

信用评级公告

联合〔2024〕1209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南山集团有限公司2024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2024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：

二〇二四年三月十一日

南山集团有限公司2024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

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：

不超过 10 亿元人民币（含 10 亿元）

本期公司债券期限：

2 年期，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

本期公司债券利率调整：

公司有权在本期公司债券存续期的第 1 年末调整本期公司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，则本期公司债券票面利率在公司行使下次票面利率调整选择权前保持不变

偿还方式：

每年付息一次，于债券到期日一次性兑付本金及最后一期利息

募集资金用途：

拟全部用于偿还银行借款

偿付顺序：

本期公司债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对南山集团有限公司（以下简称“公司”或“南山集团”）的评级，反映了公司作为以铝深加工业务为主，以纺织、天然气销售、物流运输、电力、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业，在行业地位、产业布局、研发实力及产能利用水平等方面具备综合竞争优势，并逐步向石化产业拓展。近年来，公司营业总收入稳步增长，经营活动持续大规模现金净流入。同时，联合资信也关注到公司对主要原材料议价能力较弱；在建项目投资规模大，后续存在资本支出需求；债务规模持续增加且债务结构以短期为主等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期公司债券发行规模对公司现有债务结构影响不大；公司经营现金流和 EBITDA 对本期公司债券发行后长期债务的保障程度很高。

未来，伴随高附加值材料项目产能逐步释放，公司产品结构有望进一步优化。若石化项目顺利建成投产，公司业务范围将拓宽，收入规模有望大幅增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 公司在铝深加工领域具备一定优势。**作为国内以铝深加工为主业的大型综合类集团企业，公司在行业地位、产业布局、研发实力、产能利用率等方面具备综合优势。
- 公司经营业绩良好，盈利佳，经营性现金净流入规模大。**2020—2022 年，受益于主要产品量价齐升以及高产销率水平，公司营业总收入和经营性净现金流入量年均复合增长率分别为 11.45% 和 8.97%。
- 公司回笼资金效果明显。**2020—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分别为 164.22 亿元和 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%。

评级时间：2024 年 3 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V4.0.202208
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

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	1	
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

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 李晨 (项目负责人)

王皓

邮箱: lianhe@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)

网址: www.lhratings.com

关注

1. 公司对主要原材料议价能力较弱, 存在一定成本控制压力。铝土矿及煤炭为公司铝板块生产所需主要原材料, 铝土矿进口依赖程度高, 公司议价能力较弱, 存在一定的价格和汇率波动风险, 大宗商品及能源价格上涨给公司成本控制带来一定压力。另外, 在公司电解铝产能下降后, 生产所需合金锭对外采购量将有所增长。
2. 公司石化项目建设投资规模大, 项目未来投产及盈利情况需持续关注。公司裕龙岛炼化一体化项目 (一期) 核准总投资额为 1089 亿元, 该项目处于施工建设阶段, 存在持续大额资本支出需求; 此外, 考虑到原油价格波动及下游需求变化, 公司在建项目存在投产及盈利不及预期等风险。
3. 公司债务规模增长且短期债务占比高。2020—2022 年末, 公司全部债务规模呈增长态势, 年均复合增长 10.88%, 债务构成均以短期为主。截至 2023 年 9 月底, 受长期借款增加影响, 公司全部债务增至 795.89 亿元。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水平或将进一步上升。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产 (亿元)	216.39	269.13	356.90	353.21
资产总额 (亿元)	1385.97	1492.82	1796.67	2144.22
所有者权益 (亿元)	723.50	844.15	992.98	1056.66
短期债务 (亿元)	380.33	420.66	463.06	410.71
长期债务 (亿元)	105.84	51.36	134.67	385.18
全部债务 (亿元)	486.17	472.03	597.73	795.89
营业总收入 (亿元)	488.79	550.91	607.13	389.06
利润总额 (亿元)	51.08	60.45	56.45	35.62
EBITDA (亿元)	96.60	105.45	103.86	--
经营性净现金流 (亿元)	98.93	59.51	117.48	32.08
营业利润率 (%)	19.27	20.62	18.32	17.63
净资产收益率 (%)	5.83	5.99	5.05	--
资产负债率 (%)	47.80	43.45	44.73	50.72
全部债务资本化比率 (%)	40.19	35.86	37.58	42.96
流动比率 (%)	102.32	106.30	108.40	109.54
经营现金流动负债比 (%)	18.27	10.25	18.02	--
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.64	0.77	0.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.01	5.20	5.20	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.03	4.48	5.76	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
资产总额 (亿元)	964.72	964.15	883.29	910.71
所有者权益 (亿元)	444.00	470.48	494.04	506.71

全部债务（亿元）	320.90	305.29	338.76	344.37
营业总收入（亿元）	50.61	75.54	102.01	67.85
利润总额（亿元）	19.42	33.89	22.52	12.73
资产负债率（%）	53.98	51.20	44.07	44.36
全部债务资本化比率（%）	41.95	39.35	40.68	40.46
流动比率（%）	143.32	127.65	118.51	114.79
经营现金流动负债比（%）	3.19	6.42	14.95	--

注：1. 公司 2023 年前三季度财务报表未经审计；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. 公司本部现金类资产不含应收款项融资中的应收票据；5. 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
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/12/07	李晨 王皓	有色金属企业信用评级方法 有色金属企业主体信用评级模型（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

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

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。

分析师：

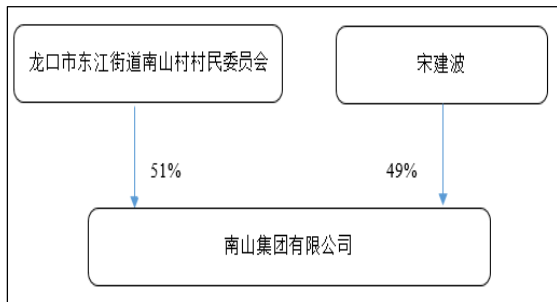
联合资信评估股份有限公司

南山集团有限公司2024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

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2023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%。

图1 截至2023年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司业务以铝深加工为主，经营范围还包括纺织、物流、电力及房地产等多种业务。

截至2023年9月底，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；纳入合并范围内子公司合计31家。

截至2022年底，公司合并资产总额1796.67亿元，所有者权益992.98亿元（含少数股东权益499.03亿元）；2022年，公司实现营业收入607.13亿元，利润总额56.45亿元。

截至2023年9月底，公司合并资产总额2144.22亿元，所有者权益1056.66亿元（含少数股东权益544.67亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入389.06亿元，利润总额35.62亿元。

公司地址：山东省龙口市南山工业园；法定代表人：宋建波。

二、本期公司债券概况

南山集团于2023年8月24日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意南山集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2023〕1906号），债券注册规模为不超过人民币50亿元。本期公司计划发行不超过人民币10亿元（含10亿元）的南山集团有限公司2024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“本期公司债券”）。

本期公司债券期限为2年期，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。债券持有人有权在本期公司债券存续期的第1年末将其持有的全部或部分本期公司债券回售给南山集团。公司有权在本期公司债券存续期的第1年末调整本期公司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，则本期公司债券的票面利率在公司行使下次票面利率调整选择权前继续保持不变。本期公司债券为固定利率债券，采用单利计息，付息频率为按年付息；到期一次性偿还本金。本期公司债券的募集资金拟全部用于偿还银行借款。本期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期公司债券不设增信措施。

三、宏观经济与政策环境分析

2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023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，有色金属行业周期性明显，行业景气度波动较大且易受国际整体供需形势以及政治经济局势影响。

2022年以来，地缘冲突引发能源危机，美国联邦储备委员会持续加息，世界主要经济体经济复苏放缓，对有色金属价格影响偏负面；中国国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，叠加极端天气引发能源紧张，有色金属整体供需均有收紧，未来需求增量或主要源自新能源等新兴产业。

2022年，中国十种常用有色金属产量同比增长4.3%至6774.3万吨；规模以上有色金属工业企业营业收入同比增长10.5%至79971.9亿元，利润总额同比下降8.0%至3315.0亿元，利润水平为历史第二高值；中国国内铜铝铅锌等主要有色金属价格基本运行在合理区间。

2023年以来，面对国际复杂严峻环境以及经济复苏乏力，我国有色金属行业投资保持增长，供给增加，需求逐步恢复；全球地缘政治风险加剧，美联储持续加息，叠加欧美银行风险事件以及国际局势的复杂多变，加剧了全球经济前景的不确定性，整体经济复苏不及预期，国际大宗商品价格承压，基本金属价格除黄金外普遍呈下跌态势。

未来，绿色发展将作为中国有色金属产业发展的主基调，除黄金之外的主要有色金属产品价格总体或呈宽幅震荡稳中有降的态势。完整版行业分析详见《2023年有色金属行业分析》与《2023年度有色金属行业信用风险总结与展望》。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年9月底，公司注册资本与实收资本均为10.00亿元。其中，南山村村委会持股比例为51.00%，南山村村委会按照其出资比例行使股东权利，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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，同时在建再生

铝产能，公司铝产业链产能布局有所调整，整体抗风险能力强。

公司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。2022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221位。

公司下辖三家上市子公司，分别为山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”，证券代码：600219.SH）、山东南山智尚科技股份有限公司（以下简称“南山智尚”，证券代码：300918.SZ）和恒通物流股份有限公司（以下简称“恒通股份”，证券代码：603223.SH）。截至2023年9月底，公司对上述企业的股权质押情况见下表。

表1 公司对下属子公司股权质押情况

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	44.12%	40.99%	融资担保
恒通股份	39.91%	75.72%	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，公司提供

公司有色金属及建材板块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，仅需向电网支付过网费用，具有一定电力稳定供应优势。

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2023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—铝型材—铝板带箔”铝深加工产业链完整，拥有规模及品牌优势，为中国铝型材十强企业。南山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；在建10万吨/年“再生铝保级综合利用项目”，符合国家“双碳”政策及减少碳排放

目标。

公司纺织及服饰板块运营主体为南山智尚，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。南山智尚为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，业务竞争力强。公司发展新材料业务，于2022年完成超高分子量聚乙烯纤维一期600吨/年项目的全面投产，并逐步升级成品工艺，实现了产品纤维细度从400D到800D的全线转换。其中，800D、1600D产品均为公司自行研发生产，拥有自有技术与产品。公司超高分子量聚乙烯二期项目已于2023年8月底建成投产，设计产能3000吨/年，公司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，拥有“LNG贸易—LNG运输—LNG储气调峰/加气站运营”的LNG产业链。截至2022年底，公司自有LNG运输车辆实现了华北、华东、华南等主要的天然气消费区域覆盖，并为山东省内LNG汽车提供配套服务；另外，公司自有普货运输车辆及液碱运输车辆，运输线路辐射至山东全省。

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、租赁公司等多家金融机构，并投资入股全国性股份制商业银行（恒丰银行股份有限公司）和地方性商业银行（烟台银行股份有限公司）。旅游方面，公司拥有的南山旅游风景区是国家首批授予187处AAAA级景区之一，并于2011年1月被评为国家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。

3. 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《公司章程》相关规定。

公司董事长兼总经理宋建波，1970年生，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、山东裕龙石化有限公司（以下简称“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。

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
程仁策	董事	2005年5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
曲尚武	董事	2018年5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
孙志亮	监事	2016年12月	是	否
张素萍	财务总监	2019年10月	是	否

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

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2月27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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信¹未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

¹ 联合资信评估股份有限公司，简称“联合资信”

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《工程项目招标投标纪律监督办法》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²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。2020-2022年，公司营业总收入规模持续扩大，但受原材料等成本上升影响，综合毛利率水平有所下降。

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、以及贸易业务，近年来营业总收入规模稳步扩大。2020-2022年，公司有色金属及建材和纺织服饰收入规模均有提升，年均复合增长率分别为26.19%和10.12%；LNG销售及物流服务业务系公司2020年10月收购恒通股份形成，收入受LNG行情影响大；贸易业务规模有所缩减，相关收入年均复合下降10.06%。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

² 指南山集团财务有限公司

材收入同比增长22.94%；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9.47%；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25.66%；公司建筑及房地产业务持续收缩，当期收入降幅为29.39%。

毛利率方面，公司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，2020—2022年，在铝价上涨带动下公司产品售

价提升，但受原材料、能源及人工成本上升影响，板块毛利率有所下降；受益于一体化产业链和国内外产业布局，叠加高附加值产品占比提升，公司纺织服饰业务毛利率波动增长；建筑及房地产业务毛利率因调控政策、原材料及建设成本增加等因素影响而持续下降；LNG销售及物流服务业务因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；公司其他业务覆盖金融、旅游及配套服务等高附加值业务，综合盈利能力强，因土地转让所得利润大幅增长导致毛利率明显增加。受上述因素影响，公司近年综合毛利率有所波动。

表3 公司营业总收入构成及毛利率概况（单位：亿元）

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023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	215.90	44.17	23.52	279.64	50.76	24.83	343.80	56.63	20.74	214.12	55.81	20.40
纺织服饰	13.32	2.72	29.66	14.75	2.68	33.60	16.15	2.66	32.81	11.03	2.88	33.41
建筑及房地产	15.91	3.25	33.42	21.69	3.94	24.28	15.32	2.52	17.52	4.98	1.30	32.42
贸易	156.05	31.93	2.26	108.61	19.72	0.68	126.23	20.79	0.54	91.22	23.77	1.44
LNG销售及物流服务	5.86	1.20	13.88	70.75	12.84	3.32	52.60	8.66	2.95	29.59	7.71	5.15
其他	81.76	16.73	42.35	55.46	10.07	67.63	53.03	8.74	70.19	32.75	8.53	53.35
合计	488.79	100.00	20.26	550.91	100.00	21.83	607.13	100.00	19.56	383.69	100.00	18.06

注：其他板块包含旅游、教育、金融、水汽、配套服务等业务，不包含其他业务
资料来源：公司提供

2023年1—9月，公司有色金属及建材业务收入同比减少17.84%，主要系铝型材和铝板带箔产品价格下降以及铝板带箔产品销量减少所致；受LNG销售价格下降幅度较大影响，公司LNG销售及物流服务收入同比减少；公司当期营业总收入同比下降16.16%，利润总额同比下降20.42%。

2. 主营业务分析

(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。在产品销售价格整体上涨的带动下，公司有色金属及建材收入于2020—2022年持续

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，2022年以来盈利水平有所下降。

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2023年9月底，公司型材、铝板带箔、氧化铝和电解铝产能分别为32.00万吨/年、189.10万吨/年、340.00万吨/年和68.00万吨/年。

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均很高；印尼氧化铝二期项目投产后，公司在印产能增加至200万吨/年，带动氧化铝产量明显增长。

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)

产品	2020年			2021年			2022年			2023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(%)
型材	32.00	18.63	58.22	32.00	19.50	60.94	32.00	19.95	62.34	32.00	16.67	69.46
铝板带箔	157.00	172.60	109.94	179.10	196.97	109.98	189.10	193.35	102.25	189.10	119.82	84.48
铝板带箔自用	--	98.88	--	--	121.61	--	--	110.34	--	--	/	--
氧化铝	140.00	177.48	126.77	240.00	227.22	94.68	340.00	294.16	86.52	340.00	256.52	100.60
氧化铝自用	--	158.40	--	--	161.16	--	--	155.64	--	--	/	--
电解铝	81.60	83.66	102.53	81.60	84.45	103.50	81.60	82.36	100.93	68.00	51.38	100.75
电解铝自用	--	87.58	--	--	86.41	--	--	82.43	--	--	/	--

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, 公司设备基本满负荷生产; 3. 公司未提供 2023 年前三季度铝板带箔、氧化铝及电解铝的自用数据; 4. 2023 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

公司成本优势依托于完整的铝产业链以及技术设备优势, 产业链各生产环节距离短, 一体化生产流程减少中间损耗, 同时具备港口资源。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; 公司生产所需电力全部源于自备电厂; 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, 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%。

公司铝土矿全部境外采购, 2022 年, 境内氧化铝产能自境外采购铝土矿金额为 12.82 亿元, 自澳大利亚力拓公司采购铝土矿金额占 91%, 公司铝土矿进口及单一供应商依赖程度很高, 结算方式主要采用 3 个月远期信用证结算。同期, 公司境内采购矿石原材料总成本占比为 64.68%, 全部为煤炭采购; 境外采购占 35.32%, 其中印尼铝土矿成本相对较低。另外,

公司生产所需合金锭部分来自于公司电解铝环节, 余下需要对外采购, 在公司电解铝产能下降后, 对外采购量将有所提升。采购集中度方面, 2020—2022 年, 南山铝业前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例分别为 35.38%、38.45%和 38.22%, 集中度较高。

销售方面, 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。从客户集中度来看, 公司下游客户与公司合作关系较为稳定, 2020—2022 年, 南山铝业前五大客户合计销售金额占比分别为 21.12%、20.87%和 22.17%, 集中度一般。定价方面, 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, 伴随海外项目产能释放, 公司氧化铝销售量近年明显增长; 公司主要产品销售价格近年均有提升, 产销率维持高水平。

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)

产品类型	2020年			2021年			2022年			2023年1-9月		
	销量	产销率(%)	销售均价	销量	产销率(%)	销售均价	销量	产销率(%)	销售均价	销量	产销率(%)	销售均价
型材	18.96	101.77	2.11	19.03	97.59	2.56	19.42	97.34	2.92	14.63	87.76	2.71
铝板带箔	186.11	107.83	2.01	208.52	105.86	2.62	194.27	100.48	3.23	121.67	101.54	2.73
铝板带箔内部销售量	98.88	--	--	121.61	--	--	110.34	--	--	/	--	--

氧化铝	181.08	102.03	0.21	226.26	99.58	0.27	297.30	101.07	0.29	257.11	100.23	0.29
氧化铝内部销售量	158.40	--	--	161.16	--	--	155.64	--	--	/	--	--

注：氧化铝售价为境内氧化铝粉销售价格；公司未提供2023年前三季度铝板带箔及氧化铝的内部销售数据
资料来源：公司提供

2023年前三季度，公司自澳大利亚力拓公司采购的铝土矿占比达98%（境内产能采购量）；当期274万吨铝土矿采购均价相较上年全年小幅上涨4.46%至375元/吨（不含税）。2023年前三季度，公司主要产品产能利用情况未发生重大变化；受行业周期性及调整产品结构影响，公司铝板带箔产能利用率有所下降；型材产销率降低；受型材及铝板带箔销售价格及加工费水平下降影响，该板块收入及利润水平有所下降。

（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年前三季度，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已建成投产，或将有助于提升整体盈利水平。

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9月底，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（相较2021年底减少产能60万套）的综合生产能力。

公司精纺呢绒业务主要原材料为羊毛和毛条，主要辅料为染料和助剂等。公司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。服装业务主要原材料为面料，主要辅料为里布和衬布等，其中西服面料主要由精纺呢绒业务提供，部分外购。2020—2022年，受海外订单转移以及服装市场需求恢复影响，公司澳洲羊毛采购价格持续上涨，对公司成本控制带来一定压力；2023年度采购价格有所回落，但公司采购羊毛主要以美元及澳元结算，存在一定汇率风险。

表6 公司澳洲羊毛采购价格情况（单位：万元/吨）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
不含税均价	7.10	8.91	9.43	8.23

资料来源：公司提供

2020—2022年，公司精纺呢绒产销量持续增长，年均复合增长率分别为9.71%和14.19%；受生产线2021年升级改造影响，公司服装产销量有所波动。公司纺织服饰产品产销率整体处于很高水平。近年来受益于海外市场的拓展，公司精纺呢绒和服装外贸销量均呈增长态势，2022年，公司精纺呢绒和服装的外贸收入均大幅增长，平均增幅为46.82%；2023年前三季度，公司出口收入占比为28.20%，为2020年以来最高水平。

2023年前三季度，受益于采购均价下降，公司纺织服饰业务毛利率小幅上升。

表7 公司主要纺织产品产销情况（单位：万米、万套）

项目	2020年			2021年			2022年			2023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	1175.00	1058.00	90.09	1275.00	1367.00	107.17	1414.27	1379.58	97.55	1105.07	1012.53	91.63
服装（高档西服）	113.00	113.00	100.43	85.00	84.00	98.91	97.09	95.46	98.32	58.15	55.58	95.58

注：高档西服产量包括少量委托加工和外购部分，销量包括来料加工部分；西装类产品包含职业工装，包括上衣、裤子、马甲和裙子
资料来源：公司提供

新材料业务方面，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，产品具有高品级特种防护、家纺用阻燃及高耐热、高舒适性等性能。公司超高分子量

聚乙烯纤维二期 3000 吨/年产能已于 2023 年第三季度实现全线建成并投入运营。

(3) LNG 销售及物流服务业务

公司于2020年收购恒通股份，增加LNG销售及物流服务业务，近年来板块盈利能力趋弱。2022年，LNG价格保持高位，市场需求转弱，公司相关业务量及收入有所下降，毛利率因购销价差收窄而大幅下滑。2023年前三季度，公司LNG销量同比增长，但由于LNG销售价格下降幅度较大，该板块收入同比大幅下降。

2020年11月，公司通过收购恒通股份³新增LNG销售及物流服务业务。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，上述区域由于处于“西气东输”等主管线末端，客户最终获得管道气价格或高于LNG现货到站价格，故为公司主要的LNG市场区域。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。

恒通股份收益构成以LNG销售和货物运输为主，2021年，由于LNG上游成交价格走高，接收站出货价格不断增长，恒通股份LNG销售收入同比增长；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，恒通股份业务毛利率持续下降。

2023年前三季度，恒通股份LNG销量同比增长，但由于LNG销售价格下降幅度较大，导致恒通股份收入同比下降。同期，受益于裕龙港务⁴租赁收益以及大件设备码头货物装卸量增加，公司货物运输毛利率提高，带动毛利水平上升。

表 8 恒通股份业务构成情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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	49.43	4.68%	60.19	2.20%	40.20	0.01%	22.96	0.24%
货物运输	5.95	13.91%	10.02	7.69%	10.73	7.89%	5.18	15.62%
其他	0.58	--	0.55	46.10%	1.67	42.16%	1.45	45.59%
合计	55.97	5.89%	70.75	3.32%	52.60	2.95%	29.59	5.15%

注：公司其他业务主要为租赁、代理及吊装业务
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。

公司房地产与建筑业务收入近年有所波动，受行业调控政策、原材料及建设成本增加等因素影响，利润水平持续下降。截至2023年9月底，公司无在建房地产项目，业务以过往项目去化

为主，待售项目面积合计32.85万平方米，部分项目去化率低。2023年前三季度，公司房地产与建筑业务分别实现收入167.80万元和4.97亿元。

表 9 公司房地产与建筑业务概况 (单位: 亿元)

项目	2020年		2021年		2022年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产	7.64	50.89%	9.00	29.68%	4.35	24.09%
建筑安装	8.26	17.26%	12.69	20.45%	10.96	14.91%

资料来源：公司提供

³ 2020年10月，公司通过股权收购方式将所持恒通股份股权比例由7.30%提高至20.30%；公司与一致行动人宋建波签署了《关于恒通物流股份有限公司之表决权委托协议》，宋建波将表决权委托于公司，公司合计持有表决权为26.01%。恒通股份第二大股东为自然人刘振东，持股比例为21.72%，但已签署《关于放弃表决权的承诺函》。公司在2020年11月18日已拥有该公司的实质

控制权，将2020年11月30日确定为购买日，自2020年12月1日起将其纳入合并财务报表范围

⁴ 恒通股份持有山东裕龙港务有限公司（简称“裕龙港务”）98.77%股权，裕龙港务实际控制人为自然人宋建波

贸易板块为公司经营业绩的有益补充，2020年，公司为打通原油采购流程，新设青岛隆裕能源有限公司从事石化产品贸易业务，而后根据经营需求调整贸易结构，近年贸易收益呈下降态势。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。

公司旅游业务主要从事旅游景区、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，预期伴随前期影响因素逐渐减退，旅游业逐步复苏而将有所改善。2023年前三季度，公司旅游业务实现收入4.76亿元，超过2020年以来同期水平。

表 10 公司旅游业务概况 (单位: 亿元)

项目	2020年		2021年		2022年	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润
旅游	3.98	0.89	4.26	0.81	4.06	0.73

资料来源: 公司提供

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2023年9月底，公司分别持有恒丰银行股份有限公司与烟台银行股份有限公司2.35%和34.83%股份，相关股份无对外质押情况。

4. 经营效率

伴随营业总收入及营业成本规模扩大，公司经营效率呈上升态势，相关指标相较同行业来看仍有待提升。

从经营效率指标看，受营业总收入及营业成本持续增长所影响，2020—2022年，公司销售债权周转次数分别为6.16次、7.56次和9.25次；存货周转次数分别为2.32次、2.45次和2.61次；总资产周转次数分别为0.36次、0.38次和0.37次，均呈增长态势。与同行业公司相比，公司经营效率指标仍有待提升。

表11 2022年公司与同行业盈利指标对比

(单位: 次)

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
山东宏桥新型材料有限公司	3.82	21.60	0.71
山东魏桥铝电有限公司	4.19	28.69	0.85
中国铝业集团有限公司	7.94	28.21	0.83
南山集团	2.61	12.97	0.37

注: 为便于同业比较, 本表数据引自Wind, 与本报告附表口径有一定差异

5. 在建工程及未来发展

公司经营思路和发展战略较清晰，在建工程稳步推进，印尼氧化铝项目产能逐步释放，深加工方面项目的建成将进一步优化公司产品结构，增加产品附加值。裕龙岛炼化一体化项目(一期)现作为公司主要在建项目，项目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2023年9月底，公司主要在建项目包括裕龙岛炼化一体化项目(一期)和印尼氧化铝项目(一、二期)等项目，规划总投资为1246.24亿元，累计已投资749.87亿元，尚需投资496.37亿元。

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。裕龙岛炼化一体化项目(一期)建设投资规模很大，资金来源为股东出资(占34.89%)及银团贷款(占65.11%)，公司按持股比例⁵计算出资总额(资本金投入)为193.80亿元，截至2023年9月底已全部到位。

公司已于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

⁵ 公司直接持有裕龙石化股权比例为51%

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。同时，考虑到原油价格波动及下游需求变化，在建项目仍存投产及盈利不及预期的风险。

表 12 截至 2023 年 9 月底，公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	自有资金	外部融资	已投资金额	预计投资额		
					2023 年	2024 年	2025 年
裕龙岛炼化一体化项目（简称“裕龙岛项目”）	1089.00	380.00	709.00	659.76	118.69	244.10	66.45
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目一期	56.85	11.41	45.44	49.02	3.84	3.99	--
印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目二期	30.68	30.68	--	17.80	7.92	3.88	1.08
高品质再生铝保级综合利用项目	3.30	3.30	--	2.05	0.25	0.16	0.84
高端轻量化铝板带项目	18.87	18.87	--	1.93	4.42	5.91	6.61
精纺毛料生产线智能升级项目	3.45	--	3.45	3.00	0.45	--	--
年产 3000 吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目	7.00	--	7.00	5.44	1.05	0.51	--
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#液体化工品及油品泊位工程项目	37.09	12.00	25.09	10.87	13.36	3.48	6.13
合计	1246.24	456.26	789.98	749.87	149.98	262.03	81.11

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020—2022 年度合并财务报告，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，并均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2023 年上半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围内增加子公司 5 家，不再纳入合并范围子公司 2 家；2022 年，公司合并范围内增加子公司 7 家，减少子公司 2 家。截至 2022 年底，公司合并范围内子公司合计 30 家。2023 年前三季度，公司合并范围增加南山龙源（北京）商贸有限公司 1 家子公司（详见附件 1-2），公司合并报表财务数据可比性较强。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1796.67 亿元，所有者权益 992.98 亿元（含少数股东权益 499.03 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入

607.13 亿元，利润总额 56.45 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司合并资产总额 2144.22 亿元，所有者权益 1056.66 亿元（含少数股东权益 544.67 亿元）；2023 年 1—9 月，公司实现营业总收入 389.06 亿元，利润总额 35.62 亿元。

2. 资产质量

公司近年资产规模持续增长；货币资金相对充裕，应收账款整体账龄较短，固定资产成新率一般；存货、固定资产和在建工程所占资产比重较大，在建工程资本投入明显增加，公司整体资产流动性一般。2023 年以来，伴随在建工程资本投入，公司资产规模持续扩大。

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 13.86%。截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 20.35%，主要系重要在建项目大额资本投入所致；公司资产构成以非流动资产为主，资产结构近年变化不大。

表 13 公司资产构成概况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 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	553.99	39.97	617.22	41.35	706.81	39.34	751.35	35.04
货币资金	196.70	35.51	248.32	40.23	333.18	47.14	327.45	43.58

应收账款	66.80	12.06	44.18	7.16	49.34	6.98	51.79	6.89
其他应收款 (合计)	66.08	11.93	75.80	12.28	53.68	7.59	63.31	8.43
存货	164.95	29.78	186.06	30.15	188.14	26.62	191.93	25.55
非流动资产	831.98	60.03	875.60	58.65	1089.86	60.66	1392.87	64.96
固定资产 (合计)	362.32	43.55	398.70	45.53	372.35	34.17	363.35	26.09
在建工程 (合计)	183.53	22.06	147.98	16.90	279.35	25.63	596.51	42.83
无形资产	81.41	9.78	112.28	12.82	138.85	12.74	137.09	9.84
其他非流动 资产	27.69	3.33	49.21	5.62	137.89	12.65	118.51	8.51
资产总额	1385.97	100.00	1492.82	100.00	1796.67	100.00	2144.22	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2020—2022年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长12.95%。其中，货币资金快速增长，年均复合增长30.15%。截至2022年底，公司货币资金较上年末大幅增长34.18%，主要系恒通股份完成非公开发行，募集资金增加以及为裕龙岛炼化一体化项目(一期)储备资金所致，货币资金受限率为36.91%。

公司近年应收账款受收回土地收储尾款而下降，而后伴随收入规模扩大，公司应收账款账面价值有所增长。截至2022年底，公司应收账款账龄以1年以内为主(占79.61%)，累计计提坏账2.81亿元，应收账款前五大欠款方合计金额占比为17.59%，集中度相对较低。

公司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，年均复合减少10.50%；截至2022年底，公司其他应收款较上年末下降30.10%，主要系公司为回笼资金，对客户往来款项进行清缴收回所致，公司已对其他应收款计提1.76亿元坏账准备。

2020—2022年末，公司存货受大宗商品价格上涨影响而逐年增长，年均复合增长6.80%；截至2022年底，公司已计提存货跌价准备或合同履约成本减值准备0.95亿元。

(2) 非流动资产

非流动资产方面，2020—2022年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长14.45%。公司近年在建项目主要为裕龙岛炼化一体化(一期)工程、东海开发项目以及印尼氧化铝一、二期项目，受完工转固以及投资增加影响，公司在

建工程(合计)年均复合增长23.37%。

2020—2022年末，公司固定资产(合计)波动增长，年均复合增长1.38%。受公司资产处置以及累计折旧影响，截至2022年底公司固定资产较上年末小幅下降，固定资产成新率为58.50%，机器设备成新率为48.39%。

2020—2022年末，伴随公司石化项目土地使用权增加，公司无形资产规模持续扩大，年均符合增长30.60%；受预付裕龙石化和南山铝业设备及工程款增加影响，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长123.17%。

受限资产方面，截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，公司资产受限程度相对较低。未来，伴随裕龙岛炼化一体化(一期)银团贷款逐步放款，公司资产受限比例将有所增加。

表 14 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	受限原因
货币资金	122.97	开具银行承兑汇票、保函、信用证的保证金
交易性金融资产	0.10	借款质押
应收票据	9.55	已背书、贴现未到期
应收账款	0.08	保理有追索权
长期股权投资	49.69	股权质押
投资性房地产	15.67	借款抵押
固定资产	16.14	借款抵押
无形资产	0.78	借款抵押
在建工程	2.82	借款抵押
合计	217.80	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年9月底，公司合并资产总额较上年末增长19.34%，主要系在建工程持续投入所

致,公司资产规模及构成情况均较上年底变动不大;截至2023年9月底,公司受限资产合计255.63亿元,资产受限率为11.92%,受限资产主要由开具银行承兑汇票、保函、信用证的保证金而受限的货币资金以及股权质押的长期股权投资构成。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

伴随经营积累以及石化项目少数股东资本金逐步到位,公司近年所有者权益持续增长;权益中未分配利润和少数股东权益占比仍高,权益稳定性弱。

2020—2022年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长17.15%,主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。截至2022年底,公司所有者权益992.98亿元,较上年底增长17.63%;公司未分配利润和少数股东权益较上年底增幅分别为5.16%和36.15%,主要系经营积累以及裕龙岛炼化一体化(一期)项目资本金逐步到位所致。截至2022年底,公司资本公积较上年底下降65.90%至5.75亿元,主要系公司对恒通股份增资后,增资额中让渡给少数股东份额所致。

权益结构方面,截至2022年底,公司归属于母公司所有者权益占比为49.74%,少数股东权益占比为50.26%。公司所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占1.01%、0.58%和43.28%。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至2023年9月底,公司所有者权益小幅增长至1056.66亿元,主要系未分配利润增加以及裕龙岛项目资本金投入带动少数股东权益增长所致。截至2023年9月底,公司少数股东权益占比为51.55%。

(2) 负债

伴随在建项目资本持续投入,2021年以来,公司有息债务规模明显扩大,且短期债务占比较高,存在一定集中偿付压力。伴随在建工程持续融资,公司债务负担将显著加重;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的要求。

2020—2022年末,公司负债规模波动增长,年均复合增长10.14%。截至2022年底,公司负债总额较上年底增长23.90%,主要系项目建设相关长期借款增加所致;公司流动负债占比为81.13%,较上年底有所下降,但公司负债结构仍以流动负债为主。

表 15 公司负债构成概况

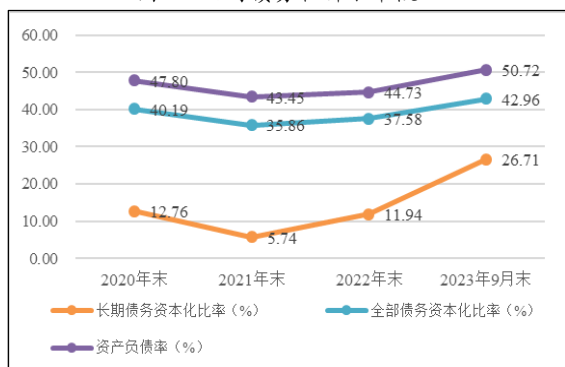
科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	541.43	81.73	580.64	89.51	652.01	81.13	685.89	63.07
短期借款	171.52	31.68	183.14	31.54	239.77	36.77	250.79	36.56
应付票据	75.68	13.98	111.10	19.13	158.06	24.24	128.83	18.78
应付账款	44.21	8.17	52.64	9.07	59.42	9.11	102.50	14.94
其他应付款 (合计)	50.22	9.28	38.59	6.65	46.31	7.10	48.51	7.07
非流动负债	121.03	18.27	68.03	10.49	151.67	18.87	401.67	36.93
长期借款	51.95	42.92	26.59	39.08	93.92	61.92	325.92	81.14
应付债券	46.18	38.15	15.45	22.71	18.45	12.16	37.27	9.28
长期应付款 (合计)	10.12	8.36	10.09	14.83	10.79	7.12	10.10	2.51
递延收益	11.90	9.83	14.87	21.86	15.28	10.07	15.94	3.97
其他非流动负债	0.58	0.48	0.00	0.00	11.95	7.88	11.27	2.81
负债总额	662.47	100.00	648.68	100.00	803.68	100.00	1087.55	100.00

注: 流动负债科目占比为占流动负债总额的比重, 非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长9.74%。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，公司近年短期借款、应付票据及应付账款均持续增长，年均复合增长率分别18.23%、44.52%和15.93%；公司其他应付款主要为单位往来款项，呈波动下降态势。非流动负债方面，2020—2022年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长11.94%。伴随大规模在建项目资金持续投入，截至2022年底，公司非流动负债较上年底显著增长122.93%，增量主要源自长期融资规模增加以及新增债权融资。截至2023年9月底，公司负债总额较上年底增长35.32%，主要系公司石化项目应付工程与设备采购款项增加以及公司扩大融资规模，长期借款及应付债券增加所致。其中，非流动负债占36.93%；相较上年底，公司负债结构中长期债务明显增加。

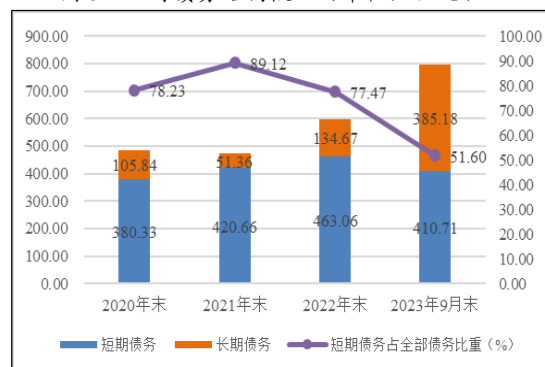
有息债务方面，2020—2022年末，公司有息债务规模呈增长态势，年均复合增长10.88%；截至2022年底，公司全部债务较上年底增长26.63%至597.73亿元，短期债务占77.47%，公司债务结构以短期为主。债务指标方面，受益于近年权益规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降态势；受长期债务增长影响，截至2022年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底略有上升；长期债务资本化比率较上年底提高6.21个百分点。截至2023年9月底，公司全部债务较上年底增长33.15%，长期债务占比增至48.40%，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高5.99个百分点、5.39个百分点和14.77个百分点，受大型在建工程持续资本投入影响，公司债务负担加重。

图2 公司债务杠杆水平概况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图3 公司债务结构概况 (单位: 亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

公司近年营业总收入规模持续扩大，利润总额呈增长态势；但受减值损失影响，盈利指标有所下滑且期间费用对利润造成一定侵蚀。2023年前三季度，公司经营业绩同比有所下降。

2020—2022年，公司主要产品量价齐升，生产成本整体上涨，营业总收入与营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为11.45%和11.96%；营业利润率波动中略有下降。

从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额波动下降，年均复合下降4.85%；期间费用率持续下降，分别为12.09%、10.79%和8.81%。

2022年，公司费用总额同比下降10.00%，主要系财务费用因汇兑收益而减少所致；期间费用对公司整体利润造成一定侵蚀。

表16 公司盈利概况 (单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
营业总收入	488.79	550.91	607.13	389.06
营业成本	389.51	430.41	488.22	317.05
费用总额	59.09	59.43	53.49	35.18
其中：销售费用	8.85	9.39	7.50	4.77
管理费用	17.15	23.19	24.22	13.91
研发费用	15.21	14.46	15.54	9.63
财务费用	17.88	12.39	6.24	6.87

投资收益	4.88	2.10	5.99	0.92
利润总额	51.08	60.45	56.45	35.62
营业利润率(%)	19.27	20.62	18.32	17.63
总资本收益率(%)	5.05	4.92	4.09	--
净资产收益率(%)	5.83	5.99	5.05	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经常性损益方面，2022年，公司资产减值损失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；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；公司其他收益主要为龙口市财政局拨付与收益相关扶持资金，近年来规模较大，分别为10.26亿元、5.73亿元和7.20亿元；公司2022年投资收益同比显著增长184.43%，主要系按权益法核算的长期股权投资—南山(海南万宁)置业有限公司投资收益增加所致。整体看，非经常性损益对公司利润水平影响较大。

表 17 公司 2022 年底资产与信用减值损失概况

项目		金额(万元)
资产减值损失	存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-6144.50
	固定资产减值损失	-44753.48
	合同资产减值损失	-94.89
	小计	-50992.88
信用减值损失	应收账款坏账损失	99.78
	其他应收款坏账损失	-8045.71
	应收票据坏账损失	745.13
	长期应收款坏账损失	-1248.48
	发放贷款及垫款	-532.72
	债权投资减值损失	-70369.56
	应收利息坏账损失	-29.09
	小计	-79380.66

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2020—2022年，公司利润总额波动增长，年均复合增长5.12%；总资本收益率与净资产收益率均呈下降态势，加权均值分别为4.53%和5.49%。相较所选同行业企业，公司盈利指标仍有待提升。

表 18 2022 年同行业公司盈利指标对比情况

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山东宏桥新型材料有限公司	13.59%	7.90%	9.71%
山东魏桥铝电有限公司	12.19%	8.37%	11.33%

中国铝业集团有限公司	12.02%	6.09%	10.77%
南山集团	19.47%	4.01%	5.30%

注：本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

2023年1—9月，受有色金属及建材业务业绩下降影响，公司实现营业总收入389.06亿元，同比下降16.16%；利润总额为35.62亿元，同比下降20.42%。

5. 现金流

公司经营获现能力较强，并通过处置资产回笼资金，但2022年以来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。伴随石化项目建设进程推进，公司投资活动将呈持续大规模现金净流出态势，公司存在较大的筹资需求。

伴随营业总收入增长以及收入实现质量提升，2020—2022年，公司经营活动现金流入与现金净额分别复合增长19.79%和8.97%；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。

2020—2021年，公司持续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。2021年起，受大规模在建项目资金支出影响，公司投资活动转为现金净流出且2022年以来净流出规模快速扩大，公司经营获现无法满足投资需求，对筹资活动依赖程度高。2022年以来，公司筹资活动现金流量净额同比显著增加。

2023年前三季度，公司营业总收入规模同比减少，收入实现质量较上年有所下降，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少，公司经营活动现金流量净额下降至32.08亿元。

表 19 公司现金流概况(单位: 亿元)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
经营活动现金流入小计	456.15	473.91	654.60	383.51
经营活动现金流出小计	357.22	414.40	537.12	351.43
经营活动现金流量净额	98.93	59.51	117.48	32.08
投资活动现金流入小计	164.22	135.79	35.59	50.97
投资活动现金流出小计	123.63	161.71	318.30	325.01
投资活动现金流量净额	40.59	-25.92	-282.70	-274.05

筹资活动前现金流量净额	139.53	33.59	-165.22	-241.97
筹资活动现金流入小计	289.40	376.83	648.82	748.90
筹资活动现金流出小计	362.93	401.43	437.59	510.03
筹资活动现金流量净额	-73.53	-24.59	211.23	238.87
现金收入比 (%)	83.90	82.25	101.61	94.68

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

6. 偿债能力指标

公司近年短、长期偿债指标表现佳；2022年，受益于经营性净现金流入规模同比显著扩大，公司部分偿债指标有所改善；但公司投资石化项目资本支出规模大，有息债务持续增长，在项目投产和效益释放前，公司偿债能力指标或将有所减弱。

表 20 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率 (%)	102.32	106.30	108.40
	速动比率 (%)	71.85	74.26	79.55
	经营现金流动负债比 (%)	18.27	10.25	18.02
	经营现金/短期债务 (倍)	0.26	0.14	0.25
	现金短期债务比 (倍)	0.57	0.64	0.77
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	96.60	105.45	103.86
	全部债务/EBITDA (倍)	5.03	4.48	5.76
	经营现金/全部债务 (倍)	0.20	0.13	0.20
	EBITDA 利息倍数 (倍)	4.01	5.20	5.20
	经营现金/利息支出 (倍)	4.10	2.94	5.88

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告整理

从短期偿债能力指标看，2020—2022年末，公司流动比率及速动比率均逐年提升，流动资产对流动负债的保障程度有所增强。⁶公司流动负债与短期债务规模持续扩大，经营性净现金流对流动负债及短期债务的覆盖程度呈下降态势；受益于现金类资产增长，对短期债务的保障程度较高。从长期偿债能力指标看，2020—2022年，公司 EBITDA 波动增长⁷，但对持续扩大的有息债务保障能力趋弱；经营性净现金流对全部债务本息的保障能力较好。

或有负债方面，截至2023年9月底，公司不存在重大未决涉诉；公司无对外担保。

银行授信方面，截至2023年9月底，公司及子公司银行授信总额1307.09亿元，已使用765.94亿元，未使用541.15亿元。同时，公司控股多家上市企业，具备直接融资条件，公司备用信用充裕。

7. 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，公司本部整体债务负担尚可，但筹资压力大。

2020—2022年末，公司本部资产总额持续下降，年均复合下降4.31%；截至2022年底，公司本部资产总额883.29亿元，非流动资产占57.34%，资产结构较为均衡，其他应收款（合计）及长期股权投资所占比重较高。2020—2022年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长5.48%；截至2022年底，公司本部所有者权益为494.04亿元，未分配利润占85.20%，权益结构稳定性弱。同期，公司本部全部债务338.76亿元，短期债务占82.77%，全部债务资本化比率40.68%，债务负担尚可。

2020—2022年，公司本部营业总收入持续增长，年均复合增长41.97%；2022年，公司本部营业总收入为102.01亿元。其中，贸易业务及土地收入分别为65.89亿元和33.95亿元。同期，公司本部利润总额为22.52亿元，投资收益为3.26亿元。

现金流方面，2020—2022年，公司本部经营活动产生的现金流量净额快速增长，年均复合增长84.73%；投资活动现金流转为大规模净流出；筹资活动持续现金净流出。2022年，公司本部经营活动现金流净额为47.54亿元，投资活动现金流净额为-90.92亿元，筹资活动现金流净额为-12.58亿元。

截至2023年9月底，公司本部资产总额910.71亿元，所有者权益为506.71亿元，负债总额404.00亿元；资产负债率和全部债务资本

⁶ 截至2023年9月底，公司流动比率和速动比率分别为增长至109.54%和81.56%

⁷ 2022年，公司 EBITDA 为 103.86 亿元，主要由折旧（占

27.72%）、计入财务费用的利息支出（占 14.36%）和利润总额（占 54.35%）构成

化比率分别为 44.36% 和 40.46%。2023 年 1—9 月，公司本部营业总收入 67.85 亿元，利润总额 12.73 亿元，投资收益 9.09 亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 4.66 亿元、-23.34 亿元和 27.99 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券的发行对公司现有债务结构影响不大。

按照本期公司债券拟发行金额上限 10 亿元进行测算，本期公司债券分别占 2023 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 2.60% 和 1.26%，对公司现有债务结构影响不大。

以 2023 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 50.72%、42.96% 和 26.71% 上升至 50.95%、43.27% 和 27.22%，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公司债券的募集资金全部用于偿还银行借款，公司实际债务指标或低于预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期公司债券发行后长期债务的保障程度很高。

按 2023 年 9 月底公司长期债务进行测算，本期公司债券（10 亿元）发行后，公司长期债务为 395.18 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很高。

表 21 本期公司债券偿还能力测算

项目	2022 年
发行后长期债务（亿元）	395.18
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.66
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.30
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.80

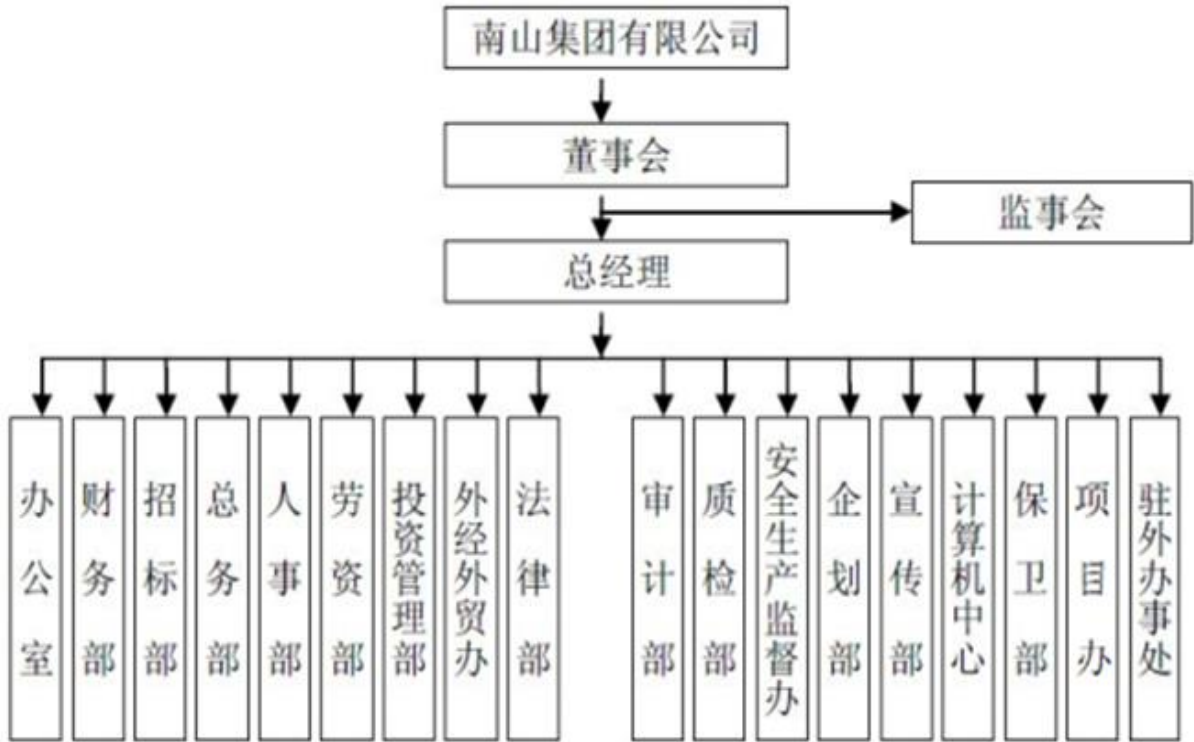
注：发行后长期债务为将本期公司债券拟发行额度上限计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

十、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，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底公司组织架构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 9 月底纳入公司合并范围的重要子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例	
				直接	间接
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%
南山集团财务有限公司	山东省龙口市	金融业	8.00	63%	37%
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%	--
山东怡力电业有限公司	山东省龙口市	制造业	1.50	100%	--
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%	--
南山旅游集团有限公司	山东省龙口市	旅游业	3.61	100%	--
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%	--
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%
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%	--
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%	--
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%	--
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%	--
南山集团资本投资有限公司	北京市	资本市场服务	10.00	100%	--
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%	--
上海鲁润资产管理有限公司	上海市	金融业	3.01	100%	--
山东南山电力销售有限公司	山东省龙口市	电力、热力生产和供应业	0.60	100%	--
Nanshan Group Singapore Co.Pte Led	新加坡	综合	3.18 (新加坡元)	100%	--
上海胶润国际贸易有限公司	上海市	贸易	3.00	100%	--
龙口祥瑞达投资有限公司	山东省龙口市	金融业	0.30	100%	--
山东裕龙石化有限公司	山东省龙口市	制造业	380.00	51%	--
烟台裕龙精化股权投资基金管理有限公司	山东省龙口市	金融业	0.10	51%	--
龙口市隆裕国际贸易有限公司	山东省龙口市	贸易	2.00	100%	--
青岛隆裕能源有限公司	山东省青岛市	批发业	2.00	100%	--
龙口市路鑫贸易有限公司	山东省龙口市	批发业	1.00	100%	--
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	5.10	38.27%	--
南山教育投资有限公司	山东省龙口市	商务服务业	2.00	100%	--
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%	--
上海胶福国际贸易有限公司	上海市	贸易	0.50	100%	--
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%	--
上海耀华石油有限公司	上海市	批发业	10.00	100%	--
南山龙源(北京)商贸有限公司	北京	零售业	0.05	100%	--

注：企业名称及注册资本或有变更

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	216.39	269.13	356.90	353.21
资产总额 (亿元)	1385.97	1492.82	1796.67	2144.22
所有者权益 (亿元)	723.50	844.15	992.98	1056.66
短期债务 (亿元)	380.33	420.66	463.06	410.71
长期债务 (亿元)	105.84	51.36	134.67	385.18
全部债务 (亿元)	486.17	472.03	597.73	795.89
营业总收入 (亿元)	488.79	550.91	607.13	389.06
利润总额 (亿元)	51.08	60.45	56.45	35.62
EBITDA (亿元)	96.60	105.45	103.86	--
经营性净现金流 (亿元)	98.93	59.51	117.48	32.08
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.16	7.56	9.25	--
存货周转次数 (次)	2.32	2.45	2.61	--
总资产周转次数 (次)	0.36	0.38	0.37	--
现金收入比 (%)	83.90	82.25	101.61	94.68
营业利润率 (%)	19.27	20.62	18.32	17.63
总资本收益率 (%)	5.05	4.92	4.09	--
净资产收益率 (%)	5.83	5.99	5.05	--
长期债务资本化比率 (%)	12.76	5.74	11.94	26.71
全部债务资本化比率 (%)	40.19	35.86	37.58	42.96
资产负债率 (%)	47.80	43.45	44.73	50.72
流动比率 (%)	102.32	106.30	108.40	109.54
速动比率 (%)	71.85	74.26	79.55	81.56
经营现金流动负债比 (%)	18.27	10.25	18.02	--
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.64	0.77	0.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.01	5.20	5.20	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.03	4.48	5.76	--

注: 1. 公司 2023 年前三季度财务报表未经审计; 2. 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和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短期债务
 资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	59.31	106.90	67.15	65.28
资产总额 (亿元)	964.72	964.15	883.29	910.71
所有者权益 (亿元)	444.00	470.48	494.04	506.71
短期债务 (亿元)	237.51	265.08	280.39	271.66
长期债务 (亿元)	83.39	40.21	58.37	72.71
全部债务 (亿元)	320.90	305.29	338.76	344.37
营业总收入 (亿元)	50.61	75.54	102.01	67.85
利润总额 (亿元)	19.42	33.89	22.52	12.73
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	13.93	29.10	47.54	4.66
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.31	11.08	17.25	--
存货周转次数 (次)	1.27	1.49	2.05	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.08	0.11	--
现金收入比 (%)	101.98	108.86	114.59	114.94
营业利润率 (%)	5.62	19.81	23.35	2.06
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	4.37	7.20	4.60	--
长期债务资本化比率 (%)	15.81	7.87	10.57	12.55
全部债务资本化比率 (%)	41.95	39.35	40.68	40.46
资产负债率 (%)	53.98	51.20	44.07	44.36
流动比率 (%)	143.32	127.65	118.51	114.79
速动比率 (%)	134.51	118.34	107.85	103.99
经营现金流动负债比 (%)	3.19	6.42	14.95	--
现金短期债务比 (倍)	0.25	0.40	0.24	0.24
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司本部 2023 年前三季度财务报表未经审计；现金类资产不含应收款项融资中的应收票据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
总资产收益率	(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

联合资信评估股份有限公司关于 南山集团有限公司 2024 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 的跟踪评级安排

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。