AA+	2017 年 6 月
17 南铝债	AAA/稳定/AAA	2018 年 4 月	AA+/稳定/AAA	2017 年 8 月

## 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	33.34	27.51	37.61
刚性债务	43.40	32.33	52.77
所有者权益	273.72	284.35	295.07
经营性现金净流入量	20.39	15.38	10.63
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	421.50	426.85	460.41
总负债	98.50	91.62	113.81
刚性债务	56.84	46.31	69.38
所有者权益	322.99	335.24	346.60
营业收入	137.77	132.28	170.68
净利润	11.29	13.44	17.20
经营性现金净流入量	26.31	18.92	18.10
EBITDA	30.92	35.38	44.07
资产负债率[%]	23.37	21.46	24.72
权益资本与刚性债务的比率[%]	568.21	723.87	499.56
流动比率[%]	164.56	167.21	200.82
现金比率[%]	81.19	78.91	87.45
利息保障倍数[倍]	9.08	10.77	12.21
净资产收益率[%]	3.83	4.08	5.05
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	23.67	19.90	17.62
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	7.12	3.27	-0.18
EBITDA/利息支出[倍]	17.57	20.35	21.87
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.69	0.76

注:根据南山铝业经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算;2015-2016 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 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](mailto:mail@shxsj.com)
<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(以下简称“南山铝业”、“该公司”或“公司”)及其发行的 15 南铝 01、15 南铝 02 及 17 南铝债的跟踪评级反映了 2017 年以来南山铝业在铝深加工产业链布局、经营规模和业绩、财务结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业产能过剩、对外出口、新增产能释放、原材料价格波动、应收账款坏账风险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。
- **经营业绩显著提升。**跟踪期内,受益于新增产能逐步投产和释放、国家供给侧改革导致铝价高位运行以及主导产品铝板带箔下游市场需求上升等因素共同影响,南山铝业收入和利润规模显著提升。
- **财务结构保持稳健。**跟踪期内,南山铝业债务规模和财务杠杆虽有所上升,但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。
- **经营创现能力较强及货币资金充裕。**跟踪期内,南山铝业经营活动仍保持稳定较大额的现金净流入,同时作为上市公司,公司融资渠道多元化且畅通,2017 年末仍有充裕的货币资金存量,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：

- **行业竞争加剧风险。**目前我国铝工业市场集中度仍较低，在宏观经济增速放缓、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，行业竞争或将进一步加剧。
- **国际贸易摩擦风险致产品出口承压。**跟踪期内，南山铝业外销业务比例仍较高且进一步提升，同时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，其中针对铝板的“双反”调查仍在进行中，预计未来将对公司的对美出口产生较大冲击，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，同时截至 2017 年末，公司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。
- **应收账款坏账风险。**跟踪期内，南山铝业因营收增长、产品结构变化和部分客户信用账期延长等因素使得应收账款规模继续较快上升，由此面临一定的坏账损失风险。
- **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

- **行业政策风险。**2015 年底国家出台了向自备电厂征收政府性基金及附加的相关政策，并于 2017 年表示将全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加，需关注上述政策未来实施情况及对南山铝业用电成本和经营业绩的实际影响。
- **新增产能释放情况。**跟踪期内，南山铝业继续新增较多产能，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后续产能释放和预期效益实现情况。

### 级别调整及未来展望

本评级机构综合考虑南山铝业的以下因素：1. 铝深加工产业链趋于完整且产能规模持续提升；2. 经营业绩进一步提升；3. 并购资产完成业绩承诺确定性高；4. 财务结构保持稳健和债务偿付的资金保障程度高且进一步增强；同时也关注到较高的出口比例使得公司核心业务运营较易因部分国家贸易政策调整而承压，但国内铝深加工产品的应用前景仍十分广阔，公司凭借自身较高的市场竞争地位和很强的抗风险能力，仍有望在未来中长期发展中保持向好态势，决定调整公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；认为 15 南铝 01、15 南铝 02 及 17 南铝债还本付息安全性极强，并维持 17 南铝债信用等级为 AAA，同时决定调整 15 南铝 01 和 15 南铝 02 信用等级为 AAA。

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

按照该公司 15 南铝 01、15 南铝 02 及 17 南铝债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的 2017 年度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、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%。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（简称“17 南铝债”，债券代码“143271”），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。上述公司债券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。

截至本评级报告日，该公司待偿还债券本金余额共计 30 亿元。

图表 1. 公司已发行的存续债券概况 (单位: 亿元、%)

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间
15 南铝 01	5.00	5 年	4.97	2015 年 9 月 25 日
15 南铝 02	10.00	3+2 年	4.40	2015 年 9 月 25 日
17 南铝债	15.00	3+2 年	5.37	2017 年 8 月 29 日
合计	30.00	-	-	-

资料来源: 南山铝业

## 二、跟踪评级分析

### (一) 公司管理

2017 年 12 月, 该公司控股股东南山集团的一致行动人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”)因到期清算, 通过大宗交易的方式向南山集团、公司董事长程仁策先生、监事会主席韩培滨先生、财务总监韩艳红女士出售其持有的公司全部股份 0.75%; 转让后, 公司控股股东直接和间接持有公司股份合计由 46.22% 上升至 46.95%, 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。总体来看, 跟踪期内, 公司股权结构基本保持稳定。

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, 风险相对可控。为控制铝价波动风险, 公司预计 2018 年将开展年度境外伦铝期货总保值量不超过 14 万吨, 拟以银行授信额度投入保证金规模不超过人民币 4 亿元人民币, 合约期限不超过 12 个月; 为控制美元汇率波动风险, 公司 2018 年拟以银行授信额度投入远期结售汇业务金额不超过 4000 万美元, 年累计签约金额不超过 5 亿美元。因衍生品交易风险较大, 后续仍需关注公司具体的衍生品投资规模和风险控制情况。

在人事变动方面, 该公司于 2017 年 6 月进行了董事会和监事会的换届选举, 发生了一定的人事调整, 其中监事会主席由隋荣庆变为韩培滨。

2016 年, 该公司购买怡力电业资产包后, 关联交易规模大幅减少。2017 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 10.47 亿元，占公司营业成本的比重为 7.93%；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 1.22 亿元，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。此外，截至 2017 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 7.57 亿元，公司在南山财务存款余额为 32.69 亿元。

## （二）业务运营

### 1. 铝行业环境

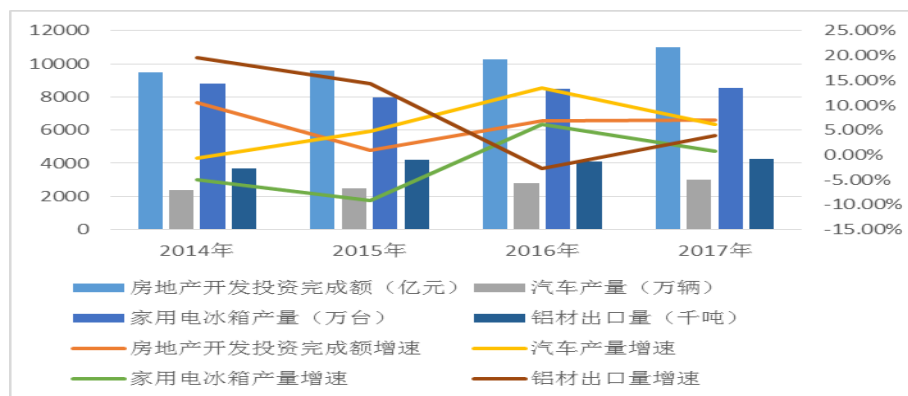
在全球最重要的六种金属中，铝是仅次于钢铁的第二大金属消费材料，在国民经济中占据非常重要的地位；并且，中国是目前世界第一大电解铝生产国和消费国，是全球电解铝生产和消费增长的主要推动力量，2017 年全球原铝产量达到 5791.7 万吨，其中中国产量 3225.5 万吨，占比达到 55.69%，超过全球其他地区所有年产量的总和。但我国铝业整体竞争能力不强，高端铝加工产品仍需要大量依赖进口，产业集中度亦不高，且近年来一直处于产能过剩状态，竞争较为激烈。

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 要“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，而截至 2018 年 2 月 26 日国产 C919 大型客机已经获得国内外 28 家航空公司 815 架的订单，中国自主研发喷气式支线客机 ARJ21-700 用户达 21 家，订单总数累计达 453 架，未来国内航空用铝需求也将进一步提升。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。

跟踪期内，受益于电解铝下游房地产、汽车、家用电冰箱行业需求稳定增长，2017 年前三季度我国电解铝表观消费量 2792.60 万吨，同比增长 18.42%，增速同比提高了 18.06 个百分点；同时受益于全球经济缓慢复苏，2017 年铝材出口量为 424 万吨，同比增长 3.92%。

图表 2. 2014 年以来铝行业下游需求变化情况



资料来源： Wind 资讯

但未来，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预计将有所回落；而受需求提前释放和 2018 年乘用车购置税上调影响，汽车销量增速将继续下滑；随着房地产市场收紧、能效标准升级、原材料成本上升，家用电冰箱产量增速亦将有所下降。而出口方面，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，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，公司的双反税率约为90%；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），并将于2018年4月9日公布初裁结果，随后75天公布终裁结果，预计双反税率较高。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，其中欧盟、澳大利亚、加拿大、墨西哥、阿根廷、韩国、巴西在2018年5月1日前暂时豁免。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。受此影响，预计未来中国铝材出口将有所下滑。综合来看，未来短期内我国铝行业下游需求增速或将趋于下降；但从中长期来看，因铝及铝合金的优良特性，并在汽车、航空等交通领域的轻量化趋势推动下，铝行业下游应用需求前景尤其是国内市场仍十分广阔。

供给方面，跟踪期内国家对铝行业进行了更为严格的供给侧改革，大规模加速清理整顿违法违规产能，2017年1~9月，电解铝行业共清理违规产能558万吨，占总产能的15.39%，清理产能远超过去六年去产能的总和，由此使得2017年铝冶炼行业产能增长得到明显控制，截至2017年末我国电解铝总产能约为4356万吨，仅较上年末增加113.10万吨，增幅同比大幅减少266.10万吨。受此影响，加之跟踪期内环保和采暖季限产，2017年我国电解铝产量3227万吨，仅同比增长1.24%，增速同比下滑0.22个百分点，同期铝材产量为5832万吨，仅同比增长0.63%，增速同比大幅下滑10.06个百分点。

**图表 3. 2017 年我国铝行业供给侧改革主要相关政策情况**

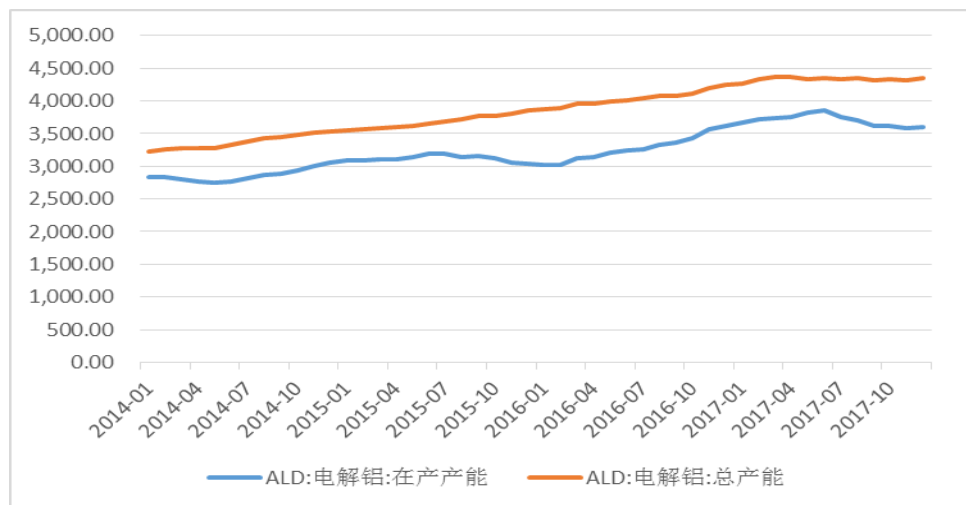
时间	发布部门	发布文件	主要内容
2017年初	环保部	无	环保部从全国抽调5600名环境执法人员，将对京津冀及周边传输通道“2+26”城市开展为期一年的大气



			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

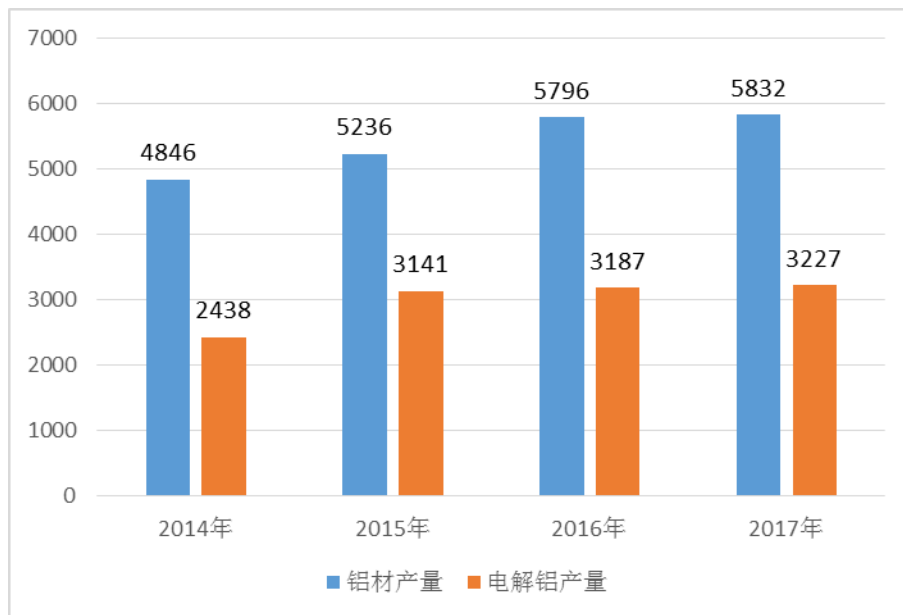
资料来源： Wind 资讯

图表 4. 2014 年以来我国电解铝产能情况（单位：万吨）



资料来源： Wind 资讯

图表 5. 2014 年以来我国铝材和电解铝产量情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯

2018 年 1 月, 工信部发布了《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》, 明确 2011-2017 年关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标须在 2018 年 12 月 31 日前完成产能置换, 逾期将不得用于置换。期间共有 467.9 万吨产能官方宣布淘汰, 已公告完成产能置换的有 375.4 万吨, 其中 68 万吨投入使用, 剩余可置换产能 92.5 万吨, 已建成违规产能合规化预计会通过产能置换加速实现。受政策限制, 预计 2018 年中国电解铝新增产能总量将得到有效控制, 一些符合产业政策的合规产能有望在 2018 年视市场情况逐步投放, 在没有供给政策再刺激引导下, 产量供给增速预计将有所上升。根据安泰科统计, 2018 年中国具备投放能力的新建电解铝产能大约在 270 万吨/年; 另外, 国内市场还有约 200 万吨/年的合规关停产能存在理论开启的可能性。

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“中铝公司”)、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”）和河南中孚实业股份有限公司（简称“中孚实业”）等，公司 2017 年下游深加工铝材产量超过 100 万吨，位居国内铝深加工行业前列，行业地位较高。

图表 6. 2017 年国内主要铝深加工企业铝材产量（单位：万吨）<sup>1</sup>

国内主要铝深加工企业	产量
中铝公司	131.00
南山铝业	103.34 <sup>2</sup>
中国忠旺	73.74
明泰铝业	63.46
云铝股份	62.10
鼎胜新材	50.82
中孚实业	42.58
中国宏桥	41.20
兴发铝业	39.27

资料来源：根据上市公司公开资料整理

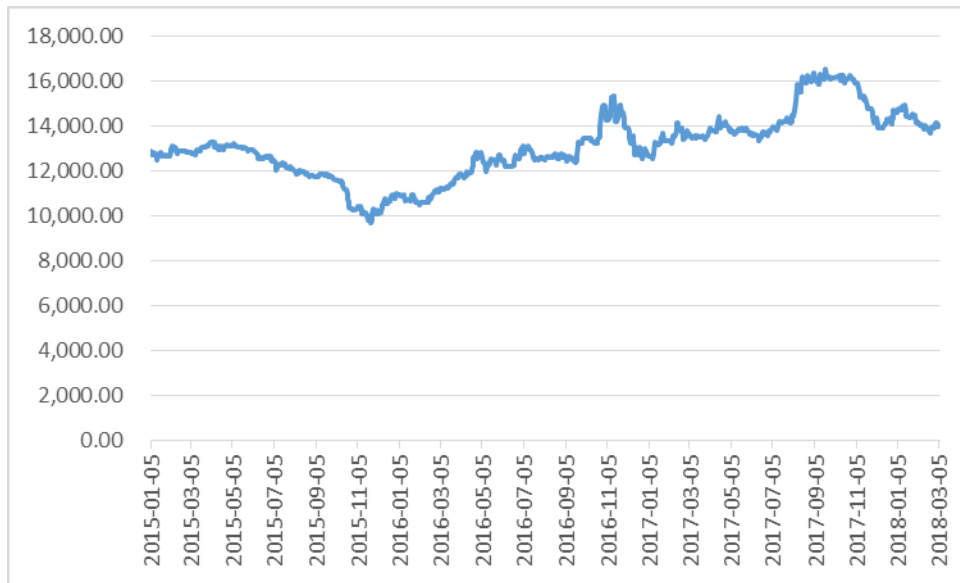
电解铝价格方面，跟踪期内受益于下游行业需求稳定增长，而供给端产能产量供给增长受国家政策影响得到严格控制，加之因煤炭价格高位运行导致成本端居高不下对铝价形成的支撑作用，2017 年以来铝价总体维持在高位运行，全年沪铝均价为 14405.17 元/吨，较 2016 年增加 1969.59 元/吨，增长 15.84%。其中，2017 年下半年铝价出现较大波动，主要系 2017 年第三季度，随着各地违规产能的陆续关停，政策执行效果不断显现，铝价一路上涨，并于 9 月最高突破 17000 元/吨；但随后第四季度，受铝锭库存居高不下及供暖季限产执行效果不如预期影响<sup>3</sup>，铝价承压下调。

<sup>1</sup> 其中，中铝公司的产量为 2016 年的数据。

<sup>2</sup> 不包括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。

<sup>3</sup> 魏桥集团因采暖季错峰生产方案中涉及的产能与 2017 年 7 月公布的违规产能重合，魏桥集团在采暖季无需再关停电解铝产能。

图表 7. 近年来上海金属网铝价走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯

2018 年以来,随着冬季限产产能逐渐恢复,加之产能置换提速,新建合规产能投产,铝价持续下跌。预计未来短期内,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,铝价可能将震荡下行,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。

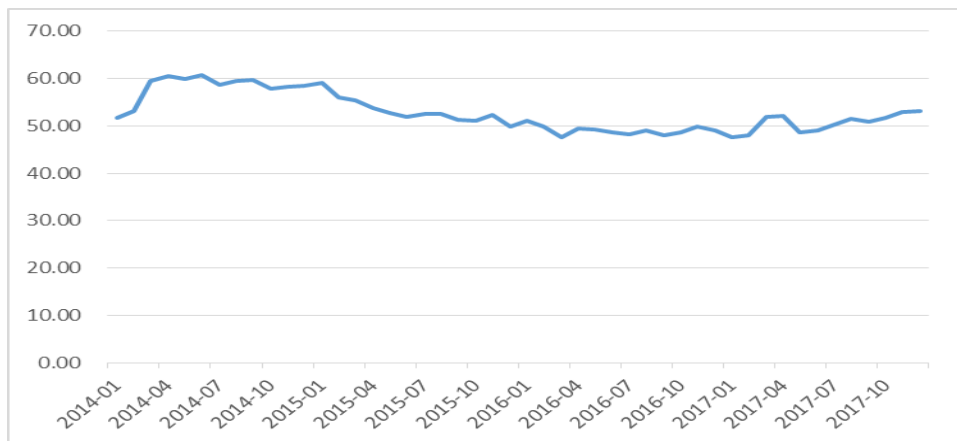
另外,在电解铝企业的自备电厂方面,2017 年 5 月,国家发改委、能源局下发《关于开展燃煤自备电厂规范建设及运行专项监督的通知》,并会同工信部、财政部、环保部等赴新疆、山东、内蒙古、江苏、广西和甘肃六省对自备电厂的基本情况进行督查,并在 7 月 25 日的政策宣讲会上表示将全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加。未来需关注上述政策实施情况及对该公司用电成本和经营业绩的实际影响。

原材料成本方面,该公司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。2017 年我国铝土矿进口量为 6855.47 万吨,同比增

长 32.40%；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，政策将延长至 2017 年，受此影响，2017 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 35.84%至 477.79 万吨，占全部进口的比重仅为 6.97%；而自澳大利亚进口铝土矿同比增长 19.58%至 2547.79 万吨，占全年进口总量的 37.16%，是目前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大幅增长 132.00%至 2762.58 万吨，占全年进口总量的 40.30%，首次成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%。

图表 8. 近年来进口铝土矿价格变化（美元/吨）



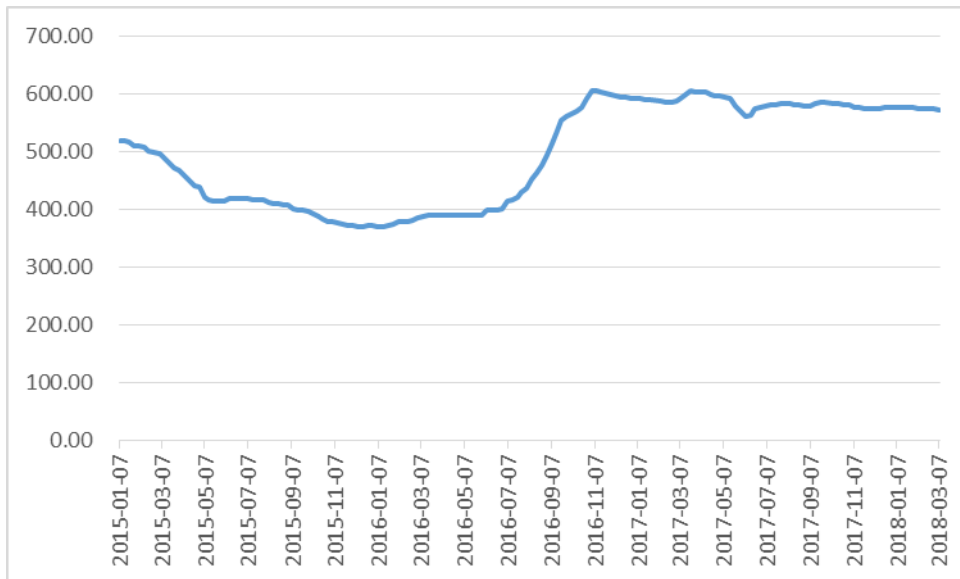
资料来源：Wind 资讯

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。2017 年煤炭行业调控政策已经由 2016 年的“去产能，限产量”逐渐调整为“保供应，稳煤价”。从供给端看，2017 年，我国煤炭行业去产能稳步推进，于当年 10 月提前超额完成了全年去产能目标 1.5 亿吨，全年实际去产能达 2.5 亿吨。从需求端看，2017 年整体需求旺盛，2017 年前 11 个月，六大电厂平均月消耗煤炭 1979.28 万吨，较 2016 年增长 12.89%，2017 年火电发电量月增速平均维持在 5% 以上的水平。在需求超预期、供给释放有限的情况下，2017 年煤价保持在



高位运行，环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数一直在 600 元/吨附近震荡。

**图表 9. 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 资讯

《2017 年政府工作报告》指出，2018 年将继续退出煤炭产能 1.5 亿吨。随着供给侧改革持续推进，预计 2018-2019 年产能难有绝对增量，新增产能需要通过减量置换，而需求端随着宏观经济企稳或进一步增长，未来短期内煤炭价格预计仍将在高位运行，并可能震荡上升。

## 2.经营状况

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。

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 年未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。

该公司此次收购的怡力电业资产包，主要是为公司提供原铝加工<sup>4</sup>，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。公司收购怡力电业资产包后，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，同时盈利能力和经营规模也有较大提升。2016-2017 年怡力电业资产包营业收入分别为 48.88 亿元和 58.80 亿元，其中电解铝受托加工费收入分别为 46.03 亿元和 47.79 亿元，其余主要为电力销售收入；同期毛利率分别为 27.02%和 16.52%，电解铝受托加工业务的毛利率分别为 26.63%和 13.14%。跟踪期内，怡力电业资产包收入有明显上升，主要系 2017 年电力销售收入大幅增加<sup>5</sup>，并新增碳素出口业务收入 2.33 亿元，加之铝价上涨所致；而同时毛利率大幅下滑，主要系加工原材料煤炭、石油焦、沥青等采购价格较上年大幅上涨，加工成本大幅上升所致。受上述因素综合影响，怡力电业资产包 2016-2017 年净利润分别为 8.57 亿元和 6.54 亿元，合计 15.11 亿元，距离 2016-2018 年三年业绩承诺 18 亿元仅为 2.89 亿元，实现业绩承诺确定性高，但仍需进行关注；总体来看，自 2016 年收购以来，怡力电业资产包为公司贡献了较为可观的净利润。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 根据收购怡力电业资产包相关承诺，2017 年怡力电业电厂发电量统一销售给公司，由公司对外销售，同时收购怡力资产包后，公司统一向公司其他各单位调配电力使用量，公司其他各单位使用资产包电量增加，影响收入增加约 6.11 亿元。

图表 10. 怡力电业资产包毛利率变动分析 (单位: 元/吨)

年份	加工费单价 <sup>6</sup>	加工成本
2017 年	7071.84	7060.19
2016 年	6847.49	5918.22

资料来源: 南山铝业

跟踪期内, 受益于新增产能逐步投产和释放、下游需求上升和铝价维持在高位运行, 2017 年该公司实现主营业务收入 166.13 亿元, 同比大幅增长 26.65%, 主要系跟踪期内公司铝板带箔等产品的下游需求扩大, 同时铝价维持在高位运行, 使得公司产品销售均价同比有明显上升。毛利率方面, 公司深加工产品定价模式为“铝价+加工费”, 跟踪期内铝价运行相对平稳, 但上游煤炭等原材料价格上涨, 使得 2017 年公司主要产品铝板带箔和铝型材的毛利率分别同比下滑 1.21 个百分点和 1.36 个百分点, 但受益于 2017 年氧化铝粉市场均价同比有明显提升, 使得收入和毛利率同比大幅上升 58.81% 和 18.85 个百分点; 由此导致, 2017 年公司综合毛利率为 22.74%, 仅同比略微下滑 0.04 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, 2017 年实现营业收入 112.97 亿元, 占当年主营业务收入的比重为 68.00%, 同比大幅增长 41.64%, 主要受益于跟踪期内公司加大市场开发力度和下游终端产品需求增加, 2017 年公司铝板带箔终端产品销量较上年增长 11.06%, 加之销售均价同比上涨 18.99% 所致; 其余收入仍主要来自铝型材、铝合金锭等, 其中铝型材 2017 年实现营业收入 33.81 亿元, 占当年主营业务收入的比重为 20.35%, 同比增长 10.93%, 主要受益于铝型材销售均价上升所致; 2017 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下降 27.26%。

<sup>6</sup>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%。

图表 11. 公司 2016 年以来主营业务收入及毛利率构成情况

业务板块	2016 年		2017 年	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
氧化铝粉	2.61	6.45	4.15	25.30
铝合金锭	16.83	16.25	12.24	16.08
铝板带箔	79.76	26.01	112.97	24.80
铝型材	30.48	18.88	33.81	17.52
电、汽	1.17	35.72	2.14	26.89
天然气	0.32	18.86	0.41	29.16
其他	-	-	0.41	29.54
<b>合计</b>	<b>131.17</b>	<b>22.78</b>	<b>166.13</b>	<b>22.74</b>

资料来源：南山铝业

### (1) 生产

该公司具有短距离完整的铝产品加工生产线，截至 2017 年末，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 80 万吨/年、冷轧卷产能 70 万吨/年，高精度铝箔 7 万吨/年；此外，跟踪期内年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目已筹建完成，也在逐步投产中。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，公司调整产品结构，产能向高附加值产品转移，加之因 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释放阶段，使得近年来公司型材的产量和产能利用率处于较低水平。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自 2016 年以来逐步投产和释放产能，以及年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线 2017 年正式投产，跟踪期内铝板带箔产能进一步提升至 157 万吨/年<sup>7</sup>，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进一步上升。主要产品产能和产量情

<sup>7</sup> 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。

况如下表:

**图表 12. 2016-2017 年产能、产量及产能利用率情况**

产品名称	项目	2016 年	2017 年
型材	产能 (万吨/年)	39.00	39.00
	产量 (万吨)	17.97	18.24
	产能利用率 (%)	46.08	46.77
铝板带箔	产能 (万吨/年)	143.00	157.00
	产量 (万吨)	131.29	146.18
	产能利用率 (%)	91.81	93.11
铝合金锭 (电解铝)	产能 (万吨/年)	81.60	81.60
	产量 (万吨)	84.79	83.29
	产能利用率 (%)	103.91	102.08

资料来源: 南山铝业

## (2) 在建项目

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,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)、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、工艺优化中)、年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目(设备调试、工艺优化中)、印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目和铝材生产线改造项目<sup>8</sup>等,累计投资已超原有预算 16.76 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;印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目主要来自拟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 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目主要生

<sup>8</sup> 主要是利用原有土地,对低效率、低附加值的老旧生产线进行规划、改造。



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，2015-2017 年的实际产量分别为 6.45 万吨、6.60 万吨和 6.56 万吨，其中铁路车厢用型材均约 1 万吨，其余主要为集装箱用等型材，近年来产能利用率仅约 30%，主要受宏观经济影响，铝型材下游需求较为低迷，公司调整产品结构，电解铝产能向高附加值产品转移所致。

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 52.95%。该项目跟踪期内实现了为世界著名新能源汽车制造商及奇瑞新能源、上汽通用等国内车企批量供货，并成功通过波音供应商资格认证和实现批量供货；该项目目前仍处于产能逐步释放过程中，在产能释放的过渡期，公司将会利用该项目产能生产更多的罐体罐盖料和热轧卷等前端初级产品，未来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。

该公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目主要生产铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品，主要用于航空材料，包括发动机、飞机结构件和零部件等，总投资约 22 亿元，年折旧额约 1.31 亿元；该项目已于 2016 年开始试生产，目前尚有 1 条生产线处于试生产，预计于 2018 年下半年正式投产，另外 3 条生产线已于 2017 年下半年陆续投产；该项目下游客户目前主要有罗罗公司、波音、空客、庞巴迪等，但基本仍处于产品认证阶段。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，已于 2017 年正式投产并达到满产。

总体来看，该公司上述项目产销量还不高，目前整体仍处于产能释放过程中；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，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，以及对外出口渠道是否畅通仍存在变数，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，因此以上项目未来能否达到预期经营效益的不确定性仍较大。

此外，2017年9月，该公司发布了《南山铝业2017年度配股公开发行证券预案》，公司拟按每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售，本次配股拟募集资金总额不超过人民币50亿元（含发行费用），扣除发行费用后的净额将全部用于投资“印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目”。目前该配股事项仍在证监会审查过程中。

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，拟使用募集资金不超过50.00亿元，不足部分由公司自筹资金解决<sup>9</sup>。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。目前该项目已开始前期港口及土地平整施工；截至2017年末，该项目已投入自筹资金4.77亿元。未来需关注该项目的建设进展及配股募集资金情况。

图表 13. 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2017年末已投资额	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	71.63	已完结	100	募集资金及自有资金
年产22万吨轨道交通新型合金材料生产线项目	32.19	32.29	已完结	100	非公开发行募集资金

<sup>9</sup> 本次发行实际募集资金规模不超过募投项目资金需要量，若本次配股发行扣除发行费用后的实际募集资金少于上述项目募集资金拟投入总额，不足部分由公司自筹资金解决。在本次配股发行募集资金到位之前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况，以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法规规定的程序予以置换。

项目名称	拟投资额	截至 2017 年末 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	22.03	2018 年	98	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
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	4.77	2020 年	1	募集资金及自有资金
铝材生产线改造	6.76	0.74	2018 年	12	自有资金
东海电厂环保改造	3.05	-	2018 年	-	自有资金
电解铝公司环保改造	1.25	-	2018 年	-	自有资金
<b>合计</b>	<b>184.83</b>	<b>136.10</b>	---	--	---

资料来源：南山铝业

### (3) 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：型材产品、热轧产品、冷轧产品和铝箔产品销量分别较上年增长 1.33%、41.66%、14.58% 和 42.61%，其中型材产品因跟踪期内下游产品需求仍较为低迷，加之近年来公司调整产品结构，产能向高附加值产品转移，产量提升较少，而铝板带箔因公司跟踪期内产能提升，并且积极开拓新的市场和客户以及下游需求上升，销量大幅上升。

**图表 14. 2016 年以来公司产品销售情况 (单位：万吨、%、元/吨)**

产品	项目	2016 年	2017 年
型材	销量	18.02	18.24
	产销率	100.28	100.12
	销售均价	16,961.65	18,592.63
铝板带箔	销量	129.96	144.34
	产销率	98.99	98.74
	销售均价	14,955.65	17,795.36
铝合金锭 (电解铝)	总销量	84.83	88.33
	对外销量	12.53	7.29
	产销率	100.05	106.05
	销售均价	10,998.67	13,553.44

资料来源：南山铝业

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，2017年公司内销收入占比为66.38%，随着公司不断开拓国际市场，跟踪期内外销比例继续提升，2017年公司主营业务外销比例较上年提升了5.07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	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年外销占比
外销总额	35,446.61	35,230.64	60,691.94	33.63%
其中: 对美出口金额	13,287.44	15,128.43	28,396.94	15.73%

资料来源: 南山铝业

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，其中公司受“双反”影响的产品主要为铝箔、汽车板和航空板、中厚板的其他产品及锻造产品，2017年对美出口销量为2.77万吨，金额为5.28亿元，占当年公司收入的比重为3.09%，毛利合计为1.28亿元，占当年公司毛利的比重为3.31%；受上调关税影响的为公司对美出口的所有铝产品，除了上述产品之外，还有不在“双反”措施范围内的易拉罐料，2017年对美出口5.48万吨，相应的销售收入和毛利分别为10.56亿元和2.86亿元，占当年公司收入和毛利的比重分别为6.19%和7.41%。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2017年对美出口的收入和毛利分别为19.19亿元和5.04亿元，占当年公司收入和毛利的比重分别为11.24%和13.07%，受影响最大的主要为新投产的年产20万吨超大规模高性能特种铝合金材料生产线，其生产的汽车板和航空板及其他中厚板产品目前主要对美销售，未来或将因美国“双反”和关税壁垒无法对美出口该项目相关产品，对该项目的预期效益实现将产生一定影响。从目前来看，公司对美销售占比不低，预计未来对美销售收入或将大幅减少，从而对公司收入和利润产生一定影响；未来公司将进一步拓展欧洲、日本和东南亚等其他海外市场及国内市场，同时公司计划通过进一步拓展6系等中高端的铝合金中厚板市场以应对美国出口的“双反”限制，但未来能否对冲出口美国市场

受阻的负面影响仍有待观察，同时需关注后续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。

#### (4) 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。2017年公司铝土矿，采购均价同比上升6.82%，主要系当年铝价维持在高位，铝土矿全年均价也有所上升。

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贸易有限公司和中煤能源山东有限公司，2017年煤炭采购均价同比大幅上升26.65%，主要系当年供给侧改革和持续减产导致煤炭价格持续高位运行，公司的能源成本相应大幅上升。

**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
进口铝土矿	采购量(万吨)	330.93	376.02
	采购均价(元/吨)	337	360
煤炭	采购量(万吨)	637.08	576.00
	采购均价(元/吨)	426.00	539.53
发电	指标	2016 年	2017 年
电力	装机容量(万千瓦)	181	181
	发电量(亿千瓦时)	110.40	112.27
	电力自给率(%)	97.78	84.40

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位



置，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。

### （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 2017 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 2015-2016 年数据来自公司 2014-2016 年三年连审的审计报告。

跟踪期内，因该公司新增较多银行借款和应付债券，公司 2017 年末负债总额大幅增加 22.19 亿元至 113.81 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 11.36 亿元至 346.60 亿元，公司资本实力也进一步增强；由此导致 2017 年末公司资产负债率由 21.46% 上升至 24.72%，但负债经营程度仍处于很低的水平，财务结构保持稳健。从债务期限结构来看，2017 年末流动负债占比为 66.39%，较上年末下滑 5.88 个百分点，主要系 2017 年公司发行了 15 亿元公司债所致，但公司债务仍相对集中于流动负债。从债务构成来看，2017 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 60.96% 和 22.95%。2017 年末公司刚性债务余额为 69.38 亿元，较上年末大幅增加 23.06 亿元，主要系当年公司新增较多银行借款和发行 15 亿元公司债券所致，其中短期刚性债务占比为 51.82%；刚性债务构成中，公司银行借款余额为 32.14 亿元，在刚性债务中占比 46.33%，较上年末增加 7.32 亿元，应付债券余额为 29.86 亿元，在刚性债务中占比 43.04%，与上年末增加 14.93 亿元。2017 年末应付账款余额为 26.12 亿元，较上年末减少 5.49 亿元，主要系随着公司在建工程的逐步完工，应付工程及设备款减少所致。

图表 17. 截至 2017 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款类型	保理借款	保证借款	票据贴现	质押借款	合计	利率区间
短期借款	4.17	8.94	3.00	9.02	25.12	1.64%-4.35%
一年内到期的长期借款	-	3.46	-	-	3.46	4.655%-4.90%

长期借款	-	3.56	-	-	3.56	
合计	4.17	15.96	3.00	9.02	32.14	-

资料来源：南山铝业

跟踪期内，该公司继续扩大经营规模，2017 年末公司资产总额为 460.41 亿元，较上年末大幅增加 33.55 亿元，主要系跟踪期内公司通过银行借款和发行债务增加营运资本投入所致，2017 年末公司流动资产较上年末大幅增加 41.02 亿元至 151.73 亿元，流动资产占比较上年末上升 7.02 个百分点至 32.96%，但公司资产结构仍以非流动资产为主，占比为 67.04%，账面价值为 308.68 亿元，因计提折旧等，导致非流动资产较上年末减少 7.47 亿元。2017 年末公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，在流动资产中占比分别为 36.72%、9.53%、13.73%和 30.08%。其中，2017 年末货币资金余额为 55.71 亿元，较上年末大幅增加 14.88 亿元，由银行理财产品构成的其他流动资产较上年末增加 4.76 亿元至 5.50 亿元，主要系跟踪期内公司增加较多银行借款和应付债券用于补充营运资金所致；应收票据账面价值为 14.45 亿元，与上年末基本持平；应收账款较上年末大幅增加 9.34 亿元至 20.84 亿元，一方面为公司收入规模上升所致，另一方面系跟踪期内随着公司下游铝深加工产能进一步释放和提升，现款现货结算的铝合金锭销售显著下降，有信用账期的下游深加工产品销售收入大幅增加，且为了维护和拓展优质客户，公司对约 20% 的客户将信用账期从 3 个月延长至 6 个月所致；年末公司应收账款基本都在一年以内，公司对 1 年以内的应收账款按 10% 计提坏账准备，年末已计提坏账准备为 2.32 亿元，坏账准备计提相对较为充分，但仍需关注应收账款后续进一步增长情况和由此引发的坏账损失风险。公司存货账面价值较上年末增加 7.28 亿元至 45.64 亿元，存货规模较大且随着业务规模上升而进一步增加，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。2017 年公司应收账款和存货的周转率分别为 10.56 次和 3.15 次，分别较上年下降 3.66 次和上升 0.48 次，总体看，目前公司应收账款和存货周转效率仍尚可。此外，跟踪期内公司预付账款规模继续上升，2017 年末为 5.28 亿元，较上年末增加 1.96 亿元，主要系增加预付材料款所致。2017 年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

84.15%、5.54%和 7.87%。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 27.47 亿元至 259.75 亿元，在建工程较上年末减少 36.79 亿元至 17.10 亿元；无形资产账面价值为 24.28 亿元，较上年末增加 1.58 亿元，主要由土地使用权构成。

2017 年末该公司流动比率和速动比率分别为 200.82% 和 140.41%；受限资产方面，2017 年末公司受限资产总额为 19.92 亿元，占总资产和净资产的比重分别为 4.33%和 5.75%，受限比例较低。总体来看，目前公司资产流动性较好。

**图表 18. 截至 2017 年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	13.07	保证金
应收票据	2.22	质押
应收账款	3.9	保理融资出让
存货	0.72	保理融资出让
合计	19.92	

资料来源：南山铝业

跟踪期内，该公司受益于产品销售均价上升和铝板带箔等产品销量的大幅增长，2017 年营业收入同比大幅增长 29.03%至 170.68 亿元，综合毛利率为 22.58%，仅同比下滑 0.08 个百分点，由此使得 2017 年公司实现营业毛利 38.54 亿元，较上年大幅增加 8.58 亿元。同期，公司期间费用为 12.76 亿元，较上年增加 1.26 亿元，系跟踪期内公司业务规模扩大，管理费用较上年增加 1.02 亿元，同时因刚性债务规模大幅增加，财务费用较上年增加 0.62 亿元所致；当年公司期间费用率 7.48%，较上年下降 1.22 个百分点，总体费用控制情况较好。此外，跟踪期内随着公司应收账款规模的大幅上升，2017 年新增计提应收账款等坏账损失 1.31 亿元，较上年增加 0.69 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，2017 年公司实现经营利润<sup>10</sup>21.80 亿元，较上年增加 5.84 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一定补充。2017 年公司实现投资净收益 0.48 亿元，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 0.40 亿元和理财产品收益 0.11 亿元。2017 年公司获得营

<sup>10</sup> 本评级报告的经营利润定义为：经营利润=营业总收入-营业总成本。

业外收入仅为 0.18 亿元，较上年减少 0.46 亿元，主要系当年公司政府补助和递延收益摊销计入其他收益所致，当年其他收益为 0.31 亿元。2017 年公司实现净利润 17.20 亿元，较上年增加 3.76 亿元。总体来看，跟踪期内公司整体盈利能力较强且得到进一步提升。

**图表 19. 公司 2016 年以来利润主要构成情况（单位：亿元）**

项目	2016 年	2017 年
经营利润	15.96	21.80
公允价值变动收益	-0.02	-0.06
投资净收益	0.88	0.48
营业外净收入	0.46	0.02
其他净收益	-	0.34
利润总额	17.28	22.59

注：根据南山铝业提供数据整理绘制

在现金流方面，2017 年该公司的营业收入现金率仅为 63.48%，较 2016 年的 100.55% 大幅下滑 37.07 个百分点，主要系公司经营活动中有大量的票据收付，2017 年以前公司均将票据收付计入现金流，但根据证监会要求，2017 年开始公司不再将票据收付计入现金流，使得当年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅减少 24.66 亿元，同时购买商品、接受劳务支付的现金同比也大幅减少 25.52 亿元，但当年公司经营性现金净流量为 18.10 亿元，较上年同期仅减少 0.82 亿元，主要与公司经营规模的进一步扩大，应收账款和存货规模进一步上升，加之部分优质客户信用政策放宽有关。跟踪期内公司主业经营活动仍保持稳定较多的现金净流入。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，2017 年投资性现金流量净额为 -18.28 亿元，净流出规模同比增加 2.47 亿元。2017 年公司筹资性现金净流量为 16.15 亿元，跟踪期内公司主要通过银行借款和发行债券进行融资。

根据公开市场信息、该公司提供的 2018 年 3 月 5 日《企业信用报告》、2017 年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 2017 年末，公司合并口径各银行的总授信额度为 81.62 亿元，尚未使用的授信额度为 21.57 亿元。

#### （四） 担保人信用质量变化

该公司的 17 南铝债由控股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“2016 年中国制造业企业 500 强”第 68 位和“2016 年中国企业 500 强”第 165 位，均较上年提升 2 位。

经营方面，南山集团 2016 年实现营业收入 284.84 亿元，较上年下降 4.31%，主要系铝价大幅波动导致有色金属板块收入有所下滑，纺织服装业务板块减少低端产品生产，加之 2016 年南山铝业收购怡力电业资产包后，电、汽业务收入因结算方式变化大幅减少所致；同期综合毛利率为 27.23%，毛利率水平较高，且较上年提升 2.66 个百分点，系当年铝价上升所致；当年实现净利润为 29.26 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 21.71 亿元），净利润同比增加 0.60 亿元；2016 年经营性现金流量净额为 34.25 亿元，同比减少 2.69 亿元。2017 年 1-9 月，南山集团实现营业收入 219.07 亿元，同比增长 8.02%，主要是有色金属板块和贸易板块收入增长所致；综合毛利率为 20.72%，较上年有所下滑，系当期收入大幅增加的贸易业务毛利率很低以及当期房地产板块毛利率因新结转新加坡房地产项目毛利率较低而有所下滑所致；当期实现净利润 18.85 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 11.01 亿元），净利润同比增加 1.65 亿元；当期经营性现金流量净额为 7.06 亿元，同比大幅减少 14.48 亿元，系应收账款和其他应收款大幅增加所致。

图表 20. 南山集团 2014 年以来营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属	160.21	16.30	151.17	13.69	136.04	23.02	122.88	23.12
纺织服装	27.75	22.56	27.59	20.96	15.69	34.47	11.67	38.03



业务板块	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电、汽	43.96	43.81	44.77	46.25	6.90	1.91	1.62	26.55
房地产	31.75	41.32	30.62	31.14	49.40	28.43	10.82	19.30
贸易	9.56	10.97	9.36	8.96	6.13	0.69	42.83	0.14
其他	29.87	51.42	34.16	45.57	70.68	37.66	29.25	34.03
<b>合计</b>	<b>303.10</b>	<b>26.78</b>	<b>297.67</b>	<b>24.57</b>	<b>284.84</b>	<b>27.23</b>	<b>219.07</b>	<b>20.72</b>

注：根据南山铝业提供数据整理绘制

财务方面，随着南山集团持续推进新增产能项目和人工岛项目的投资建设，并不断进行股权投资，资产和负债规模持续较快增长，2016年末及2017年9月末资产规模分别为1160.24亿元和1236.15亿元，较2015年末的1004.27亿元大幅增长；2016年末及2017年9月末负债规模分别为589.89亿元和650.50亿元，较2015年末的460.36亿元亦大幅增长；由此使得南山集团资产负债率也不断上升，从2015年末的45.84%上升至2016年末的50.84%和2017年9月末的52.62%，但总体仍处于较合理水平。资本实力方面，2016年末，南山集团所有者权益为570.35亿元（其中归属于母公司所有者权益为377.50亿元）；2017年9月末，南山集团所有者权益为585.65亿元（其中归属于母公司所有者权益为387.86亿元），资本实力较强，并随着净利润的积累不断提升。

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。

### 三、跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内该公司同一控制下收购的怡力电业资产包继续为公司贡献较多收入和利润，同时受益于新增产能逐步投产和释放、铝价高位运行和铝板带箔下游需求不断上升，公司收入和利润有显著提升；负债经营程度仍很低，且经营环节现金流仍保持稳定较大额的净流入，货币资金存量充裕，对债务的保障程度很高。

跟踪期内该公司新增产能的整体利用率还不高，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，以及中国与美国等国不断升级的国际贸易摩擦将是影响其长期信用质量的重要因素。同时，因公

司产品的原材料成本占比较高，产品和原材料存货规模较大，且跟踪期内随着经营规模扩大而进一步增长，短期内若其价格剧烈波动也会对公司经营效益产生一定影响。此外，跟踪期内公司因经营规模扩大、收入增长、产品结构调整及信用政策放宽等因素，应收账款规模继续增加，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。

本评级机构决定调整该公司主体信用等级至 AAA，评级展望为稳定；调整 15 南铝 01 和 15 南铝 02 信用等级至 AAA，维持 17 南铝债信用等级为 AAA，主要基于以下几点考虑：

**1. 铝深加工产业链趋于完整且产能规模持续提升。**该公司拥有从热电-氧化铝-电解铝-熔铸-（铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压）的短距离完整产业链布局，有利于公司整合供应链，有效降低铝产业链上游产品价格波动对下游产品的影响，增强成本控制能力；跟踪期内随着新增产能逐步投产和释放，经营规模进一步扩大，铝深加工产业链进一步完善，2017 年公司的下游铝深加工产品产量达 103.34 万吨，规模位居行业排名前列。截至 2017 年末，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 80 万吨/年、冷轧卷产能 70 万吨/年，高精度铝箔产能 7 万吨/年；此外，跟踪期内年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目已筹建完成，产能将逐步释放。

**2. 经营业绩进一步提升。**跟踪期内，受益于国家供给侧改革的不断推进和下游需求的不断增长，铝行业供需结构得到明显改善，铝价维持高位运行，该公司收入和利润显著增加。2017 年，公司分别实现营业收入和净利润 170.68 亿元和 17.20 亿元，同比各增长 29.03% 和 27.97%。

**3. 并购资产完成业绩承诺确定性高。**该公司 2016 年 11 月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的同时经营规模和盈利能力得到较大提升，怡力电业资产包 2016-2017 年分别实现净利润 8.57 亿元和 6.54 亿元，为公司贡献了较为可观的净利润，两年累计实现净利润 15.11 亿元，占三年净利润承诺 18 亿元的 83.94%，完成业绩承诺的确定性高。

**4. 财务结构保持稳健和债务偿付的资金保障程度高且进一步增强。**2017 年末该公司资产负债率仅为 24.72%，虽较上年末上升

3.26 个百分点，但仍处于很低的水平，财务结构保持稳健；2017 年公司经营性净现金流为 18.10 亿元，较上年略降 0.82 亿元，经营环节仍保持稳定且较大额的现金净流入；2017 年末公司货币资金余额达 55.71 亿元（其中受限货币资金 13.07 亿元），货币资金存量充裕，对债务的保障程度高且进一步增强，年末货币资金对债务的覆盖程度较上年末提升 4.39 个百分点至 48.96%。

同时，本评级机构也关注到较高的出口比例使得该公司的核心业务运营较易因部分国家贸易政策调整的影响而承压，但国内铝深加工产品的应用前景仍十分广阔，公司凭借自身较高的市场竞争地位和很强的抗风险能力，仍有望在未来中长期发展中保持向好态势。

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，及印尼募投项目后续进展；（6）公司应收账款规模和质量的变化以及对经营性现金流产生的影响；（7）怡力电业资产包业绩承诺完成情况；（8）国际贸易摩擦和对公司外销业务的影响等。

附录一：

## 南山铝业主要财务数据及指标表

主要财务指标	2015 年	2016 年	2017 年
<b>金额单位：人民币亿元</b>			
资产总额	421.50	426.85	460.41
货币资金	45.84	40.83	55.71
刚性债务	56.84	46.31	69.38
所有者权益合计	322.99	335.24	346.60
营业收入	137.77	132.28	170.68
净利润	11.29	13.44	17.20
EBITDA	30.92	35.38	44.07
经营性现金净流入量	26.31	18.92	18.10
投资性现金净流入量	-18.40	-15.81	-18.28
资产负债率[%]	23.37	21.46	24.72
长期资本固定化比率[%]	88.07	87.66	80.21
权益资本与刚性债务比率[%]	568.21	723.87	499.56
流动比率[%]	164.56	167.21	200.82
速动比率[%]	103.84	104.25	133.42
现金比率[%]	81.19	78.91	87.45
利息保障倍数[倍]	9.08	10.77	12.21
有形净值债务率[%]	32.81	29.34	35.36
营运资金与非流动负债比率[%]	129.55	175.12	199.15
担保比率[%]	-	-	-
应收账款周转速度[次]	21.93	14.22	10.56
存货周转速度[次]	2.84	2.67	3.15
固定资产周转速度[次]	0.73	0.63	0.69
总资产周转速度[次]	0.34	0.31	0.38
毛利率[%]	18.80	22.66	22.58
营业利润率[%]	10.36	12.71	13.22
总资产报酬率[%]	3.93	4.41	5.55
净资产收益率[%]	3.83	4.08	5.05
营业收入现金率[%]	118.88	100.55	63.48
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	23.67	19.90	17.62
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	7.12	3.27	-0.18
EBITDA/利息支出[倍]	17.57	20.35	21.87
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.69	0.76

注：表中数据根据南山铝业经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。2015-2016 年财务数据来自公司 2014-2016 年三年连审审计报告。

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。