

信用等级公告

联合[2016]1026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二期 01~12 的信用等级均为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二〇一六年八月十五日

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)



南山租赁二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)	级别	资产支持证券	发行规模(万元)	级别
南山二期01	3,900	AA+	南山二期07	3,400	AA+
南山二期02	4,400	AA+	南山二期08	4,700	AA+
南山二期03	3,100	AA+	南山二期09	3,300	AA+
南山二期04	4,400	AA+	南山二期10	4,500	AA+
南山二期05	3,100	AA+	南山二期11	3,000	AA+
南山二期06	4,400	AA+	南山二期12	3,400	AA+
次级	3,600	NR			
总计	49,200	--			

NR——未予评级

注:本报告的评级结论为联合评级基于2016年8月15日前获得的评级资料所评定。若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致,评级报告的结论可能会相应调整。

评级时间:2016年8月15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: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市分行
发行规模:4.92亿元人民币
本息偿付方式:按季付息,到期还本
基准日:2016年5月31日

主要财务数据:

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	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	16.74	36.39	42.35
所有者权益(亿元)	4.30	7.11	7.28
营业收入(亿元)	0.66	2.26	0.82
净利润(亿元)	0.28	0.61	0.16
风险资产/净资产	3.85	4.95	5.75
资产负债率(%)	74.30	80.46	82.81

担保人

项目	2013年	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	841.32	905.48	1,004.27	1,043.39
所有者权益(亿元)	422.88	464.76	543.91	550.61
营业收入(亿元)	306.19	303.10	297.67	65.39
净利润(亿元)	41.03	38.12	28.66	6.70
营业利润率(%)	25.40	25.73	23.21	22.80
资产负债率(%)	49.74	48.67	45.84	47.23

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;2016年一季度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”)对南山租赁二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;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13个承租人,集中度偏高,考虑到承租人大部分均为医院以及基础设施建设等公用事业单位,整体违约风险较低;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;担保人南山集团有限公司(以下简称“南山集团”)具有良好的品牌和规模优势,资信水平很高,其出具的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“南山租赁二期资产支持专项计划”优先级资产支持证券南山二期01~12的评级结果为AA+。

优势:

1. 南山集团具有规模优势,其主营业务具有完整的产业链,成本优势明显,抗风险能力强,其提供的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。

2. 所有入池融资租赁资产均属正常类,涉及的承租人为医院和基础设施建设等公用事业单位,整体违约风险较低。

3. 本期交易中,优先/次级受偿机制的设置及南山租赁的差额补足和回购承诺的安排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，医疗行业和基础设施建设行业入池资产的未偿租金余额在基础资产池中占比分别为53.29%和46.71%，上述两种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，四川省未偿租金余额占比35.74%，区域集中度较高。

2. 南山集团提供的连带责任保证是本专项计划的主要增信措施。本专项计划期限较长，如未来担保方信用水平发生变化，将对本专项计划优先资产支持证券的信用水平产生较大的影响。

3. 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

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本专项计划优先级资产支持证券的存续期间。根据跟踪评级的结论，在存续期内本次资产支持证券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、 资产支持专项计划概要

1. 交易概况

南山租赁二期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）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”）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 主要参与者

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	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45,600.00万元，分为12档产品：南山二期01——目标募集规模为3,900.00万元，南山二期02——目标募集规模4,400.00万元，南山二期03——目标募集规模3,100.00万元，南山二期04——目标募集规模4,400.00万元，南山二期05——目标募集规模3,100.00万元，南山二期06——目标募集规模4,400.00万元，南山二期07——目标募集规模3,400.00万元，南山二期08——目标募集规模4,700.00万元，南山二期09——目标募集规模3,300.00万元，南山二期10——目标募集规模4,500.00万元，南山二期11——目标募集规模3,000.00万元，南山二期12——目标募集规模3,400.00万元。本期次级资产支持证券目标发售规模为3,600.00万元，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。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45.83个月，但基础资产仅限自2016年5月31日起依据特定13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2016年5月31日起37个月内应收金额；

² 该基础资产收益包含自2016年5月31日至2019年6月30日的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2019年6月30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
南山二期01	2016年9月30日	3,900.00	按季付息, 到期还本
南山二期02	2016年12月31日	4,400.00	
南山二期03	2017年3月31日	3,100.00	
南山二期04	2017年6月30日	4,400.00	
南山二期05	2017年9月30日	3,100.00	
南山二期06	2017年12月31日	4,400.00	
南山二期07	2018年3月31日	3,400.00	
南山二期08	2018年6月30日	4,700.00	
南山二期09	2018年9月30日	3,300.00	
南山二期10	2018年12月31日	4,500.00	
南山二期11	2019年3月31日	3,000.00	
南山二期12	2019年6月30日	3,400.00	
合计	--	45,600.00	--

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

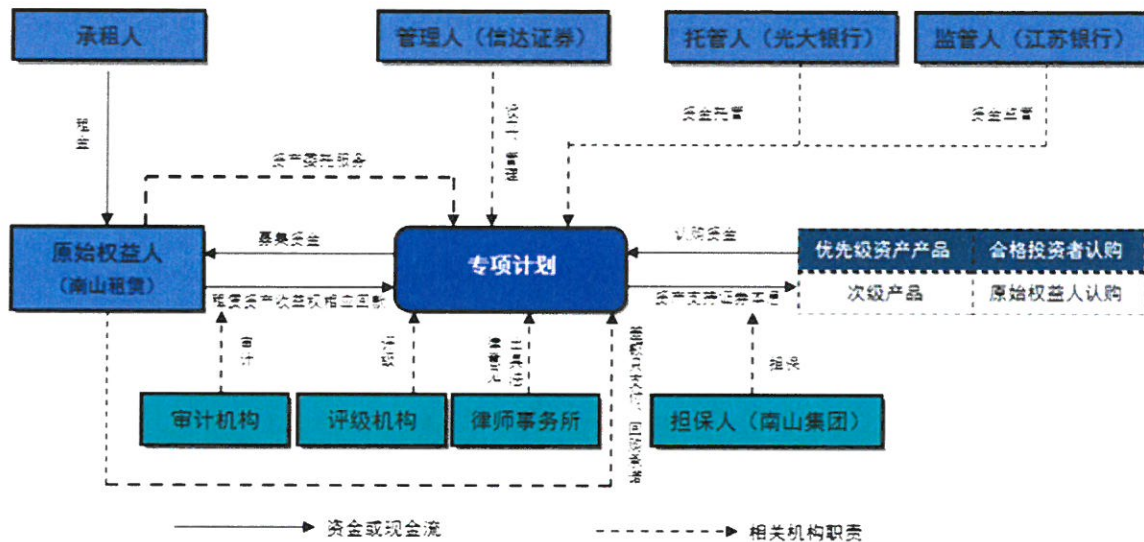
本专项计划基础资产系指原始权益人依据特定租赁合同对 13 户承租人享有的自 2016 年 5 月 31 日起 37 个月内的应收租金及其附属担保权益, 共涉及 13 笔合同。截至 2016 年 5 月 31 日, 资产池租赁资产未偿租金余额为人民币 53,054.98 万元。根据本期交易约定, 所有入池基础资产在基准日和专项计划设立日需符合下列基础资产合格标准:

- (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本专项计划资产的职责, 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《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租金回收款。

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

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逾期不超过 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金总额+专项计划设立后回购日前未支付租金及逾期赔偿金。

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。

(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，原始权益人需在不晚于收到承租人支付租金的当月最后一个工作日将收到的租金划转至监管账户，若当月有兑付日，需在不晚于当期兑付日前一个资金核算日⁵的前一个工作日将当月收到的租金划转至监管账户。监管账户收到的基础资产产生的每笔收益应不晚于收到资金的次一工作日 15:00 前被划转至专项计划账户。

(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）

- 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。

⁵ 资金核算日，系指专项计划存续期内每个兑付日前的第 10 个工作日（R-10 日）

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，专项计划存续期内，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。

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. 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》，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（R⁶-8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。

南山租赁资本金规模较大，其提供的违约基础资产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。

3. 担保承诺

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。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。

南山集团具有良好的品牌和规模优势，其铝加工板块拥有“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。

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，基础资产收益款向专项计划账户的划转周期为一个月。基础资产收益款在资产服务机构的账户上停留时间较短。

⁶ 即兑付日

同时，本期交易设置了相关权利完善事件⁷，一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，在一定程度上缓释了混同风险。

2. 流动性风险

本专项计划存续期间，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为本专项计划在每一个兑付日按时足额向资产支持证券持有人偿付本金及预期收益提供无限连带责任担保；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13单特定融资租赁业务对承租人应享有的自2016年5月31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尚可，且由南山集团承担无条件不可撤销的连带责任保证，联合评级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。

⁷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規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；或根据适用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合资设立。2015年4月，南山租赁进行了股权变更，由香港友联租赁有限公司100%控股。截至2016年3月底，南山租赁注册资本12,203.31万美元，实收资本12,203.31万美元。

南山租赁经营范围：融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询；兼营与主营业务相关的保理业务。（依法经批准的项目，经相关部门批准后方可展开经营活动）

2015年，南山租赁先后在山东、四川、辽宁和福建成立分公司。截至2016年3月底，南山租赁设有分公司管理中心、业务中心、综合管理中心、计划财务资金中心以及风控中心5个中心，各中心又下设若干个职能部门。截至2016年3月底，南山租赁共有员工62人，其中大专及以上学历6人，占比9.7%，本科学历37人，占比59.7%，硕士及以上19人，占比30.6%；有初级职称共计5人，中级职称3人，高级职称1人。

截至2015年底，南山租赁资产总额36.39亿元，负债总额29.28亿元，所有者权益7.11亿元。2015年，南山租赁实现营业收入2.26亿元，利润总额0.77亿元。

截至2016年3月底，南山租赁资产总额42.35亿元，负债总额35.07亿元，所有者权益7.28亿元。2016年1~3月，南山租赁实现营业收入0.82亿元，利润总额0.22亿元。

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。

2. 融资租赁行业发展概况

融资租赁是与银行贷款、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、银行贷款的第三大融资方式。

上世纪80年代，国内商业银行曾大量设立（或参股）金融租赁公司，但受整个行业环境不完善、管理不善等因素影响，经营状况普遍较差，1997年亚洲金融危机后，商业银行全面退出租赁业。2007年3月，中国银监会为应对WTO协定中允许外资银行在华开展融资租赁业务

的规定，颁布实施了修订后的《金融租赁公司管理办法》，允许符合资质的商业银行和其他机构设立或参股金融租赁公司。同年，包括中国工商银行、中国建设银行在内的5家商业银行再次获批组建金融租赁公司，自此，我国融资租赁公司的数量实现了快速增长。2013年，商务部统一了内外资融资租赁监管政策，同年起内外资租赁机构数量进入高速增长阶段。2014年，银监会放宽了金融租赁公司准入门槛，此后金融租赁也取得较快增长。

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，主要由非金融机构设立，分为内资和外资融资租赁公司，属于一般工商企业。据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2015年末，全国在册运营的各类融资租赁公司(不含单一项目融资租赁公司)共4,508家，比上年增加2,306家，增长了104.72%。其中，金融租赁企业47家，较上年增加17家，金融租赁占全部融资租赁公司的比重为1.04%；内资租赁企业190家（不含被取消试点资格的中国铁路工程机械租赁中心和企业性质变更为中外合资的中建投租赁有限责任公司），增加38家，占比4.21%；外资租赁企业4,271家，增加2,251家，占比94.74%。

表3 2006年~2015年我国融资租赁机构数量(单位:家)

年份	金融租赁	内资租赁	外资租赁	合计
2006	6	20	54	80
2007	11	25	73	109
2008	12	36	94	142
2009	12	44	114	170
2010	17	44	172	233
2011	20	66	283	369
2012	20	79	544	643
2013	23	123	960	1,106
2014	30	152	2,020	2,202
2015	47	190	4,271	4,508

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院。

近年来，多家租赁企业纷纷扩充资本金，截至2015年末，全国融资租赁行业注册资金约合15,165亿元人民币，比上年底的6,611亿元增加8,554亿元，增长129.4%。其中，金融租赁为1,358亿元，增加386亿元，增长39.7%；内资租赁为1,027亿元，增加188亿元，增长22.4%；外资租赁约为12,780亿元人民币，增加约7,980亿元人民币，增长166.3%。

从业务发展情况看，2006年~2010年，中国融资租赁业一直呈几何级数式增长；2010年之后，由于基数较大，融资租赁业依然保持每年约50%左右的增长速度，业务总量由2006年约80亿元增至2015年底约44,400亿元，增长了约555倍。2015年，金融租赁业务量占38.96%，内资租赁公司业务量占29.28%，外资租赁公司业务量占31.76%，从业务量来看，目前国内融资租赁行业仍以金融租赁企业为主。

表 4 2006 年~2015 年我国融资租赁业务总量 (单位: 亿元)

年份	金融租赁	内资租赁	外资租赁	合计
2006	10	60	10	80
2007	90	100	50	240
2008	420	630	500	1,550
2009	1,700	1,300	700	3,700
2010	3,500	2,200	1,300	7,000
2011	3,900	3,200	2,200	9,300
2012	6,600	5,400	3,500	15,500
2013	8,600	6,900	5,500	21,000
2014	13,000	10,000	9,000	32,000
2015	17,300	13,000	14,100	44,400

资料来源: 中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院。

全国实力较强的融资租赁公司集中于政策扶持力度较大的上海、天津、深圳、北京等地。行业服务的产业广度有所增加, 飞机、船舶、电力和轨道等大型设备领域的租赁服务继续扩大的同时, 中小企业租赁市场逐渐发展。从行业产品创新来看, 直租的规模增长在金融租赁行业资产变化指标中增速最快; 同时, 转口租赁、保税租赁、联合租赁等形式层出不穷, 并且适应中小企业的租赁产品在工银租赁和民生租赁等已经很好地实现了标准化。从行业融资渠道来看, 企业债券和资产证券化等途径正逐步放宽落实, 这不仅为行业发展提供了更充分的资金来源, 而且是与资产特性匹配度更高的资金来源。

中国租赁业的现状与中国高速发展水平很不相称, 我国融资租赁企业数量和业务规模迅速扩大的同时, 租赁市场渗透率与国际相差较大, 这主要是由于随着行业准入门槛的放宽, 越来越多的资本涌入导致一部分租赁企业蜂拥而上, 租赁公司鱼龙混杂、产品种类单一、自身优势不明显、租赁特色不鲜明、被替代性高, 甚至部分公司未实质开展业务而成为空壳公司。根据全球租赁报告, 截至 2013 年底, 我国租赁市场渗透率仅为 3.10%; 而日本租赁市场渗透率为 9.80%, 德国为 16.60%, 英国为 31.00%, 美国为 22.00%, 加拿大为 32.00%, 澳大利亚为 40.00%, 我国租赁市场渗透率明显低于欧美等发达国家, 与成熟的租赁市场相比还有很大的提升空间和市场潜力。

总体来看, 近年来我国融资租赁行业规模不断扩大, 市场渗透率逐步提高, 行业集中度有所增加, 其中, 金融租赁在银行业的大力支持下发展较快, 业务规模在全行业占比最高。目前我国租赁业的市场渗透率整体仍处于较低水平, 未来仍存在较大的市场空间。同时, 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、航空、基础设施建设等行业。2015年, 南山租赁实现主营业务收入2.26亿元, 净利润0.61亿元。2016年1~3月, 南山租赁实现主营业务收入0.82亿元, 净利润0.16亿元。

2014年, 南山租赁投放项目16个, 租赁投放金额16.34亿元。2015年, 南山租赁投放项目38个, 租赁投放金额30.57亿元, 同比大幅增长87.09%。2016年1~3月, 南山租赁投放项目6个, 租

赁投放金额6.31亿元。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、公共事业、航空等行业。

表5 南山租赁2014年~2016年3月投放情况(单位:个、亿元)

行业	2014年投放数量	2014年投放金额	2015年投放数量	2015年投放金额	2016年1~3月投放数量	2016年1~3月投放金额
医疗	9	2.84	15	6.46	1	0.40
航空	1	1.07	3	3.02	1	2.41
公共事业	1	0.50	11	8.20	4	3.50
其他行业	1	0.14	1	1.00	-	-
通道业务	4	11.79	8	11.89	-	-
合计	16	16.34	38	30.57	6	6.31

资料来源:南山租赁提供

注:其他行业为新能源或文化旅游等。

南山租赁为外商独资融资租赁公司,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,2015年,南山租赁实现内保内贷业务共计11.89亿元,同比增长0.85%。2016年1~3月,南山租赁无内保内贷业务发生。

截至2014年底,南山租赁资产总额和应收融资租赁款(未计提坏账准备)分别为16.74亿元和14.51亿元。截至2015年底,南山租赁资产总额和应收融资租赁款(未计提坏账准备)分别36.39亿元和38.36亿元。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年底,南山租赁风险资产余额分别为14.72亿元和35.07亿元,风险资产对净资产倍数分别为3.40倍和4.93倍,资金杠杆作用仍具有一定提升空间。截至2016年3月底,南山租赁资产总额和应收融资租赁款分别为54.76亿元和43.72亿元;截至2016年3月底,南山租赁风险资产余额为39.94亿元,风险资产对净资产倍数分别为5.49倍。另一方面,由于南山租赁成立时间较短且凭借较为有效的风控措施,截至2016年3月底,其租赁资产100.00%为正常类。

表6 2014年至2016年3月底应收融资租赁贷款五级分类情况(单位:亿元)

项目	2014年底		2015年底		2016年1~3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	14.51	100.00%	38.36	100.00%	43.72	100%
关注	-	-	-	-	-	-
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。

结合2014年的经营经验,南山租赁2015年持续推进医疗行业、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年已设立北京、济南、成都、厦门、大连、福州等分公司，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。

总体来看，南山租赁成立时间较短，仍处于业务扩张阶段，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，审查通过后再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操作实际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

(1) 财务概况

南山租赁提供了 2014~2015 年和 2016 年第一季度的财务数据，其中 2014 年财务数据由利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见的审计报告，2015 年财务数据经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见的审计报告。2016 年第一季度的财务数据未经审计。

截至 2015 年底，南山租赁资产总额 36.39 亿元，负债总额 29.28 亿元，所有者权益 7.11 亿元。2015 年，南山租赁实现营业收入 2.26 亿元，利润总额 0.77 亿元。

截至 2016 年 3 月底，南山租赁资产总额 42.35 亿元，负债总额 35.07 亿元，所有者权益 7.28 亿元。2016 年 1~3 月，南山租赁实现营业收入 0.82 亿元，利润总额 0.22 亿元。

(2) 资产、负债和所有者权益

截至 2015 年底，南山租赁资产总额 36.39 亿元，较年初增长 117.38%，其中，流动资产 14.26 亿元，占比 39.19%，较年初增长 6.66%；非流动资产 22.12 亿元，占比 60.79%，较年初提高 556.38%；伴随业务规模快速增长，长期应收款大幅增长，资产结构发生变化，以非流动资产为主。流动资产中占比较高的为一年内到期的非流动资产 10.31 亿元，较年初下降 9.72%，占流动资产的 72.29%，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 21.99 亿元，较年初增长 564.35%，占非流动资产的 99.39%，长期应收款主要为应收融资租赁款，因业务规模扩大，新增应收融资租赁款大幅增加。截至 2015 年底，南山租赁负债总额 29.28 亿元，其中，流动负债 17.87 亿元，占比 61.02%，较年初增长 46.48%；非流动负债 11.41 亿元，占比 38.98%，较年初增长 46.54%；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（9.19 亿元），较年初下降 24.05%，占流动负债的 51.46%。截至 2015 年底，南山租赁所有者权益 7.11 亿元，较年初增长 65.35%，主要由股本（占比 87.48%）组成，南山租赁所有者权益大幅上涨的原因为股东在 2015 年增资所致。

截至 2016 年 3 月底，南山租赁资产总额共计 42.35 亿元，较年初增长 16.40%，其中流动资产 5.11 亿元，占比 12.08%，较年初下降 64.14%；非流动资产 37.24 亿元，占比 87.92%，较年初增长 68.33%，主要系随着租赁业务规模的持续发展，长期应收款规模进一步扩大，使得资产结构变化所致。截至 2016 年 3 月底，南山租赁债务总额共计 35.07 亿元，其中流动负债 10.47 亿元，较年初下降 41.39%，占比 29.86%；非流动负债 24.60 亿元，较年初增长 115.58%，占比 70.14%，主要系南山租赁借入大量长期借款所致。截至 2016 年 3 月底，南山租赁所有者权益合计 7.28 亿元，较年初增长 2.43%，所有者权益组成较年初变化不大。

(3) 盈利能力

2015 年，南山租赁业务规模大幅增长，盈利能力小幅提升，实现营业收入 2.26 亿元，较上年增长 242.42%；取得净利润 0.61 亿元，较上年增长 117.86%；营业利润率为 63.07%，基本与上年持平；净资产收益率 8.61%，较上年增长 2.20%。

2016 年 1~3 月，南山租赁实现营业收入 0.82 亿元，净利润 0.16 亿元；营业利润率为 63.70%，基本与年初持平；净资产收益率 2.23%。

(4) 现金流

截至 2015 年底,随着经营业务的不断开展,南山租赁经营活动实现现金净流出 21.12 亿元,较上年增长 41.31%,主要为购买商品劳务现金支出 37.69 亿元,较年初增长 134.91%。现金收入比率为 7.54 倍,收入实现质量较好。截至 2015 年底,南山租赁投资活动产生的现金净流出-0.07 亿元,较上年增长 185.43%,主要因收回投资的先进减少;筹资活动产生的现金净流量为 22.09 亿元,较年初增长 337.75%,主要为取得借款 28.49 亿元。

截至 2016 年 3 月底,南山租赁经营活动现金流量为净流出 4.28 亿元;投资活动现金净流出 0.05 亿元;筹资活动产生的现金净流量为 5.38 亿元。现金收入比率为 3.34 倍,较年初有所下降。

(5) 偿债能力

截至 2015 年底,南山租赁资产负债率 80.46%,较年初增长 6.16%;全部债务 22.10 亿元,较年初增长 82.64%;短期债务 11.93 亿元,较年初下降 1.41%;长期债务 10.17 亿元,均为 2015 年新增的长期借款;全部债务资本化比率 75.66%,较年初增长 1.89%,南山租赁资产负债率偏高,但仍处于行业正常水平。2015 年南山租赁风险资产为 35.22 亿元,较 2014 年增长 121.76%;风险资产对净资产的覆盖倍数为 4.95 倍,较 2014 年的 3.85 倍相比有所提高,但仍处于可控范围。

截至 2016 年 3 月底,南山租赁资产负债率 82.81%,较年初增长 2.35%。截至 2016 年 3 月底,南山租赁全部债务 27.83 亿元,较年初增长 25.93%;其中短期债务 4.76 亿元,较年初下降 60.10%;长期债务 23.07 亿元,较年初增长 126.84%;全部债务资本化比率 79.26%,较年初增长 3.6%,南山租赁债务负担进一步加大。2016 年 1~3 月,南山租赁风险资产为 41.86 亿元,较年初增长 18.85%;风险资产对净资产的覆盖倍数为 5.75 倍,较年初相比进一步提高。

总体看,目前南山租赁资本金规模较大,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。

综上所述,南山租赁业务增长较快,资本金规模较大,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。

四、担保人信用风险分析

本专项计划涉及的担保人为南山集团,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,并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 2016 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占 51.00%,宋作文占 49.00%。公司的实际控制人为南山村村民委员会。

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9月底，南山集团持有南山铝业29.81%的股权。

南山集团主营业务以铝加工为主，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2016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29家。

截至2015年底，南山集团合并资产总额1,004.27亿元，负债合计460.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）543.91亿元，其中归属于母公司所有者权益合计353.84亿元。2015年，南山集团实现营业收入297.67亿元，净利润（含少数股东损益）28.66亿元，其中归属于母公司所有者的净利润24.23亿元；经营活动产生的现金流量净额36.94亿元，现金及现金等价物净增加额26.27亿元。

截至2016年3月底，南山集团合并资产总额1,043.39亿元，负债合计492.78亿元，所有者权益（含少数股东权益）550.61亿元，其中归属于母公司所有者权益合计359.27亿元。2016年1~3月，南山集团实现营业收入65.39亿元，净利润（含少数股东损益）6.70亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.22亿元，现金及现金等价物净增加额17.24亿元。

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。

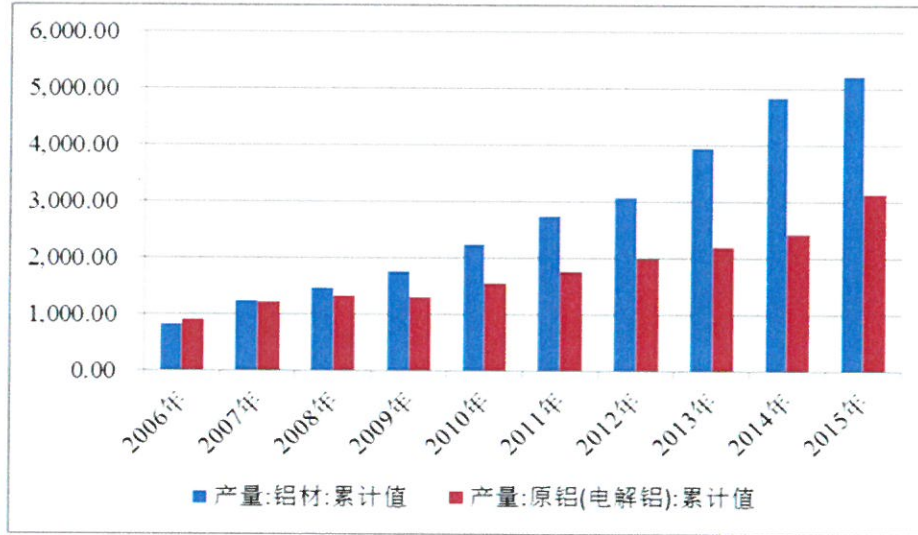
（1）行业概况

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。2006~2015年，我国原铝产量波动增长，铝材产量逐年稳定增长，但近年来增速均有所放缓（如下图所示）。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，消费结构将面临一定调整。

图2 2006-2015年我国原铝和铝材产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯

总体看，得益于中国城镇化建设和工业化进程持续加快，未来一定时期内铝产品的消费需求仍将较为旺盛，但消费结构将面临一定调整。受铝土矿对外依存度大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。因此，结合电解铝和铝加工的一体化企业通常具备较强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。

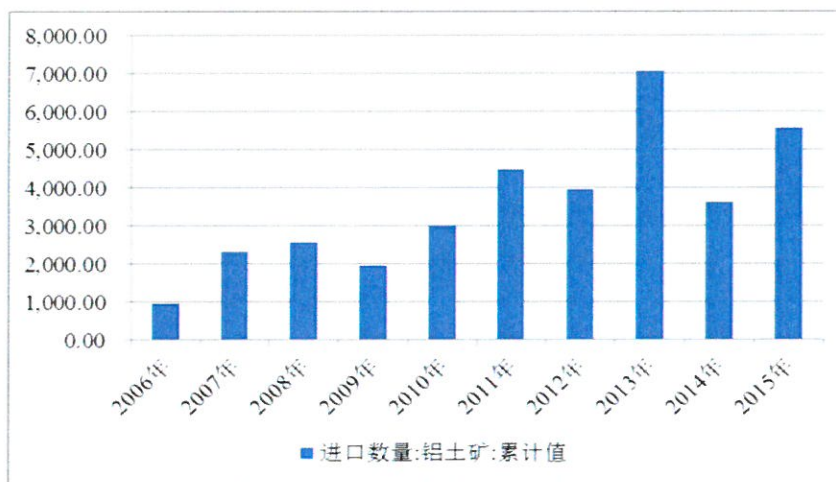
铝土矿

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、巴西三大巨头，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。

由于中国铝土矿资源有限，氧化铝生产大部分依赖进口铝土矿，近年来，随着氧化铝产量的增长，国内氧化铝企业对进口铝土矿的依赖程度进一步加大，目前中国所需铝土矿约60%来自进口，而源自印尼的进口量占进口总量的比重达到60%~70%。根据海关总署数据，2013年，中国铝土矿进口总量为7,007万吨，同比增加78.7%，迅猛增长，主要由于印尼表示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，中国铝企业就采取多种手段将铝土矿进口来源多元化，包括拓宽印尼以外的进口原材料渠道、利用在印尼建设精炼厂（由于印尼政府规定如果在当地具有氧化铝生产能力的厂商，可以继续出口氧化铝）的方式来换取铝的出口配额等，显示出我国氧化铝企业更加多元化的进口策略，避免因一国的

供应不足或限制，影响氧化铝生产。2014年，印尼执行矿石出口禁令，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。2015年以来，中国加大对马来西亚和澳洲铝土矿的进口力度，全年进口量5,582.32万吨，同比大幅增长53.86%。目前，马来西亚、澳大利亚和印尼为中国铝土矿进口的主要来源地。

图3 2006-2015年底中国铝土矿进口情况（单位：万吨）



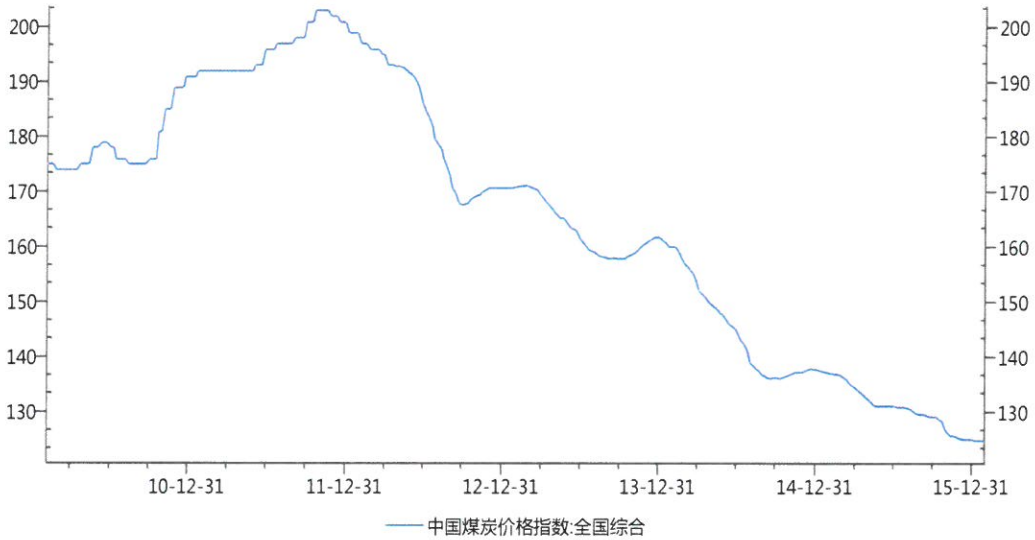
资料来源：Wind 资讯

由于此前国内生产商已囤积大量库存，且转向马来西亚进口铝土矿，短期内该禁令不会产生较大影响；但长远来看，此举迫使中国铝生产商们开始改变其运营模式，以减少对印尼矿石的依赖。未来，中国铝土矿对外依存度仍将继续维持较高水平，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。

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。截至2013年12月6日，全国焦煤均价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年以来，煤炭价格依然呈下跌趋势，截至2015年底，全国焦煤均价低至572元/吨。短期内煤炭价格仍将维持底部调整格局，但煤炭作为基础能源，从长期来看，随着中国经济的回升，供需矛盾的缓解，煤炭下游需求将上升，其价格将逐渐走强，但调整期会持续较长时间。

图4 2010~2015年底中国煤炭价格指数：全国综合



资料来源：Wind 资讯

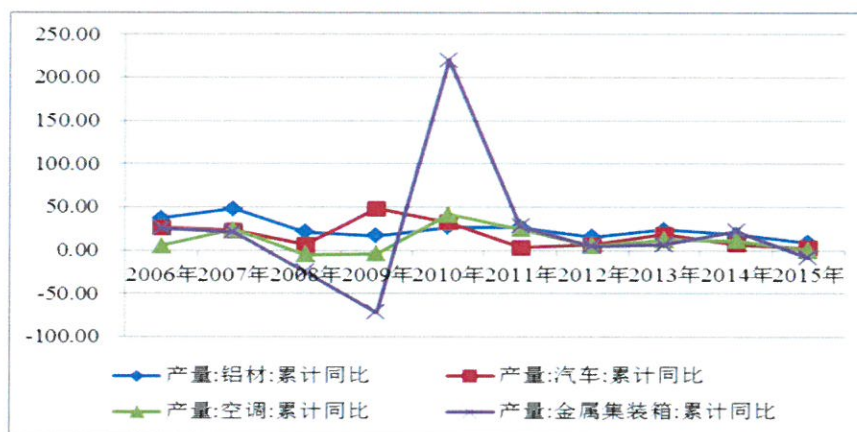
总体看，煤炭和铝土矿价格的波动对铝冶炼和铝加工行业的经营带来不稳定影响，并对利润空间产生一定的压力。

(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。在近年来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，其次为交通运输、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。近年来，铝材下游产业主要产品增速均呈放缓趋势，2015年，汽车增速为0，2015年1~10月，金属集装箱同比增长-8.27%，增速为负。

图5 近年来中国铝材及下游产业产量增速



资料来源：Wind 资讯

注：上图中金属集装箱2015年数据实为2015年1~10月累计同比。

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 2015 年 10 月底，我国铝冶炼企业数量为 300 家，铝压延加工企业数量为 1,879 家。⁸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。近两年，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。辽宁、吉林等地，背靠东北工业基地，具有产业配套优势，且交通便利，是国内铝型材行业的后起之秀。

目前，国内铝型材生产厂商众多，但除中国铝业股份有限公司、信发集团有限公司（铝板块）、中国忠旺控股有限公司、西南铝业（集团）有限责任公司、云南铝业股份有限公司、山东南山铝业股份有限公司等几个大型企业外，其他铝材生产企业规模较小，中低端产品市场竞争激烈，高端产品供给不足，行业集中度仍处于较低水平。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

产能过剩风险

电解铝行业存在较大的过剩产能，行业淘汰落后产能的压力较大。而下游铝型材企业规模结构不合理，平均规模偏小，现代化铝型材制造企业与大批小企业并存，多数中小企业生产经营粗放，生产工艺和装备落后，生产集约化程度不高，抗风险能力较弱；其次，国内铝型材行业产品结构不尽合理，低端产品产能过剩，竞争激烈，而部分高性能、高精度产品尚不能完全国产化，需要进口；同时，目前国内铝加工企业深加工比例仅占约 30%，远低于发达国家 60% 的水平，铝工业产业升级需求迫切。另外，国内铝型材行业的产能地区分布也不尽合理，较大部分产能远离原料产地，部分地区产能严重过剩依赖外销。上述产能过剩、结构性矛盾的存在，

⁸ 国家统计局公布最新数据为截至 2015 年 10 月底数据。

容易引发企业间低端产品的过度竞争，行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

上游原料风险

尽管全球铝土矿资源非常丰富，但我国的铝土矿资源与消费量极不匹配。近年来，我国铝资源对外依存度均在 50%左右。2012 年年初，中国主要原料铝土矿采购地印尼为了保护本国的资源，促进国内的产业升级，正式出台相关政策，规定自 2014 年 1 月 1 日起，禁止其国内所有的铝土矿资源出口，而在印尼国内合作投资建厂的外国企业，可延迟到 2015 年 1 月 1 日；2012 年 4 月底印尼政府规定，自 5 月份起印尼铝土矿出口施行配额制，同时将其出口关税从 2%提升到 20%。2014 年上半年，中国进口铝土矿主要进口国中已无印尼。印尼禁止铝土矿出口政策的实施，导致这部分铝土矿的需求要通过寻找其他国家资源来保障。然而多数铝土矿资源丰富、品位较高的地区存在距离远、基础设施差、政治环境不稳定等问题。中国铝土矿依赖进口，海外政策变动、国际铝土矿价格的变动都将影响国内铝业的平稳发展。

能源供给波动风险

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 14,500 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。

产业发展可持续性风险

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，产业的可持续发展堪忧。

行业竞争风险

目前，国内电解铝正处于去产能阶段，中小企业面对的行业竞争压力较大；而铝型材行业未来也面临行业竞争进一步加剧的可能。国内电解铝、铝型材行业产能分布分散，尚无一家企业占有显著的市场份额或取得市场占有率的绝对优势；而全国同行业公司亦在不断地提升技术、管理水平和拓展市场，行业竞争日趋激烈。同时，国家积极鼓励铝业进行兼并收购，增强规模效应，未来行业内中小企业也将较大的并购压力。

3. 南山集团经营状况分析

(1) 经营概况

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。近年来，受宏观经济下行、下游需求乏力的影响，南山集团营业收入波动减少，整体盈利能力稳中有降。2015 年，南山租赁实现营业收入 297.67 亿元，近三年年均减少 1.40%；2015 年综合毛利率为 24.57%，近三年波动下降态势。近三年南山集团主营业务收入和毛利率构成情况如下表所示。

表 7 2013~2015 年南山集团主营业务收入和毛利率构成(单位: 亿元, %)

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年		
	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	163.09	53.26	17.25	160.21	52.86	16.30	151.17	50.79	13.69
纺织、服饰	26.44	8.63	19.17	27.75	9.16	22.56	27.59	9.27	20.96
电、汽	43.60	14.24	38.88	43.96	14.50	43.81	44.77	15.04	46.25
建筑、房地产	38.62	12.61	43.23	31.75	10.48	41.32	30.62	10.29	31.14
贸易	8.47	2.77	7.50	9.56	3.15	10.97	9.36	3.14	8.96
其他	25.98	8.48	51.61	29.87	9.85	51.42	34.16	11.48	45.57
合计	306.19	100.00	26.42	303.10	100.00	26.78	297.67	100.00	24.57

资料来源: 公司提供

注: 其他板块包含金融、教育、旅游及公司配套服务等业务。

从收入结构看, 以铝加工为主的有色金属、建材业务是南山集团主要的收入来源, 近三年占主营业务收入的比重分别为 53.26%、52.86%和 50.79%, 受铝价持续低迷的影响, 板块收入规模呈小幅下降趋势, 2015 年为 151.17 亿元, 较上年下降 5.64%, 降幅有所扩大; 纺织服饰、电汽及建筑房地产板块为南山集团主营业务的第二大收入来源, 2015 年纺织服饰、电气及建筑房地产板块收入占比分别为 9.27%、15.04%和 10.29%, 其中, 纺织服饰收入以年均 2.15%的速度波动增长; 电力收入近年变动不大(年均复合增长 1.33%); 房地产收入持续下滑, 年均复合下降 10.96%, 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所致; 贸易及其他版块业务规模较小, 其他版块主要包含金融、教育、旅游及公司配套服务等高附加值业务, 作为业务补充。

从毛利率来看, 近三年南山集团毛利率波动下降, 分别为 26.42%、26.78%和 24.57%。分板块看, 受益于完整的产业链及完善的能源配套, 在铝价大幅波动的环境下, 南山集团有色金属建材板块毛利率持续下滑, 但仍保持了 13%以上的毛利率(2015 年该板块毛利率为 13.69%), 体现了较高的抗风险能力; 纺织服饰板块毛利率波动上升, 由 2013 年 19.17%提升至 2015 年的 20.96%, 由于南山集团系全球规模最大的精纺、紧密纺面料生产基地及中国先进的高档西服生产基地, 服饰需求以国内金融、通信、电力等企业及军需总后、公检法机构定制的中高端产品为主, 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, 维持了公司较好的盈利能力; 南山集团热电厂为热电联产机组, 具有一定成本优势, 加之发电设备利用效率高, 且近年煤炭价格持续下行, 板块毛利率维持在较高水平(2015 年为 46.25%), 且处于上行趋势; 受国家调控政策及市场环境的影响, 建筑房地产板块毛利率均有不同程度下滑, 2015 年为 31.14%, 较上年下降 10.18 个百分点; 贸易板块利润较低, 2015 年为 8.96%; 其他板块整体附加值较高, 盈利能力较强。

2016 年 1~3 月, 南山集团实现主营业务收入 65.39 亿元, 其中纺织、服饰和贸易板块收入占比略有上升, 有色金属、建材板块, 电汽和建筑、房地产板块收入占比有所下降; 毛利率方面, 有色金属、建材和建筑、房地产板块毛利率略有回升, 其他业务板块毛利率均有所下滑, 其中电汽业务毛利率下滑幅度较大, 主要系电价下调所致。多个板块毛利率下滑导致南山集团综合毛利率下降至 23.68%。

总体看, 南山集团经营业务多元化, 有色金属、建材和电、汽板块为南山集团收入和利润的主要来源; 南山集团盈利能力有所下降, 但仍处于较好水平。

(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。截至2015年底，南山集团氧化铝产能为140万吨/年，铝锭产能为81.6万吨/年，熔铸产能为143.9万吨/年，型材产能为44万吨/年，热轧、冷轧和箔轧产能分别为60万吨/年、60万吨/年和3万吨/年。南山集团主要生产线情况如下表所示。

表 8 截至 2015 年底南山集团主要生产线情况

名称	生产线数量	产品	使用年限	产能情况
氧化铝	2 条	氧化铝粉	2-6 年	140 万吨
铝锭	4 条	铝锭	2-13 年	81.6 万吨
熔铸	7 条	合金锭	2-7 年	143.9 万吨
型材	77 条	型材	1-6 年	44 万吨
热轧	1+4 连轧 1 条	热轧卷	6 年	60 万吨
冷轧	单机架 1 条、三机架 1 条	冷轧卷	2-5 年	60 万吨
箔轧	4 条	铝箔	6 年	3 万吨

资料来源：南山集团提供

南山集团设备自动化程度较高，生产加工能力和可伸缩能力强，较好地保障了生产效率的提高和生产成本的降低。

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（34%左右）、电力（39%左右）和煤炭（约13%）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（2015年进口比重为100%）。

销售方面，公司产品有70%~90%销往国内，10%~30%出口。公司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，严格控制应收账款，小部分客户执行货到后一个月内付款。

总体看，南山集团铝加工业务的竞争优势主要在于先进的生产设备、完整的产业链、较完善的能源配套和良好的区位条件，南山集团近年来通过提升高附加值产品产能实现了产品结构的优化，南山集团在铝产品价格下行的环境下仍维持相对较高的毛利率，体现了较强的抗风险能力。由于未来下游需求回升趋势尚未明确，国内铝产品产能过剩的形势未发生根本改变，铝产品价格仍存在波动的可能性，可能在一定程度上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年底，南山集团具有800吨Arcano羊毛、200万米丝光呢绒及1,500吨丝光缩毛条加工能力，以及年产高档精纺呢绒3,000万米（其中紧密纺面料800万米），高档西服200万套的生产能力，南山集团是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，2015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。

2013~2015年，南山集团精纺呢绒销量基本趋于稳定，服装销量均保持在200万套以上，两大产品的产销率均保持在97%以上；2015年销量分别为2,586万米和205万套；2016年1~3月，精纺呢绒和服装销量均达到2015年全年水平的24.40%和25.37%，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。南山租赁2013~2016年3月房地产业务经营情况如下表所示。

表9 南山集团房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~3月
开工面积	71.35	51.71	15.14	21.02
竣工面积	80.80	20.12	1.76	0.28
销售面积	61.05	46.98	43.80	11.55
确认销售收入	25.32	20.69	18.75	4.98

资料来源：南山集团提供

随着国家政策调控，南山集团逐渐压缩了房地产业务规模，销售收入持续下滑，2013~2015年，南山集团建筑、房地产业务分别实现营业收入38.62亿元、31.75亿元、30.62亿元，收入比重也由2013年的12.61%降至2015年的10.29%，2016年1~3月实现收入占比进一步降至9.06%。其中，2013~2015年，房地产板块实现收入25.32亿元、20.69亿元和18.75亿元。受国家调控政策影响，商品房投资需求下降，销售价格上涨乏力，毛利率水平出现持续性下滑，但得益于2015年下半年以来房地产市场回暖，南山集团建筑、房地产板块2016年毛利率有所上升。截至2016年3月底，南山集团在建房地产项目主要有佛光养生谷、佛光山水、青岛逸景湾、丹岭云天阁和海秦居，总投资55.13亿元，已完成投资51.15亿元，未来资金需求不大。截至2016年3月底，南山集团已无土地储备

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223万千瓦。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（2015年分别占比4.79%和29.44%），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. 财务概况

南山集团提供了2013~2015年度财务报告，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。南山集团2016年一季度财务报告未经审计。

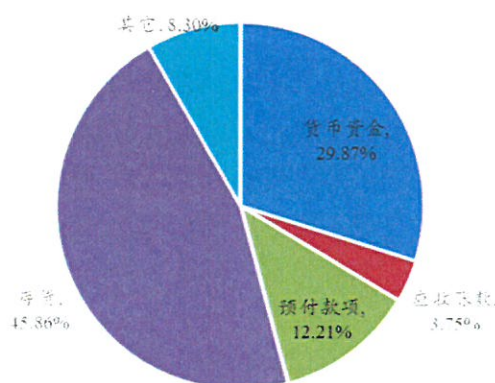
(1) 资产质量

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态势，三年复合增长 9.26%，主要系非流动资产增加所致。截至 2015 年底，南山集团资产总额为 1,004.27 亿元，其中流动资产占 33.03%，非流动资产占 66.97%，南山集团资产构成以非流动资产为主，符合行业特征。

流动资产

截至 2015 年底，南山集团流动资产合计 331.75 亿元，较年初增长 9.03%，主要系货币资金增加所致。南山集团流动资产主要由货币资金（占比 29.87%）、预付款项（占比 12.21%）和存货（占比 45.86%）构成。

图 6 2015 年底南山集团流动资产构成



数据来源：南山集团审计报告

2013~2015 年，南山集团货币资金波动增长，三年复合增加 18.91%。截至 2015 年底，南山集团货币资金 99.11 亿元，较年初增加 42.80%，主要系收回往年销售款项所致。截至 2015 年底，南山集团货币资金主要由银行存款和其他货币资金构成；其中，货币资金受限金额为 33.92 亿元，占比 34.22%，主要为办理进口信用证、银行承兑汇票等业务的保证金，除此之外无其他使用受限的货币资金。南山集团货币资金相对充足。

2013~2015 年，南山集团预付款项持续减少，三年复合减少 7.52%。南山集团预付款项主要为预付煤炭采购款、设备及工程按账款。截至 2015 年底，南山集团预付款项 40.51 亿元，较年初下降 2.89%，主要系预付煤炭采购款及工程款减少所致。南山集团预付款项账龄在 1 年以内的占比 60.75%，账龄为 1~2 年的占比 28.94%，总体看账龄较短。

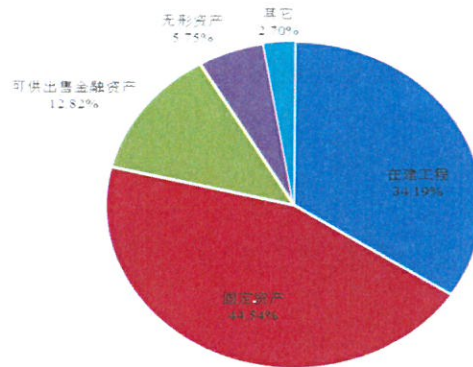
2013~2015 年，南山集团存货保持相对稳定，三年复合增长 2.69%。由于南山集团形成铝产品全产业链，产业链占用资金规模大，使得存货规模始终保持在较高水平。截至 2015 年底，南山集团存货 152.15 亿元，主要由原材料（占比 17.75%）、库存商品（占比 8.14%）和在产品（占比 73.58%）构成。截至 2015 年底，南山集团计提存货跌价准备 0.15 亿元，计提比例较低。考虑到近年来铝产品价格持续下跌，南山集团存货存在一定的跌价风险。

非流动资产

2013~2015 年，南山集团非流动资产逐年增长，三年复合增长率为 15.30%，主要系产业链扩大产能、在建工程大幅增长所致。截至 2015 年底，南山集团非流动资产 672.53 亿元，主要由

可供出售金融资产（占比 12.82%）、固定资产（占比 44.54%）、在建工程（占比 34.19%）和无形资产（占比 5.75%）构成。

图 7 2015 年底南山集团非流动资产构成



数据来源：南山集团审计报告

2013 年~2015 年，南山集团可供出售金融资产快速增加，年均复合增长 47.05%，主要系南山集团对外投资增加所致。截至 2015 年底，南山集团可供出售金融资产 86.20 亿元，较年初增长 67.83%，主要系南山集团增加对恒丰银行、天津亚亨投资管理合伙企业、深圳南山新城股权投资合伙企业，同时增持基金和国债所致。

2013~2015 年，南山集团固定资产稳步增长，三年复合增长率为 2.49%，主要系在建工程陆续完工转固所致。截至 2015 年底，南山集团固定资产余额为 435.71 亿元，其中机器设备占 54.97%、房屋及建筑物占 36.27%，其余为其他设备及运输设备。截至 2015 年底，南山集团累计计提折旧 134.83 亿元（其中机器设备 92.55 亿元），固定资产净值为 299.53 亿元，成新率 68.75%。总体看，南山集团固定资产状况良好。

2013~2015 年，南山集团在建工程快速增长，三年复合增长 29.11%，主要系东海开发项目投资规模增加所致。截至 2015 年底，南山集团在建工程 229.95 亿元，其中铝深加工工程 94.67 亿元；东海开发项目 111.94 亿元（以人工岛项目为主，还包括东海、砵姆岛配套及公共设施项目），其他技改工程 23.34 亿元。

2013~2015 年，南山集团无形资产波动增长，三年复合增长率为 6.08%。截至 2015 年底，南山集团无形资产 38.69 亿元，其中土地使用权占 99.65%。

截至 2016 年 3 月底，南山集团资产总额 1,043.39 亿元，较年初增长 3.90%。南山集团流动资产 362.29 亿元，较年初增长 9.21%，主要系货币资金和预付款项增长所致；南山集团非流动资产 681.10 亿元，较年初增长 1.28%，主要系固定资产及在建工程增长所致。截至 2016 年 3 月底，南山集团流动资产和非流动资产分别占比 34.72%和 65.28%，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主，符合行业特征。

总体看，南山集团资产规模较大且不断增长；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，符合行业特征；南山集团资产的流动性一般，整体资产质量尚可。

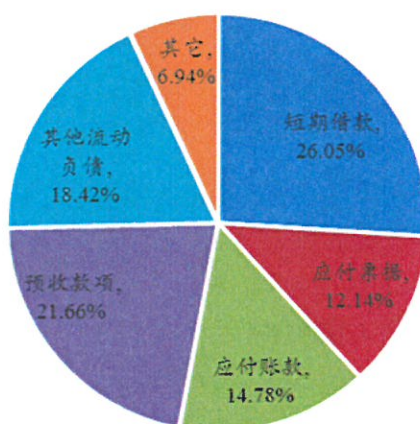
(2) 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，伴随经营规模扩大，南山集团负债规模相应增长，三年复合增长率为 4.89%，主要系流动负债增加所致。截至 2015 年底，南山集团负债总额 460.36 亿元，其中流动负债占比 54.16%，非流动负债占比 45.84%，以流动负债为主。

2013~2015 年，南山集团流动负债持续增长，年均复合增加 9.91%，主要系应收票据、应付账款和其他流动负债增加所致。截至 2015 年底，南山集团流动负债 249.34 亿元，主要由短期借款（占比 26.05%）、应付票据（占比 12.14%）、应付账款（占比 14.78%）、预收款项（21.66%）和其他流动负债（占比 18.42%）构成。

图 8 2015 年底南山集团流动负债构成



数据来源：南山集团年报

2013~2015 年，南山集团短期借款持续增加，三年复合增长 7.39%，主要系增加银行借款所致。截至 2015 年底，南山集团短期借款 64.96 亿元，较年初增长 5.97%，主要系增加兴业银行借款 10 亿元、中国银行借款 6.6 亿元、民生银行借款 5 亿元所致；南山集团短期借款主要由信用借款 27.08 亿元、担保借款 34.59 亿元构成。

2013~2015 年，南山集团应付票据快速增长，三年复合增长率为 142.09%，主要系南山集团使用票据结算的方式增多所致。截至 2015 年底，南山集团应付票据 30.26 亿元，均为银行承兑汇票。

南山集团应付账款主要为应付原材料、机器设备和零部件采购款。2013~2015 年，南山集团应付账款逐年增长，三年复合增长率为 12.26%。截至 2015 年底，南山集团应付账款 36.86 亿元，较年初增长 22.25%，主要系应付原材料款增加所致。

2013~2015 年，南山集团预收账款逐年减少，三年复合减少 22.69%。截至 2015 年底，南山集团预收账款 54.02 亿元，较年初下降 14.45%，主要系预售楼款因工程完工交房，结转销售收入所致；南山集团预收款项以预售楼款为主，占比 87.67%。

2013~2015年，南山集团其他流动负债快速增长，三年复合增长率为106.65%，主要系南山集团发行短期融资券所致。截至2015年底，南山集团其他流动负债45.94亿元，较年初增长78.00%，主要系南山集团分别于2015年8月、2015年9月共发行20亿元超短融所致。

2013~2015年，南山集团非流动负债基本保持稳定，三年复合减少0.24%。截至2015年底，南山集团非流动负债211.02亿元，主要由长期借款（占比45.12%）和应付债券（占比50.67%）构成。截至2015年底，南山集团长期借款95.21亿元，较年初增长16.27%，主要系向恒丰银行增加6.40亿元、向建行增加4.18亿元借款所致。截至2015年底，南山集团应付债券106.91亿元，其中企业债20亿元，公司债25亿元，中期票据52亿元，私募债10亿元。

截至2016年3月底，南山集团负债合计492.78亿元，较年初增长7.04%。流动负债和非流动负债占比分别为52.25%和47.75%，仍以流动负债为主，结构较年初变动不大。

随着银行借款和直接融资规模的不断扩大，南山集团有息债务快速增长。2013~2015年，南山集团全部债务快速增长，三年复合增长率为12.82%。截至2015年底，南山集团全部债务352.22亿元，其中短期债务占40.89%，长期债务占59.11%。截至2015年底，南山集团资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为45.84%、39.30%和27.68%。南山集团负债水平不高，偿付压力不大。

截至2016年3月底，南山集团全部债务381.53亿元，较年初小幅上升8.32%，其中短期债务占比39.65%，长期债务占比60.35%。截至2016年3月底，南山集团资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为47.23%、40.93%和29.49%，债务负担较年初变动不大。

总体看，受南山集团投资需求较大影响，银行借款及直接融资规模不断扩大，导致南山集团负债规模和利息债务规模增长较快；南山集团债务结构比较合理，债务负担处于适宜水平。

所有者权益

2013~2015年，南山集团所有者权益不断增长，三年复合增长13.41%，主要系未分配利润增长所致。截至2015年底，南山集团所有者权益合计543.91亿元，同比增长17.03%，其中归属于母公司所有者权益合计353.84亿元，主要由实收资本（占比2.83%）、资本公积（占比2.20%）、盈余公积（占比10.56%）和未分配利润（占比84.45%）构成，其中资本公积较年初下降54.87%，2015年南山铝业60亿元可转债的债转股全部完成，因转股价格低于每股净资产，导致南山集团资本公积大幅下降，同时导致少数股东权益大幅增长；截至2015年底，南山集团少数股东权益190.08亿元，同比增长50.99%。

截至2016年3月底，南山集团所有者权益550.61亿元，较年初增长1.23%，主要系未分配利润增长所致。南山集团归属于母公司所有者权益合计359.27亿元，较年初微幅增长1.54%，归属于母公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，南山集团所有者权益逐年增长，未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性偏弱。

（3）盈利能力

2013~2015年，南山集团营业收入和利润总额均呈持续下降态势，总体保持平稳，三年分别复合减少为1.40%和15.91%。2015年，南山集团实现营业收入297.67亿元，实现利润总额33.52亿元。2013~2015年，南山集团净利润持续降低，三年复合减少16.41%。2015年南山集团实现净利润28.66亿元，其中归属于母公司所有者的净利润24.23亿元，南山集团盈利能力下降，但整体保持在较高水平。

从期间费用来看，2013~2015年，南山就团期间费用分别为28.47亿元、33.37亿元和36.64亿元，期间费用整体呈逐年上升的态势，三年复合增长率为13.44%，主要系销售费用和财务费用的增长。2013~2015年，南山集团管理费用波动增长，三年复合增长率为0.79%，2015年南山集团发生管理费用总额14.60亿元；财务费用快速增长，三年复合增长率为40.79%，主要系南山集团银行借款及直接融资规模不断扩大所致，2015年南山集团财务费用11.55亿元；销售费用快速增长，三年复合增长率为12.62%，2015年南山集团销售费用10.49亿元。2013~2015年，南山集团费用收入比分别为9.30%、11.01%和12.31%，呈上升趋势，南山集团期间费用控制能力整体处于较好水平。

2013~2015年，南山集团营业外收入波动增长，三年复合增长率为4.08%。截至2015年底，南山集团营业外收入1.22亿元，主要为处置固定资产收益和政府补助，占利润总额的3.65%，对利润影响较小。

从盈利指标看，2013~2015年，南山集团营业利润率基本维持稳定，分别为25.40%、25.73%和23.21%。受南山集团近三年融资规模迅速增加、资产及权益规模快速增长等因素影响，南山集团近三年总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈下降趋势，2015年上述三项指标分别为4.96%、4.88%和5.68%。整体盈利能力强。

2016年1~3月份，受宏观经济增长缓慢、下游需求不振影响，南山集团盈利规模较上年同期略有下滑，实现营业收入65.39亿元、净利润6.70亿元，分别较上年同期减少7.79%和7.98%。

总体看，受宏观经济下行及行业不景气影响，南山集团的盈利能力略有下降，但整体盈利规模和盈利能力仍保持在较高水平。

（4）现金流

从经营活动来看，2013~2015年，南山集团经营活动现金流入分别为336.02亿元、323.84亿元和312.60亿元，年均复合减少3.35%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。2013~2015年，南山集团销售商品、提供劳务收到的现金分别为331.61亿元、318.69亿元和306.05亿元，三年复合下降3.93%；同期，现金收入比分别为108.30%、105.14%和102.81%，现金收入质量有所下降，但仍处于较高水平。南山集团近三年现金收入比均高于100%，主要系纺织、服饰及房地产板块的预收款项所致。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42.63亿元、35.01亿元和36.94亿元。

从投资活动来看，南山集团投资活动现金流入规模较小，主要为购买银行理财产品到期收回的购买资金。近三年南山集团投资活动现金流入分别为26.64亿元、39.24亿元和19.57亿元，呈波动下降态势。南山集团投资活动现金流出规模较大，主要为在建工程项目中构建固定资产和其他长期资产支付的现金。近三年南山集团投资活动现金流出分别为120.00亿元、118.43亿元和75.48亿元。2013~2015年，南山集团投资活动现金净流量均为净流出状态，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-93.36亿元、-79.19亿元和-55.91亿元。

从筹资活动来看，近年来南山集团经营活动现金流无法覆盖投资支出，南山集团对外融资需求较大。2013~2015年，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50.10亿元、37.01亿元和45.28亿元。南山集团筹资活动现金流量净额变化较大，2013年南山集团大规模发行债券并偿还借款较多，2014年南山集团长期借款减少并兑付到期债券，2015年南山集团银行借款增加。总体上看，由于南山集团在建项目仍需一定规模的资金投入，未来仍有较大的筹资需求。

2016年1~3月,南山集团经营活动产生的现金净流出5.22亿元;南山集团投资活动现金净流出10.81亿元,投资规模较上年同期有所扩大;南山集团筹资活动现金净流入33.27亿元,较上年同期大幅增长,主要系本期南山集团取得借款和发行债券收到的现金大幅增加所致。

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,具备一定获现能力;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,2013~2015年,南山集团流动比率分别为1.63倍、1.41倍和1.33倍;速动比率分别为0.93倍、0.74倍和0.72倍。两指标均呈现波动下降趋势,主要系南山集团短期借款、其他流动负债等流动负债规模上升所致。2013~2015年,南山集团现金短期债务比分别为1.27倍、0.83倍和0.77倍,现金类资产逐年下降,对短期债务的覆盖程度逐年减弱。2013~2015年,南山集团经营现金流流动负债比分别为20.65%、16.20%、14.81%,呈下降趋势,主要系南山集团经营性现金流量下降与流动负债增加所致。整体看,南山集团货币资金比较充裕,经营性现金净流量规模较大,短期支付压力小,短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看,2013~2015年,南山集团EBITDA分别为76.05亿元、77.02亿元和68.87亿元,呈逐年波动下降趋势;截至2015年底,南山集团EBITDA主要由折旧(占比29.50%)、计入财务费用的利息支出(占比18.93%)和利润总额(占比48.67%)构成。南山集团有息债务规模快速增长,EBITDA利息倍数波动下滑,分别为7.32倍、5.21倍、4.26倍;EBITDA全部债务比分别为0.27倍、0.24倍和0.20倍,呈逐年下降趋势,南山集团EBITDA对全部债务的保障程度逐年减弱。总体看,南山集团长期偿债指标有所弱化,但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2016年3月底,南山集团无重大诉讼事项。

截至2016年3月底,南山集团除对子公司担保外,无其他对外担保事项。

截至2016年3月底,南山集团获得银行授信额度782.31亿元,已使用288.22亿元,南山集团间接融资能力强。

根据人民银行《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码G1037068100009930L),截至2016年5月9日,南山集团无已结清和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;南山集团直接、间接融资渠道畅通。未来随着投资项目的投产运营,南山集团整体偿债能力有望继续增强。

南山集团为南山租赁承担回购违约基础资产、未承担或在承担差额补足义务后资产管理计划账户内可供分配的资金仍不足以偿付当期优先级资产支持证券持有人的收益的差额部分的债务提供连带责任保证。2015年,南山集团实现营业收入297.67亿元,净利润28.66亿元,且截至2016年3月底,南山集团除对子公司担保外,无其他对外担保事项。本专项计划发行规模共计4.92亿元,其中优先级资产支持证券发行规模共计4.56亿元,占南山集团2015年全年营业收入的1.53%,净利润的15.91%,占比尚可。整体看,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个月内的应收租金及其附属担保权益。本期基础资产涉及租赁合同共计13份，截至基准日⁹，应收租金余额的总规模约为53,054.98万元人民币（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¹⁰。初始基础资产池主要以医疗行业为主，遍布贵州、四川、辽宁、云南和湖南等5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10 基础资产池概况

资产池合同未偿租金余额（万元）	53,054.98
承租人户数	13
合同笔数	13
单笔合同最大未偿租金余额（万元）	9,922.82
单户承租人最大未偿租金余额（万元）	9,922.82
加权平均合同利率（%）	8.88%
加权平均租赁合同期限（月）	56.00
加权平均租赁合同剩余期限（月）	45.83
单笔租赁合同最长剩余期限（月）	54.20
单笔租赁合同最短剩余期限（月）	28.37

资料来源：联合评级整理

截至评估基准日，基础资产池租赁合同未偿租金余额为53,054.98万元，共涉及承租人13户、合同13笔。截至评估基准日，资产池加权平均合同利率为8.88%，加权平均合同期限为56.00个月，加权平均剩余期限为45.83个月。依据联合评级对入池资产的逐笔评估结果，资产池加权平均信用级别为A/A-。

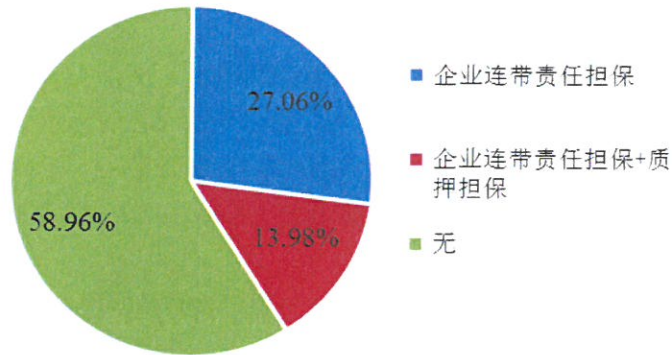
2. 入池资产担保方式分布

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笔为企业连带责任担保+质押担保、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21,775.56万元，占资产池未偿租金余额的41.04%，担保方多为关联企业；信用类共计10笔，涉及承租人10户，未偿租金余额为31,279.42万元，占资产池未偿租金余额的58.96%，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。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9所示。

⁹基准日（评估基准日）为资产池封包日，即2016年5月31日。

¹⁰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。

图9 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、辽宁等五个地区。按目前入池资产未偿租金余额统计，四川省涉及5笔合同，占比最大，未偿租金18,963.53万元，未偿租金占比35.74%；其次是辽宁省涉及2笔合同，未偿租金11,852.73万元，未偿占比22.34%；云南省涉及4笔合同，未偿租金9,160.91万元，未偿占比17.27%，湖南省和贵州省各有一笔合同入池。按入池资产所属地区统计的资产池分布情况如表10所示。

表11 承租人地区分布情况

地区	合同笔数	未偿租金余额（万元）	未偿租金占比
辽宁	2	11,852.73	22.34%
湖南	1	9,922.82	18.70%
贵州	1	3,154.99	5.95%
四川	5	18,963.53	35.74%
云南	4	9,160.91	17.27%
合计	13	53,054.98	100.00%

资料来源：联合评级整理

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。2015年四川省全年实现地区生产总值30,103.10亿元，按可比价格计算，比上年增长87.9%。三次产业对经济增长的贡献率分别为5.0%、53.9%和41.1%。人均地区生产总值36,836元，增长7.2%。三次产业结构由上年的12.4：48.9：38.7调整为12.2：47.5：40.3。2015年四川省全年地方公共财政收入3,329.10亿元，比上年增长7.9%，其中税收收入2,353.10亿元，增长1.8%。一般公共预算支出7,511.70亿元，增长10.5%。总体看，四川省经济保持平稳较快的发展。

辽宁省，位于中国东北地区南部，南临黄海、渤海，东与朝鲜一江之隔，与日本、韩国隔海相望，是东北地区唯一的既沿海又沿边的省份，也是东北及内蒙古自治区东部地区对外开放的门户。辽宁是中国重要的老工业基地，是全国工业门类较为齐全的省份之一。2015年辽宁省

经济运行处在合理区间，地区生产总值达28,743.30亿元，同比增长3.0%。其中，按新口径核算，第一产业增加值2,384.00亿元，增长3.8%；第二产业增加值13,382.60亿元，下降0.2%；第三产业增加值12,976.80亿元，增长7.1%。三次产业增加值占地区生产总值的比重由上年的8.0：50.2：41.8变为8.3：46.6：45.1。

云南省，位于中国西南边陲，是中国重要的旅游、文化大省。2015年云南省全省实现地区生产总值13,717.88亿元，比上年增长8.7%，高于全国1.8个百分点。其中，第一产业完成增加值2,055.71亿元，增长5.9%；第二产业完成增加值5,492.76亿元，增长8.6%，第三产业完成增加值6,169.41亿元，增长9.6%。三次产业结构由上年的15.5:41.2:43.3调整为15.0:40.0:45.0。整体经济保持平稳运行。

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和基础设施建设两个行业，其中医疗行业未偿租金占比为 53.29%，基础设施建设未偿租金占比为 46.71%。上述两个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 11 所示。

表 12 承租人所属行业分布

行业	合同笔数	未偿租金余额（万元）	未偿租金占比	平均剩余期限（月）
医疗卫生	10	28,272.39	53.29%	48.37
基础设施建设	3	24,782.59	46.71%	42.94
合计	13	53,054.98	100.00%	45.83

资料来源：联合评级整理

医疗行业未偿租金占比最大，共涉及 10 笔合同、10 个承租人，未偿租金余额共计 28,272.39 万元，未偿占比为 53.29%，平均剩余期限 48.37 年，略高于入池资产加权平均剩余期限；10 个承租人中涉及三级医院 2 家、二级甲等医院 8 家。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。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，未来发展潜力巨大。此外，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。

基础设施建设行业未偿租金占比排名第二，共涉及 3 笔合同、3 个承租人，未偿租金余额 24,782.59 万元，未偿租金占比 46.71%，平均剩余期限 42.94 年，略低于入池资产加权平均剩余期限。基础设施建设行业有其独特性，主要表现为公益性、垄断性，资本高度密集、固定资产专用性很强，产品需求相对稳定、受经济周期波动影响很小，产品价格市场化程度很低以及区域性等。同时，随着社会的不断发展进步，未来国家及地方政府将进一步加大对基础设施建设的投入力度，行业发展空间较大。

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 56.00 个月，加权平均剩余期限为 45.83 个月。目前入池资产剩余期限分布情况如表 12 所示。从未偿租金余额来看，入池资产主要集中在[50, 55)个月，共 9 笔，占未偿租金余额的 53.01%；其次是小于 50 个月的，共 4 笔，占未偿租金余额的 46.99%。整体看，入池资产剩余期限较长，意味着资产风险暴露时间也较长。

表 13 入池资产剩余期限分布

租赁合同剩余期限	合同笔数	未偿租金余额（万元）	未偿租金占比
<50	4	24,930.54	46.99%
[50,55)	9	28,124.44	53.01%
合计	13	53,054.98	100.00%

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 92.36%，未偿租金余额最高的承租人占到资产池未偿租金余额的 18.70%。联合评级对前十大承租人评定的影子级别分布在 AA+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 13 所示。

表 14 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	9,922.82	18.70%	AA+	基础设施建设
2	1	7,520.96	14.18%	AA-	基础设施建设
3	1	7,417.50	13.98%	A-	医疗卫生
4	1	7,338.81	13.83%	A	基础设施建设
5	1	4,435.23	8.36%	BBB+	医疗卫生
6	1	3,154.99	5.95%	BBB	医疗卫生
7	1	2,889.25	5.45%	BBB	医疗卫生
8	1	2,712.28	5.11%	A-	医疗卫生
9	1	1,939.96	3.66%	BBB	医疗卫生
10	1	1,669.98	3.15%	BBB	医疗卫生
合计	10	49,001.78	92.36%	-	-

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 4 户，涉及入池资产 4 笔，未偿租金金额合计为 32,200.09 万元，占比 60.69%，前四大承租人分布于基础设施建设以及医疗行业，属于城投类及公用事业类单位，因还款来源中断引发资产池信用风险的可能性不大。

未偿租金余额占比最高的为常德市城市建设投资集团有限公司（以下简称“常德城投”），涉及入池资产 1 笔，占未偿租金余额的 18.70%。常德城投为常德市国有资产监督管理委员会

100%持股的国有独资企业，常德城投经营业务涉及城建项目投融资、保障房建设、土地经营开发、国有资产经营管理、房地产开发、城乡道路建设、金融投资等领域。截至 2014 年底，常德城投资产总计 4,726,005.95 万元，净资产合计 2,724,488.56 万元；2014 年全年实现营业收入 133,740.67 万元，净利润 38,814.72 万元；经营性净现金流为 13,616.78 万元。总的来看，常德城投作为国有独资企业，其运营稳定；经营性净现金流量充足。常德城投作为基础资产的主要债务人，其到期不能支付的可能性较小。

未偿租金余额占比排名第二为都江堰兴市旅游发展有限公司（以下简称“兴市旅游”），涉及入池资产 1 笔，占未偿租金余额的 14.18%，兴市旅游由都江堰市投资有限公司全额出资，实际控制人为都江堰市国有资产监督管理委员会，主要从事景区旅游索道、主题公园、休闲文化体育项目、旅游配套设施（餐饮、住宿、娱乐）等。截至 2015 年底，兴市旅游资产总计 433,653.63 万元，净资产合计 221,164.79 万元；2015 年全年实现营业收入 11,820.71 万元，净利润 5,103.69 万元；经营性净现金流为 351.83 万元。总的来看，兴市旅游股东支持力度大；还款来源稳定。

未偿租金余额占比排名第三的为朝阳市第二人民医院，涉及入池资产 1 笔，占未偿租金的 13.98%。朝阳市人民医院位于辽宁省朝阳市，为三级甲等医院，前身为设立于 1937 的土默特右旗医院。截至 2014 年底，朝阳市第二人民医院资产总计 67,755.73 万元，净资产合计 12,268.70 万元；2014 年全年实现总收入 58,388.17 万元，收支结余 6,319.36 万元。总的来看，朝阳市第二人民医院历史悠久；资产规模稳定；收支呈结余状态，其到期不能支付的可能性较小。

未偿租金余额占比排名第四的为成都市新都区兴水投资有限责任公司（以下简称“兴水投资”），涉及入池资产 1 笔，占未偿租金的 13.83%。兴水投资为成都市新都区国有资产监督管理办公室 100%持股的国有独资国有企业，兴水投资下辖新都区自来水公司和新都区斑竹园镇等 9 座污水处理厂，主要从事自来水供应、污水处理等业务。截至 2014 年底，成都市新都区兴水投资有限责任公司资产总计 121,141.98 万元，净资产合计 110,374.45 万元；2014 年全年实现营业收入 2,000.00 万元，净利润 1135.38 万元；经营性净现金流为 597.71 万元。总的来看，兴水投资作为国有企业，其营业收入及经营性净现金流充足，到期不能支付的可能性较小。

总体看，资产池承租人集中度偏高，但大部分均为基础设施建设和医疗类，属于城投类及公用事业类单位，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、管网以及路灯设备等，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. 入池资产债项信用等级分布

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（含担保方）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的信用风险进行了评估，得出入池资产的影子评级，结果分布如表 14 所示。

表 15 入池资产债项信用等级分布

影子评级	笔数	未偿租金（万元）	未偿租金占比
AA+	1	9,922.82	18.70%
AA-	2	14,859.77	28.01%
A-	2	10,129.78	19.09%
A	1	4,435.23	8.36%
BBB	5	11,273.59	21.25%
BBB-	2	2,433.78	4.59%
合计	13	53,054.98	100.00%

资料来源：联合评级整理

根据上述信用评级结果以及相应承租人未偿租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，联合评级评定入池资产的加权平均信用等级为 A/A-。该结果表明资产池整体信用质量较好。

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）。该方法以信用级别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 13 个租赁客户，从排列组合的角度来看，从 1 个客户不违约到 13 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。联合评级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 16 目标评级违约率和回收率

目标评级	RDR	RRR
AA+	47.7%	35.0%

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 16 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 17 租赁资产租金回收计划现金流预测 (单位: 元)

日期	租金流入合计
2016年5月-2016年9月	66,603,755
2016年10月-2016年12月	53,322,358
2017年1月-2017年3月	36,531,473
2017年4月-2017年6月	66,603,755
2017年7月-2017年9月	53,322,358
2017年10月-2017年12月	36,531,473
2018年1月-2018年3月	35,520,073
2018年4月-2018年6月	51,805,258
2018年7月-2018年9月	35,014,373
2018年10月-2018年12月	48,144,573
2019年1月-2019年3月	31,353,688
2019年4月-2019年6月	31,100,838

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。联合评级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。但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, 优先级资产支持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。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。此外，法律意见书显示：南山租赁二期专项资产支持计划的基础资产（1）不属于负面清单列示的以地方政府为直接或间接债务人的基础资产；（2）除常德市城市建设投资集团有限公司属于退出类的地方政府融资平台外，其余承租人（即债务人）均为医院等事业单位或企业法人，均与地方融资平台无关，不涉及地方融资平台债务；（3）本专项计划所涉及的基础资产为融资租赁债权，相应的租金回收金额和日期已通过融资租赁合同和起租通知书等协议文件予以约定，未来现金流稳定，不属于矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产；（4）同时不属于因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权以及待开发或在建占比超过 10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权。当地政府证明已列入国家保障房计划并已开工建设的项目除外；（5）不属于不能直接产生现金流、仅依托处置资产才能产生现金流的基础资产。如提单、仓单、产权证书等具有物权属性的权利凭证；（6）不属于法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合，如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两种或两种以上不同类型资产；（7）不属于违反相关法律法规或政策规定的资产；（8）不属于最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。

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 2015 年 8 月 31 日，信达证券受托管理资金本金总额为 543.47 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 14 支，包括普通债券型 1 只、分级债券型 5 只、货币型 1 只、混合型 6 只和 FOF 型 1 只，在定向资产管理业务方面，信达证券针对高端个人客户和机构客户，提供一对一的贴身理财服务。该业务具有客户范围广、投资品种多、投资策略个性化强等特点，可以更好地满足客户多样化的投资需求。

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2015年6月底，光大银行资产总额30,003.36亿元，负债总额27,918.80亿元，客户存款18,945.76亿元，贷款和垫款总额14,182.01亿元，不良贷款率1.42%，拨备覆盖率155.18%，资本充足率11.92%，核心一级资本充足率及一级资本充足率分别为9.24%和10.23%；2015年1~6月光大银行实现营业收入455.38亿元，净利润162.67亿元。

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2015年6月底，光大银行实现托管收入7.67亿元，较上年同期增长55%，托管规模达35,360亿元，较上年同期增长25%。

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租赁成立时间较短，目前资本金规模较大，盈利能力有待提升；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13个承租人，集中度偏高，考虑到承租人大部分均为医院以及基础设施建设等公用事业单位，整体违约风险较低；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；担保人南山集团具有良好的品牌和规模优势，资信水平很高，其出具的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“南山租赁二期资产支持专项计划”优先级资产支持证券南山二期01~12的评级结果为AA+。

附件1 南山融资租赁（天津）有限公司
主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	16.74	36.39	42.35
所有者权益(亿元)	4.30	7.11	7.28
长期债务(亿元)	0.00	10.17	23.07
全部债务(亿元)	12.10	22.10	27.83
营业收入(亿元)	0.66	2.26	0.82
净利润(亿元)	0.28	0.61	0.16
经营性净现金流(亿元)	-14.94	-21.12	-4.28
营业利润率(%)	65.91	63.07	63.70
净资产收益率(%)	6.41	8.61	2.23
资产负债率(%)	74.30	80.46	82.81
全部债务资本化比率(%)	73.77	75.66	79.26

附件 2 南山集团有限公司 主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	841.32	905.48	1,004.27	1,043.39
所有者权益 (亿元)	422.88	464.76	543.91	550.61
短期债务 (亿元)	66.49	97.82	144.01	151.27
长期债务 (亿元)	210.25	222.42	208.20	230.26
全部债务 (亿元)	276.74	320.23	352.22	381.53
营业收入 (亿元)	306.19	303.10	297.67	65.39
净利润 (亿元)	41.03	38.12	28.66	6.70
EBITDA (亿元)	76.05	77.02	68.87	--
经营性净现金流 (亿元)	42.63	35.01	36.94	-5.22
应收账款周转次数 (次)	23.81	22.22	20.13	--
存货周转次数 (次)	1.52	1.53	1.51	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.35	0.31	0.06
现金收入比率 (%)	108.30	105.14	102.81	108.86
总资本收益率 (%)	7.16	6.49	4.96	0.76
总资产报酬率 (%)	6.66	6.17	4.88	0.73
净资产收益率 (%)	10.15	8.59	5.68	1.22
营业利润率 (%)	25.40	25.73	23.21	22.80
费用收入比 (%)	9.30	11.01	12.31	10.40
资产负债率 (%)	49.74	48.67	45.84	47.23
全部债务资本化比率 (%)	39.56	40.79	39.30	40.93
长期债务资本化比率 (%)	33.21	32.37	27.68	29.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.32	5.21	4.26	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.27	0.24	0.20	--
流动比率 (倍)	1.63	1.41	1.33	1.41
速动比率 (倍)	0.93	0.74	0.72	0.81
现金短期债务比 (倍)	1.27	0.83	0.77	0.86
经营现金流动负债比率 (%)	20.65	16.20	14.81	-2.03

注：2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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

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。

南山租赁二期资产支持专项计划 跟踪评级安排

联合评级承诺，在有效期内，联合评级将根据计划管理人及资产服务机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪，根据相关规定，联合评级将保证在资产支持证券存续期间，在《年度资产管理报告》发布之日两个月内向计划管理人提供一份专项计划的《跟踪评级报告》，并由计划管理人对外进行公告。

本资产支持专项计划如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，联合评级将进行不定期跟踪评级，联合评级将在计划管理人及资产服务机构提供相关资料后两个月内公布跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合评级将根据实际情况，对南山租赁二期资产支持专项计划进行不定期跟踪评级，并随时据实对优先级资产支持证券进行信用等级调整。如计划管理人及资产服务机构不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至计划管理人及资产服务机构提供相关资料。

联合信用评级有限公司

二零一六年八月十五日