

南山集团有限公司

2024 年度第一期短期融资券

（科创票据）

信用评级报告

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〔2024〕9251号

联合资信评估股份有限公司通过对南山集团有限公司及其拟发行的2024年度第一期短期融资券（科创票据）的信用状况进行综合分析和评估，确定南山集团有限公司主体长期信用等级为AAA，南山集团有限公司2024年度第一期短期融资券（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

二〇二四年九月二十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

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。

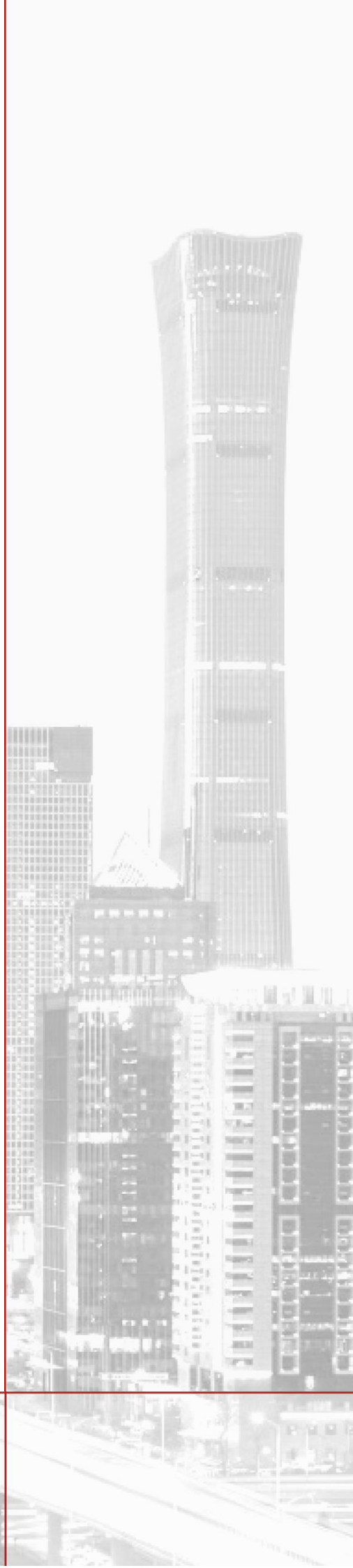
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、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

2024 年度第一期短期融资券（科创票据）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	A-1/稳定	2024/09/24

债项概况 本期债项基础发行金额为 0 亿元，发行金额上限为 10 亿元，期限为 1 年；无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及利息；本期债项募集资金拟用于偿还公司本部及子公司有息债务。

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。公司近年营业总收入及利润总额有所下降。2023 年，公司控股的上市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，在建项目效益尚未释放前，公司偿债能力指标阶段性弱化。本期债项发行规模对公司现有债务结构影响小；公司经营活动现金流和现金类资产对本期债项发行后短期债务的保障程度较高。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 未来，公司在建项目资本支出规模很大，在项目投产和效益释放前，公司债务负担仍将加重，偿债能力指标表现或仍将进一步减弱。待石化项目顺利建成投产，公司业务运营将更为多元，收入规模有望大幅增长。

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项目无法按期投产，或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。

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。2023 年以来，公司“再生铝保级综合利用项目”部分设备进入试生产阶段，铝深加工产业链进一步完善；“超高分子量聚乙烯纤维二期（3000 吨/年）”建成投产，纺织业务产品结构进一步优化。
- **公司近年来经营业绩良好，综合盈利指标表现极强，经营性现金维持大规模净流入。**2021—2023 年，公司经营性净现金流入量年均复合增长 6.71%，营业利润率波动上升。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%，同期经营活动现金净流入 67.76 亿元，经营现金流表现佳。
- **公司回笼资金效果明显。**2021 年，公司通过处置股权及固定资产等方式回笼资金，投资活动现金流入量达 135.79 亿元；2022 年，公司回笼往来款项，其他应收款较上年底大幅下降 30.10%；2023 年，公司投资活动现金流入量合计 71.45 亿元。

关注

- **公司石化项目建设投资规模大，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，该项目处于施工建设阶段，存在持续大额资本支出需求；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 2023 年底，公司全部债务较年初增长 53.95%至 920.12 亿元，长期债务占比为 50.61%，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：无变动。

外部支持变动说明：不涉及。

主要财务数据

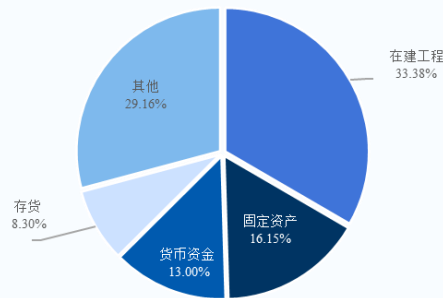
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	269.13	356.90	315.63	356.22
资产总额（亿元）	1492.82	1796.09	2250.26	2342.13
所有者权益（亿元）	844.15	992.40	1077.63	1076.12
短期债务（亿元）	420.66	459.93	454.49	444.92
长期债务（亿元）	51.36	137.74	465.63	576.00
全部债务（亿元）	472.03	597.66	920.12	1020.92
营业总收入（亿元）	550.91	607.11	422.13	93.97
利润总额（亿元）	60.45	57.71	55.74	11.01
EBITDA（亿元）	105.45	103.78	102.66	--
经营性净现金流（亿元）	59.51	117.48	67.76	12.23
营业利润率（%）	20.62	18.31	22.84	22.85
净资产收益率（%）	5.99	5.18	4.56	--
资产负债率（%）	43.45	44.75	52.11	54.05
全部债务资本化比率（%）	35.86	37.59	46.06	48.68
流动比率（%）	106.30	109.03	104.13	114.26
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	0.80
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 3 月
资产总额（亿元）	964.15	883.29	941.24	965.47
所有者权益（亿元）	470.48	494.04	521.09	524.95
全部债务（亿元）	305.29	338.76	360.83	385.69
营业总收入（亿元）	75.54	102.01	13.33	1.19
利润总额（亿元）	33.89	22.52	24.93	3.90
资产负债率（%）	51.20	44.07	44.64	45.63
全部债务资本化比率（%）	39.35	40.68	40.91	42.35
流动比率（%）	127.65	118.51	114.91	118.29
经营现金流动负债比（%）	6.42	14.95	1.91	--

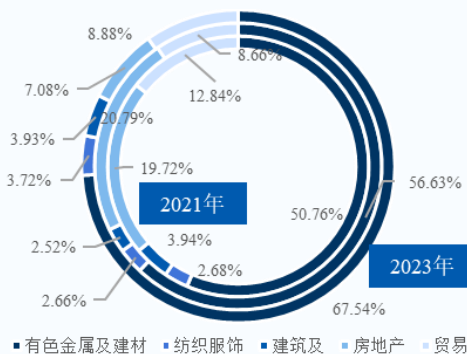
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “—”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

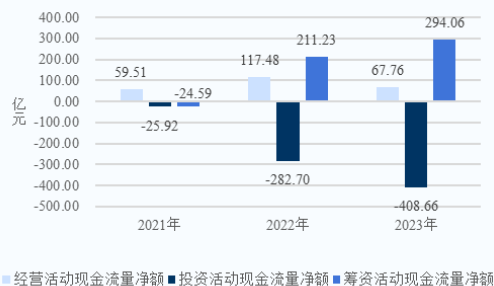
2023 年底公司资产构成



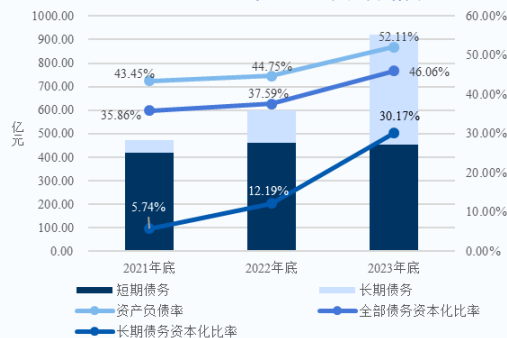
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/08/09	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
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均无版本号

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、主体概况

南山集团有限公司（以下简称“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 3 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%。

公司业务以铝深加工为主，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 2023 年底，公司合并范围内重要子公司合计 31 家（详见附件 1-3）；截至 2024 年 3 月底，公司在编员工合计 39538 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 3 月底，公司合并资产总额 2342.13 亿元，所有者权益 1076.12 亿元（含少数股东权益 548.78 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 93.97 亿元，利润总额 11.01 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。

二、本期债项概况

公司拟发行“南山集团有限公司 2024 年度第一期短期融资券（科创票据）”（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行金额为 0 亿元，发行金额上限为 10 亿元，期限为 1 年；无担保；本期债项按年付息，到期一次性偿还本金及利息；本期债项募集资金用于偿还公司本部及子公司有息债务。

三、主体长期信用状况

公司经营业务多元，在铝深加工、纺织及 LNG 销售业务方面产业链完整，整体经营多元化发展。公司近年境外氧化铝产能大幅提升，境内规划完成 33.6 万吨电解铝产能指标转让，同时新建再生铝产能，公司铝产业链产能布局有所调整，整体抗风险能力强。公司主要收入来源为以铝加工为主的有色金属及建材业务，近年来营业总收入呈下降态势但主营业务更为突出，公司综合毛利率有所提高。

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。公司法人治理结构基本健全，管理模式基本满足目前业务运营需要。近年来，公司经营规模扩张速度快，多元化的经营格局和不断增加的经营主体对内部管理和决策水平提出更高要求。

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。公司主营业务为有色金属及建材、纺织服饰、LNG 销售与物流服务，运营主体为公司下辖的三家上市子公司，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），另有部分贸易及其他业务作为收入补充，近年来公司营业总收入波动下降，综合毛利率波动上升。

伴随印尼宾坦南山工业园氧化铝项目一、二期投产，截至 2024 年 3 月底，南山铝业氧化铝产能 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。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。恒通股份作为公司 LNG 销售及物流服务板块运营主体，主营 LNG 销售和货物运输业务，另外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。公司经营业务多元，地产已无在建项目，存量项目近年持续去化中；贸易、旅游、金融及教育等其他业务经营较为稳定，为公司收入提供补充。

有色金属及建材业务毛利率取决于产品销售价格与当期生产成本水平，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%；同期公司调整产品结构，缩减服装产能规模，导致当期服装类收入减少，以致当期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，近年来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，公司房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%，综合毛利率同比提高 4.93 个百分点。2024 年一季度，南山铝业与南山智尚业务收入于公司营业总收入中占比进一步提升，有色金属及建材与纺织服饰合计收入占公司营业总收入 80% 以上，公司主业进一步突出；当期营业总收入同比下降 17.96%，降幅较 2023 全年有所收窄；利润总额同比大幅增长 43.72%，公司综合毛利率为 23.97%。

图表 1 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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 (%)
有色金属及建材	279.64	50.76	24.83	343.80	56.63	20.74	285.10	67.54	20.14	71.66	76.26	23.05
纺织服饰	14.75	2.68	33.60	16.15	2.66	32.81	15.71	3.72	33.86	3.54	3.77	32.05
建筑及房地产	21.69	3.94	24.28	15.32	2.52	17.52	16.61	3.93	32.38	2.89	3.08	30.24
贸易	108.61	19.72	0.68	126.23	20.79	0.54	29.87	7.08	3.81	3.43	3.65	3.68
LNG 销售及物流服务	70.75	12.84	3.32	52.60	8.66	2.95	37.47	8.88	5.52	6.60	7.02	8.16
其他	55.46	10.07	67.63	53.03	8.74	70.19	37.37	8.85	85.77	5.84	6.22	56.92
合计	550.91	100.00	21.83	607.13	100.00	19.56	422.13	100.00	24.49	93.97	100.00	23.97

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

截至 2024 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 1257.78 亿元，累计已投资 913.24 亿元，尚需投资 344.54 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）作为公司现阶段重点项目，未来投产及盈利情况需持续关注。

经联合资信综合评定，公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1 资产流动性分析

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高，公司整体资产流动性一般。

2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 22.78%。石化项目持续建设资金投入带动公司近年资产总额明显增长，资产结构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，近年来规模波动增长，截至 2023 年底受限率为 43.63%，货币资金受限比例较高；受产品量价及大宗商品价格影响，公司存货有所波动；其他应收款主要为单位往来款、股权转让款、股权激励款等，近年呈下降态势主要系为回笼资金，公司对客户往来款项进行清缴收回所致；其他流动资产主要为待抵扣进项税额和预交税款，受石化项目持续采购炼化及配套设备影响而快速增长；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，伴随项目进展而波动增加。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 2342.13 亿元，较上年底增长 4.08%，资产结构及主要构成较上年底变化不大。

图表 2 • 公司资产构成概况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	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	707.56	39.39	715.08	31.78	762.02	32.54
货币资金	248.32	16.63	333.19	18.55	292.56	13.00	335.08	14.31
存货	186.06	12.46	190.95	10.63	186.80	8.30	185.30	7.91
其他应收款	75.80	5.08	51.62	2.87	55.02	2.45	51.91	2.22
其他流动资产	16.86	1.13	30.68	1.71	87.10	3.87	96.95	4.14
非流动资产	875.60	58.65	1088.53	60.61	1535.18	68.22	1580.11	67.46
固定资产	398.70	26.71	373.34	20.79	364.38	16.19	359.59	15.35
在建工程	147.98	9.91	278.31	15.50	764.20	33.96	801.86	34.24
无形资产	112.28	7.52	135.24	7.53	136.24	6.05	140.26	5.99
其他非流动资产	49.21	3.30	137.89	7.68	85.95	3.82	94.16	4.02
资产总额	1492.82	100.00	1796.09	100.00	2250.26	100.00	2342.13	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；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 3 • 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 现金流分析

公司收入实现质量有所波动但整体经营获现能力强，并通过处置资产回笼资金；近年来，伴随石化项目建设推进，公司投资支出需求显著加大，其自身经营获现已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加深。

2021—2023 年，公司为回笼资金，往来款项呈下降态势，收入实现质量有所改善，但波动幅度较大；公司经营活动现金流入与现金净额均波动增加，年均复合增长率分别为 9.08% 和 6.71%。2021 年，公司通过处置资产回笼资金，收到的转让土地款及青岛航空股份有限公司处置款规模大；公司全年通过处置股权及固定资产等方式回笼资金，投资活动现金流入量达 135.79 亿元。2021 年起，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。

图表 4 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
经营活动现金流入小计	473.91	654.60	563.89	121.34
经营活动现金流出小计	414.40	537.12	496.13	109.10

经营活动现金流量净额	59.51	117.48	67.76	12.23
投资活动现金流入小计	135.79	35.59	71.45	12.73
投资活动现金流出小计	161.71	318.30	480.12	102.41
投资活动现金流量净额	-25.92	-282.70	-408.66	-89.68
筹资活动前现金流量净额	33.59	-165.22	-340.90	-77.45
筹资活动现金流入小计	376.83	648.82	953.55	230.52
筹资活动现金流出小计	401.43	437.59	659.49	121.02
筹资活动现金流量净额	-24.59	211.23	294.06	109.51
现金收入比（%）	82.25	101.62	85.69	101.58

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 短期偿债指标

公司短期偿债能力指标近年来有所波动，整体表现佳；公司融资渠道畅通，备用信用充裕。

图表 5 • 公司短期偿债指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
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（倍）	10.25	18.10	9.87
经营现金/短期债务（倍）	0.14	0.26	0.15
现金短期债务比（倍）	0.64	0.78	0.69

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表整理

从短期偿债指标看，公司近年来现金类资产、经营活动现金流量净额与短期债务均呈增长态势，流动比率与速动比率变动幅度不大，公司短期偿债能力指标表现佳。

或有负债方面，截至 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大未决涉诉和对外担保情况。

截至 2024 年 6 月底，公司获得的境内外银行授信额度合计 1603.13 亿元，未使用额度 663.08 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。

五、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务结构影响小。

按照本期债项拟发行金额上限 10.00 亿元进行测算，本期债项分别占 2024 年 3 月底公司短期债务和全部债务的 2.25% 和 0.98%，对公司现有债务结构影响小。以 2024 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别由 54.05% 和 48.68% 上升至 54.25% 和 48.93%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到公司拟将本期债项的募集资金用于偿还公司本部及子公司有息债务，实际债务指标或低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流和现金类资产对本期债项发行后短期债务的保障程度较高。

按 2024 年 3 月底公司短期债务进行测算，本期债项（10.00 亿元）发行后，公司短期债务为 454.92 亿元，公司经营活动现金流入量和现金类资产对发行后短期债务保障程度较高。

图表 6 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后短期债务*（亿元）	454.92
现金类资产/发行后短期债务（倍）	0.69
经营现金/发行后短期债务（倍）	0.15

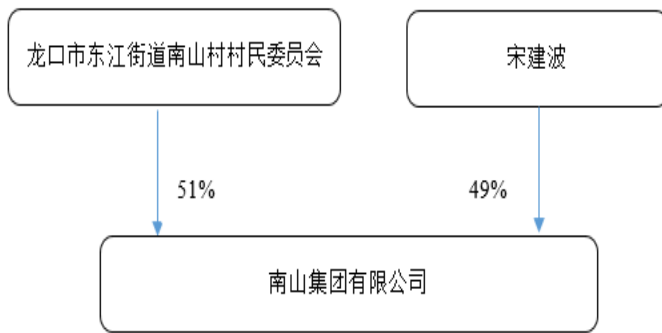
注：发行后短期债务为将本期债项发行额度计入后测算的短期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

六、评级结论

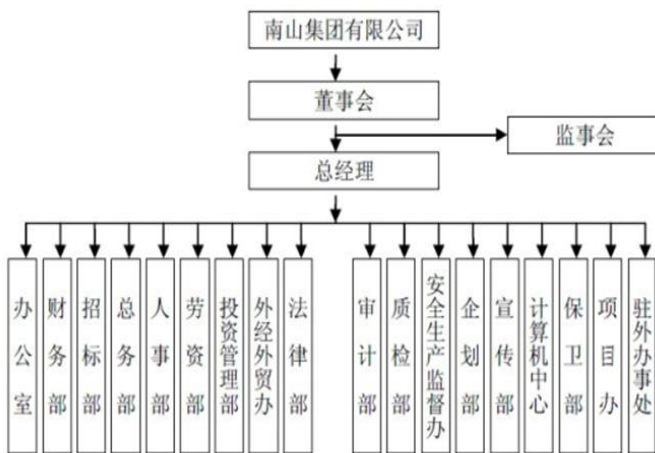
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 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 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	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
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	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%	--
21	龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	2.00	100%	--
22	青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	10.00	100%	--
23	龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	1.00	100%	--
24	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%	--
25	南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	2.00	100%	--
26	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%	--
27	上海胶福国际贸易有限公司	上海市	贸易	0.50	100%	--
28	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%	--
29	上海耀华石油有限公司	上海市	批发业	10.00	100%	--
30	南山龙源（北京）商贸有限公司	北京	零售业	0.05	100%	--
31	NANSHAN GROUP INDONESIA	印度尼西亚	投资	1140.00（印尼盾）	100%	--

注：烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司已于 2024 年 1 月 19 日注销；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 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 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	269.13	356.90	315.63	356.22
应收账款（亿元）	44.18	49.34	54.83	55.14
其他应收款（亿元）	75.43	51.04	54.71	51.66
存货（亿元）	186.06	190.95	186.80	185.30
长期股权投资（亿元）	53.06	53.51	68.37	68.41
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	2342.13
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	548.78
所有者权益（亿元）	844.15	992.40	1077.63	1076.12
短期债务（亿元）	420.66	459.93	454.49	444.92
长期债务（亿元）	51.36	137.74	465.63	576.00
全部债务（亿元）	472.03	597.66	920.12	1020.92
营业总收入（亿元）	550.91	607.11	422.13	93.97
营业成本（亿元）	430.41	488.29	318.55	71.31
其他收益（亿元）	5.73	7.20	10.22	0.83
利润总额（亿元）	60.45	57.71	55.74	11.01
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	95.46
经营活动现金流入小计（亿元）	473.91	654.60	563.89	121.34
经营活动现金流量净额（亿元）	59.51	117.48	67.76	12.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.92	-282.70	-408.66	-89.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	-24.59	211.23	294.06	109.51
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	101.58
营业利润率（%）	20.62	18.31	22.84	22.85
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	34.86
全部债务资本化比率（%）	35.86	37.59	46.06	48.68
资产负债率（%）	43.45	44.75	52.11	54.05
流动比率（%）	106.30	109.03	104.13	114.26
速动比率（%）	74.26	79.61	76.93	86.48
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	0.80
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	5.20	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.48	5.76	8.96	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年年初数；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 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	106.90	67.15	69.52	69.58
应收账款（亿元）	1.71	1.41	4.68	4.40
其他应收款（亿元）	425.51	273.69	276.99	/
存货（亿元）	42.19	33.89	29.12	29.12
长期股权投资（亿元）	279.90	409.70	464.35	465.35
固定资产（亿元）	/	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/	/
资产总额（亿元）	964.15	883.29	941.24	965.47
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	524.95
短期债务（亿元）	265.08	280.39	283.96	298.65
长期债务（亿元）	40.21	58.37	76.87	87.04
全部债务（亿元）	305.29	338.76	360.83	385.69
营业总收入（亿元）	75.54	102.01	13.33	1.19
营业成本（亿元）	60.32	78.03	0.77	0.01
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	3.90
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	82.23	116.89	1.60	1.50
经营活动现金流入小计（亿元）	92.96	125.99	135.88	28.47
经营活动现金流量净额（亿元）	29.10	47.54	6.34	-1.36
投资活动现金流量净额（亿元）	49.18	-90.92	-22.38	-5.53
筹资活动现金流量净额（亿元）	-47.51	-12.58	21.18	-5.98
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	126.21
营业利润率（%）	19.81	23.35	92.86	95.24
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	14.22
全部债务资本化比率（%）	39.35	40.68	40.91	42.35
资产负债率（%）	51.20	44.07	44.64	45.63
流动比率（%）	127.65	118.51	114.91	118.29
速动比率（%）	118.34	107.85	106.12	109.76
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	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2024 年一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	
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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南山集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。