

南山集团有限公司
2026 年面向专业投资者公开发行
科技创新公司债券（第一期）
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〕10205 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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）信用等级为 AAA_{sti}，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：

二〇二五年十月二十七日

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。

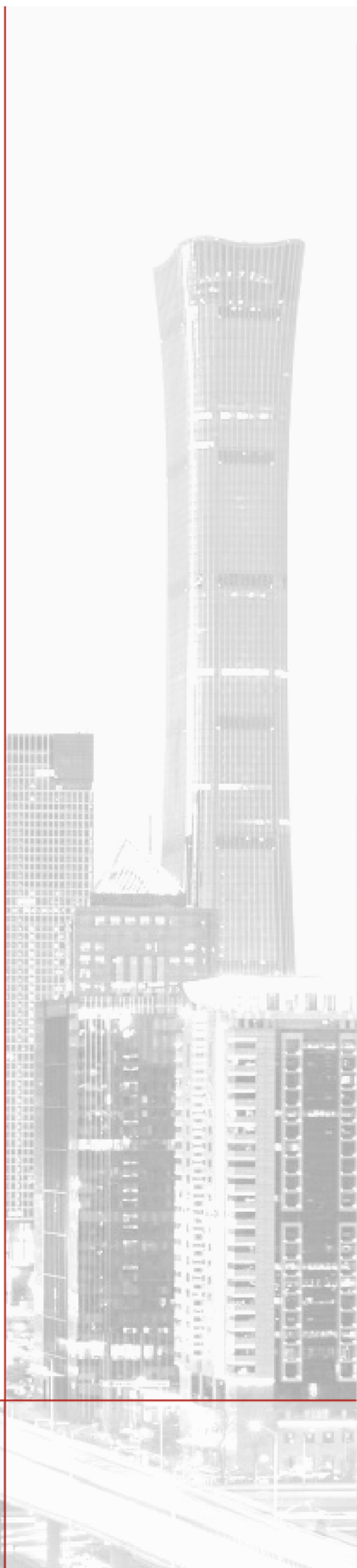
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

2026 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）

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 _{stb} /稳定	2025/10/27

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公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金。

评级观点 南山集团有限公司（以下简称“公司”）多元化经营，铝深加工、纺织、石化等业务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。公司有色金属及建材业务经营实力强，石化产品自 2024 年开始贡献收益，公司主营业务更为突出，盈利指标表现非常好，整体经营风险很低；财务方面，伴随在建石化项目持续资本投入，公司资产规模明显扩大；经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，石化项目投产带动库存备货及生产铺底原料成本支出加大，公司 2024 年经营性净现金流转为净流出；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，债务负担明显加重；公司石化项目尚处投产及产能爬坡阶段，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。综合公司经营风险和财务风险表现，其整体偿还债务的能力极强。本期债项发行规模对公司现有债务结构影响不大，本期债项违约概率极低。

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。综合来看，公司信用状况有望保持稳定。

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。2025 年 3 月，控股子公司南山铝业国际控股有限公司完成全球发售股份并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市，公司有色金属及建材板块竞争力进一步提升。
- **伴随石化项目逐步投产，公司收入规模进一步扩大。**公司两套 1000 万吨/年常减压炼油装置分别于 2024 年 9 月和 2025 年 3 月投产，150 万吨/年乙烯装置于 2024 年 11 月投产；2024 年和 2025 年上半年度，石化业务分别贡献收入 101.13 亿元和 330.83 亿元。公司另有 150 万吨/年乙烯设备于 2025 年 9 月开始试车投产，伴随设备投产及产能爬坡，石化产品相关收益有望明显扩大。
- **公司近年来经营业绩良好，综合盈利指标表现佳。**2022—2024 年，公司综合毛利率与营业利润率均呈上升态势。2024 年，公司实现利润总额 64.50 亿元，同比增长 15.73%；总资本收益率和净资产收益率分别为 3.04% 和 4.79%。

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，截至报告出具日，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，南山铝业海外项目建设资本支出规模亦大，考虑到原材料价格波动及下游需求变化，公司在建项目存在投产达产及盈利不及预期等风险。
- **公司经营性净现金流阶段性净流出，对筹资活动依赖程度明显加强。**公司近年来经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，对筹资活动依赖程度明显加深。2024 年，石化项目投产带动库存备货及生产铺底原料成本支出加大，公司当期经营性净现金流转为净流出 17.52 亿元，经营获现无法覆盖其有息债务本息。
- **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 年底，公司全部债务较上年底增长 36.94%至 1259.99 亿元，短期债务占比为 50.19%，债务结构均衡但短期债务规模大，对公司流动性管理提出较高要求。伴随现阶段在建项目持续资本投入，公司债务规模以及负债率或将进一步上升，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。
- **公司本部资产变现能力相对有限，有息债务结构以短期为主，需对其短期债务偿付情况持续关注。**公司本部其他应收款规模大且回款情况受土地收储进度影响很大。截至 2024 年底，公司本部短期债务 361.76 亿元，对其短期债务偿付情况保持持续关注。

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/科技创新债券信用评级方法 V4.0.202507

评级模型 有色金属企业主体信用评级模型（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

评级模型使用说明:评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

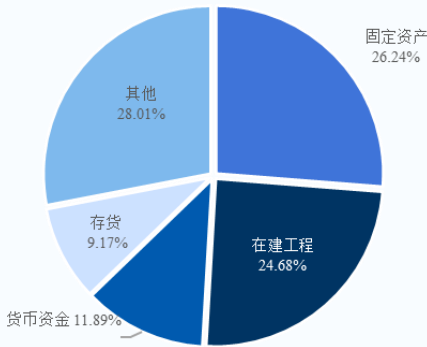
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
现金类资产（亿元）	356.90	315.63	335.43	437.30
资产总额（亿元）	1796.09	2250.26	2640.44	2765.17
所有者权益（亿元）	992.40	1077.63	1099.95	1138.31
短期债务（亿元）	459.93	454.49	632.43	648.37
长期债务（亿元）	137.74	465.63	627.56	687.73
全部债务（亿元）	597.66	920.12	1259.99	1336.10
营业总收入（亿元）	607.11	422.13	571.24	578.21
利润总额（亿元）	57.71	55.74	64.50	17.56
EBITDA（亿元）	103.78	102.66	116.71	--
经营性净现金流（亿元）	117.48	67.76	-17.52	95.65
营业利润率（%）	18.31	22.84	19.83	8.09
净资产收益率（%）	5.18	4.56	4.79	--
资产负债率（%）	44.75	52.11	58.34	58.83
全部债务资本化比率（%）	37.59	46.06	53.39	54.00
流动比率（%）	109.03	104.13	97.49	102.78
经营现金流动负债比（%）	18.10	9.87	-1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.69	0.53	0.67
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	3.51	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.76	8.96	10.80	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
资产总额（亿元）	883.29	941.24	976.81	1007.78
所有者权益（亿元）	494.04	521.09	539.05	544.11
全部债务（亿元）	338.76	360.83	388.86	408.45
营业总收入（亿元）	102.01	13.33	53.48	30.27
利润总额（亿元）	22.52	24.93	19.07	5.06
资产负债率（%）	44.07	44.64	44.82	46.01
全部债务资本化比率（%）	40.68	40.91	41.91	42.88
流动比率（%）	118.51	114.91	105.34	113.33
经营现金流动负债比（%）	14.95	1.91	1.80	--

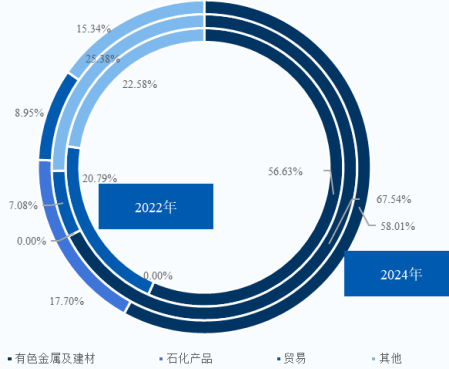
注：1. 公司 2025 年上半年度财务报表未经审计，2022 年财务数据为 2023 年期初数；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “—”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

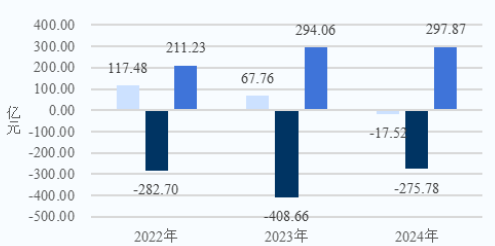
2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司主要收入构成

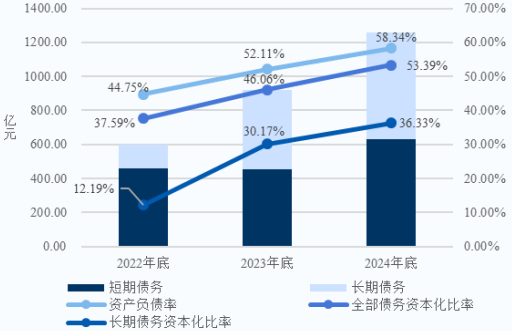


2022—2024 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2024 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	2025/08/18	张琳 李晨 苏柏文	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：张 琳 zhanglin@lhratings.com

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”或“南山集团”）前身系成立于 1979 年的龙口市东江镇前宋家村村办企业。1992 年，龙口市东江镇前宋家村村民委员会出资 50 万元组建了烟台南山集团公司，先后兴建了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂及旅游公司等实体企业。2009 年 3 月，经龙口市人民政府批准，设立南山集团，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 2025 年 6 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，经营范围还包括石化、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 年底，公司合并范围内重要子公司合计 28 家（详见附件 1-3），公司在编员工合计 39213 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2640.44 亿元，所有者权益 1099.95 亿元（含少数股东权益 558.12 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 571.24 亿元，利润总额 64.50 亿元。截至 2025 年 6 月底，公司合并资产总额 2765.17 亿元，所有者权益 1138.31 亿元（含少数股东权益 585.59 亿元）；2025 年 1—6 月，公司实现营业总收入 578.21 亿元，利润总额 17.56 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 2026 年面向专业投资者公开发行科技创新公司债券（第一期）”（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公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金；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

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年上半年报）》。

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。2024 年以来，避险需求增加带动黄金价格持续上涨，传统工业金属铜、铝、锌价中枢明显上移，但受供需失衡等因素影响，新能源类金属价格承压。春节假期后，在中国宏观经济政策支持、新兴产业需求拉动、价格与利润回升、国际市场复苏等多重因素共同作用下，中国有色金属产业景气指数呈持续回升态势。展望 2025 年，国际贸易摩擦加剧和地缘政治危机或将对 中国有色金属产品出口造成一定不良影响，房地产行业低迷对铝、锌等有色金属的需求形成压制，但在中国经济“稳增长”政策支持下，有色金属产业工业增加值、固定资产投资和产业规模或将有所增长，叠加新能源汽车、光伏、风电、5G 通信等新兴产业对有色金属需求将持续增长，中国有色金属产业景气指数预计将呈现“稳中向好”的态势。完整版行业分析详见《2025 年有色金属行业分析》。

2024 年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动，化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化。总体看，未来化工企业成本端压力有望减轻，新增投资支出已有所收缩，虽然国际需求面临不确定，但国内需求在政策支持下有望保持增长。行业景气度或将有所回升。完整版行业分析详见《2025 年化工行业分析》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司铝深加工业务产业链完整，石化项目于 2024 年三季度起逐步投产，另有贸易、纺织、物流运输、天然气销售、建筑及地产等业务持续经营，公司多元化发展，整体抗风险能力很强。

企业规模和竞争力方面，公司为以有色金属业务为主，以石化、贸易、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。2024 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 161 位。截至 2024 年底，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），公司对上述企业的持股及受限情况见下表。

图表 1 • 截至 2024 年底，公司对下属子公司持股及受限概况

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	43.13%	37.60%	融资担保
恒通股份	41.30%	73.18%	融资担保
南山智尚	66.41%	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

南山铝业及其子公司为公司有色金属及建材业务主要经营实体，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 2025 年 6 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。待公司完成全部 33.6 万吨/年电解铝产能指标转让后，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，为国内唯一一家同时为中商飞、空客和波音供货的航空铝挤压材供应商；公司 10 万吨/年“再生铝保级综合利用项目”于 2024 年投产，符合国家“双碳”政策及减少碳排放目标。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；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，另外拟投资建设年产 20 万吨烧碱及年产 16.5 万吨环氧氯丙烷项目，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。2025 年 3 月，南山铝业控股子公司南山铝业国际控股有限公司（以下简称“南山铝业国际”）完成全球发售股份并在香港联合

交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板挂牌上市（证券代码：02610.HK），募集资金将用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的建设。

公司“裕龙岛炼化一体化项目”是山东省新旧动能转换的标杆工程，项目实行总体规划，分两期实施，一期项目主要建设 2000 万吨/年炼油，300 万吨/年乙烯，以及芳烃、汽油、柴油、航空煤油、丙烯、丁二烯、丁烯-1、乙二醇、丙烯腈、LLDPE、HDPE、LDPE、UHMWPE、PP、ABS、EVA、顺丁橡胶和溶聚丁苯橡胶等下游深加工装置；项目具备产能减量置换、工艺柔性设计、设备自主创新、产品高端低碳、实行混合所有制体制等特点与优势，对推进山东省石化产业结构调整、转型升级具有重要示范引领作用¹。裕龙岛炼化一体化项目（一期）首套 1000 万吨/年常减压炼油装置于 2024 年 9 月投产，150 万吨/年乙烯装置于 2024 年 11 月投产，1000 万吨/年常压炼油装置于 2025 年 3 月投产；公司另有 150 万吨/年乙烯设备于 2025 年 9 月开始试车投产，伴随设备投产及产能爬坡，公司石化产品相关收益有望明显扩大。

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，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，业务竞争力强。截至 2024 年底，公司拥有面料（精纺呢绒）产能 1600 万米/年；服装（高档西服）产能 75 万套/年。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。公司在建高性能差别化锦纶长丝项目，截至 2024 年底整体安装进度达到 80%，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 LNG 销售及物流服务板块运营主体为恒通股份，公司自有 LNG 运输车辆以及普货和液碱运输车辆；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。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，公司南山旅游风景区被评为国家 AAAAA 级风景区，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，创办的烟台南山学院为经国家教育部批准设立的全日制普通本科院校。公司经营多元化程度高，整体抗风险能力很强。

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
宋英豪	副董事长	2025 年 7 月	是	否

¹ 详见烟台市人民政府公开信息

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 年底，公司拥有在职员工合计 39213 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 52.50%，高中及同等学历人员占 39.89%，其他学历人员占 7.61%；按专业构成划分，公司生产人员占 63.07%，技术人员占 34.03%，管理人员占 2.90%。

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 2025 年 7 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本部存在逾期或违约记录。截至查询日，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和信用中国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。公司法人治理结构相对完善、合法合规，近年来股东会、董事会、监事会在公司日常经营过程中有效运作，截至报告出具日未存在人员缺位的情况。

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。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。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

公司近年来主要收入来源为以铝加工为主的有色金属及建材业务，石化项目的逐步投产带动石化产品收入明显增加，公司主营业务更为突出，综合毛利率逐年增长。2025 年上半年度，公司石化产品收入规模显著扩大，受化工品毛利率偏低影响，公司综合毛利率有所下降。

公司近年来主要收入来源为以铝加工为主的有色金属及建材业务，海外需求疲软使得铝深加工产品量价齐跌，2023 年有色金属及建材收入同比下降；2024 年以来，海外需求逐步恢复，境外氧化铝项目量价齐升，带动有色金属及建材板块收入与毛利率提升。公司裕龙岛炼化一体化项目（一期）相关产能于 2024 年 9 月起陆续投产，石化产品相关收益逐步显现，公司主营业务更为突出。南山智尚近年来经营相对稳定，盈利模式未发生重大变化，公司纺织服饰业务收入与毛利率无明显波动；受市场环境因素影响以及公司运营战略调整，恒通股份贸易业务比重下降，LNG 销售及物流服务收入快速减少，毛利率明显提升；公司地产业务持续结转前期销售项目收入，建筑安装毛利率有所增长，建筑及地产板块业绩近年有所波动；公司贸易业务根据会计准则要求采用“净额法”确认收入，导致 2023 年收入及毛利率均有显著变化；2024 年起伴随石化产品销售，公司增加部分低毛利率贸易业务，带动贸易板块收入增加，毛利率下降；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，公司近年来营业总收入波动下降，综合毛利率逐年提升。

2025 年上半年度，公司实现营业总收入 578.21 亿元，已超过 2024 年全年收入规模。其中，因氧化铝价格高于上年同期以及部分铝产品价格小幅上涨，南山铝业收入同比增长 10.25%，公司有色金属及建材板块经营业绩持续提升；石化产品相关收入规模显著扩大，在公司当期营业总收入中占比超过 57%，受新投产化工品毛利率偏低影响，石化业务毛利率小幅下降；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 17.15%，相较 2024 年全年有所下降。

图表 3 • 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			2025 年 1—6 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	343.80	56.63	20.74	285.10	67.54	20.14	331.36	58.01	27.20	171.20	29.61	28.43
石化产品销售	--	--	--	--	--	--	101.13	17.70	13.85	330.83	57.22	11.59
纺织服饰	16.15	2.66	32.81	15.71	3.72	33.86	15.97	2.80	33.14	7.21	1.25	33.70
LNG 销售及物流服务	52.60	8.66	2.95	37.47	8.88	5.52	19.92	3.49	14.01	6.63	1.15	24.13
建筑及房地产	15.32	2.52	17.52	16.61	3.93	32.38	13.53	2.37	30.12	/	/	/
贸易	126.23	20.79	0.54	29.87	7.08	3.81	51.10	8.95	0.71	39.24	6.79	0.36
其他	53.03	8.74	70.19	37.37	8.85	85.77	38.22	6.69	80.15	23.10	3.98	36.84
合计	607.13	100.00	19.56	422.13	100.00	24.49	571.24	100.00	25.78	578.21	100.00	17.15

注：1. 本次评级打分采用公司 2022—2024 年数据，符合有色金属评级方法，故使用有色金属评级模型；伴随公司石化业务规模持续扩大，后续评级方法与模型或有调整；2. 2022—2024 年，公司其他板块包含旅游、教育、金融、电气、配套服务等业务；伴随石化产业稳步投产，公司 2025 年调整业务板块，不再列示披露建筑地产相关数据，将其并入其他板块合并列示
资料来源：公司提供

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，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。受益于印尼氧化铝一、二期项目产能释放，近年来氧化铝产量持续增加；2024 年以来，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板块经营业绩持续提升。

公司铝土矿全部自境外采购，结算方式主要采用 3 个月远期信用证结算。近年来，公司境内产能所需铝土矿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采购自 PT.SOLID TAMBANG INDONESIA 和 PT. WINNER PLATINUM TRADING INDONESIA 等境外供应商。伴随氧化铝产量增长，公司铝土矿采购总量呈增长态势，采购价格有所上涨，境内外采购均价（不含税）近三年分别年均复合增长 13.69%和 13.85%。

公司铝加工产品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。2022 年以来，伴随印尼 200 万吨/年氧化铝项目达产后产能释放，公司氧化铝产能利用率提升；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；2023 年因海外市场需求疲软，公司深加工产品整体量价齐跌，型材与铝板带箔产能利用率均有下降；2024 年以来，公司铝板带箔产能利用率明显回升，主要产品价格较 2023 年有所增长，带动公司有色金属及建材板块经营业绩持续提升；但型材产品受市场需求以及公司产品结构调整影响，产品维持低产能利用率。

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	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—6 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	340.00	294.16	86.52%	340.00	352.19	103.58%	340.00	376.70	110.79%	340.00	181.98	107.05%
电解铝	81.60	82.36	100.93%	68.00	67.71	99.57%	68.00	67.82	99.73%	68.00	34.10	100.29%
型材	32.00	19.95	62.34%	32.00	21.45	67.04%	32.00	17.25	53.91%	32.00	7.32	45.75%
铝板带箔	189.10	193.35	102.25%	189.10	164.12	86.79%	189.10	185.82	98.26%	189.10	93.95	99.37%

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. 2025 年上半年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	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—6 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	297.30	101.07%	0.29	352.86	100.19%	0.29	373.99	99.28%	0.39	184.50	101.38%	0.43
电解铝	89.89	109.14%	2.01	75.13	110.96%	1.86	71.95	106.09%	2.02	33.39	97.92%	2.01
型材	19.42	97.34%	2.92	18.99	88.53%	2.67	18.36	106.43%	2.69	7.33	100.14%	2.90
铝板带箔	194.27	100.48%	3.23	166.34	101.35%	2.68	193.51	104.14%	2.70	94.01	100.06%	2.89

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）石化业务

公司重点项目“裕龙岛炼化一体化项目（一期）”主要产线自 2024 年 9 月以来陆续进入投产阶段，库存备货及生产铺底的原材料成本支出较大，伴随后续设备投产及产能爬坡，公司石化产品相关收益有望明显扩大。

公司石化项目“裕龙岛炼化一体化项目（一期）”主要产线自 2024 年 9 月以来陆续进入投产阶段，公司已初步申请获得 1200 万吨原油配额，主要通过供应商采购中东、西非和南美等地区原油，主要供应商为北方石油国际有限公司、Hong Kong Evan Trading Limited、Total Energies Trading Asia Pte. Ltd.等公司；原油采购采取合约与现货相结合的采购模式，结算方式包括电汇、信用证等，库存备货及生产铺底的原材料成本支出较大。现阶段公司成品油销售主要覆盖华北、华东、华南、东北、内蒙地区，通过自营单位、国内大型贸易商、电商直销等渠道销售；化工产品主要涵盖有机化工、聚烯烃、合成橡胶等，覆盖区域主要以华东为主，辐射华南，多数客户集中于山东省内。现阶段公司利用与中石化（中国石化销售股份有限公司华北分公司、海峡石化产品交易中心有限公司）、中化（中化石油成品油销售有限公司）以及国内大型贸易商的合作关系，通过合作渠道实现大部分的产品销售，公司规划同步拓展直销客户，伴随产能稳定与市场开拓，后续或将转为直销为主。

公司石化项目尚处于投产阶段，主要产线分阶段投产，投产后产能水平稳步提升，油品维持较高产销率。2024 年与 2025 年上半年度，公司成品油产销率分别为 92.87%和 96.56%。公司已投产化工品产线运营时间较短，伴随后续设备投产及产能爬坡，公司石化产品相关收益有望明显扩大，但同时受到化工行业景气度影响，2025 年上半年度，公司石化业务中化工产品毛利率为负。

图表 6 • 公司炼化板块主要原材料及能源采购概况

采购项目		2024 年	2025 年 1—6 月
原油	采购量（万吨）	346.69	686.47
	采购金额（亿元）	140.59	280.27
	平均单价（元/吨）	4055.30	4082.77
	占主营业务成本比重	86.53%	95.82%
煤炭	采购量（万吨）	30.00	42.28
	采购金额（亿元）	2.77	3.29
	平均单价（元/吨）	923.08	778.15
天然气	采购量（万立方米）	3958.65	1755.11
	采购金额（亿元）	1.27	0.58
	平均单价（元/立方米）	3.21	3.30

资料来源：公司提供

图表 7 • 公司炼化板块主要产品产能概况（单位：万吨/年、万吨）

业务板块	2024 年		2025 年 1—6 月	
	设计产能	产量	设计产能	产量
成品油	180~400	138.68	360~800	256.30
乙烯	150	4.31	150	64.16

注：设计产能只考虑已投产/运行装置

资料来源：公司提供

图表 8 • 公司炼化板块业绩概况（单位：亿元）

主要产品	2024 年			2025 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
炼油产品	99.52	98.41%	13.93%	238.79	72.18%	18.21%
化工产品	1.51	1.49%	5.75%	92.02	27.81%	-5.61%
其他产品	0.10	0.10%	50.83%	0.03	0.01%	42.92%
合计	101.13	100.00%	13.85%	330.84	100.00%	11.59%

资料来源：公司提供

（3）纺织服饰

南山智尚为国内纺织服饰细分行业龙头，近年来伴随新材料产能建成投产，产品结构有所调整；公司精纺呢绒与服装产品维持高产销率但产销量均呈下降态势，超高分子量聚乙烯纤维二期项目建成投产后产能逐步释放，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。

近年来，传统纺织服饰下游终端服装品牌业绩疲软，公司持续布局新材料业务，产品结构有所调整。公司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持续下降，分别为 9.43 万元/吨、8.02 万元/吨和 7.84 万元/吨。公司服装（西服）产能规模有所缩减，主要按订单进行生产，面料主要由精纺呢绒业务提供。近年来，公司精纺呢绒与服装产品维持高产销率但产销量均呈下降态势；超高分子量聚乙烯纤维二期项目建成投产后产能逐步释放，产销量明显增长；锦纶项目截至 2025 年 6 月底尚未完全投产，部分产出产品对外销售以进行市场开发与客户培育，待项目投产达产将有助于进一步丰富公司产品结构。

图表 9 • 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		
	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%	1272	1257	98.76%
服装（高档西服）	97	95	97.94%	80	78	97.50%	69	78	113.79%
超高纤维类	294	279	94.90%	2272	1504	66.19%	3381	3304	97.71%

注：公司截至年末订单已完工入库尚未到发货期的服装会导致库存变动，以致对年度销售数据产生影响
资料来源：公司提供

（4）LNG 销售及物流服务业务

恒通股份近年来运营战略持续调整，LNG 销售与货物运输收入均明显下降，港口业务收入受益于裕龙石化及周边配套而有所增长，综合毛利率明显提升。

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，公司依托龙口港与岬岛港，稳步发展港口货源与相关业务。

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，公司 LNG 业务结构调整，减少贸易比重而向承运业务转变，以致销售收入下降，毛利率提升；物流运输业务处置部分车辆，运量下降，收入减少但毛利率增长。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，恒通股份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，港口业务（船舶停泊、货物装卸服务等）收益较高，未来伴随园区内企业陆续进驻，将为其带来增量货源。

图表 10 • 恒通股份业务构成概况（单位：亿元）

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
LNG 等贸易	40.20	0.01%	30.50	1.13%	12.75	2.33%
货物运输	10.73	7.89%	5.02	18.03%	4.19	27.14%
港口业务	--	--	--	--	2.18	58.81%
其他	1.67	42.16%	1.95	42.04%	0.80	25.18
合计	52.60	2.95%	37.47	5.52%	19.92	14.01%

资料来源：公司提供

（5）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；贸易业务持续经营，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；2024 年，公司房地产销售面积为 0.71 万平方米，销售金额为 0.33 亿元。截至 2024 年底，公司无在建房地产项目，业务以过往项目去化为主。2024 年，公司房地产与建筑安装分别实现收入 8.35 亿元和 5.18 亿元。

贸易板块为公司营业收入的有益补充，2022 年，大宗材料价格上涨，市场交易量增加，公司贸易业务规模扩大，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，公司增加部分低毛利率的贸易量，导致贸易业务收入与成本较上年均有所增加。2025 年上半年，公司采用“总额法”进行收入确认的贸易业务规模明显扩大，带动收入增长但毛利率下降。

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；2024 年文旅业务实现收入 4.84 亿元，营业利润 0.88 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 2025 年 6 月底，公司分别持有恒丰银行 2.35%股权，持有烟台银行 19.97%股权，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，石化在建项目尚未完全投产，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。2022—2024 年，公司销售债权周转次数分别为 9.25 次、5.74 次和 6.38 次；存货周转次数分别为 2.59 次、1.69 次和 1.97 次；总资产周转次数分别为 0.37 次、0.21 次和 0.23 次。受贸易业务影响，公司 2022 年经营效率指标较高；石化项目逐期投产以来，公司业务规模扩大，经营效率有所提升。

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，项目整体尚未施工建设完毕，未来投产后产能爬坡及盈利情况需持续关注。另外，南山铝业海外项目建设资本支出规模亦大，关注海外项目建设运营情况，同时考虑到原材料价格波动及下游需求变化，公司在建项目存在投产达产及盈利不及预期等风险。

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 2025 年 6 月底，公司主要在建项目规划总投资为 1220.16 亿元，累计已投资 1104.35 亿元，尚需投资 115.81 亿元。

公司裕龙岛炼化一体化项目（一期）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。公司石化项目投资规模很大且运营需要持续资金投入，在中短期内将面临持续的资本支出需求。此外，南山铝业海外项目投资规模大，考虑到原材料价格波动以及下游需求变化，公司在建项目投产后存在盈利不及预期的风险。

图表 11 • 截至 2025 年 6 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		
				2025 年	2026 年	2027 年
裕龙岛炼化一体化项目（一期）	1089.00	380.00	1020.69	102.25	11.37	--
高品质再生铝保级综合利用项目	3.30	3.30	2.77	0.11	0.03	0.39
高端轻量化铝板带项目	18.87	18.87	14.41	3.24	0.33	4.63
年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目	14.99	4.99	13.90	2.25	--	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目二期	30.68	30.68	23.26	2.15	6.43	--
印尼宾坦南山工业园年产 200 万吨氧化铝项目及其配套工程	63.32	63.32	29.32	34.18	9.63	7.99
合计	1220.16	501.16	1104.35	144.18	27.79	13.01

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 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 2025 年上半年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。公司于 2024 年应用《企业会计准则解释第 17 号》和《企业会计准则解释第 18 号》的相关规定。

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，公司以直接设立或投资等方式增加子公司 8 家，合并范围内减少子公司

4 家。2025 年上半年度，公司合并范围增加山东新南山国际贸易有限公司 1 家子公司，同时注销山东山铃新能源电动车有限公司；截至 2025 年 6 月底，公司合并范围内重要子公司合计 28 家（详见附件 1-3）。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和机器设备转固，公司资产规模明显扩大，固定资产成新率尚可；公司货币资金受限比例较高，石化项目投产对公司运营资金需求增加，公司整体资产流动性一般。

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 21.25%。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有所提升。公司货币资金受经营性收支、石化项目银团贷款放款和使用进度以及其他投融资行为等综合因素影响，近年来规模波动下降，截至 2024 年底受限率为 45.82%，货币资金受限比例较高；受产品量价变动、大宗商品价格波动、裕龙石化储备原油以及石化产品产出影响，公司存货规模有所扩大；其他应收款主要为单位往来款、个人往来款、保证金、押金等，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；公司固定资产余额受 2024 年部分机器设备²转固影响增量明显，截至 2024 年底成新率为 69.47%；公司在建工程规模因石化项目持续投入而明显增长；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，伴随项目进展而有所减少。2025 年上半年度，受石化项目影响公司经营规模持续扩大；截至 2025 年 6 月底，在货币资金、存货和固定资产增长的带动下，公司合并资产总额较上年底增长 4.72%，资产结构及主要构成较上年底变化不大。

图表 12 • 公司资产构成概况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 6 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	707.56	39.39	715.08	31.78	863.72	32.71	934.72	33.80
货币资金	333.19	18.55	292.56	13.00	313.90	11.89	405.93	14.68
存货	190.95	10.63	186.80	8.30	242.19	9.17	296.93	10.74
其他应收款	51.62	2.87	55.02	2.45	47.70	1.81	49.35	1.78
其他流动资产	30.68	1.71	87.10	3.87	117.14	4.44	34.04	1.23
非流动资产	1088.53	60.61	1535.18	68.22	1776.72	67.29	1830.46	66.20
固定资产	373.34	20.79	364.38	16.19	693.30	26.26	791.14	28.61
在建工程	278.31	15.50	764.20	33.96	683.78	25.90	637.58	23.06
无形资产	135.24	7.53	136.24	6.05	149.24	5.65	148.58	5.37
其他非流动资产	137.89	7.68	85.95	3.82	68.70	2.60	63.62	2.30
资产总额	1796.09	100.00	2250.26	100.00	2640.44	100.00	2765.17	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；截至 2024 年底，公司存货中，地产项目相关余额为 77.72 亿元

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司资产受限情况如下表所示。

图表 13 • 截至 2024 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（其他货币资金+银行存款）	143.84	5.45%	承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金、冻结等，3 个月以上定期存款
固定资产	5.34	0.20%	借款抵押
交易性金融资产	0.10	0.00%	借款质押
其他非流动资产	0.20	0.01%	借款质押
投资性房地产	13.54	0.51%	借款抵押

² 公司房屋及建筑物与机器设备采用年限平均法进行折旧，机器设备折旧年限 10-20 年，年折旧率 4.75%-9.50%

无形资产	78.71	2.98%	借款抵押
应收票据	5.75	0.22%	用于背书和贴现的票据未到期
在建工程	2.16	0.08%	借款抵押
长期股权投资	102.98	3.90%	借款抵押、可交换债券
合计	352.61	13.35%	--

注：长期股权投资统计口径含对子公司投资
 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，公司近年来所有者权益呈增长态势但权益结构稳定性弱；受石化项目持续资本投入影响，公司有息债务规模明显扩大，债务负担明显加重。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。

2022—2024 年末，伴随经营积累以及石化项目少数股东资本金逐步到位，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.28%。截至 2024 年底，公司权益中，归属于母公司所有者权益占比为 49.26%，少数股东权益占比为 50.74%；所有者权益中，实收资本与资本公积合计仅占 1.79%，未分配利润占 42.62%，公司所有者权益结构稳定性弱。2025 年上半年度，受南山智尚可转债转股以及向特定对象发行股票影响，公司资本公积有所增加；同时，受益于南山铝业国际香港联交所上市完成，公司少数股东权益进一步增长；截至 2025 年 6 月底，公司所有者权益增长至 1138.31 亿元，权益结构较上年底变化不大。

图表 14 • 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 6 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	10.00	1.01	10.00	0.93	10.00	0.91	10.00	0.88
资本公积	5.75	0.58	10.49	0.97	9.66	0.88	22.28	1.96
盈余公积	53.56	5.40	55.84	5.18	57.56	5.23	57.56	5.06
未分配利润	428.77	43.21	450.61	41.82	468.80	42.62	467.51	41.07
归属于母公司所有者权益合计	494.45	49.82	524.62	48.68	541.83	49.26	552.72	48.56
少数股东权益	497.94	50.18	553.01	51.32	558.12	50.74	585.59	51.44
所有者权益合计	992.40	100.00	1077.63	100.00	1099.95	100.00	1138.31	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 38.45%。公司流动负债占比偏高，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增长以及应付款项增加，公司短期借款有所增长，应付票据略有下降，年均复合变动率分别为 25.19%和-5.11%；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 53.22%；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 2025 年 6 月底，公司负债总额较上年底增长 5.61%，在建项目持续资本投入以及石化项目生产运营资金需求带动公司负债规模持续扩大，负债结构较上年底变化不大。截至 2025 年 6 月底，公司全部债务较上年底增长 6.04%至 1336.10 亿元；债务结构方面，短期债务占 48.53%，长期债务占 51.47%，结构相对均衡，但大规模短期债务对公司流动性管理提出较高要求；债务指标方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高 0.49 个百分点、0.61 个百分点和 1.34 个百分点，公司债务负担持续加重。

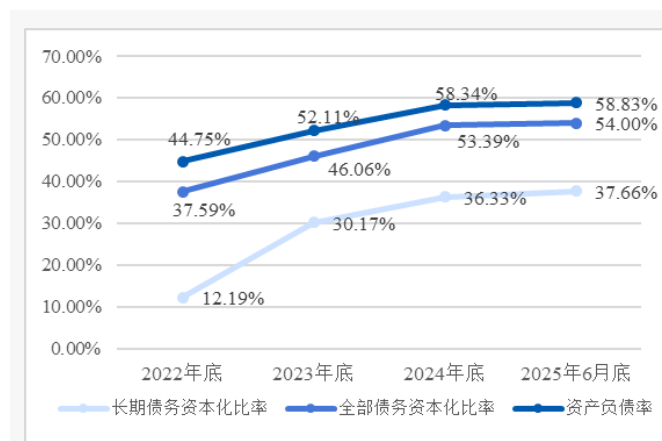
图表 15 • 公司负债构成概况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 6 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	648.96	80.75	686.69	58.56	885.98	57.51	909.44	55.90
短期借款	236.66	29.45	237.00	20.21	370.94	24.08	347.57	21.36
应付票据	158.06	19.67	152.48	13.00	142.33	9.24	171.72	10.56
应付账款	59.42	7.39	122.56	10.45	139.49	9.05	146.29	8.99

一年内到期的非流动	27.40	3.41	20.89	1.78	100.84	6.55	101.67	6.25
负债								
非流动负债	154.74	19.25	485.94	41.44	654.51	42.49	717.42	44.10
长期借款	97.03	12.07	402.54	34.33	590.57	38.34	657.09	40.39
应付债券	18.45	2.30	43.42	3.70	19.79	1.28	15.73	0.97
负债总额	803.70	100.00	1172.63	100.00	1540.49	100.00	1626.87	100.00

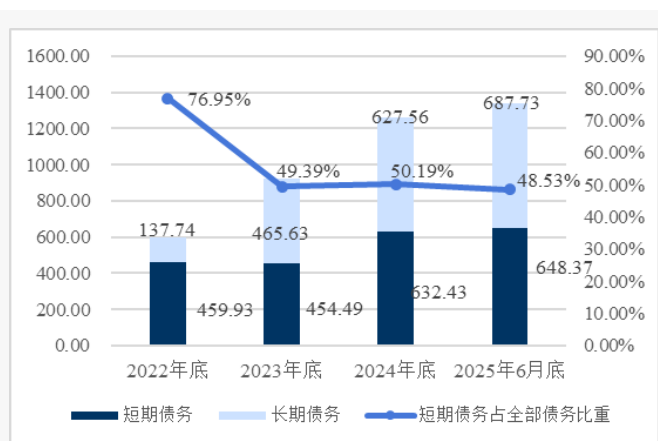
注：其他应付款含应付股利
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 16 • 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

图表 17 • 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

3 盈利能力

石化项目投产带动公司 2024 年收入与成本规模明显扩大，近年来利润总额波动增长，期间费用对利润造成一定侵蚀，但综合盈利指标表现佳；以政府补助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。2025 年上半年度，受石化业务影响，公司收入与成本规模均显著扩大，但盈利水平有所下降。

2022—2024 年，受贸易业务净额确认收入，以及石化项目自 2024 年逐步投产运营影响，公司营业总收入与营业成本均波动下降；2024 年，公司营业总收入与营业成本同比分别增长 35.32%和 32.98%。期间费用方面，2022—2024 年，公司财务费用增加带动费用总额年均复合增长 1.40%，公司期间费用率分别为 8.59%、11.94%和 9.38%，期间费用对公司整体利润造成一定侵蚀。非经常性损益方面，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维持较大规模。公司 2023 年处置长期股权投资产生的收益主要系电解铝产能指标转让所形成。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；同期信用减值损失 7.94 亿元，主要为海南万宁弘基置业有限公司委托贷款债权投资减值损失；公司近年来资产减值损失与信用减值损失均所有减少但合计损失仍较大。综合上述影响，2022—2024 年，公司利润总额波动增加，年均复合增长 5.72%；归属母公司股东的净利润分别为 26.34 亿元、24.08 亿元和 20.32 亿元，呈下降态势；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。2025 年 1—6 月，公司实现营业总收入 578.21 亿元，受益于石化产品销售规模逐步扩大而同比显著增长 194.83%；实现利润总额 17.56 亿元，营业利润率为 8.09%，同比均有所下降。

图表 18 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
营业总收入	607.11	422.13	571.24	578.21
营业成本	488.29	318.55	423.62	478.50
期间费用	52.13	50.40	53.61	29.92
其中：管理费用	22.86	22.17	22.80	7.81
研发费用	15.54	13.38	14.50	7.50
财务费用	6.23	8.02	9.51	12.00

资产减值损失	-5.10	-4.60	-4.09	-0.37
信用减值损失	-7.94	-4.99	-2.97	-0.48
其他收益	7.20	10.22	11.45	1.47
资产处置收益	-1.97	7.03	0.13	0.06
利润总额	57.71	55.74	64.50	17.56
营业利润率(%)	18.31	22.84	19.83	8.09
总资本收益率(%)	4.17	3.26	3.04	--
净资产收益率(%)	5.18	4.56	4.79	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

4 现金流

公司近年来收入实现质量有所波动，炼化项目投产阶段铺底原材料成本支出导致 2024 年公司经营活动现金流量净额转负；公司通过处置股权及固定资产等方式回笼资金，但伴随石化项目建设推进，公司投资支出需求明显加大，自身经营获现不足以支撑大规模投资支出需求，筹资活动前现金持续大规模净流出，对筹资活动依赖程度明显加深。

2022—2024 年，公司为回笼资金，往来款项呈下降态势；伴随石化产品销售，应收款项有所增加，收入实现质量波动下降；公司经营活动现金流入量波动增加，但因炼化项目投产阶段铺底原材料成本支出导致 2024 年公司经营活动现金流量净额转负。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波动增加；受石化项目投资支出影响，公司投资活动维持大规模现金流出，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。2025 年上半年度，伴随石化产品销售规模扩大，公司经营活动现金流量净额回正且净流入规模大；因石化项目工程款与设备采购款等按进度支付结算，投资活动仍呈持续性资金净流出，同期筹资活动仍保持大规模现金净流入状态。

图表 19 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	654.60	563.89	689.65	784.28
经营活动现金流出小计	537.12	496.13	707.18	688.64
经营活动现金流量净额	117.48	67.76	-17.52	95.65
投资活动现金流入小计	35.59	71.45	66.74	25.06
投资活动现金流出小计	318.30	480.12	342.51	131.73
投资活动现金流量净额	-282.70	-408.66	-275.78	-106.66
筹资活动前现金流量净额	-165.22	-340.90	-293.30	-11.02
筹资活动现金流入小计	648.82	953.55	855.36	490.72
筹资活动现金流出小计	437.59	659.49	557.49	437.15
筹资活动现金流量净额	211.23	294.06	297.87	53.57
现金收入比(%)	101.62	85.69	92.56	109.55

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，在项目完全投产和效益释放前，公司偿债能力指标表现或仍将进一步减弱。2024 年，公司经营活动现金流量净额阶段性转负，经营获现无法覆盖其有息债务本息。

公司近年来短期债务呈扩大态势，短期偿债能力指标表现趋弱；公司 EBITDA 波动增长，但受石化项目融资影响，全部债务显著增加；2024 年，石化项目投产带动库存备货及生产铺底原料成本支出加大，公司当期经营性净现金流转为净流出，经营获现无法覆盖其有息债务本息，公司对持续扩大的有息债务本息保障能力趋弱。2025 年上半年度，公司经营活动现金流量净额回正且净流入规模大，对债务本息的保障能力有所回升。

图表 20 • 公司偿债能力指标概况

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	109.03	104.13	97.49
	速动比率（%）	79.61	76.93	70.15
	经营现金流动负债比（%）	18.10	9.87	-1.98
	经营现金/短期债务（倍）	0.26	0.15	-0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	0.78	0.69	0.53
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	103.78	102.66	116.71
	全部债务/EBITDA（倍）	5.76	8.96	10.80
	经营现金/全部债务（倍）	0.20	0.07	-0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	3.51	2.77
	经营现金/利息支出（倍）	5.88	2.32	-0.42

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 0.91 亿元，不良率约 13.5%，不良项目已全部进入法院诉讼阶段；公司与万宁南山融创实业有限公司存在往来款纠纷。截至 2025 年 6 月底，公司对外担保情况如下表所示。

图表 21 • 公司对外担保概况

序号	被担保人	所属行业	主营业务	担保到期日	担保方式	担保余额（万元）
1	山东裕龙产业园水处理有限公司	污水处理及其再生利用	从事水的生产和供应业为主	2039/06/27	信用	16800
2	山东裕龙杭氧气体有限公司	其他基础化学原料制造	从事化学原料和化学制品制造业为主	2033/01/01	信用	53900
3	山东裕龙热力有限公司	热力生产和供应	从事电力、热力生产和供应业为主	2039/01/31	信用	124950
4	烟台益大新材料有限公司	原油加工及石油制品制造	从事石油、煤炭及其他燃料加工业为主	2029/06/29	信用	16850
合计						212500

资料来源：公司提供

截至 2025 年 6 月底，公司获得的境内外银行授信额度合计 1749.49 亿元，未使用额度 500.12 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，其控股的财务公司以及持有大量上市公司股份可对其流动性形成较好的支撑，但公司本部自身盈利较弱，对筹资现金流入依赖度高，资产变现能力相对有限，有息债务结构以短期为主，需对其短期债务偿付情况保持关注。

2022—2024 年末，公司本部资产总额与负债均小幅增长，年均复合增长 5.16%和 6.05%；同期所有者权益亦有增加，年均复合增长 4.46%。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。2024 年，公司本部货币资金有所增加带动其资产规模扩大。同期，公司本部应付票据有所增加，未分配利润增长，带动负债与权益均有增加。截至 2024 年底，公司本部资产总额 976.81 亿元（其中货币资金 93.13 亿元），较上年底增长 3.78%；资产主要由货币资金（占 9.53%）、其他应收款（占 29.17%）和长期股权投资（占 46.88%）构成，其他应收款回款情况受土地收储进度影响很大，公司本部资产变现能力相对有限；负债总额较上年底增长 4.19%至 437.76 亿元，所有者权益较上年底增长 3.45%至 539.05 亿元。2024 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，但公司本部有息债务结构以短期为主，需对短期债务偿付保持关注。截至 2024 年底，公司本部短期债务 361.76 亿元，全部债务 388.86 亿元，资产负债率与全部债务资本化比率分别为 44.82%和 41.91%。

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。2024 年，公司本部增加部分低毛利贸易业务带动收入规模同比扩大至 53.48 亿元；公司本部投资收益与其他收益分别为 8.37 亿元和 7.82 亿元，实现利润总额 19.07 亿元。同期现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为 7.23 亿元，投资活动现金流净额 16.12 亿元，筹资活动现金流净额为-22.07 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 产品碳足迹等关于应对气候变化、节能减碳相关事务，截至 2024 年底，南山铝业已连续 3 年参与 CDP（Carbon Disclosure Project）气候变化问卷信息披露，并在 2024 年获得“C”级评价。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、GB/T 29490 企业知识产权管理体系、NADCAP 航空产品特种工艺认证等多项质量管理体系认证。

南山智尚被列为 2024 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；南山智尚建有污水处理项目，以处理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》于烟台市生态环境局龙口分局完成备案。

2024 年，南山铝业获得中国质量认证中心 CQC 卓越质量奖、获评新财富最佳 ESG 信披奖、第八届中国工业大奖表彰等奖项；公司助力龙口市经济发展，公司及下属单位 2024 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上限 10.00 亿元进行测算，本期债项分别占 2024 年底公司长期债务和全部债务的 1.59%和 0.79%，对公司现有债务结构影响不大。以 2024 年底财务数据为基础，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 58.34%、53.39%和 36.33%上升至 58.50%、53.59%和 36.69%，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入量和 EBITDA 对本期债项发行后长期债务的保障程度一般。

按 2024 年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 637.56 亿元，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对发行后长期债务保障程度一般；2024 年公司经营活动现金净流量阶段性转负，对有息债务不具备保障能力。

图表 22 • 本期债项偿还能力测算

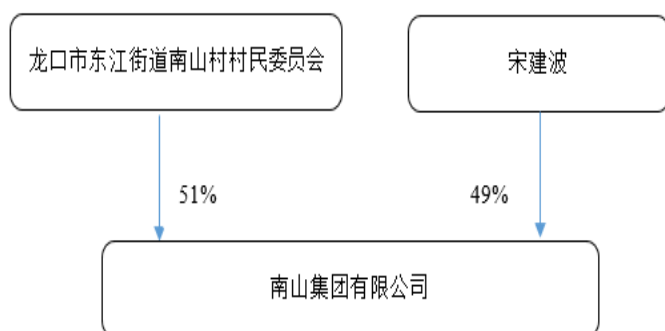
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	637.56
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.08
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.03
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.46

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

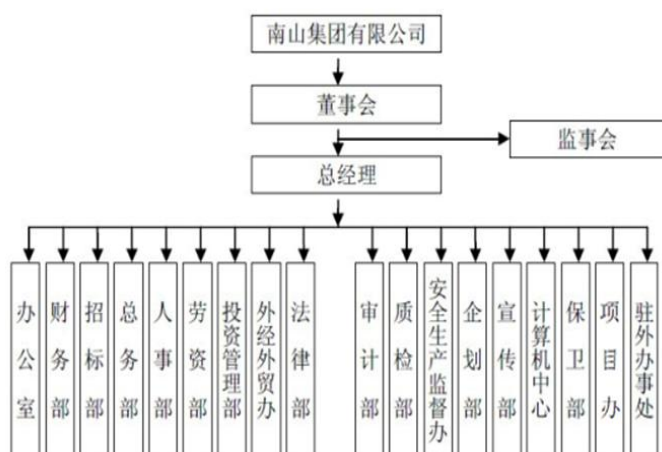
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 6 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 2025 年 6 月底）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
1	南山铝业	山东省龙口市	制造业	20.91%	22.22%
2	南山智尚	山东省龙口市	制造业	66.41%	--
3	山东南山暖通新材料有限公司	山东省龙口市	制造业	100.00%	--
4	山东怡力电业有限公司	山东省龙口市	制造业	100.00%	--
5	烟台南山庄园葡萄酒有限公司	山东省龙口市	制造业	100.00%	--
6	南山集团资本投资有限公司	北京市	其他	100.00%	--
7	上海鲁润资产管理有限公司	上海市	其他	100.00%	--
8	山东南山科技产业园管理有限公司	山东省龙口市	其他	100.00%	--
9	上海胶润国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	100.00%	--
10	Nanshan Group Singapore Co.Pte.Ltd	新加坡	综合	100.00%	--
11	南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	旅游业	100.00%	--
12	龙口市南山小额贷款股份有限公司	山东省龙口市	金融业	45.00%	25.00%
13	南山集团财务有限公司	山东省龙口市	金融业	69.15%	30.85%
14	龙口市南山融资担保有限公司	山东省龙口市	金融业	100.00%	--
15	龙口市南山西海岸人工岛建设发展有限公司	山东省龙口市	建筑业	100.00%	--

16	山东新南山建设工程有限公司	山东省龙口市	建筑业	100.00%	--
17	山东南山建设发展股份有限公司	山东省龙口市	房地产业	100.00%	--
18	龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	100.00%	--
19	裕龙石化	山东省龙口市	制造业	51.00%	--
20	青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	100.00%	--
21	龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	100.00%	--
22	恒通股份	山东省龙口市	道路运输业、燃气生产和供应业	41.30%	--
23	南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	100.00%	--
24	山东新南山国际贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	100.00%	--
25	PT. Nanshan Group Indonesia	印度尼西亚	-	100.00%	--
26	上海耀华石油有限公司	上海市普陀区	批发业	100.00%	--
27	南山酒店管理（长春）有限公司	吉林省长春市	商务服务业	100.00%	--
28	龙口市南山园林绿化有限公司	山东省龙口市	土木工程建筑业	100.00%	--

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	356.90	315.63	335.43	437.30
应收账款（亿元）	49.34	54.83	82.02	88.50
其他应收款（亿元）	51.04	54.71	47.34	/
存货（亿元）	190.95	186.80	242.19	296.93
长期股权投资（亿元）	53.51	68.37	70.42	70.93
固定资产（亿元）	372.18	363.50	692.97	/
在建工程（亿元）	275.35	751.21	651.72	/
资产总额（亿元）	1796.09	2250.26	2640.44	2765.17
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	497.94	553.01	558.12	585.59
所有者权益（亿元）	992.40	1077.63	1099.95	1138.31
短期债务（亿元）	459.93	454.49	632.43	648.37
长期债务（亿元）	137.74	465.63	627.56	687.73
全部债务（亿元）	597.66	920.12	1259.99	1336.10
营业总收入（亿元）	607.11	422.13	571.24	578.21
营业成本（亿元）	488.29	318.55	423.62	478.50
其他收益（亿元）	7.20	10.22	11.45	1.47
利润总额（亿元）	57.71	55.74	64.50	17.56
EBITDA（亿元）	103.78	102.66	116.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	616.92	361.70	528.73	633.44
经营活动现金流入小计（亿元）	654.60	563.89	689.65	784.28
经营活动现金流量净额（亿元）	117.48	67.76	-17.52	95.65
投资活动现金流量净额（亿元）	-282.70	-408.66	-275.78	-106.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	211.23	294.06	297.87	53.57
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.25	5.74	6.38	--
存货周转次数（次）	2.59	1.69	1.97	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.21	0.23	--
现金收入比（%）	101.62	85.69	92.56	109.55
营业利润率（%）	18.31	22.84	19.83	8.09
总资本收益率（%）	4.17	3.26	3.04	--
净资产收益率（%）	5.18	4.56	4.79	--
长期债务资本化比率（%）	12.19	30.17	36.33	37.66
全部债务资本化比率（%）	37.59	46.06	53.39	54.00
资产负债率（%）	44.75	52.11	58.34	58.83
流动比率（%）	109.03	104.13	97.49	102.78
速动比率（%）	79.61	76.93	70.15	70.13
经营现金流动负债比（%）	18.10	9.87	-1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.78	0.69	0.53	0.67
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	3.51	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.76	8.96	10.80	--

注：1. 公司 2025 年上半年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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	67.15	69.52	97.11	140.82
应收账款（亿元）	1.41	4.68	14.70	14.64
其他应收款（亿元）	273.69	276.99	284.82	273.14
存货（亿元）	33.89	29.12	26.38	26.43
长期股权投资（亿元）	409.70	464.35	457.97	457.56
固定资产（亿元）	/	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/	/
资产总额（亿元）	883.29	941.24	976.81	1007.78
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	*
所有者权益（亿元）	494.04	521.09	539.05	544.11
短期债务（亿元）	280.39	283.96	361.76	353.68
长期债务（亿元）	58.37	76.87	27.10	54.77
全部债务（亿元）	338.76	360.83	388.86	408.45
营业总收入（亿元）	102.01	13.33	53.48	30.27
营业成本（亿元）	78.03	0.77	42.16	30.02
其他收益（亿元）	5.62	6.38	7.82	0.00
利润总额（亿元）	22.52	24.93	19.07	5.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	116.89	1.60	44.65	34.80
经营活动现金流入小计（亿元）	125.99	135.88	157.58	59.25
经营活动现金流量净额（亿元）	47.54	6.34	7.23	0.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-90.92	-22.38	16.12	30.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	-12.58	21.18	-22.07	-6.07
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.25	1.65	3.70	--
存货周转次数（次）	2.05	0.02	1.52	--
总资产周转次数（次）	0.11	0.01	0.06	--
现金收入比（%）	114.59	11.99	83.48	114.97
营业利润率（%）	23.35	92.86	20.73	0.52
总资本收益率（%）	2.85	2.92	2.45	--
净资产收益率（%）	4.60	4.38	3.25	--
长期债务资本化比率（%）	10.57	12.86	4.79	9.15
全部债务资本化比率（%）	40.68	40.91	41.91	42.88
资产负债率（%）	44.07	44.64	44.82	46.01
流动比率（%）	118.51	114.91	105.34	113.33
速动比率（%）	107.85	106.12	98.78	106.75
经营现金流动负债比（%）	14.95	1.91	1.80	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.24	0.27	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 年上半年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，“*”表示数据过小

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

联合资信中长期科技创新债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAAsti、AAsti、Asti、BBBsti、BBsti、Bsti、CCCsti、CCsti、Csti。除 AAAsti 级、CCCsti 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
AAAsti	科技创新债券的偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AAsti	科技创新债券的偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
Asti	科技创新债券的偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBBsti	科技创新债券的偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BBsti	科技创新债券的偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
Bsti	科技创新债券的偿还债务能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCCsti	科技创新债券的偿还债务能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CCsti	科技创新债券在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Csti	科技创新债券不能偿还债务

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。