

# 烟台国丰投资控股集团有限公司

## 2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕2904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“26 国丰集团 MTN003A”“26 国丰集团 MTN003B”“26 国丰集团 MTN002A”“26 国丰集团 MTN002B”“26 国丰集团 MTN001(并购)”“25 国丰集团 MTN004B”“25 国丰集团 MTN004A”“25 国丰集团 MTN003A”“25 国丰集团 MTN003B”“25 国丰集团 MTN002”“25 国丰集团 MTN001A”“25 国丰集团 MTN001B”“24 国丰集团 MTN003B”“24 国丰集团 MTN003A”“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 MTN007A”“23 国丰集团 MTN007B”“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 MTN002B”“23 国丰集团 MTN001”“22 国丰集团 MTN003”“23 国丰债 01/23 国丰 01”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：

二〇二六年五月十九日

# 声 明

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

二、本报告系联合资信接受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。

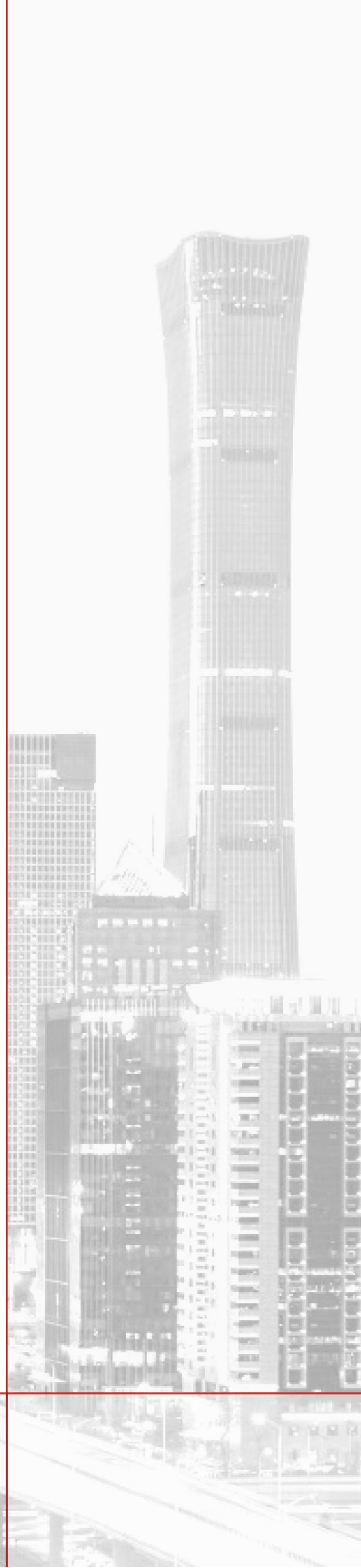
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

## 2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
烟台国丰投资控股集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
26 国丰集团 MTN003A/26 国丰集团 MTN003B/ 26 国丰集团 MTN002A/26 国丰集团 MTN002B/ 26 国丰集团 MTN001 (并购)/ 25 国丰集团 MTN004B/25 国丰集团 MTN004A/ 25 国丰集团 MTN003A/25 国丰集团 MTN003B/ 25 国丰集团 MTN002/ 25 国丰集团 MTN001A/25 国丰集团 MTN001B/ 24 国丰集团 MTN003B/24 国丰集团 MTN003A/ 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 MTN007A/23 国丰集团 MTN007B/ 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 MTN002B/ 23 国丰集团 MTN001/22 国丰集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/05/19
23 国丰债 01/23 国丰 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，跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续，区域地位显著，持续获得地方政府和烟台国资委在税收、补贴、资本注入等方面的有力支持。公司控参股多家上市公司，核心子公司行业竞争力突出；2025 年，公司营业总收入稳中有增，整体经营基础稳固。尽管公司业绩易受化工行业周期波动影响，但依托地方政府背书与核心子公司的行业龙头地位，公司经营韧性较强，整体经营风险非常低。2025 年，公司资产规模持续扩大，资产受限比例极低，整体资产质量良好；但当期计提的较大规模减值损失对利润形成一定侵蚀，同时公司有息债务规模持续扩大，本部债务负担非常重，产业园投资回报存在不确定性。此外，公司对重要上市公司持股比例较低、少数股东权益占比高。不过，公司本部所持上市公司股份市值高，对本部债务形成一定保障；叠加地方政府在资本补充、资源协调等方面的潜在支持，公司整体偿债资金来源较为稳定，债务接续压力可控，财务风险非常低。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性，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。2025 年，公司获政府补助 13.41 亿元；公司股东对公司增资。

- **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 2025 年底市值评估，公司持有各上市公司股份市值合计约为 627.08 亿元，为 2025 年底公司本部全部债务的 1.19 倍。
- **2025 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，整体资产质量很好。**2025 年，公司营业总收入同比增长 12.00%至 2263.16 亿元。截至 2025 年底，公司资产总额 4551.01 亿元，较上年底增长 8.48%；受限资产合计 165.60 亿元，占资产总额的 3.64%。

## 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，2025 年，公司归属于母公司所有者的净利润占比仅为 4.66%。
- **公司计提的较大规模减值损失侵蚀利润。**2025 年，公司计提资产减值损失 6.99 亿元，计提信用减值损失 12.19 亿元，上述减值占当期利润总额的 12.59%
- **2025 年，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。**截至 2025 年底，公司全部债务 2446.18 亿元，较上年底增长 10.58%。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 2464.68 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 68.67%、63.35%和 47.79%；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 88.97%和 88.48%。

## 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	2
			盈利能力	2
			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

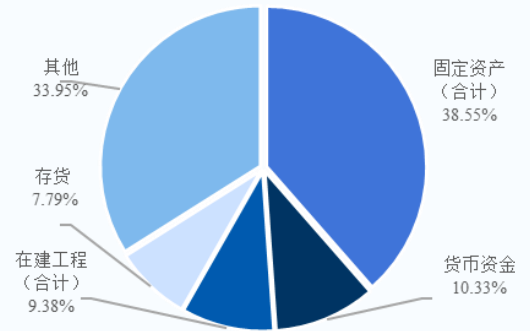
合并口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产（亿元）	487.54	543.91	/
资产总额（亿元）	4195.44	4551.01	4796.27
所有者权益（亿元）	1360.46	1444.33	1482.71
短期债务（亿元）	1046.01	1159.36	/
长期债务（亿元）	1166.10	1286.82	/
全部债务（亿元）	2212.11	2446.18	/
营业总收入（亿元）	2020.59	2263.16	593.55
利润总额（亿元）	174.03	152.25	52.13
EBITDA（亿元）	362.08	387.51	--
经营性净现金流（亿元）	350.61	356.70	63.25
营业利润率（%）	16.70	14.19	14.82
净资产收益率（%）	11.01	8.73	--
资产负债率（%）	67.57	68.26	69.09
全部债务资本化比率（%）	61.92	62.88	/
流动比率（%）	74.63	75.14	84.41
经营现金流动负债比（%）	22.02	20.62	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.47	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.33	6.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.11	6.31	--

公司本部口径			
项目	2024年	2025年	2026年3月
资产总额（亿元）	615.50	660.63	656.04
所有者权益（亿元）	134.87	82.56	79.33
全部债务（亿元）	454.25	528.39	519.74
营业总收入（亿元）	0.04	0.02	0.00
利润总额（亿元）	0.58	4.22	-3.06
资产负债率（%）	78.09	87.50	87.91
全部债务资本化比率（%）	77.11	86.49	86.76
流动比率（%）	229.28	180.49	198.47
经营现金流动负债比（%）	38.00	15.56	--

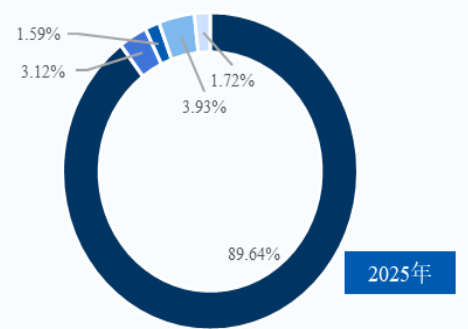
注：1. 公司2026年一季度财务报表未经审计，部分数据未获取；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务；4. “--”表示数据不适用，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025年底公司资产构成

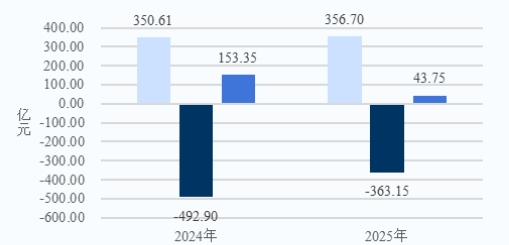


2025年公司收入构成



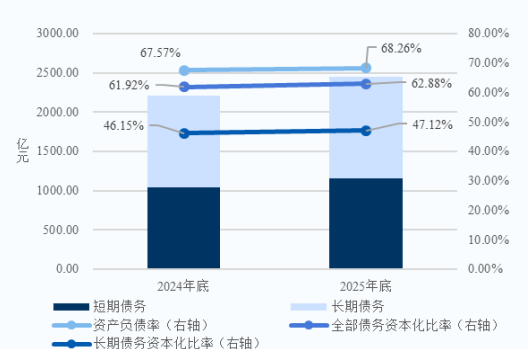
■ 化工 ■ 能源设备及服务 ■ 高性能纤维 ■ 电力自动化 ■ 其他业务

2024—2025年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2024—2025年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 资产负债率（右轴） ■ 全部债务资本化比率（右轴）

## 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
26 国丰集团 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2029/04/24	--
26 国丰集团 MTN003B	10.00 亿元	10.00 亿元	2031/04/24	--
26 国丰集团 MTN002A	5.00 亿元	5.00 亿元	2029/03/25	--
26 国丰集团 MTN002B	10.00 亿元	10.00 亿元	2031/03/25	--
26 国丰集团 MTN001 (并购)	5.00 亿元	5.00 亿元	2031/01/06	--
25 国丰集团 MTN004B	10.00 亿元	10.00 亿元	2030/10/23	--
25 国丰集团 MTN004A	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/10/23	--
25 国丰集团 MTN003A	10.00 亿元	10.00 亿元	2030/08/07	--
25 国丰集团 MTN003B	5.00 亿元	5.00 亿元	2035/08/07	--
25 国丰集团 MTN002	15.00 亿元	15.00 亿元	2030/06/13	--
25 国丰集团 MTN001A	3.00 亿元	3.00 亿元	2030/01/10	--
25 国丰集团 MTN001B	12.00 亿元	12.00 亿元	2035/01/10	--
24 国丰集团 MTN003B	10.00 亿元	10.00 亿元	2034/06/14	--
24 国丰集团 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2027/06/14	--
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 MTN007A	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/08/23	--
23 国丰集团 MTN007B	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/08/23	--
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 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2028/03/17	--
23 国丰集团 MTN001	4.00 亿元	4.00 亿元	2028/01/16	--
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
26 国丰集团 MTN003A	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/10	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
26 国丰集团 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/03/12	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
26 国丰集团 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/12/23	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
26 国丰集团 MTN001 (并购)	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/10/16	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN004B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/10/16	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN004A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/08/01	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN003A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/08/01	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/18	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/18	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
2025 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/20	王皓 高星	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	<a href="#">阅读全文</a>
25 国丰集团 MTN001B	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
24 国丰集团 MTN003A	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
24 国丰集团 MTN002B	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
24 国丰集团 MTN001B	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
23 国丰集团 MTN007B	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
23 国丰集团 MTN005B	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	<a href="#">阅读全文</a>
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	<a href="#">阅读全文</a>
23 国丰集团 MTN004B	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	<a href="#">阅读全文</a>

23 国丰集团 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/03/03	李晨 王皓	<a href="#">化工企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 国丰集团 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/01/05	李晨 王皓	<a href="#">化工企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 国丰集团 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/10/13	李晨 王皓	<a href="#">化工企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">化工企业信用评级模型（打分表）V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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](mailto:wanghao@lhratings.com)

项目组成员：高星 [gaoxing@lhratings.com](mailto:gaoxing@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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。2025年，公司股东先后以资本公积转增实收资本及现金出资的方式增加公司注册资本。截至2026年3月底，公司注册资本及实收资本均为110.72亿元；烟台国资委为公司控股股东及实际控制人。

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2026年3月底，公司控股、参股多家上市公司，详细持股情况见图表19。

截至2025年底，公司合并资产总额4551.01亿元，所有者权益1444.33亿元（含少数股东权益1190.88亿元）；2025年，公司实现营业总收入2263.16亿元，利润总额152.25亿元。截至2026年3月底，公司合并资产总额4796.27亿元，所有者权益1482.71亿元（含少数股东权益1226.62亿元）；2026年1—3月，公司实现营业总收入593.55亿元，利润总额52.13亿元。

截至2025年底，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2026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，以下除未到付息日的债券以外，其余均在约定付息日按期付息。

图表1·截至2026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
26 国丰集团 MTN003B	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/04/24	5 年
26 国丰集团 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/04/24	3 年
26 国丰集团 MTN002A	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/03/25	3 年
26 国丰集团 MTN002B	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/03/25	5 年
26 国丰集团 MTN001(并购)	5.00 亿元	5.00 亿元	2026/01/06	5 年
25 国丰集团 MTN004B	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/10/23	5 年
25 国丰集团 MTN004A	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/10/23	3 年
25 国丰集团 MTN003A	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/08/07	5 年
25 国丰集团 MTN003B	5.00 亿元	5.00 亿元	2025/08/07	10 年
25 国丰集团 MTN002	15.00 亿元	15.00 亿元	2025/06/13	5 年
25 国丰集团 MTN001A	3.00 亿元	3.00 亿元	2025/01/10	5 年
25 国丰集团 MTN001B	12.00 亿元	12.00 亿元	2025/01/10	10 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 MTN003A	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/06/14	3 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 MTN007A	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/08/23	3 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 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 MTN002B	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/03/17	5 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 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，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）](#)》。

## 五、行业分析

2025 年化工行业景气指数于底部温和回升，前三季度样本企业营收小幅下滑，盈利明显改善，但行业投资结构分化，行业整体债务杠杆小幅上升。从主要发债细分行业来看：

(1) 炼化：2025 年，我国炼油产能全球领先，但原油对外依存度偏高。行业持续推进减油增化转型，乙烯等自给率改善，未来炼化行业仍以结构优化、转型升级为主基调。(2) 盐化工：2025 年，纯碱在供给增加、库存高企及玻璃下游需求不振等因素影响下，价格持续低位运行，预计 2026 年仍维持供给宽松行业格局。PVC 出口大幅增长对供过于求局面有所缓解，2026 年行业景气度有望回暖。烧碱供需紧平衡，氧化铝与新能源行业需求拉动显著。(3) 化肥：2025 年农业需求稳健、工业需求向好，但尿素行业供给宽松，全年价格偏弱运行，2026 年西北地区低成本产能持续释放，行业整体仍处于供给宽松局面。磷肥受磷矿管控产能收缩，新能源行业高速增长带动工业需求走高，2026 年价格仍有望维持高位。钾肥国内集中度高、对外依赖度大，2026 年国际供应偏紧，国内需求稳增，行业整体供需紧平衡。(4) 化纤：2025 年，化学纤维行业终端需求呈现“内增外韧”态势，但受外部环境影响，运行压力有所显现。预计 2026 年，纺织品服装内销温和复苏，但出口仍面临全球经济放缓及贸易摩擦增多等不利因素。(5) 聚烯烃及橡胶助剂：2025 年，聚烯烃产能迎来爆发式增长，导致供需环境趋于宽松，价格中枢显著下移。2026 年，虽然国内产能扩张带来的长期供应压力依然存在，但短期内中东局势引发的原料短缺和价格飙升，将成为决定市场价格的最关键变量。2025 年，橡胶助剂总产量及出口量同比均有所增长，未来产量仍有望提升。

2026 年，化工行业供给端将持续结构优化，但传统行业需求承压，高端产品需求有望高速增长。成本端，石油价格大涨推高石油化工成本，但我国煤化工优势凸显，海外部分供给受损有望助推我国化工品出口增长。行业分析全文请参见《2026 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下辖的各上市企业，相关子公司在其领域内均保持明显的市场竞争优势。**

万华化学现为全球最大的 MDI 供应商和 TDI 供应商。截至 2025 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 147 万吨/年，聚醚产能 232 万吨/年。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、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 2025 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，2025 年，万华化学加速第八代 MDI 技术应用并优化煤浆提浓等工艺，同时拓展建筑保温、新型胶粘剂等新应用场景；石化领域，蓬莱 POCHP 装置成功开车，乙烯装置原料多元化技改基本完成；VA 全产业链投产，MS 装置切入高端光学材料，POE、聚烯烃等高附加值产品拓展细分市场。2025 年，万华化学申请国内外发明专利 1230 余件，新获得授权 715 余件。泰和新材在国内率先突破氨纶、间位芳纶、芳纶纸、对位芳纶产业化技术和全球首创的智能纤维产业化技术；拥有国家认定企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心、山东省芳纶产业技术创新中心、博士后科研工作站等行业领先的研发平台。泰和新材先后承担参与国家级科研项目 30 余项，授权专利 300 余项，牵头和参与编写了 100 多项国家和行业标准，是相关领域国家和行业标准的制定者；被中国化学纤维工业协会授予全国首家“国家高性能纤维材料研发生产基地”。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征信中心企业信用报告（中征码：370610001071979），截至 2026 年 5 月 6 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 2026 年 5 月 15 日，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。**

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续。

2025 年以来，王浩先生履新公司董事长；初航正先生履新公司总经理、董事；公司外部董事及职工董事均有变更。截至 2026 年 4 月底，公司拥有董事和高级管理人员共 12 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，招远市委常委、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。

2025年7月，初航正先生履新公司总经理兼董事职务。初航正先生拥有研究生学历，历任烟台市芝罘区国有资产管理局科员，烟台市芝罘区组织部组织科科长，烟台市财政局办公室副主任、行政事业资产科副科长、综合科科长，烟台市国有资本运营集团有限公司副总经理、总经理，烟台市轨道交通集团有限公司党委副书记、工会主席，烟台交通集团有限公司党委副书记、工会主席。

### （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，综合毛利率水平有所下滑，各业务收入占比变化不大。

2025年，化工板块仍是公司主要收入来源；受益于化工、能源设备及服务和电力自动化板块收入增长，公司营业总收入同比增长12.00%。同期，高性能纤维板块受供需冲突等因素影响，氨纶销量减少，氨纶及芳纶价格下滑，收入同比下降。公司其他业务主要为特色产业投资，2025年，受裕龙石化产业园投产，新增管理费收入，其他业务收入同比大幅增长。

毛利率方面，2025年，受市场需求变动等因素的影响，化工板块部分商品销售价格下滑，毛利率同比下降2.57个百分点；能源设备及服务、高性能纤维和电力自动化业务毛利率基本保持稳定。其中，高性能纤维板块原材料价格下降使得其毛利率同比小幅提升。同期，裕龙石化产业园投产使得其他业务成本增加，板块毛利率同比下降。综上影响，2025年，公司综合毛利率同比小幅下降。

2026年1-3月，受国际原油价格上涨、全球化工产业供需格局改变等因素影响，公司实现营业总收入和营业成本同比分别大幅增长24.52%和26.17%；综合毛利率水平较上年同期小幅下降。

图表2·2024—2025年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024年			2025年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工	1816.68	89.91%	16.20%	2028.76	89.64%	13.63%
能源设备及服务	66.26	3.28%	27.67%	70.52	3.12%	26.93%
高性能纤维	39.29	1.94%	15.98%	35.95	1.59%	16.58%
电力自动化	80.02	3.96%	34.07%	88.96	3.93%	32.48%
其他	18.34	0.91%	23.34%	38.97	1.72%	15.67%
合计	2020.59	100.00%	17.34%	2263.16	100.00%	14.87%

注：尾差系四舍五入所致  
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。2025年，中美贸易形势变化使得万华化学乙烷采购价格同比大幅增长。考虑到区域性战争等因素，联合资信将对万华化学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2025年底万华化学产能情况

项目	截至2025年底设计产能
聚氨酯项目	MDI项目380万吨/年、TDI项目147万吨/年、聚醚项目232万吨/年
烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	468万吨/年
烟台工业园PO/AE一体化项目	279万吨/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：联合资信整理公开资料

2025年，万华烟台工业园25万吨/年LDPE装置（低密度聚乙烯，石化产品）一次性开车成功，二期120万吨/年乙烯及下游高端装置投产；万华福建工业园36万吨/年TDI二期项目投产；蓬莱石化项目达产新增73万吨/年聚酯产能。跟踪期内，万华化学产能规模持续扩张，环氧丙烷、丙烯酸丁酯、新戊二醇等多个产品国内市场份额已达到行业第一。

跟踪期内，万华化学主要原材料采购模式未发生重大变化，受新产能投产影响，主要原材料新增乙烷和石脑油。其中，受中美贸易形势变化影响，美国阶段性对高端乙烷出口实施管制，万华化学乙烷采购价格同比大幅增长；除乙烷外的主要原材料采购价格均同比有所下降。2025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23.66%，采购集中度较上年有所提升，但仍保持较低水平。

图表4·万华化学主要原材料采购情况

原材料		2024年	2025年
纯苯	采购量(万吨)	314	320
	采购价格同比变化	14.50%	-24.70%
化工煤	采购量(万吨)	450	445
	采购价格同比变化	-12.60%	-17.20%
LPG(丙烷、丁烷)	采购量(万吨)	913	1013
	丙烷LPG采购价格同比变化	-1.46%	-4.14%
	丁烷LPG采购价格同比变化	2.43%	-4.26%
乙烷	采购量(万吨)	--	76
	采购价格同比变化	--	23.00%
石脑油	采购量(万吨)	--	463
	采购价格同比变化	--	-14.00%

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；3.万华化学未披露2024年乙烷及石脑油采购数据  
资料来源：联合资信整理公开资料

跟踪期内，受益于新产能投产，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。2025年，聚氨酯系列产品价格同比呈下降趋势。其中，纯MDI全年终端消费增速放缓，供应端产能增加，进口货源冲击市场，全年市场均价约18500元/吨；聚合MDI进口货源增量明显，市场价格呈下滑走势，全年市场均价约16200元/吨；TDI受关税影响，下游产业逐步外迁、国内需求偏弱，市场均价约13500元/吨。2026年一季度，聚氨酯系列产品整体价格呈上涨趋势。其中纯MDI需求端向好，供应整体偏紧，市场均价小幅增至20000元/吨左右；聚合MDI国内市场需求稳健，市场均价约15500元/吨；TDI下游需求整体稳定，市场均价约15800元/吨。

图表5·万华化学主要板块产销情况

聚氨酯	2024年	2025年	同比变化	2026年1-3月
产量(万吨)	580	623	7.41%	168
销量(万吨)	564	631	11.88%	165
产销率	97.24%	101.28%	--	98.21%
石化产品	2024年	2025年	同比变化	2026年1-3月
产量(万吨)	544	647	18.93%	171
销量(万吨)	547	633	15.72%	166
产销率	100.55%	97.84%	--	97.08%
精细化学品及新材料产品	2024年	2025年	同比变化	2026年1-3月
产量(万吨)	209	254	21.53%	80
销量(万吨)	203	256	26.11%	73
产销率	97.13%	100.79%	--	101.28%

注：1.表内数据为万华化学口径，2023—2025年石化产品产销不包含LPG贸易量；2.产销率计算差异系产销数据四舍五入所致  
资料来源：联合资信整理公开资料

万华化学将电池材料作为第二主业，实施从“化工”向“化工+新能源”的战略转型，电池板块产品涵盖磷酸铁锂、石墨负极、电池级硫酸盐、N-甲基吡咯烷酮（NMP）、聚丙烯酸（PAA）等。

截至 2025 年底，万华化学重要建设项目投资预算合计 1735.10 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 2025 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	760.44	95.59%	自有资金及银行借款
异氰酸酯新建及配套项目	199.66	92.11%	自有资金及银行借款
乙烯二期项目	176.00	67.03%	自有资金及银行借款
电池产业链项目	43.16	80.62%	自有资金及银行借款
高性能材料一体化项目	395.79	59.23%	自有资金及银行借款
大型煤气化项目	54.85	78.03%	自有资金及银行借款
PVDF 项目	12.87	87.43%	自有资金及银行借款
绿色功能添加剂项目	27.50	68.16%	自有资金及银行借款
乙烯技改项目	52.16	88.11%	自有资金
BC 公司气化装置项目	12.67	84.88%	自有资金及银行借款
合计	1735.10	--	--

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：联合资信整理公开资料

### （2）能源设备及服务

跟踪期内，冰轮环境经营稳定，海外收入规模扩大。同时，冰轮环境应收款项规模较大，减值风险释放较充分，持续关注其应收款质量及回收情况。

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。

2025 年，冰轮环境采购、生产和销售模式未发生重大变化，产品产销量均较上年同期小幅增长。同期，公司国内业务下游需求放缓，短期市场承压，收入保持稳定；“向海”战略顺利推进，国外收入同比增长 17.62%。

截至 2025 年底，冰轮环境合并资产总额 129.93 亿元，所有者权益 67.58 亿元（含少数股东权益 3.80 亿元）；2025 年，冰轮环境实现营业总收入 70.52 亿元，同比增长 6.28%；利润总额 7.72 亿元，同比持平。

图表 7 • 冰轮环境产品产销情况

气温控制设备及系统	2024 年	2025 年
销售量（台/套）	22348	22368
生产量（台/套）	22316	22391
产销率	100.14%	99.90%
库存量（台/套）	1226	1249

资料来源：公司提供、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，2025 年，冰轮环境前五大客户销售金额占比为 5.06%，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 2025 年末，冰轮环境应收账款账面价值为 18.33 亿元，较上年底略有下降；账龄主要在 1 年以内（含 1 年），坏账计提比例为 17.24%，减值风险释放较充分。

### （3）高性能纤维

2025 年，泰和新材氨纶量价齐跌，业务经营亏损幅度有所收窄；芳纶量增价减，业务盈利能力下滑。泰和新材部分在建项目进度滞后，联合资信将持续关注上述项目的建设进度、转固情况以及投产后的经营效益。

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。截至 2025 年底，泰和新材间位芳纶和芳纶纸产能居全球第二位，对位芳纶产能居全球第三位，氨纶产能居全球第五位，产品质量和品牌具备竞争优势。

2025 年，泰和新材氨纶产量下降，导致 PTMG 和 MDI 采购量均同比有所下降；芳纶产量有所增长，泰和新材压减库存原材料规模使得其对应原材料采购量同比小幅下降。同期，泰和新材主要原材料采购均价均呈下降趋势。泰和新材部分原材料以市场价格从万华化学采购，2025 年，该部分原料采购金额为 3.32 亿元<sup>1</sup>。

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	2024 年	2025 年
PTMG	采购量	52692.00	42072.05
	采购均价	1.19	1.03
MDI	采购量	12482.90	9323.00
	采购均价	1.87	1.69
间苯二胺	采购量	5577.11	5551.10
	采购均价	2.15	1.76
间苯二甲酰氯	采购量	10172.61	9839.36
	采购均价	1.57	1.54
对苯二胺	采购量	4505.74	4211.56
	采购均价	3.05	2.25
对苯二甲酰氯	采购量	8986.16	7810.69
	采购均价	1.41	1.40

资料来源：公司提供、联合资信整理

截至 2025 年底，泰和新材氨纶和芳纶名义产能分别为 10.00 万吨/年和 3.20 万吨/年，受产线升级、检修等因素影响，有效产能分别为 8.50 万吨/年和 3.00 万吨/年。同时，泰和新材高效智造间位芳纶产业化项目仍有 2.00 万吨芳纶产能正在建，该项目进度滞后。联合资信将持续关注泰和新材在建项目的建设进度、转固情况以及投产后的经营效益。

2025 年，受氨纶行业供需格局持续失衡影响，泰和新材氨纶产销量均同比下降；氨纶成本端支撑较弱，产品价格的历史低位区间继续回落。综上影响，泰和新材氨纶业务仍处于较大幅度亏损状态，但亏损程度已收窄。同期，泰和新材芳纶产品向高端领域拓展，出口量增加带动产品产销量同比增长。但受传统领域需求增长乏力与新增产能集中释放双重因素影响，芳纶产品价格下行，板块盈利能力有所下滑。

截至 2025 年底，泰和新材合并资产总额 155.41 亿元，所有者权益 78.29 亿元（含少数股东权益 7.70 亿元）；2025 年，泰和新材实现营业收入 35.95 亿元，同比下降 8.50%；利润总额 0.68 亿元，同比略有增长。

图表 9 • 泰和新材主要产品产销情况

氨纶	2024 年	2025 年
产量（吨）	71850	53328
销量（吨）	67673	61588
产销率	94.19%	115.49%
销售均价（万元/吨）	2.39	2.17
芳纶	2024 年	2025 年
产量（吨）	20241	26133
销量（吨）	19371	23317
产销率	95.70%	89.22%
销售均价（万元/吨）	10.03	9.50

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供、联合资信整理

<sup>1</sup> 数据来自泰和新材 2025 年年报关联交易情况

2025 年，泰和新材前五大客户销售金额 2.89 亿元，占营业总收入比重为 8.03%，销售集中度很低。

#### (4) 电力自动化

2025 年，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，海外业务拓展加速。

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。2025 年，东方电子股份在研项目 478 个；专利授权 117 件；软件著作权获取 146 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 38 项。

2025 年，东方电子股份营业总收入同比增长 11.04%，海外收入同比大幅增长 84.63%，经营业绩持续向好。同期，东方电子股份及子公司全年累计中标额突破 115 亿元，新市场合同额占海外市场合同额比重超过 30%。

截至 2025 年底，东方电子股份合并资产总额 140.16 亿元，所有者权益 64.09 亿元（含少数股东权益 4.95 亿元）；2025 年，东方电子股份实现营业总收入 83.77 亿元，同比增长 11.04%；利润总额 10.27 亿元，同比增长 26.77%。

图表 10 • 2024—2025 年东方电子股份主要板块收入情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	同比变化率
调度及云化业务	12.90	12.44	-3.55%
输变电自动化业务	8.57	11.74	37.04%
智能配用电业务	43.24	46.91	8.48%
综合能源及虚拟电厂	2.20	2.55	15.98%
新能源及储能业务	2.96	3.40	14.78%
工业互联网及智能制造	4.48	5.62	25.49%

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

2025 年，公司逐步退出贸易业务及相关经营主体并对应收账款计提大额坏账准备，联合资信将持续关注公司后续退出情况及相关应收款项的回收情况。公司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”）。2025 年，公司逐步退出贸易业务及相关经营主体。截至 2025 年底，公司已完成国丰均和退出工作，国丰均和不再纳入公司合并范围。公司以“业务先退、股权再退”的方式逐步退出丰瑞实业，基于回收风险，当期丰瑞实业应收账款计提 9.82 亿元坏账准备（计提比例 90%）。联合资信将持续关注丰瑞实业后续退出情况及相关应收款项的回收情况。

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 2026 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 8 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较上年变化不大。

从经营效率指标看，2025 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 9.27 次、5.45 次和 0.52 次，较上年变化不大。

### (四) 财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2025 年，公司新纳入合并范围子公司 2 家，分别为 BorsodChem Polyurethane Italy S.r.l.和烟台毓璜顶眼视光科技有限责任公司，注销子公司 2 家，分别为烟台冰轮控股有限公司和烟台丰鼎实业投资合伙企业（有限合伙）。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；应收账款计提较大规模坏账准备。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，整体资产质量很好。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 2025 年底，受益于子公司经营规模扩张，公司合并资产总额较上年底增长 8.48%，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，公司经营及筹资获现累积，货币资金较上年底小幅增长，货币资金主要由银行存款（92.80%）构成；应收账款较上年底增长 10.40%，主要系万华化学等子公司经营规模扩张所致，公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内（含 1 年）。当期基于回收风险，公司对丰瑞实业应收账款计提 9.82 亿元坏账准备（计提比例 90%）。随着公司在建项目的陆续建成并转入固定资产科目以及购入机器设备等资产，截至 2025 年底，公司固定资产规模扩大，在建工程较上年底下降；预付工程和设备款减少使得其他非流动资产较上年底下降。

图表 11 • 公司资产及负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2025 年底数据较 2024 年底 数据变化幅度 (%)	2026 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)		金额	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>1188.37</b>	<b>28.33</b>	<b>1300.04</b>	<b>28.57</b>	<b>9.40</b>	<b>1567.09</b>	<b>32.67</b>
货币资金	435.07	10.37	470.03	10.33	8.04	658.12	13.72
应收账款	196.75	4.69	217.20	4.77	10.40	202.87	4.23
存货	352.69	8.41	354.69	7.79	0.57	389.37	8.12
<b>非流动资产</b>	<b>3007.08</b>	<b>71.67</b>	<b>3250.97</b>	<b>71.43</b>	<b>8.11</b>	<b>3229.18</b>	<b>67.33</b>
固定资产（合计）	1322.80	31.53	1754.24	38.55	32.62	1777.01	37.05
在建工程（合计）	742.57	17.70	426.91	9.38	-42.51	409.52	8.54
其他非流动资产	271.05	6.46	249.49	5.48	-7.95	248.93	5.19
<b>资产总额</b>	<b>4195.44</b>	<b>100.00</b>	<b>4551.01</b>	<b>100.00</b>	<b>8.48</b>	<b>4796.27</b>	<b>100.00</b>
<b>流动负债</b>	<b>1592.44</b>	<b>56.17</b>	<b>1730.14</b>	<b>55.69</b>	<b>8.65</b>	<b>1856.54</b>	<b>56.03</b>
短期借款	399.04	14.08	314.21	10.11	-21.26	641.38	19.36
应付票据	445.26	15.71	532.92	17.15	19.69	360.36	10.88
应付账款	325.80	11.49	323.37	10.41	-0.75	309.71	9.35
一年内到期的非流动负债	200.50	7.07	312.01	10.04	55.62	279.48	8.43
<b>非流动负债</b>	<b>1242.54</b>	<b>43.83</b>	<b>1376.54</b>	<b>44.31</b>	<b>10.78</b>	<b>1457.03</b>	<b>43.97</b>
长期借款	665.05	23.46	610.33	19.65	-8.23	653.55	19.72
应付债券	283.14	9.99	402.13	12.94	42.02	438.59	13.24
长期应付款（合计）	172.71	6.09	182.63	5.88	5.74	190.22	5.74
<b>负债总额</b>	<b>2834.98</b>	<b>100.00</b>	<b>3106.68</b>	<b>100.00</b>	<b>9.58</b>	<b>3313.57</b>	<b>100.00</b>

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 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 9.58%，负债结构相对均衡。其中，公司短期借款于年末阶段性减少，信用借款（95.43%）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；公司剩余期限在 1 年内的长期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，长期借款较上年底有所下降，主要由信用借款构成（占 85.70%）；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小幅增长，主要系应付政府专项债券较上年底增加所致。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额和负债总额分别较上年底增长 5.39% 和 6.66%，货币资金和短期借款均较上年底显著增长，主要系万华化学受原材料备货、项目投入增加及票据结算规模回落等因素影响，主动扩大短期债务融资规模所致。

截至 2025 年底，公司受限资产合计 165.60 亿元，占资产总额的 3.64%，资产受限比例非常低。

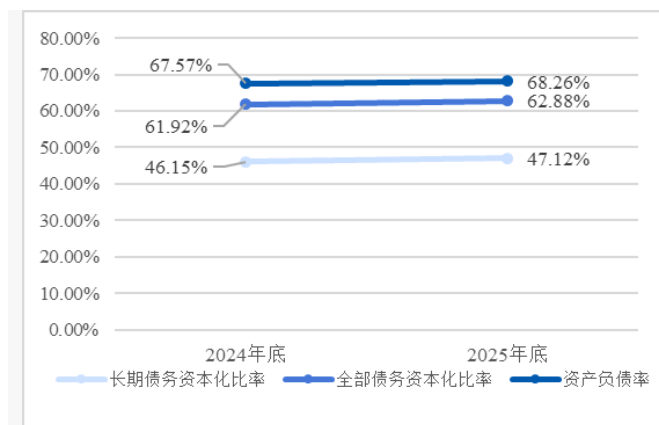
图表 12 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

项目	金额 (亿元)	占期末资产总额比例	受限原因
货币资金	33.95	0.75%	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、冻结资金及其他
应收票据	0.03	0.001%	用于票据背书
应收款项融资	3.05	0.07%	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、票据池质押授信
存货	1.25	0.03%	抵押贷款
其他流动资产	0.16	0.004%	质押
投资性房地产	29.45	0.65%	抵押贷款
固定资产	40.47	0.89%	抵押贷款、售后租回
无形资产	1.56	0.03%	抵押贷款
在建工程	7.16	0.16%	抵押贷款
其他权益工具投资	40.29	0.89%	质押
长期应收款	2.65	0.06%	应收账款转让
一年内到期的非流动资产	2.29	0.05%	应收账款转让
其他非流动金融资产	3.31	0.07%	获配的战略配售股票
<b>合计</b>	<b>165.60</b>	<b>3.64%</b>	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

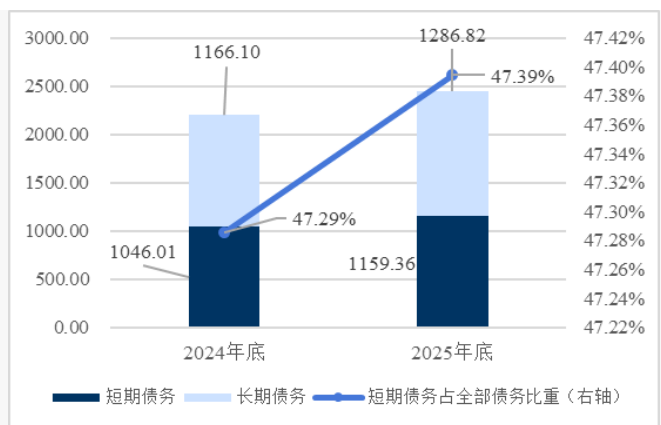
截至 2025 年底，公司所有者权益 1444.33 亿元，较上年底增长 6.16%，主要系实收资本及少数股东权益增长所致。其中，实收资本、未分配利润和少数股东权益分别占 7.67%、7.48% 和 82.45%，所有者权益结构有待优化。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 1482.71 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

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

截至 2025 年底，公司全部债务 2446.18 亿元，较上年底增长 10.58%，主要系经营规模扩张导致资金需求增长，有息债务规模持续扩大所致。债务结构方面，短期债务占 47.39%，长期债务占 52.61%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2025 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均较上年底小幅提升。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 2464.68 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 68.67%、63.35% 和 47.79%，较调整前分别上升 0.41 个百分点、0.48 个百分点和 0.68 个百分点。

## (2) 盈利能力及现金流情况

2025 年，受益于经营规模扩张，公司营业总收入和成本同比均有所增长，当期计提的较大规模减值损失侵蚀利润，且归属于母公司所有者的净利润占比进一步降低；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

量保持较高水平；筹资活动前现金流小额净流出。2026年一季度，公司利润总额同比提升，经营活动现金流保持净流入。

2025年，公司营业总收入和营业成本同比分别增长12.00%和15.36%；营业利润率同比下降2.52个百分点。同期，公司费用总额同比增长5.28%。其中，受债务规模增长影响，公司财务费用同比增长17.98%。公司期间费用率为7.88%，同比小幅下降0.50个百分点，费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2025年，公司计提资产减值损失6.99亿元，主要为存货跌价损失；计提信用减值损失12.19亿元，其中对丰瑞实业应收账款计提9.82亿元坏账准备（计提比例90%）。同期，投资收益同比下降18.91%，主要系处置国丰均和相关权益产生2.36亿元损失所致；投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益8.78亿元和处置长期股权投资产生的投资收益1.09亿元构成。2025年，公司其他收益同比变化不大，主要由政府补助6.55亿元和进项税加计递减6.44亿元构成。综上影响，2025年，公司利润总额同比下降12.51%，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，2025年，公司总资产收益率和净资产收益率均同比小幅下降。

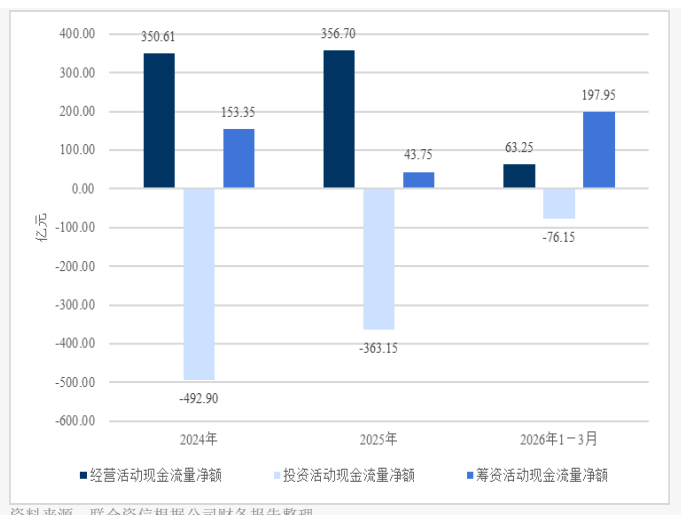
2026年1-3月，公司经营规模同比扩大，实现营业总收入和营业成本同比分别增长24.52%和26.17%；利润总额同比大幅增长37.82%。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024年	2025年	2026年1-3月
营业总收入	2020.59	2263.16	593.55
营业成本	1670.16	1926.69	501.86
期间费用	169.32	178.26	41.95
其他收益	15.80	15.07	2.68
投资收益	11.92	9.67	2.77
利润总额	174.03	152.25	52.13
归属母公司股东的净利润占比	11.66%	4.66%	9.55%
营业利润率	16.70%	14.19%	14.82%
总资产收益率	5.49%	4.58%	--
净资产收益率	11.01%	8.73%	--

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，2025年，公司经营活动现金流入量和流出量同比均小幅下降；经营活动现金净流入量同比变化不大；现金收入比为101.82%，收入实现质量保持较高水平。同期，公司对外投资节奏略缓，投资活动现金净流出规模同比下降26.32%；筹资活动前现金流量净额为-6.45亿元，净流出规模同比显著下降95.47%。从筹资活动来看，2025年，公司筹资活动现金流入量和流出量同比分别下降19.82%和16.55%；筹资活动现金净流入量同比下降71.47%。

2026年1-3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为63.25亿元、-76.15亿元和197.95亿元。

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债能力指标整体表现佳，未使用授信余额很大，对外担保或有负债风险小。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2024年	2025年	2026年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	74.63	75.14	84.41
	速动比率（%）	52.48	54.64	63.44
	经营现金流动负债比（%）	22.02	20.62	--
	现金短期债务比（倍）	0.47	0.47	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	362.08	387.51	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.11	6.31	--
	EBITDA/利息支出（倍）	6.33	6.11	--

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有所增长，流动资产对流动负债的保障程度尚可。2025年，受流动负债规模扩大影响，导致经营现金流动负债比同比小幅下降；现金短期债务与上年持平，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，2025年，公司全部债务规模扩大，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 2025 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
万华化学	远安兴华磷化工有限公司	2034 年 11 月 20 日	连带责任保证	0.49	远安兴华磷化工有限公司向万华化学提供反担保
	湖北徽阳新材料有限公司	2033 年 07 月 30 日	连带责任保证	0.68	湖北徽阳新材料有限公司向万华化学提供反担保
	湖北徽阳新材料有限公司	2033 年 07 月 30 日	连带责任保证	1.58	湖北徽阳新材料有限公司向万华化学提供反担保

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 2025 年底，公司子公司万华化学对外担保余额合计 2.74 亿元，担保规模小，公司或有负债风险小。

未决诉讼方面，截至 2025 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 2025 年底，公司合并口径共计获得银行授信额度 4527 亿元，未使用额度 2789 亿元，间接融资渠道畅通。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，未分配利润仍为负。公司合并持有上市公司股权市值能够对债务形成一定保障，但考虑到产业园类项目投入规模大，回报周期长，需持续关注该类项目后续运营及资金平衡情况。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 660.63 亿元，较上年底增长 7.33%。其中，流动资产 332.36 亿元，主要由货币资金（占 17.64%）和其他应收款（合计）（占 80.51%）构成；非流动资产 328.27 亿元，主要由其他权益工具投资（占 11.10%）、其他非流动金融资产（占 12.31%）和长期股权投资（占 76.11%）构成。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 578.06 亿元，较上年底增长 20.27%。其中，流动负债 184.15 亿元，主要由其他应付款（合计）（占 26.14%）和一年内到期的非流动负债（占 70.31%）构成；非流动负债 393.92 亿元，主要由长期借款（占 21.77%）和应付债券（占 78.23%）构成。同期末，公司本部全部债务 528.39 亿元，较上年底增长 16.32%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 87.50%和 86.49%；若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司本部资产负债率和全部资本化比率分别为 88.97%和 88.48%。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 82.56 亿元，主要由实收资本 110.72 亿元和未分配利润-53.69 亿元构成。

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。2025 年，公司本部营业总收入为 0.02 亿元，利润总额为 4.22 亿元，投资收益为 18.60 亿元。现金流方面，2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 28.66 亿元，投资活动现金流净额-3.41 亿元，筹资活动现金流净额 1.99 亿元。

下表为截至 2025 年底，公司合并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 2025 年底市值评估，公司持有上市公司股份价值约为 627.08 亿元<sup>2</sup>，为 2025 年底公司本部全部债务的 1.19 倍，对其全部债务覆盖程度很高。公司对重要上市公司持股比例较低，分红对本部投资支持力度有限。

图表 19 • 截至 2025 年底公司合并持有上市公司股份情况

子公司名称	截至 2025 年底持股比例
万华化学（600309.SH）	21.73%
冰轮环境（000811.SZ）	24.32%
泰和新材（002254.SZ）	22.19%
密封科技（301020.SZ）	24.92%
张裕 A/B（000869.SZ/200869.SZ）	6.31%
东方电子股份（000682.SZ）	14.07%

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酒股份有限公司  
资料来源：公司提供

<sup>2</sup> 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 表现良好，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。公司下属子公司万华化学、冰轮环境、泰和新材及东方电子均出具了 2025 年 ESG 报告。

2025 年，万华化学、泰和新材和东方电子温室气体排放总量（范畴 1+2）分别为 31.32 百万吨二氧化碳当量、53.72 万吨二氧化碳当量和 0.77 万吨二氧化碳当量。

社会责任方面，公司组织全体员工培训，培训内容紧扣公司工作实际和业务需求，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

### 1 支持能力

2025 年，烟台市地区经济和一般公共预算收入保持增长，区域经济实力强。

公司实际控制人为烟台国资委。2025 年，烟台市地区生产总值（GDP）为 11350.98 亿元（同比增长 5.46%），GDP 在山东省中位列第 3 名；地方一般公共预算收入 700.08 亿元，同比小幅增长，其中税收收入 409.79 亿元（占比 58.5%）；一般公共预算支出 1051.93 亿元，增长 4.7%。2025 年底，全市金融机构各项存款余额 15516.8 亿元，比年初增加 1277.9 亿元；金融机构各项贷款余额 11149.6 亿元，比年初增加 1053.2 亿元。

### 2 支持可能性

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。

公司下属子公司万华化学及其部分子公司、冰轮环境、泰和新材、烟台民士达特种纸业股份有限公司、密封科技、东方电子等企业享受 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。2025 年，公司获政府补助 13.41 亿元<sup>3</sup>。

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。2025 年，公司股东先后给公司注资，截至年末公司实收资本和注册资本均增至 110.72 亿元。

## 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 202.00 亿元，公司 2025 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	2025 年
本报告所跟踪债券余额（亿元）	202.00
经营现金流入/本报告所跟踪债券余额（倍）	12.34
经营现金/本报告所跟踪债券余额（倍）	1.77
本报告所跟踪债券余额/EBITDA（倍）	0.52

注：经营现金为经营活动现金净额

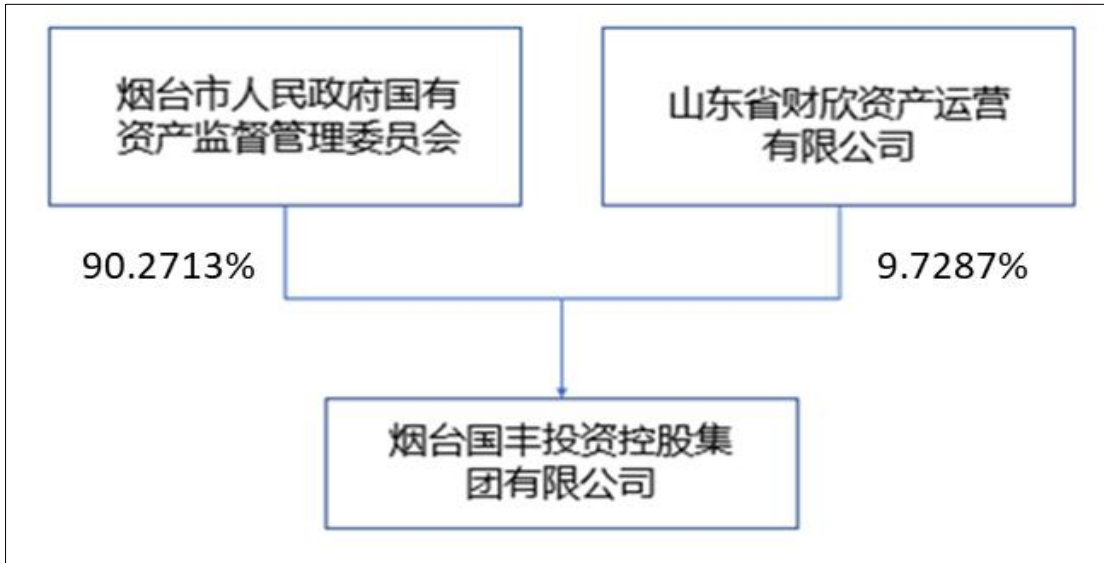
资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

<sup>3</sup> 递延收益 2025 年增加额

## 九、跟踪评级结论

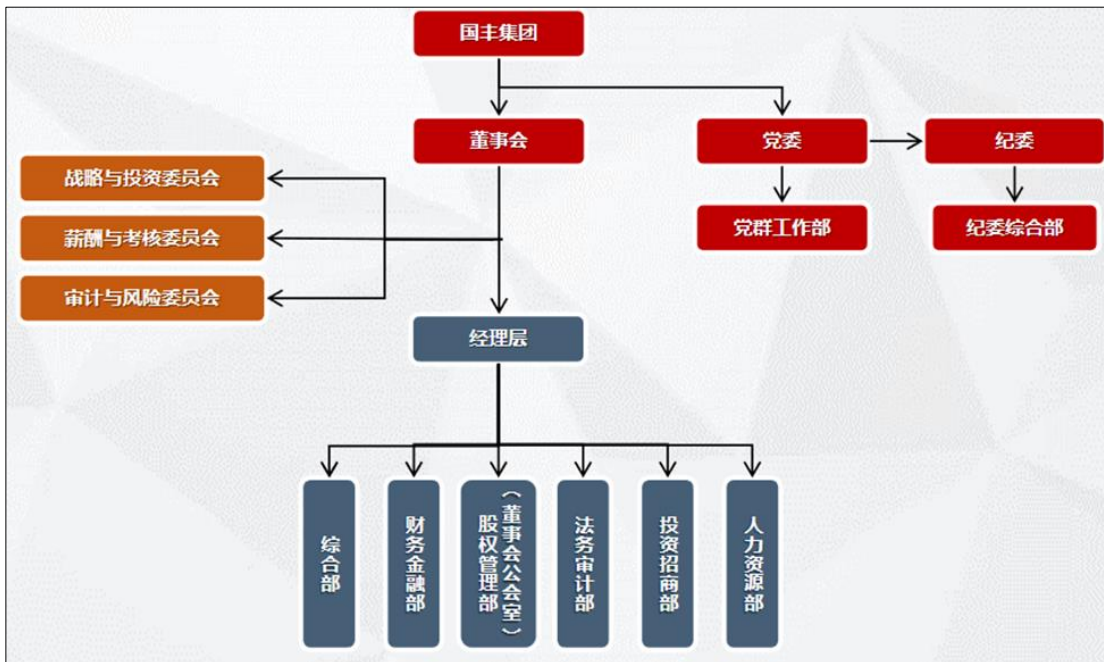
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“26 国丰集团 MTN003A”“26 国丰集团 MTN003B”“26 国丰集团 MTN002A”“26 国丰集团 MTN002B”“26 国丰集团 MTN001(并购)”“25 国丰集团 MTN004B”“25 国丰集团 MTN004A”“25 国丰集团 MTN003A”“25 国丰集团 MTN003B”“25 国丰集团 MTN002”“25 国丰集团 MTN001A”“25 国丰集团 MTN001B”“24 国丰集团 MTN003B”“24 国丰集团 MTN003A”“24 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 MTN007A”“23 国丰集团 MTN007B”“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 MTN002B”“23 国丰集团 MTN001”“22 国丰集团 MTN003”“23 国丰债 01/23 国丰 01”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 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

**附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）**

子公司名称	注册地	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
泰和新材集团股份 有限公司	山东省烟台市烟台经济技术开发区黑龙江路 10 号	22.19	--	通过划拨方式取得
东方电子集团有限公司	山东省烟台市芝罘区市府街 45 号	51.00	--	通过划拨方式取得
冰轮环境技术股份 有限公司	山东省烟台市芝罘区冰轮路 1 号	24.32	--	通过划拨方式取得
烟台国盛投资控股 有限公司	山东省烟台市莱山区观海路观海大厦 B 座 13 楼	100.00	--	通过划拨方式取得
烟台国泰诚丰资产管 理有限公司	山东省烟台市高新区科技大道 69 号创业大厦西塔	100.00	--	投资设立
烟台国源融资租赁 有限公司	中国（山东）自由贸易试验区烟台片区 烟台开发区长江路 200 号	71.37	--	投资设立
烟台铭祥控股有限公司	山东省烟台市芝罘区只楚南路 3 号	52.00	--	通过划拨方式取得
万华化学集团股份 有限公司	山东省烟台市经济技术开发区天山路 17 号	21.73	--	通过划拨方式取得
山东裕龙石化产业园 发展有限公司	山东省烟台市龙口市黄山馆镇裕龙岛	56.48	--	投资设立
东方航天港（山东） 发展集团有限公司	山东省烟台市海阳市凤城街道海翔中路 120 号	51.00	--	投资设立
烟台黄渤海投资 发展集团有限公司	中国(山东)自由贸易试验区烟台片区烟台开发区长江 路 300 号业达智谷综合中心 10 楼	51.00	--	投资设立
烟台生物医药健康产 业发展集团有限公司	山东省烟台市牟平区大窑街道中凯路 177 号	100.00	--	投资设立
香港丰盛国际 控股有限公司	香港九龙尖沙咀广东道 28 号力宝太阳广场 803 室	100.00	--	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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	487.54	543.91	/
应收账款（亿元）	196.75	217.20	202.87
其他应收款（合计）（亿元）	47.38	54.65	56.14
存货（亿元）	352.69	354.69	389.37
长期股权投资（亿元）	142.03	164.94	156.94
固定资产（合计）（亿元）	1322.80	1754.24	1777.01
在建工程（合计）（亿元）	742.57	426.91	409.52
资产总额（亿元）	4195.44	4551.01	4796.27
实收资本（亿元）	105.56	110.72	110.72
少数股东权益（亿元）	1065.87	1190.88	1226.62
所有者权益（亿元）	1360.46	1444.33	1482.71
短期债务（亿元）	1046.01	1159.36	/
长期债务（亿元）	1166.10	1286.82	/
全部债务（亿元）	2212.11	2446.18	/
营业总收入（亿元）	2020.59	2263.16	593.55
营业成本（亿元）	1670.16	1926.69	501.86
其他收益（亿元）	15.80	15.07	2.68
利润总额（亿元）	174.03	152.25	52.13
EBITDA（亿元）	362.08	387.51	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2322.85	2304.43	621.10
经营活动现金流入小计（亿元）	2584.73	2492.53	655.52
经营活动现金流量净额（亿元）	350.61	356.70	63.25
投资活动现金流量净额（亿元）	-492.90	-363.15	-76.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	153.35	43.75	197.95
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	9.61	9.27	--
存货周转次数（次）	5.09	5.45	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.52	--
现金收入比（%）	114.96	101.82	104.64
营业利润率（%）	16.70	14.19	14.82
总资本收益率（%）	5.49	4.58	--
净资产收益率（%）	11.01	8.73	--
长期债务资本化比率（%）	46.15	47.12	/
全部债务资本化比率（%）	61.92	62.88	/
资产负债率（%）	67.57	68.26	69.09
流动比率（%）	74.63	75.14	84.41
速动比率（%）	52.48	54.64	63.44
经营现金流动负债比（%）	22.02	20.62	--
现金短期债务比（倍）	0.47	0.47	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.33	6.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.11	6.31	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计，部分数据未获取；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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	31.39	64.76	65.44
应收账款（亿元）	0.00	0.01	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	272.11	267.58	262.48
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	247.19	249.86	249.86
固定资产（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.02	0.02
资产总额（亿元）	615.50	660.63	656.04
实收资本（亿元）	105.56	110.72	110.72
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	134.87	82.56	79.33
短期债务（亿元）	106.00	134.47	108.26
长期债务（亿元）	348.26	393.92	411.48
全部债务（亿元）	454.25	528.39	519.74
营业总收入（亿元）	0.04	0.02	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.03	0.00
其他收益（万元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.58	4.22	-3.06
EBITDA（亿元）	16.42	20.27	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.04	0.03	0.01
经营活动现金流入小计（亿元）	50.79	29.06	7.34
经营活动现金流量净额（亿元）	50.30	28.66	7.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-61.68	-3.41	1.75
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.73	1.99	-12.12
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	--	6.98	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	*	*	--
现金收入比（%）	107.85	123.15	147.64
营业利润率（%）	59.85	-73.16	28.77
总资本收益率（%）	2.79	3.32	--
净资产收益率（%）	0.43	5.11	--
长期债务资本化比率（%）	72.08	82.67	83.84
全部债务资本化比率（%）	77.11	86.49	86.76
资产负债率（%）	78.09	87.50	87.91
流动比率（%）	229.28	180.49	198.47
速动比率（%）	229.28	180.49	198.47
经营现金流动负债比（%）	38.00	15.56	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.48	0.60
EBITDA 利息倍数（倍）	1.04	1.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	27.67	26.07	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计；2. “--”表示数据不适用，“\*”表示数据过大或过小  
 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
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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