

# 烟台万华华信合成革有限公司 2006 年度 4.7 亿元 短期融资券信用评级分析报告

## 评级结果:

A-1+

## 评级时间:

2006 年 1 月 12 日

## 主要数据:

| 项 目        | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年<br>10 月 |
|------------|--------|--------|--------|----------------|
| 资产总额(万元)   | 247634 | 300084 | 449373 | 568472         |
| 所有者权益(万元)  | 114198 | 101779 | 117655 | 142965         |
| 主营业务收入(万元) | 124470 | 172538 | 236872 | 304774         |
| 利润总额(万元)   | 10075  | 4003   | 34179  | 71718          |
| 负债比率(%)    | 39.55  | 49.01  | 59.86  | 61.18          |
| 全部资本化比率(%) | 34.10  | 39.34  | 53.15  | 53.61          |
| 净资产收益率(%)  | 0.89   | -3.91  | 6.41   | 19.40          |
| 流动比率(%)    | 126.62 | 78.73  | 108.99 | 78.43          |
| 利息倍数(倍)    | 10.22  | 5.82   | 12.35  | 21.88          |
| 债务保护倍数(倍)  | 0.24   | 0.16   | 0.23   | 0.32           |

## 分析员

张志军 尚静

## 电话

8610-64912118

## 传真

8610-64912663

## 地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: [lianhe@lianheratings.com.cn](mailto:lianhe@lianheratings.com.cn)

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

## 评级观点

烟台万华华信合成革有限公司为一家以异氰酸酯(MDI)、合成革、聚氨酯树脂等为主导产品的化工企业,其主要子公司烟台万华聚氨酯股份有限公司为A股上市公司,是目前国内唯一一家具有MDI生产技术和生产能力的企业,生产能力位居亚太地区第一、世界第五位。得益于MDI行业近年来的快速发展和国内市场的供不应求局面,公司近年来发展迅速。经过前几年对下属企业的出售、改制和结构调整,公司目前资产质量优良,资产结构基本合理。由于近两年技术改造和新建项目投资较大,目前债务负担相对较重,但为未来发展打下了良好基础。公司整体盈利能力强,通过经营活动获取现金的能力强。综上所述,本期融资券如期还本付息的风险很小。

## 优势

1. 公司是目前国内唯一一家拥有MDI自主知识产权生产技术的企业,具有技术优势。
2. 主导产品MDI在国内市场供不应求,发展前景看好。
3. MDI及相关产业发展得到国家政策支持。

## 关注

1. 原材料成本上升和产品销售价格下跌可能导致公司利润水平下降。
2. 公司产品相对单一,业绩受行业发展影响较大。
3. 公司生产、运输过程中涉及较多危险化学品,安全与环保责任重大。
4. 公司目前投资项目规模偏大,债务负担偏重。

## 一、发债主体概况

烟台万华华信合成革有限公司（以下简称“公司”）是根据国家经贸委国经贸产业[2000]1086号文《关于同意攀枝花钢铁集团公司等242家企业实施债转股的批复》，实施债转股后成立的公司，由烟台万华合成革集团有限公司（以下简称“万华集团”）、中国华融资产管理公司及中国信达资产管理公司共同出资组建。2005年8月30日，烟台华力热电股份有限公司受让中国华融资产管理公司全部股权（已签订协议并支付款项，但尚未办理法律变更手续），同时，中国建设银行股份有限公司收回其原剥离至中国信达资产管理有限公司的公司股权。公司目前注册资本11589万元，其中烟台万华合成革集团有限公司出资87376万元，占75.42%，烟台华力热电股份有限公司出资17423万元，占15.04%，中国建设银行股份有限公司出资11050万元，占9.54%。

公司经营范围主要包括聚氨脂及聚氨树脂原料及产品、工业气体、烧碱、氯产品的制造加工销售，水电暖供应等。

公司为一家以异氰酸酯（MDI，主要包括MT、MR、改性聚合MDI和液化MDI四种产品）、合成革、聚氨酯树脂等为主导产品的化工企业，并自备热电厂。内设资产财务部、经营协调部、战略发展部等8个职能部门、3家控股子公司和5家参股公司（详见附件1）。

截止2004年底，公司资产总额449373.17万元，所有者权益117654.68万元。2004年实现主营业务收入236871.54万元，利润总额34179.03万元；当年经营活动产生的现金流量净额11965.41万元。

截止2005年10月底，公司资产总额568471.82万元，所有者权益142964.39万元。2005年前10个月实现主营业务收入304773.64万元，利润总额71717.88万元；经营活动产生的现金流量净额72140.78万元。

公司住所：山东省烟台市芝罘区幸福南路7号。法定代表人：李建奎。

## 二、本次融资券及资金使用概况

公司本期计划发行短期融资券4.7亿元，期限365天，贴现发行，无担保。本期短期融资券所筹资金将主要用于增加公司营运资金，剩余部分用于偿还银行贷款。

## 三、产业分析

公司涉及的主要产业包括MDI、MDI下游合成革产业及热电生产，其中MDI及相关产业的销售收入占公司合并报表销售收入的90%左右。热电生产主要供应其下属子公司生产用电、蒸汽。

### 1、MDI行业现状

MDI是聚氨脂的主要原料，属于高分子化工新材料，不仅性能优良，而且应用范围十分广泛，主要用于建筑、建材、家电、汽车、纺织、医药、化工、军工、航天、电子等领域。其中纯MDI是制造聚氨酯弹性体的主要原料，主要应用于制造聚氨酯合成革、人造革涂层、聚氨酯软泡、弹性纤维、涂料、黏合剂等；聚合MDI是制造聚氨酯硬质、半硬质泡沫塑料的主要原料，广泛用于绝热、保温、保冷、轻工装潢、人造木材、建筑、防水堵墙等。目前全球MDI产能已达290—300万吨，开工率维持在90%左右。目前全球MDI生产和供应主要由德国拜耳、巴斯夫、美国亨斯曼和陶氏公司四大跨国公司掌握，其产能截止到2004年为254万吨，其中，拜耳80万吨，巴斯夫64万吨，亨斯曼63万吨，陶氏47万吨，占全球MDI生产能力的85%左右，在该行业中形成寡头垄断状态。

90年代以来，国际市场对MDI的需求稳步增长，全球消费量从1992年的128万吨增长到2004年的320万吨（见表1），其中，欧洲占34.5%，北美占30%，亚洲占31%，南美占3%，其余占

1.5%。2000年以后，受诸多因素影响，各MDI生产商均未能做出新建工程的安排，只能在原装置上扩大产能，这直接导致了从2003年下半年开始，全球MDI旺盛的市场需求无法得到满足，价格出现快速上涨。

表1 1998-2004年全球MDI需求和产能一览表

单位：万吨

| 年份 | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 需求 | 203.2 | 226.5 | 244.9 | 248.9 | 254.7 | 270   | 297.9 |
| 产能 | 230.1 | 233.1 | 265.2 | 285.5 | 298.5 | 300   | 310.5 |
| 产量 | 200.8 | 203.4 | 231.4 | 249.1 | 260.4 | 261.7 | 271.7 |

在世界MDI市场中，亚太地区MDI消费量从1992年的27万吨增长到2004年的99.2万吨，年均增长率9.7%，但亚太地区截止2004年MDI产能仅有69.7万吨，需求大于产能29.5万吨。亚太地区现已成为各跨国公司抢占MDI市场份额的目标地，在韩、日、中、新加坡等地区建立销售中心的同时，各跨国公司积极着力于本地化战略的实施。

我国聚氨酯制品产量从1991年15万吨增长到2003年122万吨，年均增长率达到21%。国内MDI消费量从1989年3.5万吨增长到2004年的46.7万吨（见表2）。2004年国内MDI需求46.7万吨，国内产量仅有10万吨左右，大部分依赖进口，从而为国外产品的进入提供了较大市场空间，近年来进口量呈持续增长趋势。在国内相关行业对聚氨酯产品强劲需求的带动下，我国近几年相关产业呈高速发展势头。由于MDI产业是高度技术密集和资本密集型产业，由于发达国家在技术上采取严密的封锁，迄今在国内只有烟台万华华信合成革有限公司具备MDI生产能力，生产能力2003年、2004年分别达到10万吨、11万吨。

表2 1999-2004年国内MDI消费量、产量和进口量

单位：万吨

| 年份  | 1999 | 2000 | 2001 | 2002  | 2003 | 2004 |
|-----|------|------|------|-------|------|------|
| 消费量 | 15.7 | 17.7 | 21.3 | 25    | 32.4 | 46.7 |
| 产能  | 1    | 2.2  | 4    | 7.935 | 10   | 10   |
| 进口量 | 13   | 14   | 18   | 17    | 22.4 | 36.7 |

注：进口量为海关统计的正常报关的数量。

2003年以来，由于国内MDI供需失衡，且国外MDI生产商产能有限，从而使得MDI的供应远远不能满足需求，我国约3/4的MDI需要进口。在MDI供应减少的情况下，国内MDI价格出现了较大幅度的上涨，聚合MDI一度从2003年的16000元/吨飙升至40000元/吨。2005年2季度开始，随着国外MDI设备检修的结束，MDI的供应又有所恢复，同时由于需求增速回落，使得国内MDI价格开始有明显下降，2005年3季度纯MDI和聚合MDI销售价格分别维持在26000元/吨和25000元/吨左右的水平。

## 2、行业发展趋势

聚氨酯的主要原料异氰酸酯MDI与TDI互为替代品，但同TDI相比，MDI具有塑性好、无毒、更适合新型高档聚氨酯产品的要求等特性，近年来需求增长较快，已成为聚氨酯原料的主要发展方向，呈现逐步取代TDI的趋势。根据中咨公司按6.6%的增幅对今后五年全球MDI的需求预测来看，2005年全球MDI需求将达到322万吨，2005年以后按5%预测，2010年需求为411万吨。全球MDI生产能力将从2002年的298.5万吨增长到2007年的379.5万吨（表3），年均增长5%。

表3 2005-2007年全球MDI需求和产能预测表

单位：万吨

| 年份 | 2005年 | 2006年 | 2007年 |
|----|-------|-------|-------|
| 需求 | 322.4 | 349.1 | 378.4 |
| 产能 | 347.5 | 379.5 | 379.5 |
| 产量 | 304.1 | 332.1 | 332.1 |

从产能看，全球MDI基本供需平衡，但由于设备检修及故障停产等原因，产能很难得以全部发挥，同时由于需求的快速增长，而产量增速相对较缓，因此，预计未来两年全球MDI将继续呈现供不应求的局面。

从国内来看，国内对化工产品的需求呈现强劲增长态势。“十五”期间，这种发展趋势将继续保持，特别是聚氨酯及其原料如MDI等的需求增长率仍将高于GDP增长，预计2006年

和2007年MDI需求将分别达到53万吨和62万吨。如果公司宁波大榭岛16万吨MDI项目和巴斯夫、亨斯曼等合资的上海联合异氰酸酯（MDI）24万吨项目如期建成投产，预计2006年年底国内MDI产能将可达到51万吨/年，国内市场仍然是供小于需的状况（见表4）。

表4 2005~2007年国内MDI需求、产能及产量预测  
单位：万吨

| 年份  | 2005 | 2006 | 2007 |
|-----|------|------|------|
| 需求量 | 45   | 53   | 62   |
| 产能  | 13   | 51   | 51   |
| 产量  | 12   | 35   | 45   |

由于目前我国MDI的进口比重较高，人民币升值将有利于进口，而进口的增加将对国内MDI价格产生一定冲击。预计随着2006年宁波16万吨MDI项目和上海漕泾24万吨MDI项目的相继投产，以及全球MDI产能也有一定幅度增长，尽管需求也同时在增长，供应的相对充足将使国内MDI价格未来1~2年在目前基础上有小幅下跌。

### 3、产业政策

由于国内目前仅有公司一家具有MDI和束状超细纤维合成革生产技术，因此国家对公司的有关政策即可视为产业政策。目前MDI系列产品和生产技术以及束状超细纤维合成革产品及生产技术被国务院列入受国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录，并被列入山东省高新技术及产业发展计划，在技术改造、科研开发、信贷支持等方面享受一定的优惠政策。此外，为防止国外企业的倾销行为，保护国内厂家的利益，支持民族企业的发展，国家在反倾销立案等方面也给予了大力扶持。

### 4、公司在行业中的地位

公司的MDI生产装置是“六五”期间国家重点建设项目之一，从80年代引进日本设备后，经多次技术改造及扩能，目前公司已是世界上继德国拜耳和巴斯夫、美国亨斯曼和陶氏、日本三井化学5家跨国公司后第6家拥有MDI制造

技术自主知识产权的企业，也是目前国内唯一能够配套生产聚氨酯基本原料、聚氨酯树脂和聚氨酯合成革、人造革的大型轻化工联合企业，目前MDI产能达11万吨。2005年底公司16万吨新装置建成投产后，MDI年产能达到27万吨，超过日本聚氨酯(NPU)17万吨、日本三井化学11万吨的规模，跃居亚洲第一、世界第五。

## 四、基础素质分析

### 1. 公司规模

公司是以国家“六五”期间重点工程项目之一的原烟台合成革总厂为基础，作为中国百家建立现代企业制度试点企业和国有资产投资主体，于1995年改制并于2001年实施债转股组建的大型重化工、轻工联合企业，是我国第一个和目前最大的聚氨酯工业基地，在异氰酸酯（MDI）和聚氨酯人工制革两个行业的综合实力居国内首位，是全球第六家拥有MDI和我国首家拥有超细纤维合成革核心生产技术的企业。截止2005年底，公司主导产品年生产能力分别为：异氰酸酯（MDI）27万吨、聚氨酯（PU）合成革及束状超细纤维合成革1000万m<sup>2</sup>、聚氨酯树脂6万吨、聚酯多元醇1万吨、发电量2.6亿kW·h。目前主要子公司有烟台万华聚氨酯股份有限公司（62.17%）、烟台万华超纤股份有限公司（66.56%）、烟台华力热电股份有限公司（37.6%）。

烟台万华聚氨酯股份有限公司（万华聚氨酯）

烟台万华聚氨酯股份有限公司是经山东省人民政府鲁政股字[1998]70号文批准，以烟台万华合成革集团有限公司为主发起人，联合其它4家法人于1998年联合发起设立的股份有限公司。2000年12月，公司股票在上海证券交易所发行上市，股票代码600309。2002年，经山东省人民政府和财政部批准，万华聚氨酯第一大股东烟台万华合成革集团有限公司变更为公

司。历经多次变更，截止2005年11月底，万华聚氨酯股本总额84864万股，其中非流通股占66.7%，流通股占33.3%，公司所持股本占万华聚氨酯总股本的62.17%，股份性质为国有非流通股。万华聚氨酯控股宁波大榭开发区宁波工业园热电有限公司（51%）和北京科聚化工新材料有限公司（95%）。

万华聚氨酯主营聚氨酯及助剂、异氰酸酯（简称MDI）及其衍生品、芳香多胺系列产品的研发、生产和销售，主导产品包括纯MDI（简称MT）、聚合MDI（简称MR）、液化MDI等五大系列十九个品种。产品已获ISO9001、ISO14001、OHSMS18000认证，并被法国科技质量监督委员会认定为高质量科技产品和向欧盟市场推荐产品，具备与跨国公司竞争的实力和能力。

万华聚氨酯主要产品年生产能力为异氰酸酯(MDI)27万吨(含宁波大榭岛项目)、TPU1.65万吨、二胺系列1万吨。

截止 2004 年底，万华聚氨酯资产总额311238.40 万元，所有者权益 129094.06 万元。2004 年实现主营业务收入 210422.87 万元（占公司当年主营业务收入的 88.83%），利润总额51373.62 万元；当年经营活动产生的现金流量净额 20322.77 万元。

截止2005年三季度末，万华聚氨酯资产总额443110.95万元，所有者权益164104.78万元。2005年前9个月实现主营业务收入255125.58万元，利润总额72027.87万元；经营活动产生的现金流量净额56313.89万元。

烟台万华超纤股份有限公司（万华超纤）

是由公司为主发起人，联合红塔创新投资等五家法人单位共同发起设立的拟上市股份公司，成立于2001年12月31日，股本总额5000万元，其中公司占股66.56%。万华超纤同时控股烟台纽斯达经贸有限公司（90%）、泉州华润世旺超纤有限公司（60%）。

万华超纤是目前国内最大的生产超细纤维

合成革系列产品的现代化技术密集型企业，是我国第一个人工制革工业基地，已通过ISO9001、ISO14001和OHSMS18000在质量、环境和职业安全卫生方面“三证一体”贯标认证，其中超细革生产技术处于国内领先地位。

万华超纤主要从事超细纤维合成革、聚氨酯合成革及其它聚氨酯革、制革用聚氨酯树脂及助剂的开发、生产、销售，拥有年产600万m<sup>2</sup>聚氨酯超细纤维合成革、年产300万m<sup>2</sup>聚氨酯藕状纤维合成革、年产6400吨粉末聚氨酯等的生产能力，目前可生产25个品种200余个牌号的产品，广泛应用于制鞋、制球、家具、箱包、装饰、军警、工业用革等领域。

截止2004年底，万华超纤总资产39404.70万元，所有者权益11195.47万元。2004年实现主营业务收入24087.13万元，利润总额1445.10万元，经营活动产生的现金流量净额1976.33万元。

烟台华力热电股份有限公司（华力热电）

华力热电原为烟台合成革总厂配套电厂，成立于1994年，改制后成为股份有限公司，注册资本3438.2万元，其中公司占股37.6%。同时华力热电持有公司15.4%的股权，是公司第二大股东。华力热电还持有万华氯碱股份有限公司20%股权。

华力热电主要经营电力、供热、纯水生产、销售，煤灰加工、销售，场地租赁，设备安装，供水和污水处理。目前主要生产设备包括3台65吨锅炉和1台130吨锅炉，12MW和25MW发电机组各一套，年发电2.6亿kW·h、生产蒸汽100万吨以上。

截止2004年底，华力热电总资产32239.55万元，所有者权益4417.90万元。2004年实现主营业务收入21922.72万元，利润总额515.03万元，经营活动产生的现金流量净额2202.71万元。

## 2、人员素质

截止2005年，公司本部及控股子公司共有员工2853人，其中本部523人，万华聚氨脂1229人，万华超纤692人，华力热电409人。员工中学历及岗位构成见图1和图2。公司人员构成比较合理。

图1 员工学历构成

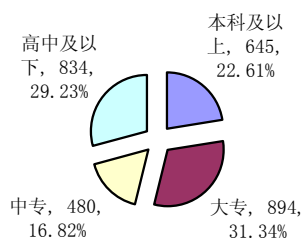
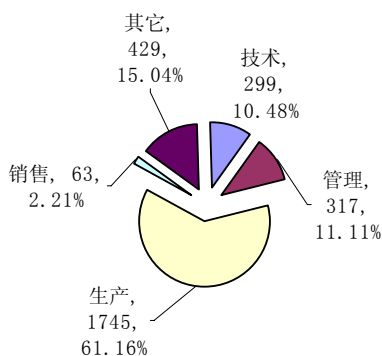


图2 员工岗位构成



公司本部现有高级管理人员 7 人，均具有大专以上学历，其中硕士 3 人。公司党委书记、董事长李建奎先生，现年 52 岁，硕士学历，研究员，历任烟台合成革总厂技术员、生产总调度室副主任、厂长助理、副厂长、厂长、公司总经理等职，1997 年任公司党委书记、董事长至今。公司党委副书记、总经理曲进胜先生，现年 56 岁，硕士学历，研究员，历任牟平马陵铁矿矿长、烟台地区冶金局副局长、烟台市冶金工业公司总经理、烟台市经委党组书记、副主任、主任、烟台市政府副秘书长、公司党委副书记、副总经理等职，1997 年任公司党委副

书记、副董事长、总经理至今。公司高层领导大部分有着在公司 20 年以上的工作经历，对公司非常了解，均具有丰富的行业从业经验和较高的管理水平。

## 3、外部支持

公司控股股东万华集团是烟台市属国有独资企业，在2001年债转股时，已将其全部经营性资产作为对公司出资投入公司，目前与公司除董事会成员有所不同外，高层管理人员基本一致，公司实际控制人为烟台市人民政府。

作为市属重点企业、利税大户、具有自主知识产权和技术先进性的民族化工企业，国家有关部门和地方政府积极支持公司发展。“十五”期间，公司多个项目被列入中央国债专项资金计划，其中宁波16万吨MDI项目得到国债贴息资金15653万元，烟台8万吨MDI改造项目得到2232万元，万华超纤得到4680万元，公司得到860万元，合计23425万元。公司被原国家经贸委、财政部、国家税务总局、海关总署列入第五批享受优惠政策企业（集团）技术中心名单，近三年公司在技术改造中因购置国产设备投资抵免企业所得税累计额度达到12441万元，有力地支持了公司的发展。

公司充分利用反倾销政策，在2002年发动针对MDI产品的反倾销调查，获得了商务部等有关部门的支持，最终与国外厂商达成和解，使公司MDI产品维持了在国内的市场地位，并为公司宁波MDI项目投产后抢占市场赢得了时间。

烟台作为海滨城市的良好交通条件，也为公司原材料采购和产品出口带来便利，但公司所处地离MDI和人造革类产品的市场所在地较远，为此，公司新建16万吨MDI项目选址靠近市场的宁波市大榭岛，运输便利，并得到了当地政府和老百姓的支持，该项目于2005年11月23日一次投料试车投产成功，为公司下一步发展奠定了良好的基础。

总体来说，公司在发展过程中，拥有有利

的外部支持因素，具有良好的外部环境。

## 五、经营管理

### 1、公司治理

公司由万华集团、华力热电和中国建设银行股份有限公司共同出资。公司建立了董事会、监事会、经理层相互监督和制约的治理结构，公司董事会共7人，其中万华集团4名，华力热电1名，建行1名，职工代表1名；公司监事会由3名监事组成，其中万华集团、建行、职工代表各1名。

公司下设8个管理部门，拥有3家控股子公司和5家参股公司。公司为战略管理中心、资本运营中心、财务监控中心、资源管理中心、经营协调中心；子公司为研发中心、生产中心、经营中心，对日常生产经营活动实行自主经营、独立核算、自负盈亏。公司与子公司是按产权关系形成的母子公司管理体制，对子公司的管理主要通过法人治理结构行使决策权和管理权。控股子公司均为股份有限公司，建立了规范化的公司治理结构。

公司管理部门设置精简，职责清晰，管理制度完善。公司与下属子公司和参股公司之间股权关系清晰。

### 2、内部管理

通过聘请咨询公司，结合公司实际情况，公司制定了较为系统、完善的管理制度、职责和相关工作流程，并汇编成《制度卷》、《职责、流程卷》和《考核卷》三本内控文件，在实际管理工作中予以贯彻实施。公司内部管理已初步实现制度化、规范化。

公司战略规划的实施具有明确的管理制度。公司战略管理机构包括董事会、总裁办公会和战略发展部；战略规划包括公司和权属公司两个层次；战略规划的编制和调整具有明确的流程。从2005年起，公司每三年制定一次战略规划，其中每年进行一次调整，以使战略规划符合行业和公司发展的实际情况。目前，

公司的“十一五”发展规划已制定完毕，为未来五年的发展指明了方向。

由于具体生产经营主要由权属公司承担，公司在生产经营管理环节，主要承担经营协调和业绩考评职责，职责主体分别为经营协调部和总裁办公会。公司制定了较为完善的经营协调和业绩考评管理制度。通过经营协调，实现公司可持续发展，实现公司资源的合理流动和充分利用，提高整体生产经营效率，并通过市场定价原则，确保平等、互利、高效，避免关联交易产生的不良影响；通过对各职能部门和权属公司进行业绩考评，有效地贯彻落实公司的各项经营计划和预算管理目标，为实现公司发展战略服务。

资产管理部负责公司财务管理、资产管理、投融资管理等职责，负责制定公司年度经营计划并对执行情况定期分析，负责对子公司有关管理制度、方案进行审核和监督实施，并配合总裁办公会进行业绩评价。由于主要子公司为上市公司，公司财务管理较为规范、透明。

公司制定了投融资工作的相关管理制度，对投资从立项、论证、实施、回收，对融资从方案提出、论证、决策、实施等全过程实施管理，公司和权属公司在投资项目审核、融资项目审批环节，均具有明确的管理流程。有效的投融资管理使公司投融资项目做到了决策科学、实施顺利、效益明显。2003年~2005年，公司共实施重大技改和新建项目10多项，总投资近30亿元，极大地提升了公司的生产能力和技术水平。公司同时制定了对外担保管理制度，严格对外担保管理，以降低财务风险。

公司目前正在开展管理信息化工作。通过聘请咨询公司进行信息化管理咨询，制定和实施公司的信息化规划、信息化管理制度和信息化建设评价标准，使公司信息化管理水平和管理效率有所提高。

公司人力资源管理奉行“以人为本”的人才观和“公平、公正、公开”的准则，在员工的招聘、任免、培训、激励与考核等环节，均

制定了相应的管理制度，并有效实施。公司重视人才引进和员工培训工作，主要子公司万华聚氨酯的人员结构中，本科以上学历占到了37%，其中硕士及以上学历有80人左右；2003年~2005年，公司开办各类内部培训班近百次，培训员工上万人次，并通过外部培训的方式培训管理人员和技术工人。公司员工考核体系详尽、完整，可操作性强，通过绩效考核与薪资、任免、培训等的挂钩，有效地调动了员工的积极性。

总体来说，公司内部管理制度健全，措施到位，管理水平较高。

### 3、生产经营

#### 采购

公司制定了物资采购、询价管理办法，选定一些规模实力强，产品质量优，商业信誉好的供应商作为长期合作伙伴，实施定点采购，在保证采购质量和价格的前提下，缩短供货周期，减少采购审批手续，提高采购效率。对非定点采购则按金额大小分别实施招标采购、协议定价审批和直接询价采购等方式。原材料采购主要由子公司负责，万华聚氨酯由其物流中心负责采购工作。

每生产1吨MDI就需要0.75吨苯胺，因此苯胺占公司总原材料采购金额的大部分。苯胺价格1992~2002间基本维持在7000元/吨附近，近年来由于原油价格的上涨，且目前国内苯胺是卖方市场，价格波动较大，2003年年初最低曾达5500元/吨，2004年11月曾达15000元/吨，2005年年底为13000元/吨左右。公司采取跟踪和预测市场价格、拓宽采购渠道、扩大采购范围、签订长期合作协议等方式，降低采购成本，保证公司正常生产的原料供应。

2004年公司前5名供应商累计采购额为84912万元，占采购总额的62.17%，公司采购的集中度较高。由于公司采购措施较为有效，2005年11月13日，公司第一大供应商中石油吉林石化分公司双苯厂发生爆炸，对公司的正常生产

经营未产生较大的影响。

#### 生产

公司主要产品包括MDI、聚合MDI、合成革、超细革等，其中MDI产量从1985年初建厂时的1万吨已提高到2004年的近11万吨，近三年年均增长18.74%，MR、MT近三年产量年均增长分别为16.46%、21.39%，树脂类产品产量增长较小；合成革近三年产量有所下降，但超细革和单组份革产量增长较快，年均增长率分别达到28.49%和74.09%；发电量年均增长幅度26.82%，蒸汽产量基本保持平稳（见表5）。其中电力和蒸汽主要供应公司内部生产。

表5 近三年主要产品产量

| 项目                     | 2002年    | 2003年    | 2004年     | 增长率 (%) |
|------------------------|----------|----------|-----------|---------|
| 万华聚氨酯                  |          |          |           |         |
| MDI(吨)                 | 77721.24 | 99284.89 | 109577.98 | 18.74   |
| MR(吨)                  | 42214.65 | 53662.29 | 57259.90  | 16.46   |
| MT(吨)                  | 35506.59 | 45622.6  | 52318.08  | 21.39   |
| 树脂类(吨)                 | 25421.95 | 20368.99 | 25453     | 0.06    |
| 万华超纤                   |          |          |           |         |
| 合成革(万m <sup>2</sup> )  | 261.09   | 221.79   | 235.01    | -5.13   |
| 超细革(万m <sup>2</sup> )  | 120.26   | 174.98   | 198.55    | 28.49   |
| 单组份革(万m <sup>2</sup> ) | 9.46     | 20.97    | 28.67     | 74.09   |
| 华力热电                   |          |          |           |         |
| 发电量(万kW·h)             | 10514.02 | 18079.30 | 16909.69  | 26.82   |
| 蒸汽(吨)                  | 935402   | 982008   | 942901    | 0.40    |

预计2005年MDI产量为119010吨，TPU（树脂类产品之一）4000吨，MDA6000吨，革类合计452万m<sup>2</sup>，发电14300万kW·h，蒸汽110万吨。2006年随着宁波16万吨MDI项目的投产和逐步达产，公司MDI产品产量将达到23万吨左右。

#### 销售

公司近三年产品销量大幅增长，其中MDI、MR、MI的年均销量增长率分别达到19.08%、16.58%、22.32%，超细革和单组份革的销量年均增长率分别为47.59%和47.43%，树脂类产品

销量增长较缓（但其中TPU产品增长较快），合成革销量稍有下降（见表6）。公司整体产销率近三年均保持较高水平，2004年为96.99%。

表 6 近三年公司产品销量

| 项目                      | 2002 年   | 2003 年   | 2004 年    | 增长率 (%) |
|-------------------------|----------|----------|-----------|---------|
| <b>万华聚氨酯</b>            |          |          |           |         |
| MDI(吨)                  | 73296.76 | 91208.26 | 103943.56 | 19.08%  |
| MR(吨)                   | 41696.95 | 50685.55 | 56665.72  | 16.58%  |
| MT(吨)                   | 31599.81 | 40521.71 | 47277.84  | 22.32%  |
| 树脂类(吨)                  | 18027.14 | 15642.91 | 18774     | 2.05%   |
| <b>万华超纤</b>             |          |          |           |         |
| 合成革(万 m <sup>2</sup> )  | 273.93   | 246.48   | 257.19    | -3.10%  |
| 超细革(万 m <sup>2</sup> )  | 104.43   | 208.33   | 227.47    | 47.59%  |
| 单组份革(万 m <sup>2</sup> ) | 14.76    | 28.12    | 32.08     | 47.43%  |
| 产销率                     | 104.4    | 98.07    | 96.99     | -3.61%  |

公司近三年销售收入增长较快，年均增长率为37.95%，其中万华聚氨酯销售收入年均增长率达54.28%（见表7），主要原因是公司产品产量的增加和销售价格上涨所致。由于近两年全球的MDI主要生产商都没有大的扩能,供应方远未跟上需求的增长步伐，再加之2004年原油价格大涨，推动下游石化原料如苯胺价格上升，使得2004年MDI价格从年初的15000-18000元/吨上涨到2005年初的近40000元/吨，此后有所下调，但截止2005年年底，MDI价格仍然处于高位运行。公司预计2005年可实现销售收入350687.35万元，比2004年增长48.05%。

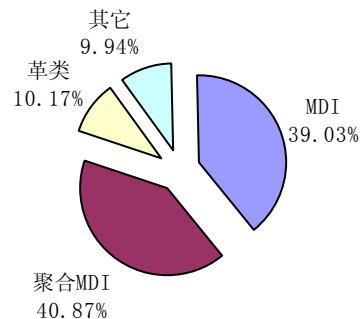
表 7 近三年公司销售收入增长情况

| 公司名称                | 2002      | 2003      | 2004      | 增长率 (%) |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 万华聚氨酯               | 88174.4   | 134370.54 | 209883.34 | 54.28   |
| 万华超纤                | 17720.65  | 22334.07  | 24087.13  | 16.59   |
| 华力热电                | 12815.84  | 16272.44  | 21922.72  | 30.79   |
| 公 司                 | 124469.87 | 172538.44 | 236871.54 | 37.95   |
| 其中万华聚氨酯占公司销售收入比例(%) | 70.84     | 77.88     | 88.61     | 11.84   |

公司销售收入中，MDI和聚合MDI占了绝大部分，2004年两者销售收入占公司销售收入

总额的79.9%(见图3)。

图 3 2004 年公司产品销售收入比例



公司产品以国内销售为主，建立了覆盖全国的营销渠道。近年来，公司逐步扩展海外市场，扩大外销比例，2004年，公司出口交货值达27621.5万元，占当年公司销售收入的11.62%，近三年出口交货值年均增长32.7%。

## 研发

公司从消化吸收起步，走自主创新之路，目前已掌握MDI和超细纤维合成革的核心生产制造技术，并拥有自主知识产权。公司目前已成为全球第6家拥有MDI核心生产技术的企业。

公司为国家火炬计划重点高新技术企业和山东省高新技术企业，设有国家级企业技术中心，下设万华北京研究院、异氰酸酯研究所、人工制革研究所、聚氨酯树脂研究所等，并建立了博士后流动站，目前公司拥有专职研究人员280余人，其中博士15人，硕士80人，在异氰酸酯、人工制革、聚氨酯树脂及相关领域，已形成优秀的科研队伍和良好的研发平台。

公司近年来不断增加科研经费投入，2002~2004年科研经费占销售收入比例分别为2.17%、4.20%和2.32%，近三年累积投入科研经费近2亿元，实现了公司技术水平的提升和产品的升级换代。公司主导产品MDI能源（水、电、汽）单耗下降50%以上；MDI系列产品由原来两个品种扩大到6大系列40多个产品；合成

革由原来的3个品种扩大到5大系列100多个牌号。

公司近年来完成多项具有战略价值的研发项目，其中国家重点科技攻关计划项目3项，国家火炬计划项目4项，国家级重点新产品项目2项，省级重点新产品项目3项。公司《MDI制造技术与开发》获国家科技进步二等奖，并被国家发改委评为国家高新技术产业化示范工程，《以束状超细纤维为基材的高档合成革》被列入国家火炬计划，并获国家科技进步三等奖。

#### 环保与安全

作为山东省48家“循环经济建设试点企业”和国家循环经济试点企业之一，公司在水资源综合利用、节能降耗、废弃物资源化循环和减量化、新型环保节能材料开发应用等方面，取得了良好成效，主要原材料和能源单耗以及废气、废渣排放量达到或接近国际同行业先进水平。

公司在生产、使用、运输、储存过程中涉及到25种危险化学品，其中光气、氯气、甲苯、苯胺、甲醇6种危化品构成重大危险源。公司在贯彻“不安全是企业第一风险、保安全是企业最大效益”理念的同时，引进杜邦安全管理体系，并建立了重大事故应急救援预案，取得了良好效果。公司近年来没有重大安全生产事故发生。

#### 4、经营效率分析

公司近三年资产总额年均增长34.71%，增长速度较快。公司近三年主营业务收入和主营业务成本增长率分别为37.95%、29.42%，前者大于后者，带来公司营业利润的快速增长，近三年年均增长101%。从2005年10月的有关数据可以看出，2005年仍将保持快速增长的势头。整体来看，公司发展态势良好，业务增长质量较高。

从表8看出，公司管理费用率较高，2004

年为18.73%，前三年平均为19.42%，在业内处于较高水平。在原材料价格持续上涨的情况下，公司成本率2003年有小幅上涨，但2004年和2005年，由于产品销售价格的大幅上涨，公司成本率明显下降，2004年为80.67%，2005年前10月为76.48%。公司销售债权周转次数近三年比较平稳，三年平均为10.94次。存货周转次数有小幅波动，其中2004年相对2005年1~10月和2003年有所减少，主要是公司当年增加了原材料和产成品库存所致。公司总资产周转次数2003年较2002年有所增加，2004年为0.63，与2003年持平，处于化工行业较好水平。总体看公司经营效率较高。

表 8 前三年发展速度及经营效率

| 项 目<br>(万元) | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 变动率<br>(%) | 2005 年<br>10 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|----------------|
| 主营业务收入净额    | 124470 | 172538 | 236872 | 37.95      | 304774         |
| 应收账款        | 7896   | 9726   | 3206   | -36.28     | 18355          |
| 应收票据        | 6852   | 5821   | 23542  | 85.36      | 27033          |
| 主营业务成本      | 86045  | 116096 | 144122 | 29.42      | 195438         |
| 存货          | 22813  | 22378  | 35729  | 25.15      | 36338          |
| 资产总额        | 247634 | 300084 | 449373 | 34.71      | 568472         |
| 营业利润        | 11330  | 11003  | 45777  | 101.00     | 71696          |
| 管理费用        | 19979  | 35305  | 35800  | 33.86      | 25252          |
| 指 标         | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 平均值        | 2005 年<br>10 月 |
| 管理费用率(%)    | 17.66  | 21.86  | 18.73  | 19.42      | 10.83          |
| 成本率(%)      | 90.90  | 93.62  | 80.67  | 88.40      | 76.48          |
| 销售债权周转次数(次) | 10.22  | 11.39  | 11.20  | 10.94      | 8.45           |
| 存货周转次数(次)   | 4.28   | 5.14   | 4.96   | 4.79       | 5.42           |
| 总资产周转次数(次)  | 0.55   | 0.63   | 0.63   | 0.60       | 0.60           |

#### 5、发展规划

公司 2005 年经多方调研，根据行业现状和未来发展形势，结合公司的特点，组织力量历时半年编制完成了公司“十一五”发展规划，明确了公司未来五年的发展方向和具体目标。公司的发展目标是成为拥有自主知识产权、具备国际竞争实力的国际化跨国公司。公司将进一步调整产品结构、资本结构、市场结构和产业布局，逐步实现产品结构的转变和运行方式的转变，形成以主导产品为核心的多元化的产品体系，产业布局将进一步向市场、向供应商靠近。力争 2010 年公司实现主营业务收入 110 亿元（其中出口突破 1 亿美元），净利润 10 亿

元，公司整体进入中国企业 500 强，其中万华超纤进入合成革行业前 10 强。

预计 2005 年公司 MDI 产量将接近 12 万吨，2006 年、2007 年则分别达到 23 万吨和 32 万吨，合成革产量也有大幅度增长（见表 9）。预计 2005 年、2006 年、2007 年销售收入分别达到 350687 万元、487966 万元和 583736 万元以上，年均增长 29% 以上；2005 年、2006 年、2007 年净利润分别达到 25993 万元、44988 万元、43057 万元，年均增长 30% 以上（见表 10）。主要原因基于国内 MDI 产品仍然供不应求，且利润率仍将保持较高水平。

宁波 16 万吨 MDI 项目投产后，公司近两年内将不会有大型新建项目，但从 2007 年年底开始，公司将开始新一轮产品结构的完善和产能的扩张，一些大型项目也将陆续上马，如新上 30 万吨 MDI 项目等（见表 11）。

表 9 主要产品产量和销售收入预测

| 年份   | 项目                         | MDI    | 合成革   | 合计     |
|------|----------------------------|--------|-------|--------|
| 2005 | 产量(吨、万 m <sup>3</sup> )    | 119010 | 452   |        |
|      | 价格(万元/吨、元/m <sup>3</sup> ) | 2.7    | 48.85 |        |
|      | 销售收入(万元)                   | 321327 | 22080 | 343407 |
| 2006 | 产量(吨、万 m <sup>3</sup> )    | 230000 | 750   |        |
|      | 价格(万元/吨、元/m <sup>3</sup> ) | 1.9    | 56    |        |
|      | 销售收入(万元)                   | 437000 | 42000 | 479000 |
| 2007 | 产量(吨、万 m <sup>3</sup> )    | 320000 | 800   |        |
|      | 价格(万元/吨、元/m <sup>3</sup> ) | 1.5    | 62.5  |        |
|      | 销售收入(万元)                   | 480000 | 50000 | 530000 |

注：价格根据公司预测确定

表 10 公司 2005~2007 年销售收入与利润预测

| 年份         | 2005   | 2006   | 2007   | 变动率    |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(万元) | 350687 | 487966 | 583736 | 29.02% |
| 主营业务利润(万元) | 119734 | 150293 | 176207 | 21.31% |
| 营业利润(万元)   | 79731  | 104503 | 122328 | 23.87% |
| 利润总额(万元)   | 79710  | 104596 | 122583 | 24.01% |
| 净利润(万元)    | 25993  | 44988  | 43057  | 28.70% |
| 主营业务利润率    | 34.14% | 30.80% | 30.19% | -5.97% |

表 11 未来三年主要投资计划

| 项目        | 规模(万吨) | 开工时间    | 竣工时间    | 总投资(万元) |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 多聚甲醛      | 3      | 2006.3  | 2007.3  | 10000   |
| MDI 技改(一) | 20     | 2006.6  | 2006.12 | 10000   |
| MDI 技改(二) | 24     | 2007.6  | 2007.12 | 10000   |
| HCL 氧化    | 10     | 2007.1  | 2008.3  | 25000   |
| MDI 新上    | 30     | 2007.10 | 2008.12 | 150000  |
| 硝酸        | 12     | 2008.1  | 2008.12 | 12000   |
| 硝基苯       | 20     | 2008.1  | 2008.12 | 25000   |
| 苯胺        | 15     | 2008.1  | 2008.12 | 15000   |
| 合计        |        |         |         | 257000  |

注：未计入规模较小的技改项目

总体来说，公司在国内 MDI 产业内占据主导地位，发展速度较快，经营效率较高，风险控制较好，研发力量雄厚，具备较强的技术优势，环保安全措施得力，生产经营状况良好。但原材料价格的波动、人民币升值、产品系列较为单一等因素，仍会给公司的生产经营带来不利影响。

## 六. 财务分析

### 1. 财务说明

公司提供的 2002 年、2003 年、2004 年及 2005 年 1 至 10 月财务报告已经山东正源和信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2004 年及 2005 年 1 至 10 月合并报表范围有所减少，主要包括万华聚氨脂、万华超纤、华力热电；2002 年和 2003 年纳入会计报表的烟台华大化学工业有限公司和烟台氯碱厂因 2004 年公司将所持有的股权全部转让，故此未纳入合并报表。公司于 2002 年起执行《企业会计制度》，近三年会计政策、会计估计未发生变更，具有一致性。

公司主要控股子公司万华聚氨脂（股票名称“烟台万华”股票代码“600309”）为上市公司，其经审计的会计报表在有关媒体均可查阅。公司同时提供了万华超纤、华力热电 2002~2004 年经审计的会计报表。

公司近年来支付了较多的下属企业改制成本。其中 2003 年公司共核销坏帐和长期投资净损失、报废和淘汰固定资产合计 11229 万元，

如扣除上述影响，2003 年净利润将为 7009.36 万元，净资产为 113008 万元；另 2003 年对万华氯碱厂追加投资 7203 万元，但其仍资不抵债。2004 年烟台华大化学工业有限公司和烟台万华氯碱厂未纳入合并报表，致使公司资产总额减少 26811.18 万元，负债总额减少 33139.24 万元，少数股东权益减少 1897.46 万元，净资产增加 8225.52 万元，净利润增加 122.65 万元，未分配利润增加 473.69 万元。

截止 2004 年底，公司合并资产总额 449373.17 万元，负债总额 268994.22 万元，所有者权益 117654.68 万元，少数股东权益 62724.27 万元。2004 年实现主营业务收入 236871.54 万元，利润总额 34179.03 万元；当年经营活动产生的现金流量净额 11965.41 万元，现金及现金等价物增加净额 9852.85 万元。

截止 2005 年 10 月底，公司合并资产总额 568471.82 万元，负债总额 347786.73 万元，所有者权益 142964.39 万元，少数股东权益 77720.70 万元。2005 年前 10 个月实现主营业务收入 304773.64 万元，利润总额 71717.88 万元；经营活动产生的现金流量净额 72140.78 万元，现金及现金等价物增加净额-21042.88 万元。

## 2. 财务构成

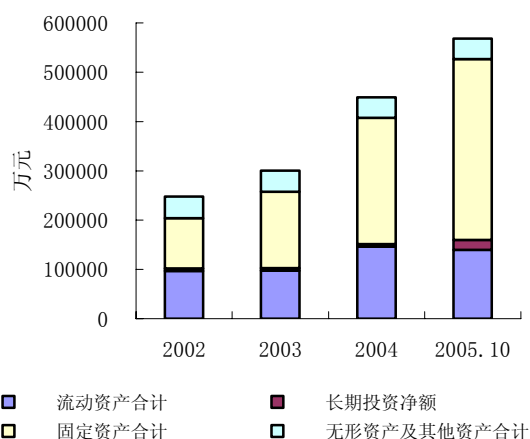
近 3 年，公司资产规模扩张迅速，年复合增长率为 34.71%（见表 12），但所有者权益变化不大，资产增长主要来自于负债的增长。

表 12 财务构成

| 项 目<br>(万元) | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 变动率<br>(%) | 2005 年<br>10 月 |
|-------------|--------|--------|--------|------------|----------------|
| 所有者权益       | 114198 | 101779 | 117655 | 1.50       | 142964         |
| 少数股东权益      | 35501  | 51246  | 62724  | 32.92      | 77721          |
| 短期债务        | 56461  | 80152  | 87188  | 24.27      | 96582          |
| 长期债务        | 20993  | 19089  | 117467 | 136.55     | 158485         |
| 负债总额        | 97935  | 147059 | 268994 | 65.73      | 347787         |
| 资产总额        | 247634 | 300084 | 449373 | 34.71      | 568472         |
| 指 标         | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 平均值        | 2005 年<br>10 月 |
| 长期资本化比率 (%) | 12.30  | 11.09  | 39.44  | 20.94      | 41.80          |
| 全部资本化比率 (%) | 34.10  | 39.34  | 53.15  | 42.20      | 53.61          |
| 负债比率 (%)    | 39.55  | 49.01  | 59.86  | 49.47      | 61.18          |

截止 2005 年 10 月，公司资产总额 568471.82 万元，其中流动资产占 24.54%，固定资产占 64.51%，长期投资占 3.61%，无形资产占 7.34%（见图 4），其中固定资产增长较快，2002~2004 年年均增长 58.36%，2005 年 10 月比 2004 年末增长 43.14%。公司资产构成较为合理。

图 4 近年来公司资产及其构成变化

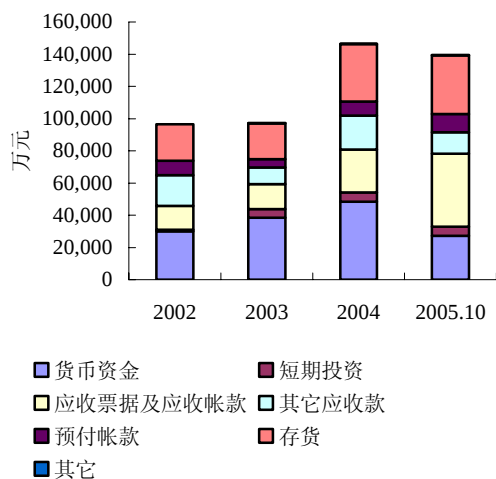


2004 年底，公司流动资产合计 146549.79 万元，近 3 年复合增长率为 23.18%，2005 年 10 月底，公司流动资产总额为 139527.79 万元，其中货币资金占 19.51%，短期投资 4.08%，应收票据及应收账款 32.53%，其它应收款 9.43%，预付账款 8.19%，存货 26.04%。从组成结构看（见图 5），应收票据和应收账款近三年额度明显增加，应收票据增加主要是万华聚氨酯销量增大，并较多采用票据结算方式所致，且均为银行承兑汇票；货币资金比例 2002~2004 年有所增加，但到 2005 年 10 月又有所减少。截止 2005 年 10 月 31 日，公司短期投资合计 5693.68 万元（以市价计），主要是购买的投资基金，公司已提取短期投资跌价准备。

截止 2005 年 10 月 31 日，公司应收账款余额

为19312.88万元，其中已提取坏帐准备957.98万元；应收账款帐龄1年以内的占99.97%，坏帐损失可能性较小。其它应收款余额为14063.34万元，其中已提取坏帐准备899.24万元；其它应收款帐龄1年以内、1~2年、2~3年的分别占22.57%、74.12%、3.31%。其它应收款帐龄1年以上的比例较大，存在回收风险。公司预付帐款余额11421.53万元，主要是公司购买原料预付款，前5名占预付款总额的27.23%，集中度较低，但其中帐龄1年以内的占99.97%，风险较小。

图5 近三年公司流动资产构成



公司 2004、2005 年存货较前两年有所增加，截止 2005 年 10 月 31 日，公司存货 36337.95 万元，其中原材料 36.32%，产成品 36.65%，在产品 及 自制半成品 24.99%，存货结构较为合理。2004、2005 年存货增加主要是万华聚氨脂生产规模扩大，原材料储备及生产环节占用资金增加所致。由于 2004 年主要原材料苯胺和纯苯价格有所回落，公司 2004 年计提了存货跌价准备 1569.89 万元。

截止 2005 年 10 月 31 日，公司长期投资 20524.52 万元，主要是公司对红塔创新股份、宁波经济技术开发区天地置业有限公司、江苏华菱超纤有限公司、泉州华润世旺超纤有限责任公司、中国华泰保险股份有限公司、烟台信用担保有限公司等的股权投资以及华力热电对

公司的股权投资。

截止 2005 年 10 月 31 日，公司在建工程总额 256126.20 万元，占资产总额的 45.06%，其中宁波 16 万吨 MDI 项目占 71.19%，宁波热电厂项目占 18.06%，其它工程占 10.74%。宁波 16 万吨 MDI 项目于 2005 年 11 月 23 日一次投料试车成功，热电厂项目已完成投资额的 85%。

截止 2005 年 10 月 31 日，公司无形资产余额 40918.24 万元，全部为公司尚未摊销完毕的土地使用权。

整体来看，公司资产中新建项目占较大比例，资产流动性一般，整体质量较高。

### 3. 负债及权益特征

截止 2005 年 10 月 31 日，公司负债总额 347786.73 万元，较 2004 年底增长 29.29%，其中流动负债 177902.36 万元，占 51.15%，长期负债 169884.37 万元，占 48.85%。流动负债中主要是短期借款、应付帐款和应缴税金，分别占 49.51%、17.52%、10.56%，长期负债主要是长期借款和专项应付款，分别占 93.29%、6.71%。公司近年来负债增长较快，主要因生产规模的扩大和新建项目所致。

公司近三年资产负债比率、全部资本化比率和长期资本化比率均有一定程度增长，2004 年底三项指标分别为 59.86%、53.15% 和 39.44%，2005 年 10 月分别为 61.18%、53.61% 和 41.80%（表 13）。公司负债结构较为合理，但整体负债水平偏高。随着新建项目的投产和产生效益，公司资产负债比率可望在 2006 年有所下降。

截止 2005 年 10 月底，公司所有者权益合计 142964.39 万元，其中实收资本占 81.03%，资本公积占 0.80%，盈余公积占 11.47%，未分配利润占 6.69%。公司近年来所有者权益增长较慢，2002~2004 年年均增长率仅为 1.50%，实收资本占所有者权益的绝大部分。上市子公司万华聚氨脂尚未进行股改，公司持有的该公司股权价值未考虑增值部分。公司所有者权益结

构稳定。

以 2005 年 10 月 31 日数据为基础，本期 4.7 亿元短期融资券发行后，公司负债比率和全部资本化比率将分别上升至 63.66%和 58.25%，债务负担偏重。

#### 4. 盈利能力

近三年来，由于公司产品产能的扩张和主要产品市场需求的迅速增长，使公司主营业务保持了逐年快速增长的趋势，年复合增长率 37.95%（表 13），2004 年主营业务收入 236871.54 万元，其中 MDI 和聚合 MDI 占 79.90%，革类占 10.17%，2005 年 1~10 月主营业务收入达 304773.64 万元，预计全年主营业务收入将超过 35 亿元，增速也将超过前三年。

公司近年来主营业务利润率逐步增加，2004 年为 38.54%，主要原因在于产品销售价格上涨幅度较大。2005 年 1~10 月主营业务利润率为 35.08%，比 2004 年略有下降，主要是产品销售价格与 2004 年相比略有下降。公司主营业务利润率高于化工行业平均水平。

公司在主营业务收入快速增加的同时，营业费用和管理费用也有较大的增长，近三年复合增长率分别为 19%和 33.86%，虽然低于主营业务收入复合增长率，但费用率与同行业公司相比处于较高水平，主要是公司近年来研发投入较多计入了管理费用。此外财务费用也有较大增长，但基数与前两者相比较小，因此公司营业利润增长幅度（年复合增长率 101%）高于主营业务利润增长幅度（年复合增长率 55.53%）。

2004 年公司实现利润总额 34179.03 万元，近三年复合增长率为 84.18%，增长迅速。2005 年 1~10 月实现利润总额 71717.88 万元，预计全年实现利润总额接近 8 亿元。但考虑核销坏帐和长期投资净损失、报废和淘汰固定资产、扣除所得税和少数股东权益后，公司前三年净利润水平较低，2003 年甚至为负值，2005 年状况有所改观，1~10 月净利润 25283.32 万元。公

司的利润主要来自营业利润，可持续性良好。

公司总资本盈利率近年来有所波动，2003 年为 2.80%，2004 年则大幅攀升至 10.27%，2005 年 1~10 月为 16.15%。净资产收益率前三年欠佳，其中 2003 年为负值，2005 年则有所改观，1~10 月净资产收益率达 19.40%（见图 6）。

以 2004 年数据为基础，公司预计（见表 11）2005 至 2007 年主营业务收入年复合增长率为 29.02%，增长幅度相对前三年有所减缓，主要预期未来产品销售价格将有所下降；主营业务利润率仍将保持 30%以上，但与 2004 年相比略有下降，主营业务盈利能力较高。此外由于公司下属的一些效益较差的企业已在此前改制过程中剥离完毕，公司未来盈利前景较为乐观。

图 6 公司盈利状况图

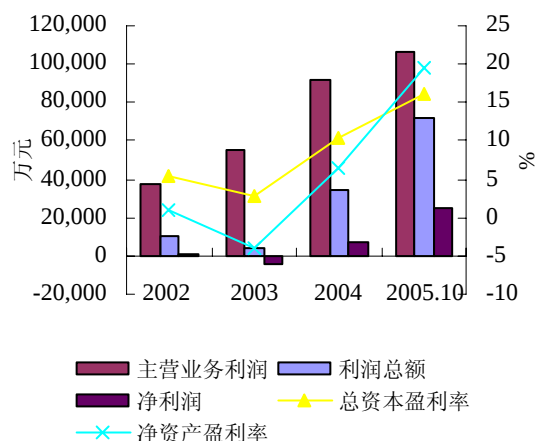


表13 盈利能力

| 项 目 (万元)       | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 变动率 (%) | 2005 年 10 月 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|-------------|
| 主营业务收入         | 124470 | 172538 | 236872 | 37.95   | 304774      |
| 主营业务利润         | 37740  | 55163  | 91290  | 55.53   | 106924      |
| 利润总额           | 10075  | 4003   | 34179  | 84.18   | 71718       |
| 净利润            | 1145   | -4220  | 7033   | 147.87  | 25283       |
| 利息支出           | 1829   | 2768   | 3822   | 44.55   | 3745        |
| 少数股东权益         | 35501  | 51246  | 62724  | 32.92   | 77721       |
| 所有者权益          | 114198 | 101779 | 117655 | 1.50    | 142964      |
| 债务资本           | 71854  | 88898  | 189655 | 62.46   | 246567      |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 131351 | 224910 | 277990 | 45.48   | 355589      |
| 指 标            | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 平均值     | 2005 年 10 月 |

|            |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务利润率(%) | 30.32  | 31.97  | 38.54  | 33.61  | 35.08  |
| 现金收入比(%)   | 105.53 | 130.35 | 117.36 | 117.75 | 116.67 |
| 总资本盈利率(%)  | 5.37   | 2.80   | 10.27  | 6.15   | 16.15  |
| 净资产收益率(%)  | 0.89   | -3.91  | 6.41   | 1.13   | 19.40  |

注：表中利息支出用利润表中的财务费用代替。

## 5. 现金流量

公司2002~2004年现金及现金等价物净增加额均为正，且呈逐年增长趋势，年均增长率为114.32%，2004年为9852.85万元。2005年1~10月现金及现金等价物净增加额为-21042.88万元，主要原因是投资支出较多，且还贷较多。

随着公司生产和销售规模的扩张，公司经营产生的现金流入量以年均35.57%的速度持续增长，2004年底为305923.58万元。另一方面，受原材料价格上升的影响，公司经营产生的现金流出也大幅增加，年均增长34.87%，2004年底为293958.17万元。2002~2004年公司经营活动产生的现金流量净额则有所波动，2003年较2002年有大幅度增加，2004年降为11965.41万元，2005年又有所增加，1~10月则为72140.78万元。

从表14看，近三年，公司现金收入比率基本保持100%以上，2003年最高，为130.35%，2004年降为117.36%，总体来说，收入的回现质量较高。

总体来看，公司经营获现能力较强，收入的现金实现质量较高。

表14 现金流量数据

| 项 目<br>(万元)    | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年  | 变动率<br>(%) | 2005 年<br>10 月 |
|----------------|--------|--------|---------|------------|----------------|
| 主营业务收入净额       | 124470 | 172538 | 236872  | 37.95      | 304774         |
| 净利润            | 1145   | -4220  | 7033    | 147.87     | 25283          |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 131351 | 224910 | 277990  | 45.48      | 355589         |
| 经营活动产生的现金流量净额  | 4838   | 39626  | 11965   | 57.26      | 72141          |
| 投资活动产生的现金流量净额  | -32731 | -53231 | -139427 | 106.39     | -118648        |
| 筹资活动产生的现金流量净额  | 30040  | 21902  | 137315  | 113.80     | 25464          |
| 现金及现金等价物净增加额   | 2145   | 8296   | 9853    | 114.32     | -21043         |

| 指 标      | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 平均值    | 2005 年<br>10 月 |
|----------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 现金收入比(%) | 105.53 | 130.35 | 117.36 | 117.75 | 116.67         |

投资方面，2002~2005年，为扩大产能、优化产品结构，抢占市场份额，公司实施了一系列新建和技术改造项目，投资支出加大。公司近三年年平均资本性支出（购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金与投资所支付的现金两项合计）约为76736.75万元，2004年达到142810.75万元，2005年1~10月为127392.46万元。投资活动产生的现金流量净额近年来均为负值。

2002~2004年，公司经营活动产生的现金流量净额占当年资本性支出比例分别为14.63%、72.94%和8.38%，2005年1~10月为56.63%，筹资活动前现金流量净额分别为-27893.30万元、-13605.43万元和-12746.17万元，2005年1~10月为-46507.04万元，近年来经营活动产生的现金流量净额均不能覆盖投资需求。

2002~2004年，公司借款所收到的现金年均增长33.60%，三年平均达到125408.21万元，2005年1~10月为215830.36万元，较好地补充了产能扩张和投资支出对资金的需求增长。同时近三年借款吸收的现金占筹资活动产生的现金流入的比重为86.94%，其余为吸收投资和收到的其它与筹资活动有关的现金。

表15是公司2005~2007年各项活动产生的现金流情况预计，可以看出，今后3年中公司经营活动的现金流量净额稳步增长，2005年为83502万元，较2004年增加了近6倍，从公司提供的资料看，主要来自利润、经营性应付项目和少数股东损益的增加。

表15 2005~2007年现金流量表预测 单位：万元

| 年 份           | 2005   | 2006   | 2007   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 一、经营活动产生的现金流量 |        |        |        |
| 现金流入小计        | 416286 | 635012 | 748402 |
| 现金流出小计        | 332784 | 534531 | 632947 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 83502  | 100481 | 115455 |
| 二、投资活动产生的现金流量 |        |        |        |

|                |         |        |        |
|----------------|---------|--------|--------|
| 现金流入小计         | 16869   | 18734  | 20979  |
| 现金流出小计         | 127637  | 54227  | 47627  |
| 投资活动产生的现金流量净额  | -110768 | -35493 | -26648 |
| 三、筹资活动产生的现金流量  |         |        |        |
| 现金流入小计         | 220308  | 74600  | 83121  |
| 现金流出小计         | 205311  | 133065 | 171030 |
| 筹资活动产生的现金流量净额  | 14997   | -58465 | -87909 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | -12269  | 6523   | 898    |

注：表中预测数据由公司提供

由于与前两年相比，公司未来2年投资规模较小（见表11），公司预测2006~2007年投资活动现金流出规模将会递减，而投资收益的规模将逐渐增加，但总体来说，2005年至2007年的投资活动产生的现金流量净额仍均为负值。

公司预测2006~2007年筹资活动现金流入规模与前几年相比明显缩减，主要原因在于公司近期没有大规模的投资支出，资金需求规模减少，对筹资的需求减少。但由于前期基本建设贷款规模较大，2006年和2007年处于还贷的高峰期，因此这两年筹资活动现金流出的规模尽管比2005年有所减少，但仍然居高不下。2006年和2007年筹资活动产生的现金流量净额均为负值。

由于预计经营活动产生的现金流量净额较大，因此，尽管投资活动和筹资活动产生的现金流量净额均为负，公司2006年、2007年公司现金及现金等价物净增加额将为正值。总体来看，公司近三年现金流量正常，未来三年的现金流量状况将进一步改善，能较好地满足运营需求。

## 6. 偿债能力

表16 偿债能力

| 项 目<br>(万元) | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年   | 变动率<br>(%) | 2005 年<br>10 月 |
|-------------|--------|--------|----------|------------|----------------|
| 流动资产        | 96587  | 97222  | 146550   | 23.18      | 139528         |
| 流动负债        | 76278  | 123489 | 134468   | 32.77      | 177902         |
| 折旧          | 5929   | 8478   | 8353     | 18.70      | 5834           |
| 摊销          | 867    | 867    | 867      | 0.00       | 650            |
| 利息支出        | 1829   | 2768   | 3822     | 44.55      | 3745           |
| 利润总额        | 10075  | 4003   | 34179    | 84.18      | 71718          |
| EBITDA      | 18700  | 16116  | 47221.00 | 58.91      | 81947          |
| 自由纯现金       | -27893 | -13605 | -127462  | 113.77     | -46507         |

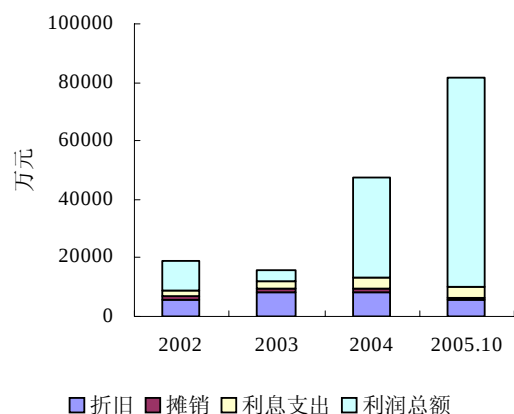
| 总债务          | 77454  | 99241  | 204655 | 62.55  | 255067         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 指 标          | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 平均值    | 2005 年<br>10 月 |
| 流动比率 (%)     | 126.62 | 78.73  | 108.99 | 104.78 | 78.43          |
| 速动比率 (%)     | 96.72  | 60.61  | 82.41  | 79.91  | 58.00          |
| 利息倍数 (倍)     | 10.22  | 5.82   | 12.35  | 9.47   | 21.88          |
| 债务保护倍数 (倍)   | 0.24   | 0.16   | 0.23   | 0.21   | 0.32           |
| 自由纯现金债务比 (倍) | -0.36  | -0.14  | -0.62  | -0.37  | -0.18          |

\*注：由于公司未能提供每年具体的利息支出数，表中利息支出用利润及利润分配表中的财务费用代替。

为满足近年来投资项目需求，公司增加了较多的长、短期借款，导致整体资产负债水平偏高。从表16看，近三年，公司流动比率和速动比率有所波动，2004年两项指标分别为108.99%和82.41%，短期偿债能力偏弱，但与国内化工行业公司相比处于较好水平。

近三年，随着产销规模扩大和盈利的水平的提升，2004年公司EBITDA有了大幅增加，为47221.00万元，2005年1~10月则达到81946.77万元。从图7看，除2003年外，利润总额是EBITDA的主要组成因素。2004年，利润总额、利息支出、折旧及摊销在EBITDA中的比重分别为72.38%、8.09%、17.69%和1.84%，2005年1~10月，利润总额在EBITDA中的比例达到95.72%。

图7 公司近年来EBITDA总额及构成变化



从表16看，公司2002~2004年利息倍数平均为9.47倍，2005年1~10月为21.88倍，利息支付能力较强。债务保护倍数2002~2004年平均为0.21，2005年1~10月为0.32倍，公司对整体债务的保护能力较强。

2002~2004年及2005年1~10月，公司自由纯现金均为负值，因此公司目前自有现金对整体债务的保护能力偏弱。

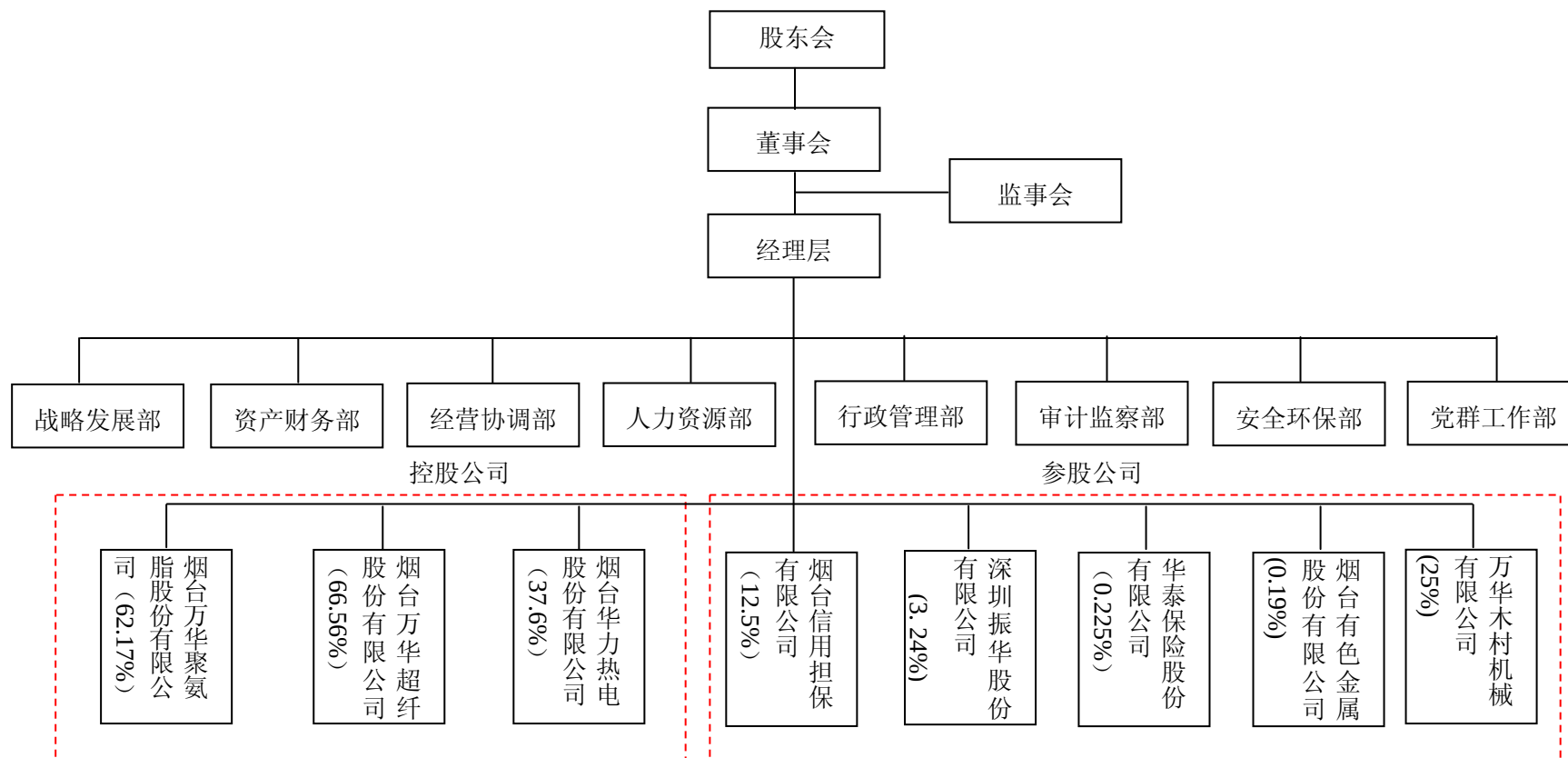
截止2005年11月底，公司合计担保总额112767万元，其中内部担保92849万元（主要给下属3个子公司担保，其中美元担保7787万元），对外担保19918万元。目前尚未出现被担保方未及时偿还到期银行贷款的情况。公司对外担保的企业均为公司原下属子公司改制剥离后成立的企业或万华集团下属子公司，目前经营状况良好，或有负债风险较低。截止2005年10月底，公司短期借款余额88082万元，长期借款中2006年、2007年到期额度分别为13947万元和27406万元。

假设本期融资券在2006年1月发行，于2007年1月到期。根据公司预测，2005年~2007年公司EBITDA分别为91859万元、126319万元和144506万元，分别为本期融资券发行额4.7亿元的1.95倍、2.69倍和3.07倍；经营活动产生的现金流量净额分别为83502万元、100481万元和115455万元，分别为本期融资券发行额的1.78倍、2.14倍和2.46倍。2006~2007年，公司经营活动产生的现金流量净额对本次融资券偿还的保障能力较好。

截至2005年10月底，公司在商业银行授信额合计422436万元，其中已使用191950万元，尚余230486万元。公司间接融资渠道畅通。

综合以上分析判断，公司对本期融资券具有很强的还本付息能力。

## 附件1 公司组织结构图



**附件 2-1 资产负债表(资产)**

(单位: 元)

| 资 产              | 2002 年                  | 2003 年                  | 2004 年                  | 变动率<br>(%)   | 2005 年 10 月             |
|------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------|-------------------------|
| <b>流动资产</b>      |                         |                         |                         |              |                         |
| 货币资金             | 301,168,262.96          | 384,132,087.93          | 482,660,563.77          | 26.59        | 272,231,792.80          |
| 短期投资             | 8,783,840.59            | 53,382,873.29           | 58,173,562.02           | 157.35       | 56,936,810.14           |
| 减: 短期投资跌价准备      |                         |                         |                         |              |                         |
| 短期投资净额           | 8,783,840.59            | 53,382,873.29           | 58,173,562.02           | 157.35       | 56,936,810.14           |
| 应收票据             | 68,517,866.65           | 58,207,623.13           | 235,417,780.39          | 85.36        | 270,331,570.43          |
| 应收股利             |                         |                         |                         |              |                         |
| 应收利息             |                         |                         |                         |              |                         |
| 应收账款             | 78,955,536.55           | 97,261,867.81           | 32,055,107.20           | -36.28       | 183,549,025.91          |
| 其他应收款            | 190,640,977.48          | 103,930,790.41          | 210,551,747.63          | 5.09         | 131,641,054.91          |
| 减: 坏款准备          |                         |                         |                         |              |                         |
| 应收账款净额           | 269,596,514.03          | 201,192,658.22          | 242,606,854.83          | -5.14        | 315,190,080.82          |
| 预付账款             | 89,353,789.01           | 51,294,403.27           | 87,220,153.14           | -1.20        | 114,215,276.68          |
| 应收补贴款            |                         | 185,592.87              | 2,128,152.64            |              |                         |
| 应收出口退税           |                         |                         |                         |              |                         |
| 存货               | 228,132,559.59          | 223,781,441.61          | 357,290,863.94          | 25.15        | 363,379,545.77          |
| 减: 存货跌价准备        |                         |                         |                         |              |                         |
| 存货净额             | 228,132,559.59          | 223,781,441.61          | 357,290,863.94          | 25.15        | 363,379,545.77          |
| 待摊费用             | 313,607.96              | 44,285.77               |                         | -100.00      | 2,992,782.64            |
| 待处理流动资产净损失       |                         |                         |                         |              |                         |
| 一年内到期的长期债权投资     |                         |                         |                         |              |                         |
| 其他流动资产           |                         |                         |                         |              |                         |
| 流动资产合计           | 965,866,440.79          | 972,220,966.09          | 1,465,497,930.73        | 23.18        | 1,395,277,859.28        |
| <b>长期投资</b>      |                         |                         |                         |              |                         |
| 长期股权投资           | 54,912,435.05           | 57,634,394.61           | 49,162,196.31           | -5.38        | 205,245,226.75          |
| 长期债权投资           | 230,000.00              |                         |                         | -100.00      |                         |
| 长期投资合计           | 55,142,435.05           | 57,634,394.61           | 49,162,196.31           | -5.58        | 205,245,226.75          |
| 减: 长期投资减值准备      |                         |                         |                         |              |                         |
| 合并价差             |                         |                         |                         |              |                         |
| 长期投资净额           | 55,142,435.05           | 57,634,394.61           | 49,162,196.31           | -5.58        | 205,245,226.75          |
| <b>固定资产</b>      |                         |                         |                         |              |                         |
| 固定资产原值           | 1,096,686,612.81        | 1,436,423,282.06        | 1,280,964,728.08        | 8.08         | 1,299,383,666.77        |
| 减: 累计折旧          | 321,868,830.81          | 346,085,720.12          | 293,341,553.22          | -4.53        | 349,739,726.50          |
| 固定资产净值           | 774,817,782.00          | 1,090,337,561.94        | 987,623,174.86          | 12.90        | 949,643,940.27          |
| 固定资产净值减值准备       | 11,046,822.15           | 9,253,874.90            |                         | -100.00      |                         |
| 固定资产净额           | 763,770,959.85          | 1,081,083,687.04        | 987,623,174.86          | 13.71        | 949,643,940.27          |
| 工程物资             | 861,402.83              |                         | 79,060,026.88           | 858.02       | 154,932,224.03          |
| 在建工程             | 254,061,589.73          | 461,860,147.92          | 1,495,283,604.24        | 142.60       | 2,561,261,977.70        |
| 固定资产清理           | 2,922,367.84            | 2,514,077.99            |                         | -100.00      | 1,343,176.00            |
| 待处理固定资产净损失       |                         |                         |                         |              |                         |
| 固定资产合计           | 1,021,616,320.25        | 1,545,457,912.95        | 2,561,966,805.98        | 58.36        | 3,667,181,318.00        |
| <b>无形资产及其他资产</b> |                         |                         |                         |              |                         |
| 无形资产             | 433,712,976.96          | 425,045,076.96          | 416,377,176.96          | -2.02        | 409,182,426.96          |
| 长期待摊费用           |                         | 485,419.63              | 727,557.32              |              | 7,831,341.24            |
| 其他长期资产           |                         |                         |                         |              |                         |
| 无形资产及其他资产合计      | 433,712,976.96          | 425,530,496.59          | 417,104,734.28          | -1.93        | 417,013,768.20          |
| <b>递延税项</b>      |                         |                         |                         |              |                         |
| 递延税项借项           |                         |                         |                         |              |                         |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,476,338,173.05</b> | <b>3,000,843,770.24</b> | <b>4,493,731,667.30</b> | <b>34.71</b> | <b>5,684,718,172.23</b> |

## 附件2-2 资产负债表(负债及股东权益)

(单位: 元)

| 负债及所有者权益   | 2002 年           | 2003 年           | 2004 年           | 变动率<br>(%) | 2005 年 10 月      |
|------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------------|
| 流动负债       |                  |                  |                  |            |                  |
| 短期借款       | 501,610,039.73   | 620,090,573.86   | 709,282,500.00   | 18.91      | 880,816,750.00   |
| 应付票据       | 56,000,000.00    | 103,430,000.00   | 150,000,000.00   | 63.66      | 85,000,000.00    |
| 应付账款       | 83,253,496.44    | 252,393,667.52   | 253,957,691.58   | 74.65      | 311,648,495.28   |
| 预收账款       | 19,796,997.66    | 63,321,998.17    | 57,665,175.96    | 70.67      | 33,076,250.42    |
| 代销商品款      |                  |                  |                  |            |                  |
| 应付工资       | 12,684,550.34    | 17,858,934.82    | 51,553,095.48    | 101.60     | 131,193,031.51   |
| 应付福利费      | 8,197,317.74     | 14,419,637.00    | 17,415,050.45    | 45.76      | 25,050,853.86    |
| 应付股利       | 29,056,000.00    |                  |                  | -100.00    |                  |
| 应付利息       |                  |                  |                  |            |                  |
| 应交税金       | -9,100,211.36    | 17,557,550.77    | 25,800,932.01    |            | 187,806,450.10   |
| 其他未交款      | 16,378.79        | 346,008.49       | 54,200.65        | 81.91      | 3,057,812.02     |
| 其他应付款      | 53,552,038.82    | 59,478,042.26    | 65,535,171.91    | 10.62      | 110,305,988.65   |
| 预提费用       | 718,363.22       | 7,997,021.42     | 813,684.12       | 6.43       | 11,067,981.81    |
| 一年内到期的长期负债 | 7,000,000.00     | 78,000,000.00    | 12,600,000.00    | 34.16      |                  |
| 其他流动负债     |                  |                  |                  |            |                  |
| 流动负债合计     | 762,784,971.38   | 1,234,893,434.31 | 1,344,677,502.16 | 32.77      | 1,779,023,613.65 |
| 长期负债       |                  |                  |                  |            |                  |
| 长期借款       | 209,930,000.00   | 190,890,300.00   | 1,174,671,000.00 | 136.55     | 1,584,851,500.00 |
| 应付债券       |                  |                  |                  |            |                  |
| 长期应付款      |                  |                  | 57,630.47        |            |                  |
| 专项应付款      |                  | 44,807,748.18    | 170,536,110.55   |            | 113,992,177.47   |
| 住房周转金      |                  |                  |                  |            |                  |
| 其他长期负债     | 6,638,650.00     |                  |                  | -100.00    |                  |
| 长期负债合计     | 216,568,650.00   | 235,698,048.18   | 1,345,264,741.02 | 149.23     | 1,698,843,677.47 |
| 递延税项       |                  |                  |                  |            |                  |
| 递延税项贷款     |                  |                  |                  |            |                  |
| 负债合计       | 979,353,621.38   | 1,470,591,482.49 | 2,689,942,243.18 | 65.73      | 3,477,867,291.12 |
| 少数股东权益     | 355,005,007.26   | 512,462,590.40   | 627,242,667.55   | 32.92      | 777,207,018.38   |
| 所有者权益      |                  |                  |                  |            |                  |
| 实收资本       | 1,158,486,249.31 | 1,158,486,249.31 | 1,158,486,249.31 | 0.00       | 1,158,486,249.31 |
| 资本公积       | 990,648.35       | 4,996,050.55     | 11,169,492.53    | 235.78     | 11,433,461.65    |
| 盈余公积       | 60,634,471.38    | 98,446,044.93    | 164,018,219.12   | 64.47      | 164,018,169.70   |
| 其中: 法定盈余公积 |                  | 56,341,657.27    |                  |            |                  |
| 未分配利润      | -78,131,824.63   | -166,620,371.61  | -157,127,204.39  | 41.81      | 95,707,982.07    |
| 未确认投资损失    |                  | -77,518,275.83   |                  |            |                  |
| 外币报表折算差额   |                  |                  |                  |            |                  |
| 所有者权益合计    | 1,141,979,544.41 | 1,017,789,697.35 | 1,176,546,756.57 | 1.50       | 1,429,645,862.73 |
| 负债及所有者权益合计 | 2,476,338,173.05 | 3,000,843,770.24 | 4,493,731,667.30 | 34.71      | 5,684,720,172.23 |

### 附件3 利润及利润分配表

(单位: 元)

| 项 目         | 2002 年           | 2003 年           | 2004 年           | 变动率<br>(%) | 2005 年 10 月      |
|-------------|------------------|------------------|------------------|------------|------------------|
| 一、主营业务收入    | 1,244,698,663.53 | 1,725,384,367.43 | 2,368,715,439.74 | 37.95      | 3,047,736,365.81 |
| 减: 折扣与折让    |                  |                  |                  |            |                  |
| 主营业务收入净额    | 1,244,698,663.53 | 1,725,384,367.43 | 2,368,715,439.74 | 37.95      | 3,047,736,365.81 |
| 减: 主营业务成本   | 860,451,305.34   | 1,160,955,564.38 | 1,441,217,767.17 | 29.42      | 1,954,376,626.95 |
| 主营业务税金及附加   | 6,843,197.82     | 12,801,942.42    | 14,595,897.20    | 46.04      | 24,120,950.10    |
| 经营费用        |                  |                  |                  |            |                  |
| 二、主营业务利润    | 377,404,160.37   | 551,626,860.63   | 912,901,775.37   | 55.53      | 1,069,238,788.76 |
| 加: 其他业务利润   | 3,833,668.15     | -606,182.90      | 12,287,195.61    | 79.03      | 5,877,998.18     |
| 减: 存货跌价损失   |                  |                  |                  |            |                  |
| 营业费用        | 49,868,082.19    | 60,262,085.36    | 70,621,559.49    | 19.00      | 66,382,113.14    |
| 管理费用        | 199,785,986.68   | 353,053,795.26   | 358,004,540.71   | 33.86      | 252,524,177.80   |
| 财务费用        | 18,280,456.78    | 27,677,820.60    | 38,795,126.82    | 45.68      | 39,248,481.25    |
| 三、营业利润      | 113,303,302.87   | 110,026,976.51   | 457,767,743.96   | 101.00     | 716,962,014.75   |
| 加: 投资收益     | -5,045,849.77    | -24,399,791.71   | -71,831,397.98   | 277.30     | 1,896,424.04     |
| 补贴收入        |                  |                  | 75,000.00        |            | 92,676.30        |
| 营业外收入       | 1,299,953.16     | 785,778.94       | 1,578,462.67     | 10.19      | 513,690.15       |
| 其他          |                  |                  |                  |            |                  |
| 减: 营业外支出    | 8,802,539.42     | 46,382,806.28    | 45,799,501.32    | 128.10     | 2,286,034.71     |
| 其他支出        |                  |                  |                  |            |                  |
| 加: 以前年度调整   |                  |                  |                  |            |                  |
| 四、利润总额      | 100,754,866.84   | 40,030,157.46    | 341,790,307.33   | 84.18      | 717,178,770.53   |
| 减: 所得税      | 40,466,208.60    | 72,831,646.71    | 111,204,532.29   | 65.77      | 265,168,274.21   |
| 减: 少数股东损益   | 48,841,598.16    | 81,750,867.50    | 160,257,356.10   | 81.14      | 199,177,309.86   |
| 加: 未确认的投资损失 |                  | 72,355,976.84    |                  |            |                  |
| 五、净利润       | 11,447,060.08    | -42,196,379.91   | 70,328,418.94    | 147.87     | 252,833,186.46   |
| 加: 年初未分配利润  | -64,240,945.66   | -86,612,418.15   | -161,883,449.14  | 58.74      | -157,127,204.39  |
| 减: 其他转出     |                  |                  |                  |            |                  |
| 其他调整因素      |                  |                  |                  |            |                  |
| 六、可供分配的利润   | -52,793,885.58   | -128,808,798.06  | -91,555,030.20   | 31.69      | 95,705,982.07    |
| 减: 提取法定盈余公积 | 10,324,267.57    | 15,303,774.08    | 26,569,928.27    | 60.42      |                  |
| 提取法定公益金     | 10,216,691.39    | 15,287,781.50    | 26,376,843.15    |            |                  |
| 七、可供股东分配的利润 | -73,334,844.54   | -159,400,353.64  | -144,501,801.62  | 40.37      | 95,705,982.07    |
| 减: 应付优先股股利  |                  |                  |                  |            |                  |
| 提取任意盈余公积    | 4,796,980.09     | 7,220,017.97     | 12,625,402.77    | 62.23      |                  |
| 应付普通股股利     |                  |                  |                  |            |                  |
| 转作股本的普通股股利  |                  |                  |                  |            |                  |
| 其他          |                  |                  |                  |            |                  |
| 八、未分配利润     | -78,131,824.63   | -166,620,371.61  | -157,127,204.39  | 41.81      | 95,705,982.07    |

## 附件 4-1 现金流量表

(单位: 元)

| 项 目                      | 2002 年           | 2003 年           | 2004 年            | 变动率<br>(%) | 2005 年 10 月       |
|--------------------------|------------------|------------------|-------------------|------------|-------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量            |                  |                  |                   |            |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金           | 1,313,505,302.29 | 2,249,101,557.98 | 2,779,899,132.20  | 45.48      | 3,555,888,074.28  |
| 收到的税费返还                  |                  | 764,607.81       | 8,074,992.39      |            | 9,210,618.74      |
| 收到的其他与经营活动有关的现金          | 351,022,801.60   | 241,650,524.28   | 271,261,666.03    | -12.09     | 370,724,750.50    |
| 现金流入小计                   | 1,664,528,103.89 | 2,491,516,690.07 | 3,059,235,790.62  | 35.57      | 3,935,823,443.52  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金           | 935,657,587.96   | 1,437,818,095.32 | 2,005,430,385.61  | 46.40      | 2,322,381,627.33  |
| 支付给职工以及为职工支付的现金          | 128,805,136.72   | 166,707,523.20   | 221,741,535.94    | 31.21      | 146,590,743.58    |
| 支付的各项税费                  | 124,472,321.62   | 185,026,364.48   | 282,714,283.28    | 50.71      | 339,422,093.74    |
| 支付的其他与经营活动有关的现金          | 427,212,087.81   | 305,707,744.17   | 429,695,461.92    | 0.29       | 406,021,189.50    |
| 现金流出小计                   | 1,616,147,134.11 | 2,095,259,727.17 | 2,939,581,666.75  | 34.87      | 3,214,415,654.15  |
| 经营活动产生的现金流量净额            | 48,380,969.78    | 396,256,962.90   | 119,654,123.87    | 57.26      | 721,407,789.37    |
| 二、投资活动产生的现金流量            |                  |                  |                   |            |                   |
| 收回投资所收到的现金               | 3,530,750.04     | 1,344,087.27     | 23,916,242.27     | 160.26     | 83,577,739.65     |
| 取得投资收益所收到的现金             | 631,299.00       | 431,299.00       | 8,524,139.98      | 267.46     | 3,043,042.68      |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金 | 1,836,918.70     | 8,186,285.17     | 1,587,753.31      | -7.03      | 1,165,997.38      |
| 收到的其他与投资活动有关的现金          | 351,271.01       | 4,437,423.33     | 2,294,781.68      | 155.59     | 109,182.29        |
| 现金流入小计                   | 6,350,238.75     | 14,399,094.77    | 36,322,917.24     | 139.16     | 87,895,962.00     |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 325,704,785.39   | 491,642,909.60   | 1,291,228,201.79  | 99.11      | 1,114,028,966.77  |
| 投资所支付的现金                 | 5,000,000.00     | 51,647,274.77    | 136,879,264.09    | 423.22     | 159,895,654.99    |
| 支付的其他与投资活动有关的现金          | 2,959,434.69     | 3,420,137.01     | 2,486,401.00      | -8.34      | 449,533.45        |
| 现金流出小计                   | 333,664,220.08   | 546,710,321.38   | 1,430,593,866.88  | 107.06     | 1,274,374,155.21  |
| 投资活动产生的现金流量净额            | -327,313,981.33  | -532,311,226.61  | -1,394,270,949.64 | 106.39     | -1,186,478,193.21 |
| 三、筹资活动产生的现金流量            |                  |                  |                   |            |                   |
| 吸收权益性投资所收到的现金            |                  | 73,750,000.00    | 632,770,226.67    |            |                   |
| 借款所收到的现金                 | 985,381,508.05   | 1,018,184,207.86 | 1,758,680,564.10  | 33.60      | 2,158,303,649.99  |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金          | 6,510,018.77     | 14,895,058.47    | 156,824,645.81    | 390.81     | 4,780,060.42      |
| 现金流入小计                   | 991,891,526.82   | 1,106,829,266.33 | 2,548,275,436.58  | 60.28      | 2,163,083,710.41  |
| 偿还债务所支付的现金               | 649,088,160.00   | 819,675,027.73   | 1,093,705,152.50  | 29.81      | 1,763,300,000.00  |
| 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金       | 41,333,796.68    | 59,394,309.71    | 81,105,496.15     | 40.08      | 144,420,655.51    |
| 支付的其他与筹资活动有关的现金          | 1,067,270.15     | 8,741,840.21     | 319,486.32        | -45.29     | 721,422.03        |
| 现金流出小计                   | 691,489,226.83   | 887,811,177.65   | 1,175,130,134.97  | 30.36      | 1,908,442,077.54  |
| 筹资活动产生的现金流量净额            | 300,402,299.99   | 219,018,088.68   | 1,373,145,301.61  | 113.80     | 254,641,632.87    |
| 四、汇率变动对现金的影响             | -18,564.55       |                  |                   | -100.00    |                   |
| 五、现金及现金等价物净增加额           | 21,450,723.89    | 82,963,824.97    | 98,528,475.84     | 114.32     | -210,428,770.97   |

## 附件4-2 现金流量表补充资料

(单位: 元)

| 项 目                         | 2002 年         | 2003 年         | 2004 年          | 变动率<br>(%) | 2005 年 10 月     |
|-----------------------------|----------------|----------------|-----------------|------------|-----------------|
| 一、不涉及现金收支的投资和筹资活动           |                |                |                 |            |                 |
| 以固定资产偿还债务                   |                |                |                 |            |                 |
| 以投资偿还债务                     |                |                |                 |            |                 |
| 以固定资产进行长期投资                 |                |                |                 |            |                 |
| 以存货偿还债务                     |                |                |                 |            |                 |
| 融资租赁固定资产                    |                |                |                 |            |                 |
| 二、将净利润调节为经营活动的现金流量          |                |                |                 |            |                 |
| 净利润                         | 11,447,060.08  | -42,196,379.91 | 70,328,418.94   |            | 252,833,186.46  |
| 加: 少数股东损益                   |                | 81,750,867.50  | 160,257,356.10  |            | 199,177,309.86  |
| 计提的资产减值准备                   | 7,610,828.64   | 30,200,047.09  | 19,227,177.95   | 58.94      | -6,505,692.88   |
| 固定资产折旧                      | 59,285,323.21  | 84,780,934.84  | 83,531,320.48   |            | 58,341,657.07   |
| 无形资产摊销                      | 8,667,900.00   | 8,667,900.00   | 8,667,900.00    | 0.00       | 6,501,647.33    |
| 长期待摊费用摊销                    |                |                |                 |            |                 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益) | 5,645,907.51   | 7,500,520.25   | -1,629,671.40   |            | 411,067.04      |
| 待摊费用减少(减:增加)                | -241,630.93    | 269,322.19     | 44,285.77       |            | -2,828,636.73   |
| 预提费用增加(减:减少)                | 34,054.90      | 7,278,658.20   | -5,365,155.85   |            | 9,737,794.44    |
| 固定资产报废损失                    | 1,148,999.55   | 29,797,021.68  | 45,507,405.25   | 529.33     | 1,729,611.39    |
| 财务费用                        | 18,291,767.20  | 27,677,820.60  | 38,220,436.59   | 44.55      | 37,445,608.00   |
| 投资损失(减:收益)                  | 5,040,161.61   | 24,399,791.71  | 71,211,744.07   | 275.88     | -1,896,424.04   |
| 递延税款贷项(减:借项)                |                |                |                 |            |                 |
| 存货的减少(减:增加)                 | -43,289,722.74 | 4,351,117.98   | -162,189,983.98 | 93.56      | -7,860,115.92   |
| 经营性应收项目的减少(减:增加)            | -77,837,205.38 | 55,572,808.55  | -242,144,974.73 | 76.38      | -134,350,650.16 |
| 经营性应付项目的增加(减:减少)            | 52,577,526.13  | 76,206,532.22  | 33,987,864.68   | -19.60     | 308,478,931.79  |
| 其他                          |                |                |                 |            | 192,495.72      |
| 经营活动产生的现金流量净额               | 48,380,969.78  | 396,256,962.90 | 119,654,123.87  | 57.26      | 721,407,789.37  |
| 三、现金及现金等价物净增加情况             |                |                |                 |            |                 |
| 现金的期末余额                     | 301,168,262.96 | 384,132,087.93 | 482,660,563.77  | 26.59      | 272,231,792.80  |
| 减: 现金的期初余额                  | 279,717,539.07 | 301,168,262.96 | 384,132,087.93  | 17.19      | 482,660,563.77  |
| 现金等价物的期末余额                  |                |                |                 |            |                 |
| 减: 现金等价物的期初余额               |                |                |                 |            |                 |
| 现金及现金等价物净增加额                | 21,450,723.89  | 82,963,824.97  | 98,528,475.84   | 114.32     | -210,428,770.97 |

## 附件5 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称  | 计 算 公 式                                              |
|----------|------------------------------------------------------|
| 长期资本化比率  | 长期债务/（长期债务+所有者权益+少数股东权益）                             |
| 全部资本化比率  | (长期债务+短期债务)/(长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益)                 |
| 负债比率     | 负债总额/资产总额                                            |
| 主营业务利润率  | 主营业务利润/主营业务收入                                        |
| 总资本盈利率   | (利润总额+利息支出)/(少数股东权益+所有者权益+短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券) |
| 净资产收益率   | 净利润/所有者权益                                            |
| 现金收入比    | 销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入                                |
| 现金盈利比    | 经营活动产生的现金流量净额/净利润                                    |
| 流动比率     | 流动资产/流动负债                                            |
| 速动比率     | (流动资产-存货)/流动负债                                       |
| 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                          |
| 债务保护倍数   | EBITDA/(长期债务+短期债务)                                   |
| 自由纯现金债务比 | (经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额)/(长期债务+短期债务)            |
| 管理费用率    | 管理费用/总成本                                             |
| 销售债权周转次数 | 主营业务收入/期初期末（应收账款+应收票据）平均余额                           |
| 存货周转次数   | 主营业务成本/期初期末存货平均余额                                    |
| 总资产周转次数  | 主营业务收入/期初期末总资产平均余额                                   |
| 成本率      | 总成本/主营业务收入                                           |
| 总成本      | 主营业务收入-营业利润                                          |
| EBITDA   | 税、息、折旧及摊销前的收益（利润总额+利息支出+折旧+摊销）                       |
| 短期债务     | 短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债                                 |
| 长期债务     | 长期借款+应付债券                                            |

## 附件6 融资券级别设置及其含义

| 级别设置 |     | 含 义                                                                                   |
|------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 投资级  | A-1 | 该级别融资券是本公司评出的最高级融资券，其还本付息能力最强，安全性最高。<br>在此评级中另可有+号调整为 A-1 <sup>+</sup> 级，以表示还本付息能力极强。 |
|      | A-2 | 该级融资券有足够的还本付息能力，但其安全性不如 A-1 级融资券。                                                     |
|      | A-3 | 该级别融资券有较强的还本付息能力，但与 A-1 和 A-2 级融资券相比，其更易受不良环境变化的影响。                                   |
| 投机级  | B   | 该级别属于投机性融资券，其还付息能力具有较多的不确定因素。                                                         |
|      | C   | 该级别融资券的还本付息能力具有很多的不确定因素。                                                              |
| 倒闭级  | D   | 该级别融资券不能按期还本付息。                                                                       |

附件7 烟台万华华信合成革有限公司  
2006年4.7亿元短期融资券信用评级工作进程

| 时 间                     | 工 作 内 容                                                    |
|-------------------------|------------------------------------------------------------|
| 2005.12.20              | 签订《信用评级委托协议书》                                              |
| 12.21                   | 项目小组成立，向万华公司发出《评级所需资料清单》，该公司开始准备相关资料                       |
| 11.21-10.25             | 项目组开始前期研究                                                  |
| 11.25                   | 万华公司反馈部分评级资料                                               |
| 12.25-12.27             | 项目组对资料进行研究，处理有关数据                                          |
| 12.27                   | 向万华公司提出《补充问题清单》和《尽职调查访谈纲要》                                 |
| 12.28-12.30             | 分别与资产管理部、战略发展部、经营协调部、人力资源部和公司总会计师、总经理等进行访谈                 |
| 2005.12.31-<br>2006.1.6 | 项目组开展信用分析，撰写评级报告                                           |
| 1.6                     | 项目组完成评级报告初稿，并提交部门负责人和业务主管审查                                |
| 1.6-1.7                 | 部门负责人和业务主管审查评级报告初稿                                         |
| 1.7                     | 项目组改进评级报告，通过部门负责人和业务主管审查                                   |
| 1.8                     | 召开信用评级委员会会议，基本确定 A-1+ 的信用等级，但同时提出相关意见，要求项目组深入分析，并向万华公司核实情况 |
| 1.9-1.11                | 项目组与万华公司进行沟通，研究其提供的追加资料，完善评级报告                             |
| 1.12                    | 信用评级委员会最终确定本期短期融资券的信用等级为 A-1+                              |
| 1.13                    | 制作评级报告及相关文件                                                |
| 1.15                    | 向发行人提交全套评级文件                                               |

联合资信评估有限公司

二零零六年一月十五日