

信用等级公告

联合〔2019〕1559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“南山租赁二期资产支持专项计划”项下的“南山二12”进行跟踪评级，确定：

“南山二12”的信用等级为 AAA_{sf}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



张建平

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

南山租赁二期资产支持专项计划 2019 年跟踪评级报告

评级结果：

资产支持证券	存续规模 (亿元)		占比 (%)		评级结果	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
南山二 08	--	0.47	--	20.71	已兑付	AAA
南山二 09	--	0.33	--	14.54	已兑付	AAA
南山二 10	--	0.45	--	19.83	已兑付	AAA
南山二 11	--	0.30	--	13.22	已兑付	AAA
南山二 12	0.34	0.34	45.31	14.98	AAA _{sf}	AAA
南山二次	0.36	0.36	47.97	15.86	NR	NR
证券合计	0.70	2.25	93.28	99.14	--	--
超额抵押	0.05	0.02	6.72	0.86	--	--
资产池合计	0.75	2.27	100.00	100.00	--	--

注：联合信用评级有限公司自 2019 年 4 月 1 日起，采用在一般公司债评级符号基础上加下标“sf”来特指资产支持专项计划等结构化产品债项的信用等级，各等级含义均与调整前保持一致，本次符号标识调整不影响之前所评定债项的信用等级效力；NR——未予评级

上次跟踪评级时间：2018年6月12日

本次跟踪评级时间：2019年6月21日

专项计划成立日：2016年9月8日

专项计划法定到期日：2021年6月30日

上次资产池跟踪基准日：2018年3月31日

本次资产池跟踪基准日：2019年3月31日

本次证券跟踪基准日：2019年4月1日

跟踪期间：2018年4月2日~2019年4月1日

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对“南山租赁二期资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构的稳健性以及参与机构的信用状况和尽职情况进行了持续的关注，并对上述要素进行了现金流分析。

截至本次资产池跟踪基准日，资产池总体信用水平保持不变（加权平均影子级别仍为A-/BBB+）；基础资产集中度（地区、行业和单户）有所上升，但加权平均租赁合同入池剩余期限缩短至2.99个月，风险暴露时间大幅缩短；更重要的是，截至本次证券跟踪基准日，专项计划账户资金余额（合计5,305.82万元）对剩余优先级证券（即为南山二12）本息及相关费用的保障程度达到1.5403倍，能够形成有效覆盖。因此，剩余优先级证券于下个兑付日不能按时足额兑付的风险极小。

另外，南山集团有限公司（以下简称“南山集团”，主体信用等级为AAA）为本专项计划提供的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证对南山二12信用水平的维持也起到很好的保障作用。

综合考虑上述因素，联合评级维持本专项计划项下南山二12的信用等级为AAA_{sf}。

优势：

1. 截至本次证券跟踪基准日，专项计划账户资金余额能够对剩余优先级证券本息及相关费用形成有效覆盖。截至本次证券跟踪基准日，专项计划账户内余额合计为5,305.82万元，根据现金流分析表明，专项计划账户余额对剩余优先级资产支持证券预期支出的保障程度能够达到1.5403倍，剩余优先级证券于下个兑付日不能按时足额兑付的风险极小。

2. 南山集团提供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证券信用水平的维持起到很好的保障作用。南山集团作为中国整体实力排名前列的铝加工企业，偿付能力极强，主体信用级别为 AAA，其对本专项计划提供的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证仍有重要的支撑作用。

分析师

邵 天 shaot@unitedratings.com.cn

张子彪 zhangzb@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

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>

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：

项目	2017年	2018年
总资产（亿元）	44.69	39.95
所有者权益（亿元）	10.27	10.79
营业收入（亿元）	2.92	3.04
净利润（亿元）	0.67	0.55
资产负债率（%）	77.03	72.99

担保人/流动性支持机构：

项目	2017年	2018年	2019年3月
总资产（亿元）	1,246.06	1,329.30	1,357.64
所有者权益（亿元）	597.38	638.80	645.00
营业收入（亿元）	374.12	431.72	96.99
净利润（亿元）	30.93	29.59	5.92
资产负债率（%）	52.06	51.94	52.49

注：1、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；2、2019年1~3月数据未经审计，相关指标未年化；3、数据单位除特别说明外，均指人民币。

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。

本跟踪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。本跟踪评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本专项计划项下受评对象到期兑付日有效；在受评对象存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、证券兑付情况

本专项计划于 2016 年 9 月 8 日正式成立，实际收到认购资金 4.92 亿元。本专项计划于 2016 年 11 月 1 日在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台挂牌转让。截至本次证券跟踪基准日（2019 年 4 月 1 日），本专项计划跟踪期间兑付本金 15,500.00 万元，共支付利息 639.76 万元，具体如下表所示：

表 1 截至证券跟踪基准日本专项计划跟踪期间资产支持证券收益分配情况（单位：万元）

收益分配时间	南山 8 本金	南山 8 利息	南山 9 本金	南山 9 利息	南山 10 本金	南山 10 利息	南山 11 本金	南山 11 利息	南山 12 利息
2018/7/2	4,700.00	54.99	--	41.91	--	57.15	--	38.10	43.18
2018/10/8	--	--	3,300.00	42.57	--	58.05	--	38.70	43.86
2019/1/2	--	--	--	--	4,500.00	58.05	--	38.70	43.86
2018/4/1	--	--	--	--	--	--	3,000.00	37.80	42.84
合计	4,700.00	54.99	3,300.00	84.48	4,500.00	173.25	3,000.00	153.30	173.74

资料来源：联合评级整理。

截至本次证券跟踪基准日（2019 年 4 月 1 日），证券剩余未偿本金为 7,000.00 万元，其中，优先级证券未偿本金为 3,400.00 万元，次级证券未偿本金为 3,600.00 万元。本专项计划的法定到期日为 2021 年 6 月 30 日。本专项计划资产支持证券存续规模情况如下表：

表 2 截至本次证券跟踪基准日本期资产支持证券剩余规模及兑付概况（单位：万元、%）

资产支持证券	存续规模（万元）		占比（%）		发行利率（%）	预期到期日	兑付情况
	本次	上次	本次	上次			
南山二 08	--	4,700.00	--	20.71	4.70	2018/6/30	已兑付
南山二 09	--	3,300.00	--	14.54	5.10	2018/9/30	已兑付
南山二 10	--	4,500.00	--	19.83	5.10	2018/12/31	已兑付
南山二 11	--	3,000.00	--	13.22	5.10	2019/3/31	已兑付
南山二 12	3,400.00	3,400.00	45.31	14.98	5.10	2019/6/30	本金未兑付，利息按时足额兑付
南山二次	3,600.00	3,600.00	47.97	15.86	--	2019/6/30	--
证券合计	7,000.00	22,500.00	93.28	99.14	--	--	--
超额抵押	504.00	194.42	6.72	0.86	--	--	--
资产池合计¹	7,504.00	22,694.42	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：联合评级整理。

注：分配方式上，南山二 08~南山二 12 均按季付息，到期一次还本并支付最后一期利息，南山二次到期一次还本付息。

截至本次资产池跟踪基准日（2019 年 3 月 31 日），资产池未偿本金共计 2,198.18 万元，截至本次证券跟踪基准日（2019 年 4 月 1 日），专项计划账户资金余额为 5,305.82 万元，合计对本期剩余证券形成 6.72% 的超额抵押。截至到 2019 年 5 月 14 日，专项计划账户资金余额为 5,358.25 万元。

¹ 包含截至资产池跟踪基准日基础资产未偿本金余额 2,198.18 万元和截至证券跟踪基准日专项计划账户余额 5,305.82 万元。

截至本次证券跟踪基准日，南山二 01~南山二 11 对应应付本金及利息已全部及时足额偿付；剩余未到期优先级证券南山二 12 的利息得到及时足额的偿付，且获得的信用支持由上次跟踪基准日的 16.72% 提升至 54.69%，增加 37.97 个百分点，剩余优先级证券获得的信用支持水平进一步提高。

跟踪期内，基础资产收入能够足额偿付当期应支付的优先级证券的本金和收益，未发生违反合同约定的损害基础资产及其收益的情况，未发生差额支付、基础资产回购及担保事项，未触发权利完善事件。

二、参与机构表现

本专项计划管理人是信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）。截至2018年底，信达证券资产总额368.43亿元，所有者权益总额90.62亿元；2018年，信达证券实现营业收入14.58亿元，净利润0.42亿元。截至2018年底，信达证券受托资产管理规模900.39亿元。

本专项计划托管人是中国光大银行股份有限公司（以下简称“光大银行”）。截至2018年底，光大银行总资产4.36万亿，总负债4.03万亿，2018年全年实现营业收入1,102.44亿元，归属于股东的净利润336.59亿元，平均净资产收益率为11.55%。截至2018年底，光大银行核心一级资本充足率为9.15%，一级资本充足率为10.09%，资本充足率为13.01%，满足监管要求；不良贷款率为1.59%，拨备覆盖率为176.16%，较去年同期上升17.98个百分点。

截至 2018 年底，未触发相关机构解任事件。

联合评级认为，计划管理人及托管人经营状况良好，财务状况稳定，尽职能力情况稳定。

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

本专项计划的原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人以及回购方均为南山融资租赁（天津）有限公司（以下简称“南山租赁”）。

1. 原始权益人概况

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合资设立。2017 年 6 月 30 日，南山租赁收到股东香港友联租赁有限公司出资 0.10 亿美元，截至 2018 年底，南山租赁注册资本 1.32 亿美元，由香港友联租赁有限公司 100% 控股。

截至 2018 年底，南山租赁设业务、财务、资金、风控、法务等 8 个职能部门，共 12 家子公司。截至 2018 年底，南山租赁共有正式员工 39 人。

截至 2018 年底，南山租赁资产总额 39.95 亿元，负债总额 29.16 亿元，所有者权益总额 10.79 亿元。2018 年，南山租赁实现营业收入 3.04 亿元，净利润 0.55 亿元；经营活动现金流量净额为 5.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.56 亿元。

2. 经营状况分析

2018 年，南山租赁实现营业收入 3.04 亿元，同比增加 4.27%。2018 年，南山租赁营业成本 2.12 亿元，同比上升 23.37%，主要系 2018 年融资成本增加所致。毛利率方面，2018 年，南山租赁融资租赁利息收入毛利率为 25.43%，较年初上升 9.83 个百分点，主要由于租赁利率增加所致。受咨询费收入大幅下降影响，2018 年，南山租赁毛利率 32.64%，较上年同期下降 8.57 个百分点。

表3 2017~2018年南山租赁营业收入情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
融资租赁利息收入	2.03	69.52	15.60	2.83	93.27	25.43
咨询费	0.83	28.42	100.00	0.15	4.90	100.00
主营业务收入合计	2.86	97.94	40.00	2.98	98.17	30.68
其他业务收入	0.06	2.06	100.00	0.06	1.83	100.00
合计	2.92	100.00	41.21	3.04	100.00	32.64

资料来源:南山租赁提供。

融资租赁业务展业方面,2018年,南山租赁当年融资租赁投放金额9.65亿元,较上年下降55.61%;当年新增项目16个,南山租赁业务规模有所下降。截至2018年底,南山租赁期末融资租赁资产余额为39.12亿元,其中,直接租赁资产余额3.44亿元,占比8.80%;售后回租租赁资产余额35.68亿元,占比91.20%。截至2018年底,南山租赁租赁资产五级分类均为正常类,租赁资产质量保持较好水平。

表4 2017~2018年南山租赁融资租赁业务情况(单位:亿元、个)

项目	2017年	2018年
期末租赁资产余额	44.16	39.12
当年融资租赁投放金额	21.74	9.65
当年新增项目个数	37	16
单一项目最大金额	1.00	1.15

资料来源:南山租赁提供

下游客户选择方面,截至2018年底,南山租赁融资租赁余额中,医疗行业租赁余额31.17亿元,占比79.69%,较上年增长12.24个百分点,主要系融资租赁行业中以医疗为群体的竞争程度适当,而航空等客户主要被工银金融融资租赁有限公司等垄断,南山租赁主动调整经营客户行业所致。跟踪期内,南山租赁租赁业务行业分布集中度进一步提升,行业集中度风险较高。

表5 2017~2018年底南山租赁租赁资产余额行业分布情况(单位:亿元、%)

行业	2017年		2018年	
	租赁余额	占比	租赁余额	占比
医疗	29.78	67.45	31.17	79.69
基础设施	8.47	19.17	3.07	7.86
航空	5.91	13.38	4.88	12.45
合计	44.16	100.00	39.12	100.00

资料来源:南山租赁提供

总体看,2018年,南山租赁业务规模有所下降,租赁资产五级分类均为正常类,租赁资产质量保持较好水平,但受咨询业务占比下降的影响,南山租赁毛利率水平有所下降。

3. 财务分析

南山租赁2017~2018年合并财务报表由中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,出具了标准无保留意见的审计结论。2018年度,纳入合并范围的子公司共12户,合并范围与上期一致,财务数据可比性强。

资产结构及质量方面,截至 2018 年底,南山租赁合并资产总额 39.95 亿元,较年初下降 10.62%。截至 2018 年底,南山租赁流动资产 15.50 亿元,较年初下降 7.62%,占资产总额的比重为 38.81%,较年初上升 1.26 个百分点,主要系长期融资租赁款重分类调整导致一年内到期的非流动资产增加所致。流动资产主要由一年内到期的非流动资产(占比 65.27%)、其他应收款(占比 15.53%)和货币资金(占比 16.49%)构成,其中,一年内到期的非流动资产均为一年内到期的融资租赁款。截至 2018 年底,南山租赁非流动资产 24.44 亿元,较年初减少 12.42%,占资产总额的比重为 61.19%,非流动资产主要由长期应收款(占比 99.21%)构成。截至 2018 年底,南山租赁长期应收款 24.25 亿元,全部为融资租赁款,较年初减少 12.56%,计提坏账准备 0.04 亿元。总体看,2018 年,南山租赁租赁资产规模有所降低,仍以非流动资产为主,资产结构较年初变化较小,符合行业特点。

资本及杠杆水平方面,截至 2018 年底,南山租赁所有者权益 10.79 亿元,较年初增长 5.11%,其中,实收资本 8.32 亿元,占比 77.14%,未分配利润 2.22 亿元,占比 20.61%,南山租赁所有者权益稳定性较好。截至 2018 年底,南山租赁负债总额 29.16 亿元,其中,流动负债 11.40 亿元,占负债总额的比重为 39.09%,流动负债主要由短期借款(占比 49.14%)和一年内到期的非流动负债(占比 48.71%)构成;非流动负债 17.76 亿元,占负债总额的比重为 60.91%,非流动负债主要由长期借款(占比 88.00%)和长期应付款(占比 11.44%)构成。截至 2018 年底,南山租赁长期借款 15.63 亿元,主要为兴业银行股份有限公司烟台分行、上海浦东发展银行股份有限公司天津分行、中诚信托有限责任公司等金融机构发放的长期借款。截至 2018 年底,南山租赁全部债务 26.52 亿元,短期债务占比 41.06%,长期债务占比 58.94%,长期债务占比较年初提升 24.76 个百分点。截至 2018 年底,南山租赁资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 72.99%、71.08%和 59.16%,分别较年初下降 4.04、下降 4.52 和上升 7.69 个百分点,债务负担仍较重,长期债务压力仍较大。

盈利能力方面,2018 年,南山租赁实现营业收入 3.04 亿元,同比增长 4.27%,营业收入主要来自融资租赁利息收入。2018 年,南山租赁费用收入比 8.28%,同比下降 2.12 个百分点,费用控制能力有所提升。2018 年,南山租赁实现营业利润、利润总额、净利润分别为 0.74 亿元、0.74 亿元和 0.55 亿元,同比分别降低 14.76%、20.67%和 18.16%,主要系租赁业务投放规模降低所致。从盈利指标来看,2018 年,南山租赁营业利润率、净资产收益率、总资产报酬率分别为 24.29%、5.12%和 1.75%,分别较上年下降 5.42、1.45 和 0.51 个百分点,因公司政策调整,投放较为谨慎,整体盈利能力较上年有所下降。

现金流方面,2018 年,南山租赁经营活动现金流量净额为 5.10 亿元,由上年的净流出转为净流入态势;投资活动现金流量净额为 0.87 亿元,由上年的净流出转为净流入态势;筹资活动现金流量净额为-5.08 亿元,主要系偿还债务所致。

资本充足性方面,随着股东出资的到位及利润的留存,南山租赁净资产和实收资本进一步增加。截至 2018 年底,南山租赁资本充足率和一级资本充足率分别为 31.40%和 24.22%,分别较年初增加 4.47 和 2.39 个百分点,截至 2018 年底,南山租赁权益乘数 370.20%,较年初下降 65.15 个百分点。整体来看,南山租赁资本充足性仍处于较好水平,未来业务发展空间较大。

总体看,2018 年,南山租赁资产仍以租赁资产为主,资产质量较高,资本充足性仍处较高水平;债务负担较重,债务结构有所调整,长期偿债压力加大;因公司政策原因,盈利指标有所下降。

四、担保人/流动性支持机构履约能力分析

1. 担保人概况

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。跟踪期内，南山集团股权结构未发生变化。截至2019年3月底，南山集团注册资本10亿元，其中，南山村村民委员会持股51.00%，宋作文持股49.00%，实际控制人为南山村村民委员会。

截至2018年底，南山集团合并资产总额1,329.30亿元，负债合计690.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计638.80亿元，归属于母公司的所有者权益412.08亿元。2018年，南山集团实现营业总收入431.72亿元，净利润（含少数股东损益）29.59亿元，归属于母公司所有者的净利润20.88亿元；经营活动产生的现金流量净额38.93亿元，现金及现金等价物净增加额-9.35亿元。

截至2019年3月底，南山集团合并资产总额1,357.64亿元，负债合计712.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计645.00亿元，归属于母公司的所有者权益416.65亿元。2019年1~3月，南山集团实现营业总收入96.99亿元，净利润（含少数股东损益）5.92亿元，归属于母公司所有者的净利润4.32亿元；经营活动产生的现金流量净额4.38亿元，现金及现金等价物净增加额8.31亿元。

南山集团主要从事铝深加工产品的生产和销售，跟踪期内，以铝加工为主的有色金属、建材业务、工业业务占主营业务收入的比重保持在46.00%以上。

2. 经营状况分析

（1）经营概况

2018年，南山集团主营业务收入上升至417.87亿元，同比增长14.70%，主要系有色金属、建材业务和贸易板块收入大幅增长所致；综合毛利率为19.30%，较上年下降4.05个百分点。南山集团主营业务收入和毛利率构成情况如下表所示：

表6 南山集团主营业务收入和毛利率构成情况（单位：亿元，%）

业务板块	2017年			2018年			2019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
有色金属、建材	163.99	45.02	22.69	195.15	46.70	16.95	46.77	51.42	16.29
纺织、服饰	16.38	4.50	35.08	19.41	4.64	32.88	4.56	5.02	32.90
电、汽	2.14	0.59	26.89	2.25	0.54	32.92	0.53	0.58	34.17
建筑、房地产	33.32	9.15	22.25	11.60	2.78	28.77	3.09	3.39	19.24
贸易	75.30	20.67	0.29	107.92	25.83	1.27	23.15	25.45	0.41
其他	73.18	20.09	46.32	81.55	19.51	43.84	12.87	14.15	29.39
合计	364.31	100.00	23.35	417.87	100.00	19.30	90.96	100.00	15.14

资料来源：南山集团提供

注：其他板块包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等业务。

从收入结构看，2018年，以铝加工为主的有色金属、建材板块占主营业务收入的比重为46.70%，较上一年上升1.68个百分点，依旧是南山集团主要的收入来源。2018年，有色金属、建材板块营业收入为195.15亿元，同比上升19.00%；贸易板块为南山集团主营业务的第二大收入来源，2018年，贸易板块收入占比为25.83%，较上一年上升5.16个百分点，主要系南山集团加大了贸易板块

的经营力度，国际贸易收入大幅增长所致；此外，2018年，南山集团纺织板块实现收入19.41亿元，同比增长18.50%，主要系南山集团拓展客户使销量增加所致；其他板块业务规模相对较小，主要包含航空、旅游、教育、金融、配套服务等高附加值业务，作为业务补充。

从毛利率来看，2018年，南山集团毛利率为19.30%，同比下降4.05个百分点。其中，有色金属、建材板块毛利率下降至16.95%，主要系原材料价格上涨所致；纺织板块毛利率下降至32.88%，主要系原毛价格上涨所致；2018年，因南山集团电、汽销售给周围商铺及居民的零售收入占比加大，拉高了平均售价及毛利率，电、汽板块毛利率大幅上升至32.92%；建筑、房地产板块毛利率增长至28.77%，主要系当年结转预收的房地产项目的平均售价较高所致。其他板块由于覆盖金融、旅游及配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2018年毛利率为43.84%。

2019年1~3月，南山集团实现主营业务收入90.96亿元，为2018年全年的21.77%。毛利率方面，2019年1~3月，南山集团综合毛利率为15.14%，较上年同期下降8.61个百分点；其中，有色金属板块毛利率下降6.40个百分点，主要系随着2018年以来大宗原材料价格持续上涨，2019年1~3月，电解铝行业生产成本仍处于高位，利润空间下降所致；电、汽板块毛利率为34.17%，较2018年小幅上涨；建筑、地产板块毛利率有所下降，为19.24%。

总体看，南山集团经营业务多元化，有助于抵抗单一行业带来的经营风险，以铝加工为主的有色金属、建材业务仍是南山集团主要的收入来源，2018年，有色金属、建材业务和贸易板块收入大幅增长，但南山集团整体毛利率有所下降。

（2）各业务板块情况

有色金属、建材业务

南山集团有色金属板块以订单式生产为主，产品主要包括型材（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，以自用为主。从主要产品的产能来看，2018年，除型材外，其他主要产品产能均保持稳定。截至2018年底，南山集团型材、热轧、冷轧、箔轧、电解铝产能分别为32万吨/年、80万吨/年、70万吨/年、7万吨/年和81.60万吨/年。型材产能有所下降，主要系南山集团根据市场需求淘汰部分落后产能，进行技术改造，发展延伸加工所致。就产能利用率而言，除型材外，其余主要产品产能利用率均维持在较高水平。

表7 南山集团有色金属、建材业务产能、产量情况（单位：万吨，%）

产品	2017年			2018年			2019年1~3月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	39	18.24	46.77	32	20.57	64.28	32	4.17	52.13
热轧卷	80	85.10	106.38	80	92.82	116.03	80	23.70	118.50
冷轧卷	70	55.90	79.86	70	58.45	83.50	70	16.50	94.29
铝箔	7	5.18	74.00	7	5.53	79.00	7	1.33	76.00
合金锭	81.60	83.29	102.07	81.60	83.28	102.06	81.60	20.27	99.36

资料来源：南山集团提供

注：表中型材产能及产量包括南山集团生产的铝型材及塑钢型材。

原料采购方面，南山集团铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成，其中电力全部源于自有电厂。2018年，南山集团煤炭仍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采购，南山集团自有电厂以来一直与两大煤炭公司进行长期合作，定价原则和结算方式未发生重大变化；另外，由于南山集团已将部分电力资产与有色板块产业链整合导致电、汽利润体现

在终端有色金属产品上。

南山集团生产所需的铝土矿分为低温矿和高温矿，相关原材料均来源于进口。低温矿方面，目前仍以采购力拓的低温矿为主，南山集团和力拓签订了2017年至2019年3年澳洲低温矿的供矿协议，每年低温矿的供应量为100万吨，2019年初又和力拓签订了2019年采购60万吨低温矿的供矿协议；另外，为进一步降低高温线生产成本，2019年南山集团拟签订40万吨所罗门矿石的采购协议，2019年南山集团继续进口部分几内亚矿用以降低生产成本。高温矿方面，南山集团和力拓签订2019至2023年的5年高温矿的供矿协议，每年高温矿的供应量为180万吨。铝土矿的定价方式采用了年度定价、季度定价两种不同方式。结算方式主要采用3个月远期信用证结算方式。

2018年，南山集团铝土矿采购均价较上年有所增长，主要系铝土矿市场价格回升所致；2019年1~3月，南山集团铝土矿采购量为87.81万吨，采购价格为351元/吨，采购价格较2018年有所回落。目前南山集团原料铝土矿供应商主要为澳大利亚力拓公司和英国博信公司，矿源分别为澳洲矿和所罗门矿；2018年，南山集团从澳大利亚力拓公司和英国博信公司的采购量占铝土矿总采购量的95%。

表8 南山集团铝土矿采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
采购量	376	449	87.81
不含税均价	360	371	351

资料来源：南山集团提供

销售区域方面，南山集团产品的国内销售区域仍主要集中在华东、华北、华南、华中等区域，销售模式为直销和经销商相结合，根据不同产品，两种方式比例不同；结算方式采用款到发货（按照合同执行承兑、现汇比例）和货到后一个月内付款相结合，国内销售额占全部销售的70%左右。

南山集团近几年在加大国内市场开发力度的基础上积极开拓国际市场，南山集团在美国、新加坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射，近年来取得了明显的成效，南山集团2018年铝制品出口占比41.56%，占比较2017年上升7.50个百分点，由于人民币兑美元汇率波动加剧、走势难判，加之中美贸易战的影响，南山集团在美国地区的销售或将受到一定影响。

产品定价方面，南山集团铝产品出口的定价分两部分：铝金属的LME美元价格和加工费，金属的价格采用发货月的前一个月平均值。2018年，除合金锭外，南山集团主要产品售价均有所上升，铝型材、热轧板、冷轧板、铝箔分别为2.31万元/吨、1.87万元/吨、2.15万元/吨和2.59万元/吨，较上年分别增长5.96%、1.63%、2.87%和3.60%，合金锭为1.49万元/吨，较上年下降6.29%。2019年1~3月，冷轧卷、铝箔的价格小幅下降，南山集团其他主要产品价格较上年有所提高。

表9 南山集团主要产品销售情况（单位：吨、%、万元/吨）

产品类型	2017年			2018年			2019年1~3月		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价
型材	18.26	100.11	2.18	20.57	100.00	2.31	4.01	96.16	2.35
热轧卷	84.40	99.18	1.84	92.14	99.27	1.87	23.28	98.23	1.91
冷轧卷	55.02	98.43	2.09	58.2	99.57	2.15	15.43	93.52	2.13
铝箔	4.92	94.98	2.50	5.61	101.45	2.59	1.29	96.99	2.55
合金锭	88.33	106.05	1.59	94.3	113.23	1.49	22.51	111.05	1.50

资料来源：南山集团提供

注：上表价格均为含税价

2018年，南山集团各类产品产销率维持在较高水平，与南山集团订单式生产模式相符。南山集团下游客户中跨国公司和国有企业占比较大，资金实力相对雄厚，合作关系较为稳定。2017年、2018年及2019年1~3月，南山集团前五大客户的销售额合计占比分别为25.01%、19.98%和23.21%，集中度一般。

总体看，2018年，南山集团铝材仍以订单模式生产，产销率高，客户主要为跨国公司和大型国企，合作关系稳定，销售集中度一般。

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（以下简称“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（以下简称“南山建筑”）负责经营。2018年，南山集团建筑、房地产板块营业收入11.60亿元，同比大幅下降65.19%，主要系房地产项目结转规模下降所致。2018年，南山集团建筑、房地产板块毛利率增长至28.77%，主要系当年结转预售的房地产项目平均售价较高所致。

表10 南山集团房地产业务经营情况（单位：万平方米，亿元）

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
开工面积	--	--	--
竣工面积	26.12	--	--
销售面积	2.97	11.89	0.73
确认销售收入	29.82	8.80	0.00

资料来源：南山集团提供

目前，南山集团房地产项目主要位于龙口、烟台、青岛、海南等城市。房地产项目主要通过预售方式销售，待开发产品竣工验收并办理移交手续后确认收入（由“预收款项”转为“经营收入”）。南山集团在建房地产项目主要为海泰居，资金由南山集团自筹，目前已完成大部分投资，后续投入将在未来1年完成。

表11 截至2019年3月底南山集团在建房地产项目情况（单位：万元，万平方米，%）

项目名称	计划投资	规划建筑面积	已投资额度	建设进度	2019年资金投入	资金来源
海泰居	105,302	31.09	104,560	99	742	自筹

资料来源：南山集团提供

总体看，2018年，南山集团建筑、房地产业务板块收入较上年大幅减少；在建房地产项目，目前已完成大部分投资；建筑、房地产业务作为南山集团有色金属业务的重要补充，对南山集团利润水平贡献较大。

综上所述，跟踪期内，南山集团毛利率小幅下降，但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较高的营业收入，体现了良好的抗风险能力；由于国家政策调控，房地产市场需求增长乏力，未来建筑、房地产业务对南山集团收入的贡献程度或将降低。

纺织服饰业务

南山集团纺织业务建立了以羊毛原料、毛条加工、精纺呢绒、高档服装为一体的完整的纺织服装产业运作模式，主要由山东南山智尚科技股份有限公司经营。截至2019年3月底，南山集团拥有

万吨制条生产线、具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1,500吨丝光防缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒1,600万米，高档西服180万套的生产能力，拥有全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地，产能利用率处于较高水平。

2018年，南山集团纺织板块实现收入19.41亿元，同比增长18.50%，主要系南山集团拓展客户使销量增加所致。

南山集团在意大利、美国、日本、韩国、澳大利亚均设有营销机构，精纺面料与高级成衣远销全球二十多个国家和地区，与国际著名服装品牌及国内高档、中高档服装品牌建立了稳定的合作关系。南山集团国内主要客户为知名品牌服装生产商，同时也是国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法司、工商税务等部门的定点合作单位。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。

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运作模式，规模优势明显；南山集团纺织服饰产品主要市场为相对高端的商务需求和稳定的公务需求，板块保持了较为稳定的盈利能力。

贸易、旅游、航空、金融及教育等其他业务

贸易为南山集团主营业务的第二大收入来源，2018年，贸易板块收入为107.92亿元，同比增长43.32%，贸易板块收入占比为25.83%，较上一年上升5.16个百分点。贸易板块是南山集团经营业务的有益补充，主要是为自有生产企业以及对外提供贸易、进出口服务为主，贸易经营范围涉及纺织品、服装、家具、建材、化工产品以及代理各类商品、技术的进出口。南山集团旅游产业已初具规模，成为较具潜力的利润增长点之一，2018年实现营业收入和营业利润分别为4.81亿元和1.11亿元。南山集团教育板块已经形成了从幼儿、小学、初中、高中到大学的完整教育体系，目前在校学生近5万人。教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入。2018年，烟台南山学院实现收入和营业利润分别为2.96亿元和0.82亿元。南山集团的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司、租赁公司等多家金融机构，并投资入股全国性股份制商业银行-恒丰银行和地方性商业银行-烟台银行以及中泰证券，南山集团金融资产较为优质，发展前景较好。2018年，南山集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）实现营业收入和营业利润分别为3.23亿元和2.72亿元，财务公司为南山集团融资、资金管理提供了有力的支持，南山集团融资成本将有望进一步降低。南山集团航空板块主要由青岛航空运营，近年来发展迅速，2018年实现收入19.89亿元。

总体看，2018年，南山集团贸易板块主要为自有生产企业提供进出口服务，规模大幅增长但毛利率水平较低；旅游、航空、教育、金融等高附加值业务稳步增长，对整体业务形成了有效补充，多元化的业务设置也一定程度缓解了单一业务带来的业务集中风险。

（3）在建项目

截至2019年3月底，南山集团主要在建项目包括龙口湾临港高端制造业聚集区项目、14,000吨大型精密模锻件项目、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；规划总投资为195.38亿元，自筹和外部融资分别占比39.50%和60.50%，以外部融资为主；已经累计投入146.62亿元，占预计总投资额的75.04%，未来存在一定资本支出压力。

表 12 截至 2019 年 3 月底南山集团主要在建工程 (单位: 亿元)

项目名称	预计总投资额	自有资金	外部融资	已投资金额	2019 年	2020 年	2021 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	107.88	2.00	2.00	1.12
14,000 吨大型精密模锻件项目	15.10	5.60	9.50	23.94	--	--	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目	56.85	--	--	8.14	11.04	17.67	20.00
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	3.77	--	--
合计	195.38	50.60	77.50	146.62	16.81	19.67	21.12

资料来源: 南山集团提供

(4) 经营效率

2017~2018 年, 南山集团应收账款周转次数分别为 7.92 次和 7.39 次, 有所降低, 主要系南山集团加大美国市场的出口力度, 账期相对较长, 导致应收货款有所增加所致; 存货周转次数分别为 1.73 次和 1.90 次; 总资产周转次数分别为 0.31 次和 0.34 次。

与同行业上市公司相比, 南山集团经营效率处于行业较低水平。

3. 财务分析

2017~2018 年财务报表经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具标准无保留审计意见。南山集团 2019 年 1~3 月财务报告未经审计。

截至 2018 年底, 南山集团纳入合并报表范围的子公司 30 家, 与 2017 年底相比无变化。截至 2019 年 3 月底, 南山集团纳入合并报表范围的子公司 30 家, 与 2018 年底相比无变化。

(1) 资产质量

截至 2018 年底, 南山集团资产合计 1,329.30 亿元, 较年初增长 6.68%; 其中, 流动资产 536.40 亿元(占比 40.35%), 非流动资产 792.90 亿元(占比 59.65%), 资产结构以非流动资产为主, 符合南山集团经营特点。

流动资产

截至 2018 年底, 南山集团流动资产合计 536.40 亿元, 较年初大幅增长 18.84%, 主要系应收票据及应收账款、其他应收款及其他流动资产增长所致; 流动资产主要由货币资金(占比 18.32%)、应收票据及应收账款(占比 16.82%)、其他应收款(占比 13.09%)、存货(占比 33.72%)和其他流动资产(占比 14.55%)构成。

截至 2018 年底, 南山集团货币资金账面价值为 98.28 亿元, 较年初减少 2.39%, 主要系银行存款下降所致。截至 2018 年底, 南山集团货币资金中, 其他货币资金为 19.13 亿元, 受限比例为 19.46%, 主要由银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金构成。

截至 2018 年底, 南山集团应收票据及应收账款账面价值为 90.21 亿元, 较年初大幅增长 20.72%, 主要系应收票据增长所致。截至 2018 年底, 南山集团应收票据为 34.29 亿元, 较年初增长 92.32%, 主要系销售所收到的银行承兑汇票增加所致。截至 2018 年底, 应收账款账面价值 55.92 亿元, 较年初小幅下降 1.72%, 已累计计提坏账准备 1.45 亿元。从账龄上看, 账龄在 1 年以内的占比 91.09%, 1~2 年的占比 6.68%, 2~3 年的占比 1.13%, 3 年以上的占比 1.10%, 整体账龄短。截至 2018 年底, 南山集团前五大客户应收账款余额合计为 21.40 亿元, 占比为 37.30%, 集中度一般。

截至 2018 年底, 南山集团其他应收款账面价值为 70.22 亿元, 较年初增长 14.92%, 主要系青

岛航空支付 AIRBUS 飞机保证金增加所致，已累计计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例 0.82%。截至 2018 年底，南山集团其他应收款前五名占比 30.31%，集中度一般。整体看，南山集团其他应收款规模较大且坏账准备计提比例较低，存在一定的回收风险。

截至 2018 年底，南山集团存货账面价值为 180.85 亿元，较年初小幅减少 0.74%；主要由原材料（占比 15.89%）、库存商品（占比 31.40%）和在产品（占比 51.05%）构成。2018 年，南山集团已计提存货跌价准备 1.30 亿元。考虑到近年来铝产品价格持续波动，南山集团存货存在一定的跌价风险。

截至 2018 年底，南山集团其他流动资产账面价值为 78.06 亿元，较年初大幅增长 339.57%，主要系购买理财产品规模扩大所致。

非流动资产

截至 2018 年底，南山集团非流动资产合计 792.90 亿元，较年初减少 0.23%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 9.90%）、固定资产（占比 50.98%）、在建工程（占比 20.94%）和无形资产（占比 7.75%）构成。

截至 2018 年底，南山集团可供出售金融资产账面价值为 78.51 亿元，主要为对恒丰银行、维珍澳大利亚控股有限公司等公司的投资构成，较年初减少 7.73%，主要系南山集团退出对山东龙口农村合作银行的投资所致。

截至 2018 年底，南山集团固定资产账面价值为 404.25 亿元，较年初减少 2.24%。截至 2018 年底，已累计计提折旧 209.66 亿元，并计提减值准备 285.03 万元，南山集团固定资产成新率为 65.85%，成新率处一般水平。

截至 2018 年底，南山集团在建工程账面价值为 166.03 亿元，主要包括东海开发投资项目和铝热工程项目等，较年初增长 4.46%，主要系南山集团增加东海开发投资及航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造增加所致。从构成上看，在建工程主要为铝深加工工程 23.15 亿元和东海开发工程 128.25 亿元。

截至 2018 年底，南山集团无形资产账面价值为 61.42 亿元，较年初小幅减少 1.48%。从构成来看，主要为土地使用权（占比 99.84%），其余部分为软件、商标权及其他。截至 2018 年底，累计摊销 13.56 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年 3 月底，南山集团资产合计 1,357.64 亿元，较年初增长 2.13%。其中，流动资产占比 41.21%，非流动资产占比 58.79%，较年初变化不大。

截至 2018 年底，南山集团所有权或使用权受限的资产为 71.65 亿元，占净资产的 11.22%，受限比例较低。

总体看，跟踪期内，南山集团资产规模有所增长；货币资金比较充足，流动资产中存货占比较高，存在一定跌价风险，应收账款和其他应收款金额较大，对资金占用较为明显；非流动资产中，固定资产和在建工程占比较大，固定资产成新率一般；南山集团资产整体流动性一般，整体资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

负债

2018 年，伴随经营规模扩大，南山集团负债规模相应增长，主要表现为流动负债增加。截至 2018 年底，南山集团负债规模合计 690.50 亿元，较年初增长 6.45%，其中流动负债 412.65 亿元

(占比 59.76%)，非流动负债 277.85 亿元 (占比 40.24%)，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，南山集团流动负债合计 412.65 亿元，较年初大幅增长 18.47%，主要系应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款 (占比 19.91%)、应付票据及应付账款 (占比 20.69%)、预收款项 (占比 5.95%)、其他应付款 (占比 9.31%)、一年内到期的非流动负债 (占比 17.95%) 和其他流动负债 (占比 16.16%) 构成。

截至 2018 年底，南山集团短期借款为 82.15 亿元，较年初大幅增长 14.18%，主要系对建设银行、广发银行以及对民生银行的借款增加所致。截至 2018 年底，南山集团短期借款主要包括保证借款 (62.55 亿元)、信用借款 (8.22 亿元) 和质押借款 (7.05 亿元)。

截至 2018 年底，南山集团应付票据 33.32 亿元，较年初大幅增长【】%，主要原因为南山集团签发银行承兑汇票增加所致。截至 2018 年底，南山集团应付账款 52.07 亿元，较年初下降 7.11%；南山集团应付账款前五名客户合计为 4.90 亿元，占比 9.41%，应付账款集中度较低。

截至 2018 年底，南山集团预收款项为 24.55 亿元，较年初增长 8.65%，主要系预收货款的增加所致。

截至 2018 年底，南山集团其他应付款为 45.36 亿元，较年初减少 3.51%。

截至 2018 年底，南山集团一年内到期的非流动负债为 74.05 亿元，较年初大幅增长 57.32%，主要系一年内到期的应付债券规模较大所致。

截至 2018 年底，南山集团其他流动负债为 66.70 亿元，较年初增长 8.28%，主要系南山集团为满足资金需求，完成多笔短期融资券、超短期融资券的发行所致；其他流动负债主要由短期应付债券构成。

截至 2018 年底，南山集团非流动负债合计 277.85 亿元，较年初减少 7.49%；非流动负债主要由长期借款 (占比 25.80%) 和应付债券 (占比 67.14%) 构成。

截至 2018 年底，南山集团长期借款为 71.67 亿元，较年初大幅减少 19.08%，主要系偿还部分已到期借款所致。其中，担保借款占比 6.48%，信用借款占比 18.78%，抵押、保证借款占比 54.12% 以及质押借款占比 20.62%。

截至 2018 年底，南山集团应付债券为 186.54 亿元，较年初减少 1.26%。南山集团应付债券中，2019 年到期 45 亿元，2020 年到期 39.55 亿元，2021 年到期 124.00 亿元，其中 2021 年的偿债规模很大。

截至 2018 年底，南山集团全部债务为 529.10 亿元；其中，短期债务为 258.91 亿元 (占比 48.93%)，较年初大幅增长 33.34%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致；南山集团长期债务为 270.19 亿元 (占比 51.07%)，较年初减少 5.68%，南山集团债务结构虽长期债务占比相对较高，但短期债务规模也相对较大，且长期财务存在集中偿付压力。2017~2018 年，南山集团资产负债率分别为 52.06% 和 51.94%；全部债务资本化比率分别为 44.58% 和 45.30%；长期债务资本化比率分别为 32.41% 和 29.72%，整体变化幅度较小。

截至 2019 年 3 月底，南山集团负债规模合计 712.64 亿元，较年初增长 3.21%，其中，流动负债 435.82 亿元 (占比 61.16%)，非流动负债 276.82 亿元 (占比 38.84%)，负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，南山集团全部债务为 508.07 亿元，较年初减少 3.97%。其中，短期债务为 241.67 亿元 (占比 47.57%)，较年初减少 6.66%；长期债务为 266.40 亿元 (占比 52.43%)，较年初减少 1.40%，较年初变化不大。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.49%、44.06% 和 29.23%。

总体看，2018 年，南山集团负债规模及债务规模有所增加，负债水平一般，债务负担相对适

中，相关债务存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，南山集团所有者权益为 638.80 亿元，较年初增长 6.93%，继续保持小幅增长态势；其中，归属于母公司权益为 412.08 亿元，主要由实收资本（占比 2.43%）、资本公积（占比 2.44%）、盈余公积（占比 10.56%）和未分配利润（占比 86.41%）构成。

截至 2019 年 3 月底，南山集团所有者权益合计 645.00 亿元，从权益规模及结构来看，较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，南山集团所有者权益稳步增长，未分配利润占比很高，所有者权益结构稳定性偏弱。

（3）盈利能力

2018 年，南山集团实现营业总收入 431.72 亿元，同比增长 15.40%，主要系有色金属、建材业务和贸易板块收入大幅增长所致。2018 年，南山集团实现营业利润 26.33 亿元，同比大幅减少 28.46%。2018 年，南山集团实现净利润 29.59 亿元，同比减少 4.33%。

2018 年，南山集团期间费用 52.52 亿元，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占比 27.29%、36.63%、3.95% 和 32.13%。具体看，2018 年，南山集团销售费用为 14.33 亿元，同比大幅增长 21.20%，主要系运输费和市场推广费增加所致；管理费用为 19.24 亿元，同比大幅增长 24.98%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 16.87 亿元，同比大幅增长 10.07%，主要系债务增加导致利息支出增加所致。2018 年，南山集团费用收入比为 12.16%，较上年提高 0.38 个百分点，费用控制能力较弱。

2018 年，南山集团所取得的投资净收益为 5.73 亿元，（占当年营业利润的 21.77%），较上年大幅增加 5.12 亿元，主要系南山集团对青岛新恒力投资发展有限公司长期股权投资的投资收益增加所致。

2018 年，南山集团所取得营业外收入和其他收益合计为 14.41 亿元，同比大幅增长 81.73%，主要系龙口市财政局扶持资金增加所致。2018 年，南山集团所取得的营业外收入和其他收益合计占利润总额的比重为 37.84%，较上年大幅增加。

从盈利指标来看，2018 年，南山集团营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 16.92%、5.01%、5.03% 和 4.79%，分别较上年下降 5.44 个百分点、增加 0.06 个百分点、下降 0.31 个百分点和下降 0.51 个百分点。从同行业对比来看，南山集团净资产收益率、总资产报酬率和营业利润率处于同行业较高水平。

2019 年 1~3 月，南山集团实现营业总收入 96.99 亿元，同比增长 4.41%；同期，南山集团实现净利润 5.92 亿元，同比增长 4.23%。

总体看，跟踪期内，受业务规模扩大以及铝价上升因素带动，南山集团收入规模保持增长，费用控制能力有待提升，投资收益、营业外收入等非经常性损益对南山集团的利润的贡献程度较高。

（4）现金流

从经营活动来看，2018 年，南山集团经营活动现金流入 395.14 亿元，同比大幅增长 21.13%，主要系随着营业收入增长，收到的现金增加所致。2018 年，南山集团经营活动现金流出 356.21 亿元，同比大幅增长 11.47%，主要系采购原料现金流出增加所致。综上影响，2018 年，南山集团经

营活动现金净额为 38.93 亿元，较上年 6.67 亿元大幅增长。2018 年，南山集团现金收入比率为 84.79%，较上年增长 3.88 个百分点，南山集团收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2018 年，南山集团投资活动现金流入 35.09 亿元，同比小幅减少 5.59%。2018 年，南山集团投资活动现金流出 111.82 亿元，同比增长 2.71%，主要系购买理财产品导致支付其他与投资活动有关的现金增长所致。综上影响，2018 年，南山集团投资活动现金净额为-76.73 亿元，较上年-71.70 亿元净流出规模保持增长。

从筹资活动来看，2018 年，南山集团筹资活动现金流入 342.59 亿元，同比大幅增长 11.48%。南山集团筹资方式以取得短期和长期的银行借款为主、吸收投资和发行债券为辅，2018 年，南山集团取得借款收到的现金为 163.87 亿元，发行债券收到的现金为 145.65 亿元。2018 年，南山集团筹资活动现金流出 315.73 亿元，同比大幅增长 27.12%，主要系偿还债务导致的现金流出所致。综上影响，2018 年，南山集团筹资活动现金净额为 26.87 亿元，较上年 58.95 亿元大幅减少。

2019 年 1~3 月，南山集团经营活动现金流入和现金净流量分别为 110.45 亿元和 4.38 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-5.90 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 9.94 亿元。

总体看，2018 年，南山集团经营活动现金流仍呈净流入状态，收入实现质量有待提升，经营活动现金流无法满足投资活动需求，仍存在较高的融资需求。

（5）偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，南山集团流动比率 1.30 倍，与年初持平；速动比率为 0.86 倍，较年初上升 0.09 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度尚可。2018 年，南山集团现金短期债务比为 0.86 倍，较年初下降 0.14 倍，对短期债务的覆盖程度较年初变弱。整体看，2018 年，南山集团短期偿债能力下降。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，南山集团 EBITDA 为 94.89 亿元，较上年增长 0.76%。2018 年，南山集团 EBITDA 主要由利润总额（占比 40.14%），计入财务费用的利息支出（占比 28.05%），折旧（占比 29.14%），以及摊销（占比 2.67%）构成。2018 年，南山集团 EBITDA 全部债务比、EBITDA 利息倍数分别为 0.18 倍和 3.02 倍，较年初均有所降低。总体看，南山集团 EBITDA 仍对有息债务本息具备较好的保障能力，南山集团长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，南山集团无重大诉讼事项。

截至 2019 年 3 月底，南山集团无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，南山集团及其子公司银行授信总额 719.50 亿元，已使用 287.07 亿元，未使用 432.43 亿元。南山集团间接融资渠道畅通。同时，南山集团下属子公司南山铝业（SH.600219）为上海证券交易所上市公司，南山集团具备直接融资渠道。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1037068100009930L），截至 2019 年 5 月 6 日，南山集团无未结清不良贷款信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，南山集团直接、间接融资渠道畅通，偿债能力极强。

（6）担保能力分析

以 2018 年底的相关财务数据为基础，南山集团 2018 年净资产为 638.80 亿元、净利润为 29.59 亿元，EBITDA 为 94.89 亿元，对本期优先级证券合计剩余本金 0.34 亿元的保护倍数分别为 1,878.82 倍、87.03 倍、279.09 倍，保护倍数极高。

整体来看，跟踪期内，南山集团收入和利润保持在较高水平，现金类资产充足，经营活动净现

现金流状况良好，整体盈利能力保持良好水平。南山集团偿债能力极强，资产规模大且不断增长，负债水平一般，债务负担相对适中。南山集团主体信用级别为 AAA，其对本专项计划提供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证券的偿付保持了极强的保障作用。

五、基础资产表现

1. 基础资产概况

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转让给计划管理人的、自 2016 年 5 月 31 日起依据融资租赁合同和起租通知书约定的 13 单融资租赁业务对承租人应享有的 37 个月内的应收本金及其附属担保权益。

截至本次资产池跟踪基准日（2019 年 3 月 31 日），资产池未偿本金余额为 2,198.18 万元。相比于上次资产池跟踪基准日（2018 年 3 月 31 号），资产池加权平均租赁合同剩余期限缩短至 2.99 个月，单笔租赁合同最长剩余期限缩短至 2.99 个月，加权平均现行利率小幅升至 8.77%；资产池加权平均影子评级（每个承租人影子级别沿用上次跟踪基准日影子级别）维持在 A-/BBB⁺¹，资产池对比情况见下表。根据资产服务机构报告提供的相关信息，跟踪期内，入池资产未出现早偿、拖欠、违约及损失情况。

表 13 基础资产池概况

项目	本次资产池跟踪基准日 (2019 年 3 月 31 日)	上次资产池跟踪基准日 (2018 年 3 月 31 日)
资产池合同未偿本金余额 (万元)	2,198.18	16,345.98
承租人户数 (户)	10	12
合同笔数 (笔)	10	12
单笔合同最大未偿本金余额 (万元)	543.05	3,307.61
单户承租人最大未偿本金余额 (万元)	543.05	3,307.61
加权平均合同利率 (%)	8.77	8.53
加权平均租赁合同入池剩余期限 (月)	2.99	13.63
单笔租赁合同最长入池剩余期限 (月)	2.99	14.99
单笔租赁合同最短入池剩余期限 (月)	2.99	8.25
加权平均基础资产影子评级	A-/BBB ⁺	A-/BBB ⁺

资料来源：联合评级整理。

2. 入池资产担保方式分布

截至本次资产池跟踪基准日，入池资产中设置担保措施的资产共计 1 笔，未偿本金余额 543.05 万元，占资产池未偿本金余额的 24.70%；信用类共计 9 笔，未偿本金余额为 1,655.13 万元，占资产池未偿本金余额的 75.30%，该类的承租人均均为医院，均由市（或县）财政局、卫生局出具知悉函。相比于上次资产池跟踪基准日，无担保类资产未偿本金余额占比增加 14.24 个百分点，整体有所变化。

表 14 基础资产担保分布情况 (单位: 笔、万元、%)

担保方式	本次资产池跟踪基准日			上次资产池跟踪基准日		
	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
保证担保	1	543.05	24.70	2	6,365.44	38.94
无担保	9	1,655.13	75.30	10	9,980.54	61.06
合计	10	2,198.18	100.00	12	16,345.98	100.00

资料来源：联合评级整理。

¹ 本次跟踪，承租人和保证人因未获得最新资料，仍沿用上次跟踪基准日影子评级。

3. 承租人地区分布

从地区分布来看,截至本次资产池跟踪基准日,地区分布集中度较上次跟踪基准日有所提高。

表 15 承租人地区分布情况(单位:笔、万元、%)

地区	本次资产池跟踪基准日			上次资产池跟踪基准日		
	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
四川	4	828.24	37.68	4	4,689.73	28.69
辽宁	2	775.00	35.26	2	4,479.30	27.40
湖南	--	--	--	1	3,307.61	20.23
云南	4	594.94	27.07	4	3,238.35	19.81
贵州	--	--	--	1	631.00	3.86
合计	10	2,198.18	100.00	12	16,345.98	100.00

资料来源:联合评级整理。

截至本次资产池跟踪基准日,四川省涉及 4 笔合同,未偿本金余额 828.24 万元,占比 37.68%,较上次跟踪基准日上升 8.99 个百分点。2018 年全年,四川省实现地区生产总值(GDP)40,678.1 亿元,按可比价格计算,比上年增长 8.0%;一般公共预算收入 3,910.90 亿元,比上年增长 9.30%,一般公共预算支出 9,718.30 亿元,比上年增长 11.30%。

截至本次资产池跟踪基准日,辽宁省涉及 2 笔合同,未偿本金余额 775.00 万元,占比 35.26%,较上次跟踪基准日上升 7.86 个百分点。2018 年,辽宁省生产总值 25,315.40 亿元,按可比价格计算,比上年增长 5.70%;一般公共预算收入 5,323.60 亿元,比上年增长 9.10%,一般公共预算支出 9,718.30 亿元,比上年增长 11.30%。

总体来看,资产池所涉及地区 2018 年经济增长平稳,发展状况良好。

4. 承租人行业分布

从承租人的行业分布来看,截至本次资产池跟踪基准日,入池资产行业集中度较上次跟踪基准日进一步提高,医疗行业涉及未偿本金余额 1,655.13 万元,占比为 75.30%,较上次资产池跟踪基准日上升 14.24 个百分点。

表 16 承租人所属行业分布(单位:笔、万元、%)

行业	本次资产池跟踪基准日			上次资产池跟踪基准日		
	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
医疗卫生	9	1,655.13	75.30	10	9,980.54	61.06
基础设施建设	1	543.05	24.70	2	6,365.44	38.94
合计	10	2,198.18	100.00	12	16,345.98	100.00

资料来源:联合评级整理。

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、老龄化进程加快等一系列社会问题,我国国民对卫生服务需求不断提高。截至 2018 年底,全国共有医疗卫生机构 100.40 万个,其中医院 3.20 万个;疾病预防控制中心数量为 3,469 个;医疗卫生技术人员 950 万人,执业(助理)医师人员 358 万人,注册护士 412 万人,全年总诊疗人次 84.2 亿人次。医疗业属于民生事业,发展较为平稳,受宏观经济的波动影响不大,因此医疗服务机构的运营也较为稳定,风险相对较低。

整体看,入池资产行业分布集中度仍然较高,考虑到医疗卫生行业政策支持较强,行业发展稳

定，入池资产因行业波动带来损失的可能性极小。

5. 入池资产剩余期限分布

截至本次资产池跟踪基准日，租赁合同加权平均剩余期限为 2.99 个月。从分布来看，入池资产剩余期限全部集中在(0,12]个月。整体看，入池资产剩余期限大幅缩短，风险暴露时间缩短，剩余资产发生违约风险的可能性降低。

表 17 入池资产剩余期限分布（单位：月、笔、万元、%）

租赁合同剩余期限	本次资产池跟踪基准日			上次资产池跟踪基准日		
	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比	合同笔数	未偿本金余额	未偿本金占比
(0,12]	10	2,198.18	100.00	1	3,307.61	20.23
(12,24]	--	--	--	11	13,038.37	79.77
合计	10	2,198.18	100.00	12	16,345.98	100.00

资料来源：联合评级整理。

6. 承租人集中度

截至本次资产池跟踪基准日，前五大承租人的未偿本金余额合计占比由 72.82% 上升至 75.88%。最大承租人的未偿本金余额占比由上次跟踪基准日的 20.23% 上升至 24.70%。总体来看，截至本次资产池跟踪基准日，承租人集中度进一步提高。

表 18 未偿本金余额前五大承租人特征分布情况（单位：万元、%）

编号	本次资产池跟踪基准日		上次资产池跟踪基准日	
	未偿本金	未偿占比	未偿本金	未偿占比
1	543.05	24.70	3,307.61	20.23
2	500.00	22.75	3,057.84	18.71
3	275.00	12.51	2,893.75	17.70
4	175.00	7.96	1,585.55	9.70
5	175.00	7.96	1,058.68	6.48
合计	1,668.05	75.88	11,903.42	72.82

资料来源：联合评级整理。

7. 入池资产债项信用等级分布

截至本次资产池跟踪基准日，资产池债项影子评级 BBB 以上（含）的未偿本金余额合计占比 84.45%，较上次资产池跟踪基准日的 87.79% 略有下降，入池资产的加权平均信用等级维持在 A-/BBB+。

表 19 入池资产债项信用等级分布（单位：笔、万元、%）

影子评级	本次资产池跟踪基准日			上次资产池跟踪基准日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
AAA	--	--	--	1	3,307.61	20.23
AA	1	543.05	24.70	1	3,057.84	18.71
A+	2	775.00	35.26	2	4,479.30	27.40
BBB	4	538.20	24.48	5	3,506.49	21.45
BBB-	2	166.93	7.59	2	936.07	5.73
BB+	1	175.00	7.96	1	1,058.68	6.48
合计	10	2,198.18	100.00	12	16,345.98	100.00

资料来源：联合评级整理。

总体看，截至本次资产池跟踪基准日，入池资产整体信用水平维持不变，剩余期限缩短，承租人集中度及承租人地区集中度有所增高。

六、现金流分析

截至本次证券跟踪基准日，专项计划账户资金余额为 5,305.82 万元；证券剩余未偿本金为 7,000.00 万元，其中，优先级证券未偿本金为 3,400.00 万元，次级证券未偿本金为 3,600.00 万元。

根据计划管理人提供资料，本专项计划固定费用合计约为 0.08%/年¹。联合评级测算了在南山二 12 未偿本金为 3,400.00 万元，南山二 12 发行利率为 5.10%，专项计划费用合计为 0.08% 的情况下，专项计划账户资金余额对剩余优先级证券和专项计划费用于下个兑付日²预期支出的保障程度，测算的保障比率如下表所示。

表 20 专项计划账户余额对剩余优先级证券预期支出的覆盖情况（单位：万元，%，倍）

优先级证券	剩余存续规模	发行利率	预计利息支出
南山 12	3,400.00	5.10	43.23
专项计划费率		0.08	
预计支出合计		3,444.63	
专项计划账户可用余额		5,305.82	
保障比率		1.5403	

资料来源：联合评级整理

测算结果表明，截至本次证券跟踪基准日，在剩余优先级证券发行时确认的利率水平下、专项计划费率为 0.08% 的情况下，专项计划账户内资金余额对剩余优先级资产支持证券和专项计划费用的预期支出的保障程度能够达到 1 倍以上，具体为 1.5403 倍。因此，剩余优先级证券于下个兑付日不能按时足额兑付的风险极小。

同时，考虑到南山集团主体资信水平极高（主体信用等级为 AAA），整体实力极强，南山集团对本专项计划提供的流动性支持承诺和无条件不可撤销的连带责任保证为剩余优先级证券仍提供了关键兑付保证。

根据上述分析结果，联合评级确定维持“南山租赁二期资产支持专项计划”项下南山二 12 的信用等级为 AAA_{sf}。

七、评级结论

联合评级通过对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构的稳健性以及参与机构的信用状况和尽职情况进行了持续的关注，确定维持“南山租赁二期资产支持专项计划”项下南山二 12 的信用等级为 AAA_{sf}，次级资产支持证券未予评级。

上述南山二 12 的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于预期到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

¹ 其中，托管费用 0.05%/年，监管费用 0.03%/年。

² 下个兑付日为 2019 年 7 月 1 日

附件1 南山融资租赁（天津）有限公司主要财务数据

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	44.69	39.95
所有者权益（亿元）	10.27	10.79
短期债务（亿元）	20.92	10.89
长期债务（亿元）	10.89	15.63
全部债务（亿元）	31.81	26.52
营业收入（亿元）	2.92	3.04
净利润（亿元）	0.67	0.55
经营性净现金流（亿元）	-9.47	5.10
总资产报酬率（%）	2.26	1.75
净资产收益率（%）	6.57	5.12
主营业务毛利率（%）	41.21	30.45
营业利润率（%）	29.71	24.29
费用收入比（%）	10.40	8.28
总资产周转次数（次）	0.07	0.07
现金收入比率（%）	6.72	5.54
资产负债率（%）	77.03	72.99
全部债务资本化比率（%）	75.60	71.08
长期债务资本化比率（%）	51.47	59.16
租赁资产净额（亿元）	38.12	34.37
现金短期债务比（倍）	0.08	0.23
资本充足率（%）	26.93	31.40
一级资本充足率（%）	21.83	24.22

附件 2 南山集团有限公司主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,246.06	1,329.30	1,357.64
所有者权益 (亿元)	597.38	638.80	645.00
短期债务 (亿元)	194.17	258.91	241.67
长期债务 (亿元)	286.45	270.19	266.40
全部债务 (亿元)	480.62	529.10	508.07
营业收入 (亿元)	374.12	431.72	96.99
净利润 (亿元)	30.93	29.59	5.92
EBITDA (亿元)	94.17	94.89	--
经营性净现金流 (亿元)	6.67	38.93	4.38
应收账款周转次数 (次)	7.92	7.39	--
存货周转次数 (次)	1.73	1.90	--
总资产周转次数 (次)	0.31	0.34	0.07
现金收入比率 (%)	80.91	84.79	113.83
总资本收益率 (%)	4.95	5.01	--
总资产报酬率 (%)	5.34	5.03	--
净资产收益率 (%)	5.30	4.79	--
营业利润率 (%)	22.36	16.92	14.77
费用收入比 (%)	11.78	12.16	10.52
资产负债率 (%)	52.06	51.94	52.49
全部债务资本化比率 (%)	44.58	45.30	44.06
长期债务资本化比率 (%)	32.41	29.72	29.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.72	3.02	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.18	--
流动比率 (倍)	1.30	1.30	1.28
速动比率 (倍)	0.77	0.86	0.87
现金短期债务比 (倍)	1.00	0.86	1.01
经营现金流流动负债比率 (%)	1.91	9.43	1.01
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.28	6.33	--

注：1、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；2、2019 年 1-3 月数据未经审计，相关指标未年化；3、短期融资券已计入短期债务，融资租赁款已计入长期债务。

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)

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+其他流动负债
 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 资产支持证券信用等级的设置及含义

资产支持证券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：

资产支持证券信用等级的设置及含义

等级	含义	
投资级	AAA _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 级	不能偿还债务。

注：除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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。