跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1053 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16万华化学CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

万华化学集团股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 万华化学 CP001	3 亿元	2016/3/3~2017/3/3	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.99	33.80	32.90	39.53
资产总额(亿元)	311.44	415.92	478.04	490.19
所有者权益(亿元)	117.81	132.86	148.23	149.34
短期债务(亿元)	70.30	90.57	143.72	153.13
全部债务(亿元)	159.21	238.95	277.92	275.37
营业收入(亿元)	202.38	220.88	194.92	53.00
利润总额(亿元)	44.26	41.69	29.54	6.71
EBITDA(亿元)	58.12	61.08	55.76	--
经营性净现金流(亿元)	38.69	40.21	46.02	17.98
营业利润率(%)	32.27	30.38	29.64	26.76
净资产收益率(%)	31.97	24.22	15.38	--
资产负债率(%)	62.17	68.06	68.99	69.54
全部债务资本化比率(%)	57.47	64.27	65.22	64.84
流动比率(%)	78.43	73.72	57.21	54.72
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	3.91	4.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.46	4.04	3.40	--
经营现金流动负债比(%)	37.06	30.38	23.88	--

注：公司 2016 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

唐 岩　牛文婧
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）是全球主要的MDI生产商，产能居全球首位，成本优势和技术优势突出。跟踪期内，公司宁波工业园继续加大技术改造的投入，完善了循环经济产业链，烟台工业园PO/AE一体化项目实现全线一次投产试车成功并产出合格产品，公司资产规模保持增长，盈利能力保持稳定，经营获现能力强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到宏观经济增速放缓，公司下游需求减弱等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

未来，随着公司产业链逐步延伸，产品向多元化发展，产品结构的丰富将为公司带来新的利润增长点，同时，公司在建项目的逐步投产及产能释放有助于公司行业地位的进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16万华化学CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. MDI 产品具有较高的技术壁垒，有利于行业内企业保持现有的竞争优势。
2. 公司 MDI 产能位列全球首位，主导产品在中国市场占有率连续多年位居第一，行业地位突出。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流对“16 万华化学 CP001”的保障能力很强。

关注

1. 跟踪期内，MDI 产能快速扩张，行业竞争不断加剧；MDI 下游需求增速放缓，MDI 产品价格有所下降。
2. 公司在建项目规模较大，未来存在一定外部融资需求。

3. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，债务负担持续加重；公司受限资产占比高，权益稳定性较弱；受烟台工业园 MDI 项目等转固及外币升值影响，公司财务费用大幅增长。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与万华化学集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与万华化学集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因万华化学集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由万华化学集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 万华化学 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于万华化学集团股份有限公司主体长期信用及存续期内债券“16 万华化学 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”或“万华化学”）前身为烟台万华聚氨酯股份有限公司（以下简称“烟台万华”），成立于 1998 年，初始股本为 8000 万元，经中国证监会证监发行字【2000】167 号文批准，公司于 2000 年 12 月公开发行 4000 万股社会公众股，并于 2001 年 1 月在上海证券交易所上市交易。2013 年 5 月 30 日，公司完成工商变更手续，将公司名称由“烟台万华聚氨酯股份有限公司”变更为“万华化学集团股份有限公司”。经多次股本扩充和股权变更，截至 2016 年 3 月底，公司总股本为 21.62 亿股，控股股东万华实业集团有限公司（以下简称“万华实业”）持有公司 50.50%股份，其他单一股东持股比例均低于 5%。万华实业控股股东为烟台市国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”），烟台市国资委持有万华实业 39.497%股权，公司实际控制人为烟台市国资委。

公司及其子公司的业务性质为化工产品的开发、生产和销售。公司经营范围包括：危险化学品建设项目试生产（使用）方案备案告知书中规定的装置所生产的产品销售（有效期至 2015 年 7 月 29 日）；安全生产许可证范围内化学危险品的生产；许可证范围内铁路专用线经营；第 2.1 类、第 3 类（不含成品油）、第 8.1 类危险化学品（所有各类均不含剧毒、监控化学品，易制毒、易制爆化学品）的批发（禁止储存）。（以上经营项目有效期限以许可证为准）。聚氨酯及助剂、异氰酸酯及衍生产品的开发、技术服务及相关技术人员培训；批准范围内的自营进出口业务；化工产品（不含危险化学品）销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司总部设总裁办公室、财务部、采购部、市场部、国际业务部、国内业务部、人力资源部、战略发展部等职能部门。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 478.04 亿元，所有者权益合计 148.23 亿元（含少数股东权益 32.52 亿元）；2015 年公司实现营业收入 194.92 亿元，利润总额 29.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 490.19 亿元，所有者权益合计 149.34 亿元（含少数股东权益 33.53 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 53.00 亿元，利润总额 6.71 亿元。

公司住所：山东省烟台市经济技术开发区天山路 17 号；法定代表人：丁建生。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进一步改善。初步核算，全年国内生产总值 67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长 21.6%，平均每天新增 1.2 万户。2015 年底，中国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5%以内的目标。国居民人均可支配收入实际增长 7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长 8.5%，新增 4 万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%）。全年进出口总额值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，中国广义货币（M_2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%；狭义货币（M_1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。截至 2015 年底，社会融资规模存量为 138.1 万亿元，同比增长 12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。

2016 年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016 年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 6.5%~7%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M_2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业分析

MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）是最重要的异氰酸酯，是聚氨酯的重要化工原料。根据分子聚合度不同，MDI 分为纯 MDI 和聚合 MDI，纯 MDI 常温下为固体，聚合 MDI 常温下为深棕色液体。

纯 MDI 由于具有良好的流动性及回弹性，使得其在微孔弹性体、热塑性弹性体、浇注型弹性体、人造革、合成革、胶黏剂、涂料、密封剂等行业中有广泛的应用，目前世界上纯 MDI 主要应用于热塑性弹性体（TPU）行业，其次是微孔弹性体（低密度 PU 鞋底原液）和合成革（PU 浆料）行业，随着人们对氨纶织物的需求增大，纯 MDI 在氨纶行业的消耗量也逐年上升，纯 MDI 的应用开始全面渗透到纺织领域。另外，纯 MDI 在涂料和胶黏剂行业也有少量应用。

聚合 MDI 由于具有良好的隔热性能及高黏结性，使得其在保温材料和胶黏剂上得到了广泛的应用。目前，聚合 MDI 在保温材料上的应用主要以硬泡为主，渗透于冰箱、冷柜、冷藏集装箱、建筑、管道、热水器、冷库等行业，

由其制成的聚氨酯硬质泡沫，不仅隔热效果良好，而且具有轻便、环保和不易燃等特点，该产品在世界上的接受程度越来越高。聚合 MDI 具有良好的黏结性能，目前绝大部分的聚氨酯胶黏剂是以聚合 MDI 为主要原料合成，包括双组分和单组分胶，此类胶黏剂可用于汽车、建筑、防盗门、彩钢板等行业。

从 MDI 下游分布来说，国内和国外具有一定的差别。就全球 MDI 来说，最大的市场是建筑行业，占比为 50%，其次是反应注射模塑、冰箱冷藏，占比分别为 13%、12%。就国内 MDI 来说，家用电器行业占比最高为 21%，其次是鞋底原液、浆料、建筑保温、交通工具等行业，市场占比均在 10%左右。MDI 作为有机中间体，其 60%以上均用于聚氨酯硬泡产品生产，此外，MDI 还可应用于反应注射模塑弹性体、合成革以及汽车内饰件等领域，并且 MDI 的反应性能与应用性能方面较 TDI 更具优越性，其在市场中的比重逐年增加。

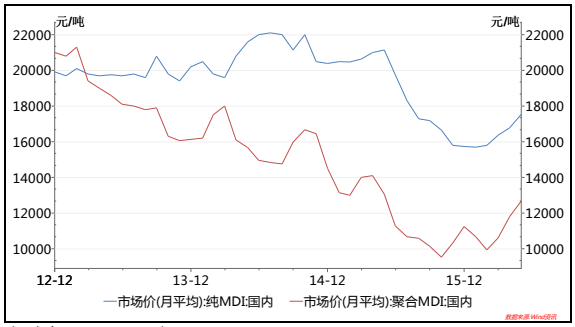
MDI 作为技术和资本密集型的行业，不仅生产技术要求高，而且资本投入巨大。2014 年 MDI 项目核准权由国务院下放到省级政府，这在一定程度上有助于扩大 MDI 生产项目的投资建设。目前，全世界仅有科思创、巴斯夫、亨斯迈、万华化学等八家大型公司掌握了其生产的核心技术。

截至 2015 年，MDI 全球产能约为 751 万吨/年，国内产能约为 345 万吨/年，占全球产能的 46%，2014 年新增产能主要为万华化学 40 万吨产能（新建 60 万吨装置同时关闭 20 万吨旧装置）和科思创 15 万吨产能，2015 年重庆巴斯夫新建一套 40 万吨/年的生产装置，科思创由于生产成本高于 2015 年关闭了在巴西地区的 5.50 万吨/年的 MDI 装置。2014 年 11 月，万华化学 60 万吨 MDI 生产装置全线投产，标志着万华化学成为全球最大的 MDI 供应商，拥有自主知识产权的第五代大规模 MDI 制造技术成功产业化。

2015 年全球 MDI 开工率正常，平均开工率约在 80%左右，其中欧洲、美国及日韩装置负荷较高，中国地区新增产能释放，一定程度上影响了工厂的开工率，中国整体开工率不高，预计未来几年随着开工的逐步稳定，将对市场带来一定的冲击。未来几年，全球 MDI 生产商的拟建及扩建项目仍集中于亚洲地区，而欧美地区的新增产能项目几乎为零。

2015 年，中国经济迈入新常态，国内聚氨酯整体市场需求增速放缓，受国内新增产能释放，MDI 市场供过于求等因素影响，市场价格一路受压下滑。截至 2015 年底，纯 MDI 市场价为 15730 元/吨，聚合 MDI 市场价为 11250 元/吨；2016 年以来，受原油价格回调影响，MDI 产品价格逐步回升，截至 2016 年 5 月底，纯 MDI 市场价为 17540 元/吨，聚合 MDI 市场价为 12660 元/吨。

图 1　纯 MDI、聚合 MDI 市场价（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

未来，中国纯 MDI 和聚合 MDI 的产能增长均将超过国内需求，随着全球经济环境的变化以及国内经济增速放缓，市场需求不可能有爆炸性增长，中国聚氨酯工业会将进入平稳发展时期，因此部分产品将出口。在纯 MDI 领域，聚氨酯浆料和聚氨酯鞋底原液领域依然将是消费主力，氨纶和热塑性聚氨酯弹性体（TPU）领域增长速度较快；在聚合 MDI 领域，白色家电、保温材料和汽车领域将是消费主力。

总体看，跟踪期内，受新增产能释放及宏观经济增速放缓影响，MDI 价格有所下降，未来 MDI 或将出现供过于求的局面，行业景气度或将进一步下行。

五、基础素质分析

公司是中国唯一一家拥有 MDI 技术自主知识产权的企业，也是全球范围内仅有的 6 家拥有 MDI 技术自主知识产权的企业之一，拥有第五代 MDI 制造技术。

公司业务情况分为四个板块，包括聚氨酯业务板块、石化业务板块、功能性解决方案业务板块和特殊化学品业务板块。聚氨酯业务板块是公司的主要收入来源。

聚氨酯业务板块方面，公司 MDI 总产能为 180 万吨/年（宁波 120 万吨/年、烟台 60 万吨/年），居全球第一；石化业务板块方面，2015 年下半年，公司投资的以 C3、C4 为源头的石化产业顺利开车，力争在 2016 年实现长周期、满负荷运行；功能性解决方案业务板块方面，包括 TPU 业务、SAP 业务、PC 业务等；特殊化学品业务板块方面，包括特种异氰酸酯、特种胺以及其他业务。

总体看，公司技术水平领先，行业地位突出，产品结构较为丰富。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营情况

公司主要从事MDI产品的生产和销售，并不断向石油化工和精细化工产业延伸。跟踪期内，全球经济增长乏力，中国经济进入周期性和结构性的调整期，导致MDI市场需求增长大幅放缓；国际原油价格暴跌，以石脑油为原料的烯烃竞争力大幅度提升，同时，国内煤基和PDH烯烃产能爆发性增长，公司石化产业形势严峻。

2015年，公司实现营业收入194.92亿元，同比下降11.75%。其中，纯MDI实现收入44.63亿元，收入占比为22.90%，聚合MDI实现收入75.32亿元，收入占比为38.64%，公司其他产品主要为石化产品及聚醚等，实现收入74.97亿元，收入占比为38.46%。2016年一季度，公司实现营业收入53.00亿元，为2015年全年收入的27.19%。

毛利率方面，2015年，公司纯MDI毛利率为49.28%，同比有所提升，聚合MDI毛利率为26.11%，同比有所下降，其他产品毛利率同比有所提升，为22.76%。2015年，公司综合毛利率同比变化不大，为30.13%，公司盈利能力较为稳定。

2016年一季度，受纯MDI和聚合MDI毛利率下降影响，公司综合毛利率下降至27.00%。

表1 公司营业构成情况（单位：亿元、%）

名称	2014年			2015年			16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
纯MDI	53.91	24.41	43.79	44.63	22.90	49.28	9.10	14.96	46.08
聚合MDI	96.22	43.56	32.17	75.32	38.64	26.11	14.99	28.28	25.15
石化系列	--	--	--	--	--	--	10.43	19.68	14.85
其他	70.75	32.02	19.20	74.97	38.46	22.76	18.48	37.08	25.95
合计	**220.88**	**100.00**	**30.87**	**194.92**	**100.00**	**30.13**	**53.00**	**100.00**	**27.00**

资料来源：公司提供

注：公司2014年及2015年石化类收入计入其他，主要系公司石化项目于2015年12月投产。

产能

2014年，烟台工业园老厂搬迁MDI一体化项目完工，产能达到60万吨/年，同期，烟台老厂20万吨/年关停，宁波产能保持120万吨/年，公司产能进一步提升至180万吨/年；截至2016年3月底，公司产能未发生变化。

原材料采购

公司生产所需的原材料主要有苯胺、盐和煤等。其中，苯胺是 MDI 生产的主要原材料，约占生产成本的 60%左右。近年来，随着公司产业链不断向上游延伸，公司在宁波和烟台分别配套建设了 72 万吨/年和 36 万吨/年产能的苯胺生产装置，公司苯胺自给率大幅提高。

2015 年，公司苯胺已实现全部自产（采购纯苯生产苯胺），纯苯采购价格受原油价格下跌影响持续下降。由于纯苯价格跌幅较大，公司配套苯胺装置保证了原材料供给的稳定，同时公司成本控制能力得到显著提升。

盐和煤方面，随着MDI产量增长及2015年下半年公司投资的石化产业顺利开车，公司提高原材料储备，对盐和煤的采购量有所上升。采购价格方面，受大宗商品价格持续下行影响，公司盐和煤采购成本有所下降。

生产、销售

公司生产流程主要包括缩合反应、光化反应、分离精制等多个关键步骤，其中在光化反应环节产生中间产品粗 MDI，再经分离环节制成纯 MDI 和聚合 MDI，公司生产装置能够灵活调整产量比例。

2015 年以来，受全球经济增长乏力，中国经济进入周期性和结构性的调整期影响，MDI 市场需求增长大幅放缓，公司产销量较上年变化不大。

销售方面，在中国市场供过于求的情况下，国内营销团队在保证市场份额不减少的原则下，控制出货节奏，实现公司利益最大化；在美国市场，公司成为第一家在美国东海岸（美国的 MDI 市场中心）建立 MDI 岸罐的公司，提高了快速服务客户的能力；在新兴市场，公司持续开发了新行业和新客户。

2015 年，公司在总结过去服务客户经验的基础上，提出了服务客户“四个 24 小时”的理念，即：产品订单 24 小时交付到客户、24 小时热线电话倾听客户的意见、售后服务 24 小时到现场、客户意见 24 小时反馈。公司的服务水平大大提高。

销售价格方面，受上游原材料价格下跌，下游家电、建筑等行业发展减缓等多重压力，MDI销售价格出现不同程度下降。

尽管MDI价格出现大幅下降，但得益于产品质量等方面的诸多优势，公司产销率保持在较高水平。

石化系列

公司石化产品在 2014 年和 2015 年主要是外部采购然后转卖给客户，以便在公司石化项目投产后能有稳定的客户和市场。

2015 年 12 月，公司石化项目投产，主要产品包括丙烯、TBA、MTBE 等。

2. 经营效率

2015年，受应收账款和应收票据规模下降影响，公司销售债权周转次数有所提升，为6.36次；受存货规模上升影响，公司存货周转次数有所下降，为3.78次；受收入水平下降影响，公司总资产周转次数有所下降，为0.44次。

总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

2016年，公司要不断探索优化大型园区的生产管理系统，实现工业园整体最优，保证装置安全、稳定、低成本生产运营；要不断建设、完善工程信息化平台、调控投资节奏，实现优化工程管理、保证安全和质量、节约投资的目标。MDI产品业务方面，要坚持“负责任供应商”的理念，发挥公司在中国MDI市场主导者作用，在产销量和合理利润之间找到合适的平衡点，保证公司长期利益最大化。石化产品业务方面，要按照“以产定销，主动有为”的原则，为公司创造最大效益。立足石化产品特点，挖掘自身优势，制定差异化策略，科学规划，合理布局，实现产品价值最大化。

公司的发展目标：2020年，成为全球异氰酸酯行业的领军者；中国最有竞争力的C3、C4下游衍生物制造商。2025年，成为全球聚氨酯

行业的市场领先者，全球涂料行业的主要原料供应商。2030年，成为全球聚氨酯行业的领军者；再培育两个有全球竞争优势的产业。

未来，公司在立足MDI主业的同时，一方面将全力打造烟台工业园石化及下游深加工项目，一方面将积极扩大新材料及特殊化学品业务，推进6个事业部的业务增长，形成聚氨酯板块、石化板块、功能性解决方案板块和特殊化学品4大板块。

目前，公司投资规模较大的在建项目包括MDI搬迁一体化项目、PO/AE一体化项目、特种聚氨酯及园区辅助设施项目和特种胺项目等。

总体看，公司主要建设项目与主业密切相关，有助于进一步扩大生产规模，提高生产水平，改善产品结构，增强公司整体竞争力。但随着公司建设项目的逐步推进，公司未来或将面临一定筹资压力。

八、重大事项

公司于2015年11月16日召开了第六届董事会2015年第六次临时会议，审议通过了关于公司非公开发行股票的相关议案，并于2016年3月28日召开的2015年年度股东大会逐项表决通过了非公开发行的有关提案。

根据公司最新公告，本次非公开发行股票的价格不低于15.86元/股，发行数量不超过157629255股，募集资金总额预计不超过250000万元（含本数），在扣除发行费用后拟投入以下项目：

表2　本次非公开发行股票募投项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金投入金额
20万吨/年聚碳酸酯项目	146225	140000
万华化学上海综合中心	41502	40000
偿还银行贷款和补充流动资金	70000	70000
合计	**257727**	**250000**

资料来源：公司公告

本次非公开发行的发行对象不超过十名特定投资者，发行对象认购的股份自发行结束之日起十二个月内不得转让。本次发行不会导致公司控制权发生变化。

募投项目的建设有助于公司拓宽业务板块，实现产品多元化；着眼世界、打造全球万华；保持稳健经营理念，提升公司业绩。

截至2016年6月1日，本次非公开发行股票仍处于中国证券监督管理委员会核准阶段，联合资信将持续关注相关事项的进展。

九、募集资金使用情况

公司于2016年3月发行短期融资券“16万华化学CP001”，募集资金3.00亿元，其中1.5亿元用于偿还银行借款，1.5亿元用于补充营运资金，截至2016年5月底，募集资金已按规定用途使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2015 年财务数据经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围方面，2015 年，公司新设子公司 5 家，注销子公司 1 家，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 478.04 亿元，所有者权益合计 148.23 亿元（含少数股东权益 32.52 亿元）；2015 年公司实现营业收入 194.92 亿元，利润总额 29.54 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 490.19 亿元，所有者权益合计 149.34 亿元（含少数股东权益 33.53 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 53.00 亿元，利润总额 6.71 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 194.92 亿元，同比下降 11.75%，主要系 MDI 销售单价下降

所致；同期，公司营业成本为 136.20 亿元，同比下降 10.80%，主要系原材料纯苯的采购价格降低所致。

期间费用方面，2015 年，公司发生期间费用合计 29.70 亿元，同比增长 19.10%，其中销售费用为 8.47 亿元，同比增长 20.96%，主要系公司开展的苯胺销售业务发生的运费增加，且主产品 MDI 等其他产品销量增加导致运费增加；管理费用为 12.82 亿元，同比下降 5.69%，主要系公司强化成本管控、梳理费用列支、严格费用管理等影响所致；财务费用为 8.41 亿元，同比增长 93.69%，主要系 MDI 项目转固后导致工程借款利息支出费用化，且由于美元等外币升值导致外币贷款低成本优势丧失所致。公司期间费用率为 15.24%，同比增长 3.95 个百分点，期间费用率较高。

非经常性损益方面，2015 年，公司实现营业外收入 3.02 亿元，同比增长 14.08%，主要为政府补助。

2015 年，公司实现利润总额 29.54 亿元，同比下降 29.12%。

盈利指标方面，受公司营业利润大幅下降影响，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有不同程度下降，分别为 29.64%、7.87%和 15.38%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 53.00 亿元，为 2015 年全部收入的 27.19%，营业利润为 6.54 亿元，利润总额为 6.71 亿元，营业利润率为 26.76%。

总体看，受 MDI 销售单价下降影响，公司收入规模有所下降，盈利能力有所弱化；公司期间费用率较高，期间费用控制能力有待提升。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年，受销售收入规模下降影响，公司经营活动现金流入量为 268.89 亿元，同比下降 12.06%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量为 222.87 亿元，同比下降 16.08%；经营活动现金流量净额为 46.02 亿元，同比增长 14.47%，主要为经营性应收项目的减少所致。公司净利润与经营活动的现金流量净额差异较大，主要为 MDI 项目转固后折旧额增加、费用化的利息支出增加所致。收入实现质量方面，2015 年，公司现金收入比为 133.29%，同比变化不大，公司收现质量良好。

投资活动现金流方面，2015 年，公司投资活动现金流入量为 0.74 亿元，同比下降 26.03%，主要为处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金；投资活动现金流出量为 52.99 亿元，同比下降 41.94%，主要系万华烟台工业园项目付款较上年减少所致；投资活动现金流量净额为-52.25 亿元。

筹资活动现金流方面，2015 年，公司筹资活动现金流入量为 276.93 亿元，同比增长 36.19%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为 259.37 亿元，同比增长 69.15%，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额为 17.56 亿元，同比下降 64.88%，主要系项目建设投资减少和经营现金流增加，企业银行借款净增加额较上年同期减少所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 17.98 亿元，投资活动现金流量净额为-7.36 亿元，筹资活动现金流量净额为-5.64 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力良好；随着工业园项目逐步完工投产，公司投资活动现金流出量大幅下降，筹资活动现金净流量有所下降。

3. 资本及债务结构

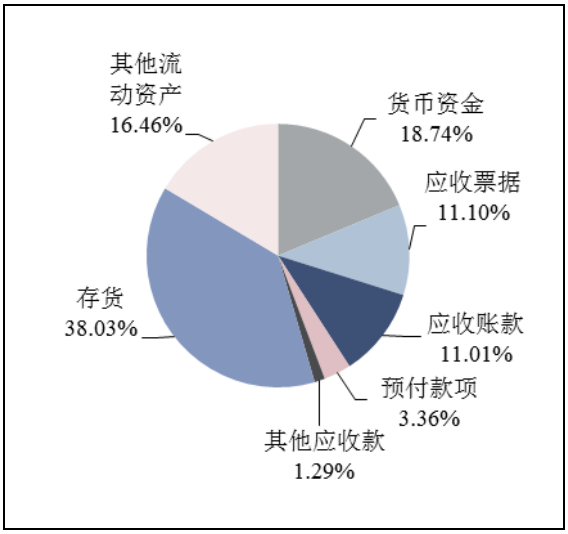
资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 478.04 亿元，同比增长 14.94%，其中流动资产占 23.07%，非流动资产占 76.93%。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 110.27 亿元，同比增长 13.02%，主要系货币资金和存货的大幅增长所致，其中货币资金占 18.74%，

应收票据占 11.10%，应收账款占 11.01%，存货占 38.03%，其他流动资产占 16.46%。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 20.66 亿元，同比增长 101.66%，主要系日常经营和项目建设资金储备增加所致。公司货币资金主要为银行存款，其他货币资金中用于质押开具银行承兑汇票的银行存款为 407.00 万元。

截至 2015 年底，公司应收票据为 12.24 亿元，同比下降 47.86%，主要系银行承兑汇票贴现所致。公司应收票据全部为银行承兑票据，其中质押开立信用证和承兑汇票的银行承兑票据为 0.41 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 13.73 亿元，共计提坏账准备 1.59 亿元，账面价值为 12.14 亿元，同比下降 9.52%。应收账款中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占 38.79%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 61.21%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 1 年以内的占 96.25%。

截至 2015 年底，公司存货账面余额为 41.98 亿元，计提跌价准备 0.04 亿元，账面价值为 41.94 亿元，同比增长 39.33%，主要系烟台工业园石化项目开车所需 LPG 储备增加所致。其中原材料占 28.10%，在产品占 25.15%，库存商品占 46.75%。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 18.15 亿元，同比增长 17.21%，主要为待抵扣增值税。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 367.78 亿元，同比增长 15.52%，主要系固定资产增加。其中固定资产占 54.51%，在建工程占 33.74%，无形资产占 6.12%。

截至 2015 年底，公司固定资产为 200.46 亿元，同比增长 31.93%，主要系烟台工业园部分投产项目转固所致。其中房屋及建筑物占 13.26%，机器设备占 85.78%，运输工具占 0.40%，电子设备、器具及家具占 0.56%。固定资产中，3.11 亿元的房屋建筑物和 101.37 亿元的机器设备作为抵押物，用以取得银行借款。

截至 2015 年底，公司在建工程为 124.09 亿元，同比增长 5.84%，其中万华烟台工业园项目合计 61.13 亿元的工程被作为抵押物，用以获取银行借款。

截至 2015 年底，公司无形资产为 22.52 亿元，同比增长 39.73%，主要系非专利技术及土地增加所致。其中土地使用权占 69.71%，非专利技术占 26.06%，软件占 3.29%，其他占 0.94%。无形资产中 5.54 亿元的土地使用权和 5.80 亿元的非专利技术作为抵押物，用以取得借款。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 490.19 亿元，较上年底增长 2.54%。其中流动资产为 117.17 亿元（占 23.90%），较上年底增长 6.27%，主要来自货币资金、应收票据和应收账款的增加；非流动资产为 373.02 亿元（占 76.10%），较上年底增长 1.43%，主要来自固定资产和无形资产的增加。

总体看，跟踪期内，随着烟台工业园部分投产石化项目转固，公司资产规模大幅增长；资产主要为非流动资产，抵质押资产占比较高，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 148.23 亿元，同比增长 11.57%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司权益合计 115.71

亿元，同比增长 9.22%，其中实收资本占 18.69%，盈余公积占 13.65%，未分配利润占 67.21%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 149.34 亿元，较上年底增长 0.74%，权益结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

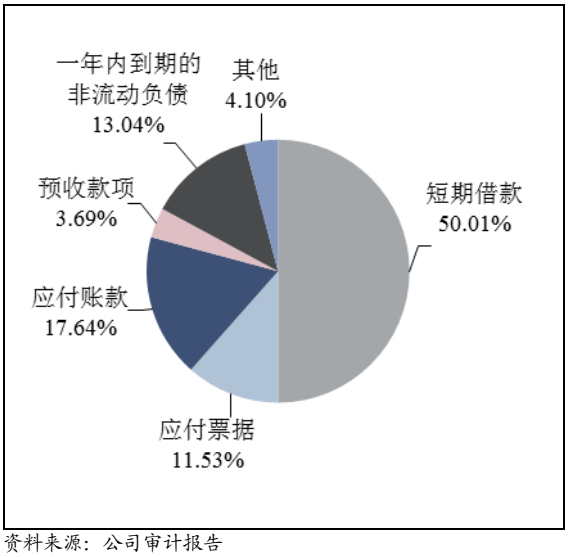
负债

截至 2015 年底，公司负债合计为 329.81 亿元，同比增长 16.51%，主要系短期借款增长，其中流动负债占 58.44%，非流动负债占 41.56%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 192.73 亿元，同比增长 45.63%，其中短期借款占 50.01%，应付票据占 11.53%，应付账款占 17.64%，一年内到期的非流动负债占 13.04%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 96.38 亿元，同比增长 114.34%，主要系随着公司生产规模的扩大，所需流动资金相应增加，公司增加了短期贷款。公司短期借款中信用借款占 97.22%。

图 3　截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司应付票据为 22.21 亿元，同比增长 8.64%，全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款为 34.00 亿元，同比增长 30.03%，主要系工程类应付项目增加。其中应付采购款占 26.26%，应付工程款占 73.74%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 25.13 亿元，较上年变化不大，全部为一年内到期的长期借款。

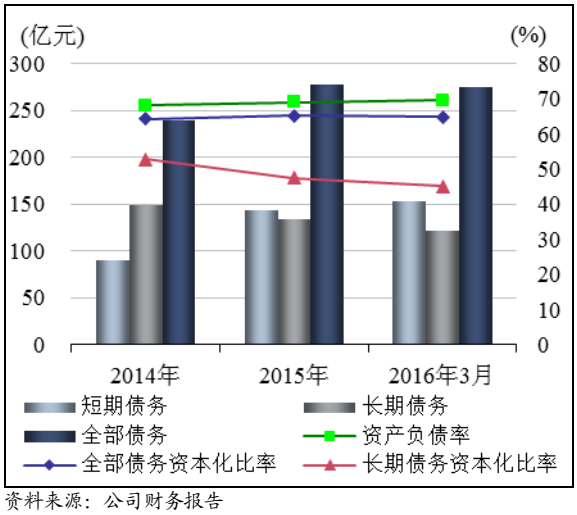
截至 2015 年底，公司非流动负债合计 137.08 亿元，同比下降 9.05%，主要系长期借款规模下降所致。其中长期借款占 83.46%，应付债券占 14.44%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 114.40 亿元，同比下降 10.88%，其中抵押借款占 27.18%，保证借款占 17.97%，信用借款占 54.85%。

截至 2015 年底，公司应付债券为 19.80 亿元，同比下降 1.00%，其中中期票据 10.00 亿元，境外人民币债券 9.80 亿元。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务合计 277.92 亿元，同比增长 16.31%，其中短期债务占 51.71%，长期债务占 48.29%，公司短期债务占比大幅上升。受短期债务规模增长影响，公司长期债务资本化比率同比下降 5.24 个百分点，为 47.52%；公司全部债务资本化比率和资产负债率均有所上升，分别为 65.22%和 68.99%。

图 4　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 340.86 亿元，较上年底增长 3.35%。其中流动负债合计 214.12 亿元（占 62.82%），较上年底增长 11.10%，主要系短期借款增长所致；非流动负债合计 126.74 亿元（占 37.18%），较上年底减少 7.54%，主要系长期借款规模下降所致。公司全部债务为 275.37 亿元，较上年底变化不大，其中短期债务占 55.61%，长期债务占 44.39%。公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 45.01%、64.84%和 69.54%。

总体看，跟踪期内，随着短期债务的快速增长，公司整体债务规模有所上升，有息债务占比较大，整体负债水平尚可。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受短期借款规模快速增长影响，公司流动负债规模快速上升，流动比率和速动比率均有所下降，截至 2015 年底分别为 57.21%和 35.45%，截至 2016 年 3 月底分别为 54.72%和 36.51%，公司短期偿债能力指标较弱。考虑到公司较强的盈利获现能力，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2015 年，受利润水平下降影响，公司 EBITDA 同比下降 8.72%，为 55.76 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均有所弱化，分别为 3.40 倍和 4.98 倍，总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保合计 1.50 亿元，担保比率为 1.00%，被担保企业为烟台港万华工业园码头有限公司，目前经营情况良好，公司或有负债风险较低。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保金额	担保期限	担保类型
烟台港万华工业园码头有限公司	0.75	2014/1/23~2017/1/21	连带责任保证担保
烟台港万华工业园码头有限公司	0.25	2014/4/24~2020/4/22	连带责任保证担保
烟台港万华工业园码头有限公司	0.50	2015/5/8~2020/5/7	连带责任保证担保
合计	**1.50**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 550 亿元，尚未使用额度 260 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司同时为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

2015 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 32.90 亿元、268.89 亿元和 46.02 亿元，对“16 万华化学 CP001”的保障倍数分别为 10.97 倍、89.63 倍和 15.34 倍；截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产为 39.53 亿元，对“16 万华化学 CP001”的保障倍数为 13.18 倍。公司现金类资产和经营活动现金流对“16 万华化学 CP001”的保障能力很强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B201506100082877588），截至 2016 年 6 月 7 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

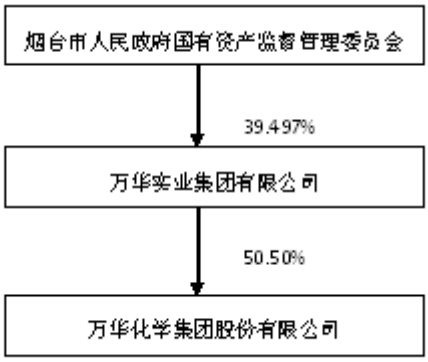
6. 抗风险能力

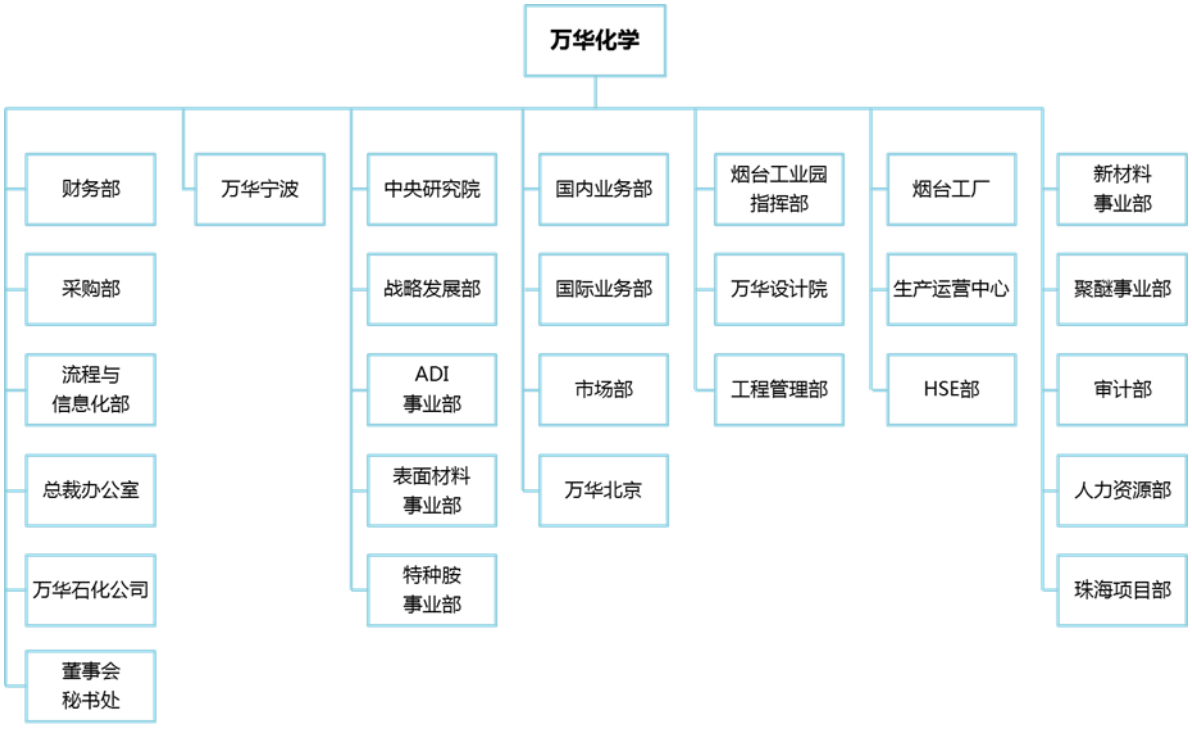
基于对公司自身经营和财务风险，以及行业地位和未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持万华化学集团股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16万华化学CP001”的信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.99	33.80	32.90	39.53
资产总额(亿元)	311.44	415.92	478.04	490.19
所有者权益(亿元)	117.81	132.86	148.23	149.34
短期债务(亿元)	70.30	90.57	143.72	153.13
长期债务(亿元)	88.91	148.38	134.20	122.24
全部债务(亿元)	159.21	238.95	277.92	275.37
营业收入(亿元)	202.38	220.88	194.92	53.00
利润总额(亿元)	44.26	41.69	29.54	6.71
EBITDA(亿元)	58.12	61.08	55.76	--
经营性净现金流(亿元)	38.69	40.21	46.02	17.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.57	5.48	6.36	--
存货周转次数(次)	6.38	5.79	3.78	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.61	0.44	--
现金收入比(%)	125.68	134.83	133.29	116.98
营业利润率(%)	32.27	30.38	29.64	26.76
总资本收益率(%)	15.43	11.21	7.87	--
净资产收益率(%)	31.97	24.22	15.38	--
长期债务资本化比率(%)	43.01	52.76	47.52	45.01
全部债务资本化比率(%)	57.47	64.27	65.22	64.84
资产负债率(%)	62.17	68.06	68.99	69.54
流动比率(%)	78.43	73.72	57.21	54.72
速动比率(%)	56.74	50.98	35.45	36.51
经营现金流动负债比(%)	37.06	30.38	23.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.46	4.04	3.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.74	3.91	4.98	--

注：公司 2016 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息