信用评级公告

联合〔2021〕3736号

联合资信评估股份有限公司通过对南山集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南山集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“18南山集MTN002”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

南山集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南山集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 南山集 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 南山集 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2021/10/22

评级时间：2021 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0201907
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）是一家以铝深加工为主，纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内，其在行业地位、产业链完整度、研发实力、产能利用水平等方面持续保持竞争优势；公司主营业务发展较为稳定，营业收入、利润规模和经营性净现金流均有所增长；通过处置资产回笼资金效果明显。同时，联合资信也关注到公司铝土矿等原材料进口依赖程度高，部分产品销量受疫情影响程度较高，在建及拟建项目投入规模大，以及债务存在集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

未来，随着在建的高附加值材料项目逐步完工、投产，相应订单的比重将有所提升，公司产品结构有望进一步优化。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“18 南山集 MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司具备良好规模优势，行业地位突出。**作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，公司在行业地位、产业链完整程度、研发实力、产能利用水平等方面具备明显优势。

分析师：王宇飞　刘莉婕
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **跟踪期内，公司营业收入、利润规模和经营性净现金流均有所增长。**2020 年，公司实现营业收入 488.79 亿元，同比增长 12.46%；利润总额 51.08 亿元，同比增长 28.45%；经营活动现金净流入 98.93 亿元，同比增长 37.17%。
3. **2020 年，公司投资活动净现金流大额净流入。**2020 年，公司通过处置股权及固定资产等方式回笼资金，投资活动现金净流入 40.59 亿元。
4. **公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。**2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对集中兑付金额[1]的保障倍数分别为 2.31 倍、10.90 倍和 2.36 倍。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产对集中兑付金额的保障倍数为 4.74 倍。

关注

1. **公司对主要原材料议价能力较弱。**铝土矿及煤炭作为公司铝加工板块的主要原材料，采购集中度很高，公司议价能力较弱，存在一定的价格和汇率波动风险。
2. **受疫情影响，2020 年公司铝型材及精纺产品销量均有所减少。**2020 年，公司铝型材销量为 18.96 万吨，同比减少 12.75%；精纺产品销量为 1058 万米，同比减少 27.48%。
3. **裕龙岛炼化一体化项目一期的建设投资规模大，公司资本支出压力大。**裕龙岛炼化一体化项目一期核准项目总投资 1493 亿元，资本金占比 30%，该项目尚未正式开始大规模的施工建设，后续投资规模大，经营模式和项目收益具有一定不确定性。
4. **公司债务规模大且短期债务占比高，存续债券规模较大，存在一定集中兑付压力。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 464.86 亿元，其中短期债务占 76.38%；截至 2021 年 5 月底，公司存续债券本金合计金额为 52.11 亿元，2021 年 6－12 月将集中兑付债券本金合计 41.84 亿元（考虑债券回售的情形）。

[1]截至 2021 年 5 月底，公司存续债券本金合计金额为 52.11 亿元，考虑债券回售的情形下，债券集中兑付期间为 2021 年 6－12 月，待兑付债券本金合计 41.84 亿元（以下简称“集中兑付金额”）。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	178.40	192.35	216.39	198.49
资产总额（亿元）	1329.30	1356.74	1385.97	1374.01
所有者权益合计（亿元）	638.80	669.43	723.50	731.86
短期债务（亿元）	267.08	292.50	380.34	357.07
长期债务（亿元）	270.19	224.63	105.84	103.25
全部债务（亿元）	537.27	517.13	486.19	460.32
营业总收入（亿元）	431.72	434.61	488.79	108.68
利润总额（亿元）	38.09	39.77	51.08	7.64
EBITDA（亿元）	90.05	92.77	96.60	--
经营性净现金流（亿元）	38.93	72.13	98.93	12.32
营业利润率（%）	16.92	16.94	19.27	16.79
净资产收益率（%）	4.63	5.16	5.83	--
资产负债率（%）	51.94	50.66	47.80	46.74
全部债务资本化比率（%）	45.68	43.58	40.19	38.61
流动比率（%）	129.99	121.22	102.32	102.65
经营现金流动负债比（%）	9.43	15.90	18.27	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.66	0.57	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	3.38	3.47	4.01	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.97	5.57	5.03	--
公司本部（母公司）口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	915.34	885.69	964.72	945.21
所有者权益（亿元）	395.21	416.37	444.00	444.82
全部债务（亿元）	342.40	367.83	348.90	328.88
营业收入（亿元）	23.07	37.37	50.61	11.87
利润总额（亿元）	20.61	21.40	19.42	0.82
资产负债率（%）	56.82	52.99	53.98	52.94
全部债务资本化比率（%）	46.42	46.91	44.00	42.51
流动比率（%）	199.48	207.06	143.32	145.25
经营现金流动负债比（%）	5.08	4.50	3.19	--

注：1.2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2.2018 年及 2019 年财务数据均采用次年审计报告期初数；3.现金类资产包含应收款项融资；4.衍生金融负债、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中债务分别计入短期债务和长期债务
资料来源：公司财务报告

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 南山集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/07/20	孙鑫、王宇飞	有色金属企业信用评级方法（V3.0201907）/有色金属企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0201907）	阅读全文
16 南山 04 16 南山 05 16 南山 06 16 南山 07 17 南山 01 17 南山 02 18 南山 02 18 南山 03 19 南山 01 19 南山 03 19 南山 04 19 南山 05	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	周婷、樊思	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年 12 月版）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 南山 05	AAA	AAA	稳定	2019/9/26	李晶、任贵永	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年 12 月版）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 南山 04	AAA	AAA	稳定	2019/7/18	李晶、任贵永	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年 12 月版）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 南山 03	AAA	AAA	稳定	2019/5/22	李晶、任贵永	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年 12 月版）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
19 南山 01	AAA	AAA	稳定	2018/12/28	李晶、任贵永	有色金属行业企业信用评级方法（2018 年 12 月版）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
18 南山集 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/10/10	唐岩、孙鑫	有色金属企业信用分析要点(2015)	阅读全文
18 南山 03	AAA	AAA	稳定	2018/7/23	李晶、任贵永	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
18 南山 02	AAA	AAA	稳定	2018/4/4	李晶、任贵永	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
17 南山 02	AAA	AAA	稳定	2017/7/27	李晶、任贵永	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
17 南山 01	AAA	AAA	稳定	2017/7/4	李晶、任贵永	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
16 南山 04 16 南山 05 16 南山 06 16 南山 07	AAA	AAA	稳定	2017/6/26	李晶、任贵永	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
16 南山 07	AA^+	AA^+	稳定	2016/10/31	周馗、刘亚利	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
16 南山 06	AA^+	AA^+	稳定	2016/10/31	周馗、刘亚利	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
16 南山 05	AA^+	AA^+	稳定	2016/8/19	周馗、刘亚利	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
16 南山 04	AA^+	AA^+	稳定	2016/8/19	周馗、刘亚利	工商企业信用评级方法（主体）（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由南山集团有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南山集团有限公司
2021 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

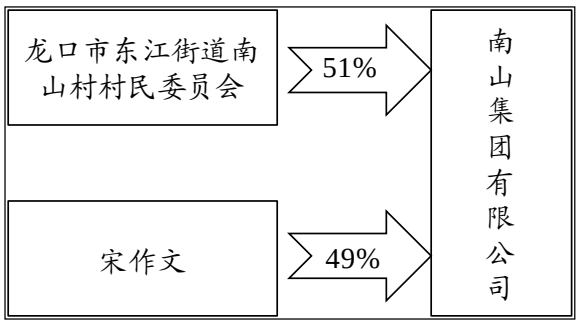
二、主体概况

南山集团前身系成立于1979年的龙口市东江镇前宋家村村办企业。1992年，龙口市东江镇前宋家村村民委员会出资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、家具厂及旅游公司等实体企业。1999年9月，公司控股子公司山东南山铝业股份有限公司（证券代码：600219.SH，以下简称“南山铝业”）在上海证券交易所上市。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2021年3月底，公司注册资本10.00亿元，其中南山村村民委员会占51.00%，宋作文占49.00%。公司的实际控制人是南山村村民委员会。截至2021年3月底，南山村村民委员会及宋作文未将公司股权进行质押。

公司业务以铝加工为主，经营范围包括纺织、物流、电力及房地产等多种业务。

截至2021年3月底，公司本部内设办公室、财务部及审计部等职能部门；拥有全资、控股或具有实质性控制权的企业33家；在职员工39044人。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司合并资产总额1385.97亿元，所有者权益合计723.50亿元（含少数股东权益269.70亿元）；2020年，公司实现营业总收入488.79亿元，利润总额51.08亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1374.01亿元，所有者权益合计731.86亿元（含少数股东权益275.04亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入108.68亿元，利润总额7.64亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

三、存续债券情况

公司经联合资信评定的存续债券情况具体如表 1。

表 1　公司经联合资信评定的存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	下一行权日	到期兑付日
16 南山 04	9.00	2.088	2016/08/29	--	2021/08/29
16 南山 05	7.00	7.00	2016/08/29	--	2021/08/29
16 南山 06	7.00	1.42	2016/11/16	--	2021/11/16
16 南山 07	8.00	8.00	2016/11/16	--	2021/11/16
17 南山 01	5.00	0.1662	2017/07/25	--	2022/07/25
17 南山 02	5.00	0.00465	2017/08/14	--	2022/08/14
18 南山 02	7.00	0.05131	2018/04/19	--	2023/04/19
18 南山 03	11.00	0.00001	2018/08/17	--	2021/08/17

18 南山集 MTN002	5.00	5.00	2018/10/22	--	2021/10/22
19 南山 01	10.00	0.04457	2019/01/21	--	2022/01/21
19 南山 03	10.00	10.00	2019/06/18	2021/06/18	2022/06/18
19 南山 04	10.00	3.33554	2019/08/07	2021/08/09	2022/08/07
19 南山 05	5.00	5.00	2019/10/22	2021/10/22	2022/10/22
合计	**99.00**	**42.11028**	--	--	--

注：“19 南山 03”发行期限为 2+1 年（附第 2 年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权），2021 年 6 月 18 日为回售日；“19 南山 04”发行期限为 1+1+1 年（附第 2 年末和第 3 年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权），2021 年 8 月 9 日为回售日；“19 南山 05”发行期限为 1+1+1 年（附第 2 年末和第 3 年末公司调整利率选择权和投资者回售选择权），2021 年 10 月 22 日为回售日

资料来源：Wind，联合资信整理

截至本报告出具日，上述债券募集资金全部按募集资金规划使用，并均在跟踪期内按期全额付息。

四、宏观经济和政策环境

1.宏观经济运行和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1.GDP 总额按现价计算；2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3.GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同

比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2.宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业分析

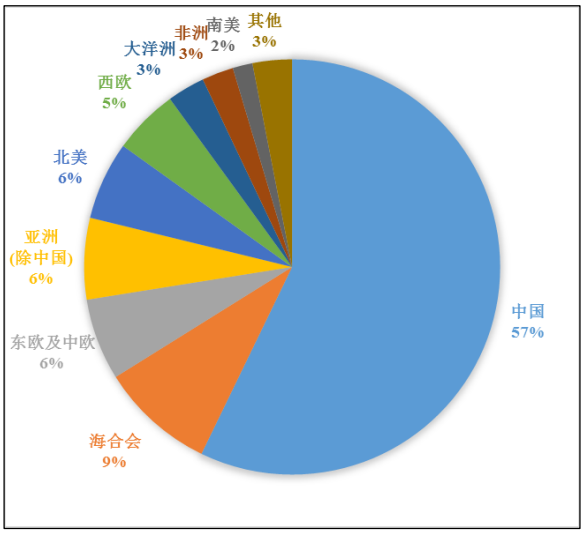
1. 行业概况

铝是世界上产量和用量仅次于钢铁的有色金属，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，在国民经济中占有重要地位。2020年，全球原铝产量小幅增长，中国铝产量仍领跑全球。同期，中国氧化铝、原铝和铝材

产量均有所增长，电解铝产能置换对相关省份产量影响较大。

由于铝具备轻量化、强度高、加工成型可塑性高和超高回收率等优良特性及相关技术的发展，“以铝代木”“以铝节铜”“以铝代塑”“以铝代钢”都将拓展其应用范围并使其与国民经济的相关程度不断提高。铝工业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，生产流程主要为铝土矿－氧化铝－电解铝（原铝）－铝材。

图 2　2020 年全球各地区原铝产量情况



资料来源：International Aluminium Institute，联合资信整理

根据International Aluminium Institute统计，2020年全球原铝产量为6529.6万吨，较上年增长2.51%，增速转正。2020年，全球原铝产量增长主要来自中国产量增长。2020年中国原铝产量为3733.7万吨，占比57.18%，仍为原铝第一大生产国，同比增长4.31%。自2003年起，中国已经连续18年成为原铝第一大生产国，原铝产量占比在2013年已超过50%。预期中国仍将继续保持在原铝产量上的全球绝对领先地位。中国不仅是世界第一大原铝生产国，也是第一大精炼铝消费国。

根据中国有色金属工业协会统计，2020年，中国氧化铝、原铝及铝材产量分别为7313万吨、3708万吨[2]和5779万吨，分别同比增长0.3%、4.9%和8.6%。具体来看，受电解铝产能置换向云南、内蒙古和四川等地区转移因素影响，上述省份电解铝产量均有较大幅度增长。与此同时，山东作为产能指标置出省，产量在2019年出现较大幅度减少，但山东仍为中国电解铝产量最高的省份。未来，随着置换产能的逐步投产和充分释放，内蒙古、广西、云南和四川等地电解铝产量占比将进一步提高。

表 3　中国主要电解铝产区产量情况（单位：万吨）

省份	2018年	2019年	2020年	2020年变动率
山东	915.02	815.53	811.60	-0.48%
新疆	634.21	605.64	593.51	-2.00%
内蒙古	449.29	510.77	576.20	12.81%
云南	161.07	191.01	275.09	44.01%
青海	238.87	216.99	237.20	9.31%
甘肃	259.01	228.36	231.89	1.54%
广西	169.24	218.66	225.85	3.29%
河南	249.58	187.04	173.97	-6.99%
贵州	104.46	126.64	138.19	9.13%
宁夏	127.64	124.37	117.44	-5.57%
陕西	68.76	82.71	90.60	9.54%
四川	55.02	54.31	79.79	46.92%
山西	99.52	79.43	75.93	-4.41%
重庆	48.72	49.28	45.96	-6.75%
辽宁	45.31	64.93	35.13	-45.90%
湖北	9.72	9.25	9.06	-1.99%
福建	14.06	8.33	7.05	-15.31%

注：上表以2020年产量排名顺序列示

资料来源：Wind，联合资信整理

2.　上游原材料

电解铝的生产成本主要来自电力和氧化铝。发电燃料方面，近年来动力煤价格整体较为平稳，但近期受事故、疫情、进口煤冲击等因素影响出现较大幅度波动。铝土矿方面，中国自身资源缺乏，需要大量依赖进口，2020年至今进口铝土矿价格出现大幅下降。氧化铝方面，中国氧化铝产能快速增加，持续维持产能过剩局面，自2018年第四季度以来，氧化铝价格波动下降。

[2] International Aluminium Institute 和中国有色金属工业协会统计结果存在一定差异

由于中国电解铝生产厂家多建有自备电厂，且自备电厂主要燃料为煤炭（动力煤），所以电力成本与煤炭成本关系密切，尤其对铝电一体化企业的影响较大。氧化铝是以铝土矿、石灰石和碱（纯碱及烧碱）为原材料，经过溶解、煅烧等步骤制造而成，其成本与铝土矿成本关系密切。

自 2018 年以来，煤炭先进产能加快释放，供需紧平衡态势缓解，煤炭价格波动程度较先前多年缓和，动力煤价格中枢有所下移。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落；随着下游逐步复工复产，煤价持续回升，2020 年整体呈 V 型走势。2020 年末，全国环渤海动力煤（Q5500k）价格为 585.00 元/吨，较上年末上涨 6.17%。2020 年全年均价 549.41 元/吨，同比下降 4.17%。

图 3　环渤海动力煤综合平均价格指数



数据来源：Wind

作为一个铝工业大国，中国自身资源的匮乏，导致了庞大的对外进口数量和较高的对外依存度。根据海关总署统计，2020年，中国进口铝土矿1.12亿吨，同比增长10.82%。几内亚、澳大利亚、马来西亚、巴西和所罗门群岛为主要的进口国，中国自上述国家进口的铝土矿合计占到全部进口数量的95%以上。根据海关总署统计，2020年6月，进口铝土矿当月平均价格为43.07美元/吨。由于供应过剩原因，铝土矿价格自2019年开始持续下降。未来，具有资源及一体化产业链优势的企业将更具成本控制能力和抵御单一生产环节盈利水平波动所带来的经营风险的能力。

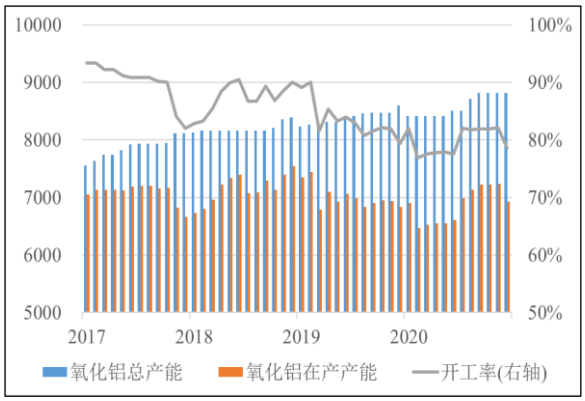
图 4　近年进口铝土矿价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

近年来，中国氧化铝新增产能快速增长。2020年末，中国氧化铝产能为8812万吨/年，在产产能为6930万吨/年；开工率78.64%。氧化铝开工率处于较低水平，供给弹性高。

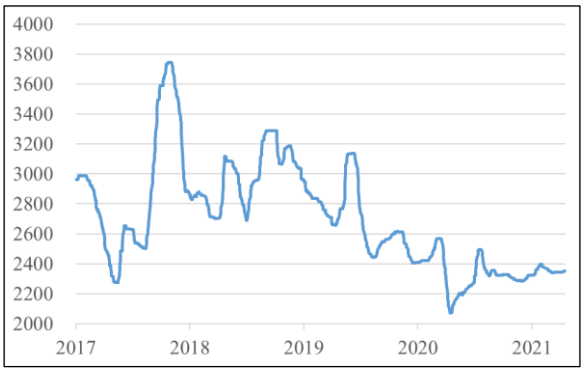
图 5　近年中国氧化铝产能及开工率情况
（单位：万吨/年、%）



注：开工率使用总产能计算
数据来源：Wind

中国氧化铝产能持续处于过剩状态，氧化铝厂的议价能力持续偏弱。2020年末和2021年4月19日价格分别为2325元/吨和2351元/吨，价格维持低位区间运行。

图 6　近年国内氧化铝价格走势（单位：元/吨）



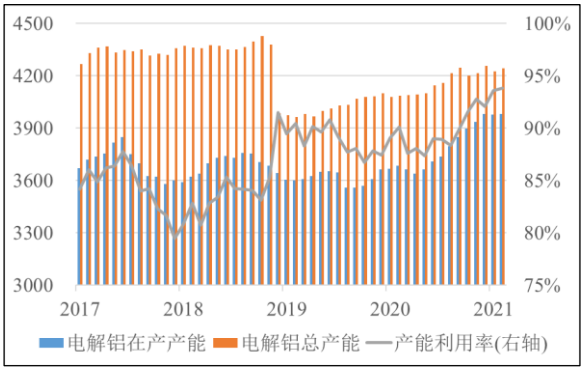
数据来源：Wind

3.　市场供求关系

产能利用率高企的情况下，铝价对于需求端的敏感性较高。未来地产后周期带来的竣工期间原铝需求回暖、汽车消费的景气度持续上行、全球重启经济或将对铝材需求形成拉动。

电解铝供给方面，中国原铝产量占全球超过50%，国际原铝产量的增长主要来自中国。2021年2月末，中国电解铝总产能4242.10万吨/年，在产产能3982.10万吨/年；产能利用率93.84%，受电解铝环节高盈利影响，产能利用率持续提升。

图 7　近年中国电解铝产能及产能利用率情况（单位：万吨/年、%）

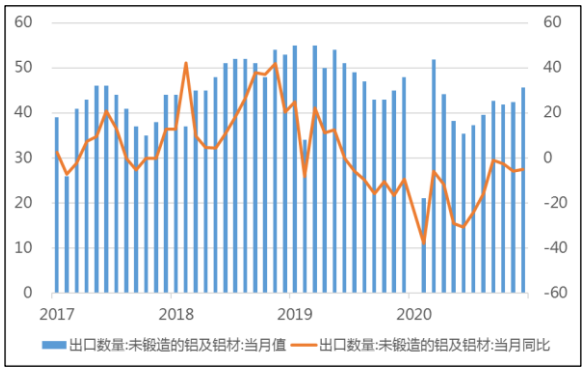


数据来源：Wind

电解铝需求方面，建筑仍是铝材最主要的消费领域，其次为电子电力、运输交通和耐用消费品等工业领域。房地产方面，自2016年始，房地产开发投资完成额增速出现显著回升，2019及2020年分别为9.90%和7.00%。2020年，中国燃油汽车及新能源汽车产量分别为2158.00万辆和131.90万辆，同比分别增长2.56%和26.46%。新能源汽车行业继续呈高速增长态势，2020年销量占6.11%。

由于全球疫情仍在延续，国外下游消费市场低迷导致2020年中国铝材出口量仅为440.21万吨，同比大幅下降23.31%。海外疫情持续导致经济复苏进度不及预期，美国巨额刺激计划不断出台。随着各国疫苗的陆续推出，2021年全球经济重启是大概率事件，将对铝材出口形成一定拉动。

图 8　近年来中国铝材出口情况（单位：万吨、%）



数据来源：Wind

4.　行业政策

近年来，政府在电解铝企业自备电厂方面实行较为严格的控制，并通过行业规范促进行业技术进步。随着碳中和目标的提出，电解铝用能结构或将重塑。

自备电厂方面，2020年3月国家发改委、国家能源局联合印发《省级可再生能源电力消纳保障实施方案编制大纲的通知》，明确要求拥有自备电厂的企业需要承担与其年用电量相对应的可再生能源电力消纳权重，并对拒不履行消纳责任权重义务的拥有自备电厂的企业研究制定惩戒措施。另外，2018年3月国家发改委下发的《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案（征求意见稿）》提到“自备电厂自2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费，应于2018年末前缴清；2016年起欠缴的政府性基金及附加和系统备费应于本文件印发之日起3年内缴清；个别数额较大、确有困难的

地方给予一定宽限期”。2021年3月末，关于燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案，国家发改委尚未下发正式文件。

行业规范方面，2020年2月工信部制定《铝行业规范条件》，对铝土矿开采、氧化铝、电解铝和再生铝生产中环境保护、工艺、装备、能源消耗、资源消耗及综合利用等方面进行了全面更新修订，对相关企业提出了更高的要求。

中国承诺2030年实现碳达峰、2060年实现碳中和。电解铝是高耗能、高碳排放行业。目前电解铝用电结构仍以火电为主，低碳能源占比低。目前中国电解铝产能逐渐从新疆、山东等以火电为主的地区向云南、四川等水电富集区转移。碳中和背景下，水电成本将更具成本优势，北铝南移进程有望加速。

5. 行业关注

电力成本影响

氧化铝和电解铝均是高耗能产业，按照《铝行业规范条件》生产 1 吨电解铝最高消耗电力 13500 千瓦时和 1.92 吨氧化铝；电解铝的原料成本构成中，电力约占 45%。电力的消耗对铝行业的成本控制具有重要影响。未来，随着自备电厂政策的逐步收紧以及碳中和目标的提出，山东等地区主要依赖自备电厂成本优势的企业将面临较大的成本压力。

铝资源对外依存度

中国铝土矿对外依存度始终维持高位，虽然电解铝年产量占世界产量一半以上，但是仍未对铝土矿形成较强的议价能力而处于价格的被动接受地位，使行业整体面临较大的成本压力，不利于行业整体竞争实力的增强。另外，尽管部分生产商为了保证自身资源供应，在铝土矿资源丰富的国家进行了相关投资，但这种方式同时也增加了自身面临的政治、汇率等风险。

价格波动

随着原铝及铝材国际贸易量的扩大，生产方和采购方使用金融衍生工具愈发普遍。现货与期货价格联动性及国内和国际铝价联动性日益增强，其中国际铝价和国内铝价中分别以 LME 铝价和上海期货铝价最具代表性。2020 年初，受疫情影响，上海期货铝价和 LME 铝价均出现快速下降。随着全球各个经济体陆续重启经济以及多种经济刺激政策的释放，铝价大幅反弹，全年呈 V 型走势。2020 年末，上海期货铝价及 LME 铝价分别为 15685.00 元/吨和 1980.50 美元/吨，较上年末分别增长 9.34%和 8.22%；2021 年 4 月 19 日，上海期货铝价及 LME 铝价分别为 18075.00 元/吨和 2342.50 美元/吨，较上年末分别增长 15.24%和 18.28%。

图 9 国内外铝价格变动情况

（单位：元/吨、美元/吨）



资料来源：Wind

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2021年3月底，公司的实际控制人是南山村村民委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司在铝加工、纺织及LNG销售业务方面已经形成了较为完备的产业链，整体经营业务多元化程度高，具备较强的综合抗风险能力。

经多年发展，公司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。2020年，公司位于中国企业联合会和中国企业家协会发布

的“中国企业500强”第194位。公司下属三家上市子公司，分别为南山铝业、山东南山智尚科技股份有限公司（以下简称“南山智尚”，证券代码：300918.SZ）和恒通物流股份有限公司（以下简称“恒通股份”，证券代码：603223.SH）。

截至2021年3月底，公司有色金属及建材板块拥有热电联产机组作为自备电厂，所发电力全部上网，服从山东电网统一调度，除发电成本外仅需向电网支付占比很小的过网费，具有一定成本优势；拥有氧化铝140万吨/年、电解铝（合金锭）81.60万吨/年、热轧卷80万吨/年、冷轧卷70万吨/年、型材32万吨/年以及箔轧铝7万吨/年的综合生产能力，并已形成了一条“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，是中国铝型材十强企业。公司“南山”牌铝型材被评为“中国名牌产品”“中国驰名商标”。公司纺织及服饰板块拥有从羊毛到成衣完整的毛纺织服饰产业链，涵盖了从澳洲优质羊毛采购、精梳毛条加工到纺、织、染、整的精纺呢绒体系、面料到高级成衣的完整产品研发、生产、营销、服务的服装体系以及完善的备纱备货、接单交货快速反应体系。公司“南山”牌精纺呢绒和“缔尔玛”牌职业装被国家工商总局评为“中国驰名商标”。公司LNG销售及物流服务板块已形成“LNG贸易－LNG运输－LNG储气调峰/加气站运营”的LNG产业链，自有LNG运输车辆400余辆、普货运输车辆160余辆及液碱运输车辆70余辆，已建成LNG加气站10座（已投入运行9座），LPG站1座。

公司其他板块主要为贸易以及金融、旅游、教育及配套服务等高附加值业务。金融方面，公司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（恒丰银行股份有限公司）和地方性商业银行（烟台银行股份有限公司），近年来发展态势良好，收入及利润规模逐年增长。旅游方面，公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一，并于2011年1月被评为国家AAAAA级风景区，现已成为集旅游观光、休闲度假、产业观光、会议商务、娱乐购物、工农业旅游等功能为一体的大型多功能旅游景区。教育方面，公司创办的烟台南山学院是经国家教育部审批具有大学本科招生资格、山东省最大的民办大学，公司还投资建设了一系列教育产业，涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（中征码：3706230000186896），截至2021年5月28日，公司无未结清不良贷款信息记录；已结清信息中存在2笔关注类短期借款，根据中国工商银行股份有限公司龙口支行出具的说明文件，上述记录非企业原因导致，相关款项正常结清，未出现逾期或其他异常情况。根据联合资信通过公开渠道查询，公司跟踪期内未发生债务违约事项。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理制度、法人治理结构等方面无重大变化。

八、经营分析

2020年，以铝加工为主的有色金属及建材业务仍是公司主要的收入来源，受贸易业务规模扩张影响，公司收入规模有所增加。受裕龙岛土地收储影响，公司整体毛利率有所提高。

1. 经营现状

公司主要业务板块包括有色金属及建材、纺织及服饰、贸易和LNG销售及物流服务业务。2020年，公司主营业务收入480.27亿元，同比增长13.82%，主要系贸易业务收入增长所致。

从收入结构来看，以铝加工为主的有色金属及建材业务和贸易业务是公司主要的收入来源。2020 年，公司有色金属及建材业务实现收入 215.90 亿元，同比增长 3.52%，主要系销量增加所致，该板块当期收入占比 44.96%；公司纺织及服饰板块实现收入 13.32 亿元，同比下降 23.62%，主要系受新冠疫情的影响，导致复工及订单延迟和境外订单减少所致；LNG 销售和物流服务业务系当年收购恒通股份形成；建筑及房地产板块收入为 15.91 亿元，同比大幅下降，主要系受疫情影响销售面积减少所致；公司实现贸易收入 156.04 亿元，同比增长 63.84%，主要系新成立子公司开展石油相关贸易所致。其他板块主要包含旅游、教育、金融、电汽、配套服务等高附加值业务，作为业务补充，2020 年，该板块收入同比下降 2.77%。

从毛利率来看，2020 年，公司主营业务综合毛利率有所提高，为 19.92%。其中，公司有色金属及建材板块毛利率上升 2.50 个百分点至 23.52%，主要系铝土矿价格进一步下降所致；纺织及服饰板块毛利率提高 0.46 个百分点至 29.66%；建筑及房地产板块毛利率提高 7.70 个百分点至 33.42%，主要系当年结转的房地产项目的平均售价较高所致；LNG 销售及物流服务板块毛利率为 13.88%，盈利水平较高。其他板块由于覆盖金融、旅游及集团公司配套服务等高附加值业务，盈利能力较强，2020 年毛利率为 42.70%，同比提高 22.07 个百分点，主要系亏损的航空板块处置所致。

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 108.68 亿元，较 2020 年同期增加 23.70%，主要系恒通物流纳入合并后增加 LNG 销售及物流服务业务所致；LNG 销售及物流服务业务毛利率受因 LNG 价格下跌而大幅下降，并使得公司主营业务毛利率降至 16.98%。

表 4　公司主营业务收入及毛利率情况(单位：亿元、%)

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	195.15	46.70	16.95	208.56	49.43	21.02	215.90	44.96	23.52	55.28	51.82	23.33
纺织服饰	19.41	4.64	32.88	17.44	4.13	29.20	13.32	2.77	29.66	2.97	2.78	31.19
建筑房地产	11.60	2.78	28.77	25.38	6.02	25.72	15.91	3.31	33.42	1.14	1.07	21.10
贸易	107.92	25.83	1.27	95.24	22.56	1.28	156.04	32.49	2.26	25.65	24.05	0.86
LNG 销售物流服务	--	--	--	--	--	--	5.86	1.22	13.88	15.14	14.20	7.88
其他	83.79	20.05	43.55	75.33	17.86	20.63	73.24	15.25	42.70	6.48	6.08	40.23
合计	**417.87**	**100.00**	**19.30**	**421.95**	**100.00**	**17.12**	**480.27**	**100.00**	**19.92**	**106.68**	**100.00**	**16.98**

注：其他板块包含旅游、教育、金融、电汽、配套服务等业务，不包含其他业务；LNG销售及物流服务业务系因公司于2020年11月取得恒通股份控制权而新增，2020年纳入合并的收入仅为取得控制权后的收入
资料来源：公司提供

2.　经营分析

（1）有色金属、建材

受益于完整的产业链、前后环节的有效配合以及先进的技术设备，公司在铝加工行业具有较强的竞争优势。

公司的有色金属及建材板块以铝制品的生产销售为主，铝制品主要包括型材（含工业型材及建筑型材）、热轧板、冷轧板和铝箔四大类产品，其中冷轧板和型材制品为公司的主要收入和利润来源。该板块经营主体主要为南山铝业，公司生产的氧化铝、合金锭为中间环节产品，为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套，基本全部自用，仅少量对外销售。截至2021年3月底，公司氧化铝产能为140万吨/年，电解铝（即合金锭）产能为81.60万吨/年。

公司主要生产设备全部引进日本、美国、欧洲等国家和地区，达到国内、国际先进水平，

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。公司生产设备主要包括工业型材设备、民用型材设备、熔铸设备、热轧设备、冷轧设备以及铝箔设备等。

表5 公司有色金属、建材业务产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	2018年			2019年			2020年			2021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	产能	产量	产能利用率
型材	32	20.57	64.28	32	21.28	66.50	32	18.63	58.22	32	4.03	12.59
热轧卷	80	92.82	116.03	80	98.70	123.38	80	97.74	122.18	80	23.74	29.68
冷轧卷	70	58.45	83.50	70	69.10	98.71	70	69.44	99.20	70	18.06	25.80
铝箔	7	5.53	79.00	7	5.33	76.14	7	5.42	77.43	7	1.31	18.71
合金锭	81.60	83.28	102.06	81.60	82.82	101.50	81.60	83.66	102.52	81.60	20.76	25.44

注：表中型材产能及产量包括公司生产的铝型材，2021年1－3月产能利用率未进行年化处理；合金锭和热轧卷主要向内部下游生产环节提供
资料来源：公司提供

生产制造

跟踪期内，公司主要产品除型材外产量基本保持稳定，热轧、冷轧、铝箔及合金锭产能利用率均维持较高水平；公司不断增加研发投入，产品结构有望进一步优化。

跟踪期内，公司生产模式未发生变化，仍以订单式生产为主；公司型材、热轧、冷轧、箔轧和电解铝产能均无变化。

产量方面，2020年，型材产量同比减少12.45%至18.63万吨，主要系受疫情影响，导致建筑铝型材下游需求减少所致；热轧卷、冷轧卷和铝箔产量均维持在高位，产能实现充分利用；合金锭产量较为稳定。2020年，随着产品结构的进一步调整，公司冷轧和铝箔产能进一步释放，产能利用率分别提高至99.20%和77.43%。2021年1—3月，公司主要产品生产情况保持良好。

跟踪期内，公司不断加大新产品的研发投入，2020年南山铝业研发费用为14.81亿元，同比增长75.65%。跟踪期内，公司取得134项发明专利、100项实用新型和90项外观设计等专利。

未来，随着在建的高附加值材料项目逐步完工、投产，相应订单的比重将有所提升，公司产品结构有望进一步优化。

原材料采购

2020年，公司铝土矿采购规模和采购价格均有所下降；公司铝土矿对进口依赖程度高，采购集中度较高，存在一定汇率波动风险及供应商变动风险。

公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成。跟踪期内，公司采购模式和结算方式未发生变化。

电力和煤炭方面，跟踪期内，公司生产所需电力全部源于自备电厂，煤炭采购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（签订长期定购合同），定价原则和结算方式未发生重大变化，上游供应商逐步接受公司采用银行承兑汇票作为支付方式。

氧化铝方面，跟踪期内，公司氧化铝实现自给自足，氧化铝生产所需铝土矿均需外购。2020年，公司铝土矿采购数量下降6.28%至388万吨，主要系消化一定前期库存所致。2020年，公司铝土矿采购均价同比下降4.60%至332元/吨。目前公司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；2020年，公司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99.97%，集中度很高。2021年1—3月，公司铝土矿采购均价进一步下降至325元/吨。

表6 公司铝土矿采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
采购量	449	414	388	88
不含税均价	371	348	332	325

资料来源：公司提供

铝合金锭方面，跟踪期内，公司生产所需合金锭主要来自于自身电解铝环节，少量通过外部采购。

销售

公司铝材以订单模式生产，产销率高；公司铝产品2020年销售均价较为平稳，2021年一季度销售均价有所上涨；2020年型材受疫情影响产销量有所下降，其他铝产品销量均有所增长；下游客户较为分散，集中度一般。

销售区域方面，公司产品的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60%左右。近年来，公司在加大国内市场开发力度的基础上积极开拓国际市场，公司在美国、新加坡、德国设立销售分公司，通过分公司进行区域辐射。2020年，公司铝制品出口占比38.01%。

跟踪期内，公司产品定价模式无变化。产品定价方面，公司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。2020年，公司铝产品销售价格整体较为平稳，除热轧卷略有上涨外，其他产品销售价格均略有下降。2021年1－3月，受大宗商品价格快速上涨影响，公司铝产品销售均价较2020年均有所上涨。销量方面，2020年，公司铝产品产销率保持在较高水平，除型材因受疫情影响使得建筑铝型材下游需求减少外，其他铝产品销量均较2019年有所增加。公司热轧卷和合金锭主要用于自用，其他产品主要用于外销。

表 7　公司主要产品销售情况（单位：万吨、%、万元/吨，含税价）

产品类型	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	销量	产销率	销售均价
型材	20.57	100.00	2.31	21.73	102.11	2.22	18.96	101.77	2.11	4.24	105.21	2.27
热轧卷	92.14	99.27	1.87	99.14	100.45	1.80	103.21	105.60	1.84	18.07	76.11	2.12
冷轧卷	58.20	99.57	2.15	70.43	101.92	2.03	77.44	111.52	2.01	18.53	102.60	2.33
铝箔	5.61	101.45	2.59	5.37	100.75	2.43	5.46	100.74	2.42	1.44	109.92	2.55
合金锭	94.30	113.23	1.49	93.25	112.59	1.51	101.23	121.00	1.39	24.28	116.96	1.62

注：销量包括内销和外销；合金锭产销率持续高于100.00%系因存在对外采购
资料来源：公司提供

公司各类产品产销率维持在较高水平，与公司订单式生产模式相符。从客户集中度来看，公司下游客户与公司合作关系较为稳定。2020年，公司前五大客户的销售额合计占比为12.39%，集中度一般。

（2）纺织业务

跟踪期内，受疫情影响，公司主要纺织产品产销量均有所下降，但产能利用率处于较高水平，精纺产品产销率受订单推迟及减少等原因下降明显。

公司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。公司主要产品为精纺呢绒面料和服装，并在意大利米兰设立产品研发中心，设计开发相应的精纺面料及成衣。

截至2021年3月底，公司拥有精纺呢绒产能1600万米/年（全国第二），高档西服产能135万套/年及衬衣产能45万件/年的综合生产能力，是全球规模最大的精纺紧密纺面料生产基地和行业领先的现代化职业装生产基地。

跟踪期内，受疫情停工等因素影响，澳洲羊毛价格自2020年初大幅下降，后受中国需求恢复影响于2020年第四季度始触底反弹。受上述影响，2020年和2021年1－3月，公司的羊毛采购单价分别为7.10万元/吨和8.62万元/吨，均

低于2019年水平。公司采购羊毛主要以美元及澳元结算，存在一定汇率风险。

表 8　公司澳洲羊毛采购价格情况（单位：万元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1－3月
不含税均价	12.01	9.74	7.10	8.62

资料来源：公司提供

2020年，公司精纺呢绒产销量和服装产销量均延续下降趋势，主要系受新冠疫情的影响，导致延迟复工、订单延迟和境外订单减少。其中精纺产品销量为1058万米，同比减少27.48%。2020年，精纺呢绒产能利用率为73.44%、服装产能利用率为83.70%，产能利用率处于较高水平。产销率方面，2020年公司服装产品产销率维持在较高水平，精纺产品产销率受国内外疫情导致订单推迟影响降至90.09%。2021年1－3月，公司精纺产品产销率受境外疫情导致订单减少进一步下降至81.41%。

表 9　2018 年以来公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精纺	1581	1573	99.50	1442	1459	101.22	1175	1058	90.09	295	240	81.41
服装	137	190	138.69	133	133	100.23	113	113	100.43	22	29	132.11

资料来源：公司提供

（3）LNG销售及物流服务业务

跟踪期内，公司通过收购新增LNG销售及物流服务业务，被收购公司经营情况良好。

2020年11月，公司通过收购恒通股份[3]，新增LNG销售及物流服务业务。恒通股份业务涵盖清洁能源业务、实体物流业务、互联网物流业务和物流服务业务（驾校培训、吊装及汽车租赁业务）。恒通股份营业收入主要以LNG销售为主，并已形成了“LNG贸易－LNG运输－LNG储气调峰/加气站运营”的LNG产业链，以国内LNG接收港为资源中心，利用自有400余辆LNG运输车辆，实现了华北、华东、华南等主要的天然气消费区域的全覆盖，并已建成LNG加气站10座（已投入运行9座）及LPG加气站1座。另外，公司开展该业务的子公司为中国石油化工股份有限公司持有27.00%股权的参股公司，可借助合作方的资源优势（青岛董家口LNG接收站、北海LNG接收站及天津LNG接收站）、市场优势和地方协调优势。2020年，恒通股份货物运输业务受运输费用价格增加因素影响，毛利率提高至13.91%；LNG销售业务受市场供给较为紧张影响，毛利率提高至4.68%。2020年及2021年1－3月，恒通股份实现利润总额1.93亿元和0.99亿元，经营情况良好。

表 10　恒通股份业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
货物运输	7.81	3.71	5.95	13.91
LNG 销售	61.70	1.59	49.43	4.68
其他	0.85	--	0.58	--
合计	**70.36**	**2.13**	**55.97**	**5.89**

资料来源：恒通股份年度报告

（4）建筑、房地产业务

截至2020年底，公司已无在建房地产项目，待售面积规模较大。

公司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。截至2020年底，公司无在建房地产项目，业务以过往项目去化为主，待售项目面

[3] 2020 年 10 月，公司通过股权收购方式将所持恒通股份股权比例由 7.30%提高至 20.30%；另公司与一致行动人宋建波签署了《关于恒通物流股份有限公司之表决权委托协议》，宋建波将表决权委托于公司，公司合计持有表决权为 26.01%。恒通股份第二大股东为自然人刘振东，持股比例为 21.72%，但已签署《关于放弃表决权的承诺函》。公司在 2020 年 11 月 18 日已拥有该公司的实质控制权，将 2020 年 11 月 30 日确定为购买日，自 2020 年 12 月 1 日起将其纳入合并财务报表范围。本次收购形成商誉 8.12 亿元。

积为61.63万平方米，账面价值约30亿元。

表 11　公司房地产业务经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
开工面积	--	--	--	--
竣工面积	--	28.18	--	--
销售面积	11.89	14.13	6.93	1.31
确认收入	7.63	9.75	4.41	0.60

资料来源：公司提供

（5）贸易、旅游、金融及教育等其他业务

跟踪期内，公司贸易、旅游、金融及教育等其他业务经营较为稳定，贸易业务收入受新增石化产品贸易业务而大幅增长。

贸易板块是公司经营业务的有益补充，主要是对外提供贸易、进出口服务为主，贸易经营范围涉及纺织品、服装、家具、建材、化工产品及代理各类商品、技术的进出口。2020年，公司新成立青岛隆裕能源有限公司从事石化产品贸易业务，使得2020年贸易业务收入大幅增至156.04亿元。

公司旅游产业已初具规模，成为公司较具潜力的利润增长点之一，南山旅游集团有限公司2020年实现营业收入和营业利润分别为3.98亿元和0.89亿元，受疫情影响均较2019年有所减少。

公司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。教育板块的营业收入主要源于烟台南山学院的学费收入。此外，公司可从山东省相关政府部门取得一定项目研究补贴。

公司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，并投资入股恒丰银行股份有限公司、烟台银行股份有限公司以及中泰证券股份有限公司，公司金融资产较为优质，发展前景较好。2020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4.30亿元和3.07亿元，财务公司为公司融资、资金管理提供了有力的支持。

3.　经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所提高。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.78 次、2.32 次和 0.36 次，均较 2019 年有所提高。与同行业公司相比，公司经营效率处于行业较低水平。

表 12　2020 年经营效率同业对比情况（单位：次）

公司名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国铝业集团有限公司	18.94	6.27	0.57
山东宏桥新型材料有限公司	8.13	3.22	0.51
南山集团有限公司	**8.38**	**2.32**	**0.36**

资料来源：Wind

4.　在建及拟建项目

跟踪期内，公司在建工程稳步推进，氧化铝项目的建成投产将进一步增强公司上游资源掌控能力，深加工方面项目的建成将进一步优化产品结构、增加产品附加值；公司主要拟建项目裕龙岛炼化一体化项目一期的建设投资规模大，资金主要源于外部融资，但运营模式和收回投资的安排仍存在不确定性，未来整体资本支出压力大。

在建项目方面，截至2021年3月底，公司主要在建项目包括龙口湾临港高端制造业聚集区项目、印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目（一期及二期，合计产能200万吨/年）和航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造等项，规划总投资为231.13亿元，累计已投资195.17亿元，占预计总投资额的84.44%。其中龙口湾临港高端制造业聚集区项目和航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造出现已投资金额超过预计总投资的情况，主要系受疫情影响建设期延长，导致利息费用等增加所致。

表 13　截至 2021 年 3 月底公司主要在建工程（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	预计投资额		
					2021 年剩余期间	2022 年	2023 年
龙口湾临港高端制造业聚集区项目	113.00	45.00	68.00	123.98	--	--	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目（一期）	56.85	11.41	45.44	42.78	8.27	5.00	0.80
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目（二期）	30.68	30.68	--	3.85	17.93	5.00	3.90
航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	10.43	--	12.53	--	--	--
21000 吨高性能高端铝箔生产线项目	4.53	4.53	--	1.80	2.73	--	--
10 万吨汽车轻量化铝板生产线	15.64	15.64	--	10.24	5.40	--	--
合计	**231.13**	**117.69**	**113.44**	**195.17**	**34.33**	**10.00**	**4.70**

注：分项合计与合计数不一致系四舍五入所致
资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2020年底，公司主要拟建项目为裕龙岛炼化一体化项目，该项目一期以打造“油头、化身、高化尾”产业链为目标，建设2000万吨/年炼油、300万吨/年乙烯和300万吨/年混二甲苯等生产设施，产品主要分为成品油和化工产品两部分，按照“少油多化”或“控油增化”的基本路线，将成品油收率控制在17%左右；化工产品定位为下游化工产业链生产乙烯及丙烯等化工基础原料，并延伸至合成树脂及合成橡胶产品。山东裕龙石化有限公司（以下简称“裕龙石化”）成立于2019年6月，注册资本120亿，南山集团持有裕龙石化71%的股权、万华实业集团有限公司持有裕龙石化20%的股权、山东发展投资控股集团有限公司持有裕龙石化9%的股权。

目前，国家发改委已将该项目转为正式规划项目，山东省发展和改革委员会已下发《关于裕龙岛炼化一体化项目（一期）核准的批复》（鲁发改政务〔2020〕73号），相关配套批文已齐全。裕龙岛炼化一体化项目一期核准项目总投资1493亿元，30%为自有资金，70%为银团贷款等。裕龙岛炼化一体化项目一期尚未正式开始大规模的施工建设，后续投资规模较大，经营模式和项目收益具有一定不确定性。按项目总投资、资本金比例估算，公司未来资本支出压力大。

5. 未来发展

公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

公司中长期发展规划目标为：以铝产品深加工产业为龙头，整合产业链条，打造核心产业竞争力，实现规模化经营；加大创新力度，引领行业产品发展方向，占领行业制高点；形成以工业、纺织、石化、旅游休闲、教育、健康养生为基础多元化产业格局，逐步走向国际化，把南山集团发展成为一个具有较强核心竞争力的大型跨国集团。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2020年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

截至2020年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司28家，与2019年底相比净增加4家。其中，新增一级子公司5家，其中通过非同一控制下企业合并增加1家，为恒通股份，通过投资设立增加4家，分别为青岛隆裕能源有限公司、龙口市路鑫贸易有限公司、山东裕龙热力有限公司和山东裕龙港务有限公司；因注销减少子公司1家，为龙口市北海热电有限公司。截至

2021年3月底，公司纳入合并报表范围的一级子公司30家，与2020年底相比净增加2家（南山教育投资有限公司和山东山铃新能源电动车有限公司），均系投资设立。总体看，公司合并范围变化对公司经营与财务影响小，财务数据可比性强。

会计差错更正方面，公司本年发现2019年处置青岛航空股份有限公司时投资收益计算错误，调减2019年底未分配利润1.03亿元。会计政策及会计估计变更方面，2020年，公司自2020年1月1日起执行《企业会计准则第14号——收入（2017年修订）》《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期保值》和《企业会计准则第37号——金融工具列报》，对2019年底资产负债表进行了调整，本报告2019年财务数据采用2020年财务报告期初数。公司无其他会计政策及会计估计变更。总体看，公司会计政策及会计估计变更对公司经营与财务影响较小，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1385.97亿元，所有者权益合计723.50亿元（含少数股东权益269.70亿元）；2020年，公司实现营业总收入488.79亿元，利润总额51.08亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1374.01亿元，所有者权益合计731.86亿元（含少数股东权益275.04亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入108.68亿元，利润总额7.64亿元。

2. 资产质量

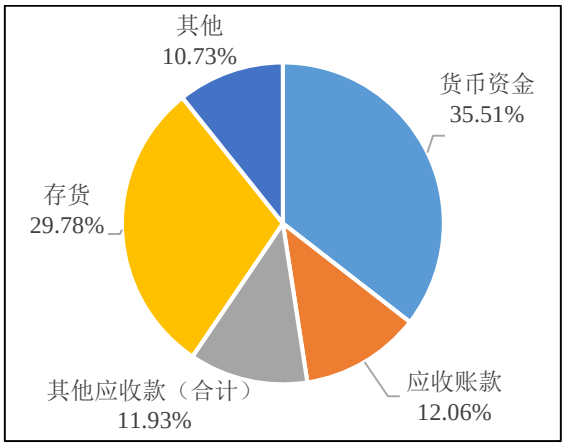
跟踪期内，公司资产规模较为稳定，货币资金充裕，应收账款整体账龄较短，固定资产成新率一般；存货、固定资产和在建工程占资产比重较大，资产流动性一般。综合分析，公司整体资产质量较好。

截至2020年底，公司合并资产总额1385.97亿元，较2019年底增长2.15%，较2019年底变化不大。其中，流动资产占39.97%，非流动资产占60.03%。公司资产结构相对均衡，资产结构较2019年底变化不大。

流动资产

截至2020年底，流动资产553.99亿元，较2019年底增长0.74%，较2019年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占35.51%）、应收账款（占12.06%）、其他应收款（合计）（占11.93%）和存货（占29.78%）构成。

图 10　2020 年底公司流动资产构成



注：分项合计不等于100.00%系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司货币资金196.70亿元，较2019年底增长45.92%，主要系经营情况良好且通过处置股权资产等方式回笼资金所致。货币资金中有43.33亿元受限资金，受限比例为22.03%，主要为借款及信用证等保证金，受限比例较高。

截至2020年底，公司交易性金融资产1.22亿元，较2019年底减少96.34%，主要系支取结构性存款所致。

截至2020年底，公司应收票据14.46亿元，较2019年底增长11.75%，主要系银行承兑汇票增加所致。公司应收票据由银行承兑汇票（占52.89%）和商业承兑汇票（占47.11%）构成。截至2020年底，公司计提应收票据坏账准备0.28亿元，主要系南山铝业对信用风险较高企业开立的商业承兑汇票所计提的减值。截至2020年底，公司应收款项融资4.00亿元，较2019年底减少64.25%，主要系拟用于背书或贴现的应收票据减少所致。

截至2020年底，公司应收账款账面价值66.80亿元，较2019年底增长35.40%，主要系应收土地转让款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主，占比为84.92%；累计计提坏账1.91亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为33.51亿元，占比为48.76%，集中度较高。

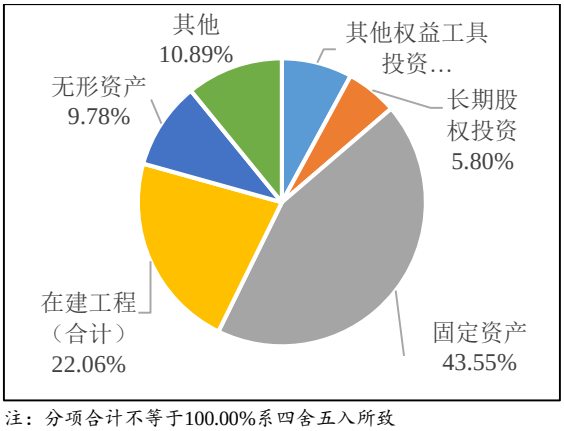
截至2020年底，公司其他应收款（合计）66.08亿元，较2019年底减少21.09%，主要系收回青岛航空股份有限公司股权及债权款项所致。截至2020年底，公司其他应收款65.82亿元，较2019年底减少21.22%。其他应收款账龄中大于1年的款项占比较高，1年以内、1~2年及2~3年占比分别为37.36%、22.52%和23.98%；累计计提坏账1.11亿元；其他应收款前五大欠款方合计金额为19.61亿元，占比为29.29%，集中度一般。

公司存货主要为原材料、委托加工材料、在产品及半成品、产成品以及低值易耗品。截至2020年底，公司存货164.95亿元，较2019年底减少3.36%，主要由原材料（占13.01%）、在产品（57.68%）和库存商品（占29.29%）构成；累计计提跌价准备1.08亿元，计提比例为0.65%。

非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产831.98亿元，较2019年底增长3.12%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占7.93%）、长期股权投资（占5.80%）、固定资产（占43.55%）、在建工程（合计）（占22.06%）和无形资产（占9.78%）构成。

图 11　2020 年底公司非流动资产构成



注：分项合计不等于100.00%系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司其他权益工具投资65.94亿元，较2019年底减少18.86%，主要系处置Virgin Australia Holdings Ltd（澳洲维珍航空）股权所致。截至2020年底，公司其他权益工具投资中投资恒丰银行股份有限公司金额占比为60.92%。

截至2020年底，公司长期股权投资48.22亿元，较2019年底增长50.65%，主要系投资9.00亿元参与成立山东裕龙石化产业园发展有限公司所致。截至2020年底，公司长期股权投资中投资烟台银行股份有限公司金额占比为58.59%；公司未对长期股权投资计提减值准备。

截至2020年底，公司固定资产362.32亿元，较2019年底减少1.75%，变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物及机器设备构成，占比分别为47.97%和47.07%；累计计提折旧250.70亿元；固定资产成新率59.10%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程（合计）183.53亿元，较2019年底增长0.11%，变化不大。在建工程主要由东海开发（包含龙口湾临港高端制造业聚集区项目）和印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝（一期）为主，未计提在建工程减值准备。

截至2020年底，公司无形资产81.41亿元，较2019年底增长32.56%，主要系取得裕龙岛炼化一体化项目海域使用权16.10亿元所致。公司无形资产主要由土地使用权和海域使用权构成，累计摊销16.69亿元，未计提无形资产减值准备。

表 14　截至 2020 年底所有权或使用权受限制的资产

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	43.33	承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、借款保证金、期货保证金
应收票据	7.74	已背书未到期
应收账款	0.21	保理有追索权
期股权投资	26.83	股票质押、借款质押
固定资产	21.90	借款抵押
无形资产	12.11	土地抵押、海域使用权抵押
合计	**112.11**	-

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司所有权或使用权受限的资产为112.11亿元，占公司净资产的15.50%，受限资产占比一般。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1374.01亿元，较2020年底减少0.86%，变化不大。其中，流动资产占39.14%，非流动资产占60.86%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较2020年底变化不大。

截至2021年3月底，南山集团及一致行动人山东怡力电业有限公司分别质押其所持南山铝业股权的27.29%和18.60%，质押比例一般。

表 15　截至 2021 年 3 月底公司质押上市子公司股权情况（单位：股、%）

上市公司	持有人	持有股数	持股比例	质押事项	质押股数	质押比例
南山铝业	南山集团有限公司	2834855065	23.72	民生银行流动性贷款	300000000	10.58
				可交换债	473700000	16.71
	山东怡力电业有限公司	2581044590	21.60	民生银行流动性贷款	480000000	18.60

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，但所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性仍较弱。

截至2020年底，公司所有者权益723.50亿元，较2019年底增长8.08%，主要系少数股东权益因南山智尚上市及收购恒通股份事项增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为62.72%，少数股东权益占比为37.28%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占1.38%、2.28%、6.62%和53.00%。

截至2021年3月底，公司所有者权益731.86亿元，较2020年底增长1.15%，规模与构成较2020年底变化不大。

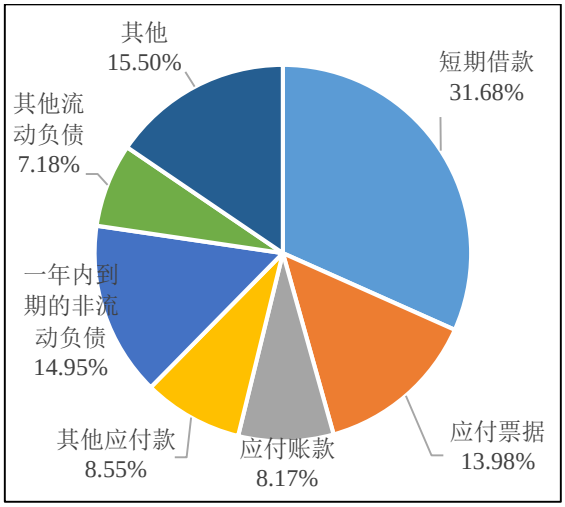
负债

跟踪期内，公司债务规模大，短期债务占比高，存在一定集中兑付压力。

截至2020年底，公司负债总额662.47亿元，较2019年底减少3.61%，主要系兑付所发行债券所致。其中，流动负债占81.73%，非流动负债占18.27%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快，主要系新增短期借款规模较大所致。

截至2020年底，公司流动负债541.43亿元，较2019年底增长19.35%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占31.68%）、应付票据（占13.98%）、应付账款（占8.17%）、其他应付款（占8.55%）、一年内到期的非流动负债（占14.95%）和其他流动负债（占7.18%）构成。

图 12　2020 年底公司流动负债构成



注：分项合计不等于100.00%系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司短期借款171.52亿元，较2019年底增长52.61%，主要系新增信用借款所致。公司短期借款主要信用借款（占38.46%）、保证借款（占35.07%）和票据贴现融资（占12.72%）构成

截至2020年底，公司应付票据75.68亿元，较2019年底增长49.30%，主要系以承兑汇票方式支付货款比例增加所致。公司应付票据主要为银行承兑汇票（占90.94%）。

截至2020年底，公司应付账款44.21亿元，较2019年底减少20.95%，主要系以承兑汇票方式支付货款比例增加所致。应付账款账龄以1年以内（占63.35%）为主。

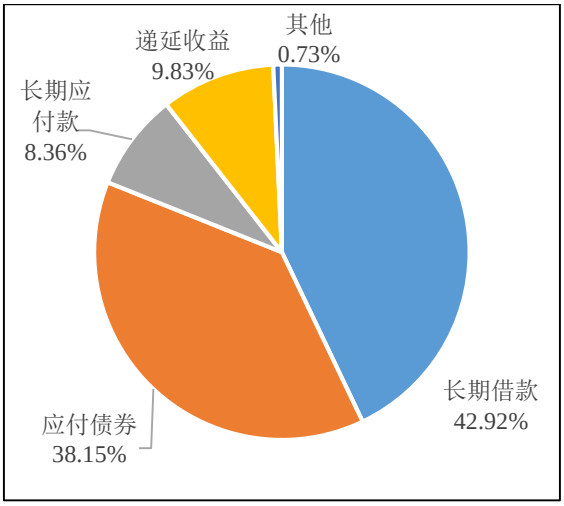
截至2020年底，公司其他应付款46.31亿元，较2019年底增长1.89%，变化不大。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债80.96亿元，较2019年底增长32.70%，主要系所发行债券较大规模将于1年以内到期兑付而重分类所致。

截至2020年底，公司其他流动负债38.85亿元，较2019年底减少32.68%，主要为短期融资券和超短期融资券到期兑付所致。另外，当年所发行的8期债权融资计划，本金合计28.00亿元。

截至2020年底，公司非流动负债121.03亿元，较2019年底减少48.20%，主要系兑付所发行债券或重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占42.92%）、应付债券（占38.15%）、长期应付款（占8.36%）和递延收益（占9.83%）构成。

图 13　2020 年底公司非流动负债构成



注：分项合计不等于100.00%系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司长期借款51.95亿元，较2019年底减少16.13%，主要系部分项目贷款到期偿还所致；长期借款主要由担保借款（占66.00%）构成。

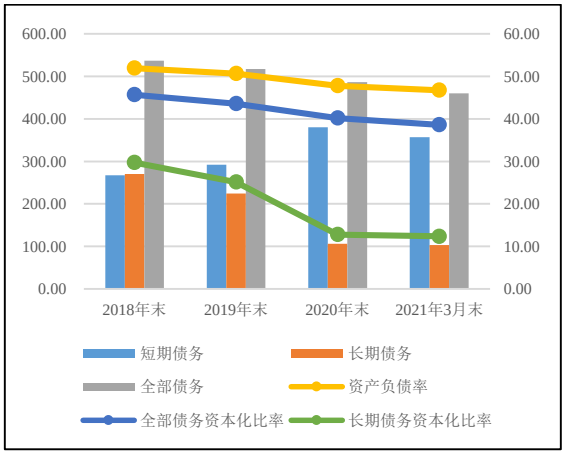
截至2020年底，公司应付债券46.18亿元，较2019年底减少70.60%，主要系兑付所发行债券或重分类至一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司长期应付款10.12亿元，较2019年底增长62.98%，主要系新增融资租赁业务所致。

截至2020年底，公司递延收益11.90亿元，较2019年底增长54.00%，主要系取得裕龙岛炼化一体化项目政府补助3.70亿元所致。

截至2020年底，公司全部债务486.19亿元，较2019年底减少5.98%，主要系公司所发行债券兑付规模较大所致。债务结构方面，短期债务占78.23%，长期债务占21.77%，以短期债务为主，短期偿债压力大。其中，短期债务380.34亿元，较2019年底增长30.03%，主要系短期借款增加所致；长期债务105.84亿元，较2019年底减少52.88%，主要系应付债券减少所致。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.80%、40.19%和12.76%，较2019年底分别下降2.86个百分点、下降3.39个百分点和下降12.36个百分点。

图 14　近年来公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表整理

有息债务期限结构方面，公司全部债务2021 年到期 379.96 亿元，2022 年到期 84.82 亿元，2023 年到期 19.36 亿元，2024 年及以后到期 1.72 亿元。公司存在较大短期偿债压力。

表 16　截至 2020 年底公司有息债务期限结构
（单位：亿元、%）

项目	1 年以内	1—2 年	2—3 年	3 年以上	合计
短期借款	171.49	--	--	--	**171.49**
衍生金融负债	0.02	--	--	--	0.02
应付票据	75.68	--	--	--	**75.68**
向中央银行借款	5.52	--	--	--	**5.52**
吸收存款及同业存放	12.60	--	--	--	**12.60**
卖出回购金融资产款	6.05	--	--	--	**6.05**
其他流动负债	28.00	--	--	--	**28.00**
一年内到期的非流动负债	80.60	--	--	--	**80.60**
长期借款	--	41.64	9.39	0.90	**51.93**
应付债券	--	39.26	7.00	--	**46.26**
长期应付款	--	3.92	2.97	0.82	**7.71**
合计	**379.96**	**84.82**	**19.36**	**1.72**	**485.86**
占比	**78.20**	**17.46**	**3.98**	**0.35**	**100.00**

注：部分资产负债表科目余额包含利息部分及利息调整部分，与上表存在差异；分项合计与合计存在差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司负债总额642.15亿元，较2020年底减少3.07%，主要系归还债务使得一年内到期的非流动负债减少。其中，流动负债占81.58%，非流动负债占18.42%。公司以流动负债为主，负债结构较2020年底变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务460.32亿元，较上年底减少5.32%，主要系短期债务部分偿还所致。债务结构方面，短期债务占77.57%，长期债务占22.43%，以短期债务为主，其中，短期债务357.07亿元，较上年底减少6.12%；长期债务103.25亿元，较上年底减少2.45%。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.74%、38.61%和12.36%，较上年底分别下降1.06个百分点、1.58个百分点和0.40个百分点。与同行业比较，公司资产负债率水平较低。

表 17　2020 年资产负债率同行业对比（单位：%）

公司名称	资产负债率
中国铝业集团有限公司	64.02
山东宏桥新型材料有限公司	57.02
南山集团有限公司	**47.80**

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模和利润总额同比均有所增长；期间费用对营业总收入侵蚀程度仍较高；盈利能力很强。

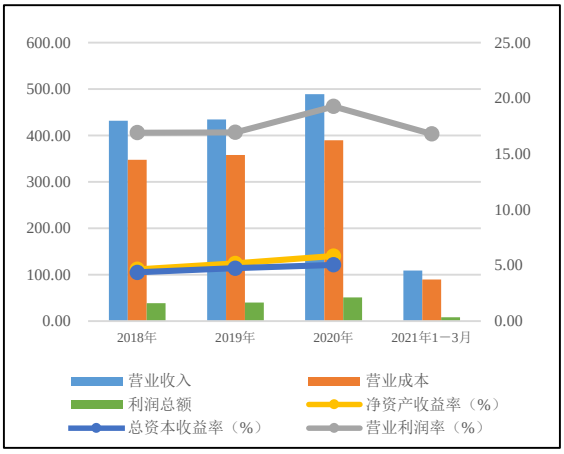
2020年，公司实现营业收入488.79亿元，同比增长12.46%，营业成本389.51亿元，同比增长8.92%，主要系贸易业务增加所致；营业利润率为19.27%，同比提高2.32个百分点，同比变化不大。

2020年，公司费用总额为59.09亿元，同比减少8.51%，主要系销售费用的运输费按照会计准则调整至营业成本所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为14.97%、29.02%、25.74%和30.26%。其中，研发费用为15.21亿元，同比增长69.49%，主要系加大研发力度使得人员薪酬及研发材料费等均有所增长；财务费用为17.88亿元，同比减少3.91%，主要系利息收入增加以及汇兑收益增加所致。2020年，公司期间费用率为12.09%，同比下降2.77个百分点，公司期间费用对营业总收入侵蚀程度较高。

非经常性损益方面，2020年，公司实现投资收益4.88亿元，同比减少82.54%，主要系上期处置股权取得投资收益规模较大所致，投资收益占营业利润比重为9.70%，对营业利润影响不大；其他收益10.26亿元，同比增长112.92%，主要系龙口市财政局拨付与收益相关扶持资金增加所致；其他非经常性损益金额较小。2020年，公司利润总额51.08亿元，同比增长28.45%。

2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.05%和5.83%，同比分别提高0.31个百分点和0.67个百分点。与同行业比较，公司盈利指标表现良好。

图 15　近年来公司盈利情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报表整理

表 18　2020 年盈利指标同行业对比（单位：%）

公司名称	营业利润率	净资产收益率
中国铝业集团有限公司	9.80	1.84
山东宏桥新型材料有限公司	23.15	15.01
南山集团有限公司	19.27	5.83

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021年1－3月，公司实现营业收入108.68亿元，同比增长23.70%，主要系2020年同期无LNG所销售及物流服务造成基数较低所致；营业利润率为16.79%，同比增长0.38个百分点，同比变化不大。2021年1－3月，实现利润总额7.64亿元，同比增长25.95%，主要系毛利润增加以及债务规模下降使得利息费用减少所致。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动获现情况良好；2020年通过处置股权及固定资产，投资活动现金流转为净流入，并带动筹资活动前现金流净流入大幅增加；2020年公司发行债券规模下降使得筹资活动现金净流出规模进一步扩大。

表 19　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入量	395.14	413.65	456.15	118.10
经营活动现金流出量	356.21	341.52	357.22	105.79
经营活动现金流量净额	**38.93**	**72.13**	**98.93**	**12.32**
投资活动现金流入量	35.09	109.15	164.22	17.30
投资活动现金流出量	111.82	126.63	123.63	15.58
投资活动现金流量净额	**-76.73**	**-17.48**	**40.59**	**1.72**
筹资活动前现金流量净额	**-37.80**	**54.65**	**139.53**	**14.04**
筹资活动现金流入小计	342.59	318.37	289.40	81.69
筹资活动现金流出小计	315.73	364.88	362.93	117.07
筹资活动现金流量净额	**26.87**	**-46.51**	**-73.53**	**-35.39**
现金收入比	84.79	90.03	83.90	102.72

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入456.15亿元，同比增长10.27%，主要系营业总收入增加所致；经营活动现金流出357.22亿元，同比增长4.60%。2020年，公司经营活动现金净流入98.93亿元，同比增长37.17%，主要系营业总收入及政府补助增加以及定期存款到期所致。2020年，公司现金收入比为83.90%，同比下降6.13个百分点，系赊销方式销售占比有所增加，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入164.22亿元，同比增长50.46%，主要系处置股权及固定资产等所致；投资活动现金流出123.63亿元，同比减少2.37%，同比变化不大。2020年，公司投资活动现金净流入40.59亿元，同比净流出转为净流入。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为139.53亿元，同比增长155.32%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入289.40亿元，同比减少9.10%，主要系发行债券规模下降所致；筹资活动现金流出362.93亿元，同比减少0.53%，同比变化不大。2020年，公司筹资活动现金净流出73.53亿元，同比增长58.08%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 118.10 亿元和 12.32 亿元，现金收入比为 102.72%；投资活动现金净流量为 1.72 亿元；筹资活动现金流入量为

81.69 亿元，筹资活动现金流出量为 117.07 亿元，筹资活动现金净流量为-35.39 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现一般，长期债务偿债指标表现较好，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由2019年底的121.22%和83.60%分别下降至102.32%和下降至71.85%。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为102.65%和70.08%，较2020年底分别提高0.33个百分点和下降1.77个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由2019年底的0.66倍下降至0.57倍。截至2021年3月底，公司现金短期债务比为0.56倍，较2020年底下降0.01倍。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为18.27%，同比提高2.37个百分点。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为96.60亿元，同比增长4.13%。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.47倍提高至4.01倍；公司全部债务/EBITDA由上年的5.57倍下降至5.03倍。考虑到公司作为国内以铝深加工为主的大型综合类集团企业，在行业地位、产业链完整程度、研发实力、产能利用水平等方面具备明显优势，整体偿债能力极强。

截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保 1.07 亿元，占净资产的比重 0.15%，对外担保比率低。

表 19 截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	与公司关系	担保金额	担保到期日
青岛航空股份有限公司	原子公司	10000.00	2021/7/10
重庆祥泰燃气有限公司	联营公司	725.00	2025/9/2
合计	--	**10725.00**	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司及其子公司银行授信总额795.33亿元，已使用353.62亿元，未使用额度441.71亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司拥有三家上市子公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司报表分析

跟踪期内，母公司资产主要为其他应收款以及长期股权投资，所有者权益稳定性较弱，债务期限结构有待优化，资产负债率较高，母公司债务负担较重；母公司的营业收入和利润总额均有所增长，筹资活动现金流出现大额净流出。

截至 2020 年底，母公司资产总额 964.72 亿元，较 2019 年底增长 8.92%，主要系其他非流动资产增加所致。其中，流动资产 626.38 亿元（占比 64.93%），非流动资产 338.33 亿元（占比 35.07%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 8.82%）、其他应收款（合计）（占 83.47%）和存货（占 6.15%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 13.31%）、长期股权投资（占 68.12%）和固定资产（占 8.09%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 55.23 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 520.72 亿元，较 2019 年底增长 10.95%，主要系短期借款大幅增加所致。其中，流动负债 437.05 亿元（占比 83.93%），非流动负债 83.66 亿元（占比 16.07%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 27.07%）、应付票据（占 13.40%）、其他应付款（合计）（占 35.67%）、一年内到期的非流动负债（占 13.88%）和其他流动负债（占 6.64%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 45.39%）和应付债券（占 54.29%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 53.98%，较 2019 年底提高 0.99 个百分点。

截至 2020 年底，母公司全部债务 348.90 亿元。其中，短期债务占 76.10%、长期债务占 23.90%。截至 2020 年底，母公司短期债务为 265.51 亿元，存在较大的集中偿付压力。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 44.00%，

母公司债务负担一般。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 444.00 亿元，较 2019 年底增长 6.64%，主要系利润积累所致。在所有者权益中，实收资本为 10.00 亿元（占 2.25%）、资本公积合计 8.94 亿元（占 2.01%）、未分配利润合计 377.64 亿元（占 85.05%）、盈余公积合计 47.90 亿元（占 10.79%），所有者权益稳定性较弱。

2020 年，母公司营业收入为 50.61 亿元，利润总额为 19.42 亿元，同比分别增长 35.42%和下降 9.24%。同期，母公司投资收益为 9.54 亿元，同比减少 34.44%，主要系上期处置股权取得较大规模的投资收益使得基数较大所致。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 13.93 亿元，投资活动现金流净额 35.07 亿元，筹资活动现金流净额-58.79 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司存续债券存在集中兑付压力，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流量对存续债券的保障能力强。

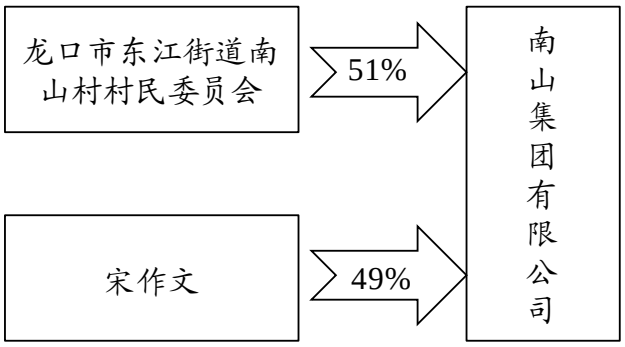
截至 2021 年 5 月底，公司存续债券本金合计金额为 52.11 亿元，不考虑债券回售的情形下，债券集中兑付期间为 2021 年 6－12 月，待兑付债券本金合计 23.51 亿元；若考虑债券回售的情形下，债券集中兑付期间亦为 2021 年 6－12 月，待兑付债券本金合计 41.84 亿元（以下简称“集中兑付金额”）。

2020年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对集中兑付金额的保障倍数分别为2.31倍、10.90倍和2.36倍。截至2021年3月底，公司现金类资产对集中兑付金额的保障倍数为4.74倍。

十一、结论

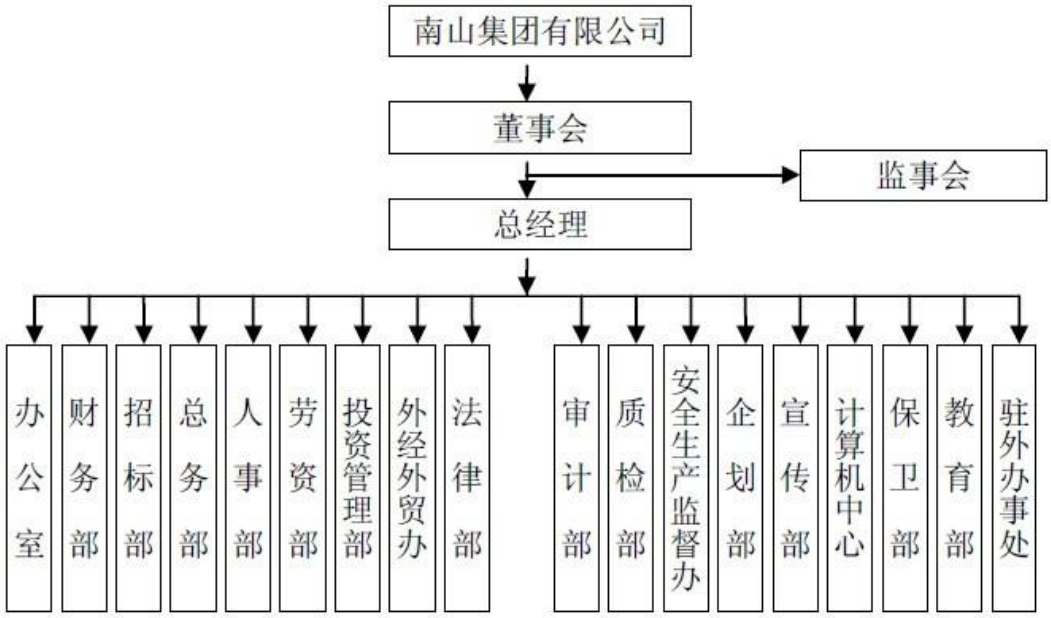
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 南山集 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2　公司 2020 年底合并范围内一级子公司列表

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
1	山东南山铝业股份有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	23.72	23.53	投资
2	山东南山智尚科技股份有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	67.50	--	投资
3	山东南山暖通新材料有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	100.00	--	投资
4	山东怡力电业有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	100.00	--	投资
5	烟台南山庄园葡萄酒有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	100.00	--	投资
6	南山集团资本投资有限公司	北京市	北京市	其他	100.00	--	投资
7	上海鲁润资产管理有限公司	上海市	上海市	其他	100.00	--	投资
8	山东南山科技产业园管理有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	其他	100.00	--	投资
9	上海胶润国际贸易有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	贸易	100.00	--	投资
10	NANSHANGROUPSINGAPORECO.PTE.LTD	新加坡	新加坡	综合	100.00	--	合并
11	南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	旅游业	100.00	--	投资
12	龙口市南山小额贷款股份有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	金融业	45.00	25.00	投资
13	南山集团财务有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	金融业	63.00	37.00	投资
14	龙口市南山融资担保有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	金融业	100.00	--	投资
15	龙口市南山西海岸人工岛建设发展有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	建筑业	100.00	--	投资
16	龙口市南山建筑安装有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	建筑业	100.00	--	投资
17	龙口南山屺母岛港发展有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	服务业	100.00	--	投资
18	龙口港屺母岛发展有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	服务业	100.00	--	投资
19	龙口祥瑞达投资有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	其他	100.00	--	投资
20	山东南山建设发展股份有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	房地产业	100.00	--	投资
21	龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	贸易	100.00	--	投资
22	烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	金融业	51.00	--	投资
23	山东裕龙石化有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	制造业	71.00	--	投资
24	青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	山东省青岛市	批发业	100.00	--	投资
25	龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	批发业	100.00	--	投资
26	山东裕龙热力有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	电力、热力生产和供应业	100.00	--	投资
27	山东裕龙港务有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	水上运输业	100.00	--	投资
28	恒通物流股份有限公司	山东省龙口市	山东省龙口市	道路运输业、燃气生产和供应业	20.30	--	购买

资料来源：公司提供

附件 3-1　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	178.40	192.35	216.39	198.49
资产总额(亿元)	1329.30	1356.74	1385.97	1374.01
所有者权益(亿元)	638.80	669.43	723.50	731.86
短期债务(亿元)	267.08	292.50	380.34	357.07
长期债务(亿元)	270.19	224.63	105.84	103.25
全部债务(亿元)	537.27	517.13	486.19	460.32
营业总收入(亿元)	431.72	434.61	488.79	108.68
利润总额(亿元)	38.09	39.77	51.08	7.64
EBITDA(亿元)	90.05	92.77	96.60	--
经营性净现金流(亿元)	38.93	72.13	98.93	12.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.77	6.34	6.78	--
存货周转次数(次)	1.91	2.03	2.32	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.32	0.36	--
现金收入比(%)	84.79	90.03	83.90	102.72
营业利润率(%)	16.92	16.94	19.27	16.79
总资本收益率(%)	4.37	4.74	5.05	--
净资产收益率(%)	4.63	5.16	5.83	--
长期债务资本化比率(%)	29.72	25.12	12.76	12.36
全部债务资本化比率(%)	45.68	43.58	40.19	38.61
资产负债率(%)	51.94	50.66	47.80	46.74
流动比率(%)	129.99	121.22	102.32	102.65
速动比率(%)	86.16	83.60	71.85	70.08
经营现金流动负债比(%)	9.43	15.90	18.27	--
现金短期债务比（倍）	0.67	0.66	0.57	0.56
EBITDA 利息倍数(倍)	3.38	3.47	4.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.97	5.57	5.03	--

注：1.2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2.2018 年及 2019 年财务数据均采用次年审计报告期初数；3.现金类资产包含应收款项融资；4.衍生金融负债、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期应付款中债务分别计入短期债务和长期债务

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.93	75.82	59.44	57.26
资产总额(亿元)	915.34	885.69	964.72	945.21
所有者权益(亿元)	395.21	416.37	444.00	444.82
短期债务(亿元)	156.14	188.31	265.51	246.92
长期债务(亿元)	186.25	179.52	83.39	81.96
全部债务(亿元)	342.40	367.83	348.90	328.88
营业收入(亿元)	23.07	37.37	50.61	11.87
利润总额(亿元)	20.61	21.40	19.42	0.82
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	16.96	13.02	13.93	0.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.83	2.65	4.34	--
存货周转次数(次)	0.21	0.91	1.27	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	48.11	106.44	101.98	91.38
营业利润率(%)	68.41	10.51	5.62	9.03
总资本收益率(%)	4.93	2.81	2.64	--
净资产收益率(%)	4.53	5.10	4.37	--
长期债务资本化比率(%)	32.03	30.13	15.81	15.56
全部债务资本化比率(%)	46.42	46.91	44.00	42.51
资产负债率(%)	56.82	52.99	53.98	52.94
流动比率(%)	199.48	207.06	143.32	145.25
速动比率(%)	188.60	194.45	134.51	136.04
经营现金流动负债比(%)	5.08	4.50	3.19	--
现金短期债务比（倍）	0.19	0.40	0.22	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：1.2021 年 1－3 月财务数据未经审计；2.现金类资产包含应收款项融资；3.其他流动负债中债务计入短期债务

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。