

信用评级公告

联合〔2023〕3873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，并维持“22 南山 02”和“22 南山 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十六日

南山集团有限公司 2023年跟踪评级报告

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
22 南山 02	AAA	稳定	AAA	稳定
22 南山 04	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 南山 02	5 亿元	5 亿元	2023/07/07
22 南山 04	5 亿元	5 亿元	2023/09/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；到期日均为债券下一行权日

评级时间：2023 年 6 月 26 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	V4.0.202208
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AAA	

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对南山集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级，反映了其作为以铝深加工为主，纺织、物流运输、天然气销售、电力、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业，在行业地位、产业链完整度、研发实力、产能利用水平及区位等方面的竞争优势。2022 年，公司主要生产线产能利用率处于很高水平，营业总收入规模增长，经营性净现金流入规模同比明显扩大。同时，联合资信也关注到公司对主要原材料议价能力较弱；裕龙岛炼化一体化项目（一期）投资规模大，资本支出压力大；公司债务规模大幅增长且短期债务占比高等因素可能对公司信用水平可能带来不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动净现金流对存续债券的保障能力强。

未来，伴随高附加值材料项目产能逐步释放，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“22 南山 02”和“22 南山 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司保有一定规模优势，行业地位突出。跟踪期内，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仍保有一定规模优势。

2. 公司经营业绩良好。2022 年，公司主要生产线产能利用率均很高；公司营业总收入和经营性净现金流分别同比增长 10.21%和 97.41%。

关注

1. 公司对主要原材料议价能力较弱，存在一定的成本控制压力。铝土矿及煤炭作为公司铝板块的主要原材料，铝土矿进口依赖程度高，公司议价能力较弱，存在一定的价格和汇率波动风险。2022 年以来大宗商品及能源价格上涨给公司成本控制带来一定压力。

分析师：李 晨 王文燕

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. 裕龙岛炼化一体化项目一期的建设投资规模大，存在较大资本支出压力，该项目未来投产及盈利情况仍需持续关注。裕龙岛炼化一体化项目一期核准项目总投资1089亿元，该项目已正式施工建设，后续资本支出压力较大；考虑原油价格波动及下游需求情况，在建项目仍存投产及盈利不及预期风险。

3. 公司债务规模持续扩大且短期债务占比高。截至2023年3月底，公司全部债务同比显著增长82.67%至680.40亿元，其中短期债务占比为65.31%。未来随着公司裕龙岛炼化一体化项目的持续投入，公司债务规模以及负债率水平或将进一步上升。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	216.39	269.13	356.90	365.69
资产总额（亿元）	1385.97	1492.82	1796.67	1881.88
所有者权益（亿元）	723.50	844.15	992.98	1001.71
短期债务（亿元）	380.33	420.66	463.06	444.40
长期债务（亿元）	105.84	51.36	134.67	236.00
全部债务（亿元）	486.17	472.03	597.73	680.40
营业总收入（亿元）	488.79	550.91	607.13	114.54
利润总额（亿元）	51.08	60.45	56.45	7.66
EBITDA（亿元）	96.60	105.45	103.86	--
经营性净现金流（亿元）	98.93	59.51	117.48	9.18
营业利润率（%）	19.27	20.62	18.32	17.29
净资产收益率（%）	5.83	5.99	5.05	--
资产负债率（%）	47.80	43.45	44.73	46.77
全部债务资本化比率（%）	40.19	35.86	37.58	40.45
流动比率（%）	102.32	106.30	108.40	116.90
经营现金流动负债比（%）	18.27	10.25	18.02	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.64	0.77	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	5.20	5.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.03	4.48	5.76	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	964.72	964.15	883.29	912.91
所有者权益（亿元）	444.00	470.48	494.04	494.37
全部债务（亿元）	320.90	305.29	338.76	361.14
营业总收入（亿元）	50.61	75.54	102.01	20.96
利润总额（亿元）	19.42	33.89	22.52	0.34
资产负债率（%）	53.98	51.20	44.07	45.85
全部债务资本化比率（%）	41.95	39.35	40.68	42.21
流动比率（%）	143.32	127.65	118.51	116.81
经营现金流动负债比（%）	3.19	6.42	14.95	--

注：1. 公司2023年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 公司本部现金类资产不含应收款项融资中的应收票据；5. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 南山 04	AAA	AAA	稳定	2022/08/24	刘莉婕 张葛	有色金属企业信用评级方法/有色金属企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202205	阅读全文
22 南山 02	AAA	AAA	稳定	2022/06/17	刘莉婕 王聪	有色金属企业信用评级方法/有色金属企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202205	阅读全文
--	--	AAA	稳定	2017/06/27	张钰 孙鑫	有色金属企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
--	--	AA ⁺	稳定	2014/06/27	史延 贺苏凝	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文
--	--	AA	稳定	2013/04/03	潘诗湛 史延	--	阅读全文
--	--	AA ⁻	稳定	2008/06/16	谢凌艳 张莉	--	阅读全文
--	--	A ⁺	稳定	2007/04/26	刘小平 张莉	--	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南山集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

南山集团有限公司

2023 年跟踪评级报告

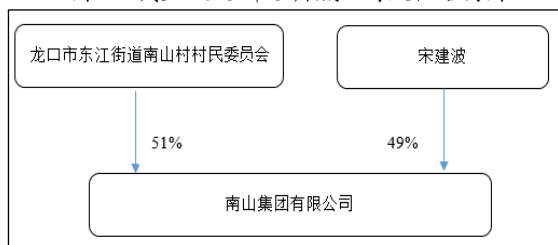
一、跟踪评级原因

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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。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。2021年9月23日，经《南山集团有限公司关于股权变更的股东会决议》审议通过，公司股东由宋作文变更为宋建波，本次变更后，公司控股股东和实际控制人未发生变更，仍为龙口市东江街道南山村村民委员会（以下简称“南山村村委会”），持股比例51%，宋建波持股比例49%。截至2023年3月底，公司注册资本为10.00亿元，控股股东和实际控制人均为南山村村委会。

图1 截至2023年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司业务以铝深加工为主，经营范围还包括纺织、物流、电力及房地产等多种业务。

截至2023年3月底，公司本部内设办公室、财务部、审计部、采购招标部及投资管理部等职

能部门；纳入合并范围内子公司合计30家；在职员工40568人。

截至2022年底，公司合并资产总额1796.67亿元，所有者权益992.98亿元（含少数股东权益499.03亿元）；2022年，公司实现营业总收入607.13亿元，利润总额56.45亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1881.88亿元，所有者权益1001.71亿元（含少数股东权益503.85亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入114.54亿元，利润总额7.66亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，相关债券均未到首次付息日。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
22南山02	5.00	5.00	2022/07/07	2(1+1)年
22南山04	5.00	5.00	2022/09/19	2(1+1)年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到

较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》¹。

五、行业分析

有色金属行业主要包括有色金属矿采选、冶炼以及压延加工业，有色金属行业周期性明显，行业景气度波动较大且易受国际整体供需形势以及政治经济局势影响。

2022年以来，地缘冲突引发能源危机，美国联邦储备委员会持续加息，世界主要经济体经济复苏放缓，对有色金属价格影响偏负面；中国国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，叠加极端天气引发能源紧张，有色金属整体供需均有收紧，未来需求增量或主要源自新能源等新兴产业。

2022年，中国十种常用有色金属产量同比增长4.3%至6774.3万吨；规模以上有色金属工业企业营业收入同比增长10.5%至79971.9亿元，利润总额同比下降8.0%至3315.0亿元，利润水平为历史第二高值；中国国内铜铝铅锌等主要

有色金属价格基本运行在合理区间。预期2023年，绿色发展为中国有色金属产业主基调，行业整体平稳发展，主要有色金属产品价格总体将呈宽幅震荡稳中有降的格局。完整版行业分析详见《2023年有色金属行业分析》。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本10.00亿元。其中，南山村村委会占51.00%，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司在铝深加工、纺织及LNG销售业务方面产业链完整，整体经营业务多元化程度高。跟踪期内，公司境外氧化铝产能大幅提升，境内完成33.6万吨电解铝产能指标转让，同时在建再生铝产能，公司铝产业链产能布局有所调整，综合抗风险能力仍强。

公司为以有色金属业务为主，以纺织、物流运输、天然气销售、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的多元化大型集团企业。2022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221位。

公司下辖三家上市子公司，分别为山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”，证券代码：600219.SH）、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2023年3月底，公司对下属子公司股权质押概况见下表。

表2 公司对下属子公司股权质押情况

证券名称	持股比例	受限股权数量占持有子公司股权总数的比例	受限原因
南山铝业	44.12%	19.31%	融资担保
恒通股份	38.27%	78.97%	融资担保
南山智尚	67.50%	--	--

注：公司对南山铝业持股比例含有通过山东怡力电业有限公司以及“南山集团-国信证券-21南山E1担保及信托财产专户”间接持股部分
资料来源：联合资信根据公开资料整理，公司提供

¹ 报告链接：<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>

截至2023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，所发电量全部上网，服从山东电网统一调度，除发电成本外，仅需向电网支付过网费用，具有一定电力稳定供应优势。跟踪期内，伴随印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目（以下简称“印尼氧化铝”）二期投产，截至2023年3月底，公司氧化铝产能增至340万吨/年；公司完成33.6万吨电解铝产能指标转让后，电解铝（合金锭）产能下降至48万吨/年；公司铝板带箔产能增至189.10万吨/年，型材产能未发生变动，仍为32万吨/年，公司“电力—氧化铝—电解铝—铝型材—铝板带箔”铝深加工产业链完整，拥有规模及品牌优势，为中国铝型材十强企业。南山铝业拥有中国铝行业唯一的国家级铝合金压力加工工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、航空铝合金材料检测中心、博士后工作站、重点实验室等一流的研发检测平台，创新能力强；在建10万吨/年“再生铝保级综合利用项目”，符合国家“双碳”政策及减少碳排放目标。

公司纺织及服饰板块运营主体为南山智尚，拥有从羊毛到成衣的完整毛纺织服饰产业链，涵盖了集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造于一体的精纺呢绒业务体系，以及集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。公司2022年完成超高分子量聚乙烯纤维一期600吨项目的全面投产，并逐步升级成品工艺，实现了产品纤维纤度从400D到800D的全线转换。南山智尚为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，业务竞争力强。

公司LNG销售及物流服务板块运营主体为恒通股份，拥有“LNG贸易—LNG运输—LNG储气调峰/加气站运营”的LNG产业链。截至2022年底，公司自有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覆盖，并为山东省内LNG汽车提供配套服务；另外，公司自有普货运输车辆及液碱运输车辆，运输线路辐射至山东全省。

公司其他板块主要为贸易、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）。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；另外，公司投资建设系列教育产业，涵盖幼儿、小学、初中、高中各教育阶段。

3. 企业信用记录

公司本部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2023年3月21日，公司本部无未结清不良贷款信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理架构、主要管理制度以及主要管理人员未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入主要来源仍为有色金属及建材业务。2022年，公司营业总收入规模同比扩大，但受原材料等成本上升影响，综合毛利率水平有所下降。

跟踪期内，公司主营业务仍由有色金属及建材、纺织及服饰、贸易和LNG销售及物流服务业务构成。2022年，在氧化铝、铝板带箔和型材产品销售均价增长的带动下，公司有色金属

及建材收入同比增长22.94%；受益于精纺呢绒、西装、衬衫和UHMWPE纤维产品销售量的同比提升，公司纺织服饰收入同比增长9.49%；贸易板块作为公司经营业务的有益补充，收入同比增长16.21%，主要贸易种类仍为沥青混合物和有色金属。同期，因LNG销售单价过高，市场需求减少，子公司恒通股份相关业务量减少，导致公司LNG销售及物流服务收入同比下降25.65%；公司建筑及房地产业务持续收缩，当期收入降幅为29.37%。

毛利率方面，2022年，公司各业务板块毛利

率均有不同程度下降。其中，受原材料、能源及人工成本上升影响，公司有色金属及建材业务毛利率同比下降4.09个百分点；建筑及房地产毛利率同比下滑6.76个百分点，主要系结算差异所致。受上述因素影响，公司主营业务综合毛利率同比小幅下降2.53个百分点。

2023年1—3月，公司有色金属及建材业务收入同比减少22.69%，主要系产品价格下降所致；公司当期实现营业总收入同比下降16.36%，利润总额同比下降21.58%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属及建材	279.64	51.75%	24.83%	343.80	57.52%	20.74%	67.48	59.79%	19.17%
纺织服饰	14.75	2.73%	33.60%	16.15	2.70%	32.81%	3.20	2.83%	31.65%
建筑及房地产	21.69	4.01%	24.28%	15.32	2.56%	17.52%	1.48	1.31%	18.56%
贸易	108.62	20.10%	0.68%	126.23	21.12%	0.54%	24.44	21.66%	1.59%
LNG 销售及物流服务	70.75	13.10%	3.32%	52.60	8.80%	2.95%	8.81	7.81%	4.82%
其他	44.87	8.31%	76.78%	43.62	7.30%	75.65%	7.45	6.60%	65.53%
合计	540.32	100.00%	21.69%	597.72	100.00%	19.16%	112.85	100.00%	17.65%

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
资料来源：公司提供

2. 主营业务分析

（1）有色金属、建材

公司铝深加工产业链完整，跟踪期内，受益于印尼氧化铝二期项目投产，公司氧化铝产能有所扩大；境内电解铝产能有所下降。在产品销售价格上涨的带动下，2022年，公司有色金属及建材收入增加；公司铝深加工业务盈利能力受原材料价格及能源费用等因素共同影响，2022年以来，盈利水平有所下降。

跟踪期内，公司印尼氧化铝二期投产，另有部分电解铝产能指标转让。截至2023年3月底，公司型材、铝板带箔和氧化铝产能分别为32.00万吨/年、189.10万吨/年和340万吨/年；公司完成33.6万吨电解铝产能指标转让后，电解铝（合金锭）产能下降至48万吨/年。公司印尼氧化铝二期项目（100万吨/年）于2022年10月投产，公司在印产能增加至200万吨/年，带动2022年氧化铝产量同比大幅增长29.46%。

表4 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	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
型材	32.00	19.50	60.94%	32.00	19.95	62.34%	32.00	4.41	55.13%
铝板带箔	179.10	196.97	109.98%	189.10	193.35	102.25%	189.10	44.97	95.12%
铝板带箔自用	--	121.61	--	--	110.34	--	--	26.52	--
氧化铝	240.00	227.22	94.68%	340.00	294.16	86.52%	340.00	64.89	76.34%
氧化铝自用	--	161.16	--	--	155.64	--	--	33.01	--
电解铝	81.60	84.45	103.50%	81.60	82.36	100.93%	48.00	17.70	36.88%
电解铝自用	--	86.41	--	--	82.43	--	--	20.21	--

注：1. 铝板带箔包括热轧、冷轧和箔轧；2. 型材产能 32 万吨统计口径为单一产品/单一品种的理论设计产能，实际产量需根据订单多型号多品种生产，公司设备基本满负荷生产；3. 电解铝 2023 年一季度季度产能利用率未经年化处理
资料来源：公司提供

2022年，伴随印尼氧化铝项目产能逐步释放，以及因煤炭、铝土矿、液碱、石油焦、沥青等大宗原辅材料市场价格上涨，公司铝制品直接材料成本合计208.97亿元，同比大幅增加30.60%。公司无自有矿山，氧化铝生产所需铝土矿均需外购。2022年，公司铝土矿全部境外采购，境内氧化铝产能自境外采购铝土矿金额为12.82亿元，自澳大利亚力拓公司采购铝土矿金额占91%，公司铝土矿进口及单一供应商依赖程度仍高。2022年，公司境内采购矿石原材料总成本占比为64.68%，全部为煤炭采购；境外采购占35.32%，其中印尼铝土矿成本相对较低。

另外，公司生产所需合金锭部分来自于公司电解铝环节，余下需要对外采购，在公司电解铝产能下降后，对外采购量将有所提升。2022年，南山铝业前五名供应商采购额合计94.31亿元，占年度采购总额的38.22%，供应商集中度同比变动不大。

销售方面，公司印尼氧化铝所生产氧化铝粉主要面向东南亚市场销售；伴随海外项目产能释放，2022年公司氧化铝销售量同比提升明显，主要产品销售价格同比均有提升；产销率同比变动不大。

表5 公司有色金属、建材业务销售情况（单位：万吨、万元/吨）

产品 类型	2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价
型材	19.03	97.59%	2.56	19.42	97.34%	2.92	3.78	85.71%	2.85
铝板带箔	208.52	105.86%	2.62	194.27	100.48%	3.23	46.08	102.47%	2.81
铝板带箔内部销售量	121.61	--	--	110.34	--	--	26.52	--	--
氧化铝	226.26	99.58%	0.27	297.30	101.07%	0.29	64.75	99.78%	0.28
氧化铝内部销售量	161.16	--	--	155.64	--	--	33.01	--	--

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，公司下游客户与公司合作关系仍较为稳定。2022—2023年一季度，南

山铝业前五大客户合计销售金额占比分别为22.17%和26.11%，集中度一般。

表6 南山铝业前五大客户概况（单位：亿元）

2022 年				2023 年 1—3 月			
主要客户名称	销售 金额	占比	是否为 关联方	主要客户名称	销售 金额	占比	是否为 关联方
中粮包装投资有限公司	18.11	5.18%	否	中粮包装投资有限公司	5.40	7.91%	否
奥瑞金科技股份有限公司	18.07	5.17%	否	奥瑞金包装有限公司	5.01	7.33%	否
PRESS METAL BINTULU SDN BHD	16.76	4.79%	是	PRESS METAL BINTULU SDN BHD	2.96	4.33%	是
Ball Mexico	13.57	3.88%	否	Ball Mexico	2.42	3.54%	否
GLORIOUS INTERNATIONAL CONSULTANT PTE.LTD.	10.97	3.14%	否	昇兴集团股份有限公司	2.06	3.01%	否
合计	77.48	22.17%	--	合计	17.84	26.11%	--

注：所占比例为前五名供应商采购金额占公司总采购额的比例

资料来源：公司提供

（2）纺织服饰

南山智尚为国内纺织服饰细分行业龙头，2022年，公司纺织服饰产能利用率较高，主要产品销量同比增加。

南山智尚为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，截至2023年3月底，公司拥有精纺呢绒产能1600万米/年，高档西服产能75万套/年，以及衬

衣产能65万件/年的综合生产能力。

2022年，公司澳洲羊毛采购价格同比上涨5.84%至9.43万元/吨（不含税均价）；主要产品产能利用率同比均有提升，精纺呢绒和服装（高档西服）产能利用率同比分别提升8.70个百分点和11.72个百分点；受益于海外市场的拓展，公司精纺呢绒和服装外贸销量同比均有增加。

表 7 公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套）

项目	2021 年			2022 年			2023 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
精纺呢绒	1275.00	1367.00	107.17%	1414.27	1379.58	97.55%	350.67	252.93	72.13%
服装 (高档西服)	85.00	84.00	98.91%	97.09	95.46	98.32%	15.04	14.77	98.20%

注：高档西服产量包括少量委托加工和外购部分，销量包括来料加工部分；西装类产品包含职业工装，包括上衣、裤子、马甲和裙子

资料来源：公司提供

（3）LNG销售及物流服务业务

2022年，LNG价格保持高位，市场需求转弱，公司相关业务量及收入有所下降，毛利率因购销价差收窄而大幅下滑。

跟踪期内，公司LNG销售及物流服务业务运营主体仍为恒通股份，截至2022年底，公司自有LNG运输车辆360余辆，实现了华北、华东、华南等主要的天然气消费区域覆盖，并投入运行7座LNG加气站，为山东省内LNG汽车提供配

套服务；另外，公司自有普货运输车辆140余辆，液碱运输车辆70余辆，主要与胶东地区众多规模以上工业企业保持长期合作，运输线路辐射至山东全省。

2022年，由于LNG销售单价过高导致市场需求减弱，恒通股份业务量减少以致收入下降；同期由于购销价差收窄，该业务毛利率同比明显下滑。

表 8 恒通股份业务构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
LNG 销售	60.19	2.20%	40.20	0.01%	6.52	-0.66%
货物运输	10.02	7.69%	10.73	7.89%	1.80	12.43%
其他	0.55	46.10%	1.67	42.16%	0.49	49.59%
合计	70.75	3.32%	52.60	2.95%	8.81	4.81%

注：公司其他业务主要为租赁、代理及吊装业务

资料来源：公司提供

3 其他业务

公司业务多元，跟踪期内，公司已无在建房地产项目，存量项目持续去化中；贸易、旅游、金融及教育等其他业务经营较为稳定，为公司收入提供有益补充。

地产业务方面，2022年，公司建筑收入合计10.96亿元，毛利率为14.91%；同期，房地产业务收入4.35亿元，毛利率为24.09%。截至2023年3月底，公司无在建房地产项目，所经营业务以过往项目去化为主，待售项目面积38.77万平方米。

贸易业务方面，2022年，大宗材料价格上涨，市场交易量增加，公司业务量提升，销售收入同比增长16.21%至126.23亿元，贸易品种仍主要为沥青混合物和有色金属。

公司旅游业务业绩持续改善，伴随前期影

响因素逐渐减退，旅游业逐步复苏。2022年，公司旅游板块销售收入及利润总额分别为4.06亿元和0.73亿元，当期旅游业务毛利率达54.56%。

2022年，公司金融及交易业务未发生重大变化。截至2022年底，公司对于恒丰银行股份有限公司、烟台银行股份有限公司和中泰证券股份有限公司的股份持有情况分别为2.35%、34.83%和0.15%，相关股份无对外质押情况。

4. 经营效率

2022年，公司经营效率有所提高，但相较于同行业来看仍有待提升。

从经营效率指标看，2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别上升至9.25次和2.61次；总资产周转次数变动不大，为0.37次。与同行业公司相比，公司经营效率指标仍有待提升。

表 9 2022 年同行业公司经营效率情况对比

(单位: 次)

公司名称	存货 周转率	应收账款 周转率	总资产 周转率
山东宏桥新型材料有限公司	3.82	21.60	0.71
山东魏桥铝电有限公司	4.19	28.69	0.85
中国铝业集团有限公司	7.94	28.21	0.83
南山集团	2.61	12.97	0.37

注: 为便于同业比较, 本表数据引自Wind, 与本报告附表口径有一定差异

5. 在建工程及未来发展

公司经营思路和发展战略较清晰, 在建工程稳步推进, 印尼氧化铝项目产能逐步释放, 深加工方面项目的建成将进一步优化公司产品结构, 增加产品附加值。跟踪期内, 公司主要在建项目仍为裕龙岛项目, 该项目剩余投资规模大, 存在较大资本支出压力, 同时, 该项目未来投产及盈利情况仍需持续关注。

在建项目方面, 截至2023年3月底, 公司主要在建项目包括裕龙岛炼化一体化项目(一期)和印尼氧化铝项目(一、二期)等项目, 规划总投资为1227.37亿元, 累计已投资517.78亿元, 尚

需投资709.59亿元。

公司裕龙岛炼化一体化项目(一期)主要建设内容为2000万吨/年炼油、300万吨/年乙烯和300万吨/年混二甲苯等生产装置及公用工程。裕龙岛炼化一体化项目(一期)建设投资规模很大, 资金来源为股东出资(占34.89%)及银团贷款(占65.11%), 公司按持股比例²计算出资总额(资本金投入)为193.80亿元, 截至2022年底已投入资本金168.30亿元。公司已于2022年底完成《裕龙岛炼化一体化项目(一期)等值人民币709亿元固定资产银团贷款合同》签订, 贷款资金用于裕龙岛炼化一体化项目(一期)建设, 贷款资金根据项目建设进度分批提款, 贷款期限自首笔贷款资金提款日起共计15年。

裕龙岛项目待投资金额仍然很大, 公司未来对资金的需求增加, 在中短期内面临较大的资本支出和筹资压力。待裕龙岛项目投产后, 公司盈利能力及抗风险能力有望大幅提升; 但考虑目前的原油价格及下游需求情况, 在建项目仍存投产及盈利不及预期的风险。

表 10 截至 2023 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		
					2023 年	2024 年	2025 年
裕龙岛炼化一体化项目 (简称“裕龙岛项目”)	1089.00	380.00	709.00	438.23	340.22	244.10	66.45
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	49.32	3.54	3.99	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目 二期	30.68	30.68	--	15.11	10.61	3.88	1.08
高品质再生铝保级综合利用项目	3.30	3.30	--	1.35	0.95	0.16	0.84
精纺毛料生产线智能升级项目	3.45	--	3.45	2.65	0.80	--	--
年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建 设项目	7.00	--	7.00	4.67	1.82	0.51	--
烟台港龙口港南作业区 1#-3#通用泊位工 程、6#-7#液体化工泊位工程、10#-11#液 化品及油品泊位工程项目	37.09	12.00	25.09	6.45	17.84	3.48	6.13
合计	1227.37	437.39	789.98	517.78	375.78	256.12	74.50

注: 精纺毛料生产线智能升级项目资金通过南山智尚首次公开发行股票获得; 年产3000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目南山智尚拟通过可转债方式获得
资料来源: 公司提供

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; 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。

² 公司持有山东裕龙石化有限公司(简称“裕龙石化”)股份比例为 51%

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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的审计结论；公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2022年底，公司合并范围内子公司合计30家（详见附件1-2）；2023年一季度，公司合并范围未发生变化，公司合并报表财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额1796.67亿元，所有者权益992.98亿元（含少数股东权益499.03亿元）；2022年，公司实现营业总收入607.13亿元，利润总额56.45亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1881.88亿元，所有者权益1001.71亿元（含少数股东权益503.85亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入114.54亿元，利润总额7.66亿元。

2. 资产质量

伴随在建工程持续资本投入，跟踪期内，公司资产规模持续增长，货币资金相对充裕，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所占资产比重较大，公司整体资产流动性一般。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底增长20.35%，主要系重要在建项目持续资本投入所致；公司资产构成仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 2021—2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	617.22	41.35	706.81	39.34	733.38	38.97
货币资金	248.32	40.23	333.18	47.14	347.51	47.39
应收账款	44.18	7.16	49.34	6.98	55.32	7.54
其他应收款（合计）	75.80	12.28	53.68	7.59	53.23	7.26
存货	186.06	30.15	188.14	26.62	189.21	25.80
非流动资产	875.60	58.65	1089.86	60.66	1148.50	61.03
固定资产（合计）	398.70	45.53	372.35	34.17	368.07	32.05
在建工程（合计）	147.98	16.90	279.35	25.63	329.12	28.66
无形资产	112.28	12.82	138.85	12.74	138.46	12.06
其他非流动资产	49.21	5.62	137.89	12.65	150.25	13.08
资产总额	1492.82	100.00	1796.67	100.00	1881.88	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长14.51%，主要系货币资金增加所致。截至2022年底，公司货币资金较上年底大幅增长34.18%，主要系恒通股份完成非公开发行，募集资金增加以及为裕龙岛炼化一体化项目储备资金所致，货币资金受限率为36.91%；伴随收入规模扩大，应收账款账面价值较上年底增长11.69%，应收账款账龄以1年以内为主（占79.61%），累计计提坏账2.81亿元，应收账款前五大欠款方合计金额占比为17.59%，集中度相对较低；其他应收款（合计）较上年底下降29.18%，主要系单位往来款减少

所致，公司已对其他应收款计提1.76亿元坏账准备；存货较上年底变化不大，已计提存货跌价准备或合同履约成本减值准备0.95亿元。

非流动资产方面，随着在建工程持续推动，截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长24.47%。其中，公司在建工程（合计）较上年底显著增长88.77%，主要系裕龙岛炼化一体化项目当期增加投资121.33亿元所致；受公司资产处置以及累计折旧影响，公司固定资产（合计）较上年底下降6.61%，固定资产成新率为58.50%，机器设备成新率为48.39%；公司无形资产较上

年底增长23.67%，主要系购置土地使用权所致；同期，公司其他非流动资产较上年底显著增长180.21%，主要系预付裕龙石化和南山铝业设备及工程款增加所致。

截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，公司资产受限程度相对较低。另外，伴随裕龙岛炼化一体化银团贷款逐步放款，公司资产受限比例将有所增加。

表 12 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	122.97	开具银行承兑汇票、保函、信用证的保证金
交易性金融资产	0.10	借款质押
应收票据	9.55	已背书、贴现未到期
应收账款	0.08	保理有追索权
长期股权投资	49.69	股权质押
投资性房地产	15.67	借款抵押
固定资产	16.14	借款抵押
无形资产	0.78	借款抵押
在建工程	2.82	借款抵押
合 计	217.80	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底增长4.74%，主要系在建工程持续投入所致，公司资产规模及构成情况均较上年底变动不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

伴随公司经营积累以及裕龙石化项目少数股东资本金逐步到位，跟踪期内，公司所有者权益持续增长；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比仍高，权益稳定性弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 992.98 亿元，较上年底增长 17.63%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。截至 2022 年底，公司未分配利润和少数股东权益较上年底增幅分别为 5.16%和 36.15%，主要系经营积累以及裕龙石化项目资本金逐步到位所致。同期，公司资本公积较上年底下降 65.90%至 5.75 亿元，主要系公司对恒通股份增资后，增资额中让渡给少数股东份额所致。

权益结构方面，截至 2022 年底，公司归属于母公司所有者权益占比为 49.74%，少数股东权益占比为 50.26%。公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 1.01%、0.58%和 43.28%。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 1001.71 亿元，权益规模及构成均较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，伴随在建项目资本持续投入，公司有息债务规模明显扩大，债务负担持续加重，且短期债务占比较高，存在一定集中兑付压力。伴随在建工程持续融资，公司债务负担将显著加重；裕龙岛项目相关银团借款期限长，债务集中偿付压力不大，但大规模短期债务对公司流动性管理提出较高的要求。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 23.90%，主要系项目建设相关长期借款增加所致；公司流动负债占比为 81.13%，较上年底有所下降，但公司负债结构仍以流动负债为主。

表 13 2021 - 2022 年及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	580.64	89.51	652.01	81.13	627.36	71.28
短期借款	183.14	31.54	239.77	36.77	225.13	35.89
应付票据	111.10	19.13	158.06	24.24	155.10	24.72
应付账款	52.64	9.07	59.42	9.11	55.45	8.84
其他应付款（合计）	38.59	6.65	46.31	7.10	46.47	7.41
非流动负债	68.03	10.49	151.67	18.87	252.80	28.72
长期借款	26.59	39.08	93.92	61.92	196.72	77.82
应付债券	15.45	22.71	18.45	12.16	17.99	7.11
长期应付款（合计）	10.09	14.83	10.79	7.12	9.78	3.87
递延收益	14.87	21.86	15.28	10.07	15.07	5.96

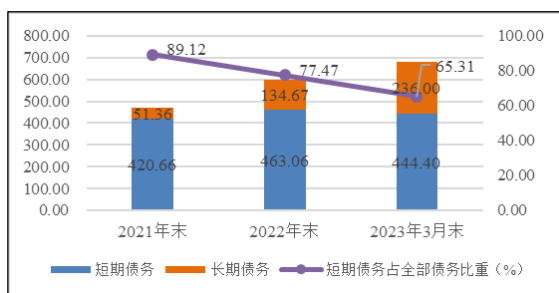
其他非流动负债	0.00	0.00	11.95	7.88	11.97	4.74
负债总额	648.68	100.00	803.68	100.00	880.17	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长12.29%，其中短期借款及应付票据增量较大。其中，伴随经营所需原材料成本提升，公司短期借款较上年底增长30.92%；同时，公司应付票据较上年底大幅增长42.27%，增量主要来自于银行承兑汇票。非流动负债方面，伴随大规模在建项目资金持续投入，截至2022年底，公司非流动负债较上年底显著增长122.93%，增量主要源自长期融资规模增加以及新增债权融资。截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长9.52%，主要系长期借款持续增加所致。其中，流动负债占71.28%，公司负债结构较上年底变化不大。

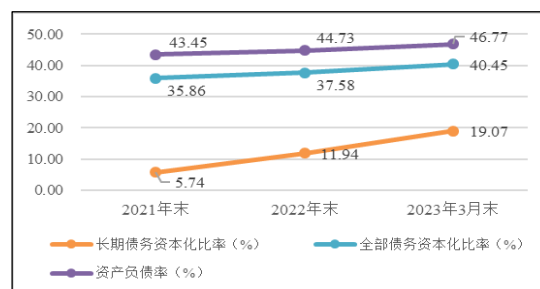
有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务较上年底增长26.63%，债务结构仍以短期债务为主。从债务指标来看，截至2022年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高1.28个百分点、1.71个百分点和6.21个百分点。截至2023年3月底，公司全部债务较上年底增长13.83%，长期债务占比增至34.69%，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高2.04个百分点、2.87个百分点和7.13个百分点。公司债务负担持续加重。

图2 公司债务结构概况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 公司债务杠杆水平概况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入规模扩大，但受减值损失影响，盈利指标有所下滑且期间费用对利润造成一定侵蚀。

2022年，公司营业总收入与营业成本分别同比增长10.21%和13.43%，营业利润率同比下降2.30个百分点。从期间费用看，2022年，公司费用总额同比下降10.00%，主要系财务费用因汇兑收益而减少所致；期间费用率为8.81%，同比略有下降，仍对公司整体利润造成一定侵蚀。

表14 公司2022年盈利概况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年1-3月
营业总收入	550.91	607.13	114.54
营业成本	430.41	488.22	93.80

费用总额	59.43	53.49	12.06
其中：销售费用	9.39	7.50	1.28
管理费用	23.19	24.22	4.09
研发费用	14.46	15.54	3.59
财务费用	12.39	6.24	3.10
投资收益	2.10	5.99	0.21
利润总额	60.45	56.45	7.66
营业利润率(%)	20.62	18.32	17.29
总资本收益率(%)	4.92	4.09	--
净资产收益率(%)	5.99	5.05	--

注：2022年公司财务费用明显同比下降主要系当期汇兑损失-4.32亿元所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2022年，公司资产减值损失5.10亿元，主要系南山铝业锻造设备对应处置的固定资产减值所致；信用减值损失7.94亿元，主要为海南万宁弘基置业有限公司委托贷款债

权投资减值损失；公司实现投资收益5.99亿元，同比显著增长184.43%，主要系按权益法核算的长期股权投资—南山（海南万宁）置业有限公司投资收益增加所致；其他收益7.20亿元，同比增长25.50%，主要系政府补助—收益性补助增加所致；同期，公司资产处置收益-1.97亿元；营业外收入与营业外支出分别为1.75亿元和1.03亿元。整体看，非经常性损益对公司利润水平影响较大。

表 15 公司 2022 年底资产与信用减值损失概况

项目	金额（万元）
资产减值损失	存货跌价损失及合同履约成本减值损失
	-6144.50
	固定资产减值损失
	-44753.48
信用减值损失	合同资产减值损失
	-94.89
	小计
	-50992.88
信用减值损失	应收账款坏账损失
	99.78
	其他应收款坏账损失
	-8045.71
	应收票据坏账损失
	745.13
	长期应收款坏账损失
	-1248.48
信用减值损失	发放贷款及垫款
	-532.72
	债权投资减值损失
	-70369.56
信用减值损失	应收利息坏账损失
	-29.09
信用减值损失	小计
	-79380.66

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降0.83个百分点和0.95个百分点，公司各盈利指标略有下降。与所选公司比较，公司盈利指标仍有待改善。

表 16 2022 年同行业公司盈利指标对比情况

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山东宏桥新型材料有限公司	13.59%	7.90%	9.71%
山东魏桥铝电有限公司	12.19%	8.37%	11.33%
中国铝业集团有限公司	12.02%	6.09%	10.77%
南山集团	19.47%	4.01%	5.30%

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

5. 现金流

2022 年，公司经营获现能力良好，收入实现质量提升，但经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，公司仍对筹资活动依赖程度高。伴随裕龙岛项目建设进程推进，公司投资活动将呈持续大规模净流出，公司存在较大的筹资需求。

2022 年，公司经营活动现金流量净额同比显著增长 97.41%，主要系营业总收入增长，收入实现质量提升所致；受大规模在建项目资金支出影响，公司投资活动现金净流出规模进一步扩大，公司经营获现无法满足投资需求，对筹资活动依赖程度仍高。2022 年，公司筹资活动现金流量净额同比显著增加。

表 17 公司现金流概况

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	473.91	654.60	113.73
经营活动现金流出小计	414.40	537.12	104.55
经营活动现金流量净额	59.51	117.48	9.18
投资活动现金流入小计	135.79	35.59	7.38
投资活动现金流出小计	161.71	318.30	82.89
投资活动现金流量净额	-25.92	-282.70	-75.51
筹资活动前现金流量净额	33.59	-165.22	-66.33
筹资活动现金流入小计	376.83	648.82	271.15
筹资活动现金流出小计	401.43	437.59	205.85
筹资活动现金流量净额	-24.59	211.23	65.30
现金收入比（%）	82.25	101.61	92.41

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

6. 偿债指标

2022 年，受益于经营性净现金流入规模同比显著扩大，公司部分偿债指标有所改善；但伴随有息债务规模增长，公司偿债能力指标将有所下滑。

表 18 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	106.30	108.40
	速动比率（%）	74.26	79.55
	经营现金流动负债比（%）	10.25	18.02
	经营现金/短期债务（倍）	0.14	0.25
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.77
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	105.45	103.86
	全部债务/EBITDA（倍）	4.48	5.76
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.20
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	5.20
	经营现金/利息支出（倍）	2.94	5.88

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动比率及速动比率较上年底均有提升，流

流动资产对流动负债的保障程度有所增强。截至2023年3月底，公司流动比率和速动比率分别为116.90%和86.74%。受益于经营性净现金流入规模同比显著扩大，2022年经营性现金净流入规模对流动负债及短期债务的覆盖程度均有提升，现金类资产对短期债务的保障程度仍较高。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司经营现金/全部债务及经营现金/利息支出指标均同比提升；受债务规模扩大影响，EBITDA对全部债务及利息的保障程度趋弱。

或有负债方面，截至2022年底，公司不存在重大未决涉诉；公司无对外担保。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司及其子公司银行授信总额1303.08亿元，已使用599.08亿元，未使用704.00亿元。同时，公司下辖多家上市公司，具备直接融资条件，公司备用信用充裕。

7. 公司本部财务分析

公司本部主要负责管理、投资、筹资工作以及运营部分贸易业务，公司本部整体债务负担尚可，但筹资压力大。

截至2022年底，公司本部资产总额883.29亿元，非流动资产占57.34%，资产结构较为均衡，其他应收款（合计）及长期股权投资所占比重较高；公司本部所有者权益为494.04亿元，未分配利润占85.20%，权益结构稳定性弱。同期，公司本部全部债务338.76亿元，短期债务占82.77%，全部债务资本化比率40.68%，债务负担尚可。

2022年，公司本部营业总收入为102.01亿元。其中，贸易业务及土地收入分别为65.89亿元和33.95亿元。同期，公司本部利润总额为22.52亿元，投资收益为3.26亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为47.54亿元，投资活动现金流净额为-90.92亿元，筹资活动现金流净额为-12.58亿元。

十、债券偿还能力分析

公司经营活动净现金流和EBITDA对存续债券的保障能力强。

公司存续债券集中兑付年份为2023年，集中兑付金额为28.89亿元。

表19 截至2023年6月26日公司存续债券期限情况
(单位：亿元)

到期年度	当前余额
2023年	28.89
2024年	22.64
2025年	16.67
2026年	8.83
合计	77.03

注：到期日按相关债券下一个行权/回售日统计；海外债部分，美元兑人民币汇率按1:7.11计算，港币兑人民币汇率按1:0.91计算

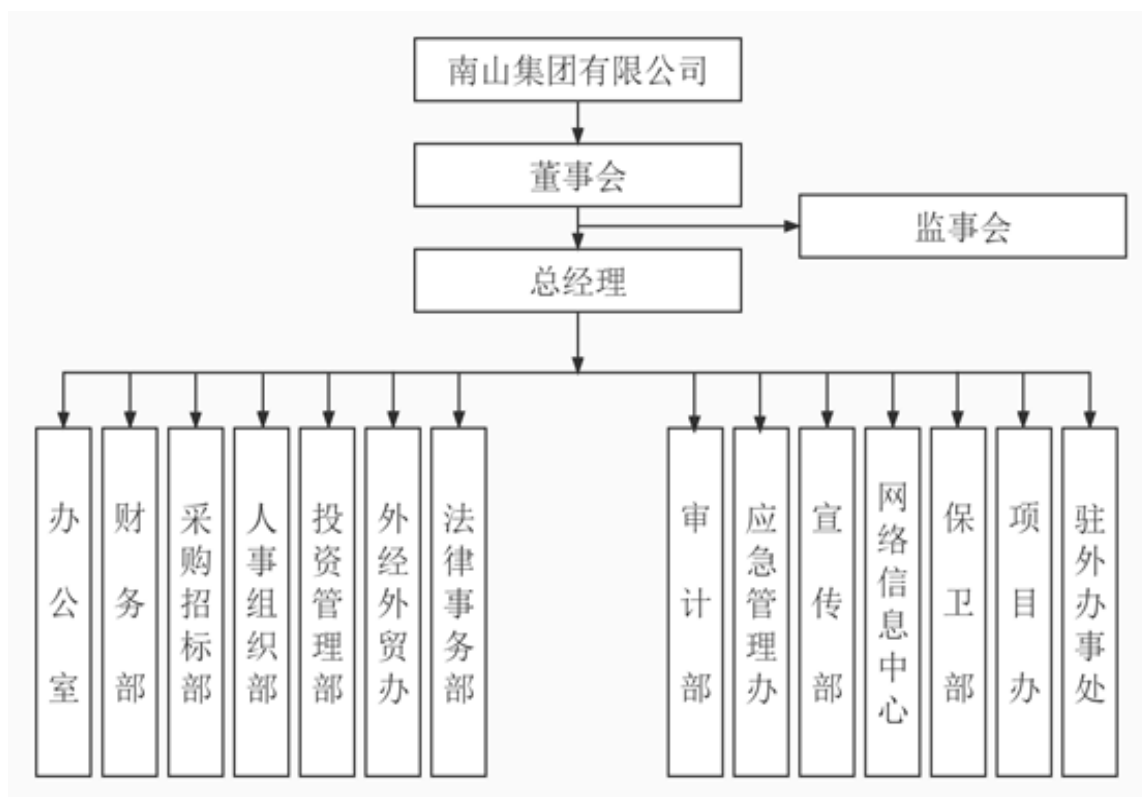
资料来源：Wind

2022年，公司现金类资产、经营活动净现金流和EBITDA分别为集中兑付金额（28.89亿元）的12.35倍、4.07倍和3.59倍。

十一、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，并维持“22南山02”和“22南山04”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司组织架构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底纳入公司合并范围的重要子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例	
				直接	间接
山东南山铝业股份有限公司	山东省龙口市	制造业	117.09	22.07%	22.04%
南山集团财务有限公司	山东省龙口市	金融业	8.00	63%	37%
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	建筑业	1.00	100%	--
山东怡力电业有限公司	山东省龙口市	制造业	1.50	100%	--
山东南山智尚科技股份有限公司	山东省龙口市	制造业	3.60	67.50%	--
南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	旅游业	3.61	100%	--
山东新南山建设工程有限公司	山东省龙口市	建筑业	0.20	100%	--
龙口市南山小额贷款股份有限公司	山东省龙口市	金融业	1.00	45%	25%
山东南山暖通新材料有限公司	山东省龙口市	制造业	1.88	100%	--
烟台南山庄园葡萄酒有限公司	山东省龙口市	制造业	0.73	100%	--
龙口市南山融资担保有限公司	山东省龙口市	金融业	2.00	100%	--
山东南山建设发展股份有限公司	山东省龙口市	房地产业	3.00	100%	--
南山集团资本投资有限公司	北京市	资本市场服务	10.00	100%	--
山东南山科技产业园管理有限公司	山东省龙口市	商务服务业	1.00	100%	--
上海鲁润资产管理有限公司	上海市	金融业	3.01	100%	--
山东南山电力销售有限公司	山东省龙口市	电力、热力生产和供应业	0.60	100%	--
Nanshan Group Singapore Co.Pte Ltd	新加坡	综合	3.18 (新加坡元)	100%	--
上海胶润国际贸易有限公司	上海市	贸易	3.00	100%	--
龙口祥瑞达投资有限公司	山东省龙口市	金融业	0.30	100%	--
山东裕龙石化有限公司	山东省龙口市	制造业	380.00	51%	--
烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司	山东省龙口市	金融业	0.10	51%	--
龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	2.00	100%	--
青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	2.00	100%	--
龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	1.00	100%	--
恒通物流股份有限公司	山东省龙口市	道路运输业、燃气生产和供应业	5.10	38.27%	--
南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	2.00	100%	--
山东山铃新能源电动车有限公司	山东省龙口市	零售业	1.00	100%	--
上海胶福国际贸易有限公司	上海市	贸易	0.50	100%	--
青岛南山股权投资合伙企业(有限合伙)	山东省青岛市	商务服务业	100.00	100%	--
上海耀华石油有限公司	上海市	批发业	10.00	100%	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	216.39	269.13	356.90	365.69
资产总额（亿元）	1385.97	1492.82	1796.67	1881.88
所有者权益（亿元）	723.50	844.15	992.98	1001.71
短期债务（亿元）	380.33	420.66	463.06	444.40
长期债务（亿元）	105.84	51.36	134.67	236.00
全部债务（亿元）	486.17	472.03	597.73	680.40
营业总收入（亿元）	488.79	550.91	607.13	114.54
利润总额（亿元）	51.08	60.45	56.45	7.66
EBITDA（亿元）	96.60	105.45	103.86	--
经营性净现金流（亿元）	98.93	59.51	117.48	9.18
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.16	7.56	9.25	--
存货周转次数（次）	2.32	2.45	2.61	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.38	0.37	--
现金收入比（%）	83.90	82.25	101.61	92.41
营业利润率（%）	19.27	20.62	18.32	17.29
总资本收益率（%）	5.05	4.92	4.09	--
净资产收益率（%）	5.83	5.99	5.05	--
长期债务资本化比率（%）	12.76	5.74	11.94	19.07
全部债务资本化比率（%）	40.19	35.86	37.58	40.45
资产负债率（%）	47.80	43.45	44.73	46.77
流动比率（%）	102.32	106.30	108.40	116.90
速动比率（%）	71.85	74.26	79.55	86.74
经营现金流动负债比（%）	18.27	10.25	18.02	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.64	0.77	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	4.01	5.20	5.20	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.03	4.48	5.76	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款和其他非流动负债带息部分；
 3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入短期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	59.31	106.90	67.15	80.94
资产总额（亿元）	964.72	964.15	883.29	912.91
所有者权益（亿元）	444.00	470.48	494.04	494.37
短期债务（亿元）	237.51	265.08	280.39	303.75
长期债务（亿元）	83.39	40.21	58.37	57.38
全部债务（亿元）	320.90	305.29	338.76	361.14
营业总收入（亿元）	50.61	75.54	102.01	20.96
利润总额（亿元）	19.42	33.89	22.52	0.34
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	13.93	29.10	47.54	2.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.31	11.08	17.25	--
存货周转次数（次）	1.27	1.49	2.05	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.08	0.11	--
现金收入比（%）	101.98	108.86	114.59	105.96
营业利润率（%）	5.62	19.81	23.35	3.79
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	4.37	7.20	4.60	--
长期债务资本化比率（%）	15.81	7.87	10.57	10.40
全部债务资本化比率（%）	41.95	39.35	40.68	42.21
资产负债率（%）	53.98	51.20	44.07	45.85
流动比率（%）	143.32	127.65	118.51	116.81
速动比率（%）	134.51	118.34	107.85	107.07
经营现金流动负债比（%）	3.19	6.42	14.95	--
现金短期债务比（倍）	0.25	0.40	0.24	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计；现金类资产不含应收款项融资中的应收票据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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	
总资产收益率	(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+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持