

南山租赁一期资产支持专项计划 资产支持证券信用评级报告

评级结果：

资产支持 证券	发行规模 (万元)	预期到期日	级别
南山一期01	3,700.00	2015年12月8日	AA+
南山一期02	4,000.00	2016年06月8日	AA+
南山一期03	4,600.00	2016年12月8日	AA+
南山一期04	6,000.00	2017年06月8日	AA+
南山一期05	6,000.00	2017年12月8日	AA+
南山一期06	6,000.00	2018年07月8日	AA+
次级	3,000.00	2018年07月8日	NR
合计	33,300.00	--	

NR——未予评级

评级时间：2015年6月18日

原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人/违约基础
资产回购承诺人：南山融资租赁（天津）有限公司
担保人/流动性支持承诺人：南山集团有限公司
计划管理人：信达证券股份有限公司
托管人：中国光大银行股份有限公司北京分行
发行规模：3.33亿元人民币
本息偿付方式：优先级资产支持证券半年付息、到期一
次性还本

主要财务数据：

原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人/回购方

项目	2014 年
资产总额(亿元)	16.74
所有者权益(亿元)	4.30
营业收入(亿元)	0.66
净利润(亿元)	0.28
风险资产/净资产(倍)	3.4
资产负债率(%)	74.30

担保人/流动性支持机构

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	917.34
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	524.27
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	70.91
净利润(亿元)	40.49	41.03	38.12	7.28
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	21.52
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	42.85

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2015 年财务相关指标未经年化。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南山租赁一期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析及压力测试。

本专项计划的原始权益人南山融资租赁（天津）有限公司（以下简称“南山租赁”）成立时间较短，目前资产规模一般，盈利能力有待提升，但作为大型民营企业南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）下属企业，南山租赁有望获得股东的多方面支持；本专项计划现金流主要来自于基础资产对应的融资租赁合同回收款，涉及15个承租人且集中度偏高，考虑到承租人大部分均为医院等公用事业单位，整体违约风险一般；优先级/次级安排及南山租赁提供的差额支付和回购承诺对优先级资产支持证券的偿付具有积极作用；担保人南山集团出具的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证对优先级资产支持证券有很好的信用增级作用。

综合考虑上述因素，联合评级评定“南山租赁一期资产支持专项计划”优先级资产支持证券南山一期01~06的评级结果为AA+。

优势：

- 1、南山租赁作为大型民营企业南山集团下属企业，有望获得股东的多方面支持，其提供的差额支付和回购承诺对优先级资产支持证券的兑付起到一定的信用支持作用。
- 2、南山集团具有良好的品牌和规模优势，资信水平很高，其提供的流动性支持和担保承诺对优先级资产支持证券起到了很好的信用支持作用。
- 3、所有入池融资租赁资产均属正常类，且承

租客户起租时均向南山租赁支付一定比例的保证金，加之优先/次级受偿机制的设置对优先级资产支持证券形成了一定的信用支持。

关注：

- 1、入池资产中，医疗行业入池资产的未偿租金余额在总池中合计占比为83.69%，该行业的发展态势将对资产池的整体信用表现产生重要影响；从区域上看，贵州省、四川省和江苏省未偿本金余额均在10%以上，区域集中度较高。
- 2、部分入池资产所涉及的租赁设备因损耗或贬值较快、或不容易回收等特征，其出现违约时回收变现值相对较小。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

李 云

电话：010-85172818

邮箱：liy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

[Http://www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的相关资料主要由委托方或发行人提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代委托方、发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果的有效期为一年。根据跟踪评级的结论，在存续期内本专项计划资产支持证券的信用等级有可能发生变化。

一、 资产支持专项计划概要

1、 交易概况

南山租赁一期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“资产支持证券”）由信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”或“计划管理人”）发行，募集的资金用于向原始权益人南山融资租赁（天津）有限公司（以下简称“南山租赁”或“原始权益人”或“公司”）购买基础资产——即基础资产清单所列的由原始权益人转让给计划管理人的、自2015年6月1日起依据融资租赁合同和起租通知书约定的15单融资租赁业务对承租人应享有的37个月内¹的应收租金及其附属担保权益²。同时，计划管理人以基础资产形成的属于资产支持专项计划的资产和收益，按约定向资产支持证券持有人还本付息。

表1 主要参与人

原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人/违约基础资产回购承诺人	南山租赁
担保人/流动性支持承诺人	南山集团有限公司
计划管理人	信达证券
监管银行	江苏银行股份有限公司镇江分行
托管银行	中国光大银行股份有限公司北京分行
法律顾问	国浩律师（上海）事务所

资料来源：联合评级整理

本期资产支持证券是以基础资产产生的现金流作为还款来源，以优先级/次级的分层机制、原始权益人差额支付和违约基础资产回购承诺、担保人南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）出具的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证来提供综合增级保障的固定收益产品。

其中，优先级资产支持证券目标发售总规模为30,300.00万元，分为六档产品：南山一期01——目标募集规模为3,700.00万元，南山一期02——目标募集规模4,000.00万元，南山一期03——目标募集规模4,600.00万元，南山一期04——目标募集规模6,000.00万元，南山一期05——目标募集规模6,000.00万元，南山一期06——目标募集规模6,000.00万元。本期次级资产支持证券目标发售规模为3,000.00万元，全部由南山租赁认购。次级资产支持证券仅在优先级资产支持证券本金和预期收益全部清偿完毕后享有剩余收益。此外，计划管理人可根据投资者认购情况，缩减优先级资产支持证券发行规模，同时增加同等规模的次级资产支持证券发行规模，优先级资产支持证券向次级资产支持证券调整的规模最高不超过500万元，增加的次级资产支持证券仍由南山租赁认购。优先级资产支持证券情况详见下表：

¹ 本专项计划基础资产所涉租赁合同加权平均剩余期限为50.26个月，但基础资产仅限自2015年6月1日起依据特定15单融资租赁合同对承租人应享有的37个月内的应收租金及其附属担保权益；本报告中基础资产所涉未偿租金及相关现金流金额均为上述租赁合同自2015年6月1日起37个月内应收金额；

² 该基础资产收益包含2015年6月1日后至计划到期日上述融资租赁业务对应的各笔租金收益，不包含专项计划存续内各单融资租赁业务最后一次租金收取日至计划到期日期间相应的租金收益。

表 2 优先级资产支持证券概要 (单位: 万元)

资产支持证券	预期到期日	目标募集规模	还本付息
南山一期01	2015年12月8日	3,700.00	半年付息、 到期一次性还本
南山一期02	2016年06月8日	4,000.00	
南山一期03	2016年12月8日	4,600.00	
南山一期04	2017年06月8日	6,000.00	
南山一期05	2017年12月8日	6,000.00	
南山一期06	2018年07月8日	6,000.00	
合计	--	30,300.00	--

资料来源: 信达证券提供

注: 优先级资产支持证券预期收益率以簿记建档最终确定的结果为准。

2、基础资产

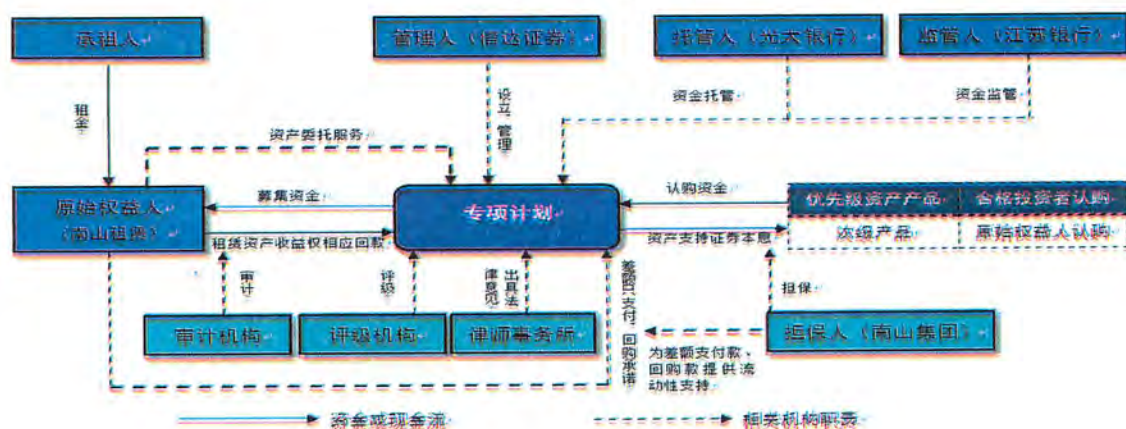
本专项计划基础资产系指原始权益人依据特定租赁合同对 15 户承租人享有的自 2015 年 6 月 1 日起 37 个月内的应收租金及其附属担保权益, 共涉及 15 笔合同。截至 2015 年 6 月 1 日, 资产池租赁资产未偿租金余额为人民币 37,785.96 万元, 其中未偿本金余额为 29,431.04 万元。根据本期交易约定, 所有入池基础资产在基准日和专项计划设立日需符合下列基础资产合格标准:

- 1) 原始权益人真实、合法、有效拥有基础资产;
- 2) 基础资产上未设定抵押权、质权、其他担保物权或任何第三方权利, 且基础资产真实、合法、有效, 不存在任何影响专项计划存续的情形;
- 3) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序;
- 4) 原始权益人已经履行并遵守了基础资产相关的所有合同, 并履行了基础资产相关的其他附属义务;
- 5) 基础资产可以进行合法有效的转让, 且无需取得其他主体的同意;
- 6) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密;
- 7) 任何第三方在基础资产项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利。

3、交易结构概况

本专项计划基本交易结构如下图 1 所示。本专项计划资产支持证券由计划管理人向符合条件的特定客户销售, 以募集资金向原始权益人购买基础资产, 计划管理人履行管理计划资产的职责, 特定客户将获得或承担基础资产产生的收益或损失。

图 1 交易结构图



资料来源: 信达证券

1) 认购人通过与计划管理人签订《认购协议》，将认购资金委托计划管理人管理，计划管理人设立并管理资产支持专项计划，认购人取得资产支持证券，成为资产支持证券投资者。

2) 计划管理人根据与原始权益人签订的《资产买卖协议》的约定，将专项计划资金用于向原始权益人购买基础资产。

3) 原始权益人作为资产服务机构按照《服务协议》的约定履行专项计划入池资产的租后管理及租金的回收，同时授权监管银行在专项计划存续期间内，将监管账户收到的基础资产产生的每笔收益于不晚于收到资金的次一工作日 15:00 前划转至专项计划账户。

4) 南山租赁向计划管理人出具《关于违约基础资产³回购之承诺函》，不可撤销及无条件承诺在专项计划设立后，对出现的违约基础资产予以回购⁴；同时，南山租赁根据其出具的《差额支付承诺函》对本专项计划资金不足以支付当期应付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和/或全部未偿本金的差额部分提供不可撤销及无条件的差额补足义务。

5) 根据南山集团出具的《流动性支持之承诺函》，南山集团承诺为南山租赁上述回购及差额支付义务的履行提供流动性支持；同时，根据南山集团出具的《担保函》，在原始权益人差额支付启动后，南山集团对专项计划账户内可供分配的资金仍不足以支付当期应付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和/或全部未偿本金的差额部分承担无条件不可撤销的连带保证责任。

6) 计划管理人根据《计划说明书》及相关文件的约定，向托管银行发出分配指令，托管银行根据分配指令，将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于购买基础资产或进行合格投资，并分配专项计划资产。

4、专项计划现金流

本专项计划现金流主要来自于基础资产的融资租赁合同纠纷租金回收款。

(1) 现金流收付

资产服务机构南山租赁根据《服务协议》在监管银行开立监管账户，专门用于接收南山租赁融资租赁资产租金收益款。在专项计划存续期间内，南山租赁需在收到每笔租金之后第二个工作日 15:00 之前将租金款划转至监管账户；同时在专项计划存续期间内，监管银行应将监管账户收到的基础资产回收款不晚于收到资金的次一工作日 15:00 前划转至专项计划账户。

专项计划账户系指计划管理人以专项计划的名义在托管人处开立的人民币资金账户。专项计划的一切货币收支活动，包括但不限于接收专项计划募集资金、接收基础资产收益款项、接收担保款项及其他应属专项计划的款项、支付基础资产购买价款、支付专项计划收益、支付专项计划费用、进行合格投资等，均必须通过该账户进行。

(2) 分配资金划付

计划管理人应在分配日按照下列顺序对专项计划账户内的资金进行相应的分配或运用：

正常情况下的分配（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付，且不足部分在下一期支付）

³违约基础资产系指专项计划存续期内，专项计划资产池内单次逾期超过 30 日租金未回款的基础资产或单次预期不超过 30 日（包含 30 日）但逾期次数累计达到 3 次的基础资产或在专项计划到期日前一个资金核算日前存在尚未收回的租金对应的基础资产。

⁴回购价款=回购日后归属于专项计划的应收租赁总额+专项计划设立后回购日前未支付租金及逾期赔偿金。

- a) 支付专项计划应承担的税收、执行费用；
- b) 支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；
- c) 支付计划管理人的管理费、托管人的托管费、监管银行的监管费、跟踪评级费、审计费，及其他专项计划费用；
- d) 支付应付的到期优先级资产支持证券的本金和预期收益、未到期优先级资产支持证券的预期收益；
- e) 优先级资产支持证券本金全部偿付完毕后，剩余专项计划资产（包括但不限于剩余专项计划资金和基础资产）将按其当时原状分配给南山租赁。

专项计划终止时的分配（如同顺序各项金额不足分配，按各项金额的比例分配）

- a) 专项计划清算费用；
- b) 专项计划涉及的应纳税收和规费（如有）；
- c) 除以上第 a）、b）项外的其他各项专项计划费用；
- d) 当期应分配的以及以往各期应付而未付的优先级资产支持证券预期收益；
- e) 当期应分配的以及以往各期应付而未付的优先级资产支持证券本金；
- f) 剩余资金全部分配给次级资产支持证券持有人。

专项计划终止系指以下任一事件发生：a) 专项计划项下各品种资产支持证券本金和预期收益全部分配完毕，也即最后一个兑付日；b) 法定到期日届至；c) 专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被裁决终止；d) 《计划说明书》约定的不可抗力事件导致专项计划不能存续。

二、交易结构分析

信用支持

1、优先级/次级

本专项计划通过设定优先级/次级的分层结构来实现内部信用提升。根据交易安排，计划存续期内，优先级资产支持证券享有优先受偿权，次级资产支持证券仅在优先级资产支持证券本息全部支付完毕后享有剩余收益分配。基础资产回收的资金按照上述约定的现金流偿付机制顺序支付，劣后档次的资产支持证券为优先档次的资产支持证券提供信用损失保护。

本专项计划通过优先级/次级的偿付次序安排实现了资产池现金流对优先级资产支持证券本金和预期收益的超额覆盖，从而一定程度降低了优先级资产支持证券的信用风险。

2、保证金

南山租赁与承租人签署租赁合同时一般会要求承租人交付一定的保证金，本期资产池内入池资产剩余保证金共计2,653.20万元，占入池资产未偿租金余额的7.02%，保证金可用于抵扣租赁合同项下承租人的应付款项，从而对优先级资产支持证券形成了一定的信用支持，且随着入池资产租金的偿还，保证金的支持程度将逐步提高。

3、回购及差额支付承诺

根据《违约基础资产回购之承诺函》，南山租赁不可撤销及无条件承诺，专项计划设立后，当专项计划基础资产出现违约基础资产时，由南山租赁予以回购。

根据差额支付承诺人南山租赁出具的《差额支付承诺函》，南山租赁将对专项计划资金不足以支付当期应付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和/或未偿本金的差额部分承担不可撤销及无条件的补足义务。

南山租赁资产规模尚可，作为大型民营企业南山集团下属企业，南山租赁有望获得股东的多方面支持，其回购及差额支付承诺对本期优先级资产支持证券的正常兑付具有积极作用。

根据约定，专项计划账户内可供分配的资金不足以支付当期应付的预期收益和/或本金时，专项计划将启动差额支付，由差额支付承诺人即南山租赁补足差额部分，且不得以任何理由作抗辩、抵销或扣减请求。差额支付承诺人应于差额支付承诺人划款日（R⁵-8日）下午 15:00 前将相应差额款项无条件足额划入专项计划账户并在资金汇付附言中说明所划款项的性质。

4、流动性支持及担保

根据《流动性支持之承诺函》，南山集团承诺当南山租赁按照相关专项计划文件及差额支付承诺函的规定需承担差额部分补足义务且需外部筹集差额补足资金时，南山集团将向南山租赁提供流动性支持，专项用于其向专项计划账户支付差额部分的资金；当南山租赁按照相关专项计划文件及违约基础资产回购承诺函的规定需承担违约基础资产回购义务且需外部筹集回购资金时，南山集团将向南山租赁提供流动性支持，专项用于其回购符合条件的基础资产。

根据《担保函》，担保人南山集团承诺在原始权益人差额支付启动后，南山集团对专项计划账户内可供分配的资金仍不足以支付当期应付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和/或全部未偿本金的差额部分承担无条件不可撤销的连带保证责任。

南山集团具有良好的品牌和规模优势，尤其是铝加工板块拥有“热电-氧化铝-电解铝-熔铸-热轧-冷轧-箔轧”完整产业链，成本优势明显，抗风险能力强，其提供的无条件不可撤销的连带保证责任担保对本期优先级资产支持证券的正常兑付具有很强的信用支持作用。

根据约定，发生差额支付启动事件且截至相应差额支付承诺人划款日当日，专项计划资金仍不足以支付当期应付专项计划费用、优先级资产支持证券的各期预期收益和/或全部未偿本金，则专项计划将启动担保，由担保人即南山集团补足差额部分。担保人应于担保人划款日（R-6日）15:00 前将《担保履约通知书》中载明的资金附言汇付至专项计划账户。

风险及缓释措施

1、资金混同风险

若资产服务机构南山租赁信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产回收的款项可能和服务机构其他资金混同，从而给专项计划资产造成损失。

本交易约定在专项计划存续期间内，南山租赁需在收到每笔租金之后第二个工作日 15:00 之前将租金款划转至监管账户；同时监管银行应将监管账户收到的基础资产回收款不晚于收到资金的次一工作日 15:00 前划转至专项计划账户。基础资产收益款在资产服务机构的账户上停留时间较短。

⁵ 即兑付日

同时，本期交易设置了相关权利完善事件⁶，一旦发生权利完善事件，原始权益人将向承租人发送权利完善通知，通知承租人将相应的租金直接划付至专项计划账户，以进一步防范资金混同风险。

本期交易的资产服务机构南山租赁背靠南山集团，其发生信用危机乃至破产并导致发生混同风险的可能性较低；加之在交易安排上，本期资产支持证券设计了较为严格的账户监管措施，并设置了相关权利完善事件，从而也一定程度上缓释了混同风险。

2、流动性风险

在本专项计划中，若专项计划账户内的现金不足以支付最近一次分配日应付的优先级资产支持证券应支付的本金和预期收益及相关各项税费时，可能产生流动性风险。

根据南山租赁提供的不可撤销及无条件的差额支付承诺，其将在收到计划管理人发出的差额支付通知书后，于差额支付承诺人划款日补足差额，且交易约定南山集团将对该项差额支付承诺提供流动性支持；如发生差额支付启动事件且截至相应差额支付承诺人划款日，专项计划资金仍不足以支付所有优先级资产支持证券届时应付未付的预期收益和/或本金，则由担保人南山集团补足差额部分。

基于南山租赁提供的差额支付承诺和南山集团提供的无条件的不可撤销的连带责任保证，联合评级认为本交易的流动性风险得到了有效缓解。

3、早偿和延迟风险

根据承租人与原始权益人签署的融资租赁合同，一般约定承租人同意并确认按期足额向出租人支付租金，一旦提前支付应向出租人支付全部未偿本金及部分或全部未偿利息。从合同角度看，承租人提前偿还的意愿和能力受到较大的约束和限制；另一方面，租赁合同规定若承租人未能按期足额向出租人支付租金时，出租人有权采取一种或多种补救措施（收取逾期利息、加速到期、解除合同、追索赔偿等）。因此，基于租赁合同出现早偿或延迟风险的可能性较小。

同时，南山租赁提供的差额支付承诺和南山集团提供的无条件不可撤销的连带责任保证有效缓解了可能发生的早偿或延迟风险给资产池预期现金流所带来的不确定性。

4、物权风险

在本专项计划设立日，原始权益人南山租赁向计划管理人出售其所拥有的基于15单特定融资租赁业务对承租人应享有的自2015年6月1日起37个月内的应收租金及其附属担保权益。由于基础资产涉及的租赁物件的所有权并未进行转移，因而若在南山租赁享有上述租赁物件所有权期间，发生破产等极端恶劣情形，则基础资产的回收将会受到不利影响。

鉴于原始权益人南山租赁目前信用水平良好，且由其实际控制人南山集团承担无条件不可撤销的连带责任保证，我们认为不转移租赁物件的所有权对优先级资产支持证券的信用质量不会产生重大影响。

⁶权利完善事件即丧失清偿能力事件，就原始权益人、计划管理人、资产服务机构、监管银行、托管人、差额支付承诺人而言，系指以下任一事件：(a)经相关监管机构同意，上述机构向人民法院提交破产申请，或相关监管机构向人民法院提出上述机构进行重整或破产清算的申请；(b)其债权人向人民法院申请宣布上述机构破产且该等申请未在120个工作日内被驳回或撤诉；(c)上述机构因分立、合并或出现公司章程规定的解散事由，向相关监管机构申请解散；(d)相关监管机构根据有关法律法规规定责令上述机构解散；(e)相关监管机构公告将上述机构接管；(f)上述机构不能或宣布不能按期偿付债务；或根据应适用的法律被视为不能按期偿付债务；(g)上述机构停止或威胁停止继续经营其主营业务。

5、再投资风险

本专项计划存续期间，在《标准条款》允许的范围内，计划管理人可以将专项计划账户中的资金进行合格投资，这将使专项计划资产面临一定的再投资风险。

针对这一风险，本期交易制定了较为严格的合格投资标准，规定计划管理人将专项计划账户内的资金以银行存款方式存放于托管人，专项计划账户内的资金在分配之前也可以投资于银行存款、债券逆回购、货币市场基金或者其他风险低、变现能力强的固定收益类产品。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于专项计划账户中的资金根据专项计划文件的约定进行现金流分配之前到期，且不必就提前提取支付任何罚款。严格的合格投资标准将有助于降低再投资风险。

三、原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人/回购方信用风险分析

本期资产支持证券涉及的原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人以及回购方均为南山租赁。

1、南山租赁概况

2014年1月7日，南山租赁获商务部批准，由南山集团与南山资本控股有限公司（以下简称“南山控股”）合资设立，是一家外商投资融资租赁有限公司，注册资本10,000.00万美元，实收资本6,559.45万美元，其中南山集团出资7,500万美元，占比75%，南山控股出资2,500万美元，占比25%。营业期限30年。

南山租赁经营范围：融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

南山租赁目前设有综合管理部、业务部、资产管理部、法务部、财务部、资金部、风险管理部、行业研究部和信息系统部等职能部门。南山租赁共有员工47人，其中大专及以上学历7人，占比14.89%，本科学历23人，占比48.94%，硕士及以上17人，占比36.17%；有初级职称共计12人，中级职称10人，高级职称1人。

截至2014年底，南山租赁资产总额16.74亿元，负债总额12.44亿元，所有者权益4.30亿元。2014年，南山租赁实现营业收入0.66亿元，利润总额0.37亿元。

南山租赁法定代表人：宋建鹏；注册地址：天津东疆保税港区洛阳道601号（海丰物流园十号仓库4单元-93）。

2、融资租赁行业发展概况

融资租赁是与银行信贷、直接融资、信托、保险并列的五大金融形式之一，在拉动社会投资、加速技术进步、促进消费增长以及在完善金融市场、优化融资结构、降低金融风险方面具有自己的特点和优势，在国际上已发展成为仅次于资本市场、银行信贷的第三大融资方式。

目前我国有两类融资租赁公司：一类是由银监会批准成立的金融租赁公司，按出资人不同，可分为银行系金融租赁公司和非银行系金融租赁公司，属于非银行金融机构。另一类是由商务部批准成立的租赁公司，主要是由非金融机构设立，注册资本相对较小；按企业形式不同，该类租赁公司可分为内资、中外合资以及外资独资。目前金融租赁公司的经营范围主要涉及机械设备、飞机、船舶、建筑等行业。由于可经营的业务品种丰富，且资本金较为充裕，金融租赁公司近年来发展迅速。

据《2014年上半年中国融资租赁业发展报告》，在2014年里国务院常务会议多次涉及融资租赁内容，这直接推动融资租赁行业摆脱了2013年下半年由于政策波动带来的负面影响。在国务院以及商务部、银监会等监管部门、地方政府相继出台一系列利好政策的鼓励下，融资租赁行业呈现出快速发展的良好势头，企业数量、行业实力和业务总量都比上年大幅增加，在经济发展下行压力较大的情况下，为整个经济社会的持续稳定发展做出了贡献。截至2014年底，各类租赁企业总数约为2,202家，比上年底的1,026家增加1,140家，总增幅达129.5%。其中，金融租赁30家，较上年增加7家；内资租赁为152家，较上年底增加29家，增幅为23.6%；外商租赁增加较多，达到约2,020家，比上年底增加1,140家。

表3 截至2014年底全国融资租赁企业概况

项目	2012年底(家)	2013年底(家)	2014年底(家)
金融租赁	20	23	30
内资租赁	80	123	152
外资租赁	460	880	2020
总计	560	1,026	2,202

资料来源：中国租赁联盟

截至2014年底，整个行业注册资金约为6,611亿人民币，比上年底的3,060亿增加116.0%。其中金融租赁972亿元，占全国的14.7%；内资租赁839亿元，占全国的12.69%；外资租赁4,800亿元，占全国的72.61%。虽然租赁行业快速扩张，但我国的租赁渗透率仍有待提高，原因在于很多公司只是注册并没有开展业务；截至2013年底，我国租赁渗透率为5%左右，远远低于欧美发达国家15%~30%的水平，这充分反映了我国融资租赁业整体发展水平不高，融资租赁对固定资产投资贡献程度不高，同时融资租赁业这一金融工具服务实体经济的能力有待于进一步提高。

从业务发展情况看，截至2014年12月底，全国融资租赁合同余额约为3.2万亿元人民币，比上年底2.1万亿元增加约1.1万亿元，增长幅度为52.4%。其中，金融租赁合同余额约1.3万亿元，增长51.2%，业务总量约占全行业的40.62%；内资租赁合同余额约1.0万亿元，增长44.9%，业务总量约占全行业的31.25%；外商租赁合同余额约0.9万亿元，增长63.6%，业务总量约占全行业的28.13%。

表4 2013年~2014年全国融资租赁业务发展概况 单位：万亿元、%

项目	2013年底业务总量	2014年底业务总量	2014年底比上年底增长	业务总量所占比重
金融租赁	0.86	1.3	51.2	40.62
内资租赁	0.69	1.0	44.9	31.25
外资租赁	0.55	0.9	63.6	28.13
总计	2.10	3.2	52.4	100.0

资料来源：中国租赁联盟

总体来看，随着租赁公司数量快速增长使得租赁行业渗透率逐步提高，行业竞争加剧，但目前我国租赁业的市场渗透率整体仍处于较低水平，市场发展空间广阔，率先进入租赁行业的公司将拥有更多的发展机遇。

3、南山租赁经营状况

南山租赁以服务“养老、健康”、“城镇化”、“中小企业”为基础，以服务于地方优质实体企业和行业龙头企业为重点，目前主要业务方向为医疗健康、飞机、新能源和节能环保等行业。截至2014年底，南山租赁签约项目16个，租赁合同金额16.34亿元，租赁投放金额16.34亿元。截至2015年3月底，南山租赁累计签约项目39个，较年初大幅增长143.75%，租赁合同金额累计34.97亿元，较年初大幅增长114.01%。目前，南山租赁业务主要以贵州、四川、云南等省份为主，主要覆盖医疗、航空、新能源等行业。

表 5 南山租赁 2014 年、2015 年 1~3 月签约情况 单位：个、亿元

行业	14 年签约数量	14 年签约金额	15 年 1~3 月签约数量	15 年 1~3 月签约金额
医疗	9	2.84	13	4.13
航空	1	1.07	1	1.07
新能源	1	0.14	1	0.14
节能环保	1	0.50	1	0.50
其他行业	4	11.79	7	12.79
合计	16	16.34	23	18.63

资料来源：南山租赁提供

南山租赁为中外合资融资租赁公司，根据国家外债及外汇管理相关规定，其拥有一定的外债举借额度。目前国际经济形势下，国外资金成本显著低于国内融资成本，2014年南山租赁根据市场实际需求，推出内保内贷新型融资租赁售后回租业务，通过该业务完成国外低成本资金和国内承租人的资金对接，扩大了业务规模。2014年，南山租赁实现内保内贷11.79亿元，截至2015年3月底，南山租赁实现内保内贷业务共计12.79亿元。

截至2014年底，南山租赁资产总额和应收融资租赁款分别为16.74亿元和14.51亿元。截至2015年3月底，南山租赁资产总额和应收融资租赁款分别为20.26亿元和16.88亿元。南山租赁风险资产对净资产倍数处于较低水平，截至2014年底和2015年3月底，南山租赁风险资产余额分别为14.72亿元和18.75亿元，风险资产对净资产倍数分别为3.4倍和4.3倍，资金杠杆作用仍具有一定提升空间。另一方面，南山租赁成立时间较短且凭借较为有效的风控措施，截至2015年3月底，其租赁资产92.11%为正常类，7.94%为关注类。

表 6 2014 年至今应收融资租赁贷款五级分类情况 单位：亿元

项目	2014 年底		2015 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比
正常	14.51	100%	15.54	92.11%
关注	-	-	1.34	7.94%
次级	-	-	-	-
可疑	-	-	-	-
损失	-	-	-	-

数据来源：南山租赁提供

注：在租赁资产分类管理方面，南山租赁对应收融资租赁贷款实施五级分类体系，分别为正常、关注、次级、可疑、损失，其中后三类统称为风险类资产。

结合2014年的经营经验，南山租赁2015年将持续推进医疗行业、航空行业、新能源和节能环保行业业务，其中着力加大节能环保领域的拓展，同时增加在智慧城市、电力以及通讯领域的项目开发；业务模式方面，2015年南山租赁将积极开拓经营性租赁项目，如飞机的经营性租赁以及大型设备的经营性租赁，逐步建立并完善经营性租赁的管理经营模式，此外，将努力增加直接租赁和创新租赁模式的比重，形成多样化的融资租赁业务，如联合租赁、转租赁等其他创新型融资租赁方式。

南山租赁2015年计划设立济南、成都、厦门、南宁、西安、郑州等4~6家分公司，初步形成事业部和区域管理的模式，逐步完善分公司管理制度和人员编制。2015年，南山租赁计划实现主营业务收入1.54亿元，净利润0.63亿元，租赁投放额50亿元。

总体来看，南山租赁成立时间较短，仍处于业务扩张阶段，目前业务投放以医疗行业为主，地区以西南地区为主；进入2015年，南山租赁业务增长加快，企业发展定位明确，未来发展前景良好。

4、南山租赁风险管理分析

根据《南山融资租赁业务管理办法》，南山租赁同一政府控制类项目累积1亿元以上（含），国有控股企业项目5,000万元以上（含）为重大业务，不足的为一般业务。一般业务由南山租赁项目评审委员会审批，重大业务和所有民营企业项目由南山租赁项目审批委员会审批通过后，再由南山金融控股公司投委会审批。

南山租赁的风险管理组织架构主要从项目评审委员会、风险管理部、项目准入审查小组三个层面来管理，其中项目准入审查小组是南山租赁负责项目初审的机构，南山租赁所有业务须报项目准入审查小组审议批准后，方可进入方案拟定和报批阶段；风险管理部是租赁业务的风险审查部门，南山租赁所有风险租赁业务必须报风险管理部审查，审查通过后在上报项目评审委员会终审；项目评审委员会负责对风险租赁业务的最终审核。

在具体的项目操作层面，南山租赁对租赁业务的内部风险控制主要按以下四个阶段进行流程化管理：第一阶段，业务受理和立项流程；第二阶段，方案拟定和审批流程；第三阶段，合同签署和项目实施流程；第四阶段，租后管理、分期租金收取和租期到期的物权交付流程。基于风险管理的考虑，南山租赁进行了部门设置和职能划分，前中后台部门相互独立，对项目进行全方位的尽职调查和风险审查。项目评审委员会采取多数票决制，总经理不参与项目评审，但拥有一票否决权，具体操作流程为：①业务部门受理业务申请后，对项目进行分析筛选和立项，现场调查并收集相关资料，完成《立项申请报告》；②由业务部总经理在审查《立项申请报告》后，签署明确的审查意见，并上报项目准入审查小组；③项目准入审查小组在收到业务部提交的《立项申请报告》后，对提交的报告内容进行审查；④租赁业务经项目准入审查小组批准立项后，由主办业务人员将方案反馈客户，并与客户洽商并拟定项目操作方案，撰写《租赁业务调查报告》，报风险管理部审查；⑤风险管理部通过《租赁业务调查报告》对项目进行全面风险审查和评估，并形成《项目审查报告》；⑥《项目审查报告》报项目审批委员会审批，根据公司章程规定或实际操作需要需报南山金控公司投委会审议的，在项目方案获得审批机构审批通过后，由公司总经理批准后，再报南山金控公司投委会审批。⑦租后管理主要由资产管理部负责，项目的主办业务人员为第一责任人，资产管理部负责租后管理的各项工作并对管理效果负责。

同时,南山租赁制定了一系列风险管理制度及办法,包括:《业务流程》、《业务管理办法》、《医疗行业售后回租赁项目准入管理办法》、《医疗行业直接租赁项目准入管理办法》、《风险预警管理制度》、《资产管理部资产五级分类管理办法》、《内保内贷业务操作制度》、《合同审批流程》、《资产管理办法》、《租赁业务审批办法》等,从租前到租后管理的相关制度及相应管理流程和文件格式范本,构建了比较完善的风险控制框架体系。

总体看,南山租赁建立了相对完善的风险控制制度及业务操作流程,风险控制措施较为有效,整体风险控制能力较强,但由于成立时间较短,各项制度与业务流程尚有待进一步完善。

5、南山租赁财务分析

南山租赁提供了2014年经利安达会计师事务所(特殊普通合伙)出具的无保留意见的审计报告。

截至2014年底,南山租赁资产总额16.74亿元,负债总额12.44亿元,所有者权益4.30亿元。2014年,南山租赁实现营业收入0.66亿元,利润总额0.37亿元。

截至2014年底,南山租赁资产总额16.74亿元,其中,流动资产13.37亿元,占比79.86%,非流动资产3.37亿元,占比20.14%,资产以流动资产为主。流动资产中占比较高的为一年内到期的非流动资产11.42亿元,占流动资产的85.39%,主要为一年内到期租赁款。非流动资产中占比较高的为长期应收款3.31亿元,占非流动资产的98.12%,长期应收款主要为应收融资租赁款。截至2014年底,南山租赁负债总额12.44亿元,其中,流动负债12.20亿元,占比98.06%,非流动负债0.24亿元,占比1.94%,负债以流动负债为主。流动负债主要为一年内到期的非流动负债(12.10亿元),占流动负债的99.16%。截至2014年底,南山租赁所有者权益4.30亿元,主要为实收资本4.03亿元。截至2014年底,南山租赁资产负债率74.30%,全部债务12.10亿元,全部为短期债务,全部债务资本化比率73.77%,南山租赁资产负债率偏高,但仍处于行业正常水平。

2014年,南山租赁实现营业收入0.66亿元,主要为利息收入0.40亿元、手续费及佣金收入0.26亿元。2014年,南山租赁取得净利润0.28亿元,营业利润率为65.91%,净资产收益率6.41%。

总体看,目前南山租赁资产规模一般,盈利能力有待进一步提升;资产负债率偏高,但仍处于行业正常水平。

6、股东支持

南山租赁的实际控制人为南山集团。经多年发展,南山集团已由一个村办企业发展成为以有色金属为主,纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅,集产、供、销、科、工、贸于一体的大型集团企业。2014年,南山集团位于“中国企业500强”第162位,“中国制造业500强”第70位。

目前南山集团拥有年产(含在建)100万吨铝深加工能力,并形成了一条“电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔”完整铝加工产业链,装备水平突出、生产规模大、产品规格齐全,成为世界短距离内铝产业链最完整的铝加工企业,是中国铝型材十强企业。南山集团产品热轧卷材、铝箔毛料和罐料处于行业龙头地位。“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”、“中国驰名商标”。纺织业务方面,南山集团现具有年产3,000万米精纺呢绒及200万套高档西装的生产能力,已经成为全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地之一,也是中国最先进的高档西服生产基地之一。

整体看，南山集团在铝加工产业方面已经形成了较为完备的产业链，具备较强的抗风险能力；纺织业务品牌及规模优势明显。南山租赁作为南山集团旗下唯一下属融资租赁公司，在业务拓展、融资授信等方面得到南山集团的大力支持。

综上所述，南山租赁资产规模一般，业务增长较快，但因成立时间较短，整体盈利能力及风险控制水平仍有待进一步提升；作为大型民营企业南山集团下属企业，南山租赁有望获得股东的多方面支持，其差额支付承诺对本期优先级资产支持证券的正常兑付具有积极作用。

四、担保人/流动性支持机构信用风险分析

本专项计划涉及的担保人、流动性支持机构为南山集团，南山集团的经营财务状况对优先级资产支持证券的正常兑付有重要影响。

1、南山集团概况

南山集团前身系成立于 1979 年的龙口市东江镇前宋村村办集体所有制企业。1992 年，龙口市东江镇前宋家村民委员会出资 50 万元组建了烟台南山集团公司，先后兴建了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂、旅游集团等实体企业。2000 年以来，南山集团在北部海滨区开发东海经济园区项目，逐步实现规模化生产和集约化经营，使南山集团规模和现代化水平获得较快提升。2006 年 9 月南山集团注册资本增至 10 亿元。2009 年 3 月，经龙口市人民政府批准，设立南山集团有限公司，注册资本 10 亿元。截至 2014 年底，南山集团注册资本 10 亿元，其中南山村民委员会占 51%，宋作文占 49%。南山集团的实际控制人是南山村民委员会。

1999 年 9 月，南山集团控股子公司山东南山铝业股份有限公司（证券代码：600219，以下简称“南山铝业”）在上海证券交易所上市。截至 2015 年 3 月底，南山集团持有南山铝业 30.78%⁷的股权。

南山集团从事业务以铝加工为主，经营范围包括：铝锭、铝型材系列、毛纺织系列、服装系列、板材系列、宾馆、酒店、能源、游乐、建筑、企业生产的铝型材制品、板材家具、纺织品、进出口商品、企业生产科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件和相关技术；加工、销售、管理服务；园艺博览、文化艺术交流、房地产开发经营、仓储（不含危险化学品）、黄金销售。

南山集团设有办公室、财务部、招标部、总务部、人事部、劳资部、投资管理部、外经外贸办、法律部、审计部、质检部、安全生产监督办、企划部、宣传部、计算机中心、保卫部、教育部和驻外办事处等 18 个部门，截至 2015 年 3 月底，南山集团拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业 30 家。

截至 2014 年底，南山集团合并资产总额 905.48 亿元，负债合计 440.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）464.76 亿元。2014 年南山集团实现营业收入 303.10 亿元，净利润（含少数股东损益）38.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 41.49 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.69 亿元。

截至 2015 年 3 月底，南山集团合并资产总额 917.34 亿元，所有者权益 524.27 亿元（含少数股东权益 187.14 亿元）；2015 年 1~3 月实现营业收入 70.91 亿元，实现利润总额 8.58 亿元。

⁷ 含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持有的 0.97% 的股权。

南山集团地址：山东省龙口市南山村；法定代表人：宋建波。

2、行业分析

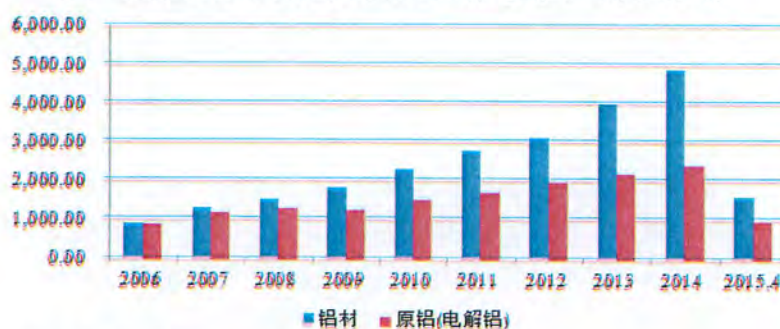
南山集团主要从事铝深加工产品的生产和销售，近三年该类业务占主营业务收入的比重始终保持在 50%以上。

1) 行业概况

铝具有多种优越的性能，是实现轻量节约、清洁环保、循环利用目标的首选材料，是世界上产量和用量仅次于钢铁的金属，是机电、电力、航空、航天、造船、汽车制造、包装、建筑、交通运输和房地产等行业的重要材料，在国民经济中占有日益重要的地位。随着技术进步，铝及铝合金已可以逐渐取代木材、钢铁、塑料等多种材料，其应用范围的拓展使其与国民经济的相关程度不断提高，属于典型的需求驱动的周期性行业。

铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，在生产加工环节上可分为铝冶炼和铝压延加工。中国现已成为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国，但国内电解铝市场长期处于产能过剩状态，铝价波动较大。铝加工行业则处于产业链终端，在国民经济持续较快增长的拉动下，中国铝材消费量不断上升，已成为全球第二大铝轧制品消费国。不同于电解铝，中国铝材市场总体保持供求平衡，但也存在产品结构不合理，结构性产能过剩等问题。随着中国工业化、城镇化、市场化和国际化进程的加快，居民消费结构升级，中国铝工业将保持较大的市场需求；但我国铝材的消费结构与其他国家相比有较大的差异，工业铝型材消费占比仍有较大提升空间。

图 2 2006~2015 年 4 月我国原铝和铝材产量情况（单位:万吨）



资料来源：Wind资讯

从行业特征看，受铝土矿对外依存度大、电价上调和全行业产能过剩等因素影响，中国电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自于加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。因此，结合煤电铝和铝加工的一体化企业通常具备较稳定的盈利能力和抗市场波动能力。

2) 上游原料

铝材的生产流程主要为铝土矿-氧化铝-电解铝-铝材。原铝的生产成本主要来自铝土矿和电费，其中铝土矿成本约占 35%~40%，用电成本约占 40%~45%。由于电价相对刚性，中短期变化不大。因此，在电价稳定的前提下，原铝的供给主要受铝土矿价格波动影响。

铝土矿

根据美国地质调查局（USGS）数据，全球铝土矿储量约 283 亿吨，储采比高达 130 倍左右，主要集中在几内亚、澳大利亚、巴西三大地区，合计储量占全球的 57%。中国铝土矿资源仅占全球总储量的 3%左右，但产量却占全球总产量的 17%左右，静态储采比仅有 21 年，资源储量与开

采量的匹配极不合理，供给已经非常紧张。根据中国有色金属工业年鉴数据，2013年，中国进口铝土矿总量7,160.87万吨，同比增长78.72%，呈大幅上升，主要系印尼表示2014年将限制原矿出口、国内企业增加备货以及印尼矿商加大出口力度所致。与此同时，国内铝土矿进口来源国还增加了加纳、几内亚、圭亚那、斐济以及巴西。自印尼宣布禁令以来，中国铝行业企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，避免因一国的供应不足或限制影响生产。2014年，受印尼执行矿石出口禁令的影响，国内铝土矿进口量大受影响，全年进口量3,628万吨，同比下降48.3%，其中澳洲对中国的铝土矿出口增加9.5%，成为中国最大的供应国。未来，中国铝土矿对外依存度仍将维持维持较高水平，未来国际铝土矿价格的走高将使中国铝冶炼加工企业面临较大成本压力。

图3 近年中国铝土矿进口情况（单位：吨/月、美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

煤炭

煤炭作为电解铝的间接原材料，对电铝一体化企业的影响较大。2012年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。2013年12月6日，全国焦煤平均价格为1,078元/吨，同比下降14.31%，较2011年同期下降31.34%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。2014年煤炭价格依然低位运行。虽然短期内煤炭价格仍然维持底部调整格局，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国经济的回升，煤炭下游需求将上升，其价格将逐渐走强。

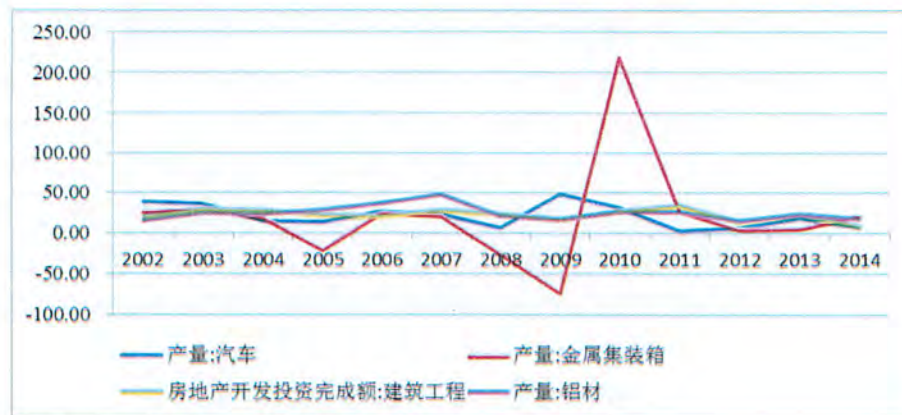
总体上看，煤炭和铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响，并对利润空间形成一定的压力。

3) 下游需求

铝行业的最终产品为铝材，下游需求主要包括建筑业、交通运输业、电子电力及消费品等行业。在近年中国经济增速下滑的大背景下，与GDP关联性较强的铝消费增速也在同步放缓，建筑房地产、交通运输、电子电力等主要原铝消费行业的高速增长时期已经结束，刚性需求成为拉动消费增长的主要动力。

从消费结构上看，根据中国有色金属协会统计，建筑业是铝材最主要的消费领域，消费量约占39%左右，其次为运输交通、电子电力和耐用消费品等工业领域，消费量分别占17%、16%和14%左右。

图4 近年来中国铝材及下游产业产量增速（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体上看，除传统行业外，目前高端装备制造业、航空航天、光伏等新兴领域产业对铝合金制品的需求正逐渐提升，在传统行业需求放缓的情况下，新兴行业将会在一定程度上拉动对铝制品的终端需求，转型升级以应对下游市场的变化将有效的推动国内铝工业企业技术调整，加快技术转型和对低端加工业的淘汰。

4) 行业竞争

目前，我国铝业整体竞争能力不强，产业集中度不高。根据 Wind 资讯数据，截至 2014 年底，我国铝冶炼企业数量为 285 家，铝压延加工企业数量为 1,773 家。铝冶炼整体处于产能过剩状态，而铝加工基本平衡，但也存在结构性过剩情况。根据中国有色金属工业协会数据，2014 年 1~8 月，我国铝冶炼行业（含电解铝、氧化铝和再生铝）完成固定资产投资 564 亿元，同比下降 23.7%；铝压延加工业完成固定资产投资 1,847 亿元，同比增长 28.1%，在国家多项调控政策以及市场倒逼机制共同作用下，铝冶炼投资过热现象有所缓解，铝行业投资结构正在向下游延伸，结构调整有所优化。

从区域分布来看，铝工业具有一定区域集群特征。河南、山东等地既为原铝生产大省又为铝加工材生产基地，同时也是上游氧化铝的主要产地，产业集群效应明显；广东及江浙地区经济发达，铝材应用企业密集，产量也处于国内领先水平。2014 年，我国铝材产量位于前五位的地区分别为山东、河南、广东、江苏和广西，五个省份的产量合计占全国产量 62.93%。

目前，国内铝型材生产厂商众多，但平均规模较小，中低端产品市场竞争激烈，高端产品供给不足，行业集中度有待提高。随着相关产业政策的出台，铝型材行业准入条件日益苛刻，行业新进入者日趋减少。此外，随着竞争格局的改变，汽车、电子电器、机电等下游行业逐步形成行业寡头，这些行业寡头对配件供应商的产品开发实力、产品品质、价格水平、交货期都有很高的要求，需要规模企业为其提供配套；同时，随着国内整体经济水平的提高，下游客户对铝材的需求日益多样化、品质化，从而对铝型材企业的生产经营提出了更高的技术、产品创新要求。以上因素使得优势企业的规模效应日益突出，推动国内铝型材企业的集中度加快提升，有利于铝型材行业的良性发展。

从行业盈利情况来看，主要铝业上市公司中，受铝土矿对外依存度大，电价上调和全行业产能过剩等因素影响，电解铝行业整体盈利能力不稳定，而铝加工行业盈利主要来自加工费，利润水平相对稳定但处于较低水平。

总体看，铝业区域特征明显，行业利润水平相对稳定但处于较低水平，未来随着下游行业需求的转变，行业集中度将进一步提高，规模企业将在竞争中占据更多优势。

5) 行业关注

产能过剩

过去10年，铝产量年均增长近20%。虽然国家出台了一系列抑制产能盲目扩张和结构调整政策，铝冶炼企业面临一定能源瓶颈，但目前来看，仅东部地区铝冶炼企业产量增速出现明显下降，而西部地区由于有丰富的煤炭资源和较低的电力供应成本，铝产能扩张仍有较大动力。2014年二、三季度电解铝产量增速有所收缩，但各大电解铝生产企业在疆设厂令未来电解铝过剩情况仍有所堪忧。

总体看，原铝产量的增长未受到根本性控制。尽管长期来看，铝消费仍有较大增长空间，但短期内，由于产能严重过剩以及需求增速面临下降，国内铝产业的疲弱可能仍会持续，铝价仍将面临较大下行风险。

能源供给波动影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，生产1吨电解铝约需消耗电力145,000千瓦时和1.95吨氧化铝；电解铝的成本构成中，电力约占40%~45%。电力的消耗对铝行业的成本控制和市场前景具有根本性的影响。中国电力供应70%以上来自煤炭火电，“市场煤”和“计划电”之间的矛盾导致电力供应不稳定，同时区域性的输电能力不足，也时常导致部分地区出现季节性电力短缺，给铝冶炼加工企业经营的稳定性带来一定风险。

原材料风险与发展的可持续性

中国铝土矿储量仅占世界总量的3%，但年生产量却占世界的17%，开采消耗过大，供给日趋紧张。近年来中国铝土矿对外依存度始终维持高位，而中国铝冶炼加工企业集中度低，对外议价能力弱，未来势必成为价格的被动接受者，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业的健康发展。

总体看，目前中国铝产业以较少的铝土矿储量生产了最多的氧化铝，大量进口铝金属原料，却大量出口初级加工产品，如未来不能进行有效的结构调整，产业难以保持可持续发展。

3、南山集团经营状况分析

1) 经营概况

南山集团业务以铝深加工为主，纺织、电力、房地产为辅，是集产、供、销、科、工、贸为一体的大型集团企业。2012-2014年，南山集团营业收入保持稳定，整体盈利能力稳中有升，但受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，营业收入的增长速度较之前年度已有明显回落，近三年复合变动率为-0.08%。2014年，南山集团实现营业收入303.10亿元，同比减少1.01%；2014年综合毛利率为26.78%，近三年维持小幅上升态势。

板块构成及发展态势方面，2012-2014年，以铝产品为主的有色金属、建材业务始终是南山集团主要的收入和毛利润来源，收入占比保持在50%以上（2014年为52.86%），近三年受铝价持续低迷的影响，板块收入呈小幅回落（年均复合变动率为-2.03%）；纺织、电力和房地产业务为仅次于有色金属的业务板块，2014年收入占比分别为9.16%、14.50%和10.48%，其中纺织收入以年均4.11%的速度保持增长态势，电力收入近年变动不大（年均复合增长0.11%），房地产收入存在波动下滑（年均复合变动率为-4.70%），主要由于南山集团根据国家房地产政策的变化，不断调整

和压缩自身房地产业务规模；贸易及其他板块业务规模较小，其他板块主要包含金融、教育、旅游及集团配套服务等高附加值业务。

盈利能力方面，2012-2014年，南山集团综合毛利率分别为25.20%、26.42%和26.78%，逐年小幅提升。分板块看，受铝价持续低迷的影响，南山集团铝产品的产销规模虽持续扩大，盈利能力仍出现下滑，但凭借完整的产业链和较完善的能源配套，板块依然体现了较强的抗市场波动能力，毛利率始终保持在16%以上（2014年为16.30%）；纺织和电力板块毛利率呈不同程度的增长，2014年毛利率分别为22.56%和43.81%，较2013年分别提升3.38个和13.57个百分点，一方面，南山集团拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地、规模优势明显，是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司等国家部门的定点合作单位，较低的单位成本和相对高端的商务需求使纺织板块盈利能力稳中有升；同时，南山集团热电厂为热电联产机组，具有一定成本优势，且近年煤炭价格低迷，使得电力板块毛利率水平维持在高位；此外，南山集团房地产板块毛利率持续下滑，但仍维持在较高水平（2014年为41.32%）；其他板块方面，由于覆盖金融、旅游及集团配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2014年为51.42%。

表 7 南山集团主营业务收入和毛利率构成 单位：亿元、%

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属、建材	166.91	54.98	17.43	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	35.82	50.51	15.18
纺织、服饰	25.60	8.43	19.18	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	6.90	9.72	18.97
电、汽	43.87	14.45	30.24	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	10.64	15.00	40.37
建筑、房地产	34.96	11.52	48.19	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	7.55	10.65	28.71
贸易	7.85	2.59	8.52	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	1.74	2.45	7.76
其他	24.38	8.03	48.12	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	8.28	11.67	31.98
合计	303.57	100.00	25.20	306.19	100.00	26.42	303.10	100.00	26.78	70.91	100.00	22.55

资料来源：南山集团提供

注：其他板块包含金融、教育、旅游及集团配套服务等业务。

2015年1-3月，南山集团实现营业收入70.91亿元，较上年同期略有下滑（下降1.87%），为上年全年的23.39%；综合毛利率为22.55%，较上年同期提升0.88个百分点，较上年全年下降4.23个百分点。

总体来看，南山集团主营业务以有色金属、建材为主，纺织服饰、电气、建筑房地产及贸易为辅。在宏观经济下行、下游需求乏力的背景下，南山集团主营业务盈利水平基本保持稳定。

2) 各业务板块情况

有色金属、建材业务

南山集团有色金属、建材业务板块经营主体为南山铝业等企业，业务以铝制品的生产销售为主，南山集团以产业链式发展模式为主导，业已形成“电力-氧化铝-电解铝-铝型材-铝板带箔”为一体的较为完整的铝加工产业链。南山集团铝产业通过向后拉长，向前延伸，形成了完整产业链条，产品成本大幅度降低，生产效率提高，各种经济要素得到优化配置，在铝行业取得了较强的竞争优势。

目前，南山集团的生产设备主要来自进口，基本达到国内、国际先进水平，与国内外同类生产厂家相比，在产业链各环节上具有整体设备先进，使用年限短，自动化程度高的特点。南山集团铝制品主要包括型材（工业型材、建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔等四大类产品。南山集

团生产的铝锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，全部自用，没有外卖铝锭的情况。截至2015年3月底，南山集团具备44万吨型材、60万吨热轧、60万吨冷轧及3万吨箔轧铝深加工能力。

南山集团生产的工业型材主要用于航天、军工、船舶、汽车、动车车体、轻轨、集装箱、电子、电力等领域，产品涉及铝合金棒材、管材、结构角材（R、双R等）等多种特殊型材；建筑型材主要为铝合金建筑门窗、铝合金幕墙等产品，应用于民用及公共建筑；热轧、冷轧板材产品主要为印刷用高档PS板基板、建筑装饰用板材、易拉罐罐体等板材料；铝箔产品主要为高精度双零铝箔及高档包装类铝箔（如利乐箔、金卡箔、电缆箔等）。

南山集团铝制品的生产成本主要由铝土矿（33%左右）、电力（40%左右）和煤炭（约15%）构成，其中电力全部源于自有电厂，煤炭主要通过中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司的长期供应（签订长期订购合同），铝土矿主要源于进口（2014年进口比重为96%）。

销售方面，南山集团产品有80%~90%销往国内，10%~20%出口。南山集团在国内销售区域主要集中在华东、华北、华南、华中地区，销售模式以直销为主（占95%），其中大部分客户采取款到发货的结算模式，小部分客户执行货到后一个月内付款。

总体来说，南山集团铝加工业务的竞争优势主要在于完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，近年来着力于产品结构的优化，使得南山集团在铝价持续低迷的环境下仍能维持盈利的相对平稳，体现了较强的抗风险能力。预计未来短期内，铝制品下游需求恢复仍有压力，市场竞争趋于加剧，铝价仍面临较大下行风险，可能一定程度影响南山集团铝产品的盈利情况。

纺织、服饰

南山集团纺织业务主要以山东南山纺织服饰有限公司、烟台南山博文服饰有限公司、龙口市南山精纺呢绒总厂及龙口市南山纺织总厂为经营主体，建立了从羊毛原料到精纺呢绒及高档服装的完整的纺织服装产业链，主要产品为精纺呢绒面料和服装。

在生产方面，南山集团纺织设备分别从德国、法国、英国、意大利、比利时等七个国家全套引进，具有设备先进，自动化程度高的特点。通过高端设备的引进和使用，使得南山集团具有大批量生产宽产品谱系的能力。截至2015年3月底，南山集团具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒3000万米（其中紧密纺面料800万米），高档西服200万套的生产能力，是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地。南山集团产能利用率处于较高水平，2014年两大产品的产能利用率均高于90%。

南山集团纺织服装生产模式以订单式生产为主，订单签订后，一般客户需要先支付30%的定金，南山集团综合考虑原材料价格和生产费用，并采取成本加成的方法锁定毛利率（服装和面料的加成率分别约为25%和15%）；订单经确认后南山集团即购买原材料（由于原材料价格波动较大，南山集团不囤积原材料），货物交付时，售价也不会发生变化。从客户群体看，南山集团主要服务于相对高端的商务需求和稳定的公务需求，在对抗上游原料价格波动方面具有一定优势。

2012-2014年，南山集团精纺呢绒销量保持小幅上升，服装销量波动增长，两大产品的产销率均保持在97%以上，2014年销量分别为2,766万米和224万套；2015年1-3月，精纺呢绒和服装销量均达到2014年全年水平的22.74%和24.70%，保持了稳定的发展势头。

总体看，南山集团是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，建立了从羊毛原料到精纺呢绒及高档服装的完整的纺织服装产业，规模优势明显。

建筑、房地产业务

南山集团房地产业务主要由子公司山东南山建设发展股份有限公司（下称“南山建设”）负责经营，建筑业务主要由龙口市南山建筑安装有限公司（下称“南山建筑”）负责经营，主要以房地产业务为主（2014年占比65.15%）。南山建设具有房地产开发企业一级资质，先后开发了龙口南山世纪花园A、B区等多个工程项目，工程质量合格率100%，其中优良率达95%，具有整区成片开发和配套建设的综合能力。南山集团的经营模式为自建自销，所有材料供应业务、规划建设、市场营销、售后服务均由南山集团自行运营管理。

随着国家政策调控，南山集团逐渐压缩了房地产业务规模，2012~2014年，南山集团该板块分别实现营业收入34.96亿元、38.62亿元和31.75亿元，波动下降，收入比重也由2012年的11.52%降至2014年的10.48%。受政策环境影响，商品房投资需求下降，销售价格上涨乏力，建筑、房地产业务毛利率持续性下滑，但近三年仍保持在40%以上的较高水平。

截至2015年3月底，南山集团尚未开发的土地储备共21.02万平方米，位于东海工业园，目前尚未起建，投资总预算为11.46亿元，南山集团将根据房地产政策和市场环境的情况规划建设进度。

总体看，近年来南山集团根据国家政策的变动不断调整和压缩房地产业务，建筑、房地产业务对南山集团收入的贡献程度有所降低。

电、汽业务

南山集团电力系统包括热电厂、电力检修公司、送变电公司等单位，主要负责南山集团的供电/供热任务，主要产品为电力和蒸汽，目前装机容量已达216万千瓦。南山集团发电全部上网销售，服从山东电网统一调度，用电通过上网购买，在上网电量额度内的购买价格与上网售价一致，如购买数量超过上网销售的数量，则按照国家规定的用电价格执行，目前南山集团发电量完全能够满足自身的需求，发电设备平均利用小时数达到近8,000小时；南山集团热电厂为热电联机组，具有一定成本优势。

南山集团电力板块成本的主要构成是煤炭（约72%），每年煤炭采购量约为600万吨，库存可保证电厂15天以上的生产运营。南山集团电煤采购实行长单制度，主要供应方为中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司（2014年分别占比46.76%和31.86%），两供应商长期与南山集团合作，供应较稳定。近年来，煤炭价格走低，板块盈利能力不断提升。

总体来看，南山集团发电设备平均利用率高，且为热电联产机组，具备较强的成本优势；南山集团煤炭供应稳定，得益于煤炭价格下行，南山集团电气板块盈利能力不断增强；南山集团电汽板块作为铝加工产业链的配套板块，发电量能够满足自身需要。

综上所述，近年来南山集团营业收入平稳增长，整体盈利相对稳定。受益于完整的产业链、完善的能源配套及不断优化的产品结构，在铝价大幅波动的环境下，南山集团有色金属建材板块仍保持了稳定的毛利率，体现了良好的抗风险能力；纺织服饰板块以中高端需求结合具有成本优势的面料供给形成了南山集团核心竞争优势，维持了较好的盈利能力；由于国家政策调控，房地产市场需求增长乏力，南山集团逐渐压缩了房地产业务规模，板块盈利能力下滑；南山集团电汽设备为热电联产机组，具有一定成本优势，加之发电设备利用效率高，且近年煤炭价格震荡下行，板块毛利率呈上升趋势。预计短期内，房地产调控政策和原铝产能过剩的格局不会明显改变，铝制品和房地产业务的盈利水平存在一定不确定性。

4、重大事项

事项一

南山集团于 2015 年 3 月发布公告：南山集团原董事长、法人代表宋作文先生因年龄原因辞去董事长职位，经董事会决议，自 2015 年 1 月 14 日起，宋作文先生不再担任南山集团董事长及法人代表职务，由宋建波先生接任，相关工商变更手续已办理完毕。

据上述公告说明，本次变更对集团的日常管理、生产经营及偿债能力无影响。

事项二

2014 年 9 月 24 日，河北省廊坊市中级人民法院一审开庭审理了国家发展和改革委员会原副主任、国家能源局原局长刘铁男受贿案。廊坊市人民检察院指控：2002 年至 2012 年间，被告人刘铁男利用担任国家计划委员会产业发展司司长、国家发展和改革委员会工业司司长、副主任等职务上的便利，为他人项目审批等方面谋取利益，单独或与其子刘德成（另案处理）共同非法收受财物共计价值人民币 3558 万余元，应以受贿罪追究刘铁男的刑事责任。2014 年 12 月 10 日，河北省廊坊市中级人民法院对该案作出一审宣判，以受贿罪判处刘铁男无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产。上述事件中，南山集团属于涉案公司之一。

目前，该案件对南山集团经营和财务状况的影响程度尚不能确定。联合评级将进一步关注该案件对南山集团信用水平可能产生的后续影响。

5、财务概况

南山集团 2012 年合并财务报表经山东正源和信有限责任会计师事务所审计，并出具标准无保留意见；南山集团 2013 年和 2014 年合并财务报表经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。2015 年一季度财务报表未经审计。

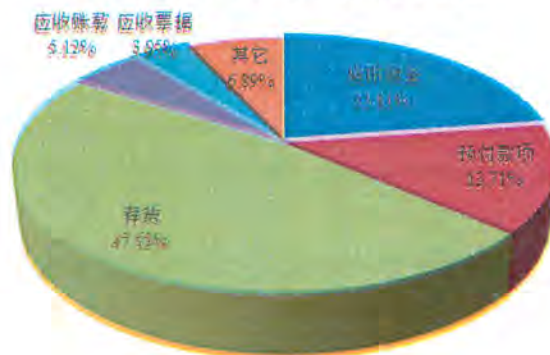
1) 资产质量

伴随南山集团经营规模不断扩大，资产规模随之保持持续增长，2012~2014 年复合增长率达 10.13%。截至 2014 年底，南山集团资产总额为 905.48 亿元，其中流动资产合计占 33.60%，非流动资产合计占 66.40%，非流动资产占比较高，符合南山集团所处行业特征。

流动资产

截至 2014 年底，南山集团流动资产合计 302.26 亿元，其中以货币资金（占 22.81%）、预付账款（占 13.71%）和存货（占 47.52%）为主。

图 5 2014 年底南山集团流动资产构成



数据来源：集团审计报告

南山集团近年来货币资金较为充足。截至 2014 年底，南山集团货币资金余额为 69.40 亿元，近三年复合增长率-14.85%，呈逐年下降，以上主要系子公司南山铝业于 2012 年发行 60 亿可转换公司债券并逐年投入使用或以闲置资金购买理财产品所致。截至 2014 年底，南山集团货币资金余额中可动用资金占 56.08%；此外，其他货币主要包括定期存款、承兑保证金及按揭保证金存款等。货币资金中无因抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外及有其他潜在收回风险的款项。

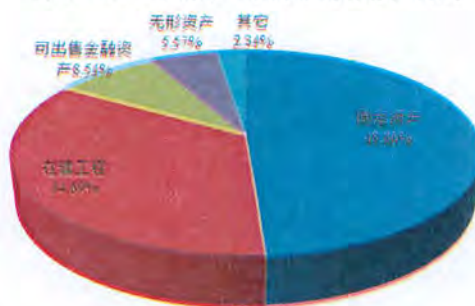
近三年，南山集团预付账款规模较大，截至 2014 年底，南山集团预付账款合计 41.71 亿元，主要系预付煤炭采购款和工程款项等。其中，预付款项前五大客户分别为神华销售集团华东能源有限公司、中煤能源山东有限集团、湖北至高建设集团有限公司、青建集团股份有限公司、福建省永泰建筑工程公司，前五大客户的预付款项合计 18.33 亿元，占比为 43.94%。从账龄上看，南山集团预付账款的账龄以一年以内为主，占比为 56.47%。

由于南山集团形成铝产品全产业链，产业链占用资金规模大，加之南山集团开发部分商品房住宅，使得存货规模始终保持在较高水平。截至 2014 年底，南山集团存货账面价值为 144.57 亿元；其中，主要包括在产品（占 73.16%）、原材料（占 18.42%）及库存商品（占 7.97%）。南山集团对存货计提了 0.15 亿元的跌价准备，计提比例一般，考虑到近年来铝产品价格持续波动，南山集团存货或将存在一定的跌价风险。

非流动资产

伴随南山集团产业链的产能扩大，相应增加了设备、厂房等非流动资产的构建，使得南山集团非流动资产近三年复合增长率达 20.43%。截至 2014 年底，南山集团非流动资产合计 601.22 亿元，较上年增长 18.85%。非流动资产以可供出售的金融资产（占 8.54%）、固定资产（占 48.86%）、在建工程（占 34.69%）和无形资产（占 5.57%）为主。

图 6 2014 年底南山集团非流动资产构成



数据来源：集团审计报告

截至 2014 年底，南山集团可供出售金融资产账面价值合计 51.36 亿元，根据《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》，对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的投资从长期股权投资中分类至可供出售金融资产核算。截至 2014 年底，南山集团可供出售金融资产主要包括对恒丰银行股权投资 15.80 亿元（持股比例为 7.25%）、对烟台银行股份有限公司股权投资 18.08 亿元（持股比例为 34.83%）、对山东龙口农村商业银行股份有限公司股权投资 2.44 亿元（持股比例为 10%）以及对山东齐鲁证券等企业的投资等。

近三年，南山集团固定资产增长相对平稳，年均复合增长 5.54%。截至 2014 年底，南山集团固定资产账面价值为 293.77 亿元，其中，包括机器设备 146.55 亿元、房屋及建筑物 117.45 亿元，

其余为运输设备和其他设备。截至 2014 年底，南山集团共计提累计折旧 116.19 亿元（其中对机器设备累计折旧 79.59 亿元），南山集团固定资产成新率为 71.42%，固定资产成新率尚可。

近三年，南山集团在建工程呈快速增长态势，年均复合增长率达到 48.24%，主要系南山集团东海开发工程和铝深加工工程投资规模增加所致。截至 2014 年底，南山集团在建工程合计 208.58 亿元，其中主要包括东海开发在建工程 104.94 亿元、铝热工程 83.91 亿元，其他零星技改工程 19.73 亿元。

截至 2014 年底，南山集团无形资产账面价值为 33.46 亿元，主要为土地使用权（33.34 亿元）。

截至 2015 年 3 月底，南山集团资产总额 917.34 亿元，较 2014 年底增长 1.31%，主要源于货币资金和在建工程的增长（主要为铝深加工工程和东海开发项目持续投入所致）。2015 年 3 月底，南山集团流动资产和非流动资产分别占比 33.80% 和 66.20%，较 2014 年底变动不大。

总体看，南山集团资产规模大；货币资金比较充足，流动资产中存货占比较高；固定资产和在建工程占比较大，符合南山集团所处行业特征；资产的流动性一般。总体上看，南山集团资产质量较好。

2) 负债及所有者权益

负债

伴随南山集团经营规模扩大，负债规模相应增长，近三年年均复合增长率为 10.45%，主要系为支持南山集团投资需求，子公司发行可转换公司债、南山集团发行中期票据、短期融资券及增加银行借款所致。截至 2014 年底，南山集团负债合计 440.72 亿元，较年初增长 5.33%。南山集团负债结构比较均衡，截至 2014 年底，南山集团流动负债和非流动负债分别占 49.05% 和 50.95%。

2012~2014 年，南山集团流动负债规模增长相对缓慢，年均复合增长率为 0.18%。截至 2014 年底，南山集团流动负债合计 216.17 亿元，以短期借款（占 28.36%）、应收票据（占 9.71%）、应付账款（占 13.95%）、预收款项（占 29.21%）和其他流动负债（占 11.94%）为主（如下图所示）。

图 7 2013 年底南山集团流动负债构成



数据来源：集团年报

伴随南山集团经营规模的扩大，为满足营运资金的需求，近三年南山集团短期借款始终保持较大规模。截至 2014 年底，南山集团短期借款为 61.30 亿元，主要系担保借款、质押和少量保理借款。

伴随南山集团经营规模扩大和扩产项目的需求，南山集团增加原材料和机器设备的采购，使得应付账款相应增长，近三年应付账款复合增长率为 17.49%。截至 2014 年底，南山集团应付账款余额为 30.15 亿元，较年初增长 3.08%，应付账款增速下降主要是南山集团大幅增加票据结算所致。

截至2014年底，南山集团应付票据余额为21.00亿元，较年初增长306.68%，主要是南山集团为了提高资金利用率，签发银行承兑汇票用于支付原材物料及工程项目款所致。

截至2014年底，南山集团预收账款余额为63.14亿元，近三年复合增长率为-23.16%，呈稳步下降态势，主要是预收售楼款因工程完工交房，结转销售收入所致。南山集团预收账款中，预收房款为56.96亿元，主要系工程尚未完工交房，尚未结转收入，该款项由于将于完工时点结转收入，故无存在兑付压力；此外，其他款项主要为铝产品的预付款销售模式下收到的款项。

此外，截至2014年底，南山集团其他流动负债合计25.81亿元，主要系南山集团2014年发行25亿元短期融资券所致。

近三年，南山集团非流动负债增长较为迅速，年均复合增长率达到24.07%，主要系南山集团银行借款及成功发行多期中期票据所带来的应付债券的增加。截至2014年底，南山集团非流动负债合计224.55亿元，其中主要由长期借款（占36.47%）和应付债券（占59.02%）构成。截至2014年底，南山集团长期借款合计81.88亿元，三年复合增长率为50.06%；截至2014年底，南山集团应付债券合计132.54亿元，直接融资比例大幅提高。

近三年南山集团有息债务规模增长较为迅速，三年复合增长率为22.80%。截至2014年底，南山集团全部债务为321.74亿元，其中短期债务和长期债务分别占比33.36%和66.64%，短期债务占比小幅波动下降。2014年底，南山集团资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为48.67%、40.91%和31.57%，较年初变化不大。南山集团负债规模处于适宜水平，财务结构比较合理。

截至2015年3月底，南山集团负债合计393.07亿元，较2014年底下降10.81%，流动负债和非流动负债分别占比58.11%和41.89%，非流动负债占比较2014年底有所下降。其中，应付票据35.59亿元，较2014年底增长69.51%，主要是南山集团签发银行承兑汇票大幅增加所致；其他流动负债为10.77亿元，较2014年底减少58.28%，主要原因为南山集团10亿元短期融资券到期兑付，5亿元私募债到期兑付；应付债券72.00亿元，较2014年底下降45.68%，主要原因为南山铝业60亿元可转换公司债券于2015年3月转股。2015年3月底，南山集团有息债务合计285.74亿元，较2014年底有小幅下降；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别降至42.85%、35.28%和22.80%。

总体看，受南山集团投资需求较大影响，南山集团通过银行借款及发行债券等方式解决资金需求，使得南山集团长期债务迅速增长，负债规模增大；但南山集团不断提高直接融资比例，债务结构得到优化，整体债务负担适宜。

所有者权益

近三年，南山集团所有者权益平稳较快增长，年均复合增长率为9.83%。截至2014年底，南山集团所有者权益合计464.76亿元，其中归属于母公司所有者权益占比72.91%。归属于母公司所有者权益中，股本占2.95%，资本公积占5.09%，盈余公积占10.50%，未分配利润占81.55%，外币报表折算差额占-0.09%。总体看，近年来受未分配利润增长影响，南山集团所有者权益逐年增长；但所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性较差。

截至2015年3月底，南山集团所有者权益合计524.27亿元，其中少数股东权益合计187.14亿元。相比2014年底，所有者权益结构变化不大。

3) 盈利能力

2012~2014 年,南山集团营业收入和净利润规模呈小幅波动下降态势,年均复合增长率分别为 -0.08%和-2.97%,主要是受宏观经济增长疲软、下游需求不振影响所致;2014 年,南山集团实现营业收入 303.10 亿元,实现净利润 38.12 亿元,与上年同期相比,分别减少了 1.01%和 7.09%。总体上看,南山集团盈利规模整体仍处于较高水平。

从期间费用来看,近三年南山集团期间费用分别为 26.56 亿元、28.47 亿元和 33.37 亿元,期间费用整体呈逐年上涨状态,三年复合增长率为 12.08%,其中财务费用年均增长了 35.47%;南山集团财务费用的增长主要系近年发行债券及增加借款等融资规模扩大所致,此外南山集团管理费用占比较高(占 46.66%),南山集团多元化经营规模的不断扩大使得管理费用保持在较高水平。近三年期间费用占营业收入的比重分别为 8.75%、9.30%和 11.01%,呈上升趋势,南山集团费用控制能力有待提高。

从盈利指标看,2012~2014 年,南山集团营业利润率稳中有升,分别为 24.26%、25.40%和 25.73%。受近三年融资规模迅速增加等因素影响,南山集团近三年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈下降趋势,2014 年上述三项指标分别为 6.50%、6.17%和 8.59%,但整体仍处于较好水平。南山集团目前处于扩张阶段,未来随着投资项目逐步投产,南山集团盈利能力有望继续获得提高。

2015年1~3月,南山集团实现营业收入70.91亿元,较上年同期下降1.82%,为2014年全年的23.29%;实现利润总额8.58亿元,较上年同期微降0.46%,为2014年全年的19.55%;营业利润率为21.52%,较上年同期上升0.88个百分点。

总体看,受南山集团融资规模上升较快、期间费用增加等因素影响,南山集团的盈利能力略有下降,但整体上看,南山集团盈利规模和盈利能力仍保持在较好水平。随着投资项目的陆续投产,南山集团未来盈利能力有望继续增强。

4) 现金流

从经营活动看,南山集团近三年经营活动产生的现金流量均保持为净流入状态,分别为 25.08 亿元、42.63 亿元和 41.49 亿元。2013 年经营活动净现金流量较 2012 年大幅增加,主要原因是原材料价格波动导致经营性现金流出同比减少所致;2014 年经营活动净现金流量较 2013 年小幅减少,主要原因是原材料价格波动、工资性费用以及各项税费产生的经营性现金流出增加所致。从收入实现质量来看,近三年,南山集团现金收入比分别为 115.01%、108.30%和 105.14%,主要系南山集团预收部分铝产品款项及售房款所致,南山集团收入实现质量较好。

从投资活动来看,近三年南山集团投资活动现金净流量均为净流出状态,且流出金额较大,反映南山集团投资项目仍处于大规模支出阶段。近三年,南山集团投资活动现金流量净额分别为 -83.29 亿元、-93.36 亿元和 -79.19 亿元。2013 年投资活动现金净流出有所增加,主要系南山集团增加对固定资产、无形资产等长期资产及使用闲置募集资金购买理财产品增加所致;2014 年投资活动现金净流出有所减少,主要是投资支付的现金及使用闲置募集资金购买理财产品减少所致。

从筹资活动看,由于南山集团经营活动现金流量无法满足投资需求,南山集团筹资活动现金流均为净流入状态,净流入额分别为 100.67 亿元、50.10 亿元和 37.01 亿元,南山集团筹资活动现金流量净额整体呈下降趋势。总体上看,由于南山集团仍存在较大的投资规模安排,未来仍有较大的筹资需求。

2015年1~3月，南山集团经营活动产生的现金流量净额为25.06亿元，投资活动现金净流量为0.63亿元，筹资活动现金流量净额为-13.06亿元。

总体看，南山集团经营活动现金流持续呈净流入状态，收入实现质量较好；近年南山集团投资需求较大，仍存在较大的融资需求。

5) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，南山集团流动比率分别为1.54、1.63和1.41；速动比率分别为0.85、0.93和0.74。两指标均呈现波动下降趋势，主要系货币资金、预付账款等流动资产有所减少所致。同时，现金短期债务比由2012年底的1.53降至2014年底的0.76。近三年，由于经营性现金净流量与流动负债均波动变化，经营现金流动负债比呈波动趋势，分别为11.64%、20.65%、19.19%。综合考虑南山集团现金资产的充足性，存货的变现能力和经营性现金净流量规模，南山集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2014年南山集团EBITDA为77.02亿元，年均复合增长5.91%；伴随南山集团有息债务规模持续增长，EBITDA利息倍数呈波动下降趋势，分别为13.09、13.92和7.66倍；EBITDA全部债务比呈下滑趋势，分别为0.32、0.28和0.24。整体上看，南山集团EBITDA对全部债务和利息倍数的保障能力仍处于正常水平。

截至2014年底，南山集团除对子公司担保外，无其他对外担保事项，南山集团或有负债风险不大。

南山集团与中信银行、东莞银行和招商银行等各商业银行建立了良好的合作关系，截至9月底，南山集团及控股子公司已获银行授信额度768.42亿元，已使用219.96亿元，未使用548.47亿元，南山集团间接融资能力强。

截至2014年底，南山集团全部债务为321.74亿元，本期优先级资产支持证券目标发售总规模为3.03亿元，相对于目前南山集团债务规模，本期优先级资产支持证券发行额度较小。以2014年底财务数据为基础，假设募集资金净额为3.03亿元，本期优先级资产支持证券发行后，在其它因素不变的情况下，南山集团长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为49.56%、42.09%和33.15%，债务水平仍处于较适宜水平。本期优先级资产支持证券的发行不会影响到南山集团的担保履约能力。

总体看，南山集团现金类资产较为充足，短期支付能力较强；经营现金流保持较大规模净流入状态；长期偿债能力虽有所下滑，但仍保持在较好水平。南山集团提供的无条件的不可撤销的连带责任保证为本期优先级资产支持证券的正常兑付提供了重要信用支持。

五、基础资产分析

1、基础资产概况

本期基础资产系基础资产清单所列的由原始权益人转让给计划管理人的、自2015年6月1日起依据融资租赁合同和起租通知书约定的15单融资租赁业务对承租人应享有的37个月内的应收租金及其附属担保权益。本期基础资产涉及租赁合同共计15份，截至基准日⁸，应收租金余额的总规模约为37,785.96万元人民币（详见表10）。根据南山租赁的租金偿付记录，本期初始入池资产

⁸基准日（评估基准日）为资产池封包日，即2015年6月1日。

对应的大部分承租人自起租后未发生任何利息、本金逾期或拖欠的情况⁹。初始基础资产池主要以医疗行业为主，遍布贵州、四川、江苏、云南、广东和河南等 6 个地区。按照南山租赁的五级分类方法，所有入池资产均属正常类。

表 8 基础资产池概况

资产池合同未偿租金余额（万元）	37,785.96
资产池合同保证金余额（万元）	2,653.20
承租人户数	15
合同笔数	15
单笔合同最大未偿租金余额（万元）	5,188.38
单户承租人最大未偿租金余额（万元）	5,188.38
加权平均合同利率（%） ¹⁰	9.14
加权平均租赁合同期限（月）	56.82
加权平均租赁合同剩余期限 ¹¹ （月）	50.26
单笔租赁合同最长剩余期限（月）	58.87
单笔租赁合同最短剩余期限（月）	31.43

资料来源：联合评级整理

截至评估基准日，初始基础资产池租赁合同未偿租金余额为37,785.96万元，其中未偿本金余额29,431.04万元，共涉及承租人15户、合同15笔，保证金余额2,653.20万元，占未偿租金余额的7.02%。截至评估基准日，资产池加权平均合同利率为9.17%，加权平均合同期限为57.31个月，加权平均剩余期限为50.86个月。依据联合评级对入池资产的逐笔评估结果，资产池承租人的加权平均信用评级为BBB。

2、入池资产担保方式分布

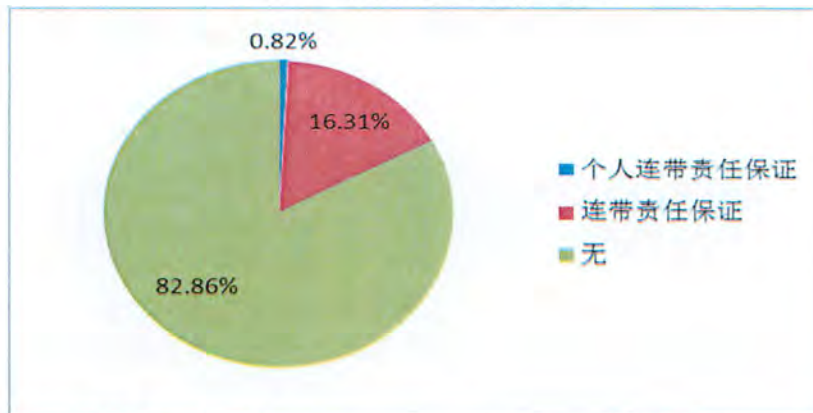
本期入池资产为南山租赁发放的融资租赁回收款，有担保类共计3笔（其中1笔为自然人担保、2笔为企业连带责任保证担保），涉及承租人3户，未偿租金余额6,163.75万元，占资产池未偿租金余额的16.31%；信用类共计12笔，涉及承租人12户，未偿租金余额为31,310.93万元，占资产池未偿租金余额的82.86%。从目前入池资产的担保效果来看，对部分单笔资产起到了一定的增级作用，但影响比例较小。本期入池资产的担保方式分布情况如图8所示。

⁹南山租赁对于“逾期”的定义标准为每期租金日次日起未还款视为逾期。本期入池资产共有 2 家承租人出现过逾期情况，最长逾期天数为 7 天，截至基准日前均已还清。

¹⁰本报告中相关加权计算均以未偿本金余额为加权标准。

¹¹ 剩余期限=（租赁到期日-基准日）/30

图 8 入池资产担保方式分布情况



资料来源：联合评级整理

3、承租人地区分布

从地区分布来看，本期入池资产地区分布相对集中，主要分布于贵州、四川、江苏等六个地区。按目前入池资产未偿租金余额统计，贵州省涉及 8 笔合同，占比最大，未偿租金 17,720.69 万元，未偿租金占比 46.90%；其次是四川省涉及 3 笔合同，未偿租金 11,622.17 万元，未偿占比 30.76%；江苏省、云南省、广东省、河南省各有一笔资产入池。按入池资产所属地区统计的资产池分布情况如表 9 所示。

表 9 承租人地区分布情况

地区	未偿租金（万元）	未偿租金占比	合同笔数	户数
贵州省	17,720.69	46.90%	8	8
四川省	11,622.17	30.76%	3	3
江苏省	5,188.38	13.73%	1	1
云南省	1,968.07	5.21%	1	1
广东省	975.37	2.58%	1	1
河南省	311.28	0.82%	1	1
总计	37,785.96	100.00%	15	15

资料来源：联合评级整理

贵州省，位于中国西南的东南部，是一个多民族共居的省份，全省共有民族成份 56 个。2014 年贵州省地区生产总值 9,251.01 亿元，比上年增长 10.8%，其中，第一产业增加值 1,275.45 亿元，增长 6.6%；第二产业增加值 3,847.06 亿元，增长 12.3%；第三产业增加值 4,128.50 亿元，增长 10.4%；人均地区生产总值 26,393 元。2014 年全年贵州省财政总收入 2,132.16 亿元，比上年增长 11.2%。；一般公共预算收入 1,366.42 亿元，比上年增长 13.3%；一般公共预算支出 3,542.13 亿元，比上年增长 14.9%，均提前一年实现“十二五”规划翻番目标，全面小康实现程度达到 76.4%。

四川省，位于中国大陆西南腹地，自古就有“天府之国”美誉，是中国重要的经济、工业、农业、军事、旅游、文化大省。2014 年四川省全年实现地区生产总值 28,536.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.5%。三次产业对经济增长的贡献率分别为 5.0%、59.7% 和 35.3%。人均地区生产总值 35,128 元，增长 8.1%。三次产业结构由上年的 12.8：51.3：35.9 调整为 12.4：50.9：36.7。2014 年四川省全年地方公共财政收入 3,058.5 亿元，比上年增长 9.8%，其中税收收入 2,311.7 亿元，增长 9.9%。公共财政支出 6,784.3 亿元，增长 9.1%。总体看，四川省经济保持平稳较快的发展。

江苏省，位于中国大陆东部沿海中心，与上海、浙江、安徽共同构成的长江三角洲城市群，已成为国际6大世界级城市群之一。江苏省人均GDP、综合竞争力、地区发展与民生指数均居全国各省前列，成为中国综合发展水平最高的省份之一，已步入“中上等”发达国家水平。2014年江苏省全年实现地区生产总值65,088.3亿元，比上年增长8.7%；人均生产总值81,874元，比上年增长8.4%；社会劳动生产率稳步提高，全年平均每位从业人员创造的增加值达136,730元，比上年增加12,433元。2014年江苏省全年完成公共财政预算收入7,233.1亿元，比上年增长10.1%。2014年，江苏省经济稳中有进，全面完成了江苏省十二届人大二次会议确定的年度主要目标任务。

未来一段时间内，因地区经济环境恶化给资产池整体信用表现带来不利影响的可能性较小，但过度集中的地区分布不利于分散风险，联合评级在相关测试中已考虑地域集中对资产池整体表现可能带来的影响。

4、承租人行业分布

从本期资产池所涉及承租人的行业分布来看，目前入池资产主要涵盖了医疗、公共设施管理业以及热力三个行业，其中以医疗行业占比最大，共涉及13笔合同、13个承租人，未偿租金余额31,622.21万元，未偿租金占比83.69%，平均剩余期限51.53月，13个承租人中涉及三级医院3家、二甲医院10家。医疗行业的发展态势将对资产池的整体信用表现产生重要影响。资产池承租人所属行业整体分布情况如表10所示。

表10 承租人所属行业分布

行业	未偿租金（万元）	未偿租金占比	平均剩余期限（月）	笔数	户数
医疗	31,622.21	83.69%	51.53	13	13
公共设施管理业	5,188.38	13.73%	31.73	1	1
热力	975.37	2.58%	48.60	1	1
合计	37,785.96	100.00%	50.01	15	15

资料来源：联合评级整理

医疗行业承租人信用质量多与其所属行政区域的经济社会状况及财政实力紧密相关，行业具有明显的抗周期性。

1) 与迅速增长的医疗服务市场需求相比，中国医疗服务市场的供给仍然短缺

医疗行业是关系国计民生的、与人的生命密切相关的重要事业。随着我国人口总量持续增长，老龄化进程加快，城市化、工业化引发环境污染、职业卫生和意外伤害等一系列社会问题，加之GDP的持续增长、人均可支配收入的提高、城镇化趋势、国民健康意识增强，使得我国国民对卫生服务需求不断提高。

另一方面，与目前迅速增长的医疗服务市场需求相比，中国医疗服务市场的供给仍然短缺。2014年1~10月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达61.5亿人次，同比提高5.7%；2014年1~10月全国医院病床使用率90.0%，其中，三级医院使用率102.5%，二级医院使用率89.6%，一级医院63.4%，社区卫生服务中心57.1%，乡镇卫生院61.7%，三级医院病床依旧处于超负荷运转状态。

2) 县级医院作为农村医疗体系的龙头，未来发展潜力巨大；另一方面，医疗行业政策性驱动较强，后续应重点关注相关政策变动风险。

我国将医疗机构划分为城市医院、社区卫生服务中心、县级医院和乡镇卫生院，分别代表城市和农村的医疗服务体系。这种城乡二元化的划分，导致了城乡医疗服务水平的差异。县级医院

地处县级城市，为全县居民服务，本来应能提供更多、更便捷的医疗服务，但目前我国县级医院的医疗费用只有城市医院的 1/3。

自 2009 年新医改政策执行以来，政府通过支持新建、扩建县级医院，及支持三级医院与现有县级医院建立长期对口协作关系的方式“补供给”，大力推动基层医疗服务供给能力，承接新农合政策执行以来基层医疗服务市场需求的迅速增长。在新农合参合率大幅上升，撬动原潜在市场需求的背景下，自 2009 年起，地方上兴起了新建、扩建县级医院的高潮，带动医疗器械、生物制剂等相关产品销售在县级医院暴增。

“十二五”期间，政府提出“大病不出县”的基层医疗服务发展目标，同时将县级医院改革作为公立医院改革突破口，除国家确定的 311 个试点县外，各省份还选择了 454 个县(市)取消药品加成，药品收入占医院总收入比例下降明显。2014 年国家卫计委等部门联合下发了《关于推进县级公立医院综合改革的意见》，要求各地应按照 2014 年县级公立医院综合改革试点覆盖 50%以上的县(市)，2015 年全面推开的时间节点，制定县级公立医院综合改革任务具体分工方案。由此，我们判断，无论是提升县级医院为主体的基层医疗服务机构供给能力及供给水平（以实现“大病不出县”的“十二五”目标），还是在全国范围内推行以“药品零差率”为主题的县级公立医院改革，中央政府对于县级医院的投入仍将继续。另一方面，医疗行业政策性驱动较强，后续应重点关注相关政策变动风险。

针对行业集中度高的情况，联合评级在对信用损失分布的整体形态进行分析研究时加以考量，评级结果已反映上述风险。

5、入池资产剩余期限分布

本期资产池加权平均合同期限为 57.31 个月，加权平均剩余期限为 50.86 个月。目前入池资产剩余期限分布情况如表 11 示。从未偿租金余额来看，入池资产主要集中在(55,60]个月，共 5 笔，占未偿租金余额的 43.37%；其次是(45,50]个月，共 5 笔，占未偿租金余额的 22.45%。整体看，入池资产剩余期限较长。

表 11 入池资产剩余期限分布

租赁合同剩余期限	未偿租金（万元）	未偿租金占比	合同笔数
(30,35]	5,499.66	14.55%	2
(45,50]	8,482.52	22.45%	5
(50,55]	7,416.01	19.63%	3
(55,60]	16,387.76	43.37%	5
总计	37,785.96	100.00%	15

资料来源：联合评级整理

6、承租人集中度

本期资产池中，前十大承租人的未偿租金余额合计占到资产池未偿租金余额的 83.21%，未偿租金余额最高的承租人占到资产池未偿租金余额的 13.73%。联合评级对前十大承租人评定的影子级别分布在 A 至 BBB，资产池中未偿租金余额最高的前十位承租人的具体情况如表 12 所示。

表 12 未偿租金余额前十名承租人特征分布情况

排名	笔数	未偿租金（万元）	未偿占比	影子级别	所属行业
1	1	5,188.38	13.73%	A	公共设施
2	1	4,930.61	13.05%	BBB	医疗
3	1	4,108.69	10.87%	BBB+	医疗
4	1	3,749.73	9.92%	BBB+	医疗
5	1	2,582.86	6.84%	BBB	医疗
6	1	2,448.85	6.48%	BBB	医疗
7	1	2,384.30	6.31%	BBB	医疗
8	1	2,151.00	5.69%	BBB	医疗
9	1	1,968.07	5.21%	BBB	医疗
10	1	1,927.94	5.10%	BBB	医疗
合计	10	31,440.44	83.21%	--	--

资料来源：联合评级整理

由上表可以看出，资产池承租人集中度偏高，未偿租金余额占比大于 10%的承租人有 3 户，涉及入池资产 3 笔，未偿租金金额合计为 14,227.68 万元，占比 37.65%，前三大承租人主要分布于公共设施以及医疗行业，属于公用事业单位类，因还款来源中断引发资产池信用风险的可能性不大。

总体看，资产池承租人集中度偏高，但大部分均为医院，属于公用事业单位，经营状况较为稳定，有利于提高资产池整体信用水平的稳定性。

7、资产池设备概况

资产池中租赁资产所涉及的大部分租赁设备已购买保修保障。资产池内设备包括医疗设备、污水管道以及光伏设备等，资产池内的设备均来自合格生产商家，而且设备类型繁多，生产商集中度不高，因生产商设备质量问题而导致资产池还款中断的风险较低。

8、承租人信用等级分布

联合评级综合分析了由南山租赁提供的入池资产（承租人）档案资料，包括承租人近几年的财务数据及经营管理资料、南山租赁的调查审核报告等相关资料，并结合承租人所属区域经济发展状况、行业景气度等外部信息，据此联合评级对入池资产所对应的承租人的信用风险做出相应评估，其影子级别评定结果分布如表 13 所示。

表 13 承租人信用等级分布

影子评级	笔数	未偿租金（万元）	未偿租金占比	剩余保证金（万元）
AA	1	975.37	2.58%	68.50
A	1	5,188.38	13.73%	495.00
BBB+	3	9,716.66	25.72%	625.00
BBB	7	18,393.64	48.68%	1,230.00
BB+	2	3,200.63	8.47%	205.00
B+	1	311.28	0.82%	29.70
合计	15	37,785.96	100.00%	2,653.20

资料来源：联合评级整理

根据入池资产所涉及承租人的信用评估结果以及相应承租人未偿本金余额占资产池未偿租金余额的比重，并结合联合评级的信用等级量化因子，联合评级评定资产池承租人的加权平均信用等级为 BBB。

六、现金流分析及压力测试

1、基础资产组合信用风险分析

联合评级采用蒙特卡洛模拟方法为资产池组合的信用风险建模，以确定优先级资产支持证券达到预设评级目标所必要的评级违约比率或损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用等级与违约率的对应关系为基础，充分考虑资产组合加权平均剩余期限、承租人集中性因素以及承租人所处行业、地区等相关性因素对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响。联合评级构建的蒙特卡洛模型可用来模拟资产池存续期内资产组合的违约及损失行为，包括违约率大小及其时间分布、回收率大小及其回收周期等。

由于资产池涉及 15 个租赁客户，从排列组合的角度来看，从 1 个客户不违约到 15 个客户都违约，涉及上万个排列，其各自出现的概率也各不相同，而模拟时单个客户违约的概率是由承租人的影子级别决定的。我们根据本期资产池中不同类型的租赁设备的回收及变现特征，将租赁设备分为容易回收但损耗或贬值较快、容易回收且容易变现、不容易回收等三类，并根据具体的租赁设备类型设定了各自的违约回收率。

通过蒙特卡罗模拟可以输出资产池的违约及回收分布概率图，并得出资产池所需的最低信用增级水平。

表 14 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AAA	71.0%	33.5%

RDR：目标评级违约率；RRR：目标评级回收率。

2、现金流分析与压力测试

根据本期资产池的租赁本息支付等现金流入特征以及优先级资产支持证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合评级构建了特定的现金流分析模型。该分析模型不仅考虑了本息支付金额大小及其时点变化，还严格按本次交易的要求设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级资产支持证券按期支付本息所带来的影响。表 15 列出了本期资产池资产组合在无违约情况下的各个时点的租金本息还款情况。

表 15 租赁资产租金回收计划现金流预测（单位：万元）

日期	租金流入合计
2015.11	6,316.74
2016.05	6,305.58
2016.11	6,305.58
2017.05	6,305.58
2017.11	6,305.58
2018.06	6,246.91

资料来源：联合评级整理

联合评级将上述通过蒙特卡洛模拟试算出的违约率、违约回收率等参数作为基准的压力测试条件，在此基础上，根据优先级资产支持证券所需达到的既定信用等级，设定了各种苛刻的压力测试情景，优先级资产支持证券的本息是否能按时足额受偿必须要通过现金流压力测试。我们编制与交易结构完全对应的特定的现金流模型，然后将违约率及违约时间、回收率及回收时间、利率、早偿及延迟等作为基础的压力测试条件，模拟优先级资产支持证券的本息是否能按时足额受偿。

从压力测试的结果来看，仅依靠内部信用增级机制，优先级资产支持证券无法通过压力测试。考虑到外部信用增级机制，担保方南山集团信用水平很高，增信能力很强，优先级证券能获得相应的信用支撑。

七、法律风险分析

本专项计划是根据《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国民法通则》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》等现行法律、法规、规章设立。

国浩律师（上海）事务所出具的法律意见书显示，信达证券作为专项计划的管理人，具备担任资产管理计划管理人的主体资格，托管人、资产服务机构及其他服务机构资质及权限亦符合相关法律、法规及规范性文件的规定；原始权益人南山租赁具备签署《资产买卖协议》、《监管协议》、《服务协议》等专项计划文件的主体资格，依法享有其签署的专项计划文件约定的权利并履行协议约定的义务，符合《管理规定》等相关法律、法规、行政规章和规范性文件的规定；担保人南山集团为依法成立的有限公司，具备依法为专项计划提供担保的资质且已获得合法有效的内部授权，符合《管理规定》等相关法律、法规、行政规章和规范性文件的规定。《资产管理合同》等专项计划法律文件符合相关法律、法规及规范性文件的相关规定。计划管理人申请设立专项计划符合《管理规定》等法律、法规、行政规章和规范性文件及中国证监会的相关规则，信达证券申请设立专项计划不存在实质性法律障碍。

本专项计划基础资产系基础资产清单所列的由原始权益人日转让给计划管理人的、自 2015 年 6 月 1 日起，依据融资租赁合同和起租通知书约定的 15 单融资租赁业务对承租人应享有的 37 个月内的应收租金及其附属担保权益。

本专项计划的基础资产权属明确，基础资产真实、合法、有效，符合《管理规定》等相关法律、法规、行政规章和规范性文件的要求。除基础协议的一方当事人根据基础协议的履行情况可能享有的抗辩权或抵销权外，基础资产上不存在抵押、质押或其他任何担保权利、优先权或者第三方的抗辩权、抵销权。基础资产不存在法定或约定的禁止或限制转让的情形，符合《管理规定》等相关法律、法规、行政规章和规范性文件的规定。

联合评级认为本专项计划的设立符合各项法律法规，各参与方均具有参与资产支持专项计划的相应法律资格。除此以外，原始权益人依法有权转让基础资产，并且基础资产的转让真实、合法、有效。

八、计划管理人尽职能力分析

本专项计划管理人信达证券于 2007 年 9 月 3 日获准开业，9 月 4 日取得《企业法人营业执照》，是金融资产管理公司系统首家设立的证券公司，2011 年，信达证券实施增资，注册资本由 15.11 亿元增至 25.69 亿元。信达证券共有三家股东，分别为中国信达资产管理股份有限公司（以下简称

“信达资产”）、中海信托股份有限公司和中国中材集团有限公司，持股比例分别为 99.33%、0.08%、0.59%。截至 2014 年底，信达证券设有人力资源部、计划财务部、固定收益部、稽核审计部、合规与风险管理部等 20 个职能部门；在全国范围内共拥有 81 家营业部，分布于 16 个省、直辖市、自治区，广泛分布的经营网点为信达证券业务发展提供了良好的平台，其中，辽宁省营业网点 34 家，为省内证券公司网点排名第一，具有较强的区域竞争优势。

截至 2014 年 12 月 31 日，信达证券经审计的总资产为 270.14 亿元，负债总额为 203.39 亿元，净资产为 66.75 亿元，2014 年度，信达证券实现营业收入 27.59 亿元，净利润 9.18 亿元。

信达证券的主要出资人及控股股东信达资产是财政部独家发起的国有独资非银行金融机构，1999 年 4 月 20 日成立，2010 年改制为股份有限公司。2012 年，信达资产引入全国社会保障基金理事会、瑞银集团、中信资本、渣打银行四家战略投资者，注册资本变更为 301 亿人民币，四家战略投资者合计持有 16.54% 股份。2013 年 12 月，信达资产在香港成功上市，成为中国内地第一家上市的金融资产管理公司，资本实力进一步增强。

信达证券资产管理业务起步于 2009 年，截至 2014 年 12 月 31 日，信达证券受托管理资金本金总额为 366.17 亿元。产品主要分为集合理财产品和定向理财产品两部分。目前信达证券共有集合理财产品 13 支，包括 FOF 型 1 支、混合型 5 支、普通债券型 1 支、分级债券型 5 支和货币型 1 支。

信达证券资产管理部现有运营管理、投资研究、产品开发、市场营销 4 个团队。各团队各岗位有明确的职责分工，不相容职务适当分离。运营管理团队负责资产管理部预算、内部核算、复核、风险控制、合规管理、客户服务、运营保障等工作。投资研究团队负责公司资产管理业务、理财产品、客户资产的投资管理、相关研究工作。产品开发团队负责资产管理产品设计工作、产品研究工作、全国各大银行及代销渠道的开发及维护工作。市场营销团队负责策划、组织、管理资产管理计划及其他产品的市场营销工作。

总体来看，信达证券拥有强大的股东背景，丰富的资产管理业务相关经验，本专项计划因计划管理人丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很小。

九、托管银行尽职能力分析

本专项计划托管人系中国光大银行（以下简称“光大银行”）北京分行，光大银行成立于 1992 年 8 月，注册地北京，注册资本 282.17 亿元。1996 年，经国务院批准进行股份制改造，亚洲开发银行成功参股，使光大银行成为国内第一家国有控股、有国际金融组织参股的全国性股份制商业银行。1999 年光大银行并购国有独资的中国投资银行。2000 年 9 月，经中国人民银行批准，光大银行成功进行了第二次增资扩股。2007 年 11 月，中央汇金公司对光大银行入资 200 亿元人民币等值美元，成为光大银行第一大股东。2010 年 8 月 18 日光大银行 A 股成功上市，总股本达到 404.35 亿股。2013 年 12 月，光大银行 H 股成功上市，总股本达到 462.77 亿股，整体经营规模位居国内股份制商业银行前列。

截至 2014 年底，光大银行资产总额 27,370.10 亿元，负债总额 25,575.27 亿元，客户存款 17,853.37 亿元，贷款和垫款总额 12,994.55 亿元，不良贷款率 1.19%，信贷拨备覆盖率 180.52%，资本充足率 11.21%，核心一级资本充足率及一级资本充足率为 9.34%；2014 年光大银行实现营业收入 785.31 亿元，净利润 289.28 亿元。

光大银行为国内第六家开办托管业务的银行。经过多年发展，光大银行搭建了以证券投资基金托管为基础的托管体系，实现了盈利大幅提升，开展了包括证券投资基金、企业年金、证券公

司集合资产管理计划、基金公司/证券公司专户、信托计划、银行理财产品、QDII、股权投资基金、企业债等产品托管，积累了较丰富的托管经验。

光大银行托管业务由投资与托管业务部负责，依据业务分工，投资与托管业务部设置了基金托管处、委托资产处、风险与系统管理处、业务管理处、股权服务团队。全国各级分行均设有托管业务团队，共有数百人从事托管业务服务工作。光大银行通过制定托管业务操作风险管理政策，建立“全员全程”风险管理体系，规范光大银行各类托管业务活动和操作风险管理工作，实现对托管业务及时、全面、统一、有效的监控，保证客户资产的安全、完整。

光大银行北京分行托管中心是光大银行系统托管业务量最大、托管经验最为丰富的托管中心，目前员工62人，包括营销、估值核算、清算、交易监控等全业务线人员。截至2014年12月底，光大银行完成托管费收入23,204万元，较同期增长66%，托管规模达10,034亿元，较同期增长58%。光大银行北京分行托管收入占总行托管收入24%，规模占总行托管规模的40%。运作托管账套3,842套。

总体看，光大银行北京分行依托于光大银行，拥有较为丰富的托管经营、完善的管理体系，本专项计划因托管人丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很小。

十、综合评价

联合评级对南山租赁一期资产支持专项计划涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析及压力测试。本专项计划的原始权益人南山租赁成立时间较短，目前资产规模一般，盈利能力有待提升，但作为大型民营企业南山集团下属企业，南山租赁有望获得股东的多方面支持；本专项计划现金流主要来自于基础资产对应的融资租赁合同回收款，涉及15个承租人且集中度偏高，考虑到承租人大部分均为医院等公用事业单位，整体违约风险一般；优先级/次级安排及南山租赁提供的差额支付和回购承诺对优先级资产支持证券的偿付具有积极作用；担保人南山集团出具的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证对优先级资产支持证券有很好的信用增级作用。

综合考虑上述因素，联合评级评定“南山租赁一期资产支持专项计划”优先级资产支持证券南山一期01~06的评级结果为AA+。

附件1 南山融资租赁（天津）有限公司
2014年主要财务数据

项目	2014 年
资产总额(亿元)	16.74
所有者权益(亿元)	4.30
长期债务(亿元)	0.00
全部债务(亿元)	12.10
营业收入(亿元)	0.66
净利润(亿元)	0.28
经营性净现金流（亿元）	-14.94
营业利润率(%)	65.91
净资产收益率(%)	6.41
资产负债率(%)	74.30
全部债务资本化比率(%)	73.77

附件2 南山集团有限公司
2012年~2015年3月主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	746.58	841.32	905.48	917.34
所有者权益(亿元)	385.31	422.88	464.76	524.27
长期债务(亿元)	138.19	200.08	214.42	154.88
全部债务(亿元)	208.93	261.57	327.24	285.74
营业收入(亿元)	303.57	306.19	303.10	70.91
净利润(亿元)	40.49	41.03	38.12	7.28
经营性净现金流(亿元)	25.08	42.63	41.49	25.06
营业利润率(%)	24.26	25.40	25.73	21.52
净资产收益率(%)	11.26	10.15	8.20	--
资产负债率(%)	48.39	49.74	48.67	42.85
全部债务资本化比率(%)	35.16	38.22	41.32	35.28
流动比率	1.54	1.63	140.75	135.77

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件4 资产支持专项计划信用等级的设置及含义

资产支持专项计划信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

资产支持专项计划信用等级的设置及含义

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。
倒闭级	C 级	不能偿还债务。

注：AA~CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

南山租赁一期资产支持专项计划 跟踪评级安排

根据相关规定，联合评级将保证在资产支持证券存续期内每十二个月向资产管理计划管理人及资产支持证券持有人披露至少一次跟踪评级报告，在《年度资产管理报告》发布之日起两个月内将跟踪评级报告交付给资产管理计划管理人。

本专项计划如发生重大变化，或本资产支持证券所涉及的资产发生足以影响本资产支持证券信用状况的重大事件，联合评级将根据实际情况，对专项计划进行不定期跟踪评级，及时对该事件进行分析，确认或调整本资产支持证券信用等级。

如计划管理人不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合评级可根据有关情况调整本资产支持证券的信用等级并予以公布，必要时，可公布资产支持证券信用等级暂时失效，直至计划管理人提供相关资料。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月十八日



信用等级公告

联合[2015]297号

南山融资租赁（天津）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“南山租赁一期资产支持专项计划资产支持证券”进行综合分析和评估，确定：

优先级资产支持证券南山一期 01~06 的信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张连卿

李云

二〇一五年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦1201室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)