

南山集团有限公司

2025 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〔2025〕4238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“23 南山 K2”“23 南山 K3”“24 南山 K1”“24 南山集 MTN001（科创票据）”和“25 南山 K1”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十五日

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。

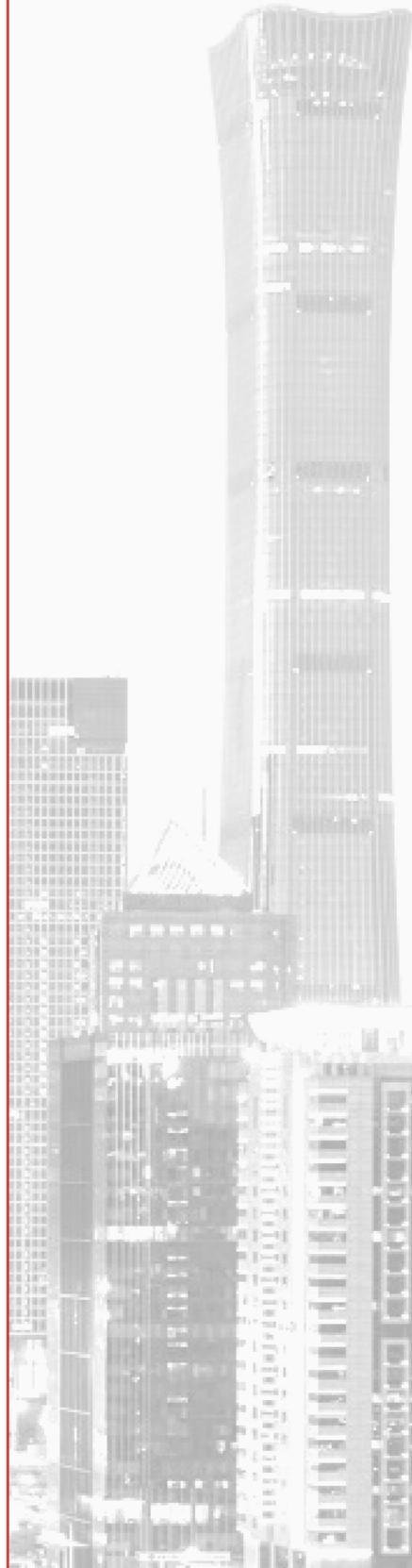
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2025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	
23 南山 K2			
23 南山 K3			
24 南山 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/25
24 南山集 MTN001（科创票据）			
25 南山 K1			

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；作为以铝深加工业务为主，以纺织、天然气销售、物流运输、贸易、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业，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，并通过大型炼化项目的投资建设逐步向石化产业拓展。2024年，公司有色金属及建材业务经营业绩向好，石化产品开始贡献收益，公司主营业务更为突出，综合毛利率增长，盈利指标表现非常好，整体经营风险很低；伴随在建石化项目持续资本投入，公司资产规模扩大；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，有息债务大幅增长且短期债务规模大，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。跟踪期内，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；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年一季度，石化业务分别贡献收入101.13亿元和133.23亿元。公司另有150万吨/年乙烯设备计划于2025年内试车投产，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。
- 2024年，公司经营业绩表现良好，综合盈利指标表现佳。**2024年，公司实现营业总收入571.24亿元，同比增长35.32%；利润总额64.50亿元，同比增长15.73%；公司综合毛利率同比提升至25.78%，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。
- **公司长期债务大幅增长，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。伴随裕龙岛炼化一体化项目（一期）及其他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保持关注。**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

评级模型 有色金属企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2		
			行业风险	4		
	F1	自身竞争力	基础素质	3		
			企业管理	3		
财务风险	F1	现金流	经营分析	2		
			资产质量	2		
			盈利能力	1		
		资本结构	现金流量	2		
			资本结构	1		
			偿债能力	2		
			指标评级	aaa		
个体调整因素：--				--		
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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	315.63	335.43	449.84
资产总额（亿元）	2250.26	2640.44	2858.02
所有者权益（亿元）	1077.63	1099.95	1133.91
短期债务（亿元）	454.49	632.43	721.69
长期债务（亿元）	465.63	627.56	683.62
全部债务（亿元）	920.12	1259.99	1405.31
营业总收入（亿元）	422.13	571.24	252.14
利润总额（亿元）	55.74	64.50	14.34
EBITDA（亿元）	102.66	116.71	--
经营性净现金流（亿元）	67.76	-17.52	3.26
营业利润率（%）	22.84	19.83	11.25
净资产收益率（%）	4.56	4.79	--
资产负债率（%）	52.11	58.34	60.33
全部债务资本化比率（%）	46.06	53.39	55.34
流动比率（%）	104.13	97.49	102.32
经营现金流动负债比（%）	9.87	-1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.53	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	3.51	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.96	10.80	--

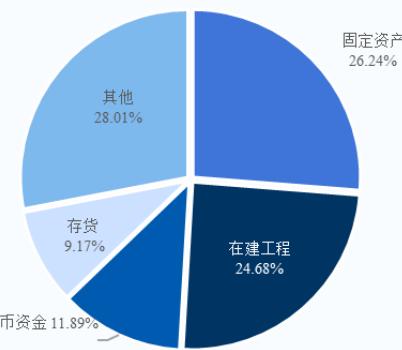
公司本部口径

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	941.24	976.81	1014.87
所有者权益（亿元）	521.09	539.05	541.59
全部债务（亿元）	360.83	388.86	426.92
营业总收入（亿元）	13.33	53.48	11.05
利润总额（亿元）	24.93	19.07	2.54
资产负债率（%）	44.64	44.82	46.63
全部债务资本化比率（%）	40.91	41.91	44.08
流动比率（%）	114.91	105.34	112.04
经营现金流动负债比（%）	1.91	1.80	--

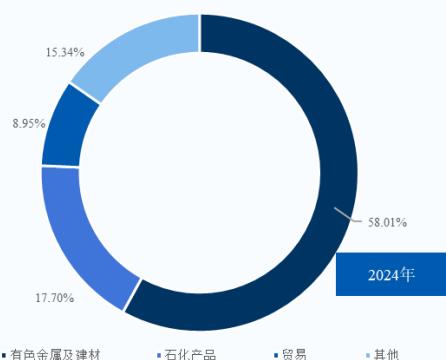
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径短期债务含其他流动负债带息部分，长期债务含长期应付款及其他非流动负债带息部分；3. 向中央银行借款、吸收存款及同业存放以及卖出回购金融资产款计入公司合并口径短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

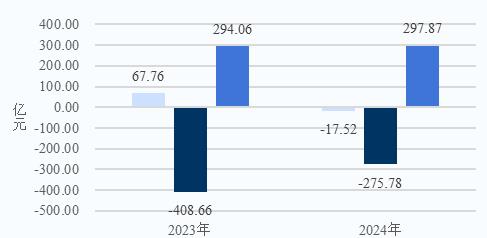
2024 年底公司资产构成



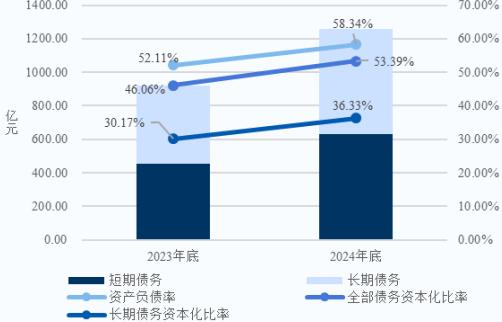
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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
23 南山 K2	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/09/22	回售, 经营维持承诺, 调整票面利率
23 南山 K3	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/12/19	调整票面利率, 回售, 经营维持承诺
24 南山 K1	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/03/25	经营维持承诺, 回售, 调整票面利率
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

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
25 南山 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/28	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
24 南山集 MTN001 (科创票据)	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/09	李晨 牛文婧	有色金属企业信用评级方法 V4.0.202208 有色金属企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 南山 K1 23 南山 K3 23 南山 K2	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26	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
24 南山 K1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/11	李晨 王皓	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
23 南山 K3	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/07	李晨 王皓	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
23 南山 K2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/09/06	李晨 王文燕	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

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：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、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“南山村委会”）。截至 2025 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 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 3 月底，公司合并资产总额 2858.02 亿元，所有者权益 1133.91 亿元（含少数股东权益 586.84 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 252.14 亿元，利润总额 14.34 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；除“24 南山集 MTN001（科创票据）”和“25 南山 K1”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
23 南山 K2	10.00	10.00	2023/09/22	2（1+1）年
23 南山 K3	5.00	5.00	2023/12/19	2（1+1）年
24 南山 K1	10.00	10.00	2024/03/25	2（1+1）年
24 南山集 MTN001（科创票据）	5.00	5.00	2024/08/21	2 年
25 南山 K1	10.00	10.00	2025/03/12	2（1+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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

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年一季度报）》。

五、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》。

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），公司对上述企业的股份质押情况见下表。

图表2•公司对下属子公司股权质押概况

证券名称	持股比例	受限股权数量占持有子公司股权总数的比例	受限原因
南山铝业	43.13%	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：公司提供

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2024年底，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；规划于印尼分两期扩建年产 200 万吨氧化铝及其他配套公辅设施，后续资本支出规模大且存在海外投资运营风险，待后续建成投产将有助于公司扩大海外业务规模，提升其国际竞争力。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/年乙烯设备计划于 2025 年年内试车投产，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，截至 2024 年底，超高分子量聚乙烯纤维产能达 3600 吨/年，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 AAAA 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。

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》（中征码：3706230000186896），截至 2025 年 4 月 16 日，公司本部无未结清不良类和关注类贷款信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公开栏、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。

（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

¹ 详见烟台市人民政府公开信息

赵亮	董事	2016年7月	是	否
宋昌明	董事	2015年1月	是	否
李洪波	董事	2024年4月	是	否
宋建民	监事长	2015年1月	是	否
隋美正	监事	2022年12月	是	否
李美	监事	2024年4月	是	否
张素萍	财务总监	2019年10月	是	否

资料来源：公司提供

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司以铝加工为主的有色金属及建材业务经营业绩向好，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，综合毛利率增长。2025年一季度，公司石化产品收入规模明显扩大，受化工品毛利率偏低影响，公司综合毛利率小幅下降。

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明显减少，毛利率提升；公司地产业务持续结转前期销售项目收入，建筑安装业务稳步开展；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；其他业务未发生重大变化。受上述因素影响，2024年，公司营业总收入同比增长35.32%，综合毛利率提升至25.78%。

2025年一季度，公司实现营业总收入252.14亿元。其中，因境外氧化铝价格高于上年同期以及铝产品价格小幅上涨，南山铝业收入同比增长24.32%，公司有色金属及建材板块经营业绩明显提升；石化产品相关收入规模明显扩大，在公司当期营业总收入中占比超过50%，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19.90%，相较2024年全年有所下降。

图表4•公司营业总收入及毛利率概况

业务板块	2023年			2024年			2025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(%)
有色金属及建材	285.10	67.54	20.14	331.36	58.01	27.20	89.04	35.31	32.92
石化产品销售	--	--	--	101.13	17.70	13.85	133.23	52.84	11.31
纺织服饰	15.71	3.72	33.86	15.97	2.80	33.14	3.56	1.41	31.50
LNG销售及物流服务	37.47	8.88	5.52	19.92	3.49	14.01	3.10	1.23	24.19
建筑及房地产	16.61	3.93	32.38	13.53	2.37	30.12	1.60	0.63	26.37
贸易	29.87	7.08	3.81	51.10	8.95	0.71	12.11	4.80	0.40
其他	37.37	8.85	85.77	38.22	6.69	80.15	9.50	3.77	36.40
合计	422.13	100.00	24.49	571.24	100.00	25.78	252.14	100.00	19.90

注：其他板块包含旅游、教育、金融、电汽、配套服务等业务

资料来源：公司提供

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。2024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PT.SOLID TAMBANG INDONESIA和PT.WINNER PLATINUM TRADING INDONESIA供给，采购均价（不含税）同比上涨16.35%；原铝缺口由公司自行采购铝锭补充下游加工。公司主要产线维持高产能利用率，2024年以来，公司氧化铝产能利用率提升，同时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。

图表 5• 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	2023 年			2024 年			2025 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	352.19	103.58%	340.00	376.70	110.79%	340.00	89.63	105.45%
电解铝	68.00	67.71	99.57%	68.00	67.82	99.73%	68.00	16.92	99.54%
型材	32.00	21.45	67.04%	32.00	17.25	53.91%	32.00	3.20	40.00%
铝板带箔	189.10	164.12	86.79%	189.10	185.82	98.26%	189.10	46.85	99.10%

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 年一季度产能利用率数据已经年化处理

资料来源：公司提供

图表 6• 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	2023 年			2024 年			2025 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	352.86	100.19%	0.29	373.99	99.28%	0.39	91.04	101.57%	0.52
电解铝	75.13	110.96%	1.86	71.95	106.09%	2.02	16.92	99.97%	2.02
型材	18.99	88.53%	2.67	18.36	106.43%	2.69	3.32	103.75%	2.90
铝板带箔	166.34	101.35%	2.68	193.51	104.14%	2.70	46.67	99.62%	2.88

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

石化业务方面，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、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，公司石化产品形成收入 101.13 亿元。其中，炼油产品与化工产品分别占 98.41% 和 1.49%，产品毛利率分别为 13.93% 和 5.75%。公司已投产化工品产线运营时间较短，后续另有产线计划投产，伴随着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。

图表 7• 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—3 月	
		采购量（万吨）	采购金额（亿元）	采购量（万吨）	采购金额（亿元）
原油	采购量（万吨）		346.69		309.96
	采购金额（亿元）		140.59		130.48
	平均单价（元/吨）		4055.30		4209.67
	占主营业务成本比重		86.53%		85.26%
煤炭	采购量（万吨）		30.00		17.99
	采购金额（亿元）		2.77		1.57
	平均单价（元/吨）		923.08		870.44
	采购量（万立方米）		3958.65		1359.85
天然气	采购金额（亿元）		1.27		0.43
	平均单价（元/立方米）		3.21		3.16

资料来源：公司提供

图表 8• 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—3 月	
	设计产能	产量	设计产能	产量
成品油	570	138.68	1140	99.00
乙烯	150	4.31	150	26.06

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 9• 公司炼化板块主要产品销售概况（单位：万吨、元/吨）

销售项目	2024 年		2025 年 1—3 月	
	产量	销售均价	产量	销售均价
成品油	138.68	5986	99.00	6388
	128.79	--	91.68	92.87%
	--	--	26.06	92.61%
	--	--	2.64	6500
乙烯	--	--	--	--
	--	--	--	--
	--	--	--	--
	--	--	--	--

注：2025 年一季度公司乙烯实际产量 26.06 万吨，供下游继续加工生产 23.42 万吨，直接对外销售 2.64 万吨

资料来源：公司提供

纺织服饰方面，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。跟踪期内，公司精纺呢绒业务稳步开展，澳洲羊毛采购均价 2024 年同比下降 2.24% 至 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。跟踪期内，公司精纺呢绒与服装产品维持高产销率但产销量均有所下降；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；锦纶项目尚未投产，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 10• 公司主要纺织产品产销概况（单位：万米、万套、吨）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	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	1456	1362	93.51%	1272	1257	98.76%	285	241	84.34%
服装（高档西服）	80	78	97.50%	69	78	113.79%	12	22	178.99%
超高纤维类	2272	1504	66.19%	3381	3304	97.71%	779	612	78.55%
锦纶纤维	--	--	--	--	--	--	1822	565	31.03%

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；2025 年一季度公司西服销量含外协外购品 4.49 万套

资料来源：公司提供

2024 年，恒通股份 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 11• 恒通股份业务构成概况（单位：亿元）

业务板块	2023 年		2024 年		2025 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
LNG 等贸易	30.50	1.13%	12.75	2.33%	0.77	-0.62%
货物运输	5.02	18.03%	4.19	27.14%	0.98	27.56%
港口业务	--	--	2.18	58.81%	1.17	37.89%
其他	1.95	42.04%	0.80	25.18	0.18	23.22%
合计	37.47	5.52%	19.92	14.01%	3.10	24.19%

资料来源：公司提供

公司经营业务多元，跟踪期内，公司地产板块库存持续去化，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，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。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。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，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，跟踪期内整体变化不大。截至2024年底，公司分别持有恒丰银行2.35%股权，持有烟台银行34.83%股权，持股比例较上年末未发生变动，公司所持股权均未进行质押。

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。2024年，公司资产规模扩大，收入有所增加，应收类款项与存货规模均有所扩大，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为6.38次、1.97次和0.23次，同比变动不大。

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（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2024年底，公司主要在建项目规划总投资为1317.88亿元，累计已投资1055.61亿元，尚需投资262.27亿元。

公司裕龙岛炼化一体化项目（一期）项目建设投资规模很大，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 12• 截至2024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	自有资金	已投资额	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	975.38	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	10.67	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	12.74	2.25	--	--
烟台港龙口港南作业区1#~3#通用泊位工程、6#~7#液体化工泊位工程、10#~11#液化品及油品泊位工程项目	37.09	8.79	19.94	6.05	11.10	--
印尼宾坦南山工业园100万吨氧化铝项目二期	30.68	30.68	22.10	2.15	6.43	--
印尼宾坦工业园年产25万吨电解铝、26万吨炭素项目	60.63	60.63	0.49	14.10	28.03	15.36
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	63.32	11.52	34.18	9.63	7.99
合计	1317.88	570.58	1055.61	164.33	66.92	28.37

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了2024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 2025 年一季度财务报表未经审计。公司会计政策连续，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，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；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）。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 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。

跟踪期内，石化项目持续资本投入与机器设备转固带动公司资产总额增长，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而有所增长，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，余额下降主要系为回笼资金，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增长；公司固定资产余额受部分机器设备²转固影响增量明显，截至 2024 年底成新率为 69.47%；在建工程余额有所下降；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 年一季度，受石化项目影响公司经营规模持续扩大；截至 2025 年 3 月底，在货币资金、在建工程和存货增长的带动下，公司合并资产总额较上年底增长 8.24%，资产结构及主要构成较上年底变化不大。

图表 13 • 公司资产构成概况

科目	2023 年末		2024 年末		2025 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	715.08	31.78	863.72	32.71	1035.94	36.25
货币资金	292.56	13.00	313.90	11.89	433.50	15.17
存货	186.80	8.30	242.19	9.17	277.22	9.70
其他应收款	55.02	2.45	47.70	1.81	44.21	1.55
其他流动资产	87.10	3.87	117.14	4.44	113.44	3.97
非流动资产	1535.18	68.22	1776.72	67.29	1822.09	63.75
固定资产	364.38	16.19	693.30	26.26	691.74	24.20
在建工程	764.20	33.96	683.78	25.90	725.31	25.38
无形资产	136.24	6.05	149.24	5.65	148.02	5.18
其他非流动资产	85.95	3.82	68.70	2.60	70.40	2.46
资产总额	2250.26	100.00	2640.44	100.00	2858.02	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 14 • 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

² 公司房屋及建筑物与机器设备采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%

投资性房地产	13.54	0.51%	借款抵押
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

伴随经营积累以及南山铝业国际香港联交所上市完成，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；受石化项目持续资本投入影响，公司有息债务规模持续扩大，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。

截至 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.07%，主要系未分配利润增加所致；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仍弱。2025 年一季度，受益于南山铝业国际香港联交所上市完成，公司少数股东权益进一步增加；截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益增长至 1133.91 亿元，权益结构较上年底变化不大。

图表 15• 公司所有者权益概况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	10.00	0.93	10.00	0.91	10.00	0.88
资本公积	10.49	0.97	9.66	0.88	14.43	1.27
盈余公积	55.84	5.18	57.56	5.23	57.56	5.08
未分配利润	450.61	41.82	468.80	42.62	469.99	41.45
归属于母公司所有者权益合计	524.62	48.68	541.83	49.26	547.06	48.25
少数股东权益	553.01	51.32	558.12	50.74	586.84	51.75
所有者权益合计	1077.63	100.00	1099.95	100.00	1133.91	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，公司长期借款大幅增长带动负债规模明显扩大。截至 2024 年底，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；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增长；公司应付债券金额有所减少，但石化项目银团放款带动公司长期借款增长，长期债务大幅增加。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 11.92%，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 3 月底，公司全部债务较上年底增长 11.53% 至 1405.31 亿元；债务结构方面，短期债务占 51.35%，长期债务占 48.65%，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；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分别提高 1.98 个百分点、1.95 个百分点和 1.29 个百分点，公司债务负担持续加重。

图表 16• 公司负债构成概况

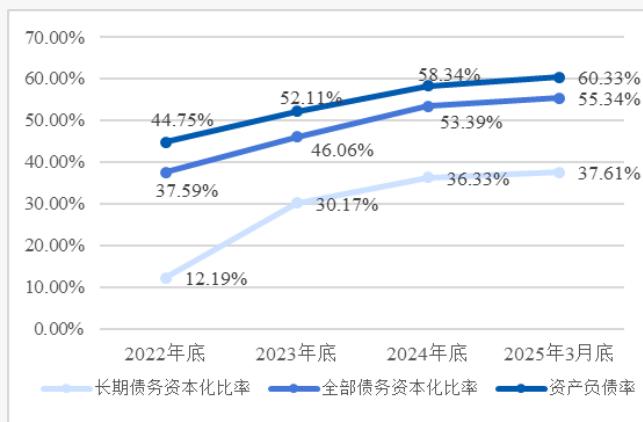
科目	2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比 (%)	金额（亿元）	占比 (%)	金额（亿元）	占比 (%)
流动负债	686.69	58.56	885.98	57.51	1012.45	58.72
短期借款	237.00	20.21	370.94	24.08	444.35	25.77
应付票据	152.48	13.00	142.33	9.24	175.09	10.16
应付账款	122.56	10.45	139.49	9.05	178.33	10.34
一年内到期的非流动负债	20.89	1.78	100.84	6.55	84.85	4.92

非流动负债	485.94	41.44	654.51	42.49	711.67	41.28
长期借款	402.54	34.33	590.57	38.34	651.45	37.78
应付债券	43.42	3.70	19.79	1.28	13.98	0.81
负债总额	1172.63	100.00	1540.49	100.00	1724.12	100.00

注：其他应付款含应付股利

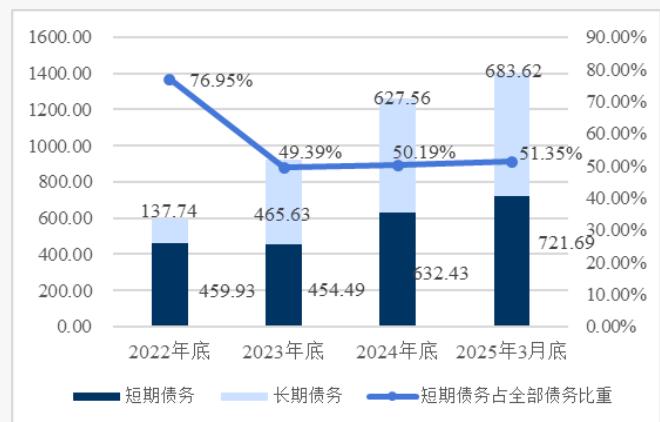
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 17• 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 18• 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，利润总额有所增长，期间费用对利润造成一定侵蚀，但综合盈利能力指标表现仍佳；以政府补助为主的非经常性损益对公司利润有一定贡献，但不具有可持续性。

公司石化项目自 2024 年逐步投产运营，带动其营业总收入与营业成本同比分别增长 35.32% 和 32.98%，税金及附加同比显著增加。期间费用方面，2024 年，公司费用总额为 53.61 亿元，同比增长 6.37%，主要系研发与财务费用增长所致；公司期间费用率为 9.38%，同比有所下降但期间费用仍对公司整体利润造成一定侵蚀。非经常性损益方面，2024 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同比均有减少但合计损失仍较大。综合上述影响，2024 年，公司利润总额同比增长 15.73%；归属母公司股东的净利润为 20.32 亿元，同比下降 15.64%；非经常性损益对公司利润有一定贡献，但不具有可持续性，公司整体盈利能力指标表现仍佳。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 252.14 亿元，受益于石化产品销售规模逐步扩大而同比显著增长 168.31%；实现利润总额 14.34 亿元，同比增长 30.17%；当期营业利润率为 11.25%，同比有所下降。

图表 19• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业收入	422.13	571.24	252.14
营业成本	318.55	423.62	201.95
税金及附加	7.15	34.34	21.84
期间费用	50.40	53.61	14.89
其中：管理费用	22.17	22.80	3.81
研发费用	13.38	14.50	3.56
财务费用	8.02	9.51	6.32
资产减值损失	-4.60	-4.09	-0.09
信用减值损失	-4.99	-2.97	0.04
其他收益	10.22	11.45	0.89
资产处置收益	7.03	0.13	0.06
利润总额	55.74	64.50	14.34
营业利润率 (%)	22.84	19.83	11.25

总资本收益率 (%)	3.26	3.04	--
净资产收益率 (%)	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

跟踪期内，公司收入实现质量有所提升，炼化项目投产阶段铺底原材料成本支出导致公司 2024 年经营活动现金流量净额转负；伴随石化项目建设推进，公司持续大规模投资支出，自身经营获现不足以支撑支出需求，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。

2024 年，公司主营业务收入同比增长，现金收入比有所提升，带动公司经营活动现金流入量增加，因炼化项目投产阶段铺底原材料成本支出导致经营活动现金流量净额转负。伴随石化项目建设推进，公司持续大规模投资支出，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 年一季度，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；筹资活动保持大规模现金净流入状态。

图表 20 • 公司现金流概况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	563.89	689.65	316.86
经营活动现金流出小计	496.13	707.18	313.60
经营活动现金流量净额	67.76	-17.52	3.26
投资活动现金流入小计	71.45	66.74	14.51
投资活动现金流出小计	480.12	342.51	63.28
投资活动现金流量净额	-408.66	-275.78	-48.78
筹资活动前现金流量净额	-340.90	-293.30	-45.52
筹资活动现金流入小计	953.55	855.36	297.81
筹资活动现金流出小计	659.49	557.49	169.73
筹资活动现金流量净额	294.06	297.87	128.08
现金收入比 (%)	85.69	92.56	110.40

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。

从短期偿债能力指标看，2024 年，公司流动资产对流动负债的保障程度有所减弱；公司现金类资产小幅增加，但短期债务规模扩大，经营活动现金流量净额转负，导致公司短期偿债指标趋弱。同期，受石化项目融资影响，公司全部债务规模扩大；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，公司经营获现无法覆盖其有息债务本息，对持续扩大的有息债务本息保障能力趋弱。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	104.13	97.49
	速动比率 (%)	76.93	70.15
	经营现金流动负债比 (%)	9.87	-1.98
	经营现金/短期债务 (倍)	0.15	-0.03
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.69	0.53
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	102.66	116.71
	全部债务/EBITDA (倍)	8.96	10.80

	经营现金/全部债务（倍）	0.07	-0.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.51	2.77
	经营现金/利息支出（倍）	2.32	-0.42

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 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；除此之外，联合资信未发现公司存在其他重大未决涉诉及对外担保。

截至 2024 年底，公司获得的境内外银行授信额度合计 1637.07 亿元，未使用额度 485.42 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。

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。

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%。

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。

（五）ESG 方面

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，废水处理后满足《纺织染整工业水污染物排放标准》，洗毛废水处理后满足《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额于区域内企业中排名第一位。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪的存续债券保障能力很强。

“23 南山 K2”“23 南山 K3”“24 南山 K1”“24 南山集 MTN001（科创票据）”和“25 南山 K1”余额合计 40.00 亿元。公司 2024 年经营活动现金流入量和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额保障能力很强；但 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 • 公司长期债务及本报告跟踪债券偿还能力指标概况

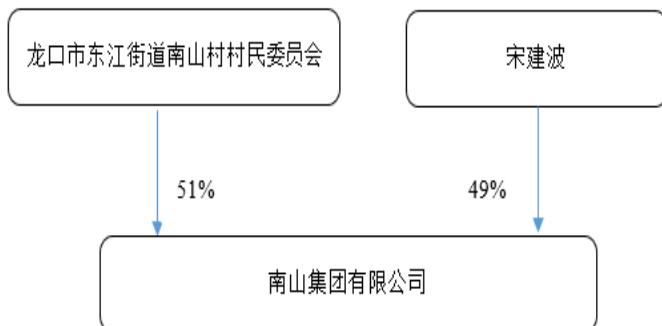
项目	2024 年
长期债务（亿元）	627.56
经营现金流入/长期债务（倍）	1.10
经营现金/长期债务（倍）	-0.03
长期债务/EBITDA（倍）	5.38
本报告所跟踪债券余额	40.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	17.24
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	-0.44
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.34

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

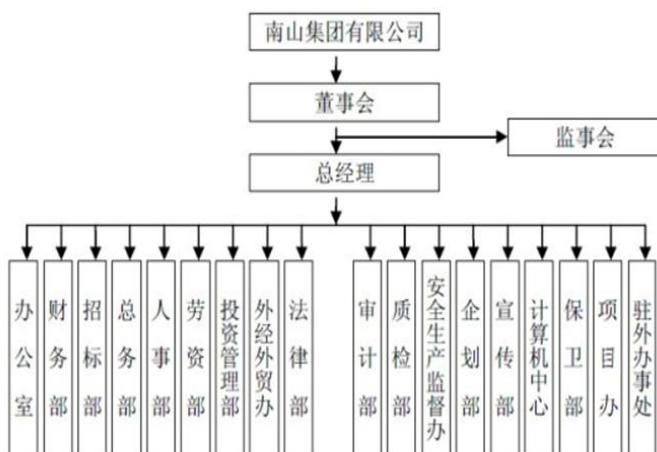
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 南山 K2”“23 南山 K3”“24 南山 K1”“24 南山集 MTN001（科创票据）”和“25 南山 K1”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司概况（截至 2024 年底，单位：亿元）

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	山东山铃新能源电动车有限公司	山东省龙口市	零售业	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；山东山铃新能源电动车有限公司于2025年3月注销

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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	315.63	335.43	449.84
应收账款（亿元）	54.83	82.02	89.24
其他应收款（亿元）	54.71	47.34	/
存货（亿元）	186.80	242.19	277.22
长期股权投资（亿元）	68.37	70.42	70.62
固定资产（亿元）	363.50	692.97	/
在建工程（亿元）	751.21	651.72	/
资产总额（亿元）	2250.26	2640.44	2858.02
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	553.01	558.12	586.84
所有者权益（亿元）	1077.63	1099.95	1133.91
短期债务（亿元）	454.49	632.43	721.69
长期债务（亿元）	465.63	627.56	683.62
全部债务（亿元）	920.12	1259.99	1405.31
营业总收入（亿元）	422.13	571.24	252.14
营业成本（亿元）	318.55	423.62	201.95
其他收益（亿元）	10.22	11.45	0.89
利润总额（亿元）	55.74	64.50	14.34
EBITDA（亿元）	102.66	116.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	361.70	528.73	278.37
经营活动现金流入小计（亿元）	563.89	689.65	316.86
经营活动现金流量净额（亿元）	67.76	-17.52	3.26
投资活动现金流量净额（亿元）	-408.66	-275.78	-48.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	294.06	297.87	128.08
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.74	6.38	--
存货周转次数（次）	1.69	1.97	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.23	--
现金收入比（%）	85.69	92.56	110.40
营业利润率（%）	22.84	19.83	11.25
总资本收益率（%）	3.26	3.04	--
净资产收益率（%）	4.56	4.79	--
长期债务资本化比率（%）	30.17	36.33	37.61
全部债务资本化比率（%）	46.06	53.39	55.34
资产负债率（%）	52.11	58.34	60.33
流动比率（%）	104.13	97.49	102.32
速动比率（%）	76.93	70.15	74.94
经营现金流动负债比（%）	9.87	-1.98	--
现金短期债务比（倍）	0.69	0.53	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	3.51	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.96	10.80	--

注：1. 公司 2025 年一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. “—”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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	69.52	97.11	151.71
应收账款（亿元）	4.68	14.70	14.73
其他应收款（亿元）	276.99	284.82	268.85
存货（亿元）	29.12	26.38	26.34
长期股权投资（亿元）	464.35	457.97	457.97
固定资产（亿元）	/	/	/
在建工程（亿元）	/	/	/
资产总额（亿元）	941.24	976.81	1014.87
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）	521.09	539.05	541.59
短期债务（亿元）	283.96	361.76	375.60
长期债务（亿元）	76.87	27.10	51.31
全部债务（亿元）	360.83	388.86	426.92
营业总收入（亿元）	13.33	53.48	11.05
营业成本（亿元）	0.77	42.16	11.01
其他收益（亿元）	6.38	7.82	*
利润总额（亿元）	24.93	19.07	2.54
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.60	44.65	12.78
经营活动现金流入小计（亿元）	135.88	157.58	21.14
经营活动现金流量净额（亿元）	6.34	7.23	-2.35
投资活动现金流量净额（亿元）	-22.38	16.12	25.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	21.18	-22.07	4.39
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.65	3.70	--
存货周转次数（次）	0.02	1.52	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.06	--
现金收入比（%）	11.99	83.48	115.66
营业利润率（%）	92.86	20.73	-0.04
总资本收益率（%）	2.92	2.45	--
净资产收益率（%）	4.38	3.25	--
长期债务资本化比率（%）	12.86	4.79	8.65
全部债务资本化比率（%）	40.91	41.91	44.08
资产负债率（%）	44.64	44.82	46.63
流动比率（%）	114.91	105.34	112.04
速动比率（%）	106.12	98.78	105.65
经营现金流动负债比（%）	1.91	1.80	--
现金短期债务比（倍）	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，“*”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%
净资产年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年)^ (1/(n-1)) -1]×100%
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