

南山集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕1452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，确定南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“24 南山集 CP001(科创票据)”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年三月二十四日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

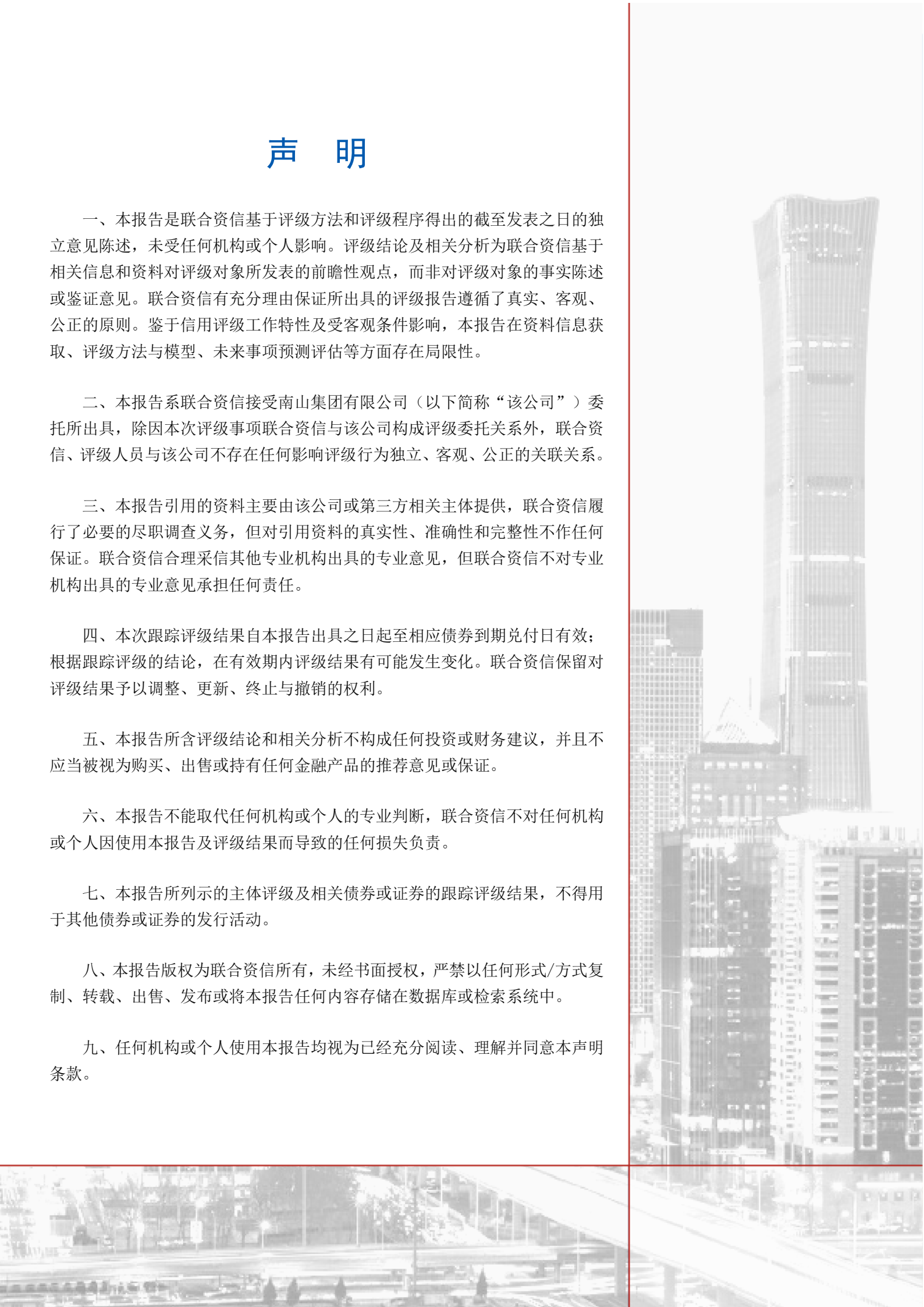
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



南山集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	本次评级结果	评级时间
南山集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/24
24 南山集 CP001（科创票据）	A-1/稳定	A-1/稳定	

评级观点

南山集团有限公司（以下简称“公司”）为以铝深加工业务为主，以纺织、天然气销售、物流运输、贸易、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业，在细分行业产业链布局、行业地位及产能利用水平等方面具备综合竞争优势，并通过大型炼化项目的投资建设逐步向石化产业拓展。2023 年，公司控股的上市子公司收入规模均有不同程度减少，但主营业务更为突出，当期综合毛利率有所增长，综合盈利指标表现非常好；伴随在建石化项目持续资本投入，公司资产规模明显扩大，综合盈利指标表现非常好；公司经营性现金保持大规模净流入，但经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，伴随在建石化项目持续资本投入，公司对筹资活动依赖程度明显加强，有息债务增量显著且短期债务规模大，公司债务负担加重；2024 年 9 月，公司 1000 万吨/年常减压产能已进入试生产，在全部在建项目效益尚未释放前，公司偿债能力指标阶段性弱化。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司在建项目资本支出规模很大，在项目完全投产和效益释放前，公司债务负担仍将加重，偿债能力指标表现或将进一步弱化。石化项目全部建成投产后，公司业务运营将更为多元，收入规模有望明显增长。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大安全、环保事故，对其生产经营造成严重负面影响；公司有色金属和石化产业相关投资投产后盈利能力明显不及预期，造成公司流动资金紧张，偿债压力明显加大等不利因素。

优势

- **公司在铝深加工和纺织业务领域具备一定优势。**作为国内运营铝深加工和纺织业务的大型综合类集团企业，公司在细分行业产业链布局、行业地位及产能利用水平等方面具备综合优势。跟踪期内，公司“再生铝保级综合利用项目”进入生产阶段，铝深加工产业链进一步完善；“超分子量聚乙烯纤维二期（3000 吨/年）”建成投产，高性能差别化锦纶长丝项目规模化试生产，纺织业务产品结构进一步优化。
- **跟踪期内，公司收入规模有所下降，但综合盈利表现仍极强。**2023 年，公司实现利润总额 55.74 亿元，营业利润率同比上升 4.53 个百分点至 22.84%；2024 年前三季度，公司营业利润率小幅提升至 23.76%。

关注

- **公司石化项目建设投资规模很大，项目未来投产及盈利情况需持续关注。**公司裕龙岛炼化一体化项目（一期）核准总投资额为 1089.00 亿元，截至 2024 年 9 月底，2#1000 万吨/年常减压产能已进入试生产，项目整体尚未施工建设完毕，仍存在持续资本支出需求；此外，考虑到原油价格波动及下游需求变化，公司在建项目存在投产及盈利不及预期等风险。
- **公司长期债务规模显著增长，同时存在大量短期债务。**受石化项目持续资本投入影响，截至 2024 年 9 月底，公司全部债务较上年底增长 23.05%至 1132.19 亿元，长期债务占比为 58.12%，债务结构较为均衡但短期债务规模大，对公司流动性管理提出较高要求。伴随裕龙岛炼化一体化项目（一期）持续资本投入，公司债务规模以及负债率或将进一步上升。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 有色金属企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 有色金属企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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
指示评级				aaa
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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动

主要财务数据

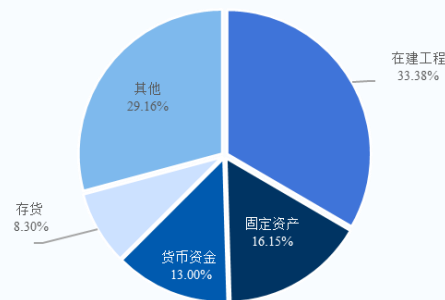
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	269.13	356.90	315.63	296.81
资产总额（亿元）	1492.82	1796.09	2250.26	2488.84
所有者权益（亿元）	844.15	992.40	1077.63	1104.68
短期债务（亿元）	420.66	459.93	454.49	474.12
长期债务（亿元）	51.36	137.74	465.63	658.07
全部债务（亿元）	472.03	597.66	920.12	1132.19
营业总收入（亿元）	550.91	607.11	422.13	338.76
利润总额（亿元）	60.45	57.71	55.74	44.67
EBITDA（亿元）	105.45	103.78	102.66	--
经营性净现金流（亿元）	59.51	117.48	67.76	-9.92
营业利润率（%）	20.62	18.31	22.84	23.76
净资产收益率（%）	5.99	5.18	4.56	--
资产负债率（%）	43.45	44.75	52.11	55.61
全部债务资本化比率（%）	35.86	37.59	46.06	50.61
流动比率（%）	106.30	109.03	104.13	112.06
经营现金流动负债比（%）	10.25	18.10	9.87	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.78	0.69	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	5.20	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.48	5.76	8.96	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	964.15	883.29	941.24	954.87
所有者权益（亿元）	470.48	494.04	521.09	526.24
全部债务（亿元）	305.29	338.76	360.83	373.55
营业总收入（亿元）	75.54	102.01	13.33	29.37
利润总额（亿元）	33.89	22.52	24.93	5.19
资产负债率（%）	51.20	44.07	44.64	44.89
全部债务资本化比率（%）	39.35	40.68	40.91	41.52
流动比率（%）	127.65	118.51	114.91	112.56
经营现金流动负债比（%）	6.42	14.95	1.91	--

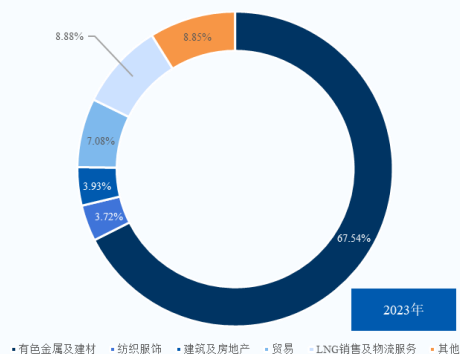
注：1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “—”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

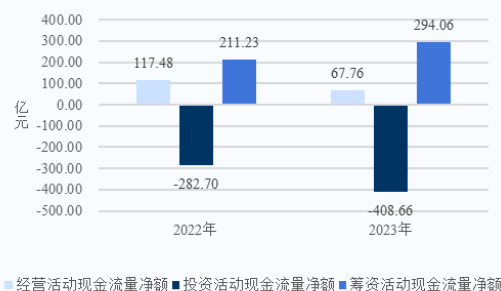
2023 年底公司资产构成



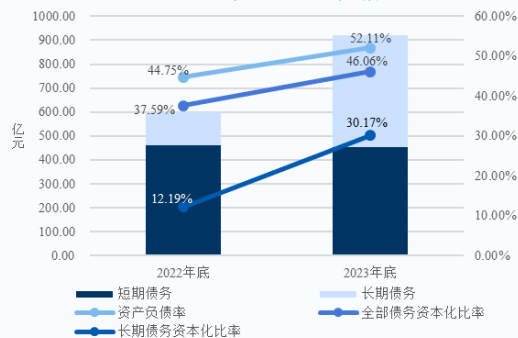
2023 年公司主要收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



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	特殊条款
24 南山集 CP001（科创票据）	8.00 亿元	8.00 亿元	2025/10/18（实际兑付日：2025/10/20）	--

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
 资料来源：Wind，联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 南山集 CP001（科创票据）	A-1/稳定	AAA/稳定	2024/09/24	李晨 牛文婧	有色金属企业信用评级方法 V4.0.202208 有色金属企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 晨 lichen@lhratings.com

项目组成员：牛文婧 niuwj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）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

公司前身系成立于 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，注册资本 10 亿元。2021 年 9 月，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，公司控股股东和实际控制人未发生变化，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”）。截至 2024 年 9 月底，公司注册资本与实收资本均为 10.00 亿元，控股股东和实际控制人均为南山村村委会，持股比例 51.00%。

跟踪期内，公司业务仍以铝深加工为主，经营范围还包括纺织、物流、贸易及房地产等多种业务，按照联合资信行业分类标准划分为有色金属行业。

公司本部内设办公室、财务部、审计部、投资管理部及法律部等职能部门（详见附件 1-2）；截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内重要子公司合计 32 家（详见附件 1-3），在编员工合计 39663 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 2250.26 亿元，所有者权益 1077.63 亿元（含少数股东权益 553.01 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 422.13 亿元，利润总额 55.74 亿元。截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 2488.84 亿元，所有者权益 1104.68 亿元（含少数股东权益 566.51 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 338.76 亿元，利润总额 44.67 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短期融资券详见下表，“24 南山集 CP001（科创票据）”募集资金已全部使用完毕，尚未到本金和利息支付日。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续短期融资券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 南山集 CP001（科创票据）	8.00	8.00	2024/10/18	1 年

资料来源：联合资信根据公司资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

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，行业周期性明显，景气度波动大且易受国际整体供需形势和政治经济局势影响。2023 年，全球地缘政治风险加剧，美联储加息持续，叠加欧美银行风险事件、美国债务上限危机以及国际局势的复杂多变，加剧了全球经济的不确定性，追求安全避险成为全球经济发展新趋势。各国央行黄金配置热潮延续以及金饰消费需求强势增长进一步提振黄金价格，美联储加息持续、通胀压力仍然存在、全球经济增速放缓以及下游需求恢复不及预期等因素导致国际大宗商品价格承压。

中国有色金属工业稳中向好态势日趋明显，光伏、风电、新能源汽车、动力及储能电池成为有色金属消费增长的主要领域。据国家统计局数据，2023 年，有色金属行业工业增加值同比增长 7.5%，增幅较工业平均水平高 2.9 个百分点；十种常用有色金属产量 7469.8 万吨，较上年增长 7.1%，首次突破 7000 万吨；行业内企业实现利润由降转增，规模以上有色金属工业企业实现利润总额 3716.1 亿元，较上年增长 23.2%；有色金属品种价格分化，主要有色金属价格中国市场强于国际市场，现货价格好于期货价格，主要常用有色金属价格波动小于新能源金属。其中，铜、铅现货均价较上年小幅上涨，同比分别增长 1.2%和 2.9%；铝价跌幅持续收窄，锌价呈下跌态势，同比分别下降 6.4%和 14.0%；电池级碳酸锂价格大幅走低，同比下跌 47.3%。

预计 2024 年全年，绿色发展将持续作为中国有色金属产业运营主基调，有色金属在房地产领域的消费或继续呈放缓态势，但光伏、风电、动力及储能电池、新能源汽车和交通工具轻量化等领域仍为有色金属消费的增长点，主要有色金属产品价格有望企稳，总体或将略有回升并于合理区间内波动。

完整版行业分析详见《2024 年有色金属行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构等方面未发生变动。

企业规模和竞争力方面，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。2023 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 197 位。公司下辖三家上市子公司，分别为南山铝业（证券代码：600219.SH）、南山智尚（证券代码：300918.SZ）和恒通股份（证券代码：603223.SH）；截至 2024 年 9 月底，公司对上述企业的股权质押情况见下表。

图表 2· 公司对下属子公司股权质押概况

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	43.73%	40.66%	融资担保
恒通股份	40.23%	75.12%	融资担保
南山智尚	67.50%	--	--

资料来源：公司提供

伴随印尼宾坦南山工业园氧化铝项目（以下简称“印尼氧化铝”）一、二期投产，截至 2024 年 9 月底，公司氧化铝产能 340 万吨/年、电解铝产能 68 万吨/年、铝板带箔与型材产能分别为 189.10 万吨/年和 32 万吨/年。公司规划完成 33.6 万吨/年电解铝产能指标转让，公司电解铝产能将下降至 48 万吨/年。公司“电力—氧化铝—电解铝—高端制造—再生铝”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。公司产业链各生产环节距离短，一体化生产流程减少中间损耗，同时拥有港口资源，具备一定成本优势。公司铝制品的生产成本主要由铝土矿、电力和煤炭构成。其中，公司氧化铝已实现自给自足，因无自有矿山，氧化铝生产所需铝土矿均需外购；南山铝业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，需向电网支付过网费用，具有电力稳定供应优势；煤炭主要采购自国能销售集团有限公司和中国中煤能源集团有限公司。同时，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；公司 10 万吨/年“再生铝保级综合利用项目”于 2024 年正式投产，符合国家“双碳”政策及减少碳排放目标。

南山智尚作为公司纺织及服饰板块运营主体，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。南山智尚现为中国精纺呢绒领域细分行业龙头，业务竞争力强。公司积极发展新材料业务，于 2023 年 8 月完成超高分子量聚乙烯纤维二期项目（3000 吨/年）的建成投产，公司拥有自有技术及相应产品，高附加值新材料产品规模有所扩大。

公司 LNG 销售及物流服务板块运营主体为恒通股份，截至 2023 年底，公司自有 LNG 运输车辆覆盖华北、华东、华南等主要天然气消费区域，并为山东省内 LNG 汽车提供配套服务；公司自有普货及液碱运输车辆，运输线路辐射山东全省。另外，公司依托在烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）新建设的 7 个生产性泊位及配套库区开展港口业务。2023 年，恒通股份将重大件码头租赁给裕龙石化使用，主要用于公司炼化项目建设所需各类海运大件设备和桩基材料的卸船作业。

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，公司下辖财务公司开展非银金融业务，投资入股全国性股份制商业银行（恒丰银行）和地方性商业银行（烟台银行）；旅游方面，公司拥有的南山旅游风景区为国家首批授予的 AAAA 级景区之一，并于 2011 年被评为国家 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；公司投资建设系列教育产业，公司创办的烟台南山学院是经国家教育部批准设立的全日制普通本科院校，于 2023 年获得 2022—2023 年度“中国民办教育百强”荣誉称号。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（中征码：3706230000186896），截至 2024 年 12 月 30 日，公司本部无未结清不良类和关注类贷款信息记录。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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在董事、监事和高级管理人员构成、法人治理结构、主要管理制度等方面均未发生重大变化，公司股东会、董事会、监事会各自行使职权，在其日常经营过程中有效运作。截至本报告出具日，公司董事、监事和高级管理人员设置符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》相关规定。

图表 3 • 公司董事、监事及高级管理人员概况

姓名	现任职务	任期起始日期	设置是否符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》相关要求	是否存在重大违纪违法情况
宋建波	董事长兼总经理	2015 年 1 月	是	否
宋日友	董事	2024 年 4 月	是	否
王玉海	董事、副总经理	2007 年 5 月	是	否
宋建岑	董事、副总经理	2015 年 1 月	是	否
赵亮	董事	2016 年 7 月	是	否
宋昌明	董事	2015 年 1 月	是	否
李洪波	董事	2024 年 4 月	是	否
宋建民	监事长	2015 年 1 月	是	否
隋美正	监事	2022 年 12 月	是	否
李美	监事	2024 年 4 月	是	否
张素萍	财务总监	2019 年 10 月	是	否

资料来源：公司提供

截至 2024 年 9 月底，公司拥有在职员工合计 39663 人。其中，从教育程度来看，公司拥有大专及以上学历员工占比为 52.41%，高中及同等学力人员占 40.01%，其他学历人员占 7.57%；按专业构成划分，公司生产人员占 63.28%，技术人员占 33.77%，管理人员占 2.94%。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司下辖上市子公司收入均有不同程度下降，但主营业务更为突出，综合毛利率有所提高；2024 年前三季度，公司有色金属及建材业务收入同比增长，毛利率回升，综合毛利率相较 2023 年全年变动不大。

跟踪期内，公司主营业务仍由有色金属及建材、纺织服饰、贸易和 LNG 销售及物流服务业务构成。受海外需求疲软，铝深加工产品量价齐降影响，2023 年，公司有色金属及建材收入同比下降 17.07%；公司调整产品结构，缩减服装产能规模，导致当期服装类收入减少，以致公司纺织服饰收入同比下降 2.72%。南山铝业与南山智尚经营相对稳定，跟踪期内盈利模式未发生重大变化，相关业务毛利率无明显波动。2023 年，受 LNG 市场价格下降以及公司转变货物运输运营模式影响，公司 LNG 销售及物流服务收入同比下降 28.76%，但毛利率明显提升；同期，公司地产业务结转部分前期项目收入，叠加建筑安装毛利率增长，建筑及地产板块业绩有所提升；贸易业务根据会计准则要求采用“净额法”确认收入，导致收入及毛利率均有显著变化；公司其他业务收入及毛利率伴随土地收储收入下降而变化。受上述因素影响，2023 年，公司营业总收入同比下降 30.47%，综合毛利率同比增加 4.93 个百分点。

2024 年前三季度，公司实现营业总收入 338.76 亿元。其中，铝产品海外需求逐步恢复，铝价整体高位运行，南山铝业印尼氧化铝项目量价齐升，带动公司有色金属及建材收入同比增长 11.80%，毛利率同比提升 4.99 个百分点；同期，南山智尚稳步经营，恒通股份收入进一步减少，公司综合毛利率为 24.84%，相较 2023 年全年变动不大。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—9 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	343.80	56.63	20.74	285.10	67.54	20.14	239.38	70.66	25.39
纺织服饰	16.15	2.66	32.81	15.71	3.72	33.86	11.53	3.40	33.19
建筑及房地产	15.32	2.52	17.52	16.61	3.93	32.38	5.21	1.54	22.65
贸易	126.23	20.79	0.54	29.87	7.08	3.81	40.63	11.99	1.11
LNG 销售及物流服务	52.60	8.66	2.95	37.47	8.88	5.52	17.21	5.08	9.94
其他	53.03	8.74	70.19	37.37	8.85	85.77	24.80	7.32	65.35
合计	607.13	100.00	19.56	422.13	100.00	24.49	338.76	100.00	24.84

注：其他板块包含旅游、教育、金融、电气、配套服务等业务
资料来源：公司提供

有色金属及建材方面，公司构建产业链清洁生产，10 万吨/年“高品质再生铝保级综合利用项目”设备已于 2024 年正式生产，所需回收来源以罐体、罐盖、汽车板生产厂工艺废料为主。公司规划建设印尼宾坦工业园年产 25 万吨电解铝和 26 万吨炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施；规划于印尼分两期扩建年产 200 万吨氧化铝及其他配套公辅设施，后续资本支出规模大且存在海外投资运营风险，待后续建成投产将有助于公司扩大海外业务规模，提升其国际竞争力。

跟踪期内，公司产品生产与销售模式未发生变化。2023 年，公司电力与铝制品直接材料成本均有下降，产品合计成本同比下降 16.45%。公司铝土矿全部境外采购，结算方式主要采用 3 个月远期信用证结算。2023 年，公司境内产能所需铝土矿仍主要采购自澳大利亚力拓公司，铝土矿进口及单一供应商依赖程度很高；印尼氧化铝产能所需铝土矿主要由 PT. QUALITY SUKSES SEJAHTERA 和 PT. SOLID TAMBANG INDONESIA 供给，境内外采购价格（不含税）涨幅分别为 6.13%和 27.67%。2024 年前三季度，公司境内产能所需铝土矿采购量同比变化不大，价格整体呈现上涨趋势，采购均价（不含税）较 2023 年全年上涨 19.16%至 454 元/吨，澳大利亚力拓公司与所罗门群岛供应商占比分别为 83.40%和 16.60%。公司生产模式以订单式生产为主，跟踪期内主要生产线产能利用率高。2023 年，受益于印尼前期在建 200 万吨/年氧化铝项目全面达产，公司氧化铝产能利用率持续提升；受电解铝指标转让影响，公司电解铝产能下降，导致产销量同步减少，原铝缺口由公司自行采购铝锭补充下游加工；因海外市场需求疲软，公司深加工产品整体量价齐降，型材与铝板带箔产能利用率均呈下降态势。2024 年前三季度，公司铝板带箔产能利用率回升，

主要产品价格较 2023 年有所增长。

图 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）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—9 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
氧化铝	340.00	294.16	86.52%	340.00	352.19	103.58%	340.00	282.68	110.85%
电解铝	81.60	82.36	100.93%	68.00	67.71	99.57%	68.00	50.84	99.68%
型材	32.00	19.95	62.34%	32.00	21.45	67.04%	32.00	13.30	55.40%
铝板带箔	189.10	193.35	102.25%	189.10	164.12	86.79%	189.10	143.50	101.18%

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；3. 2024 年前三季度产能利用率数据已经年化处理
资料来源：公司提供

图 表 6• 公司有色金属、建材业务销售情况（含税价，单位：万吨、万元/吨）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—9 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
氧化铝	297.30	101.07%	0.29	352.86	100.19%	0.29	280.60	99.26%	0.35
电解铝	89.89	109.14%	2.01	75.13	110.96%	1.86	54.84	107.87%	1.92
型材	19.42	97.34%	2.92	18.99	88.53%	2.67	13.16	98.95%	2.68
铝板带箔	19.42	100.48%	3.23	166.34	101.35%	2.68	144.54	100.72%	2.68

注：产销率基于对外销售量、对公司上下游销售量以及自用量之和的销量计算所得；氧化铝销售均价为境外产能外销量对应的销售价格；电解铝销售均价为外销价格
资料来源：公司提供

纺织服饰方面，截至 2023 年底，公司拥有面料（精纺呢绒）产能 1600 万米/年；伴随超高分子量聚乙烯纤维二期于 2023 年第三季度全线建成并投入运营，公司超高分子量聚乙烯产能增至 3600 吨/年；公司完成产品结构调整，服装（高档西服）产能规模缩减至 75 万套/年。跟踪期内，公司精纺呢绒产销率有所下降，所需羊毛仍全部为澳大利亚进口原产优质羊毛，澳洲羊毛采购均价持续下降，2023 年及 2024 年前三季度价格分别为 8.02 万元/吨和 7.58 万元/吨；公司西服按订单生产，面料主要由精纺呢绒业务提供，受产能减少影响，公司服装产销量相应下降；公司超高分子量聚乙烯纤维属于高技术密集型产品，对生产设备和工艺要求高，产品具有高品质特种防护、家纺阻燃及高耐热、高舒适性等性能，受新建产能投入运营规模扩大影响，产销量明显增长，2024 年以来基本满负荷生产，达到产销平衡状态。公司在建高性能差别化锦纶长丝项目，截至 2024 年 9 月底整体安装进度达到 50%，全面达产后可形成年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝产品，产品以其优质物理特性，满足户外运动服饰、瑜伽服、防晒服、休闲服装等多个领域的应用需求，进一步丰富公司产品结构。

图 表 7• 公司主要纺织产品产销概况（单位：万米、万套、吨）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—9 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	1414	1380	97.55%	1456	1362	93.51%	960	927	96.60%
服装（高档西服）	97	95	97.94%	80	78	97.50%	48	55	115.33%
超高纤维类	294	279	94.90%	2272	1504	66.19%	2595	2579	99.39%

资料来源：公司提供

跟踪期内，恒通股份收入构成仍以 LNG 销售和货物运输为主。2023 年，LNG 市场价格下降，公司采购成本大幅下降，LNG 销量虽有增加，但收入同比减少，毛利率有所增长；公司当期对货物运输业务进行调整，退出弱盈利的网络运输业务导致货物运输收入明显下降，毛利率回升。2024 年前三季度，公司 LNG 采销差价减少，毛利率很低；物流运输调整业务结构，收入减少但毛利率提升，恒通股份整体业务毛利率较上年有所提升。烟台港龙口港区南作业区为裕龙石化产业园建设及运营配套建设的综合性港区，公司作为该港区的建设及运营主体，拥有明显的区位及货源优势；未来，伴随园区内企业陆续进驻，将为公司带来增量货源。

图表 8 • 恒通股份业务构成概况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年 1—9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
LNG 销售	40.20	0.01%	30.50	1.13%	12.57	0.33%
货物运输	10.73	7.89%	5.02	18.03%	3.13	29.90%
其他	1.67	42.16%	1.95	42.04%	1.51	48.54%
合计	52.60	2.95%	37.47	5.52%	17.21	9.94%

资料来源：公司提供

公司经营业务多元，跟踪期内，公司加强地产板块库存去化，2023 年房地产销售面积为 21.15 万平方米，销售金额为 8.59 亿元；截至 2023 年底，公司无在建房地产项目，业务以过往项目去化为主；2023 年，公司房地产与建筑安装分别实现收入 8.09 亿元和 8.52 亿元。2024 年前三季度，公司确认房地产销售收入 0.26 亿元，因暂未达到收入确认条件而未结转收入；建筑安装业务实现收入 5.21 亿元。贸易方面，为控制经营风险，公司仅作为撮合方参与部分贸易业务，根据会计准则要求，公司因在此类模式的贸易业务中不承担主要风险及责任，仅作为代理人参与其中，故应采用“净额法”进行收入确认，导致公司 2023 年度贸易收入显著减少；2024 年前三季度，公司“全额法”确认贸易收入。公司旅游主要从事旅游景区、旅游饭店、旅游会展、出入境旅游，以及旅游纪念品销售等旅游经营业务，经营业绩较为稳定。受益于旅游业复苏，公司 2023 年文旅板块实现收入 4.47 亿元，营业利润 0.82 亿元。公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司和租赁公司等多家金融机构，并投资股份制商业银行。截至 2024 年 9 月底，公司分别持有恒丰银行 2.35% 股权，持有烟台银行 34.83% 股权，持股比例相较于去年底未发生变动，所持股权均未进行质押。

公司持续大规模资本支出，石化在建项目尚未投产，占用公司大量资金；另外，公司存货中沉淀的地产项目以及金融板块相关投资亦影响公司经营效率指标。2023 年，公司资产规模扩大但收入同比减少，应收类款项有所增长，存货规模有所下降，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 5.74 次、1.69 次和 0.21 次，同比均有所下降。

2 未来发展

公司经营思路与发展战略清晰，在建工程稳步推进；裕龙岛炼化一体化项目（一期）为公司现阶段重点项目，截至 2024 年 9 月底，2#1000 万吨/年常减压产能已进入试生产，项目整体尚未施工建设完毕，未来投产及盈利情况需持续关注。

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。在建项目方面，截至 2024 年 9 月底，公司主要在建项目规划总投资为 1193.93 亿元，累计已投资 978.96 亿元，尚需投资 214.97 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，项目投资规模很大，资金来源为股东出资（占 34.89%）及银团贷款（占 65.11%），公司资本金投入已全部到位。公司于 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。裕龙岛炼化一体化项目（一期）投资规模很大，公司在中短期内将面临持续的资本支出需求。2024 年 9 月，公司 2#1000 万吨/年常减压系列已进入试生产，计划 2025 年上半年投产 1#乙烯；预计 1#1000 万吨/年常压系列和 2#乙烯将于 2025 年下半年投产。同时，考虑到原油价格波动及下游需求变化，公司在建项目投产后存在盈利不及预期的风险。

图表 9 • 截至 2024 年 9 月底公司主要在建工程概况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	自有资金	已投资金额	预计投资		
				2024 年	2025 年	2026 年
裕龙岛炼化一体化项目（一期）	1089.00	380.00	919.65	55.88	113.47	--
高品质再生铝保级综合利用项目	3.30	3.30	3.06	0.23	0.01	--
高端轻量化铝板带项目	18.87	18.87	8.12	1.04	2.5	7.21
年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目	14.99	4.99	9.78	4.59	0.62	--
烟台港龙口港南作业区 1#~3#通用泊位工程、	37.09	8.79	16.78	9.06	3.35	7.90

6#~7#液体化工泊位工程、10#~11#液化品及油品泊位工程项目						
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目二期	30.68	30.68	21.57	9.11	--	--
合计	1193.93	446.63	978.96	79.91	119.95	15.11

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2023 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均出具标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年前三季度财务报表未经审计。

公司会计政策连续，于 2023 年应用《企业会计准则解释第 16 号》。公司存在多项前期差错更正，但对整体财务数据无重大影响，本报告 2022 年财务数据采用公司 2023 年期初数。

合并范围方面，2023 年，公司投资新设子公司 2 家；注销子公司 2 家；当期南山铝业与恒通股份分别处置旗下子公司山东宏山航空锻造有限责任公司和一点科技有限公司；2024 年前三季度，公司注销了烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司，投资设立了南山酒店管理（长春）有限公司和龙口市南山园林绿化有限公司。截至 2024 年 9 月底，公司合并范围内重要子公司合计 32 家。整体看，合并范围变动对公司主营业务影响较小，公司财务数据可比。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，伴随在建石化项目持续资本投入，公司资产规模明显扩大；公司货币资金受限比例较高，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。

跟踪期内，石化项目持续建设资金投入带动公司资产总额明显增长，资产结构仍以非流动资产为主且所占比重明显提升。公司货币资金受经营性收支、石化项目银团贷款放款进度以及其他投融资行为等综合因素影响，跟踪期内规模有所波动，截至 2023 年底受限率为 43.63%，货币资金受限比例较高；公司应收账款集中度相对较低，增量主要源自南山铝业应收款的增长，账龄以 1 年以内为主（2023 年底占 81.87%），公司计提坏账 4.15 亿元，计提比例较年初上升 1.63 个百分点；公司其他应收款仍主要由单位往来款项构成，部分款项账龄较长，公司计提坏账 4.25 亿元，计提比例较年初上升 3.90 个百分点；受产品量价影响，公司存货小幅减少；其他流动资产主要为待抵扣进项税额和预交税款，跟踪期内，受石化项目持续采购炼化及配套设备影响，公司其他流动资产快速增长；公司固定资产金额受累计折旧及处置部分机器设备影响而有所下降，截至 2023 年底成新率为 56.66%；公司在建工程因石化项目资本投入而显著增长；无形资产因土地使用权增加而增长；其他非流动资产主要为裕龙石化和南山铝业预付设备及工程款，跟踪期内伴随项目进展而有所波动。截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额较上年底增长 10.60%，资产结构及主要构成较上年底变化不大。其中，存货因裕龙石化为炼油产能投产储备的原油增加而较上年底增长 18.79%，其他流动资产伴随待抵扣进项税额增加较上年底增长 28.65%，在建工程因裕龙岛炼化一体化项目（一期）持续建设投入较上年底增长 22.61%。

图表 10 • 公司资产构成概况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	707.56	39.39	715.08	31.78	787.93	31.66
货币资金	333.19	18.55	292.56	13.00	278.74	11.20
存货	190.95	10.63	186.80	8.30	221.90	8.92
其他应收款	51.62	2.87	55.02	2.45	52.40	2.11
其他流动资产	30.68	1.71	87.10	3.87	112.05	4.50
非流动资产	1088.53	60.61	1535.18	68.22	1700.91	68.34
固定资产	373.34	20.79	364.38	16.19	370.44	14.88
在建工程	278.31	15.50	764.20	33.96	937.01	37.65
无形资产	135.24	7.53	136.24	6.05	141.36	5.68

其他非流动资产	137.89	7.68	85.95	3.82	75.25	3.02
资产总额	1796.09	100.00	2250.26	100.00	2488.84	100.00

注：固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资，其他应收款含应付利息与应付股利
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年底，公司资产受限情况如下表所示。

图表 11 • 截至 2023 年底公司受限资产概况

受限资产	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	127.63	5.67	票据保证金、保函保证金、信用证保证金、3 个月以上定期存款等
存货	3.09	0.14	用于借款抵押
长期股权投资	118.10	5.25	用于借款质押
投资性房地产	13.79	0.61	用于借款抵押
固定资产	15.97	0.71	用于借款抵押
无形资产	75.72	3.36	银行借款抵押、开立银行承兑汇票抵押
应收账款	0.04	*	应收账款保理
应收票据	5.17	0.23	用于办理票据业务、用于背书、贴现的票据未到期
合计	359.51	15.98	--

注：数据过大或过小以“*”标示
 资料来源：公司提供

（2）资本结构

跟踪期内，伴随经营积累以及石化项目少数股东资本金逐步到位，公司所有者权益呈增长态势但权益稳定性仍弱；受石化项目持续资本投入影响，公司债务负担显著加重。公司石化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要求。

截至 2023 年底，公司所有者权益 1077.63 亿元，较年初增长 8.59%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.68%，少数股东权益占比为 51.32%。在所有者权益中，实收资本与资本公积合计仅占 1.90%，未分配利润占 41.82%，公司所有者权益结构稳定性仍弱。截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益 1104.68 亿元，较上年底增长 2.51%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；权益结构较上年底变化不大。

跟踪期内，公司负债结构相对均衡，伴随大规模在建项目资金持续投入，公司长期借款余额显著增加带动负债规模明显扩大。公司短期借款规模跟踪期内变动不大，应付票据金额小幅下降；公司应付账款账龄集中于 1 年以内，应付采购款及工程设备款的增加导致应付账款明显增长；公司其他应付款仍主要由单位往来款项构成，跟踪期内往来款规模有所下降，应付股利金额明显增加；石化项目银团放款及长期债券发行带动公司长期借款与应付债券金额明显增加，导致公司长期债务显著增长。截至 2023 年底，公司全部债务较年初增长 53.95%至 920.12 亿元，长期债务占比显著上升 27.56 个百分点至 50.61%，公司债务结构相对均衡，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年初提高 7.36 个百分点、8.47 个百分点和 17.98 个百分点。截至 2024 年 9 月底，受长期债务规模持续扩大影响，公司全部债务较上年底增长 23.05%至 1132.19 亿元，长期债务所占比重上升至 58.12%，公司债务结构相对均衡；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 55.61%、50.61%和 37.33%，较上年底分别提高 3.50 个百分点、4.56 个百分点和 7.16 个百分点，公司债务负担持续加重。

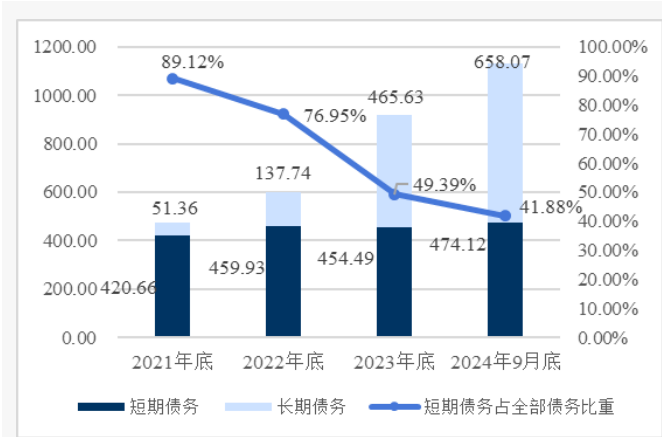
图表 12 • 公司负债构成概况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	648.96	80.75	686.69	58.56	703.16	50.80
短期借款	236.66	29.45	237.00	20.21	290.23	20.97
应付票据	158.06	19.67	152.48	13.00	117.16	8.46
应付账款	59.42	7.39	122.56	10.45	117.14	8.46
其他应付款	46.33	5.77	36.85	3.14	36.17	2.61
一年内到期的非流动负债	27.40	4.22	20.89	1.78	44.12	3.19

非流动负债	154.74	19.25	485.94	41.44	681.00	49.20
长期借款	97.03	12.07	402.54	34.33	605.37	43.74
应付债券	18.45	2.30	43.42	3.70	31.78	2.30
负债总额	803.70	100.00	1172.63	100.00	1384.17	100.00

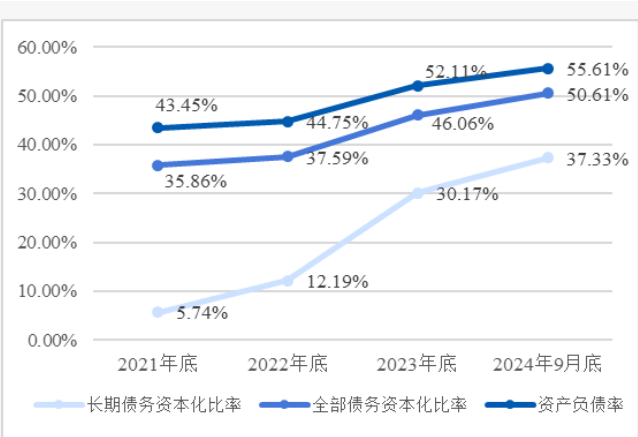
注：其他应付款含应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 13 • 公司有息债务概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 14 • 公司主要债务指标概况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

（3）盈利能力

公司盈利指标表现佳，但 2023 年经营业绩同比有所下降，以资产处置收益为主的非经常性损益对公司利润有一定贡献，但不具有可持续性。

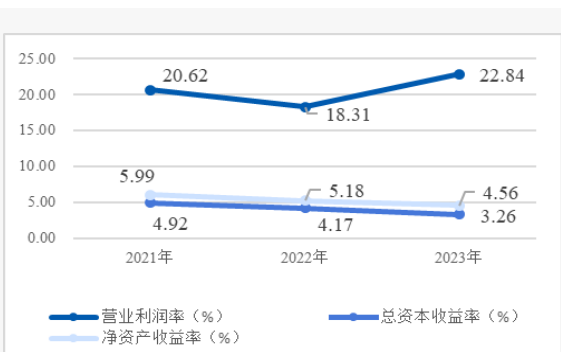
2023 年，受主要业务板块收入下降以及贸易净额法确认收入影响，公司实现营业总收入 422.13 亿元，同比大幅下降 30.47%；同期营业成本为 318.55 亿元，同比大幅下降 34.76%；公司费用总额同比小幅下降 3.33%至 50.40 亿元，除财务费用有所增长之外，公司其余费用均有压降，但期间费用率受收入下降影响而增至 11.94%，期间费用对公司整体利润造成一定侵蚀。2023 年，公司其他收益主要由收益性政府补助、资产性政府补助和先进制造企业进项税加计扣除构成，处置长期股权投资产生的投资收益同比有所增加，资产处置收益受电解铝产能指标转让而增长，非经常性收益合计占公司当期营业利润的 38.60%；同期，公司资产减值损失与信用减值损失同比均有减少，但合计损失仍较大。综合上述影响，2023 年，公司利润总额 55.74 亿元，同比下降 3.42%，非经常性损益对公司利润有一定贡献，但不具有可持续性，公司整体盈利指标表现佳。

图表 15 • 公司 2023 年非经常性损益概况

项目	金额（亿元）	占营业利润/比重
资产减值损失	-4.60	-8.38%
信用减值损失	-4.99	-9.09%
投资收益	2.08	3.79%
其他收益	10.22	18.62%
资产处置收益	7.03	12.81%
营业外收入-营业外支出	0.84	1.53%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 16 • 公司盈利指标概况



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 338.76 亿元，同比下降 12.93%（上年同期“全额法”确认贸易收入）；利润总额 44.67 亿元（其他收益 2.54 亿元），同比增长 25.43%；当期营业利润率为 23.76%，同比增长 6.13 个百分点。

（4）现金流

跟踪期内，公司经营获现能力仍强但收入实现质量明显下降，叠加投资资金支出显著加大，自身经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，公司对筹资活动依赖程度明显加深。

2023 年，公司主营业务收入同比减少，现金收入比同比明显下降，导致公司经营活动现金流入量减少，当期经营活动现金流量净额同比大幅下降 42.32%。同期，受石化项目建设投资支出影响，公司投资活动现金流出量显著增加，叠加经营现金需求及债务滚动清偿，公司对筹资现金流入依赖程度非常高。2024 年前三季度，裕龙石化为炼油产能投产而储备原油导致经营活动流出增加，公司经营活动现金转为净流出。

图表 17 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	654.60	563.89	425.17
经营活动现金流出小计	537.12	496.13	435.09
经营活动现金流量净额	117.48	67.76	-9.92
投资活动现金流入小计	35.59	71.45	32.15
投资活动现金流出小计	318.30	480.12	263.22
投资活动现金流量净额	-282.70	-408.66	-231.07
筹资活动前现金流量净额	-165.22	-340.90	-240.99
筹资活动现金流入小计	648.82	953.55	633.70
筹资活动现金流出小计	437.59	659.49	390.03
筹资活动现金流量净额	211.23	294.06	243.67
现金收入比（%）	101.62	85.69	97.78

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

有息债务增量显著导致公司偿债能力指标明显弱化，公司综合偿债指标表现仍很好，但投资石化项目资本支出规模很大，有息债务快速增长，在项目投产和效益释放前，公司偿债能力指标表现或仍将进一步减弱。

从短期偿债能力指标看，2023 年，公司流动资产对流动负债的保障程度有所减弱；短期债务略有增长，现金类资产下降，经营活动现金流量净额减少，导致公司短期偿债指标趋弱。同期，受石化项目融资影响，公司全部债务显著增加，长期偿债指标明显弱化。

图表 18 • 公司偿债能力指标概况

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	106.30	109.03	104.13
	速动比率（%）	74.26	79.61	76.93
	经营现金流动负债比（%）	10.25	18.10	9.87
	经营现金/短期债务（倍）	0.14	0.26	0.15
	现金类资产/短期债务（倍）	0.64	0.78	0.69
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	105.45	103.78	102.66
	全部债务/EBITDA（倍）	4.48	5.76	8.96
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.20	0.07
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	5.20	3.51
	经营现金/利息支出（倍）	2.94	5.88	2.32

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

或有负债方面，截至 2024 年 9 月底，公司子公司龙口市南山融资担保有限公司对外担保额 0.97 亿元，不良率约 12.7%，不良项目已全部进入法院诉讼阶段；除此之外，联合资信未发现公司存在其他重大未决涉诉及对外担保。

截至 2024 年 9 月底，公司获得的境内外银行授信额度合计 1611.48 亿元，未使用额度 594.97 亿元；同时，公司控股的多家上市企业具备直接融资条件，公司备用信用充裕。

3 公司本部主要变化情况

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，自身收入和盈利较弱，对筹资现金流入依赖度高，但考虑到公司本部整体债务负担尚可，其控股的财务公司以及持有大量上市公司股权可对其流动性形成较好的支撑。

2023 年，公司本部分别对 NANSHAN GROUP SINGAPORE CO. PTE. LTD、财务公司、裕龙石化和恒通股份进行增资，长期股权投资增长带动公司本部资产规模扩大；同期，受发行债券及未分配利润增长影响，公司本部负债与权益均有增加。截至 2023 年底，公司本部资产总额 941.24 亿元（其中货币资金 60.24 亿元），较年初增长 6.56%；负债总额较年初增长 7.94%至 420.16 亿元，所有者权益较年初增长 5.48%至 521.09 亿元。2023 年，公司本部有息债务小幅增长，受益于权益增加，本部财务杠杆变动不大，整体债务负担适中。截至 2023 年底，公司本部资产负债率与全部债务资本化比率分别为 44.64%和 40.91%。

2023 年，贸易业务“净额法”确认收入后，公司本部营业总收入同比大幅下降至 13.33 亿元，当期投资收益与其他收益分别为 9.67 亿元和 6.38 亿元，利润总额同比增长 10.70%至 24.93 亿元。同期，现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为 6.34 亿元，投资活动现金流净额-22.38 亿元，筹资活动现金流净额为 21.18 亿元。

（五）ESG 方面

公司控股的业务运营主体有序推进其 ESG 管治工作，公司整体 ESG 表现尚可，对其持续经营无显著不利影响。

南山铝业作为公司有色金属及建材业务板块运营主体，持续推进 ESG 管治工作，完善 ESG 管理架构；在 ESG 委员会下设安全环保工作组，由应急管理部负责进行三废排放、生命周期评价、绿色制造的管控，实施 ISO 14001 环境体系管理；南山铝业组织实施了 ISO 50001 能源体系、ISO 14064 温室气体、ISO 14067 产品碳足迹、CDP 气候变化问卷等关于应对气候变化、节能减碳相关事务，于 2023 年获得 CDP（Carbon Disclosure Project）“B”级管理评价。同时，南山铝业为国内首家通过 ASI 绩效标准（Performance Standard）和监管链标准（Flow of Chain of Custody）双标准认证的铝产业链企业，各下属公司获得了 ISO 9001 质量管理体系、IATF 16949 汽车质量管理体系、AS 9100 航空航天管理体系、ISO/TS22163 铁路系统质量管理体系等多项质量管理体系认证。

南山智尚被列为 2023 年烟台市水环境重点排污单位名录，全年生产无超标排放情况出现；染整车间及染色车间的生产废水，废水处理满足《纺织染整工业水污染物排放标准》，洗毛废水处理满足《毛纺工业水污染物排放标准》；南山智尚持续建立健全环境污染事故应急机制，所编制的《山东南山智尚科技股份有限公司突发环境事件应急预案》在 2023 年于烟台市生态环境局龙口分局完成备案。

2023 年，南山铝业获评新财富全国最佳上市公司、中国专利银奖，南山智尚获评全国工业产品绿色设计示范企业；公司助力龙口市经济发展，公司及下属单位 2023 年在龙口市税务局实际缴纳额于区域内企业中排名第一位。

七、债券偿还风险分析

本报告所跟踪的存续期短期融资券为“24 南山集 CP001(科创票据)”，本金合计 8.00 亿元。2023 年，公司现金类资产对“24 南山集 CP001(科创票据)”余额的覆盖倍数极高，经营现金对其余额的覆盖倍数很高。截至 2025 年 3 月 20 日，公司将于 2025 年到期的存续债券余额（含回售）57.67 亿元，公司 2023 年经营活动现金流和 EBITDA 对相关债券余额保障能力强。

图表 19 • 本期债项偿还能力测算

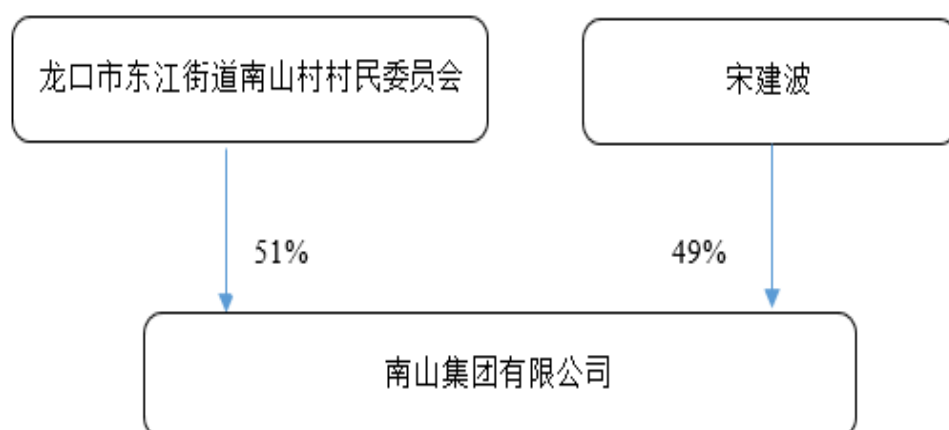
项目	2023 年
本报告所跟踪债券余额	8.00
现金类资产/本报告所跟踪债券余额（倍）	39.45
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	8.47
2025 年到期存续债券余额（含回售）	57.67
经营现金流入/2025 年到期存续债券余额（倍）	9.78
经营现金/2025 年到期存续债券余额（倍）	1.18
2025 年到期存续债券余额/EBITDA（倍）	0.56

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

八、评级结论

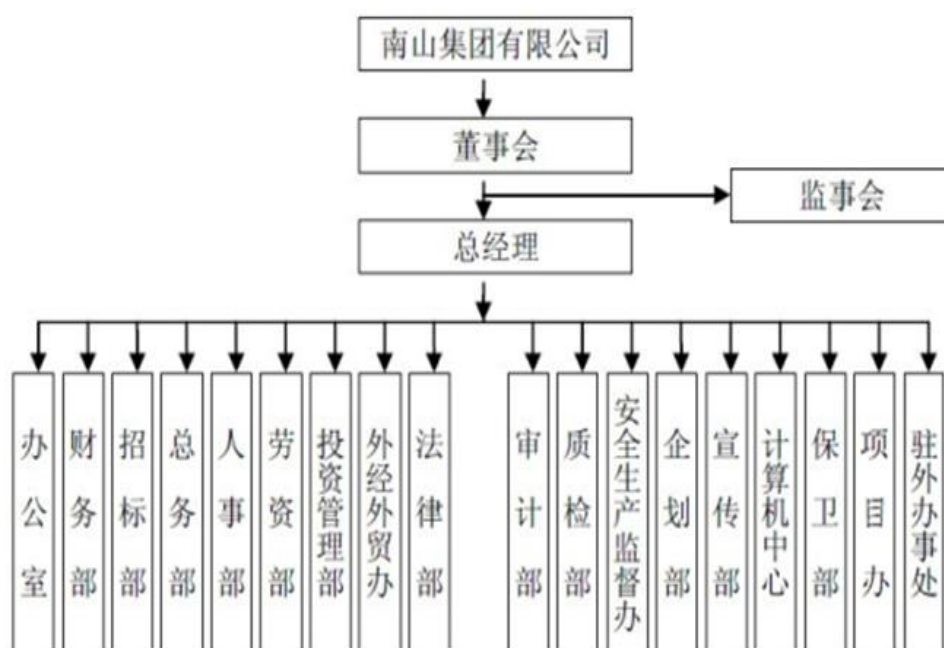
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 南山集 CP001(科创票据)”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司概况（截至 2024 年 9 月底，单位：亿元）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本	持股比例	
					直接	间接
1	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%
2	南山集团财务有限公司	山东省龙口市	金融业	21.90	69.15%	30.85%
3	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%	--
4	山东怡力电业有限公司	山东省龙口市	制造业	1.50	100%	--
5	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%	--
6	南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	旅游业	3.61	100%	--
7	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%	--
8	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%
9	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%	--
10	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%	--
11	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%	--
12	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%	--
13	南山集团资本投资有限公司	北京市	资本市场服务	10.00	100%	--
14	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%	--
15	上海鲁润资产管理有限公司	上海市	金融业	3.01	100%	--
16	Nanshan Group Singapore Co.Pte Led	新加坡	综合	3.18（新加坡元）	100%	--
17	上海胶润国际贸易有限公司	上海市	贸易	0.10	100%	--
18	龙口祥瑞达投资有限公司	山东省龙口市	金融业	0.30	100%	--
19	山东裕龙石化有限公司	山东省龙口市	制造业	380.00	51%	--
20	龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	2.00	100%	--
21	青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	10.00	100%	--
22	龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	1.00	100%	--
23	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	7.14	40.23%	--
24	南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	2.00	100%	--
25	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%	--
26	上海胶福国际贸易有限公司	上海市	贸易	0.50	100%	--
27	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%	--
28	上海耀华石油有限公司	上海市	批发业	10.00	100%	--
29	南山龙源（北京）商贸有限公司	北京	零售业	0.05	100%	--
30	NANSHAN GROUP INDONESIA	印度尼西亚	投资	1140.00（印尼盾）	100%	--
31	南山酒店管理（长春）有限公司	吉林省长春市	酒店管理；会议及展览服务	0.10	100%	--
32	龙口市南山园林绿化有限公司	山东省烟台市	园林绿化工程施工等	0.05	100%	--

注：截至本报告出具日，上述企业信息或有变动
 资料来源：公司提供

附件 1-4 评级报告中所涉及的简称含义

简称	名称
南山铝业	山东南山铝业股份有限公司
南山智尚	山东南山智尚科技股份有限公司
恒通股份	恒通物流股份有限公司
裕龙石化	山东裕龙石化有限公司
恒丰银行	恒丰银行股份有限公司
烟台银行	烟台银行股份有限公司
财务公司	南山集团财务有限公司

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	269.13	356.90	315.63	296.81
应收账款（亿元）	44.18	49.34	54.83	66.05
其他应收款（亿元）	75.43	51.04	54.71	52.16
存货（亿元）	186.06	190.95	186.80	221.90
长期股权投资（亿元）	53.06	53.51	68.37	68.87
固定资产（亿元）	398.70	372.18	363.50	/
在建工程（亿元）	147.13	275.35	751.21	/
资产总额（亿元）	1492.82	1796.09	2250.26	2488.84
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	366.53	497.94	553.01	566.51
所有者权益（亿元）	844.15	992.40	1077.63	1104.68
短期债务（亿元）	420.66	459.93	454.49	474.12
长期债务（亿元）	51.36	137.74	465.63	658.07
全部债务（亿元）	472.03	597.66	920.12	1132.19
营业总收入（亿元）	550.91	607.11	422.13	338.76
营业成本（亿元）	430.41	488.29	318.55	254.39
其他收益（亿元）	5.73	7.20	10.22	2.54
利润总额（亿元）	60.45	57.71	55.74	44.67
EBITDA（亿元）	105.45	103.78	102.66	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	453.13	616.92	361.70	331.24
经营活动现金流入小计（亿元）	473.91	654.60	563.89	425.17
经营活动现金流量净额（亿元）	59.51	117.48	67.76	-9.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.92	-282.70	-408.66	-231.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	-24.59	211.23	294.06	243.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.56	9.25	5.74	--
存货周转次数（次）	2.45	2.59	1.69	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.37	0.21	--
现金收入比（%）	82.25	101.62	85.69	97.78
营业利润率（%）	20.62	18.31	22.84	23.76
总资本收益率（%）	4.92	4.17	3.26	--
净资产收益率（%）	5.99	5.18	4.56	--
长期债务资本化比率（%）	5.74	12.19	30.17	37.33
全部债务资本化比率（%）	35.86	37.59	46.06	50.61
资产负债率（%）	43.45	44.75	52.11	55.61
流动比率（%）	106.30	109.03	104.13	112.06
速动比率（%）	74.26	79.61	76.93	80.50
经营现金流动负债比（%）	10.25	18.10	9.87	--
现金短期债务比（倍）	0.64	0.78	0.69	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	5.20	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.48	5.76	8.96	--

1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；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. “—”表示指标不适用，“/”表示相关数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	106.90	67.15	69.52	82.54
应收账款（亿元）	1.71	1.41	4.68	4.45
其他应收款（亿元）	425.51	273.69	276.99	283.21
存货（亿元）	42.19	33.89	29.12	29.52
长期股权投资（亿元）	279.90	409.70	464.35	458.00
固定资产（亿元）	/	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/	/
资产总额（亿元）	964.15	883.29	941.24	954.87
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	470.48	494.04	521.09	526.24
短期债务（亿元）	265.08	280.39	283.96	312.58
长期债务（亿元）	40.21	58.37	76.87	60.97
全部债务（亿元）	305.29	338.76	360.83	373.55
营业总收入（亿元）	75.54	102.01	13.33	29.37
营业成本（亿元）	60.32	78.03	0.77	27.66
其他收益（亿元）	4.31	5.62	6.38	0.03
利润总额（亿元）	33.89	22.52	24.93	5.19
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	82.23	116.89	1.60	31.81
经营活动现金流入小计（亿元）	92.96	125.99	135.88	110.36
经营活动现金流量净额（亿元）	29.10	47.54	6.34	1.02
投资活动现金流量净额（亿元）	49.18	-90.92	-22.38	21.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	-47.51	-12.58	21.18	-21.92
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.08	17.25	1.65	--
存货周转次数（次）	1.49	2.05	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.11	0.01	--
现金收入比（%）	108.86	114.59	11.99	108.30
营业利润率（%）	19.81	23.35	92.86	5.20
总资本收益率（%）	4.50	2.85	2.92	--
净资产收益率（%）	7.20	4.60	4.38	--
长期债务资本化比率（%）	7.87	10.57	12.86	10.38
全部债务资本化比率（%）	39.35	40.68	40.91	41.52
资产负债率（%）	51.20	44.07	44.64	44.89
流动比率（%）	127.65	118.51	114.91	112.56
速动比率（%）	118.34	107.85	106.12	104.28
经营现金流动负债比（%）	6.42	14.95	1.91	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.24	0.24	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司本部现金类资产不含应收款项融资中的应收票据；3. “—”表示指标不适用，“/”表示相关数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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	(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	
营业总收入年复合增长率	
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+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 短期债券信用等级设置及含义

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

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
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

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