

信用等级公告

联合[2016] 022 号

联合资信评估有限公司通过对万华化学集团股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

万华化学集团股份有限公司
主体长期信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年一月五日



万华化学集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016 年 1 月 5 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	225.96	315.41	415.92	464.39
所有者权益(亿元)	98.43	117.81	132.86	144.73
长期债务(亿元)	44.42	88.91	148.38	134.05
全部债务(亿元)	106.87	159.21	238.95	272.29
营业收入(亿元)	159.42	202.38	220.88	147.88
利润总额(亿元)	35.66	44.26	41.69	25.71
EBITDA(亿元)	47.19	58.12	61.08	--
营业利润率(%)	34.32	32.27	30.38	31.29
净资产收益率(%)	30.68	31.97	24.22	--
资产负债率(%)	56.44	62.65	68.06	68.83
全部债务资本化比率(%)	52.06	57.47	64.27	65.29
流动比率(%)	103.55	80.38	73.72	60.70
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.74	3.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.03	8.46	4.04	--

注: 公司 2015 年三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”或“万华化学”)是全球最大的 MDI 生产商,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级,反映了公司在行业地位、经营规模、技术研发和盈利水平等方面具备的综合优势。同时,联合资信也关注到 MDI 行业区域性能过剩、市场需求增速放缓等因素可能对公司信用基本面带来的不利影响。

未来,随着公司产业链向下游延伸,经营向多元化发展,公司产品结构有望丰富,为公司带来新的利润增长点。同时,随着公司在建项目的逐步完工投产,公司的收入规模和盈利能力有望进一步提升,整体竞争力和抗风险能力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 公司收入规模稳定增长,盈利能力强。

关注

1. 近年来,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 产品价格持续下跌,公司盈利能力有所弱化。
2. 公司在建项目规模较大,未来存在一定外部融资需求。
3. 公司债务规模快速上升,债务负担持续加重。
4. 公司受限资产占比高,权益稳定性较弱。

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、万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级自 2016 年 1 月 5 日至 2017 年 1 月 4 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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 2014 年底，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万华合成革集团有限公司（以下简称“万华集团”），是烟台市国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”）下属全资企业，万华集团持有万华实业 39.497% 股权，公司实际控制人为烟台市国资委。

2015 年 11 月 9 日，公司发布公告，经烟台市人民政府批准，将万华集团持有的万华实业 39.497% 国有股权无偿划转给烟台市国资委，该事项已于近日完成工商变更登记。本次无偿划转后，公司实际控制人未发生改变。

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、销售部、人力资源部、战略发展部等职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 415.92 亿元，所有者权益 132.86 亿元（含少数股东权益 26.92 亿元）；2014 年公司实现营业收入 220.88 亿元，利润总额 41.69 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 464.39 亿元，所有者权益 144.73 亿元（含少数股东权益 30.93 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 147.88 亿元，利润总额 25.71 亿元。

公司住所：山东省烟台市开发区天山路 17 号；法定代表人：丁建生。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636139 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.3%。增长平稳主要表现为，在实现 7.3% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，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，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革

的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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，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，在市场中的比重逐年增加。

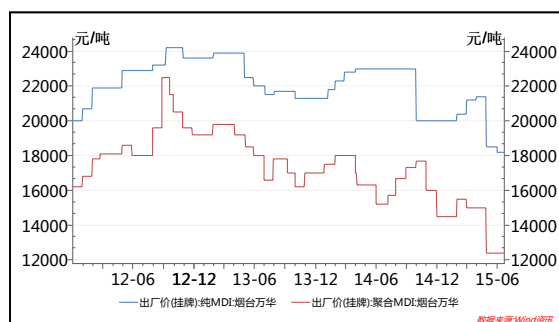
MDI 作为技术和资本密集型的行业，不仅生产技术要求高，而且资本投入巨大。2014 年 MDI 项目核准权由国务院下放到省级政府，这在一定程度上有助于扩大 MDI 生产项目的投资建设。目前，全世界仅有科思创、巴斯夫、亨斯迈、万华化学等几家大型公司掌握了其生产的核心技术。

截至 2014 年，MDI 全球产能约为 712 万吨/年，国内产能约为 262 万吨/年，占全球产能的 40%，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。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。在 2015 年及未来两年里，国内还有两套较大的装置投产，分别是巴斯夫重庆 40 万吨/年 MDI 装置和巴斯夫、亨斯迈等五企业在沪联建的 24 万吨/年粗 MDI 装置。

2014 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，市场价格一路受压下滑。以万华化学生产的聚合 MDI 价格走势为例，受年初春节过后各生产开始恢复，而入夏后下游冰箱等电器制造业需求增大，价格在年初及入夏后有所上涨，而后又回落，但 MDI 现货价格全年仍呈下降走势，全年降幅为 15.5%，最高价与最低价格的差价在 3350 元，

振幅为 24.20%。截至 2014 年底，纯 MDI（烟台万华）挂牌出厂价为 20000 元/吨，聚合 MDI（烟台万华）挂牌出厂价为 14500 元/吨；2015 年以来，由于国内需求不旺，同时海外市场需求增长放缓，竞争日趋激烈，导致 MDI 产品价格持续走低，截至 2015 年 6 月底，纯 MDI（烟台万华）挂牌出厂价为 18200 元/吨，聚合 MDI（烟台万华）挂牌出厂价为 12400 元/吨。

图 1 纯 MDI、聚合 MDI 出厂价（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，受 MDI 新增产能释放影响，MDI 价格出现下滑，未来受下游需求放缓及新增产能逐渐释放影响，MDI 景气度或将进一步下行。

2. 区域经济环境

根据《2014 年烟台市国民经济和社会发展统计公报》，烟台市全年实现地区生产总值 6002.08 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.1%。其中，第一产业增加值 441.27 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 3212.35 亿元，增长 8.8%；第三产业增加值 2348.46 亿元，增长 10.4%。三大产业结构由上年的 7.5: 54.8: 37.7 调整为 7.4: 53.5: 39.1。全市人均生产总值

85795 元（按年平均汇率折合 13967 美元），比上年增长 8.9%。

工业方面，全年工业增加值 2898.14 亿元，比上年增长 8.8%。规模以上工业增加值增长 9.6%。规模以上工业中，国有及国有控股企业增长 3.4%。全年规模以上工业中，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值比上年增长 10.4%，汽车制造业增长 15.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 14.4%，农副食品加工业增长 10.3%，专用设备制造业增长 5.2%，化学原料和化学制品制造业增长 6.5%。全年规模以上工业实现主营业务收入 14899.58 亿元，比上年增长 7.1%，实现利税 1442.31 亿元，增长 4.6%。规模以上工业企业亏损面 11.2%，比上年扩大 0.9 个百分点。规模以上工业总资产贡献率、成本费用利润率和主营业务收入利润率分别为 19.6%、7.8%和 7.2%。

总体看，烟台市经济稳步增长为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司母公司为万华实业，持有公司 50.50% 的股权，烟台市国资委持有万华实业 39.497% 的股权，公司实际控制人为烟台市国资委。

2. 企业规模

公司是国内唯一一家拥有 MDI 技术自主知识产权的企业，是全球最大的 MDI 生产企业。截至 2015 年 9 月底，公司拥有烟台和宁波两大生产基地，5 套 MDI 生产装置，具有年产 180 万吨 MDI 的生产能力，产能规模排名全球第一。2014 年，公司 MDI 产品在中国市场占有率约为 43%，居同行业首位。

截至 2015 年 9 月底，公司共有子公司 33 家。其中一级子公司 21 家，二级子公司 12 家。

主要控股子公司万华化学（宁波）有限公司于 2006 年 2 月 27 日成立，主营聚氨酯及助剂、异氰酸酯及衍生产品的开发、生产；光气、

甲醛、液氧、液氮、盐酸、压缩空气的生产；技术、咨询服务等，注册资本为 9.36 亿元。截至 2014 年底，总资产 132.90 亿元，净资产 69.51 亿元；2014 年实现营业收入 137.51 亿元，营业利润 31.27 亿元，净利润 25.30 亿元。

3. 人员素质

截至 2014 年底，公司董事长 1 人，高级管理人员 5 人，包括总裁 1 人，常务副总裁 1 人，副总裁 3 人。

丁建生，男，1954 年 11 月出生，新加坡国立大学 MBA、泰山学者。历任烟台合成革总厂 MDI 分厂车间副主任、副总工程师、技术中心副主任，烟台万华聚氨酯股份有限公司董事长兼总经理，首席技术专家。现任公司董事长，万华实业总裁兼党委书记，匈牙利 BorsodChem 化学公司董事长兼 CEO，中国国家聚氨酯工程研究中心主任。

廖增太，男，1963 年 4 月出生，硕士、高级工程师。历任烟台合成革总厂设计员、MDI 分厂设备动力科副科长、二期工程技术组组长、厂长助理、副厂长，烟台万华聚氨酯股份有限公司总工程师、副总经理，宁波万华聚氨酯有限公司总经理。现任公司董事、总裁兼党委书记。

寇光武，男，1966 年 2 月出生，硕士、高级会计师职称。历任烟台万华合成革集团公司财务部成本科副科长、科长、财务部部长助理、副部长等职；自 1998 年历任烟台万华聚氨酯股份有限公司总会计师、副总经理等职。现任公司董事、常务副总裁、财务负责人、董事会秘书。

截至 2014 年底，公司拥有在职员工数量合计 7250 人。从专业构成看，公司生产人员占 53%，行政人员占 19%，技术人员占 24%，销售人员占 3%，财务人员占 1%；从教育程度看，公司专科及以下学历占 58%，本科学历占 29%，研究生学历占 12%，博士学历占 1%。

总体看，公司高级管理人员管理经验丰富，

员工结构合理，能够满足公司日常经营管理需要。

4. 技术水平

公司在 MDI 制造技术上处于世界领先地位，组建了“国家聚氨酯工程技术研究中心”、“国家认定企业技术中心”和“企业博士后科研工作站”等行业创新平台。

2012 年，公司共发生研发支出 5.74 亿元，申请和代理国内专利 41 件、国外专利 39 件，建立了流程化研发架构和项目管理机制。首套万吨级 HDI 生产装置在宁波建成并一次开车成功；HMDA 和 HMDI 中试装置技改后实现高产稳产；IP-IPDI 产业链中试技术自主开发成功；SAP 中试装置建成并一次投料试车成功；5000 吨/年的绿色环保表面材料生产装置建成投产；第五代光气化技术成功应用于烟台和宁波装置上，使 MDI 单套产能进一步提高，成本下降，质量继续上升。“旋转填充床反应器强化新技术”荣获国家科学技术发明二等奖；“新型光气化反应制 MDI 关键技术”荣获山东省科技进步一等奖。一系列成果的取得标志着公司在 MDI 生产水平上处于领先地位。

2013 年，公司申请国内外发明专利 69 件，获得授权专利 48 件。第五代 MDI 制造技术在宁波装置上成功应用，装置能耗显著降低，产能得到较大提高；IPN 工业化装置一次投料试车成功，公司 IP-IPN-IPDA-IPDI 全产业链工艺流程正式贯通，成为世界上第二家完全掌握异佛尔酮全产业链制造核心技术的企业；HDI 三聚体固化剂工业化装置建成投产，质量通过国际大客户品质认可；公司自主开发的 3 万吨/年 SAP 装置正式开建；表面材料事业部全部贯彻水性化、零 VOC 高性能涂料和胶黏剂树脂开发的理念，基本形成了工业漆、建筑涂料、纺织合成革和胶黏剂四大产品系列。HMDA 技术获得山东省科技进步二等奖，气相光气化制异氰酸酯技术获得 2013 年烟台市技术发明一等奖，完成的 CWA0 废水处理技术和 IPDA 产

业链制造技术通过了科技成果鉴定，均被认为达到国际先进或领先水平。

2014 年，在异氰酸酯产业链技术创新方面，公司通过持续开发新工艺和新技术，使 MDI 能耗同比下降，且装置安全环保水平和产品质量进一步提升；在新产品和新技术开发方面，丙烯酸及酯、MTBE/异丁烯下游多款高附加值功能化学品的小试工艺技术相继开发成功；同时，IP-IPN-IPDA-IPDI、TMP、PC、MMA、TDI 等一批具有自主知识产权的高附加值新产品工艺技术方案定型，并已完成工业化装置工艺技术软件包的开发，正全力推向工业化；在材料及应用技术开发方面，2014 年 8 月，宁波 5 万吨/年水性树脂生产装置一次开车成功，连续稳定地实现了开发的全系列配方产品的生产；知识产权建设方面，公司新提交申请国内外发明专利 72 件，新获得国内外发明专利授权专利 50 件。公司通过了国家高新技术企业认定的同时，异佛尔酮二胺产业链成套技术获烟台市发明一等奖，高浓有机废水催化湿式氧化处理技术获烟台市科技进步一等奖并获中国石油和化学工业联合会科技进步三等奖，完成了山东省聚氨酯新材料产业链重大创新平台的建设验收。

5. 安全管理与环境保护

安全管理方面，公司在生产、使用、运输、储存过程中涉及到 25 种危险化学品，其中光气、氯气、甲苯、苯胺、甲醇 6 种危化品构成重大危险源，公司引入杜邦的安全管理体系，加强了在生产运营上精益管理。在强调 HSE 工作要做到“事事有人管、人人都负责”的基础上，细化分解责任，突出强调各级管理者的主导作用，突出强调以区域安全责任制为核心，突出全过程的风险控制，强化全员安全风险抵押金与整体区域安全绩效和过程安全绩效的关系，将 HSE 绩效与个人业绩和晋升密切挂钩；变革 HSE 部组织架构，增设工艺安全、运输安全和环保管理模块，招聘了一批有经验、

有能力的人充实到相关岗位，加强 PHA（工艺安全分析）和工艺本质安全、道路运输以及环保的管理；对中央安全委员会的组织架构进行了重组，使之更符合公司的 HSE 管理要求，将原来年轻的分委会主席全部更换为更有经验、更有影响力的部门总经理，更有针对性、更有力度地开展 HSE 制度建设和监督工作。公司在贯彻“不安全是企业第一风险、保安全是企业最大效益”理念的同时，引进杜邦安全管理体系，并建立了重大事故应急救援预案，取得了良好效果。

环境保护方面，公司不断对生产工艺进行优化，确保工艺过程的绿色环保，持续降低生产过程中的能耗、物耗，提高了能源的循环利用及三废处理能力。作为山东省 48 家“循环经济建设试点企业”和国家循环经济试点企业之一，公司在水资源综合利用、节能降耗、废弃物资源化循环和减量化、新型环保节能材料开发应用等方面，取得了良好成效，主要原材料和能源单耗以及废气、废渣排放量达到国际同行业先进水平，是世界上首家实现 MDI 废盐水循环使用的 MDI 制造商。

6. 外部环境

政策支持

产业政策方面，公司的 MDI、TDI、ADI、TPU 等产品均已被列入中国《国家新材料产业“十二五”发展规划》，属于《新材料产业“十二五”重点产品目录》的支持类项目；烟台工业园投资项目是山东省第一批省级战略性新兴产业项目；公司是国家重点支持的 520 家国有企业之一，是唯一的国家聚氨酯工程技术研究中心（2008 年）、国家认定企业技术中心（1997 年）。

财税支持方面，公司历年均享受一定的政府财政补贴，同时，政策性银行贷款持续上升；公司目前享受较低的 15% 高新技术企业税率；国家发展和改革委员会于 2012 年批复公司 3.97 亿美元国际商业贷款，公司获得了直接境

外借款资格。

区位优势

公司地理位置优越，港口、公路、电网、铁路等基础设施一应俱全，烟台工业园前港后厂，沿海为数不多的深水岸线，北方唯一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。

总体看，公司在发展过程中，拥有有利的外部支持因素，具有良好的外部环境。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关法律规定，建立了严格的法人治理结构。公司经营决策体系由股东大会、董事会、监事会和高管层组成。

股东大会是公司权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会的报告等职权。

公司设董事会，董事会是股东大会的常设执行机构，对股东大会负责，董事会由 11 名董事组成，其中独立董事 4 人，设董事长 1 人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事可以由经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的二分之一。

公司设监事会，监事会主要负有监督职责，由 5 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司经营管理层设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。设副总经理若干名，由总经理提请董事会聘任或解聘；公司总经理、副总经理、

财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。董事可受聘兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人员，但兼任总经理、副总经理或者其他高级管理人员职务的董事不得超过公司董事总数的二分之一。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。

总体看，公司作为上市公司建立了完善的法人治理结构，在日常经营过程中能够有效运作。

2. 管理水平

为了提高公司风险管理水平，保护投资者的合法权益，公司建立了健全有效的内部控制制度。公司从内部控制框架搭建做起，从三个层面（公司、子公司、业务流程）、八个要素入手进行了内部控制的框架搭建，通过强化企业文化建设支持创建内部控制环境，通过修订、新建 200 多个内部控制制度，公布实施并汇编成册--《烟台万华制度汇编》，主要包括董事会相关制度、信息披露、市场营销、采购管理、生产运作管理、财务及资产管理、工程管理、关联交易、法务管理、风险管理、战略与投资管理、研发管理、组织与人力资源管理、计算机信息系统管理、职业健康、安全、环境、质量管理、审计管理、行政管理等方面，通过较为健全的内部管理制度及其严格贯彻执行，保证了公司各项业务合法、稳健运营，确保公司发展战略和经营目标的全面实现。

公司在财务管理、资金管理、担保业务管理、关联交易管理、审计制度管理、人力资源管理、绩效考核管理、生产安全管理等方面制定并下发了较全面的制度文件。

财务管理方面，公司按照财务通则和企业内部控制规范的要求，建立了一系列财务管理制度，规范了财务管理流程，在做好会计核算的基础上，注重强化财务战略管理，形成一套基于战略的、以价值为导向的全面预算管理体系。

投融资管理方面，公司制定了完善的融资

管理制度，对融资活动进行长、短期规划，每年度的融资计划在年初制定并经过公司股东大会审核，各项融资行为遵循严格的审批和办理流程。

担保管理方面，公司制定了较完善的担保管理制度，要求被担保人设立反担保，所有担保行为都由董事会审批，被担保人需要定期提供经营分析和财务信息并接受公司查核，对生产经营和财务状况有重大影响的突发事件，被担保人需要立即向公司汇报。

销售、生产、采购管理方面，公司在销售、生产、采购各环节重视风险防范，并通过一系列的制度和规范有效抵御风险。在市场运作方面，通过客户管理系统（档案管理、信用管理、应收账款管理、计划管理、物流管理、价格管理、投诉管理等）有效防范了客户流失、供货及呆坏账等风险；在生产运作和工程管理方面，通过三位一体认证，通过引进杜邦安全管理体系，有效防范了安全、环保、职业健康和产品质量风险；在采购管理方面，建立询价、比价、招标管理制度，原料质量管理相关制度，供应商准入与评价制度，库存管理相关制度，并对原料价格走势研究分析，降低公司成本，防范采购风险。

总体看，公司内部管理制度健全，整体管理水平高，管理风险低。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事 MDI 产品的生产和销售，产品主要包括纯 MDI 和聚合 MDI 两大类。随着万华烟台工业园的建成投产，公司产业链不断向石油化工和精细化工延伸。

2012~2014 年，随着公司 MDI 产能提高，MDI 产销量稳步提升，同时，其他产品收入规模逐年增长，拉动整体收入规模保持较快增长，近三年 MDI 收入分别为 123.25 亿元、149.05 亿元和 150.14 亿元；其他收入主要来自石化产

品和聚醚等，分别为 35.32 亿元、52.08 亿元和 69.71 亿元。

毛利率方面，2013，受 MDI 产品价格下滑影响，公司当期 MDI 毛利率较上年有所下降，为 36.33%；2014 年以来，公司纯 MDI 产品价格有所回升，聚合 MDI 产品价格波动幅度较大，公司当期 MDI 毛利率较上年底变化不大，为 36.35%。下游市场需求及苯、煤、盐等原材料价格波动对公司盈利空间影响较大，但作为具有高技术壁垒、寡头垄断市场的化工

产品，MDI 行业整体盈利水平仍明显高于其它大宗化工原料。

2015 年以来，国内经济增速放缓，MDI 产品下游需求不旺，产品价格持续低迷，同时，海外市场需求增长放缓，行业竞争日趋激烈，公司收入水平有所下降，2015 年 1~9 月，公司 MDI 产品实现营业收入 97.38 亿元，毛利率为 36.33%，其他产品实现收入 47.93 亿元，毛利率为 22.89%。

表 1 2012~2015 年 9 月底公司营业收入情况（单位：亿元、%）

产品	2012 年		2013 年		2014 年		15 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
MDI	123.25	37.15	149.05	36.33	150.14	36.35	97.38	36.33
其他	35.32	27.24	52.08	23.15	69.71	19.21	47.93	22.89

资料来源：公司提供

产能

2012 年，公司 MDI 产能合计 120 万吨/年，其中宁波产能 100 万吨/年，烟台老厂产能 20 万吨/年；2013 年，宁波二期技改工作基本完成，产能提升至 120 万吨/年，烟台老厂产能仍为 20 万吨/年，公司产能提升至 140 万吨/年；2014 年，烟台工业园 MDI 搬迁一体化项目完工，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；2015 年公司产能未发生变化，截至 2015 年 9 月底，公司 MDI 产能合计 180 万吨/年。

原材料采购

原材料采购方面，公司制定了物资采购、询价管理办法，选定一些规模实力强，产品质量优，商业信誉好的供应商作为长期合作的战略供应商，实施定点采购，在保证采购质量和价格的前提下，缩短供货周期，减少采购审批手续，提高采购效率。对非定点采购则按金额大小分别实施招标采购、协议定价审批和直接询价采购等方式。

公司生产所需的原材料主要有苯、盐和煤等。其中，苯是 MDI 生产的主要原材料，约

占生产成本的 60%左右。随着公司 MDI 产量增加，苯消耗量逐年增长。采购价格方面，苯采购价格受原油价格走势影响较大，2014 年下半年以来，原油价格大幅下跌致苯成本大幅下降，公司成本控制能力得到显著提升，保证了产品毛利率的相对稳定性。

目前，公司苯采购主要通过长期订单实现，少部分通过现货渠道采购，由于公司采购规模大，实际采购价格较市场平均价格均有一定下浮。为了分散主要原材料的采购风险，公司选定多家苯战略供应商，并通过全球渠道进行采购，渠道稳定。

盐和煤方面，随着 MDI 产量增长，公司盐和煤采购量整体上升；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逐年下降。

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。

2012~2014 年，随着公司 MDI 产能提升及

下游需求增长，公司纯 MDI 和聚合 MDI 产量保持了较快增长。

销售方面，公司营销体系由销售部、市场部和三个专业研究机构组成。销售部是实现产品销售的一线队伍，市场部负责行业调研、竞争情况收集和订单的后处理工作；研究机构是以市场为导向的应用研究机构，负责开发面向市场的差异化产品、提供技术支持和培训服务。

MDI 下游行业主要为冰箱、板材、建筑保温、鞋底原液等，针对不同细分市场特征，公司采取了差异化销售模式，对下游市场集中度较高的纯 MDI 产品主要采取直销模式，对下游市场较为分散的聚合 MDI 产品主要采用直销和分销相结合的模式，其中直销主要针对有一定规模的下游客户，分销则涵盖小规模、需求稳定性较差、收款风险较高的客户，近年来，公司直销比例持续上升。

海外销售方面，公司建立了全球化的营销网络，先后在美国、荷兰、日本、香港等地设立分支机构，产品销往亚洲、美洲、欧洲等 60 多个国家。2012~2014 年，公司海外销售收入分别为 32.21 亿元、44.08 亿元和 58.61 亿元，收入占比分别为 20.31%、21.92%和 26.66%，海外销售收入占比逐年提升。

销量方面，随着 MDI 产量增长，公司纯 MDI 和聚合 MDI 销量保持增长，2014 年销量分别同比增长 5.57%和 13.47%，公司 MDI 产品销售区域主要集中在国内，国内市场占有率约为 43%；销售价格方面，受 MDI 产能扩张和原油及主要原材料价格下跌影响，MDI 市场竞争加剧，尤其是 2014 年 MDI 行业产能大幅提升，MDI 产品销售价格出现不同程度下降，2014 年纯 MDI 销售均价为 16156.00 元/吨，聚合 MDI 销售均价为 12864.00 元/吨，尽管产品价格出现回落，但得益于产品品质方面的优势，公司产品保持较高的产销率；销售结算方面，公司结算主要为预付款，结算方式主要以电汇和银行承兑汇票收取客户货款，海外以电汇和信用证结算为主。

总体看，公司作为国内 MDI 行业的龙头企业，技术实力雄厚，产能扩张迅速，规模优势明显，市场占有率高。受行业竞争加剧、原材料价格下降和经济增长放缓影响，MDI 产品下游需求增速放缓，销售价格持续下行，2014 年，万华烟台工业园的完工投产对市场供给形成一定短期压力，但公司成本控制得力，盈利能力保持较高水平。

2. 经营效率

经营效率方面，2012~2014 年，公司销售债权周转次数逐年提升，近三年平均值为 4.94 次，2014 年为 5.48 次；公司存货周转次数和总资产周转次数近三年平均值分别为 6.05 次和 0.69 次，2014 年分别为 5.79 次和 0.60 次。

总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

短期内，公司没有重大资本性支出，未来三年以释放和优化现有产能为工作重心，谨慎考虑进一步扩张，专注于提高运营效率，不断降低生产成本，依托稳定增长的 MDI 需求，进一步巩固公司全球性的行业领导地位。

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；再培育成功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种化学品业务，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种化学品 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。截至 2015 年 9 月底，公司 MDI 搬迁一体

化项目和 PO/AE 一体化项目已基本竣工，未来资本性支出将大幅减少。

总体看，公司项目建设投资与主业密切相关，项目建设有助于公司进一步扩大生产规模，提高生产水平，改善产品结构，增强整体竞争力。但公司在建项目规模较大，未来仍存在一定对外融资需求。

4. 其他事项

2011 年 2 月 9 日，公司发布公告《关于控股股东万华实业集团有限公司收购匈牙利 BorsodChem 公司 96% 股权的公告》，公告称万华实业于 2011 年 1 月 31 日签署股权买卖协议，通过海外的控股子公司收购匈牙利 BorsodChem 公司（以下简称“BC 公司”）96% 的股权，交易标的总金额为 12.63 亿欧元。BC 公司 MDI 生产能力 18 万吨/年、TDI 产能 9 万吨/年和 PVC 产能 40 万吨/年；除此之外，BC 公司还有在建 16 万吨/年 TDI 装置。截至 2009 年 12 月末，BC 公司资产总额为 16.45 亿欧元，负债总额为 14.73 亿欧元，净资产 1.72 亿欧元，净利润-1.61 亿欧元。交易完成后万华实业成为 BC 公司的实际控制人，间接控制 BC 公司 96% 的股权。

2011 年 2 月 1 日，万华实业与万华化学签订《万华实业集团有限公司委托烟台万华聚氨酯股份有限公司管理匈牙利 BorsodChem 公司协议书》，万华实业委托万华化学对 BC 公司管理运营，每年支付托管费人民币 1000 万元，协议有效期为 3 年。

由于 BC 公司与万华化学形成同业竞争和关联交易，万华实业承诺“在 BC 公司的运营状况显著改善以后（包括但不限于预计未来 12 月不会出现正常性的经营性亏损、BC 公司具备可持续性经营条件）的 18 个月内，万华化学有权要求万华实业提出以适当的方式解决 BC 公司与万华化学业务合并的议案；同时万华实业承诺在 BC 公司的运营状况显著改善以后的 18 个月内，提出以适当的方式解决与万

华化学业务合并的议案，且在该议案提交股东大会表决时，万华实业将予以回避表决。2014 年双方在该协议的基础上已签订补充协议，将原协议约定的有效期顺延三年，协议到期后双方可再另行商定。

截至 2014 年底，BC 公司 MDI 产能为 24 万吨/年，TDI 产能为 25 万吨/年，目前，BC 公司生产运营已步入正轨，各生产装置运行稳定。2014 年 BC 公司实现销售收入 12.18 亿欧元，息税前利润 7495 万欧元，预计未来 BC 公司生产经营状况将进一步改善。

该项收购预计未来能够增加公司在异氰酸酯行业的产能（根据协议，BC 公司未来预计将与万华化学合并），并且能够加速公司在欧洲的业务开展，联合资信将持续关注相关事宜进展。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报告经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2012 年，公司合并范围包括子公司 16 家，2013 年合并范围新增子公司 2 家万华化学（烟台）氯碱热电有限公司和万华化学（广东）有限公司，2014 年合并范围新增子公司 9 家，截至 2014 年底，公司合并范围包括子公司 27 家，合并范围变动对财务数据可比性影响不大。2014 年，公司根据财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》等八项会计准则变更了相关会计政策并对 2013 年 1 月 1 日、2013 年 12 月 31 日比较财务报表进行了追溯重述，以下财务分析基于重述后的财务报表。公司提供的 2015 年三季度财务报告未经审计。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 415.92 亿元，所有者权益 132.86 亿元（含少数股东权益 26.92 亿元）；2014 年公司实现营业收入 220.88 亿元，利润总额 41.69 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 464.39 亿元，所有者权益 144.73 亿元（含少数股东权益 30.93 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 147.88 亿元，利润总额 25.71 亿元。

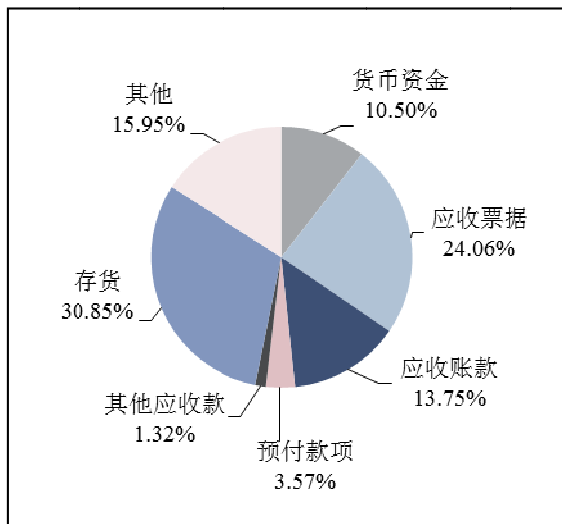
2. 资产质量

2012~2014 年，受万华烟台工业园项目投资增加影响，公司资产总额快速增长，年复合增长率为 35.67%，增长主要来自固定资产和在建工程。截至 2014 年底，公司资产总计 415.92 亿元，同比增长 31.87%，增长主要来自固定资产和其他流动资产。其中流动资产占 23.46%，非流动资产占 76.54%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动中有所增长，年复合增长率为 7.66%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 97.57 亿元，同比增长 13.62%，主要为货币资金（占 10.50%）、应收票据（占 24.06%）、应收账款（占 13.75%）、存货（占 30.85%）和其他流动资产（占 15.87%）。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动中有所下降，年复合变动率为-13.60%。截至 2013 年底，受当期年末对工程类供应商付款增加所致，货币资金同比下降 27.95%，为 9.89 亿元；截

至 2014 年底，公司货币资金为 10.25 亿元，同比增长 3.62%，主要为银行存款，货币资金中其他货币资金 0.30 亿元，为银行承兑汇票保证金及 LPG 纸货保证金。

2012~2014 年，受公司以库存票据支付工程类供应商影响，应收票据快速下降，年复合变动率为-18.42%。截至 2014 年底，公司应收票据为 23.48 亿元，同比下降 29.07%，主要为银行承兑票据，其中 2.81 亿元银行承兑票据已质押。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年复合增长率为 18.94%。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 15.17 亿元，计提坏账准备 1.75 亿元，账面价值为 13.42 亿元，同比增长 26.26%。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 33.37%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 66.63%，组合中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 3.70 亿元，账龄 1 年以内的占 98.19%，采用余额百分比法计提坏账准备的应收账款 6.40 亿元，全部为应收国外客户款项。前五名单位应收账款的年末余额占应收账款年末余额合计数的 10.35%。

2012~2014 年，公司存货规模快速增长，年复合增长率为 22.84%。截至 2014 年底，公司存货账面余额为 30.13 亿元，计提跌价准备 0.03 亿元，账面价值为 30.10 亿元，同比增长 32.89%，主要系万华烟台工业园 MDI 装置全线投产，公司储备的原材料及在产品增加所致。存货中原材料占 44.87%，在产品占 22.02%，库存商品占 33.11%。

2012~2014 年，公司其他流动资产快速增长。截至 2014 年底，公司其他流动资产 15.49 亿元，主要为待抵扣增值税，系当期期末增值税进项税留抵额较多所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年复合增长率为 49.84%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 318.36 亿元，主要为固定资

产（占 47.73%）、在建工程（占 36.83%）、工程物资（占 5.19%）和无形资产（占 5.06%）。

2012~2014 年，受万华烟台工业园项目投资增加影响，公司固定资产规模快速增长，年复合增长率为 43.96%。截至 2014 年底，公司固定资产为 151.95 亿元，同比增长 77.06%，主要为万华烟台工业园 MDI 装置达到预定可使用状态结转为固定资产所致。其中房屋及建筑物占 12.42%、机器设备占 86.39%，运输工具占 0.51%，电子设备、器具及家具占 0.68%。

2012~2014 年，公司在建工程规模快速增长，年复合增长率为 79.71%。截至 2014 年底，公司在建工程为 117.25 亿元，同比增长 44.55%，主要为万华烟台工业园项目投入增加所致；在建工程中万华烟台工业园项目中合计人民币 68.36 亿元的工程被作为抵押物，用以获取银行借款。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，年复合增长率为 15.85%，增长主要来自土地使用权和非专利技术。截至 2014 年底，公司无形资产为 16.12 亿元，同比增长 12.29%，其中土地使用权占 82.99%，非专利技术占 12.54%，软件占 4.47%；无形资产中净值为 5.41 亿元的土地使用权及 1.96 亿元的非专利技术作为抵押物，用以取得借款。

2012~2014 年，公司其他非流动资产波动下降，年复合变动率为-25.92%，截至 2013 年底，公司其他非流动资产为 25.12 亿元，主要为预付工程款；截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 7.49 亿元，同比下降 70.18%，主要系当期万华烟台工业园 MDI 项目和万华化学（烟台）氯碱热电有限公司工程项目基本完成，预付工程款大幅减少所致，其他非流动资产中预付工程款占 99.49%。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总计 464.39 亿元，较上年底增长 11.65%，增长主要来自存货和在建工程，其中流动资产占 23.97%，非流动资产占 76.03%。公司应收票据为 13.23 亿元，较上年底减少 43.65%，主要系当期银行承兑汇

票贴现所致；存货为 45.09 亿元，较上年底增长 49.82%，主要系当期万华烟台工业园石化项目储备的原材料增加所致；在建工程为 157.43 亿元，较上年底增长 34.27%，主要为万华烟台工业园项目投入增加所致；工程物资为 5.47 亿元，较上年底下降 66.86%，主要为万华烟台工业园项目领用工程物资所致。

总体看，随着万华烟台工业园项目投资增加，公司资产规模快速增长；公司资产以非流动资产为主，符合生产型企业特点，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 16.18%，增长主要来自未分配利润。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 132.86 亿元（含少数股东权益 26.92 亿元），同比增长 12.77%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.39%，资本公积占 0.46%，盈余公积占 14.89%，未分配利润占 64.27%。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 144.73 亿元（含少数股东权益 30.93 亿元），较上年底增长 8.94%，主要来自未分配利润。

总体看，公司所有者权益快速增长，权益中未分配利润占比大，权益稳定性较弱。

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速增长，年复合增长率为 48.98%，主要来自长期借款快速增长。截至 2014 年底，公司负债合计 283.06 亿元，同比增长 43.25%，其中流动负债占 46.75%，非流动负债占 53.25%。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年复合增长率为 27.60%，2013 年增长主要来自应付账款，2014 年增长主要来自短期借款和一年内到期的非流动负债。截至 2014 年底，公司流动负债合计 132.34 亿元，同比增长 26.75%，其中短期借款占 33.98%，应付票据

占 15.45%，应付账款占 19.76%，一年内到期的非流动负债占 18.98%。

2012~2014 年，公司短期借款波动中有所增长，年复合增长率为 9.29%。截至 2014 年底，公司短期借款为 44.96 亿元，同比增长 19.84%，主要为信用借款。

2012~2014 年，公司应付票据快速增长，年复合增长率为 18.57%。截至 2013 年底，公司应付票据为 19.94 亿元，较上年底大幅增长，主要系万华烟台工业园项目采购金额增加所致；截至 2014 年底，公司应付票据为 20.45 亿元，同比增长 2.55%，全部为银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年复合增长率为 72.26%。截至 2013 年底，公司应付账款为 22.99 亿元，较上年底大幅增长，主要系万华烟台工业园项目采购金额增加所致；截至 2014 年底，公司应付账款为 26.15 亿元，同比增长 13.75%，主要为应付采购款和应付工程款。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年复合增长率为 56.53%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 25.12 亿元，同比增长 95.64%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债规模快速增长，年复合增长率为 80.53%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 150.72 亿元，同比增长 66.05%，主要为长期借款（占 85.17%）和应付债券（占 13.27%）。

2012~2014 年，随着万华烟台工业园项目所需长期资金增加，公司长期借款快速增长，年复合增长率为 93.11%。截至 2014 年底，公司长期借款为 128.38 亿元，同比增长 62.69%，其中信用借款占 62.91%，保证借款占 9.09%，抵押借款占 28.00%。

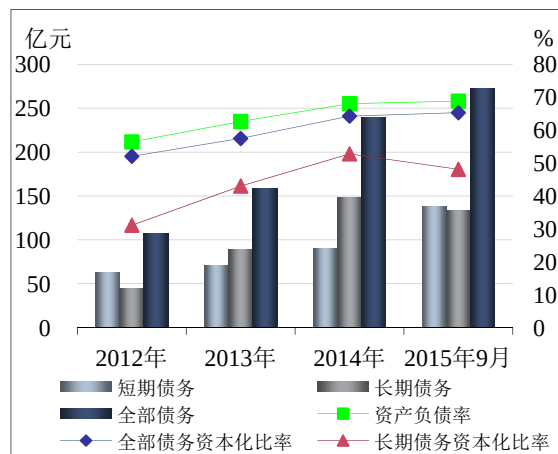
2012~2014 年，公司应付债券快速增长，年复合增长率为 41.42%。截至 2014 年底，公司应付债券合计 20.00 亿元，包括中期票据

“12 万华股 MTN1” 10.00 亿元和 2014 年在香港和新加坡发行的人民币债券 10.00 亿元。

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务快速增长，年复合增长率为 49.53%，其中长期债务占比持续增长。截至 2014 年底，公司全部债务合计 238.95 亿元，同比增长 50.09%，其中短期债务占 37.90%，长期债务占 62.10%。受长期债务规模快速增长影响，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快速上升，近三年平均值分别为 45.50%、59.79% 和 64.11%，截至 2014 年底分别为 52.76%、64.27% 和 68.06%。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 319.66 亿元，较上年底增长 12.93%，增长主要来自短期借款。公司短期借款为 94.78 亿元，较上年底大幅增长，主要系随着公司产能的扩大，所需流动资金增加，并且为置换高成本的长期项目贷款，公司增加了短期贷款所致；公司长期借款为 114.05 亿元，较上年底下降 11.16%。同期，公司全部债务为 272.29 亿元，其中短期债务占 50.77%，长期债务占 49.23%，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 48.08%、65.29% 和 68.83%。

图 3 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，随着万华烟台工业园项目投入增加，公司债务规模快速增长，负债中有息债务规模大，公司整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2012~2014 年,随着 MDI 及石化、聚醚等产品销量的增加,公司收入规模快速增长,年复合增长率为 17.71%,2014 年,公司实现营业收入 220.88 亿元,同比增长 9.14%;同期,公司营业成本快速增长,年复合增长率为 21.28%,2014 年,公司发生营业成本 152.70 亿元,同比增长 12.42%。

期间费用方面,2012~2014 年,公司期间费用快速增长,年复合增长率为 16.73%。2014 年,公司发生期间费用 24.94 亿元,同比增长 11.24%,主要为管理费用,其中销售费用 7.00 亿元,同比增长 17.55%,管理费用 13.59 亿元,同比下降 2.11%,财务费用 4.34 亿元,同比增长 68.55%,财务费用大幅增长主要系汇兑收益减少,同时贷款规模增长所致。近三年,公司期间费用率整体保持稳定,分别为 11.48%、11.08%和 11.29%,期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面,2012~2014 年,公司资产减值损失波动增长,年复合增长率为 45.40%,2014 年,公司资产减值损失为 0.74 亿元,同比大幅增长,主要系烟台老厂搬迁对老厂区的部分房屋计提减值准备和对客户应收账款计提坏账准备增加所致;同期,公司营业外收入快速增长,年复合增长率为 45.11%,2014 年为 2.65 亿元,同比增长 33.32%,主要为政府补助;同期,公司营业外支出波动增长,年复合增长率为 17.92%,2014 年为 2.42 亿元,主要为烟台老厂搬迁对老厂区的部分装置进行报废清理所致。

2012~2014 年,公司利润总额波动中有所增长,年复合增长率为 8.12%,分别为 35.66 亿元、44.26 亿元和 41.69 亿元。

盈利指标方面,2012~2014 年,公司营业利润率和总资产收益率逐年下降,近三年平均值分别为 31.74%和 13.57%,2014 年分别为 30.38%和 11.21%,公司净资产收益率近三年平均值为 27.83%,2014 年为 24.22%。

2015 年 1~9 月,公司实现营业收入 147.88

亿元,为 2014 年全年收入的 66.95%,利润总额为 25.71 亿元,其中,投资收益 0.67 亿元,较 2014 年底大幅增长,主要为货币互换合约本期平仓收益所致。公司营业利润率为 31.29%。

总体看,公司营业收入持续增长,主营业务盈利能力较强。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面,2012~2014 年,受公司流动负债规模快速上升影响,公司流动比率和速动比率快速下降,近三年平均值分别为 81.69%和 59.04%,截至 2014 年底分别为 73.72%和 50.98%,截至 2015 年 9 月底分别为 60.70%和 36.10%;同期,公司经营现金流动负债比快速下降,近三年平均值为 35.42%,2014 年为 30.38%。考虑到公司经营获现能力和盈利能力较强,公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面,2012~2014 年,公司 EBITDA 不断增长,年复合增长率为 13.77%,分别为 47.19 亿元、58.12 亿元和 61.08 亿元;同期,随着公司债务规模和利息支出快速增长,EBITDA 利息倍数快速下降,全部债务/EBITDA 快速上升,近三年平均值分别为 6.37 倍和 3.23 倍,2014 年分别为 4.04 倍和 3.91 倍,公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 9 月底,公司对外担保余额为 9.50 亿元,其中对烟台开发区国有资产经营管理公司提供连带责任担保 8.00 亿元,担保期限为 2013 年 4 月 10 日至 2022 年 4 月 10 日;对烟台港万化工业园码头有限公司提供连带责任担保合计 1.50 亿元,0.75 亿元担保期限为 2014 年 1 月 23 日至 2017 年 1 月 21 日,0.25 亿元担保期限为 2014 年 4 月 24 日至 2020 年 4 月 22 日,0.50 亿元担保期限为 2015 年 5 月 8 日至 2020 年 5 月 7 日,烟台港万化工业园码头有限公司为公司合营公司。目前,被担保企业整体运营情况良好,公司担保比率为 6.56%,或有负债风险较低。

截至 2015 年 9 月底,公司共获得银行授

信额度为 557.44 亿元，尚未使用额度为 286.27 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。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（报告编号：B201511030103837890），截至 2015 年 11 月 3 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。

7. 抗风险能力

公司为全球重要的 MDI 生产厂商，技术水平领先，处于 MDI 行业龙头地位，竞争优势显著。公司盈利能力稳定，未来，随着公司产能的逐步释放及产品向多元化发展，公司盈利能力有望进一步提升。基于对公司自身经营和财务风险，以及未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

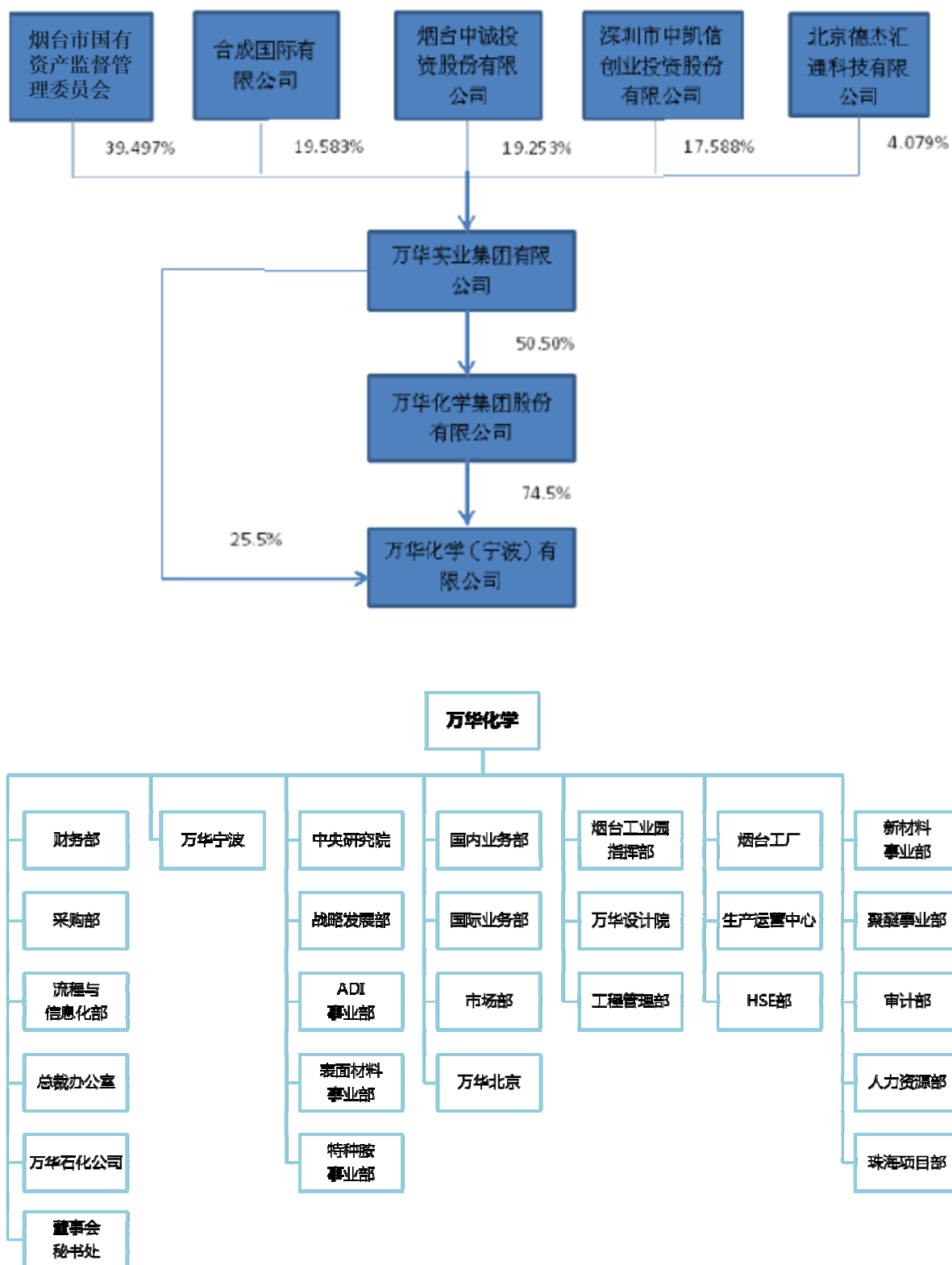
八、结论

MDI 行业技术壁垒高，行业内企业处于寡头竞争格局。近年来，受行业产能快速扩张、下游需求增速放缓等因素的影响，MDI 产品销售价格持续下行。但长期来看，MDI 行业集中度高，且下游市场具有较大增长潜力，未来发展前景良好。

公司是全球少数掌握 MDI 自主知识产权生产技术的企业，也是产能最大的 MDI 生产商，在行业地位、经营规模、技术研发和盈利水平等方面具有综合竞争优势。近年来，公司产能不断扩大，营业收入快速增长，营业利润率维持在较高水平。未来，随着万华烟台工业园的建成投产，公司产业链不断向石油化工和精细化工延伸，产品结构将进一步丰富，为公司带来新的利润增长点。同时，随着公司在建项目的完工投产，公司的行业地位有望进一步巩固，整体收入水平和盈利能力将进一步增强。

综合判断，公司主体长期信用风险极低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.28	42.99	33.80	25.98
资产总额(亿元)	225.96	315.41	415.92	464.39
所有者权益(亿元)	98.43	117.81	132.86	144.73
短期债务(亿元)	62.44	70.30	90.57	138.24
长期债务(亿元)	44.42	88.91	148.38	134.05
全部债务(亿元)	106.87	159.21	238.95	272.29
营业收入(亿元)	159.42	202.38	220.88	147.88
利润总额(亿元)	35.66	44.26	41.69	25.71
EBITDA(亿元)	47.19	58.12	61.08	--
经营性净现金流(亿元)	38.06	38.69	40.21	32.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.16	4.57	5.48	--
存货周转次数(次)	6.23	6.38	5.79	--
总资产周转次数(次)	0.80	0.75	0.60	--
现金收入比(%)	117.21	125.68	134.83	115.77
营业利润率(%)	34.32	32.27	30.38	31.29
总资本收益率(%)	16.67	15.43	11.21	--
净资产收益率(%)	30.68	31.97	24.22	--
长期债务资本化比率(%)	31.10	43.01	52.76	48.08
全部债务资本化比率(%)	52.06	57.47	64.27	65.29
资产负债率(%)	56.44	62.65	68.06	68.83
流动比率(%)	103.55	80.38	73.72	60.70
速动比率(%)	79.01	59.18	50.98	36.10
经营现金流动负债比(%)	46.83	36.22	30.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.03	8.46	4.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.74	3.91	--

注：公司 2015 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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(非流动) 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

联合资信评估有限公司关于 万华化学集团股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

万华化学集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。万华化学集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注万华化学集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现万华化学集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如万华化学集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送万华化学集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

