

南山集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3446号

联合资信评估股份有限公司通过对南山集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南山集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 南山集 MTN001（科创票据）”“25 南山 K1”“25 南山 K2”“25 南山 K1（续发）”“26 南山 K1”和“26 南山 K2”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：

二〇二六年六月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受南山集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

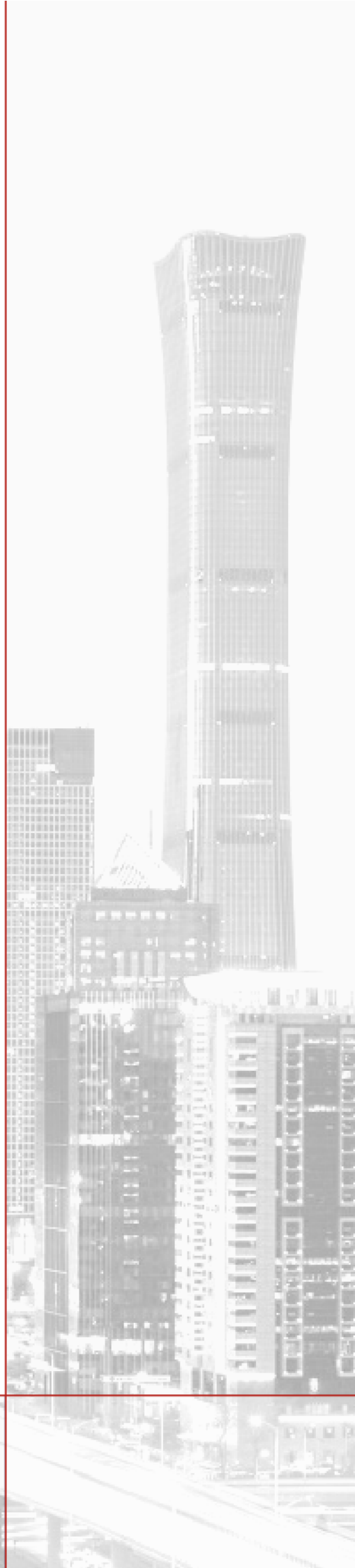
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



南山集团有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
南山集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/23
24 南山集 MTN001（科创票据）	AAA _{sti} /稳定	AAA/稳定	
25 南山 K1	AAA _{sti} /稳定	AAA/稳定	
25 南山 K2			
25 南山 K1（续发）	AAA _{sti} /稳定	AAA _{sti} /稳定	
26 南山 K1			
26 南山 K2			

评级观点

跟踪期内，南山集团有限公司（以下简称“公司”）在股权结构、组织架构、法人治理结构、主要管理制度、人员构成等方面均未发生重大变动。公司“裕龙岛炼化一体化项目”炼油装置与乙烯设备于 2025 年内实现全面投产，石化产业收入贡献显著提升，现已成为其核心营收支柱；公司同时稳定经营有色金属、纺织服饰、港口货运、以及贸易、电力、地产、旅游、金融、教育等业务。作为大型集团企业，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仍具备综合竞争优势，整体经营风险非常低。伴随石化项目资本投入以及全面投产后经营规模明显扩大，公司资产持续增加，整体收入规模实现跨越式增长，经营获现情况明显改善；但石化项目投产后税费明显增加，公司盈利表现有所下降，归属于母公司所有者的净利润大幅下降，叠加在建项目持续资本支出以及经营性负债增加，公司有息债务持续增长且短期债务规模大，债务负担仍有加重，对筹资活动现金流入依赖程度仍高；公司石化项目尚处产能释放初期，全部效益尚未完全显现，短期内偿债能力指标仍面临阶段性弱化压力，但公司长期债务到期期限分布均衡、未使用授信额度充足，整体财务风险仍处于极低水平。综合跟踪期内公司经营风险和财务风险表现，其整体偿还债务的能力仍属极强，本报告所跟踪债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司石化产业炼油装置与乙烯设备现已全面投产，但在项目效益完全释放前，公司债务负担仍重，偿债能力指标表现或有所弱化。伴随石化项目产能持续释放，公司收入规模有望持续增长；公司传统业务运营稳定，收入增量所形成的大规模经营获现可对其债务本息形成一定保障。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

- **伴随石化项目炼油装置与乙烯设备于 2025 年全面投产，公司收入规模实现跨越式增长，经营获现情况明显改善。**公司两套 1000 万吨/年常减压炼油装置以及两套 150 万吨/年乙烯设备自 2024 年 9 月起逐步投产，伴随第二条乙烯线于 2025 年 9 月末投产，公司“裕龙岛炼化一体化项目”实现全面投产。2025 年，公司石化业务贡献收入 823.31 亿元，带动公司营业总收入同比增长 125.85%至 1290.14 亿元，增量显著；同期经营活动现金流量净额同比增量达 211.02 亿元，筹资活动前现金流量净额转为净流入。未来，伴随设备产能逐步释放，公司石化产品相关收入与获现规模有望进一步扩大。
- **公司在铝深加工和纺织业务领域具备一定优势。**作为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。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。跟踪期内，公司印尼 200 万吨氧化铝扩建项目全部投产，海外氧化铝产能规模进一步扩大。

关注

- **石油石化行业周期性明显，同时易受国际政治环境影响。公司石化项目投资规模很大，未来产能释放与盈利情况需持续关注。**
公司炼化产能通过供应商采购中东、西非和南美等地区原油，2026 年美伊冲突引发原油价格飙升，公司面临显著成本压力，或对其现金流与盈利表现带来不利影响。公司“裕龙岛炼化一体化项目”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，公司在建项目存在产能释放及盈利不及预期等风险。
- **石化项目投产后税费明显增加，公司盈利表现有所下降。**2025 年，公司税金及附加显著增加 91.15 亿元至 125.49 亿元，以致利润总额同比下降 41.74%至 37.58 亿元，当期主要盈利指标同比均有所下降，归属于母公司所有者的净利润大幅下降。
- **公司有息债务持续增长，同时存在大量短期债务，债务负担有所加重。**受在建项目持续资本支出以及经营扩大带动资金需求增加影响，截至 2025 年底，公司全部债务较上年底增长 9.21%至 1376.08 亿元，短期债务占比为 50.06%，短期债务规模大，对公司流动性管理提出较高要求。“裕龙岛炼化一体化项目”及其他在建项目整体资本投入规模大，在项目效益完全释放前，公司债务负担仍重，偿债能力指标表现或仍将有所弱化。
- **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 2025 年底，公司本部短期债务 362.53 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、模型及结果

评级方法与模型					多元控股企业信用评级方法与模型 V4.1.202606				
债项评级方法					债项评级基本方法 V3.0.202207/科技创新债券信用评级方法 V4.1.202606				
评价内容		评价结果		风险因素		评价要素		结果档次	
经营风险		A		经营环境		宏观经济		2	
						行业风险		3	
		自身竞争力		基础素质		1			
				经营分析		1			
				企业管理		3			
财务风险		F2		资产质量和盈利能力				1	
				资本结构				3	
				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：--								--	
模型级别								AAA	

个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《多元控股企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

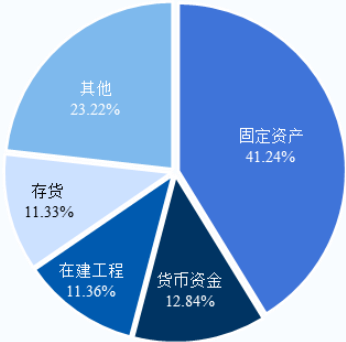
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	333.45	370.95	408.75
资产总额（亿元）	2640.44	2753.06	2857.69
所有者权益（亿元）	1099.95	1107.50	1146.55
短期债务（亿元）	632.43	688.92	749.95
长期债务（亿元）	627.56	687.16	686.19
全部债务（亿元）	1259.99	1376.08	1436.14
营业总收入（亿元）	571.24	1290.14	374.82
利润总额（亿元）	64.50	37.58	20.36
EBITDA（亿元）	116.71	120.75	--
经营性净现金流（亿元）	-17.52	193.50	-6.82
经调整的营业利润率（%）	12.39	3.10	5.57
总资产报酬率（%）	4.77	4.48	--
资产负债率（%）	58.34	59.77	59.88
全部债务资本化比率（%）	53.39	55.41	55.61
流动比率（%）	97.49	94.96	100.22
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.78	1.65	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.80	11.40	--

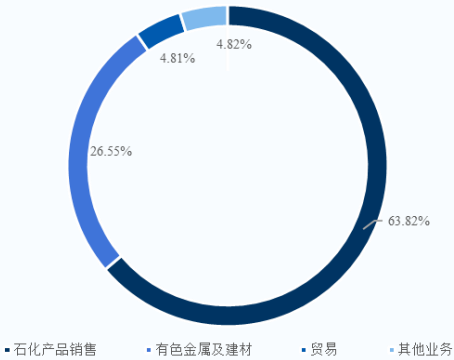
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	976.81	1030.06	1043.14
所有者权益（亿元）	539.05	545.44	546.63
全部债务（亿元）	388.86	409.47	431.61
营业总收入（亿元）	53.48	50.92	8.16
利润总额（亿元）	19.07	22.49	1.19
资产负债率（%）	44.82	47.05	47.60
全部债务资本化比率（%）	41.91	42.88	44.12
流动比率（%）	105.34	114.83	110.57
经营现金流动负债比（%）	1.80	1.84	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 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

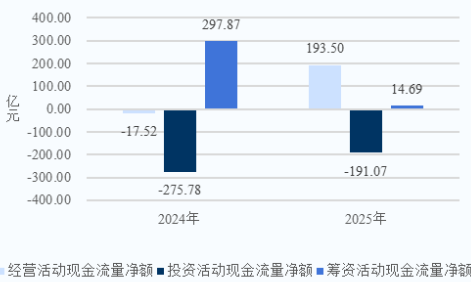
2025 年底公司资产构成



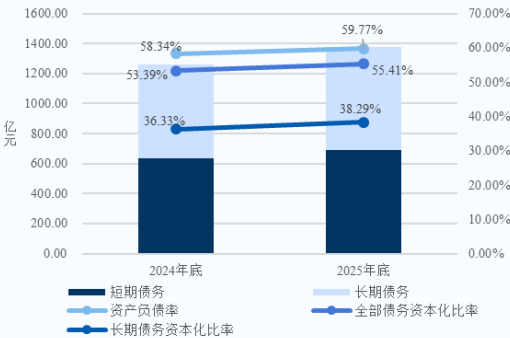
2025 年公司收入构成概况



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
24 南山集 MTN001（科创票据）	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/08/21	--
25 南山 K1	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/03/12	经营维持承诺，调整票面利率，回售
25 南山 K2	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/06/23	回售，投资者保护，调整票面利率
25 南山 K1（续发）	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/03/12	经营维持承诺，调整票面利率，回售
26 南山 K1	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/01/20	回售，调整票面利率
26 南山 K2	15.50 亿元	15.50 亿元	2029/04/17	调整票面利率，回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券（不含存续短期融资券）

资料来源：联合资信整理，Wind

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 南山 K2	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/04/08	李晨 张琳 牛文婧	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 有色金属企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
26 南山 K1	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2025/10/27	李晨 张琳 牛文婧		阅读全文
25 南山 K1 （续发）	AAA _{st} /稳定	AAA/稳定	2026/03/06	李晨 牛文婧		阅读全文
25 南山 K2	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/30	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
25 南山 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/25	李晨 牛文婧		阅读全文
24 南山集 MTN001 （科创票据）	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/28	李晨 牛文婧		阅读全文
25 南山 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/09	李晨 牛文婧		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

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：高 星 gaoxing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南山集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系成立于 1979 年的龙口市东江镇前宋家村村办企业。1992 年，龙口市东江镇前宋家村村民委员会出资 50 万元组建了烟台南山集团公司，先后兴建了铝型材厂、精纺呢绒厂、热电厂、葡萄酒厂、家具厂及旅游公司等实体企业。2009 年 3 月，经龙口市人民政府批准，设立南山集团，注册资本 10 亿元。2021 年 9 月，经《南山集团有限公司关于股权变更的股东会决议》审议通过，公司股东由宋作文变更为宋建波，公司控股股东和实际控制人未发生变化，仍为龙口市东江街道南山村村民委员会（以下简称“南山村村委会”）。截至 2026 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%。

公司业务以石化与铝深加工为主，经营范围还包括纺织服饰、港口货运、以及贸易、电力、地产、旅游、金融、教育等多种业务，按照联合资信行业分类标准，采用多元控股企业信用评级方法与模型。

公司本部根据经营管理需要设立了多个职能部门（详见附件 1-2）；截至 2025 年底，公司合并范围内一级子公司合计 30 家（详见附件 1-3）；截至 2026 年 3 月底，公司在编员工合计 39172 人。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2753.06 亿元，所有者权益 1107.50 亿元（含少数股东权益 577.06 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1290.14 亿元，利润总额 37.58 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2857.69 亿元，所有者权益 1146.55 亿元（含少数股东权益 602.93 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 374.82 亿元，利润总额 20.36 亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

三、债券概况及募集资金使用情况

联合资信本次跟踪评级所涉及的存续债券见下表，相关债券均不涉及投资者保护条款的触发和执行情况，募集资金均已按指定用途使用完毕；公司 2026 年所发行债券均尚未进行首次付息，其余债券均于付息日正常付息。

图表 1 • 联合资信本次跟踪评级所涉及的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
24 南山集 MTN001（科创票据）	5.00	5.00	2024/08/21	2（1+1）年
25 南山 K1	10.00	10.00	2025/03/12	2（1+1）年
25 南山 K1（续发）	5.00	5.00	2025/03/12	2（1+1）年
25 南山 K2	5.00	5.00	2025/06/23	2（1+1）年
26 南山 K1	10.00	10.00	2026/01/20	2（1+1）年
26 南山 K2	15.50	15.50	2026/04/17	3（2+1）年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。

宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）](#)》。

五、行业分析

（一）石油炼化行业

2025 年化工行业景气指数于底部温和回升，前三季度样本企业营收小幅下滑，盈利明显改善，但行业投资结构分化，行业整体债务杠杆小幅上升。具体看，近年来，中国炼油产能稳居全球第一，但原油对外依存度仍维持在高位。2025 年，行业在“减油增化”政策引导下加速转型，乙烯当量自给率得到提升，但结构性矛盾依然存在。未来，随着新增产能受限及成品油需求放缓，“降油增化”与产业结构调整仍将是炼化行业发展的主旋律。2026 年，化工行业供给端将持续结构优化，但传统行业需求承压，高端产品需求有望高速增长。成本端，石油价格大涨推高石油化工成本，但我国煤化工优势凸显，海外部分供给受损有望助推我国化工品出口增长。完整版行业分析详见《[2026 年化工行业分析](#)》。

（二）有色金属行业

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—2025 年中国有色金属行业景气度逐季修复、年末抬升，2026 年景气指数延续上行，进入“正常”区间中部，供需两端修复支撑较为全面。全球经济复苏节奏分化，国内宏观经济 2026 年一季度回暖，PPI 同比由降转升，行业盈利与生产持续改善。中国有色金属工业稳中向好态势持续，光伏、风电、新能源汽车、动力及储能电池继续成为有色金属消费增长的主要领域。2025 年，铜价较上年大幅上涨并创历史新高；电解铝价格重心有所抬升；铅价窄幅震荡、全年均价略有下移；LME 锌价同比小幅上升；黄金全年价格涨幅较大；碳酸锂价格在低位运行后年末明显反弹。预期 2026 年全年，在“稳增长”政策发力、美联储降息周期延续、新兴产业对有色金属需求持续增长的背景下，中国有色金属产业景气指数有望保持“稳中向好”态势，但国际贸易摩擦加剧和地缘政治危机或仍将对海外项目运营、有色金属产品出口以及金属产品价格造成一定扰动。完整版行业分析详见《[2025 年有色金属行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构等方面未发生变动。

企业规模和竞争力方面，公司为以石化与有色金属业务为主，以纺织服饰、港口货运、贸易、电力、地产、旅游、金融、教育等为辅的多元化大型集团企业。2025 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 148 位。截至 2025 年底，公司直接持股并表三家上市子公司，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），同时持有裕龙石化 51% 股权，公司对上述企业的股份质押情况见下表。

图表 2 • 公司对下属重要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	42.77%	26.24%	融资担保
恒通股份	41.30%	73.18%	融资担保

南山智尚	48.01%	--	--
裕龙石化	51.00%	100.00%	融资担保（银团贷款）

资料来源：公司提供

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。项目首套 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；第二套 1000 万吨/年常压炼油装置以及 150 万吨/年乙烯装置分别于 2025 年 3 月和 9 月试车投产，伴随设备投产及产能爬坡，公司石化产品相关收益明显扩大。2026 年为公司全部炼油装置与乙烯设备的首个完整运营年份，伴随设备产能逐步释放，公司石化产品收入规模有望持续扩大。

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，现已形成从热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧—冷轧—箔轧、废铝回收（再生利用）的完整铝加工产业链，拥有规模及品牌优势。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企业技术中心、院士工作站、博士后工作站等技术研发平台，同时拥有国内铝加工行业唯一的国家级铝合金压力加工工程技术研究中心以及航空铝合金材料检测中心等研发检测平台，创新能力强，同时为中商飞、空客和波音供货的航空铝挤压材供应商。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²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。伴随印尼宾坦南山工业园 200 万吨氧化铝扩产项目全部投产，跟踪期内，公司氧化铝产能增至 540 万吨/年、电解铝与铝板带箔分别维持 68 万吨/年和 189.10 万吨/年的产能、型材淘汰部分老旧落后产能后下降至 20 万吨/年、另有再生铝产能 10 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，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。

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。公司拥有自有技术及产品优势，近年来高附加值新材料产品规模有所扩大。截至 2025 年底，南山智尚拥有面料（精纺呢绒）产能 1600 万米/年；超分子量聚乙烯产能 3600 吨/年；高级成衣产能 75 万套/年、衬衫产能 65 万套/年；公司年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目于 2025 年 12 月完全达到预计使用状态，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。恒通股份前期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。港口业务全面投入运营后，为裕龙石化产业园区内企业提供船舶停泊、货物装卸服务，码头装卸量大幅度增长。

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，整体抗风险能力非常强。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 5 月 28 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。截至查询日，联合

¹ 详见烟台市人民政府公开信息

² 所得款项净额为 22.21 亿港元

资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

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

图表 3 • 公司董事、监事及高级管理人员概况

姓名	现任职务	任期起始日期	设置是否符合《公司法》等相关法律法规及《公司章程》相关要求	是否存在重大违纪违法情况
宋建波	董事长兼总经理	2015 年 1 月	是	否
宋日友	董事	2024 年 4 月	是	否
王玉海	董事、副总经理	2007 年 5 月	是	否
宋建岑	董事、副总经理	2015 年 1 月	是	否
赵亮	董事	2016 年 7 月	是	否
宋昌明	董事	2015 年 1 月	是	否
宋英豪	副董事长	2025 年 7 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

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，伴随“裕龙岛炼化一体化项目”炼油装置与乙烯设备实现全面投产，公司石化产业收入贡献显著提升，现已成为其核心营收支柱；以铝加工为主的有色金属及建材业务稳步经营，为公司重要利润支撑，“石化+铝”双主业发展更为凸显。但受化工品毛利率偏低、氧化铝盈利下降以及贸易规模小幅扩大等因素影响，公司综合毛利率有所下降。2026 年一季度，公司石化产品收入所占比重进一步增长，受益于炼油与化工产品毛利均有所增加，公司综合毛利率小幅回升。

伴随石化相关产能于 2024 年 9 月起陆续投产，石化产品相关收益逐步显现。2025 年，炼油装置与乙烯设备实现全面投产，带动石化产品销售收入显著增加，公司整体收入规模实现跨越式增长，石化业务已成为其核心营收支柱。公司化工产品毛利率偏低，伴随产能逐步释放，跟踪期内，石化产品毛利率呈增长态势。2025 年以来，印尼氧化铝产能进一步扩大，受益于新增产能投产以及铝加工品市场价格上涨，公司有色金属及建材板块收入有所增加；但受氧化铝盈利下降影响，该板块毛利率持续下降，但仍为公司重要利润来源，公司“石化+铝”双主业发展更为凸显。

跟踪期内，南山智尚盈利模式未发生重大变化，受传统服饰需求不足以及锦纶项目新投产固定费用较高影响，公司纺织服饰业务毛利率有所下降；恒通股份持续进行 LNG 业务战略调整，相关收入持续大幅减少，同时受益于高毛利率的港口业务收入显著增加，公司 LNG 销售及物流服务毛利率持续增长；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；公司地产持续销售完工项目，建筑安装业务规模有所缩减，余下其他业务未发生重大变化，收入与毛利率受土地转让情况影响较大。

受上述因素影响，2025 年，公司营业总收入显著增加但综合毛利率有所下降；2026 年一季度，公司石化产品收入所占比重进一步增长，炼油与化工产品毛利均有所增加，带动公司综合毛利率小幅回升。

图表 4 • 公司营业总收入及毛利率概况

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
石化产品销售	101.13	17.70	13.85	823.31	63.82	12.70	256.39	68.40	16.27
有色金属及建材	331.36	58.01	27.20	342.53	26.55	25.03	89.57	23.90	21.49
纺织服饰	15.97	2.80	33.14	17.67	1.37	27.67	5.55	1.48	20.90
LNG 销售及物流服务	19.92	3.49	14.01	13.49	1.05	30.32	3.34	0.89	37.73
贸易	51.10	8.95	0.71	62.09	4.81	0.32	8.70	2.32	0.28
建筑及房地产	13.53	2.37	30.12	--	--	--	--	--	--
其他	38.22	6.69	80.15	31.05	2.41	57.36	11.27	3.01	40.37
合计	571.24	100.00	25.78	1290.14	100.00	16.77	374.82	100.00	18.07

注：其他板块包含旅游、教育、金融、水汽、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

石化业务方面，伴随“裕龙岛炼化一体化项目”炼油装置与乙烯设备逐步投产，跟踪期内，公司原油采购规模显著扩大，原油采购来源多元，主要通过供应商采购远东、中东、西非和南美等地区原油且从未采购过伊朗原油；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；截至 2025 年底，公司库存原油 206.60 万吨；截至 2026 年 3 月底，公司库存原油 321.87 万吨。伴随公司产能持续扩大，产品产量持续增加，油品与化工品均维持高产销率。公司第二条化工品产线运营时间较短，导致 2025 年公司成品油收率偏高；伴随后续全部设备产能释放，公司成品油销售量或有下降，化工产品相关产销规模有望增长。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。

图表 5 • 公司炼化板块业绩概况（单位：亿元）

主要产品	2024 年			2025 年			2026 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
炼油产品	99.52	98.41%	13.93%	540.49	65.65%	21.08%	148.22	57.81%	23.65%
化工产品	1.51	1.49%	5.75%	282.71	34.34%	-3.36%	108.15	42.18%	6.14%
其他产品	0.10	0.10%	50.83%	0.11	0.01%	61.04%	0.02	0.01%	44.78%
合计	101.13	100.00%	13.85%	823.31	100.00%	12.69%	256.39	100.00%	16.27%

资料来源：公司提供

图表 6 • 公司原油采购概况

原油采购	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
采购量（万吨）	346.69	1750.97	648.28
采购金额（亿元）	140.59	635.65	204.78
平均单价（元/吨）	4055.30	3630.27	3158.73
占石化板块主营业务成本比重	86.53%	84.74%	83.57%

资料来源：公司提供

图表 7 • 公司炼化板块主要产品产销概况（单位：万吨、元/吨）

销售项目		2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
成品油	产量	138.68	591.13	137.33
	销量	128.79	588.26	130.50
	销售均价	5986.00	6156.86	5740.35
	产销率	92.87%	99.52%	95.03%
有机化工	产量	62.71	609.34	257.20

	销量	60.41	610.60	251.61
	销售均价	4817.86	4811.54	5044.04
	产销率	96.33%	100.21%	97.83%
聚烯烃	产量	--	251.01	86.67
	销量	--	244.23	79.41
	销售均价	--	6306.23	6233.85
	产销率	--	97.30%	91.62%
合成橡胶	产量	--	13.89	5.16
	销量	--	13.70	5.03
	销售均价	--	9853.93	10649.40
	产销率	--	98.66%	97.48%

注：2024 年成品油仅包含汽油柴油，与炼油产品统计口径存在差异
资料来源：公司提供

有色金属及建材方面，跟踪期内，公司产品生产与销售模式未发生变化。2025 年，公司境内铝土矿仍主要采购自澳大利亚力拓公司；印尼氧化铝产能所需铝土矿主要由 GRAND SMART INTERNATIONAL TRADING PTE.LTD.和 PT. BUKIT BATU MULIA 供给，境外采购均价（不含税）同比上涨 8.24%；原铝缺口由公司自行采购铝锭补充下游加工。公司氧化铝产能持续增加，新增产能逐步释放，除型材外，主要产线维持高产能利用率。2025 年，公司关停型材部分老旧设备，年产能相应减少 12 万吨，但受民用建材市场需求低迷影响，型材产能利用率仍相对偏低。2025 年以来，公司印尼氧化铝产销规模进一步扩大，但产品价格持续下滑；电解铝与下游铝加工制品销售价格持续提升，公司有色金属及建材板块经营收入规模扩大但毛利有所下行。

图表 8• 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	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
氧化铝	340.00	376.70	110.79%	440.00	415.36	94.40%	540.00	122.05	90.41%
电解铝	68.00	67.82	99.73%	68.00	68.52	100.76%	68.00	16.95	99.71%
型材	32.00	17.25	53.91%	20.00	14.33	71.65%	20.00	2.57	51.40%
铝板带箔	189.10	185.82	98.26%	189.10	182.82	96.68%	189.10	46.09	97.49%

注：1. 铝板带箔包括热轧、冷轧和箔轧；2. 型材产能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. 2026 年一季度产能利用率数据已经年化处理；4. 公司印尼氧化铝 200 万吨扩产项目中，后 100 万吨产能于 25 年 12 月投产，实际产能于 2026 年一季度提升为 540 万吨/年
资料来源：公司提供

图表 9• 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	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价	销量	产销率	均价
氧化铝	373.99	99.28%	0.39	414.43	99.78%	0.35	123.48	101.17%	0.25
电解铝	71.95	106.09%	2.02	66.92	97.66%	2.08	16.49	97.30%	2.38
型材	18.36	106.43%	2.69	14.58	101.74%	2.98	2.62	101.61%	3.58
铝板带箔	193.51	104.14%	2.70	182.50	99.82%	2.88	47.89	103.90%	3.07

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

公司经营业务多元，跟踪期内，南山智尚传统纺织服饰下游需求疲软，叠加 2025 年澳毛价格自四季度起显著上涨，其精纺呢绒与服装业务产销量同比减少，以致收入与毛利率均有所下降；南山智尚持续布局新材料业务，产品结构有所调整，但超高纤维类产品销量小幅下降，锦纶项目新投产固定费用较高，共同影响公司纺织服饰板块毛利率持续下行。LNG 销售及物流服务业务方面，其自 2024 年下半年开始处置 LNG 车辆，并对 LNG 运贸业务进行结构调整，剩余车辆向承运业务转变。跟踪期内，恒通股份 LNG 业务战略调整持续进行，LNG 等贸易业务收入与成本均显著下降；同期货物运输业务变动不大，但高毛利率的港口业务收入显著增长，2025 年其港口业务收入增幅为 164.81%，毛利率为 43.23%。

此外，贸易板块为公司营业收入的有益补充，2025 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。公司地产板块库存持续去化，无在建房地产项目，业务以过往项目去化为主；2025 年，公司房地产与建筑安装分别实现收入 0.88 亿元和 4.45 亿元。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，2025 年文旅业务实现收入 5.06 亿元，营业利润 0.94 亿元。公司的金融板块涵盖财务公司、村镇银行、小额贷款公司、担保公司和租赁公司等多家金融机构，并投资股份制商业银行；截至 2025 年底，公司分别持有恒丰银行 2.35% 股权，持有烟台银行 19.97% 股权，公司权益法核算的烟台银行股份有限公司因其他股东增资导致公司持股比例被动稀释下降，公司所持恒丰银行与烟台银行股权均未进行质押。

公司持续大规模资本支出，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。2025 年，公司应收类款项与存货规模变动相对较小，资产规模有所扩大，同时受石化产能投产上产影响，收入显著增加，公司经营效率指标较 2024 年均有明显提升，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别提升至 13.37 次、3.87 次和 0.48 次。

2 未来发展

公司经营思路与发展战略清晰，在建工程稳步推进。“裕龙岛炼化一体化项目”投资已进入尾期，所投产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。

公司经营思路与发展战略清晰，现已形成以石化与有色金属业务为主，以纺织服饰、港口货运、贸易、电力、地产、旅游、金融、教育等为辅的多元化发展格局。在建项目方面，截至 2025 年底，“裕龙岛炼化一体化项目”投资已进入尾期（总投资额 1089 亿元），所投产产能爬坡及盈利情况需持续关注；石化项目之外，公司主要在建项目规划总投资为 161.50 亿元，尚需投资 97.34 亿元，主要为南山铝业相关产能。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风险。

图表 10• 截至 2025 年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	已投资金额	预计投资		
			2026 年	2027 年	2028 年
高端轻量化铝板带项目	18.87	16.40	2.10	0.36	--
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	45.91	15.40	2.01	--
印尼宾坦工业园年产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目	60.63	0.57	30.53	8.23	21.30
年产 20 万吨烧碱项目及年产 16.5 万吨环氧氯丙烷项目	18.68	1.28	13.88	2.50	1.02
合计	161.50	64.16	61.91	13.10	22.32

注：截至 2025 年底，“裕龙岛炼化一体化项目”已投资金额 1050.71 亿元，尚需投资 38.29 亿元
 资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。公司重要会计政策连续；截至 2025 年底，公司纳入合并范围一级子公司合计 30 家；2026 年一季度，公司合并范围未发生变动，财务数据可比。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，伴随在建石化项目大规模投产转固，固定资产成新率较高，公司石化业务经营规模显著扩大，资产规模持续扩大；公司货币资金受限比例较高且南山铝业境外项目持续资本支出，整体资产流动性一般。

跟踪期内，公司石化项目持续资本投入后大规模投产转固，石化业务经营规模显著扩大，南山铝业境外项目持续资本支出，公司资产总额增长，资产结构仍以非流动资产为主。其中，货币资金与存货受石化业务经营影响均有增长，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因素影响，截至 2025 年底受限率为 48.16%，资金受限比例较高；存货受产品量价变动、大宗商品价格波动以及石化项目原油储备影响，截至 2025 年底，公司因储备原油，原材料存货增至 115.36 亿元。

非流动资产方面，跟踪期内，伴随在建石化项目大规模投产转固，公司固定资产³增量显著，截至 2025 年底成新率为 77.17%；在建工程余额有所下降但南山铝业境外项目持续资本支出，无形资产因土地使用权增加而增长。2026 年一季度，受石化项目影响，公司经营规模持续扩大，在货币资金和存货增长的带动下，截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 3.80%，资产结构及主要构成较上年底变化不大。

图表 11 • 公司资产构成概况

科目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	863.72	32.71	886.73	32.21	996.03	34.85
货币资金	313.90	11.89	353.44	12.84	386.01	13.51
存货	242.19	9.17	312.04	11.33	370.06	12.95
非流动资产	1776.72	67.29	1866.33	67.79	1861.67	65.15
固定资产（合计）	693.30	26.26	1135.81	41.26	1225.09	42.87
在建工程（合计）	683.78	25.90	323.65	11.76	227.12	7.95
无形资产	149.24	5.65	154.18	5.60	155.64	5.45
资产总额	2640.44	100.00	2753.06	100.00	2857.69	100.00

注：1、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；2、在建工程中，石化项目 2025 年增加投入 115.35 亿元，当期转入固定资产 390.38 亿元，截至 2025 年底余额 168.72 亿元
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2025 年底，公司资产受限情况如下表所示。

图表 12 • 截至 2025 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	170.20	6.18%	承兑汇票保证金、保函保证金、信用证保证金、冻结、质押等
固定资产	7.01	0.25%	借款抵押
投资性房地产	17.49	0.64%	借款抵押
无形资产	78.38	2.85%	借款抵押
应收票据	3.10	0.11%	用于背书和贴现的票据未到期
长期股权投资	271.32	9.86%	借款抵押、可交换债券

注：长期股权投资统计口径含对子公司投资，其中裕龙石化股权质押对应金额为 193.80 亿元
资料来源：公司提供

（2）资本结构

受南山铝业国际香港联交所上市以及港股配售股份影响，跟踪期内，公司所有者权益有所增长但权益结构稳定性仍弱；受在建项目持续资本投入以及运营资金规模扩大影响，公司有息债务规模持续扩大，债务负担持续加重。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。

2025 年一季度，受益于南山铝业国际香港联交所上市完成，公司少数股东权益增加；ICONAIRCRAFT, INC 其他权益工具投资累计公允价值变动损失结转以及涉及烟台银行的资本溢价冲减调整，影响公司 2025 年末盈余公积与未分配利润。综合上述影响，截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底变化不大，归属于母公司所有者权益占比为 47.90%，少数股东权益占比为 52.10%；在所有者权益中，实收资本与资本公积合计仅占 1.81%，未分配利润占 41.96%，公司所有者权益结构稳定性仍弱。2026 年一季度，受港股配售股份影响，公司资本公积增长，少数股东权益进一步增加，同时未分配利润有所回升，带动公司所有者权益增长，权益结构较上年底变化不大。

³ 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%

图表 13 • 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	10.00	0.91	10.00	0.90	10.00	0.87
资本公积	9.66	0.88	10.06	0.91	17.09	1.49
盈余公积	57.56	5.23	49.99	4.51	49.99	4.36
未分配利润	468.80	42.62	464.73	41.96	471.62	41.13
归属于母公司所有者权益合计	541.83	49.26	530.44	47.90	543.61	47.41
少数股东权益	558.12	50.74	577.06	52.10	602.93	52.59
所有者权益合计	1099.95	100.00	1107.50	100.00	1146.55	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

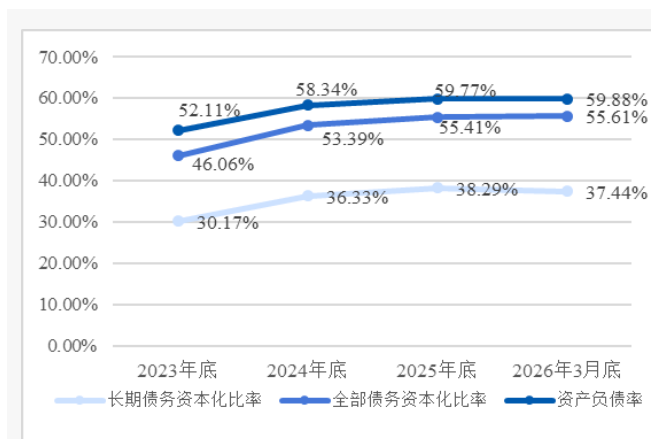
跟踪期内，公司经营性负债有所增加，短期债券发行规模扩大，流动负债占比仍偏高；伴随大规模在建项目资金持续投入，公司长期借款增长，负债规模持续扩大。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 1436.14 亿元，较上年底增长 4.36%；债务结构方面，短期债务占 52.22%，长期债务占 47.78%，结构相对均衡，大规模短期债务对公司流动性管理提出较高要求；从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.88%、55.61%和 37.44%，公司债务负担持续加重。

图表 14 • 公司负债构成概况

科目	2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	885.98	57.51	933.85	56.75	993.80	58.08
短期借款	370.94	24.08	364.14	38.99	401.16	40.37
应付票据	142.33	9.24	173.97	18.63	180.64	18.18
应付账款	139.49	9.05	135.50	14.51	138.21	13.91
一年内到期的非流动负债	100.84	6.55	98.18	10.51	124.81	12.56
其他流动负债	22.25	2.51	58.84	6.30	49.68	5.00
非流动负债	654.51	42.49	711.71	43.25	717.35	41.92
长期借款	590.57	38.34	660.50	92.80	658.30	91.77
应付债券	19.79	1.28	14.96	2.10	14.97	2.09
负债总额	1540.49	100.00	1645.56	100.00	1711.15	100.00

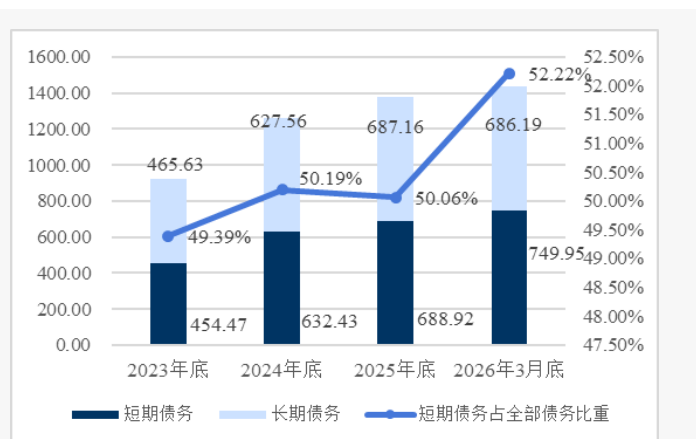
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 15 • 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 16 • 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收入与成本规模显著扩大，期间费用率有所下降，但石化项目投产后税费明显增加，公司利润总额减少，综合盈利指标表现仍佳；以政府补助为主的非经常性损益对公司利润有一定贡献，但可持续性较弱。

公司石化项目 2025 年实现全面投产，石化产品销售收入显著增加，带动公司整体收入规模实现跨越式增长，营业成本同步提升。2025 年，公司营业总收入与营业成本同比增幅分别达 125.85%和 153.25%。公司第二条化工品产线于 2025 年 9 月投产，因其运营时间较短，导致公司全年成品油收率偏高，消费税影响当期税金及附加同比显著增加。期间费用方面，2025 年，公司费用总额同比增长 24.25%至 66.61 亿元，主要系财务费用增长所致；但伴随收入显著增加，公司期间费用率同比下降 4.22 个百分点至 5.16%。非经常性损益方面，2025 年，公司其他收益主要由收益性政府补助、资产性政府补助和先进制造企业进项税加计扣除构成，龙口市财政局拨付与收益相关扶持资金维持较大规模。同期，公司资产减值损失与信用减值损失合计金额有所减少，资产减值损失主要为存货跌价损失。综合上述影响，公司 2025 年利润总额同比有所减少，归属母公司股东的净利润仅 1.14 亿元，非经常性损益对公司利润有一定贡献但可持续性较弱，公司整体盈利指标表现仍佳。2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 48.65%，主要系石化产品销售规模逐步扩大所致；伴随石化项目化工产品增量上产，公司实现利润总额 20.36 亿元，同比增长 42.03%；当期经调整的营业利润率为 5.57%，同比变动不大。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	571.24	1290.14	374.82
营业成本	423.62	1072.83	306.87
税金及附加	34.34	125.49	30.69
期间费用	53.61	66.61	18.74
其中：管理费用	22.80	20.86	4.43
研发费用	14.50	16.40	3.80
财务费用	9.51	23.65	9.33
资产减值损失	-4.09	-4.11	-0.22
信用减值损失	-2.97	-0.45	-0.15
其他收益	11.45	14.82	2.38
资产处置收益	0.13	0.68	0.16
利润总额	64.50	37.58	20.36
经调整的营业利润率（%）	12.39%	3.10%	5.57%
总资本收益率（%）	3.04%	2.08%	--
净资产收益率（%）	4.79%	2.22%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

(4) 现金流

伴随炼化产能全面投产，公司经营获现规模显著扩大，收入实现质量佳，2025 年经营活动现金流量净额转为大规模净流入；伴随在建项目建设推进，公司持续大规模投资支出；2026 年一季度，受支付税费影响，公司经营活动现金流净额阶段性转负，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仍高。

2025 年，公司主营业务收入显著增长，化工业务收入实现质量佳，整体现金收入比有所提升，带动公司经营活动现金流入量显著增加；同时，炼化项目投产后，原材料及运营成本支出增长以及税费支出增加带动公司经营活动现金流出规模大幅扩大；经营活动现金流量净额转为大规模净流入。公司在建项目建设推进，持续大规模投资支出；伴随石化项目投资进入尾期，公司投资支出规模预期将有明显下降。2026 年一季度，公司支付税费规模仍大，公司经营活动现金流净额阶段性转负，叠加经营现金需求及债务滚动清偿，公司对筹资活动现金流入依赖程度仍高。

图表 18 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	689.65	1545.24	434.12
经营活动现金流出小计	707.18	1351.74	440.94

经营活动现金流量净额	-17.52	193.50	-6.82
投资活动现金流入小计	66.74	151.70	16.80
投资活动现金流出小计	342.51	342.77	30.76
投资活动现金流量净额	-275.78	-191.07	-13.96
筹资活动前现金流量净额	-293.30	2.42	-20.78
筹资活动现金流入小计	855.36	932.41	296.36
筹资活动现金流出小计	557.49	917.72	230.06
筹资活动现金流量净额	297.87	14.69	66.30
现金收入比（%）	92.56	102.93	110.30

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

公司有息债务持续增长，但伴随石化经营获现规模扩大，偿债能力指标表现有所改善；但公司石化项目尚处产能释放初期，全部效益尚未完全显现，短期内偿债能力指标仍面临阶段性弱化压力。

受石化项目投产转固影响，公司 2025 年折旧与摊销合计金额较 2024 年增加 23.21 亿元，带动 EBITDA 同比增加；伴随石化经营获现规模扩大，公司现金类资产小幅增加，经营活动现金流量净额转正，有息债务虽持续增长，短长期偿债能力指标表现仍有所改善。公司石化项目尚处产能释放初期，全部效益尚未完全显现，2026 年一季度公司经营活动现金流净额转负，短期内偿债能力指标仍面临阶段性弱化压力。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.78	1.65
	经营现金/短期债务（倍）	-0.03	0.28
	现金短期债务比（倍）	0.53	0.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	116.71	120.75
	全部债务/EBITDA（倍）	10.80	11.40
	经营现金/全部债务（倍）	-0.01	0.14
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.81
	经营现金/利息支出（倍）	-0.42	4.50

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

或有负债方面，截至 2025 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 0.69 亿元，不良率约 16%，不良项目已全部进入法院诉讼阶段；公司为山东裕龙产业园水处理有限公司、山东裕龙杭氧气体有限公司、山东裕龙热力有限公司和烟台益大新材料有限公司提供对外担保，上述企业均为裕龙石化关联企业，公司对外担保金额合计 21.25 亿元；除上述情况外，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 2026 年 3 月底，公司获得的境内外银行授信额度合计 1762.69 亿元（较 2024 年底境内外银行授信额度合计 1637.07 亿元有所增加），未使用额度 452.69 亿元；同时，公司控股的多家上市企业具备直接融资条件，公司备用流动性充裕。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要负责管理、投资、筹资工作以及运营部分贸易业务，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。

2025 年，公司本部货币资金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 2025 年底，公司本部资产总额 1030.06 亿元（其中货币资金 152.98 亿元），较上年底增长 5.45%；资产主要由货币资金（占 14.85%）、其他应收款（合计）（占 28.54%）和长期股权投资（占 43.11%）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 10.70%至 484.62 亿元，所有者权益较上年底增长 1.19%至

545.44 亿元。2025 年，公司本部有息债务小幅增长，财务杠杆有所提升，且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 2025 年底，公司本部短期债务 362.53 亿元，全部债务 409.47 亿元，资产负债率与全部债务资本化比率分别为 47.05%和 42.88%。

2025 年，公司本部收入规模小幅减少至 50.92 亿元；公司本部投资收益与其他收益分别为 15.38 亿元和 12.20 亿元，主要为子公司现金分红和政府补助收益，当期利润总额 22.49 亿元。同期，现金流方面，公司本部经营活动现金流净额为 7.91 亿元，投资活动现金流净额-8.63 亿元，筹资活动现金流净额为 18.58 亿元。

（五）ESG 方面

公司控股的业务运营主体有序推进其 ESG 管理工作，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 管理工作，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 2025 年底，南山铝业已连续 4 年参与 CDP（Carbon Disclosure Project）气候变化问卷信息披露，并在 2025 年获得“B”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。南山铝业获得“2025 年杰出口碑上市公司奖”及“最佳主板上市公司董秘奖”；连续入选《财富》中国 500 强榜单；在中国上市公司协会评选中，获评“董事会最佳实践案例”与“可持续发展 ESG 最佳实践案例”。

裕龙石化炼化项目作为山东省新旧动能转换标志性工程，具有产能减量置换、工艺柔性设计、设备自主创新、产品高端低碳等特点与优势，根据山东省发改委数据，项目建成投产将减少全省地炼产能 696 万吨，每年减少二氧化碳排放 400 万~500 万吨、煤炭消费量 75 万吨。根据烟台市人民政府数据，裕龙石化拥有人员 500 余人，管理岗和专业技术岗人员本科及以上学历占比 86.3%，具有石油化工、工程建设、生产运营等相关工作经历人员占比 75.4%，为其安全生产提供发展基础。

公司在龙口市税务局实际缴纳额于区域内企业中连续排名第一位，2025 年，公司税金及附加合计金额 125.49 亿元。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本报告所跟踪的存续债券保障能力很强。

公司“24 南山集 MTN001（科创票据）”“25 南山 K1”“25 南山 K2”“25 南山 K1（续发）”“26 南山 K1”和“26 南山 K2”余额合计 50.50 亿元；其 2025 年经营活动现金流和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额保障能力很强；但 2026 年一季度公司经营活动现金净流量阶段性转负，需关注经营现金对有息债务保障能力的变动情况。

图表 20 • 公司长期债务及本报告跟踪债券偿还能力指标概况

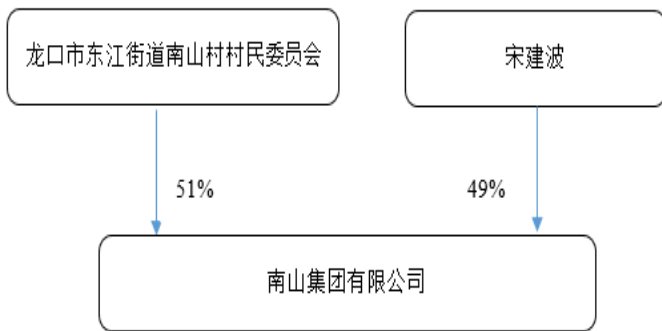
项目	2025 年
长期债务（亿元）	687.16
经营现金流入/长期债务（倍）	2.25
经营现金/长期债务（倍）	0.28
长期债务/EBITDA（倍）	5.69
本报告所跟踪债券余额（亿元）	50.50
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	30.60
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	3.83
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.42

资料来源：联合资信根据公司财务报表及公开资料整理

八、跟踪评级结论

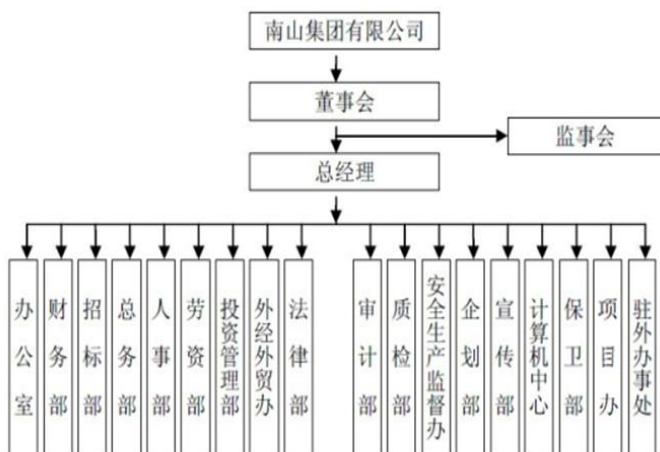
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 南山集 MTN001（科创票据）”“25 南山 K1”“25 南山 K2”“25 南山 K1（续发）”“26 南山 K1”和“26 南山 K2”信用等级为 AAA_{stt}，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司概况（截至 2025 年底）

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	20.30	22.48
2	南山智尚	山东省龙口市	制造业	48.01	--
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	上海市	贸易	100.00	--
10	上海胶福国际贸易有限公司	上海市	贸易	100.00	--
11	Nanshan Group Singapore Co. Pte. Ltd	新加坡	综合	100.00	--
12	南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	旅游业	100.00	--
13	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
14	南山集团财务有限公司	山东省龙口市	金融业	69.15	30.85
15	龙口市南山非融资性担保有限公司	山东省龙口市	金融业	100.00	--
16	龙口市南山西海岸人工岛建设发展有	山东省龙口市	建筑业	100.00	--

	限公司				
17	山东新南山建设工程有限公司	山东省龙口市	建筑业	100.00	--
18	龙口祥瑞达投资有限公司	山东省龙口市	其他	100.00	--
19	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	--
20	龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	100.00	--
21	裕龙石化	山东省龙口市	制造业	51.00	--
22	青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	100.00	--
23	龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	100.00	--
24	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	--
25	南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	100.00	--
26	山东新南山国际贸易有限公司	山东省烟台市	贸易	100.00	--
27	PT. Nanshan Group Indonesia	印度尼西亚	-	100.00	--
28	上海耀华石油有限公司	上海市普陀区	批发业	100.00	--
29	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	--
30	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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	333.45	370.95	408.75
应收账款（亿元）	82.02	78.34	91.93
其他应收款（合计）（亿元）	47.70	49.80	48.75
存货（亿元）	242.19	312.04	370.06
长期股权投资（亿元）	70.42	60.43	60.44
固定资产（合计）（亿元）	693.30	1135.81	1225.09
在建工程（合计）（亿元）	683.78	323.65	227.12
资产总额（亿元）	2640.44	2753.06	2857.69
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	558.12	577.06	602.93
所有者权益（亿元）	1099.95	1107.50	1146.55
短期债务（亿元）	632.43	688.92	749.95
长期债务（亿元）	627.56	687.16	686.19
全部债务（亿元）	1259.99	1376.08	1436.14
营业总收入（亿元）	571.24	1290.14	374.82
营业成本（亿元）	423.62	1072.83	306.87
其他收益（亿元）	11.45	14.82	2.38
利润总额（亿元）	64.50	37.58	20.36
EBITDA（亿元）	116.71	120.75	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	528.73	1327.92	413.42
经营活动现金流入小计（亿元）	689.65	1545.24	434.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-17.52	193.50	-6.82
投资活动现金流量净额（亿元）	-275.78	-191.07	-13.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	297.87	14.69	66.30
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.38	13.37	--
存货周转次数（次）	1.97	3.87	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.48	--
现金收入比（%）	92.56	102.93	110.30
经调整的营业利润率（%）	12.39	3.10	5.57
总资本收益率（%）	3.04	2.08	--
总资产报酬率（%）	4.77	4.48	--
长期债务资本化比率（%）	36.33	38.29	37.44
全部债务资本化比率（%）	53.39	55.41	55.61
资产负债率（%）	58.34	59.77	59.88
流动比率（%）	97.49	94.96	100.22
速动比率（%）	70.15	61.54	62.99
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.78	1.65	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.54	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	2.77	2.81	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.80	11.40	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 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. 向中央银行借款计入公司合并口径短期债务；4. “—”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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	97.11	161.45	156.79
应收账款（亿元）	14.70	12.31	12.26
其他应收款（合计）（亿元）	284.98	294.00	312.07
存货（亿元）	26.38	26.46	26.47
长期股权投资（亿元）	457.97	444.07	444.07
固定资产（合计）（亿元）	27.34	27.31	27.02
在建工程（合计）（亿元）	1.19	1.05	1.05
资产总额（亿元）	976.81	1030.06	1043.14
实收资本（亿元）	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）	539.05	545.44	546.63
短期债务（亿元）	361.76	362.53	401.59
长期债务（亿元）	27.10	46.94	30.02
全部债务（亿元）	388.86	409.47	431.61
营业总收入（亿元）	53.48	50.92	8.16
营业成本（亿元）	42.16	49.80	7.96
其他收益（亿元）	7.82	12.20	1.87
利润总额（亿元）	19.07	22.49	1.19
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	44.65	58.28	9.49
经营活动现金流入小计（亿元）	157.58	134.44	25.40
经营活动现金流量净额（亿元）	7.23	7.91	2.13
投资活动现金流量净额（亿元）	16.12	-8.63	-10.17
筹资活动现金流量净额（亿元）	-22.07	18.58	-2.02
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.70	2.91	--
存货周转次数（次）	1.52	1.88	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	--
现金收入比（%）	83.48	114.46	116.27
经调整的营业利润率（%）	22.52	16.91	15.01
总资本收益率（%）	2.45	2.42	--
总资产报酬率（%）	--	--	--
长期债务资本化比率（%）	4.79	7.92	5.21
全部债务资本化比率（%）	41.91	42.88	44.12
资产负债率（%）	44.82	47.05	47.60
流动比率（%）	105.34	114.83	110.57
速动比率（%）	98.78	108.68	104.80
经营活动现金流入/流动负债（倍）	0.39	0.31	--
现金短期债务比（倍）	0.27	0.45	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；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%
总资产报酬率	EBITDA / 平均资产总额×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%
经调整的营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-其他业务成本-期间费用+其他收益) / 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%
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
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 中长期科技创新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：AAA_{sti}、AA_{sti}、A_{sti}、BBB_{sti}、BB_{sti}、B_{sti}、CCC_{sti}、CC_{sti}、C_{sti}。除 AAA_{sti} 级、CCC_{sti} 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 _{sti}	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
AA _{sti}	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
A _{sti}	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
BBB _{sti}	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
BB _{sti}	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
B _{sti}	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
CCC _{sti}	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
CC _{sti}	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
C _{sti}	科技创新债券不能偿还债务

附件 4-4 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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3—6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3—6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3—6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断