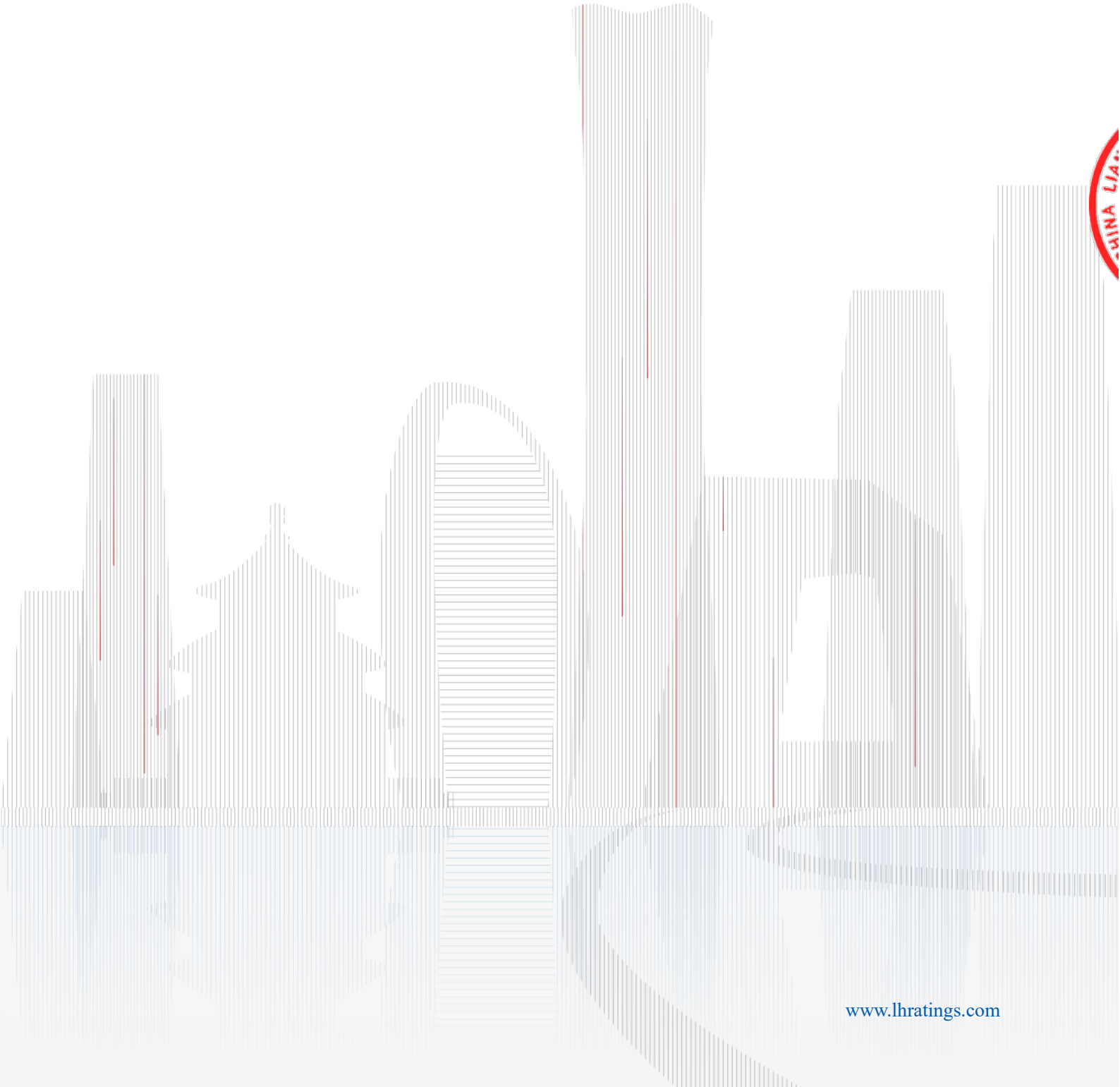
烟台国丰投资控股集团有限公司
2025 年跟踪评级报告

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



www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2025〕3285 号

联合资信评估股份有限公司通过对烟台国丰投资控股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，确定维持烟台国丰投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“25 国丰集团 MTN001B”“25 国丰集团 MTN001A”“24 国丰集团 MTN003A”“24 国丰集团 MTN003B”“24 国丰集团 MTN002B”“24 国丰集团 MTN002A”“24 国丰集团 MTN001A”“24 国丰集团 MTN001B”“23 国丰集团 MTN007B”“23 国丰集团 MTN007A”“23 国丰集团 MTN006”“23 国丰债 01”“23 国丰 01”“23 国丰集团 MTN005B”“23 国丰集团 MTN005A”“23 国丰集团 MTN004B”“23 国丰集团 MTN004A”“23 国丰集团 MTN003(科创票据)”“23 国丰集团 MTN002B”“23 国丰集团 MTN002A”“23 国丰集团 MTN001”“22 国丰集团 MTN004”“22 国丰集团 MTN003”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：

二〇二五年五月二十日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

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烟台国丰投资控股集团有限公司（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。

烟台国丰投资控股集团有限公司

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
公司主体	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/20
25 国丰集团 MTN001B/25 国丰集团 MTN001A/24 国丰集团 MTN003A/24 国丰集团 MTN003B/24 国丰集团 MTN002B/24 国丰集团 MTN002A/24 国丰集团 MTN001A/24 国丰集团 MTN001B/23 国丰集团 MTN007B/23 国丰集团 MTN007A/23 国丰集团 MTN006/23 国丰集团 MTN005B/23 国丰集团 MTN005A/23 国丰集团 MTN004B/23 国丰集团 MTN004A/23 国丰集团 MTN003（科创票据）/23 国丰集团 MTN002B/23 国丰集团 MTN002A/23 国丰集团 MTN001/22 国丰集团 MTN004/22 国丰集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 国丰 01/23 国丰债 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是烟台市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台国资委”）下属产业类国有资产投资控股平台，烟台地方政府和烟台国资委在税收、补贴、资本注入等方面均给予公司有力支持。跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续。公司控、参股多家上市公司，主要子公司经营竞争力强；公司所持股份市值高，对本部债务形成一定保障。2024 年，公司营业总收入稳中有增，资产规模扩大，资产受限比例非常低，整体资产质量佳。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入和利润主要来自于化工类业务，其经营业绩易受化工行业周期影响产生波动。公司对重要上市子公司持股比例较低，少数股东权益规模大。跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，公司债务负担加重，公司本部债务负担非常重，考虑到公司存续债券规模大，仍需关注其偿债资金筹集和债务接续情况。综合公司经营和财务风险表现，公司整体偿还债务能力仍属极强，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

未来，虽然化工品的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，化工行业景气度或将有所回升。公司主要子公司在各自领域形成的竞争优势有望保持，未来可持续经营能力很强。整体看，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：股东将公司所持上市公司股权划出，或有足够依据证明公司对所持上市公司股权享有的权益和支配能力显著减弱，导致公司盈利能力和偿债能力大幅下降；公司控股上市企业经营业绩大幅下降，对公司整体效益产生显著负面影响；在建项目无法顺利投产或投产后业绩表现远不及预期。

优势

- **公司在区域内地位显著，可获得烟台地方政府和烟台国资委有力支持。**公司是烟台国资委下属产业类国有资产投资控股平台，为烟台市第一家国有资本投资集团，地位显著。烟台国资委在税收、补贴、资本注入等方面均给予公司有力支持。2024 年，公司获得政府现金补贴 10.97 亿元。
- **公司控、参股多家上市公司，主要子公司经营竞争力强，公司所持股份市值高，对本部债务形成一定保障。**子公司万华化学集团股份有限公司为生产 MDI 和 TDI 的龙头企业；冰轮环境技术股份有限公司在绿色工质制冷系统商业化应用、城市集中供热余热回收市场处于行业领先地位；泰和新材集团股份有限公司产能规模大，产品在质量和品牌方面具备竞争优势。东方电子股份有限公司在电力调度、变电站保护监控、配电、自动化智能电表等方面具有完全自主知识产权，产品和方案具备国际先进、

国内领先的技术水平。按照 2024 年底市值评估，公司持有各上市公司股份价值合计约为 558.51 亿元，为 2024 年底公司本部全部债务的 1.23 倍。

- **2024 年，公司营业总收入稳中有增；资产规模扩大，资产受限比例非常低，整体资产质量佳。**2024 年，公司营业总收入同比增长 3.65%至 2020.59 亿元。截至 2024 年底，公司资产总额 4195.44 亿元，较上年底增长 14.43%；受限资产合计 141.86 亿元，占期末资产总额的 5.00%。

关注

- **经营环境变化易对公司经营业绩稳定性产生影响。公司对重要上市子公司持股比例较低，少数股东权益规模大。**大宗商品价格波动、国内外经济形势变化及地区税收政策等情况易对公司经营业绩稳定性产生影响。联合资信将对公司各子公司采购渠道变化以及成本控制情况保持关注。公司本部作为投资控股平台，其获现能力依赖下属上市公司的分红，而少数股东权益占比很高，2024 年，公司归属于母公司所有者的净利润占比仅为 11.66%。
- **跟踪期内，公司有息债务规模持续扩大，债务负担加重；公司本部债务负担非常重。**2023－2025 年 3 月底，公司全部债务分别为 1938.88 亿元、2212.11 亿元和 2510.97 亿元。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 2547.97 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.19%、65.67%和 48.71%；公司本部全部债务 530.05 亿元，资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.66%、89.20%和 86.19%。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业信用评级模型（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	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				**aaa**
个体调整因素：--				--
个体信用等级				**aaa**
外部支持调整因素：--				--
评级结果				**AAA**

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

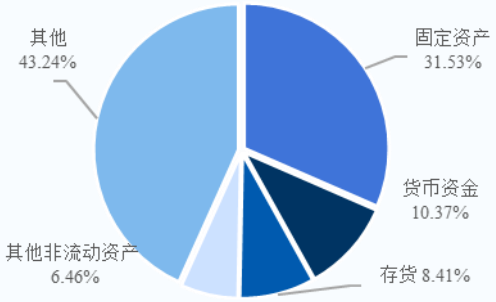
主要财务数据

合并口径			
项　目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	461.46	487.54	/
资产总额（亿元）	3666.45	4195.44	4468.71
所有者权益（亿元）	1328.01	1360.46	1369.16
短期债务（亿元）	938.81	1046.01	1282.77
长期债务（亿元）	1000.07	1166.10	1228.20
全部债务（亿元）	1938.88	2212.11	2510.97
营业总收入（亿元）	1949.53	2020.59	476.68
利润总额（亿元）	216.35	174.03	37.83
EBITDA（亿元）	360.58	362.08	--
经营性净现金流（亿元）	276.88	350.61	-7.84
营业利润率（%）	17.69	16.70	15.81
净资产收益率（%）	14.75	11.01	--
资产负债率（%）	63.78	67.57	69.36
全部债务资本化比率（%）	59.35	61.92	64.71
流动比率（%）	78.84	74.63	78.03
经营现金流动负债比（%）	20.42	22.02	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.47	/
EBITDA 利息倍数（倍）	7.26	6.33	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	6.11	--

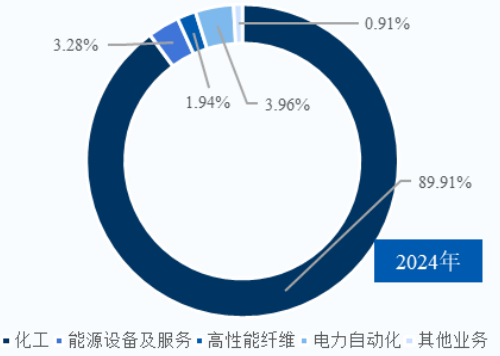
公司本部口径			
项　目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	594.31	615.50	620.81
所有者权益（亿元）	210.84	134.87	101.21
全部债务（亿元）	356.61	454.25	493.05
营业总收入（亿元）	0.02	0.04	0.00
利润总额（亿元）	2.01	0.58	-3.25
资产负债率（%）	64.52	78.09	83.70
全部债务资本化比率（%）	62.84	77.11	82.97
流动比率（%）	476.63	229.28	196.87
经营现金流动负债比（%）	-50.27	38.00	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3.公司合并口径其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务；4.公司本部口径其他应付款和其他流动负债中有息项调整计入短期债务 5. "--"表示数据不适用，"/"表示未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

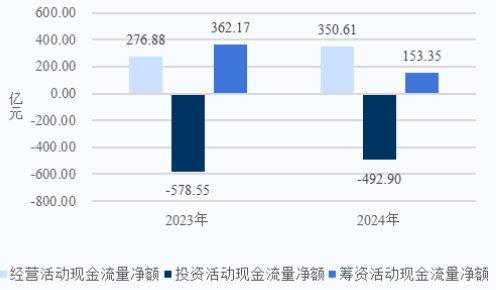
2024 年底公司资产构成



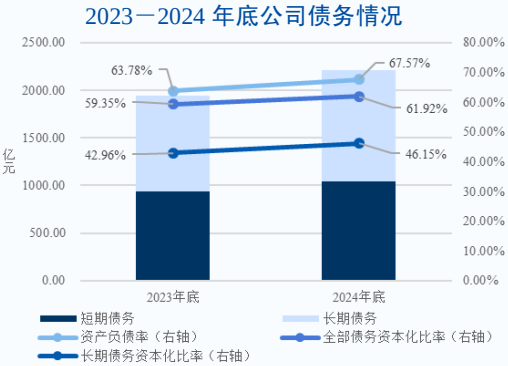
2024 年公司收入构成



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
25 国丰集团 MTN001B	12.00 亿元	12.00 亿元	2035/01/10	--
25 国丰集团 MTN001A	3.00 亿元	3.00 亿元	2030/01/10	--
24 国丰集团 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/06/14	--
24 国丰集团 MTN003B	10.00 亿元	10.00 亿元	2034/06/14	--
24 国丰集团 MTN002B	8.00 亿元	8.00 亿元	2034/05/24	--
24 国丰集团 MTN002A	7.00 亿元	7.00 亿元	2027/05/24	--
24 国丰集团 MTN001A	7.50 亿元	7.50 亿元	2027/04/24	--
24 国丰集团 MTN001B	7.50 亿元	7.50 亿元	2034/04/24	--
23 国丰集团 MTN007B	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/08/23	--
23 国丰集团 MTN007A	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/08/23	--
23 国丰集团 MTN006	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/06/19	--
23 国丰债 01/23 国丰 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2028/06/12	--
23 国丰集团 MTN005B	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/05/23	--
23 国丰集团 MTN005A	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/05/23	--
23 国丰集团 MTN004B	3.00 亿元	3.00 亿元	2028/04/26	--
23 国丰集团 MTN004A	2.00 亿元	2.00 亿元	2026/04/26	--
23 国丰集团 MTN003（科创票据）	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/04/12	--
23 国丰集团 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/03/17	--
23 国丰集团 MTN002A	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/03/17	--
23 国丰集团 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2028/01/16	--
22 国丰集团 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/12/08	--
22 国丰集团 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2027/10/24	--

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
资料来源：联合资信整理

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 国丰集团 MTN001B 25 国丰集团 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/26	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 国丰集团 MTN003A 24 国丰集团 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/04	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 国丰集团 MTN002B 24 国丰集团 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/15	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
2024 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/27	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
24 国丰集团 MTN001B 24 国丰集团 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/12	王皓　毛文娟	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN007B 23 国丰集团 MTN007A	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/07	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/06	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰债 01/23 国丰 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/10	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN005B 23 国丰集团 MTN005A	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/12	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
2023 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/05	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN004B 23 国丰集团 MTN004A	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/19	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN003（科创票据）	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/04	王皓　李晨	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN002B 23 国丰集团 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/03	李晨　王皓	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 国丰集团 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/01/05	李晨　王皓	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
22 国丰集团 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/11/16	李晨　王皓	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
22 国丰集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/10/13	李晨　王皓	化工企业信用评级方法 V4.0.202208 化工企业信用评级模型（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：王皓 wanghao@lhratings.com

项目组成员：高星 gaoxing@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于烟台国丰投资控股集团有限公司（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

烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）原名烟台国丰投资控股有限公司，由烟台市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台国资委”）于 2009 年 2 月 12 日出资设立，初始注册资本 10000 万元。经多次增资，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 105.5556 亿元；烟台国资委为公司实际控制人。

公司重要子公司万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”）和泰和新材集团股份有限公司（以下简称“泰和新材”）运营化工类业务，该类收入在公司整体收入中占比高，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

公司本部内设多个职能部门，详见附件 1-2。截至 2024 年底，公司控股、参股多家上市公司，详细持股情况见图表 19。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 4195.44 亿元，所有者权益 1360.46 亿元（含少数股东权益 1065.87 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 2020.59 亿元，利润总额 174.03 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 4468.71 亿元，所有者权益 1369.16 亿元（含少数股东权益 1094.92 亿元）；2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入 476.68 亿元，利润总额 37.83 亿元。

截至 2025 年 4 月底，公司注册地址：山东省烟台市芝罘区南大街 267 号；法定代表人：王浩。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，债券募集资金已按募集说明书承诺的用途使用完毕。跟踪期内，以下债券均在规定付息日按期付息。

图表 1 • 截至 2025 年 4 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
25 国丰集团 MTN001B	12.00 亿元	12.00 亿元	2025/01/10	10 年
25 国丰集团 MTN001A	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/01/10	5 年
24 国丰集团 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/06/14	3 年
24 国丰集团 MTN003B	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/06/14	10 年
24 国丰集团 MTN002B	8.00 亿元	8.00 亿元	2024/05/24	10 年
24 国丰集团 MTN002A	7.00 亿元	7.00 亿元	2024/05/24	3 年
24 国丰集团 MTN001A	7.50 亿元	7.50 亿元	2024/04/24	3 年
24 国丰集团 MTN001B	7.50 亿元	7.50 亿元	2024/04/24	10 年
23 国丰集团 MTN007B	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/08/23	5 年
23 国丰集团 MTN007A	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/08/23	3 年
23 国丰集团 MTN006	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/06/19	3 年
23 国丰债 01/23 国丰 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/06/12	5 年
23 国丰集团 MTN005B	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/05/23	5 年
23 国丰集团 MTN005A	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/05/23	3 年
23 国丰集团 MTN004B	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/04/26	5 年
23 国丰集团 MTN004A	2.00 亿元	2.00 亿元	2023/04/26	3 年
23 国丰集团 MTN003（科创票据）	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/04/12	3 年
23 国丰集团 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/03/17	5 年
23 国丰集团 MTN002A	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/03/17	3 年
23 国丰集团 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2023/01/16	5 年

22 国丰集团 MTN004	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/12/08	3 年
22 国丰集团 MTN003	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/10/24	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

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，公司股权结构保持稳定；公司主要业务开展主体为辖下各上市企业，相关子公司均市场竞争力无重大变化。

万华化学现为全球最大的 MDI 供应商和 TDI 供应商。截至 2024 年底，万华化学全球范围内 MDI 产能合计达 380 万吨/年，TDI 产能合计 111 万吨/年，聚醚产能 159 万吨/年；聚醚连续化单套产能提升至 50 万吨/年，全球最大。万华化学石化业务主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物，依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，持续拓宽 C2、C3、C4 产业链条。2025 年 4 月，万华化学 120 万吨/年乙烯二期项目一次开车成功，该项目有助于强化聚烯烃产业链，与万华化学现有的 PDH 一体化项目和乙烯一期项目形成有效协同。万华化学精细化学品及新材料业务板块包括功能化学品、新材料、表面材料、高性能聚合物、营养科技、电池科技和电子材料，整体研发能力极强。万华化学地理位置优越，拥有港口、公路、电网、铁路等基础设施，烟台工业园前港后厂，拥有可同时接卸超大型矿船和超级油轮的核心港口；宁波工业园地处聚氨酯行业下游客户集中区域，贴近客户，产品运输成本低。

冰轮环境技术股份有限公司（以下简称“冰轮环境”）拥有冷链系统集成技术，能够生产全系列螺杆压缩机，具备从产品设计、制造、安装到项目总承包和为客户提供系统解决方案的能力。冰轮环境有健全的海内外市场立体化营销体系，在绿色工质制冷系统商业化应用、城市集中供热余热回收市场处于行业领先水平。

截至 2024 年底，泰和新材氨纶产能约 100000 吨（名义产能），产能规模位居全国前列；随着高性能对位芳纶项目建成投产，泰和新材芳纶产能约 32000 吨（名义产能）。泰和新材产品质量及技术指标在国内外处于领先水平，纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶和民士达®芳纶纸在国内外享有较高声誉。

在技术研发方面，万华化学组建了“国家聚氨酯工程技术研究中心”“聚合物表面材料制备技术国家工程实验室”“国家认定企业技术中心”“企业博士后科研工作站”等行业创新平台；承担建设“国家技术标准创新基地（化工新材料）”。万华化学自主研发的“异丙苯共氧化法环氧丙烷绿色制造技术”通过中试成果鉴定，工业化即将开车。2024 年，万华化学共申请国内外发明专利 1220 件，新获得授权 649 件。冰轮环境掌握了成熟的冷链系统集成技术，能够生产全系列螺杆压缩机、全系列双级离心机、高效无烟锅炉、高效过冷水动态冰浆机组等产品，被认定为山东省“十强”产业集群领军企业和服务型制造“1+N”示范企业。

泰和新材建有国家芳纶工程技术研究中心，泰和新材（及相关技术人员）对氨纶和芳纶产品分别拥有专利 74 项和 224 项。东方电子股份有限公司（以下简称“东方电子股份”）产品体系已覆盖智能电网“发、输、变、配、用”电全环节，形成了“源－网－荷－储”的完整产业链布局，在电力调度、变电站保护监控、配电、自动化智能电表等方面具有完全自主知识产权。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：370610001071979），截至 2025 年 4 月 14 日，公司本部未结清和已结清信贷信息中均无关注类和不良类贷款。根据公司本部过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 4 月底，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续；履新高级管理人员具有丰富的管理经验，能够满足公司经营需要。联合资信对公司高管缺位情况保持关注。

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续。

截至 2024 年底，公司拥有董事、监事和高级管理人员共 18 名。

2025 年 3 月，王浩先生履新公司董事长兼党委书记职务。王浩先生拥有研究生学历，历任莱山区初家镇党政办公室秘书，莱山区黄海路街道办事处党政办公室秘书，莱山区委办公室调研室秘书、党政办秘书，挂职烟台高新区盛泉工业园区管委副主任，莱山区解甲庄镇党委副书记，共青团莱山区委书记，共青团烟台市委员会副书记、党组成员，招远市常委、副市长，招远市委副书记；烟台市国资委党委书记、主任等职务。

公司原董事兼总经理刘勋章先生已于 2025 年 3 月卸任。目前，公司总经理缺位。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司营业总收入稳中有增，综合毛利率水平小幅下滑，各业务收入占比变化不大。

2024 年，化工板块仍是公司主要收入来源；受益于化工和电力自动化板块收入增长，公司营业总收入同比小幅增长。同期，冰轮环境所在的能源设备及服务业务受市场需求不振影响，收入同比下降；高性能纤维板块和其他业务板块收入保持稳定。毛利率方面，2024 年，化工、能源设备及服务和电力自动化业务毛利率保持稳定；受氨纶和芳纶价格下降影响，高性能纤维业务毛利率同比下降 8.25 个百分点。公司其他业务主要为特色产业投资，其他业务收入占比很小，其毛利率变化对公司综合毛利率影响很小。

2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入和营业成本同比分别下降 4.59%和 2.29%；综合毛利率水平较上年变化不大。

图表 2 • 2023－2024 年及 2025 年 1－3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工	1749.92	89.76%	16.82%	1816.68	89.91%	16.20%	430.27	90.26%	15.72%
能源设备及服务	74.87	3.84%	25.75%	66.26	3.28%	27.67%	13.70	2.87%	25.09%
高性能纤维	39.25	2.01%	24.23%	39.29	1.94%	15.98%	10.58	2.22%	17.45%
电力自动化	68.46	3.51%	34.29%	80.02	3.96%	34.07%	15.18	3.18%	30.94%

其他	17.03	0.87%	62.28%	18.34	0.91%	23.34%	6.96	1.46%	18.56%
合计	**1949.53**	**100.00%**	**18.32%**	**2020.59**	**100.00%**	**17.34%**	**476.68**	**100.00%**	**16.55%**

注：尾差系四输入所致
资料来源：公司提供

（1）化工板块

万华化学为公司化工板块主要运营主体，产能规模大，规模优势突出。跟踪期内，万华化学整体生产经营稳定，产能持续扩张；产品供需及原材料价格波动对其利润有一定影响，但总体盈利保持较高水平。考虑到较大的海外销售规模，需关注国际经济形势、地区税收政策等变化对万华化学经营产生的影响。2025 年以来，中美关税冲突或将导致万华化学乙烯和 LPG 采购价格增长，联合资信将对公司采购渠道变化以及成本控制情况保持关注。

公司化工板块由万华化学运营，业务范围涵盖聚氨酯业务、石化业务和精细化学品及新材料业务。截至目前，万华化学是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。

图表 3 • 截至 2024 年底万华化学产能情况

项目	截至 2024 年底设计产能
聚氨酯项目	MDI 项目 380 万吨/年、TDI 项目 111 万吨/年、聚醚项目 159 万吨/年
烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	353 万吨/年
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	219 万吨/年
烟台工业园 PC 项目	60 万吨/年
烟台工业园 PMMA 项目	16 万吨/年

资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

2024 年 4 月，公司福建工业园 MDI 装置完成了产能从 40 万吨/年至 80 万吨/年的技改扩能。2024 年 5 月，公司特种聚醚项目投产。2024 年 9 月公司 PC 项目大修后产能增长至 60 万吨/年。2024 年 12 月，公司宁波工业园 MDI 装置完成了产能从 120 万吨/年至 150 万吨/年的技改扩能；2025 年初，万华烟台工业园 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功。万华福建工业园第二套 33 万吨/年 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产，投产后万华化学 TDI 总产能将达到 144 万吨/年。2025 年 4 月 3 日，万华化学烟台产业园 120 万吨/年乙烯装置成功产出合格乙烯产品，乙烯二期项目一次开车成功。

万华化学主要原材料包含纯苯、化工煤和 LPG。其中，纯苯和化工煤为聚氨酯业务主要原材料，通过长约采购，电汇月结；LPG 为石化业务主要原材料，通过合同价、固定价、浮动价等多种采购模式，一单一结，主要向海外主流 LPG 供应商采购。为分散主要原材料的采购风险，万华化学选定多家战略供应商，并通过全球渠道进行采购。万华化学精细化学品及新材料业务原材料主要为 MDI 及石化类产品等，大部分由聚氨酯和石化业务供给，剩余部分对外采购。2024 年，万华化学向前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为 14.54%，采购集中度保持较低水平。2025 年以来，国际贸易形式变化或导致万华化学原材料和产品价格波动，联合资信将对公司采购渠道变化以及成本控制情况保持关注。

图表 4 • 万华化学主要原材料采购情况

原材料		2022 年	2023 年	2024 年
纯苯	采购量（万吨）	257	308	314
	采购价格同比变化	13%	-11%	15%
化工煤	采购量（万吨）	408	446	450
	采购价格同比变化	26%	-20%	-13%
LPG	采购量（万吨）	1032	1221	913
	丙烷 LPG 采购价格同比变化	15%	-17%	-1%
	丁烷 LPG 采购价格同比变化	19%	-15%	2%

注：1.LPG 采购量中包含自用量和贸易量；2.表内数据为万华化学口径
资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

2024 年，受业务规模扩张带动，万华化学纯苯和化工煤采购量均同比增长；LPG 采购量受贸易量缩减影响同比下降。2024 年，纯苯价格高位运行，公司纯苯采购均价同比增长 15%；煤炭采购价格延续下降趋势；丙烷和丁烷采购均价同比变化不大。

图表 5 • 万华化学主要板块产销情况

聚氨酯	2023 年	2024 年	同比变化	2025 年 1—3 月
产量（万吨）	499	580	16.23%	147
销量（万吨）	489	564	15.34%	145
产销率	98.00%	97.24%	--	98.64%
石化产品	**2023 年**	**2024 年**	**同比变化**	**2025 年 1—3 月**
产量（万吨）	475	544	14.53%	141
销量（万吨）	472	547	15.89%	133
产销率	99.37%	100.55%	--	94.33%
精细化学品及新材料产品	**2023 年**	**2024 年**	**同比变化**	**2025 年 1—3 月**
产量（万吨）	165	209	26.67%	62
销量（万吨）	159	203	27.67%	54
产销率	96.36%	97.13%	--	87.10%

注：1.表内数据为万华化学口径，2022－2024 年石化产品产销量不包含 LPG 贸易量；2.产销率计算差系产销量数据四舍五入所致
资料来源：公司提供、公开资料、联合资信整理

跟踪期内，万华化学各类产品产能持续扩张，产品产量和销量均持续增长，产销率保持高水平。2024 年，聚氨酯系列产品价格多数呈现稳中走低趋势，纯 MDI 产品全年市场均价在 19000 元/吨左右；聚合 MDI 产品全年市场均价在 17000 元/吨左右。

万华化学石化板块主要服务于聚氨酯业务发展，同时可降低原单一聚氨酯产业的风险，也可以为后续特种化学品和功能性材料提供原材料支持。跟踪期内，万华化学石化系列产品产销量均同比增长，产销率保持高水平。

精细化学品及新材料业务作为聚氨酯和石化产业的延伸是万华化学近年来重点发展的业务板块。跟踪期内，随着新产能投产，万华化学精细化学品及新材料产品产销量同比增长。

截至 2024 年底，万华化学重要建设项目投资预算合计 1618.68 亿元。万华化学在建项目建成后将拓宽现有产业链条，实现产业链联动，进一步提升整体竞争力。万华化学在建工程投资规模大，未来仍需一定资本支出。

图表 6 • 截至 2024 年底万华化学重要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目	预算数	工程累计投入占预算比例	资金来源
聚氨酯产业链延伸及配套项目	733.23	90.83%	自有资金及银行借款
异氰酸酯新建及配套项目	184.90	84.47%	自有资金及银行借款
乙烯二期项目	176.00	59.57%	自有资金及银行借款
电池产业链项目	32.01	98.35%	自有资金及银行借款
高性能材料一体化项目	440.00	43.29%	自有资金及银行借款
大型煤气化项目	52.54	59.10%	自有资金及银行借款
合计	**1618.68**	--	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：万华化学年报、联合资信整理

（2）能源设备及服务

跟踪期内，冰轮环境经营稳定，但下游需求变化以及行业竞争加剧导致冰轮环境收入规模下降。同时，冰轮环境应收款项规模较大，应收款质量及回收情况仍待观察。

公司能源设备及服务板块由冰轮环境运营，其主要从事低温冷冻设备、中央空调设备、节能制热设备的生产以及应用系统集成等服务。冰轮环境主要产品包含中央空调、工商制冷设备和节能制热设备，广泛应用于食品冷链、石化、医药、能源、冰雪体育，以及大型场馆、轨道交通、核电、数据中心、学校、医院等。

跟踪期内，冰轮环境采购、生产和销售模式未发生重大变化。2024 年以来，受宏观经济导致的需求变化以及行业竞争压力增长等因素影响，冰轮环境产品产销量均较上年同期有所下降。

截至 2024 年底，冰轮环境合并资产总额 118.66 亿元，所有者权益 62.10 亿元（含少数股东权益 3.98 亿元）；2024 年，冰轮环境实现营业总收入 66.35 亿元，利润总额 7.73 亿元。截至 2025 年 3 月底，冰轮环境合并资产总额 114.05 亿元，所有者权益 63.14 亿元（含少数股东权益 4.10 亿元）；2025 年 1—3 月，冰轮环境实现营业总收入 13.73 亿元，利润总额 1.25 亿元。

图表 7 • 冰轮环境产品产销情况

气温控制设备及系统	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
销售量（台/套）	22701	22348	5290.00
生产量（台/套）	22672	22316	5250.00
产销率	100.13%	100.14%	100.76%
库存量（台/套）	1194	1226	1266.00

资料来源：冰轮环境年报、联合资信整理

冰轮环境主要产品销售模式是直销，2024 年，冰轮环境前五大客户销售金额占比为 4.68%，对单一客户的依赖程度很低。冰轮环境产品定价采取成本加成和目标价格相结合的方式。其中，节能制热业务按照施工进度结算，回款周期较长。截至 2024 年末，冰轮环境应收账款为 19.29 亿元，较上年底增长 12.79%。

（3）高性能纤维

跟踪期内，泰和新材氨纶和芳纶产销量均同比有所增长，但受产品价格持续下降影响，氨纶业务经营亏损，泰和新材整体盈利能力下滑。

公司高性能纤维板块由泰和新材运营，主要产品为氨纶和芳纶。泰和新材生产基地主要包括山东烟台和宁夏回族自治区宁东能源化工基地两个园区。其中，烟台生产基地主要生产氨纶、间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸和精细化工等产品；宁夏生产基地主要生产氨纶和对位芳纶。泰和新材产能规模大，产品质量和品牌具备竞争优势。

氨纶产品主要原材料为 PTMG 和 MDI；间位芳纶主要原材料为间苯二胺和间苯二甲酰氯；对位芳纶主要原材料为对苯二胺和对苯二甲酰氯。泰和新材部分原材料以市场价格从万华化学采购，2024 年，该部分原料采购金额为 3.23 亿元[1]。跟踪期内，泰和新材氨纶和芳纶产量增加，导致主要原材料采购量均同比有所增长，原材料采购价格均呈下降趋势。

图表 8 • 泰和新材部分原材料采购情况（单位：吨、万元/吨）

原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
PTMG	采购量	49192.01	52692.00	13955.22
	采购均价	1.75	1.19	1.06
MDI	采购量	11603.78	12482.90	2687.3
	采购均价	2.00	1.87	1.73
间苯二胺	采购量	5393.00	5577.11	1575.97
	采购均价	3.70	2.15	2.15
间苯二甲酰氯	采购量	9941.00	10172.61	2972.03
	采购均价	1.80	1.57	1.64
对苯二胺	采购量	3389.00	4505.74	851.61
	采购均价	3.60	3.05	2.68
对苯二甲酰氯	采购量	6733.00	8986.16	1358.7
	采购均价	1.50	1.41	1.46

资料来源：公司提供、联合资信整理

2024 年以来，泰和新材氨纶产能保持稳定，芳纶产能逐步释放，氨纶和芳纶产品产销量均同比增长。跟踪期内，泰和新材产品氨纶产品加大销售力度，产品产销率保持高水平；芳纶产品开启了海外本土化销售，销量同比增长，但产销率仍待提升。

[1] 数据来自泰和新材 2024 年年报关联交易情况

跟踪期内，氨纶行业新增产能持续释放，需求端恢复迟缓，氨纶产品价格持续低迷，泰和新材氨纶板块利润空间受到挤压，经营亏损；间位芳纶方面，工业过滤领域响需求乏力、防护领域间位芳纶的需求有所减弱，入门产品价格竞争加剧；对位芳纶方面，信息通信基建需求减弱、国际芳纶龙头的供应逐步恢复等多重因素导致芳纶产品价格呈下降趋势。

截至 2024 年底，泰和新材合并资产总额 149.20 亿元，所有者权益 79.09 亿元（含少数股东权益 8.19 亿元）；2024 年，泰和新材实现营业总收入 39.29 亿元，利润总额 0.46 亿元。截至 2025 年 3 月底，泰和新材合并资产总额 155.13 亿元，所有者权益 79.13 亿元（含少数股东权益 8.07 亿元）；2025 年 1－3 月，泰和新材实现营业总收入 10.58 亿元，利润总额 0.24 亿元。

图表 9 • 泰和新材主要产品产销情况

氨纶	2023 年	2024 年	2025 年 1－3 月
年均有效产能（吨/年）	70000	70000	70000
产量（吨）	63217	71850	15023
产能利用率	90.31%	102.64%	85.85%
销量（吨）	51550	67673	21090
产销率	81.54%	94.19%	140.38%
销售均价（万元/吨）	3.00	2.39	2.16
芳纶	**2023 年**	**2024 年**	**2025 年 1－3 月**
年均有效产能（吨/年）	23000	26000	26000
产量（吨）	18949	20241	5288.00
产能利用率	82.38%	77.85%	81.35%
销量（吨）	17154	19371	5042
产销率	90.53%	95.70%	95.35%
销售均价（万元/吨）	14.00	10.03	9.70

注：1.上表中氨纶及芳纶产品为有效产能；2.尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2024 年，泰和新材前五大客户销售金额 4.63 亿元，占营业总收入比重为 11.78%，销售集中度很低。

（4）电力自动化

跟踪期内，东方电子股份保持了其在电力自动化业务方面的竞争优势，经营业绩持续向好。

公司电力自动化板块由东方电子集团下属的东方电子股份运营，其产品体系已覆盖智能电网“发、输、变、配、用”电全环节，形成了“源－网－荷－储”的完整产业链布局。2024 年，东方电子股份在研项目 309 个；专利授权 104 件；软件著作获取 104 项；参与制定国际标准 1 项，制修订的重要国家、行业、团体标准发布 24 项。2024 年，公司经营业绩提升，整体经营向好。

截至 2024 年底，东方电子股份合并资产总额 126.30 亿元，所有者权益 56.07 亿元（含少数股东权益 4.93 亿元）；2024 年，东方电子股份实现营业总收入 75.45 亿元，利润总额 8.10 亿元。截至 2025 年 3 月底，东方电子股份合并资产总额 123.18 亿元，所有者权益 57.07 亿元（含少数股东权益 4.73 亿元）；2025 年 1－3 月，东方电子股份实现营业总收入 14.06 亿元，利润总额 1.17 亿元。

图表 10 • 2022－2024 年东方电子股份主要板块收入情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
调度及云化业务	11.36	11.02	12.90
输变电自动化业务	4.29	6.23	8.57
智能配用电业务	30.53	36.94	43.24
综合能源及虚拟电厂	1.68	1.95	2.20
新能源及储能业务	1.31	3.44	2.96
工业互联网及智能制造	4.38	3.98	4.48

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：东方电子股份年报、联合资信整理

（5）贸易业务及其他业务

跟踪期内，公司贸易业务模式变化不大；产业园在建项目投资已基本完成，但考虑到其投资规模大且回报周期长，需关注相关项目的未来运营及资金平衡情况。

公司贸易业务主要经营主体为山东丰瑞实业有限公司（以下简称“丰瑞实业”）和烟台国丰均和贸易有限公司（以下简称“国丰均和”）。煤炭贸易业务主体为丰瑞实业，其业务开展依托股东郑州嘉瑞供应链管理有限公司的控股股东瑞茂通供应链管理股份有限公司在煤炭供应链上的优势。有色金属贸易业务主体为国丰均和，主要贸易品种为电解铜、铝、锌等。国丰均和股东之一系上海均和集团国际贸易有限公司（以下简称“上海均和集团”）为国内知名贸易服务供应商。国丰均和依托公司和上海均和集团的渠道、物流等方面优势开展有色金属贸易业务。公司主要通过以销定采的模式开展贸易业务，根据客户需求结合自身及股东供应链优势，确定上下游订单，从价格较低的地区采购产品，并运往需求较大售价较高的地区进行销售。公司采购货款结算方式主要为发货后结算部分货款，发票开具后结算剩余部分；销售结算方式为先货后款，账期一般在 0~60 天左右；部分有色金属贸易业务采用先款后货的结算方式，同时预收下游客户一定比例货款后向供应商采购。2024 年以来，公司贸易业务模式未发生重大变化。

公司作为烟台国资委下属产业类国有资产投控平台，在支柱产业投资，新兴产业培育、功能产业升级、传统产业转型及产业园开发运营等方面发挥作用。产业园运营方面，公司组建山东裕龙石化产业园、东方航天港产业园、生物医药健康产业园等省市级重点产业园。截至 2025 年 3 月底，公司在建产业园总投资规模达 501.3 亿元，由公司负责的投资支出 287.3 亿元。其中，山东裕龙石化产业园剩余约 9 亿元待投资金为山东裕龙石化产业园发展有限公司资本金；东方航天港产业园和生物医药产业园已基本完成投资。公司将通过产业园运营、土地出让、资产转让、投资收益等方式回收资金。联合资信将持续关注上述产业园招商及资金回笼情况。

2 经营效率

跟踪期内，公司各项经营效率指标均同比均有所下降。

从经营效率指标看，2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.61 次、5.09 次和 0.51 次，同比均有所下降。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，信永中和会计师事务所（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。

合并范围方面，2024 年，公司新纳入合并范围子公司 5 家，分别为烟台宏发葡萄酒文化有限公司、安徽安纳达钛业股份有限公司、宁夏信广和新材料科技有限公司、海阳市海晟能源科技有限公司和芝兴有限公司，不再纳入合并范围子公司 1 家，为香港国泰国际控股有限公司。2025 年一季度，公司注销烟台冰轮控股有限公司。整体看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产及负债情况

跟踪期内，公司资产规模持续增长，货币资金快速累积，存货规模大，存在一定减值风险。随着公司项目建设的持续推进及转固，固定资产规模持续扩大。公司资产受限比例极低，整体资产质量佳。跟踪期内，公司负债及有息债务规模均持续扩大，债务负担加重。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 14.43%，主要系子公司经营规模扩大，资产规模增长所致；公司资产结构仍以非流动资产为主，符合公司及下属子公司作为资产密集型企业的资产构成特点。其中，公司经营获现增加，货币资金较上年底小幅增长，货币资金主要由银行存款（93.57%）构成；受新产能投产影响，公司原材料、自制半成品及在产品、库存商品（产成品）均有增加，存货规模较上年底有所扩大；随着公司在建项目的陆续建成并转入固定资产科目，公司固定资产规模持续扩大，万华化学聚氨酯产业链延伸及配套项目等在建项目投资支出增加，导致在建工程较上年底增长。

图表 11 • 公司资产及负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2023 年底数据较 2024 年底数据变化情况（%）	2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	**1068.96**	**29.16**	**1188.37**	**28.33**	**11.17**	**1403.21**	**31.40**
货币资金	407.18	11.11	435.07	10.37	6.85	558.00	12.49
存货	303.95	8.29	352.69	8.41	16.04	372.25	8.33
非流动资产	**2597.49**	**70.84**	**3007.08**	**71.67**	**15.77**	**3065.49**	**68.60**
固定资产（合计）	1069.23	29.16	1322.80	31.53	23.72	1507.09	33.73
在建工程（合计）	620.02	16.91	742.57	17.70	19.76	591.04	13.23
其他非流动资产	370.60	10.11	271.05	6.46	-26.86	267.36	5.98
资产总额	**3666.45**	**100.00**	**4195.44**	**100.00**	**14.43**	**4468.71**	**100.00**
流动负债	**1355.81**	**57.98**	**1592.44**	**56.17**	**17.45**	**1798.32**	**58.02**
短期借款	457.23	19.55	399.04	14.08	-12.73	642.76	20.74
应付票据	335.50	14.35	445.26	15.71	32.72	383.90	12.39
应付账款	199.00	8.51	325.80	11.49	63.72	294.52	9.50
一年内到期的非流动负债	145.08	6.20	200.50	7.07	38.20	254.88	8.22
其他流动负债	15.44	0.66	14.23	0.50	-7.80	17.94	0.58
非流动负债	**982.64**	**42.02**	**1242.54**	**43.83**	**26.45**	**1301.23**	**41.98**
长期借款	554.74	23.72	665.05	23.46	19.89	690.52	22.28
应付债券	184.79	7.90	283.14	9.99	53.23	312.59	10.08
长期应付款（合计）	123.62	5.29	172.71	6.09	39.71	179.92	5.80
负债总额	**2338.45**	**100.00**	**2834.98**	**100.00**	**21.23**	**3099.55**	**100.00**

注：1.尾差系四舍五入所致；2.在建工程中含工程物资，长期应付款中含专项应付款
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 21.23%，负债结构相对均衡。其中，公司短期借款与年末阶段性减少，信用借款（97.25%）占比高；公司使用票据结算规模扩大，导致应付票据较上年底大幅增长；应付账款较上年底大幅增长，主要系应付原料采购款及应付工程款增加所致；公司账龄 1 年内的债务转入一年内到期的非流动负债导致该科目较上年底大幅增长。同期末，受新增项目贷等长期借款增加影响，公司长期借款较上年底增长；公司及万华化学发行多期债券，导致应付债券规模较上年底大幅增长；长期应付款较上年底大幅增长，主要系专项债券和售后回租款较上年底增加 9.50 亿元和 18.82 亿元以及龙口市财政局和政府专项债券较上年底增加 20.45 亿元所致。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 4468.71 亿元，较上年底增长 6.51%，资产结构较上年底变化不大。其中，万华化学通过筹资获取大量现金储备；乙烯二期建成投产，在建工程转固，导致固定资产较上年底增长。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 9.33%，主要长、短期借款和应付债券增长所致，负债结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产合计 141.86 亿元，占资产总额的 5.00%，资产受限比例非常低。

图表 12 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

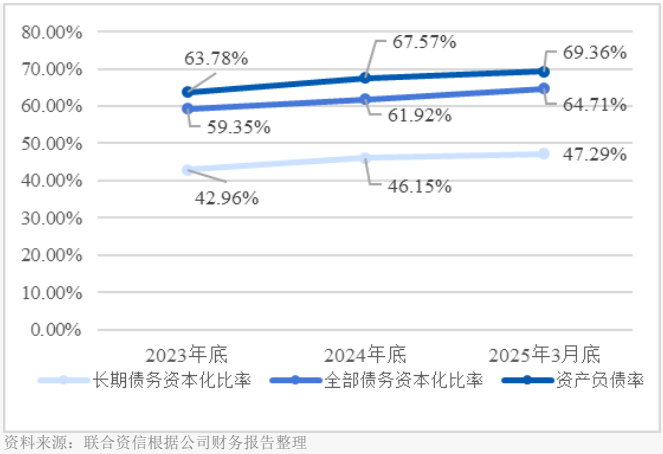
项目	金额（万元）	占期末资产总额比例	受限原因
货币资金	344662.24	1.22%	信用证保证金、LPG 纸货保证金、采购保证金、履约保证金、银行承兑汇票保证金、定期存单质押、保函保证金、产品注册押金、税务机关及铁路机关押金、房地产公司监管户资金及其他
应收票据	76.44	0.00%	质押
应收账款	392.56	0.00%	已办理不附追索权保理尚未收款
应收款项融资	8118.01	0.03%	已背书且在资产负债表日尚未到期的数字化债权凭证金额
存货	320448.29	1.13%	抵押贷款
其他流动资产	1201.20	0.00%	质押

投资性房地产	52791.54	0.19%	抵押贷款
固定资产	367249.01	1.30%	抵押贷款、售后租回
无形资产	7038.60	0.02%	抵押贷款
在建工程	76703.74	0.27%	抵押贷款
其他权益工具投资	239956.00	0.85%	质押
合计	**1418637.62**	**5.00%**	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

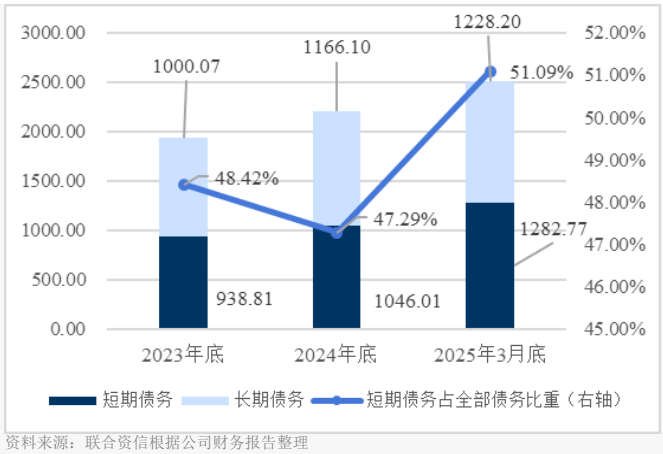
截至 2024 年底，公司所有者权益 1360.46 亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本、其他权益工具、未分配利润和少数股东权益分别占 7.76%、4.92%、8.12%和 78.35%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比很高，所有者权益结构有待优化。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1369.16 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

图表 13 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司经营规模扩张导致资金需求增长，有息债务规模持续扩大。截至 2024 年底，公司全部债务 2212.11 亿元，较上年底增长 14.09%。其中，短期债务较上年底增长 11.42%，主要系业务规模扩大，采用承兑汇票结算的采购量增加以及一年内到期的长期债务增长所致；长期债务较上年底增长 16.60%，主要为对外部融资进行产能扩张等固定资产投资和债券融资增加。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 3.79 个百分点、提高 2.57 个百分点和提高 3.20 个百分点。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 2510.97 亿元，较上年底增长 13.51%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 1.79 个百分点、提高 2.79 个百分点和提高 1.13 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 2547.97 亿元；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.19%、65.67%和 48.71%，较调整前分别上升 0.83 个百分点、0.95 个百分点和 1.42 个百分点，公司整体债务负担加重。

（2）盈利能力及现金流情况

2024 年，公司营业总收入同比小幅增长，受主要产品盈利水平变动的影响，公司利润规模同比下降，但且归属于母公司所有者的净利润占比仍低；盈利能力指标表现有所下降。同期，公司经营活动现金保持大规模净流入，收入实现质量保持高水平；筹资活动前现金流保持大规模净流出，以致公司存在一定融资需求。2025 年一季度，公司经营活动现金流转为净流出。

2024 年，公司营业总收入和营业成本同比分别增长 3.65%和 4.89%；营业利润率为 16.70%，同比变化不大。同期，公司费用总额同比增长 15.12%，主要系经营规模扩大导致的各项费用增加所致。其中，受债务规模增长影响，公司财务费用同比大幅增长 31.64%。公司期间费用率为 8.38%，同比小幅增长 0.84 个百分点，费用控制能力尚可。非经常性损益方面，2024 年，公司计提资产减值损失 8.87 亿元，主要为存货跌价损失以及聚氨酯在建工程计提减值准备所致；其他收益同比增长 16.65%，主要系进项税加计递减同比大幅增长所致；投资收益同比下降 24.58%，主要系处置长期股权收益同比下降所致；营业外支出同比增长 68.02%至 11.51 亿元，主要系非流动资产损毁报废损失增加所致。整体看，公司非经常性损益规模较小，对利润影响不大。2024 年，公司利润总额同比下降 19.56%，归属母公司股东的净利润占比仍处于低水平。盈利指标方面，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比小幅下降。

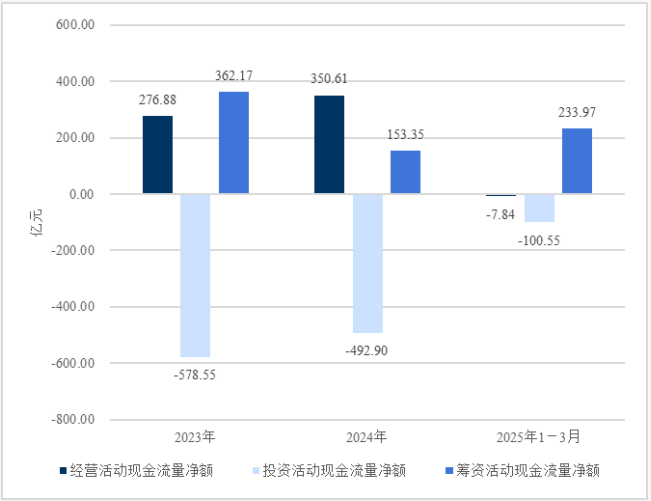
2025 年 1－3 月，公司实现营业总收入和营业成本同比分别下降 4.59%和 2.29%；利润总额同比下降 28.29%。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	1949.53	2020.59	476.68
营业成本	1592.31	1670.16	397.77
期间费用	147.08	169.32	41.92
其他收益	13.55	15.80	4.79
投资收益	15.81	11.92	2.85
利润总额	216.35	174.03	37.83
归属母公司股东的净利润占比	17.29%	11.66%	10.04%
营业利润率	17.69%	16.70%	15.81%
总资本收益率	7.29%	5.49%	--
净资产收益率	14.75%	11.01%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 •公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2024 年，公司经营活动现金流入量同比小幅增长 2.31%；经营活动现金流出量同比变化不大；经营活动现金净流入量同比增长 26.63%；现金收入比为 114.96%，收入实现质量保持高水平。从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入 187.39 亿元，同比增长 87.62%，主要系收回部分裕龙石化产业园炼油指标款所致；投资活动现金流出量同比变化不大。受此影响，公司投资活动现金净流出量同比下降 14.80%。2024 年，公司筹资活动前现金流量净额为-142.29 亿元，同比下降 52.83%，筹资活动前现金流仍表现为净流出，但净流出规模大幅缩减。从筹资活动来看，2024 年，公司融资规模扩大，筹资活动现金流入量和流出量同比分别增长 12.35%和 25.47%；筹资活动现金净流入量同比下降 57.66%。

2025 年 1—3 月，公司产品价格下滑，经营活动现金流转为净流出 7.84 亿元，投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-100.55 亿元和 233.97 亿元。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标表现有所弱化，但整体表现佳，未使用授信余额很大，对外担保或有负债风险小。补充剩授信啥的再融资吧，保障

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	78.84%	74.63%	78.03%
	速动比率	56.42%	52.48%	57.33%
	经营现金流动负债比	20.42%	22.02%	--
	现金短期债务比（倍）	0.49	0.47	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	360.58	362.08	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.38	6.11	--
	EBITDA/利息支出（倍）	7.26	6.33	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率变化不大，流动资产对流动负债的保障程度尚可。2024 年，受经营活动现金流量净额同比增长影响，导致经营现金流动负债比同比小幅增长；现金短期债务同比小幅下降，现金类资产对短期债务的保障程度仍属较强。从长期偿债指标看，2024 年，公司有息债务规模扩大，EBITDA 同比小幅增长，EBITDA 对现有债务本息的覆盖程度佳。整体看，公司长、短期偿债能力指标表现佳。如考虑将永续债计入债务，公司实际偿债压力将高于偿债指标表现。

图表 18 • 截至 2024 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

担保方	被担保人	担保到期日	担保方式	担保余额	反担保措施
公司	山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司	2025 年 11 月 23 日	质押担保	1.19	无

万华化学	烟台港万华工业园码头有限公司	2030 年 11 月 12 日	连带责任担保	4.04	烟台港万华工业园码头有限公司以其所有财产向万华化学提供反担保，承担连带保证责任。
	福建省东南电化股份有限公司	2032 年 12 月 05 日	连带责任担保	4.39	建省东南电化股份有限公司以及福建石油化工集团有限责任公司为万华化学就上述担保提供反担保
		2033 年 11 月 16 日	连带责任担保	2.14	
		2034 年 07 月 20 日	连带责任担保	0.65	
		2036 年 01 月 20 日	连带责任担保	0.02	
		2034 年 09 月 20 日	连带责任担保	0.46	
		2034 年 09 月 20 日	连带责任担保	2.00	

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额合计 14.89 亿元，担保比率为 1.09%，公司或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司合并口径共计获得银行授信额度 4125.53 亿元，未使用额度 2240.87 亿元。公司合并范围内有多家上市公司，具备直接融资能力。

3 公司本部主要变化情况

跟踪期内，公司本部资产主要由对子公司的长期股权投资和往来款构成；本部债务规模增长快，债务负担非常重。公司本部主要利润来源为对下属子公司的投资收益。公司本部持有上市公司股权以及从上市公司获得分红是其偿债的重要保障。但公司对重要上市子公司持股比例较低，分红对本部投资支持力度有限，且考虑到产业园类项目投入规模大，回报周期长，仍需关注该类项目后续运营及资金平衡情况。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 615.50 亿元，较上年底增长 3.57%。其中，流动资产 303.52 亿元（占 49.31%），主要由货币资金（占 10.34%）和其他应收款（合计）（占 89.65%）构成；非流动资产 311.99 亿元（占 50.69%），主要由其他非流动金融资产（占 13.07%）和长期股权投资（占 79.23%）构成。截至 2024 年底，公司本部负债总额 480.64 亿元，较上年底增长 25.34%。其中，流动负债 132.38 亿元（占 27.54%），主要由短期借款（占 11.34%）、其他应付款（合计）（占 19.90%）和一年内到期的非流动负债（占 68.73%）构成；非流动负债 348.26 亿元（占 72.46%），主要由长期借款（占 34.02%）和应付债券（占 65.98%）构成。截至 2024 年底，公司本部全部债务 454.25 亿元，较上年底增长 14.09%。其中，短期债务占 23.33%、长期债务占 76.67%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 78.09%和 77.11%。若将永续债计入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司本部全部债务 530.05 亿元，其他因素保持不变的情况下，公司本部资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.66%、89.20%和 86.19%，公司本部债务负担非常重。

公司本部营业总收入规模很小，主要利润来源为对下属子公司的投资收益。2024 年，公司本部营业总收入为 0.04 亿元，利润总额为 0.58 亿元，收益为 15.40 亿元。现金流方面，截至 2024 年底，公司本部经营活动现金流净额为 50.30 亿元，投资活动现金流净额-61.68 亿元，筹资活动现金流净额 20.73 亿元。

下表为截至 2024 年底，公司持有上市公司股份情况，公司所持上市公司股份均未质押。按照 2024 年底市值评估，公司持有上市公司股份价值约为 558.51 亿元[2]，为 2024 年底公司本部全部债务的 1.23 倍，对其全部债务覆盖程度很高。

图表 19 • 截至 2024 年底公司持有上市公司股份情况

子公司名称	截至 2024 年底持股比例
万华化学（600309.SH）	21.67%
冰轮环境（000811.SZ）	24.22%
泰和新材（002254.SZ）	22.19%
密封科技（301020.SZ）	24.92%
张裕 A/B（000869.SZ/200869.SZ）	5.99%
东方电子股份（000682.SZ）	12.66%

注：1.未列示公司间接持有烟台民士达特种纸业股份有限公司股份情况；2. 密封科技全称为烟台石川密封科技股份有限公司，张裕全称为烟台张裕葡萄酿酒股份有限公司
资料来源：公司提供

[2] 各公司参考市值与持股比例乘积之和，数据不含烟台民士达特种纸业股份有限公司市值

（五）ESG 方面

公司积极履行作为国有企业的社会责任，环保和社会责任方面积极履责。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。公司法人治理结构完善，内部管理制度健全，近年执行情况良好。

环境方面，公司作为烟台国资委下属产业类国有资产投资控股平台，公司下属子公司在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司下属重要子公司万华化学制定了以《万华化学环境保护管理程序》为核心，包含《万华化学建设项目环保管理制度》《万华化学固废管理制度》《万华化学环境监测管理规定》《万华化学防止危废自燃自热管理指南》《万华化学土壤地下水污染防治管理》《万华化学碳排放管理程序》《万华化学环境尽职调查管理制度》等的管理文件以完善环境管理体系。2024 年，万华化学碳排放总量（范畴 1+2）28.03 百万吨，碳排放强度 0.75tCO2e/t。

社会责任方面，公司运用内部大讲堂和外部凭证网络大课堂，组织全体员工培训，所有培训内容均紧扣公司工作实际和业务需求。公司重点通过“向上挂、向下送以及横向交流”三种途径，增进人员交流，推动员工加快成长。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内部管理制度健全，近年执行情况良好。同时，公司未来的经营方针稳健可行。

七、外部支持

公司为烟台国资委下属产业类国有资产投资控股平台，烟台地方政府在税收、补贴等方面给予公司有力支持；烟台国资委在资产及资本注入等方面均给予公司有力支持。

公司下属子公司密封科技及烟台泰和兴材料科技股份有限公司、烟台民士达特种纸业股份有限公司、宁夏宁东泰和新材有限公司等享受 15%的企业所得税优惠税率；万华化学集团环保科技有限公司、万华化学（宁波）有限公司、山东鲁商冰轮建筑设计有限公司、山东神舟制冷设备有限公司等企业享受 15%高新技术企业所得税优惠政策。

公司每年获得来自各级政府的扶持企业发展专项资金、财政贴息、产业振兴补助等多项资金支持。2024 年，公司获得政府现金补贴 10.97 亿元。

根据烟台市人民政府烟证字〔2017〕96 号批复，将万华实业集团、冰轮集团、泰和新材国有股权划转至公司。2019 年 10 月，烟台国资委同意以公司资本公积转增实收资本，公司实收资本增至 100.00 亿元。2023 年，公司股东等比例注资，公司注册资本增至 105.5556 亿元。截至 2023 年底，公司注册资本及实收资本均为 105.5556 亿元。2023 年以来，东方电子集团、烟台市城发健康养老服务有限公司、东方蓝天钛金科技有限公司及中航民用航空电子有限公司股权陆续划入公司。

八、债券偿还能力分析

公司对本报告所跟踪债券偿还能力非常强。

本报告所跟踪债券余额合计 140.00 亿元，公司 2024 年经营活动现金流入量、经营活动现金净额和 EBITDA 对本报告所跟踪债券余额的覆盖程度非常高。

图表 20 • 本报告跟踪债券偿还能力指标

项目	2024 年
本报告所跟踪债券余额（亿元）	140.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	18.46
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	2.50
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.39

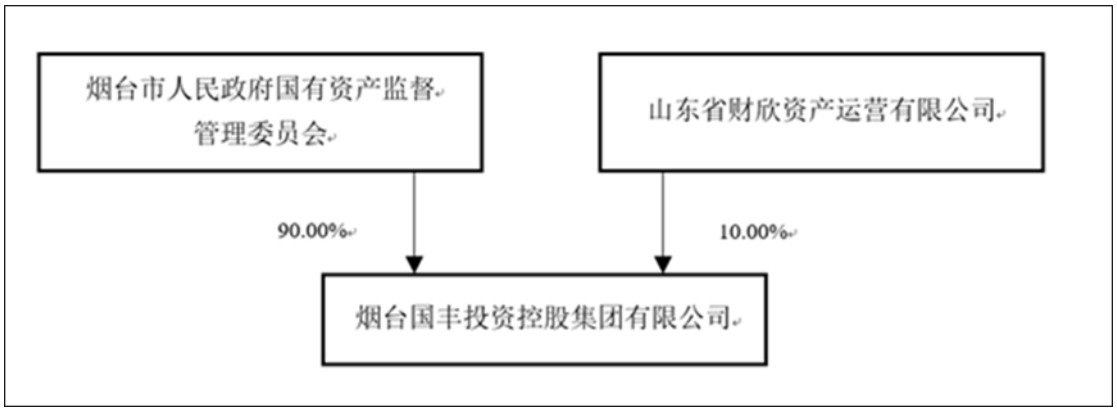
注：经营现金为经营活动现金净额
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

九、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持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“25 国丰集团 MTN001B”“25 国丰集团 MTN001A”“24 国丰集团 MTN003A”“24 国丰集团 MTN003B”“24 国丰集团 MTN002B”“24 国丰集团 MTN002A”“24 国丰集团 MTN001A”“24 国丰集团 MTN001B”“23 国丰集团

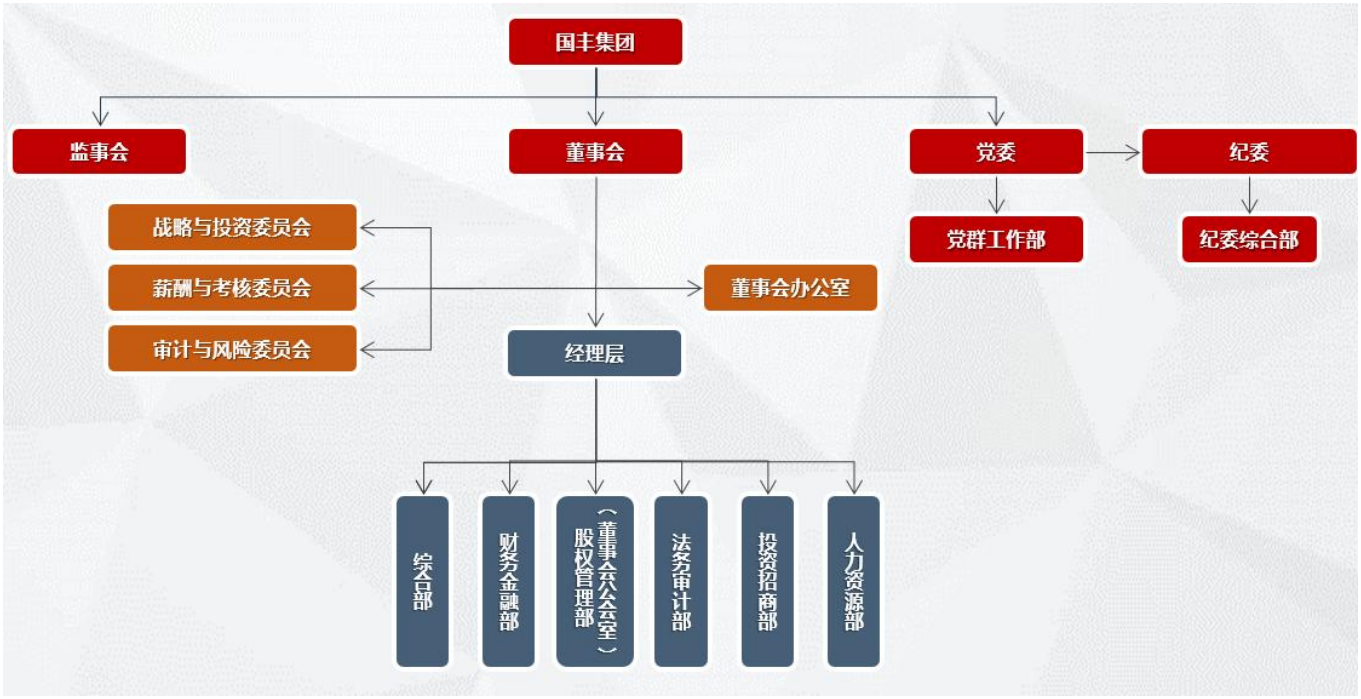
MTN007B”“23 国丰集团 MTN007A”“23 国丰集团 MTN006”“23 国丰债 01”“23 国丰 01”“23 国丰集团 MTN005B”“23 国丰集团 MTN005A”“23 国丰集团 MTN004B”“23 国丰集团 MTN004A”“23 国丰集团 MTN003(科创票据)”“23 国丰集团 MTN002B”“23 国丰集团 MTN002A”“23 国丰集团 MTN001”“22 国丰集团 MTN004”和“22 国丰集团 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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（截至本报告出具日）



资料来源：公司提供

附件 1-3　公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册地	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
烟台国泰诚丰资产管理有限公司	烟台	100.00	--	投资设立
烟台国盛投资控股有限公司	烟台	100.00	--	通过划拨方式取得
烟台国诚誉丰招商服务有限公司	烟台	100.00	--	投资设立
香港豐盛国际控股有限公司	香港	100.00	--	投资设立
烟台丰鼎实业投资合伙企业（有限合伙）	烟台	10.18	--	投资设立
烟台铭祥控股有限公司	烟台	52.00	--	通过划拨方式取得
东方航天港（山东）发展集团有限公司	烟台	51.00	--	投资设立
烟台生物医药健康产业发展集团有限公司	烟台	100.00	--	投资设立
烟台黄渤海投资发展集团有限公司	烟台	51.00	--	投资设立
泰和新材集团股份有限公司	烟台	18.63	3.56	通过划拨方式取得
烟台冰轮控股有限公司	烟台	100.00	--	通过划拨方式取得
冰轮环境技术股份有限公司	烟台	13.46	10.76	通过划拨方式取得
万华化学集团股份有限公司	烟台	21.59	0.08	通过划拨方式取得
山东裕龙石化产业园发展有限公司	烟台	51.22	--	投资设立
东方电子集团有限公司	烟台	45.90	--	通过划拨方式取得
烟台国源融资租赁有限公司	烟台	51.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

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）	461.46	487.54	/
应收账款（亿元）	161.60	196.75	214.71
其他应收款（合计）（亿元）	57.99	47.38	58.50
存货（亿元）	303.95	352.69	372.25
长期股权投资（亿元）	109.80	142.03	143.95
固定资产（合计）（亿元）	1069.23	1322.80	1507.09
在建工程（合计）（亿元）	620.02	742.57	591.04
资产总额（亿元）	3666.45	4195.44	4468.71
实收资本（亿元）	105.56	105.56	105.56
少数股东权益（亿元）	976.43	1065.87	1094.92
所有者权益（亿元）	1328.01	1360.46	1369.16
短期债务（亿元）	938.81	1046.01	1282.77
长期债务（亿元）	1000.07	1166.10	1228.20
全部债务（亿元）	1938.88	2212.11	2510.97
营业总收入（亿元）	1949.53	2020.59	476.68
营业成本（亿元）	1592.31	1670.16	397.77
其他收益（亿元）	13.55	15.80	4.79
利润总额（亿元）	216.35	174.03	37.83
EBITDA（亿元）	360.58	362.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2235.17	2322.85	515.58
经营活动现金流入小计（亿元）	2526.47	2584.73	551.17
经营活动现金流量净额（亿元）	276.88	350.61	-7.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-578.55	-492.90	-100.55
筹资活动现金流量净额（亿元）	362.17	153.35	233.97
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.57	9.61	--
存货周转次数（次）	6.03	5.09	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.51	--
现金收入比（%）	114.65	114.96	108.16
营业利润率（%）	17.69	16.70	15.81
总资本收益率（%）	7.29	5.49	--
净资产收益率（%）	14.75	11.01	--
长期债务资本化比率（%）	42.96	46.15	47.29
全部债务资本化比率（%）	59.35	61.92	64.71
资产负债率（%）	63.78	67.57	69.36
流动比率（%）	78.84	74.63	78.03
速动比率（%）	56.42	52.48	57.33
经营现金流动负债比（%）	20.42	22.02	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.47	/
EBITDA 利息倍数（倍）	7.26	6.33	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	6.11	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.公司合并口径其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务；3. “--”表示数据不适用，“/”表示未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.04	31.39	38.19
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	293.76	272.11	268.60
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	225.27	247.19	247.25
固定资产（合计）（亿元）	1.52	1.51	1.49
在建工程（合计）（亿元）	0.05	0.00	0.00
资产总额（亿元）	594.31	615.50	620.81
实收资本（亿元）	105.56	105.56	105.56
少数股东权益（亿元）	--	--	--
所有者权益（亿元）	210.84	134.87	101.21
短期债务（亿元）	39.41	106.00	129.32
长期债务（亿元）	317.20	348.26	363.73
全部债务（亿元）	356.61	454.25	493.05
营业总收入（亿元）	0.02	0.04	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他收益（万元）	2.62	2.60	6.66
利润总额（亿元）	2.01	0.58	-3.25
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.02	0.04	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	0.87	50.79	0.90
经营活动现金流量净额（亿元）	-33.31	50.30	0.79
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.59	-61.68	2.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	57.26	20.73	3.86
财务指标			
销售债权周转次数（次）	37.06	/	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	113.16	107.85	/
营业利润率（%）	22.05	59.85	/
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	0.95	0.43	--
长期债务资本化比率（%）	60.07	72.08	78.23
全部债务资本化比率（%）	62.84	77.11	82.97
资产负债率（%）	64.52	78.09	83.70
流动比率（%）	476.63	229.28	196.87
速动比率（%）	476.63	229.28	196.87
经营现金流动负债比（%）	-50.27	38.00	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.30	0.30
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.公司本部口径其他应付款和其他流动负债中有息项调整计入短期债务 3. “--”表示数据不适用，“/”表示未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期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