

南山集团有限公司 2025 年面向 专业投资者公开发行科技创新公司 债券（第一期）（高成长产业债） 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〔2025〕1078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 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）（高成长产业债）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 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）（高成长产业债）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：

二〇二五年二月二十八日

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

2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期） （高成长产业债）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	AAA/稳定	2025/02/28

债项概况

本期债项发行金额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），期限为 2 年，附第 1 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；本期债项无担保；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；本次募集资金拟全部用于偿还有息债务。

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。本期债项发行规模对公司现有债务结构影响不大；公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障程度一般。

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仍将进一步减弱。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。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；“超高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。
- **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		
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

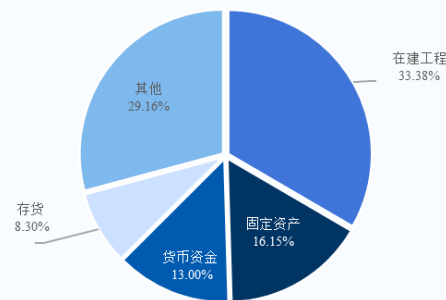
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	269.13	356.90	315.63	296.81
资产总额（亿元）	1492.82	1796.09	2250.26	2488.84
所有者权益（亿元）	844.15	992.40	1077.63	1104.68
短期债务（亿元）	420.66	459.93	454.49	474.12
长期债务（亿元）	51.36	137.74	465.63	658.07
全部债务（亿元）	472.03	597.66	920.12	1132.19
营业总收入（亿元）	550.91	607.11	422.13	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	--

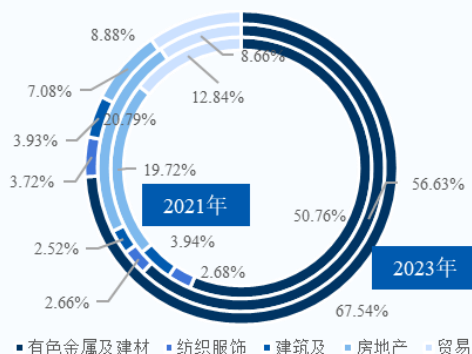
注：1. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “—”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

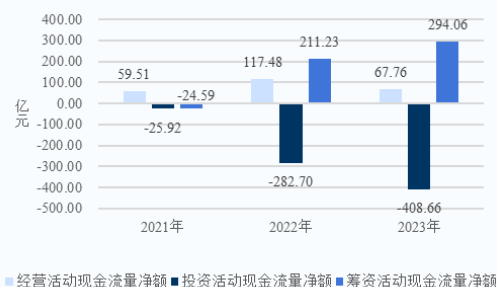
2023 年底公司资产构成



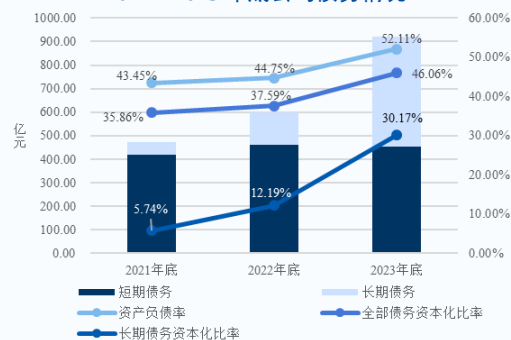
2021—2023 年公司主要收入构成



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	2024/09/24	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
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编号
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 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%。

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 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），公司在编员工合计 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。

二、本期债项概况

公司拟发行“南山集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）（高成长产业债）”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），募集资金拟全部用于偿还有息债务；本期债项期限为 2 年，附第 1 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息；本期债项无担保；本期债项在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

特殊发行条款方面，本期债项附投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债项存续期的第 1 年末将其持有的全部或部分债券回售给公司。本期债项附票面利率调整选择权，公司有权在本期债项存续期的第 1 年末调整债券后续计息期间的票面利率，调整后的票面利率以公司发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限；公司决定不行使票面利率调整选择权的，则债券的票面利率保持不变。

三、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）》。

四、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》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

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。

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 1 • 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：联合资信根据公开资料整理

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，分别于 2022 年和 2023 年 8 月完成超高分子量聚乙烯纤维一期（600 吨/年）与二期（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。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，整体受教育程度能够满足公司日常经营及发展要求。

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。

公司董事长兼总经理宋建波，1970 年生，新加坡国籍，大学学历，高级经济师，中国有色金属工业协会副会长；历任南山集团办公室主任、精纺呢绒总厂厂长、南山铝业董事长、裕龙石化董事长，拥有海外居留权。

公司监事长宋建民，1973 年生，大学学历；历任龙口市新华毛纺厂财务科长、南山集团深圳分公司总经理、南山集团香港办事处主任、南山集团澳大利亚有限公司总经理及董事长、南山集团副总经理和副董事长等职，拥有海外居留权。

图表 2 • 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%，高中及同等学历人员占 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%。

3 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 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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构基本健全，在日常经营过程中有效运作。

公司依据《公司法》等国家有关法律法规规定制定了《公司章程》，根据《公司章程》，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。

公司设股东会，由全体股东组成，是公司的权力机构，股东按照出资比例行使表决权。公司股东会职权包括决定公司经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；修改公司章程等。

公司设董事会，为公司的决策机构，向股东会负责，董事由股东大会选举产生。公司董事会由 7 人组成；设董事长 1 名，董事长为公司的法定代表人。公司董事会负责召集股东会、执行股东会的决议、制订公司年度财务预算方案与决算方案、制订公司的基本管理制度等。

监事会为公司的内部监督机构，由 3 名监事组成，其中监事长 1 人。公司监事由股东会选举产生，监事长由监事会选举产生，监事的任期每届三年，任期届满，可连选连任。公司监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会决定聘任或解聘，总经理向公司董事会负责，全面组织实施董事会的有关决议和规定；负责确定公司的年度财务预、决算方案，利润分配方案和弥补亏损方案，负责公司组织结构的调整；负责组织完成董事会下达的其它临时性、阶段性工作和任务等。

2 管理水平

公司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。

子公司管理方面，公司通过建立《人事管理制度》《员工外派管理办法》《子公司人事管理实施细则》《对子公司财务负责人的委派及管理规定》《财务管理及会计核算制度》和《工程项目招投标纪律监督办法》等制度，加强对下属子公司管理。公司对子公司管理层实行逐级聘任制，规范子公司法定代表人、总经理、副总经理的聘任和解聘程序，对全资、控股、参股企业派出董事、监事，对子公司委派财务负责人，从子公司经营方针的决策、执行和监督等方面全方位控制管理。

投资管理方面，公司制定了《南山集团投资管理制度》《投资立项及决策审批制度》和《投资公司（项目）日常监控管理制度》。公司董事会决定公司经营计划及投资方案，制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；拟订公司重大收购、回购本公司股票或者合并、分立和解散方案。公司总经理负责主持公司经营管理工作，组织实施董事会的决议、公司年度计划和投资方案等。在对外投资方面，公司有严格的投资审批程序。公司规定下属企业未经批准，不得擅自对外投资。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，就会计机构和会计人员、会计核算的一般原则、具体会计科目的核算、会计科目和会计报表、会计凭证和会计账簿、查账、会计档案以及解散与清算等内容做出规定。公司实行资金集中式财务运作模式，即各子公司独立核算，但在资金资源的控制运用上由南山集团统一运作（南山铝业按上市公司有关规定进行资金管理和运作），公司财务部负责调剂下属各公司/企业的资金余缺。资金管理方面，公司制定了《南山集团资金管理办法》，实行资金归集管理，主要是利用资金预算体系和财务公司 金融机构功能，实现有限资金资源的有效管理和配置。

原料采购方面，公司制定了《原料采购管理办法》和《物资供应管理制度》，按照“公开、公平、公正”的采购原则开展物资采购工作，对供货方的经营资格、经济实力、设备情况、供货能力等方面进行考察，根据考察的结果，选择合适的供货方；实施采购应按照生产部门提报的用料计划，从适合公司质量要求的供货方中组织采购；原料在使用过程中发现质量问题时，应及时根据生产部门的质量反馈，向供货方交涉并依情节轻重进行处理；目标与生产厂家（销售机构）达成供求关系，减少中介机构。

安全生产和环保管理方面，公司制定了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列安全管理规章和制度，并要求各子公司细化和完善相关的安全管理制度，并在工作中严格执行。公司本部设立安全生产监督办，专门负责公司各项工程、生产的安全纪律检查工作，纠正生产过程中违章现象，避免和减少事故的发生，确保人身和设备安全。

七、经营分析

1 经营概况

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，综合毛利率有所增长。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。

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，运营主体分别为南山铝业、南山智尚与恒通物流，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。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%，受原材料、能源及人工成本上升影响，板块毛利率有所下降；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%；当期贸易板块作为公司经营业务的有益补充，收入同比增长 16.22%，主要贸易种类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，恒通股份相关业务减少，导致公司 LNG 销售及物流服务收入同比下降 25.65%，因 LNG 销售价差缩窄，下游需求不足以及货物运输利润空间减少而快速下降；公司建筑及房地产业务持续收缩，当期收入明显减少。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。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			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 (%)	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	239.38	70.66	25.39
纺织服饰	14.75	2.68	33.60	16.15	2.66	32.81	15.71	3.72	33.86	11.53	3.40	33.19
建筑及房地产	21.69	3.94	24.28	15.32	2.52	17.52	16.61	3.93	32.38	5.21	1.54	22.65
贸易	108.61	19.72	0.68	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	70.75	12.84	3.32	52.60	8.66	2.95	37.47	8.88	5.52	17.21	5.08	9.94
其他	55.46	10.07	67.63	53.03	8.74	70.19	37.37	8.85	85.77	24.80	7.32	65.35
合计	550.91	100.00	21.83	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、电汽、配套服务等业务
资料来源：公司提供

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。

2 业务经营分析

(1) 有色金属、建材

公司铝深加工产业链完整，受益于印尼氧化铝一、二期项目投产，公司近年氧化铝产能明显扩大；境内电解铝受指标转让影响，产能有所下降。在氧化铝量价齐升以及深加工产品销售价格上涨的带动下，公司有色金属及建材收入于 2021—2023 年波动增长；公司铝深加工业务盈利能力受产品售价、原材料价格及能源成本费用等因素共同影响，近年来呈下降态势。

公司有色金属及建材业务主要经营实体为南山铝业及其子公司，业务以铝制品的生产销售为主。公司印尼氧化铝一、二期项目分别于 2021 年和 2022 年实现全面投产，产能均为 100 万吨/年。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、铝板带箔与型材的产能分别为 189.10 万吨/年和 32 万吨/年；公司对外出售电解铝产能中尚有 20 万吨未关停，待产能转让完毕，公司电解铝产能将下降至 48 万吨/年。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。

近年采购价格上涨给公司成本控制带来一定压力。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%。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，主要生产线近年产能利用率高。公司境内销售区域集中于华东、华北、华南、华中等地，同时通过在美国、新加坡、德国等地设立海外销售分公司进行产品境外销售。公司铝产品出口定价分为两部分：铝金属的 LME 美元价格和加工费，金属价格采用发货月的前一个月平均值；国内铝制品销售定价一般将期铝近月平均价格作为销售价格。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。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 4• 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	2021 年			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	产能	产量	产能利用率
氧化铝	240.00	227.22	94.68%	340.00	294.16	86.52%	340.00	352.19	103.58%	340.00	282.68	110.85%
电解铝	81.60	84.45	103.50%	81.60	82.36	100.93%	68.00	67.71	99.57%	68.00	50.84	99.68%
型材	32.00	19.50	60.94%	32.00	19.95	62.34%	32.00	21.45	67.04%	32.00	13.30	55.40%
铝板带箔	179.10	196.97	109.98%	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 5• 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	2021 年			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	销量	产销率	均价
氧化铝	226.26	99.58%	0.27	297.30	101.07%	0.29	352.86	100.19%	0.29	280.60	99.26%	0.35
电解铝	95.15	112.67%	1.93	89.89	109.14%	2.01	75.13	110.96%	1.86	54.84	107.87%	1.92
型材	19.03	97.59%	2.56	19.42	97.34%	2.92	18.99	88.53%	2.67	13.16	98.95%	2.68
铝板带箔	208.52	105.86%	2.62	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

(2) 纺织服饰

南山智尚为国内纺织服饰细分行业龙头，近年来精纺呢绒产销量持续增长；受生产线升级改造影响，公司服装产销量近年有所波动；公司纺织服饰产品产销率整体处于很高水平。2023 年，公司产品结构有所调整，服装（高档西服）产能规模有所缩减，超高分子量聚乙烯纤维二期项目建成投产；待高性能差别化锦纶长丝项目建成投产，将有助于进一步丰富公司产品结构。

南山智尚纺织服饰业务产业链一体化程度高，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，同时发展新材料业务。南山智尚为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，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。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。

公司精纺呢绒近年来产销量持续增长，但产销率有所下降，库存量有所增加；精纺呢绒业务主要原材料为羊毛和毛条，近年来所需羊毛全部采购自澳大利亚进口原产优质羊毛，由自有毛条生产厂加工成毛条供后道工序继续加工，仅有少量毛条直接采购；澳洲羊毛采购均价近年来波动下降，分别为 8.91 万元/吨、9.43 万元/吨和 8.02 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；近年产能波动减少，产销量相应变动；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且规模持续扩大影响，产销量明显增长，产销率处稳步提升阶段。2024 年前三季度，原毛采购均价进一步下降至 7.58 万元/吨；公司超高分子量聚乙烯产能基本满负荷生产，达到产销平衡状态；精纺呢绒与服装的产能利用率有所下降。

图表 6 • 公司主要纺织产品产销概况（单位：万米、万套、吨）

业务板块	2021 年			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	产量	销量	产销率
精纺呢绒	1275	1367	107.17%	1414	1380	97.55%	1456	1362	93.51%	960	927	96.60%
服装（高档西服）	85	84	98.91%	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

(3) LNG 销售及物流服务业务

公司 LNG 销售及物流服务业务收入规模近年来因 LNG 价格波动导致下游市场需求趋弱，以及退出弱盈利的网络运输业务影响而持续下降，但板块毛利率波动上升；未来，公司相关业务收入或受益于裕龙石化及周边配套而有所增长。

恒通股份依托中国石化青岛董家口 LNG 接收站为主要气源，在广西、广东等区域开展贸易和物流布局，所辐射市场区域包含华北、华东、华南等主要的天然气消费区域。公司货物运输所运货种主要为铝矾土、煤炭、铝卷、天然气、液碱等集疏港大宗货源，客户以胶东地区规模以上工业企业为主，运输线路辐射全省。同时，公司依托龙口港与妃姆岛港，稳步发展港口货源。

2022 年，由于 LNG 销售单价过高导致市场需求减弱，业务量减少导致收入下降；货物运输收入在运输业务量增加的带动下持续增长；但由于购销价差收窄，毛利率下降。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 采销价差减少，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，将为公司带来新的增量货源。

图表 7 • 恒通股份业务构成概况（单位：亿元）

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—9 月	
	收入	毛利率	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%	30.50	1.13%	12.57	0.33%
货物运输	10.02	7.69%	10.73	7.89%	5.02	18.03%	3.13	29.90%
其他	0.55	46.10%	1.67	42.16%	1.95	42.04%	1.51	48.54%
合计	70.75	3.32%	52.60	2.95%	37.47	5.52%	17.21	9.94%

资料来源：公司提供

(3) 其他业务

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。

公司经营业务多元，近年来持续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。

贸易板块为公司经营业绩的有益补充，2022 年，大宗材料价格上涨，市场交易量增加，公司贸易业务规模同比扩大，销售收入同比增长，贸易品种主要为沥青混合物和有色金属。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 年度贸易收入显著下降。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，近年整体变化不大。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，持股比例相较年初未发生变动，所持股权均未进行质押。

3 经营效率

公司近年来整体经营效率下降。

公司近年来营业总收入波动减少；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。2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 7.56 次、9.25 次和 5.74 次；存货周转次数分别为 2.45 次、2.59 次和 1.69 次；总资产周转次数分别为 0.38 次、0.37 次和 0.21 次，均呈下降态势。

4 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 8 • 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、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	8.79	16.78	9.06	3.35	7.90
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

八、财务分析

公司提供了 2021—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，2022 年，公司合并范围内增加子公司 7 家，减少子公司 2 家；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 资产质量

伴随在建石化项目持续资本投入，公司资产规模明显扩大；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 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 9 • 公司资产构成概况

科目	2021 年末		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（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	617.22	41.35	707.56	39.39	715.08	31.78	787.93	31.66
货币资金	248.32	16.63	333.19	18.55	292.56	13.00	278.74	11.20
存货	186.06	12.46	190.95	10.63	186.80	8.30	221.90	8.92
其他应收款	75.80	5.08	51.62	2.87	55.02	2.45	52.40	2.11
其他流动资产	16.86	1.13	30.68	1.71	87.10	3.87	112.05	4.50
非流动资产	875.60	58.65	1088.53	60.61	1535.18	68.22	1700.91	68.34
固定资产	398.70	26.71	373.34	20.79	364.38	16.19	370.44	14.88
在建工程	147.98	9.91	278.31	15.50	764.20	33.96	937.01	37.65
无形资产	112.28	7.52	135.24	7.53	136.24	6.05	141.36	5.68
其他非流动资产	49.21	3.30	137.89	7.68	85.95	3.82	75.25	3.02

资产总额	1492.82	100.00	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 10 • 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

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弱；受石化项目持续资本投入影响，2021 年以来，公司有息债务规模明显扩大，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。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.99%。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。

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 34.45%。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。伴随经营所需原材料成本上涨以及应付采购款与工程设备款增加，公司短期借款与应付票据均有增长，年均复合增长率分别为 13.76%和 17.15%；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年均复合增长 52.59%；公司其他应付款波动下降，主要由单位往来款项构成，2023 年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。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 11 • 公司负债构成概况

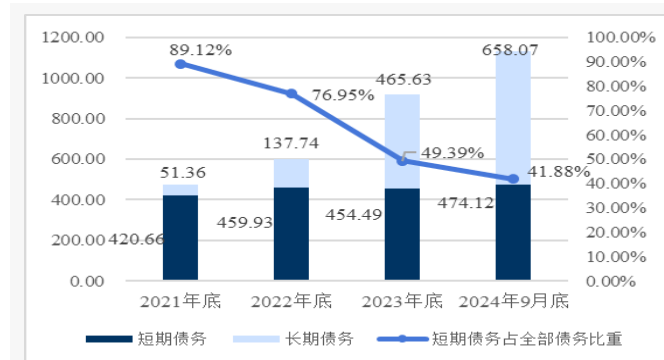
科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	580.64	89.51	648.96	80.75	686.69	58.56	703.16	50.80
短期借款	183.14	28.23	236.66	29.45	237.00	20.21	290.23	20.97
应付票据	111.10	17.13	158.06	19.67	152.48	13.00	117.16	8.46
应付账款	52.64	8.12	59.42	7.39	122.56	10.45	117.14	8.46
其他应付款	38.59	5.95	46.33	5.77	36.85	3.14	36.17	2.61
一年内到期的非流动	65.59	11.30	27.40	4.22	20.89	1.78	44.12	3.19

负债								
非流动负债	68.03	10.49	154.74	19.25	485.94	41.44	681.00	49.20
长期借款	26.59	4.10	97.03	12.07	402.54	34.33	605.37	43.74
应付债券	15.45	2.38	18.45	2.30	43.42	3.70	31.78	2.30
负债总额	648.68	100.00	803.70	100.00	1172.63	100.00	1384.17	100.00

注：其他应付款含应付股利

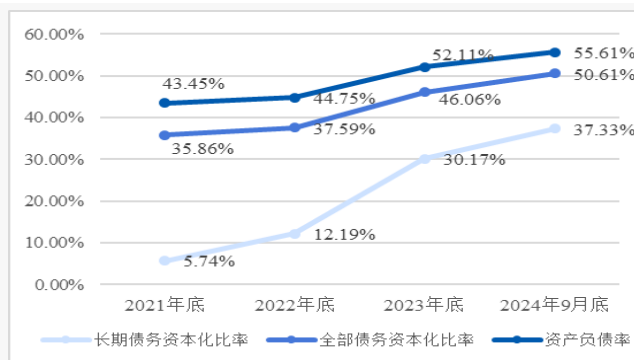
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 12 • 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 13 • 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

公司近年来收入与利润均呈下降态势，期间费用对利润造成一定侵蚀，但综合盈利指标表现佳；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。

2021—2023 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 12.46%；营业成本亦波动下降，年均复合下降 13.97%。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%。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 7.91%。2023 年，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。

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，龙口市财政局拨付与收益相关扶持资金近年来规模较大；公司 2023 年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，公司 2022 年资产减值损失 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；2022 年信用减值损失 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。

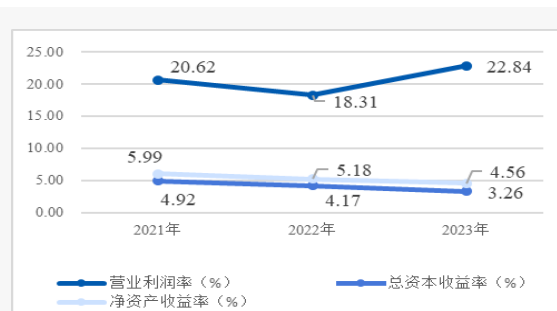
综合上述影响，2021—2023 年，公司利润总额分别为 60.45 亿元、57.71 亿元、55.74 亿元，年均复合下降 3.98%；归属母公司股东的净利润分别为 27.29 亿元、26.34 亿元和 24.08 亿元，年均复合下降 6.06%；非经常性损益对公司利润有一定贡献，但不具有可持续性，公司整体盈利指标表现佳。

图表 14 • 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 15 • 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

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 16 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	473.91	654.60	563.89	425.17
经营活动现金流出小计	414.40	537.12	496.13	435.09
经营活动现金流量净额	59.51	117.48	67.76	-9.92
投资活动现金流入小计	135.79	35.59	71.45	32.15
投资活动现金流出小计	161.71	318.30	480.12	263.22
投资活动现金流量净额	-25.92	-282.70	-408.66	-231.07
筹资活动前现金流量净额	33.59	-165.22	-340.90	-240.99
筹资活动现金流入小计	376.83	648.82	953.55	633.70
筹资活动现金流出小计	401.43	437.59	659.49	390.03
筹资活动现金流量净额	-24.59	211.23	294.06	243.67
现金收入比（%）	82.25	101.62	85.69	97.78

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债能力指标

公司有息债务大幅增长使得偿债能力指标明显弱化，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。

公司短期偿债能力指标近年来无大幅变化；同期，公司 EBITDA 持续下降，全部债务显著增加，经营活动现金流量净额虽波动增长，但对持续扩大的有息债务本息保障能力趋弱。受石化项目融资影响，公司全部债务显著增加，长期偿债能力指标明显弱化。

图表 17 • 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。

6 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，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。

2021—2023 年末，公司本部资产总额与负债均波动下降，年均复合下降 1.19%和 7.74%；同期所有者权益持续增长，年均复合增长 5.24%。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。

九、ESG 分析

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税额于区域内企业中排名第一位。

十、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不大。

按照本期债项拟发行金额 10.00 亿元进行测算，本期债项分别占 2024 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.52%和 0.88%，对公司现有债务结构影响不大。以 2024 年 9 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 55.61%、50.61%和 37.33%上升至 55.79%、50.83%和 37.69%，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全部用于偿还有息债务，其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 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障程度一般。

按 2024 年 9 月底公司长期债务进行测算，本期债项（10.00 亿元）发行后，公司长期债务为 668.07 亿元，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对发行后长期债务保障程度一般。

图表 18 • 本期债项偿还能力测算

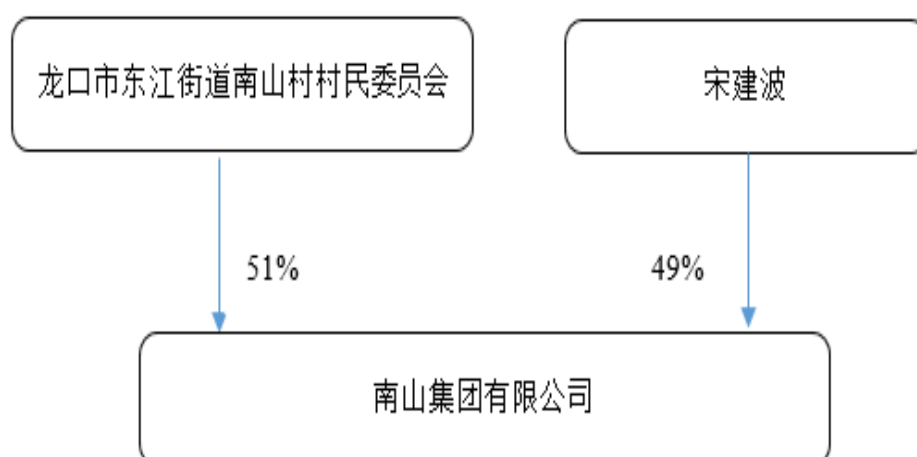
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	668.07
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.84
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.10
发行后长期债务/EBITDA（倍）	6.51

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

十一、评级结论

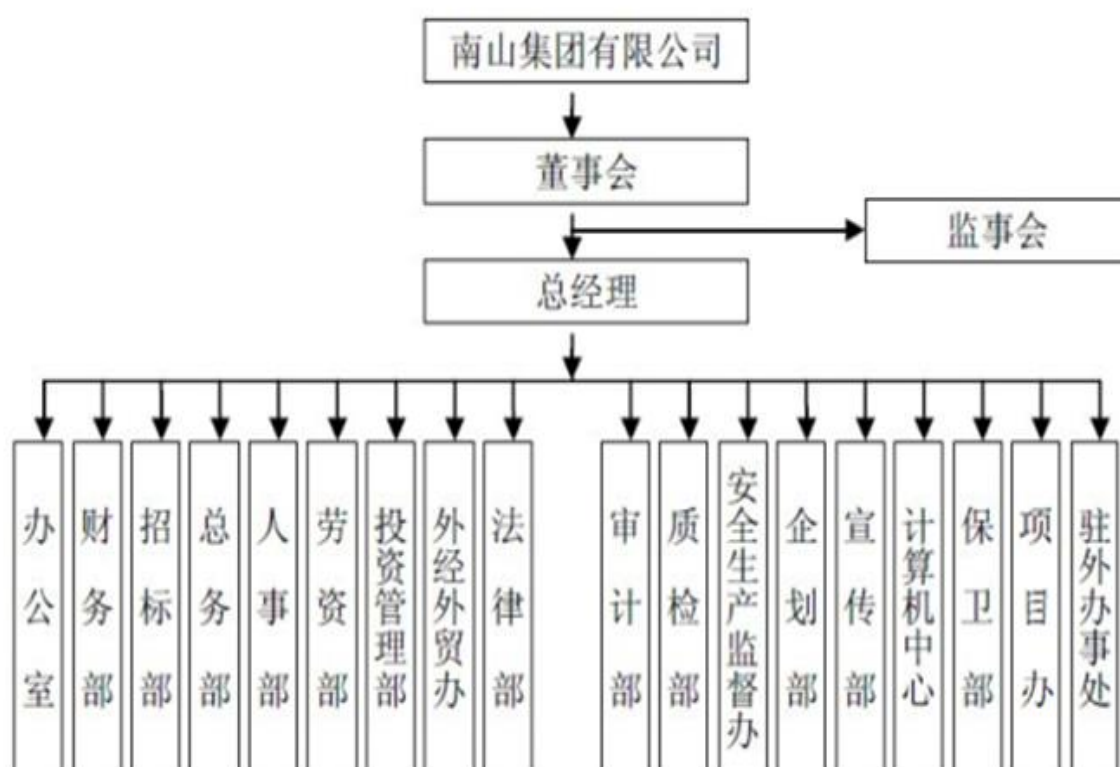
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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 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

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，联合资信将在南山集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对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，或者出现监管政策规定、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。