

信用评级公告

联合〔2023〕3405号

联合资信评估股份有限公司通过对万华化学集团股份有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十九日

万华化学集团股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
万华化学集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2023 年 6 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V4.0.202208
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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		1
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

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：李晨 王皓

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级，反映了其作为全球产能规模最大的MDI生产企业，行业地位突出，伴随公司石化业务和精细化学品及新材料业务持续快速发展，公司在整体经营规模、技术研发和盈利水平等方面保有的综合优势。跟踪期内，公司MDI产能进一步提升，产业链一体化布局进一步完善。2022年，伴随主要产品产销量增加，公司营业总收入与经营现金净流入量均实现同比增长。同时，联合资信也关注到公司经营业绩易受全球大宗原料及能源价格影响，在建项目规模大，未来存在一定资本支出需求等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，伴随公司在建项目的逐步完工投产，公司收入规模与盈利水平有望持续提升，整体竞争力和抗风险能力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司 MDI 产能位列全球首位，行业地位突出。MDI 作为技术与资本密集型行业，生产技术高，资本投入大。截至 2023 年 3 月底，公司全球范围内 MDI 产能合计 305 万吨/年，产能规模排名全球第一。

2. 公司研发实力很强，经营多元化，产业链一体化布局。公司多元化经营并持续培育高技术、高附加值产业，研发投入规模大；伴随石化板块项目持续投产，产业链布局更为完善。

3. 公司财务状况良好，盈利佳，经营性现金净流入规模大，偿债能力指标表现极强。2022 年，公司实现营业总收入 1655.65 亿元，同比增长 13.76%；当期营业利润率为 16.02%，经营性净现金流为 363.37 亿元，经营性净现金流对债务及利息的保障倍数同比均有提升。

关注

1. 经营环境压力所造成的不利影响。公司经营业绩易受全球大宗原料及能源价格影响，进入 2023 年以来 MDI 产品价格明显波动，需关注国内经济形势与国际政治及贸易环境等因素对公司经营带来的不利影响。

2. 在建项目未来存在一定资本支出需求。2023 年，公司主要建设项目计划投资支出为 451.1 亿元，投资规模大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	225.14	408.46	202.43	426.13
资产总额（亿元）	1351.35	1903.10	2008.43	2377.94
所有者权益（亿元）	516.51	716.96	813.37	857.75
短期债务（亿元）	527.98	771.72	717.90	994.42
长期债务（亿元）	133.21	185.18	221.79	286.99
全部债务（亿元）	661.20	956.90	939.69	1281.41
营业总收入（亿元）	734.33	1455.38	1655.65	419.39
利润总额（亿元）	117.32	291.51	195.41	49.32
EBITDA（亿元）	181.77	393.47	309.41	--
经营性净现金流（亿元）	168.50	279.22	363.37	41.67
营业利润率（%）	22.93	25.66	16.02	16.97
净资产收益率（%）	20.16	34.92	20.95	--
资产负债率（%）	61.78	62.33	59.50	63.93
全部债务资本化比率（%）	56.14	57.17	53.60	59.90
流动比率（%）	59.00	73.77	54.23	64.44
经营现金流动负债比（%）	24.53	28.49	38.24	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.53	0.28	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	11.06	16.61	12.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.64	2.43	3.04	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	772.85	1005.26	1131.23	1234.76
所有者权益（亿元）	206.70	332.45	495.27	528.07
全部债务（亿元）	309.55	374.32	410.19	463.36
营业总收入（亿元）	233.80	600.46	550.46	148.61
利润总额（亿元）	58.14	177.08	252.54	36.99
资产负债率（%）	73.25	66.93	56.22	57.23
全部债务资本化比率（%）	59.96	52.96	45.30	46.74
流动比率（%）	31.77	46.95	50.58	60.08
经营现金流动负债比（%）	24.91	32.35	12.03	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 2020 年财务数据为经调整后 2021 年期初数；3. 已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务，将长期应付款带息部分计入长期债务；公司本部口径已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/07/05	李晨 王皓	化工企业信用评级方法 (V3.1.202205)；化工企业主体信用评级模型（打分表） (V3.1.202205)	阅读全文
AAA	稳定	2016/01/05	唐岩 牛文婧	联合资信主体评级方法总论 (2013)	阅读全文
AA+	稳定	2010/12/01	张成 吕明远	--	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告系联合资信接受万华化学集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、该公司信用等级自 2023 年 6 月 19 日至 2023 年 7 月 4 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。

八、本报告所列示的主体评级的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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。

万华化学集团股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

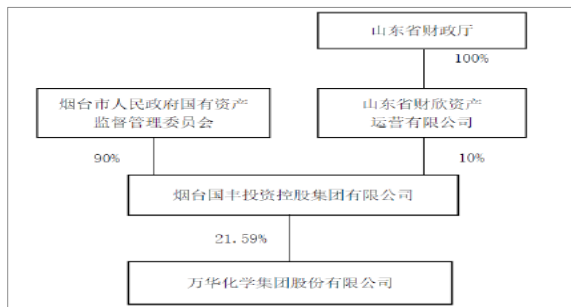
一、跟踪评级原因

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”）关于万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”或“万华化学”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，经中国证券监督管理委员会（以下简称“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（股票代码“600309.SH”）。2013年5月30日，公司完成工商变更手续，将名称更至现名。后经多次股本扩充与股权变更，2019年2月12日，经证监会审核批复同意，公司向烟台万华化工有限公司（以下简称“万华化工”）持股股东定向增发股份1715990206股对其进行吸收合并，新增注册资本4.06亿元，变更后公司总股本为31.40亿元。截至2023年3月底，公司注册资本与实收资本均为31.40亿元，烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“烟台国丰”）持股比例为21.59%¹，为公司第一大股东，烟台市国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”）为公司实际控制人。

图1 截至2023年3月底公司股权架构图



资料来源：公司提供

截至2023年3月底，公司前十大股东中，Prime Partner International Limited、宁波市中凯信创业投资股份有限公司和烟台中诚投资股份有限公司分别持有公司5.56%、9.61%和10.52%的股份，上述股东分别质押其持股数量的60.02%、17.23%和2.81%。

公司及其子公司主营业务为化工产品的开发、生产与销售，主要产品涵盖聚氨酯、基础化学品、精细化学品及新材料三大板块。截至2023年3月底，公司本部内设人力资源部、财务部、采购部、市场部和战略发展部等多个职能部门（详见附件1-1）；纳入合并范围内主要子公司详见附件1-2。

截至2022年底，公司合并资产总额2008.43亿元，所有者权益813.37亿元（含少数股东权益44.92亿元）；2022年，公司实现营业总收入1655.65亿元，利润总额195.41亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额2377.94亿元，所有者权益857.75亿元（含少数股东权益48.38亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入419.39亿元，利润总额49.32亿元。

公司注册地址：山东省烟台市经济技术开发区重庆大街59号；法定代表人：廖增太。

三、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步

¹ 烟台国丰、烟台中诚投资股份有限公司、宁波市中凯信创业投资股份有限公司为一致行动人，烟台国丰实际拥有对万华化学的表决权为41.72%

核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》²。

四、行业分析

MDI为技术和资本密集型行业，全球MDI产能近年逐年增长。截至2022年底，全球MDI母液产能总计1010万吨/年，全球MDI精馏产能总计974万吨/年。2022年，全球新投产的MDI产能主要为来自万华化学福建产区的40万吨/年新建装置。截至2022年底，中国MDI母液合成装置总产能为429万吨/年，年内实际运行产能为389万吨/年；中国MDI精馏装置总产能达441万吨/年，实际运行产能为401万吨/年，中国MDI母液合成装置与精馏装置平均开工率均在84%以上。

MDI是聚氨酯的重要化工原料，为全球性竞争产品，下游应用广泛。2022年，全球MDI

需求量785万吨，同比下降0.2%。分地区来看，北美洲需求量为181万吨；欧洲/非洲/中东地区需求量为225万吨；亚太区需求量为360万吨，南美洲为18万吨。2022年，中国MDI表观需求量255万吨，同比下降5.0%。其中，聚合MDI表观需求量151万吨，同比下降2.9%；纯MDI表观需求量82.8万吨，同比下降8.6%。

产品价格方面，2022年，受国内及国际宏观经济因素影响，中国MDI的多个下游行业需求量转弱下滑，中国聚合MDI市场震荡下行，市场价格区间为13500~21800元/吨，全年市场均价为17239元/吨，相较于上年同期均价19871元/吨，同比下跌13.2%。同期，中国纯MDI市场价格走势趋同，市场价格区间为16200~25000元/吨，全年市场均价20784元/吨，相较于上年同期均价22338元/吨，同比下跌7.0%。2023年，预期国内整体MDI需求或将迎来修复性增长，中国聚合MDI和纯MDI市场价格中枢或将上移。2023年4月，万华化学公告5月份中国地区MDI价格（公司挂牌指导价）。其中，中国地区聚合MDI挂牌价为18800元/吨，纯MDI挂牌价22800元/吨，价格水平高于2022年全年市场均价。化工行业完整版分析报告详见《2023年化工行业分析》。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本与实收资本均为31.40亿元，烟台国丰持股比例为21.59%，为公司第一大股东；烟台市国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是全球最大的MDI³生产企业，产能全球化布局，拥有技术自主知识产权。公司产业链整合程度高，石化业务与精细化学品及新材料业务快速发展，公司产品和业务范围广泛，综合竞争力极强。

² 报告链接：<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>

³ 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

公司聚氨酯业务板块包含异氰酸酯和聚醚多元醇两部分。其中，大宗异氰酸酯分为 MDI 和 TDI 两类。公司是全球最大的 MDI 生产企业，截至 2023 年 3 月底，公司全球范围内 MDI 产能合计达 305 万吨/年。公司欧洲生产基地位于匈牙利，MDI 年产能 35 万吨，TDI 年产能 25 万吨；公司亚洲生产基地分别位于烟台（110 万吨/年 MDI、30 万吨/年 TDI）、宁波（120 万吨/年 MDI）和福建（40 万吨/年 MDI、10 万吨/年 TDI）。其中，万华化学（福建）异氰酸酯有限公司（以下简称“万华福建”）年产 40 万吨 MDI 装置于 2022 年 12 月全线贯通，实现一次性开车成功。2023 年 5 月，万华福建 25 万吨/年 TDI 装置一次性开车成功，公司 MDI 与 TDI 产业布局持续优化，全球行业竞争力进一步提升。2023 年 4 月，公司公告收购烟台巨力精细化工股份有限公司部分股权，持续布局 TDI 产业。公司现为全球最大的 MDI 供应商和全球第三大 TDI 供应商，MDI 产品在中国市场占有率居同行业首位。聚醚多元醇作为聚氨酯产业另一关键原料，与异氰酸酯具有极强的协同效应。公司在聚醚业务领域已经发展成为家电、家居、汽车、涂料等下游行业的核心供应商，为中国市场领先、世界一流的聚醚多元醇供应商。

公司石化业务主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物，依托 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，持续拓宽 C2、C3、C4 产业链条；以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，实现产业链联动与价值协同。公司正在建设 120 万吨/年乙烯二期项目，并向下游高端聚烯烃延伸。

公司精细化学品及新材料业务板块包括功能化学品事业部、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、电池科技和电子材料。其中，功能化学品事业部拥有脂肪族异氰酸酯、特种胺、香料、特种化学品等多个产品系列；新材料事业部产品主要包括热塑性聚氨酯弹性体（TPU）、聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、水处理膜材料、改性聚丙烯（PP）、聚烯烃弹性体（POE）等，产品广泛应用于服装鞋材、汽车家电、光伏新能源、光学显示及消费电子等领域；表面材料

事业部致力于环保型表面材料、SAP、有机硅胶粘剂的研发、生产、销售和服务，产品领域涵盖建筑材料、工业涂料、粘合剂、织物涂层、生态合成革、个人护理、家庭护理、卫生、包装；高性能聚合物事业部业务主要包括聚碳酸酯（PC）、特种尼龙（PA12）、生物降解材料等高端聚合物以及产业链相关化学品，产品广泛应用于汽车、5G 通讯、医疗健康、电子电器、高端光学、绿色包装等领域；电池科技业务主要包括三元正极材料、磷酸铁锂正极材料、负极材料、电解液溶剂等；电子材料业务主要包括半导体领域、电子电器领域涉及相关材料、化工原材料的研发、生产、销售和服务。公司精细化学品及新材料业务整体研发能力极强。

3. 技术水平

公司研发投入呈快速增长态势，创新体系完善，技术创新能力很强，主导产品均已拥有自主知识产权且持续进行成果转化，并推进装置技术升级和降本增效，产业综合竞争力极强。

公司已经建立完善的流程化研发框架和项目管理机制，形成从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系，拥有“先进聚合物国家工程研究中心”“国家认定企业技术中心”“国家技术标准创新基地（化工新材料）”及 8 个“国家认可分析实验室”等研发平台。

2022 年，公司氯化氢催化氧化制氯成套技术及其产业化技术获得“山东省科技进步奖特等奖”，全年共申请国内外发明专利 1002 件，新获得授权 1058 件，同比显著增长 154%，发明专利通过率达到 99%，获“山东省专利一等奖一项”和“中国专利优秀奖”。公司研发投入力度不断加强，2022 年研发支出同比增加 7.95% 至 34.20 亿元，研发投入主要用于高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入，重点研发碳中和相关技术、聚氨酯下游应用、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、CMP 信息材料（电子材料）、分离与纯化等项目。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(机构信用代码:G10440304000203909),截至2023年5月19日,公司本部无已结清和未结清不良信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录。

截至本报告出具日,联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内,公司在法人治理结构、管理体制及管理制度等方面无重大变化;公司董事、监事和高级管理人员构成符合《章程》规定。

跟踪期内,公司法人治理结构以及主要管理制度未发生重大变化。

根据公司2022年年度股东大会决议,张锦不再担任公司独立董事,马玉国新任公司独立董事;除上述事项外,公司董事及监事人员未发生变动。

根据公司《章程》,公司董事会由11名董事组成,设董事长1人、独立董事4人;设总经理(或“总裁”)1人、副总经理(或“副总裁”)若干名,公司总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员;监事会由3名监事组成,监事会设主席1人。截至

本报告出具日,公司董事、监事和高级管理人员构成符合《章程》规定。

公司2022年年度股东大会通过了关于修改公司章程部分条款的议案后,公司现董事会下设战略委员会,审计及合规管理委员会,提名委员会,薪酬与考核委员会,环境、社会及治理委员会(“ESG委员会”)。其中,ESG委员会主要职责为对公司环境、社会及治理目标、决策进行研究并提出建议,对公司环境、社会及治理相关工作的目标和实施情况进行审查和监督,对公司环境、社会及治理相关风险及机遇进行识别和评估并提出建议,以及审阅公司对外披露的环境、社会及治理报告,并提出建议。

七、经营分析

1. 经营概况

2022年,公司主要产品销量增加,营业总收入同比提升,但受全球大宗原料及能源价格上涨影响,公司毛利率同比有所下降。

公司作为一家全球化运营的化工新材料公司,近年来产业链不断延伸,经营向多元化发展,产品结构更加丰富。2022年,伴随聚醚多元醇销量提升、PO/SM装置及多套精细化学品装置投产,公司主要产品销量增加,产品收入提升,聚氨酯系列、石化系列和精细化学品及新材料系列收入同比增幅分别为3.97%、13.40%和30.13%。同时,因全球大宗原料及能源价格上涨,导致公司综合毛利率同比下降10.18个百分点。

表1 2020—2022年公司营业总收入及毛利率情况(单位:亿元)

业务板块	2020年			2021年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
聚氨酯系列	350.17	43.60%	34.47%	604.92	38.83%	35.07%	628.96	38.23%	24.45%
石化系列	264.17	32.89%	7.64%	614.09	39.41%	17.09%	696.35	42.33%	3.74%
精细化学品及新材料系列	79.64	9.92%	18.95%	154.64	9.93%	21.25%	201.24	12.23%	27.63%
其他	109.12	13.59%	18.85%	184.37	11.83%	17.63%	254.78	15.49%	14.87%
产品间抵消	--	--	--	-109.02	--	--	-136.25	--	--
合计	722.80	100.00%	21.98%	1449.00	100.00%	26.66%	1645.08	100.00%	16.48%

注:2020年各板块经营数据已追溯调整为抵消后数据;上表尾差主要系四舍五入所致
资料来源:联合资信根据公开资料整理

2023年一季度,公司实现营业总收入419.39亿元,同比增幅不大。其中,聚氨酯系列产品实

现收入156.96亿元,同比变动不大;石化产品实现收入181.87亿元,同比下降3.25%;精细化学

品及新材料实现收入53.39亿元，同比增长5.37%。2023年一季度，公司纯MDI与聚合MDI挂牌价同比均有提升，但石化产品销售价格同比明显下降。受此影响，公司当期利润总额为49.32亿元，同比下降23.47%。2023年1—3月，公司综合毛利率为17.53%，同比下降3.02个百分点。

(1) 聚氨酯板块

跟踪期内，公司聚氨酯系列产品产能增加，产销量增长，产销率提升；原材料成本上涨明显，但公司聚氨酯板块仍保持较高盈利水平。进入2023年以来，公司MDI产品价格波动明显，公司规模优势显著，综合抗风险能力强。

公司为全球产能规模最大的MDI生产企业，技术水平高，规模优势显著。产能方面，截至2023年3月底，公司在全球共有4处MDI生产基地，产能合计为305万吨/年。

原材料采购

公司聚氨酯板块生产所需的原材料主要有纯苯、化工煤和盐（烧碱）等，其中纯苯为MDI主要生产原材料。公司纯苯采购模式为长约采购，2022年主要结算方式为现金采购。为分散主要原材料的采购风险，公司选定多家战略供应商，并通过全球渠道进行采购，渠道供应稳定。

伴随MDI产量逐年提升，公司纯苯消耗量逐年增加，采购均价持续走高。纯苯采购价格受原油价格走势影响大，2022年公司采购价格明显上涨。化工煤方面，2022年，公司化工煤以长约采购为主，采购量同比增长7.37%，结算方式主要为电汇月结，采购均价因煤价上涨而同比提升，但煤炭总体价格波动对公司营业成本影响较小。

表2 2020—2022年公司纯苯与化工煤采购概况
(单位：万吨、元/吨)

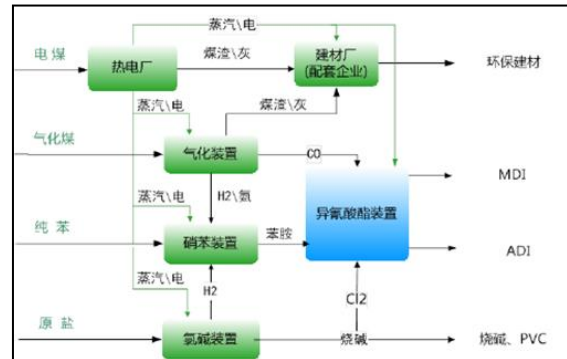
项目	2020年	2021年	2022年
纯苯	采购量	165	192
	采购均价	3719	6695
化工煤	采购量	235	380
	价格同比变动比率(%)	-4	65

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

生产与销售

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。

图2 异氰酸酯工艺流程示意图



注：环保建材非公司产品

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

公司聚氨酯系列产品近年产销量均逐年增长，产销率高。2022年12月，公司福建工业园MDI装置建成投产，新增产能40万吨/年。2022年，公司聚氨酯产量与销量分别同比增长3.74%和7.46%，产销率同比提升3.47个百分点。

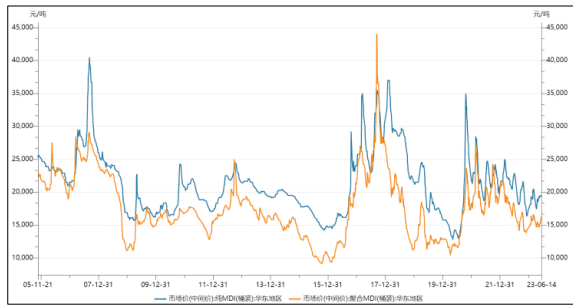
表3 2020—2022年公司聚氨酯产品产销概况
(单位：万吨)

项目	2020年	2021年	2022年
产量	287	401	416
销量	288	389	418
产销率	100.44%	97.01%	100.48%

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

聚氨酯产品价格受市场供需及原材料价格影响很大，2022年，MDI产品价格整体呈震荡下行态势。销售结算方面，公司结算方式主要以电汇和银行承兑汇票为主，海外以电汇和信用证结算为主。销售价格方面，公司MDI产品以执行月度定价为主，即每月月底公告当月结算价与下月挂牌价。进入2023年以来，公司MDI产品价格波动明显；自2023年6月份开始，纯MDI挂牌价相较5月份有所上调。

图3 MDI产品近年价格走势概况（华东）



资料来源：Wind

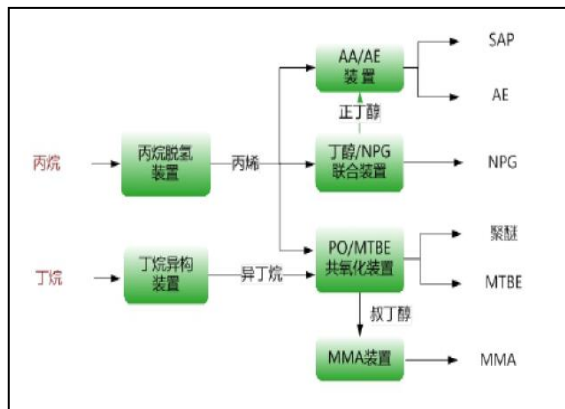
（2）石化业务板块

跟踪期内，公司石化产品产能提升，产销率高，相关收入为公司重要收入来源。

公司石化业务目前主要发展C2、C3和C4烯烃衍生物。公司现拥有百万吨乙烯产能，依托技术创新优势，在PP/丙烯酸/丁醇/环氧丙烷等丙烯一级衍生物的基础上，向下发展具有独特优势的改性PP、高吸水树脂SAP、新戊二醇NPG、MIBK、异佛尔酮等高附加值精细化产品。通过建设高技术水平的PO/MTBE装置，公司自主研发异丁烯及衍生物产品；第二套环氧丙烷装置—PO/SM装置建成投产后，公司PO产业集群已初步形成。2022年1月，烟台工业园PO/SM装置建成投产，新增产能95万吨/年。

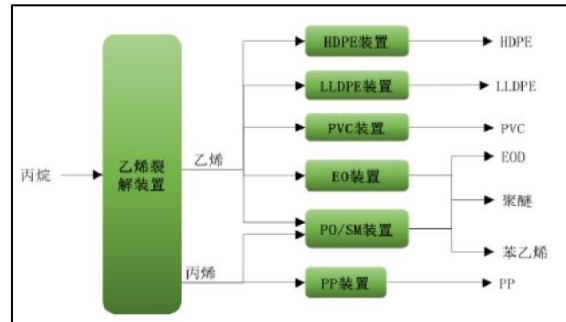
公司石化板块服务于聚氨酯业务发展，可降低原单一聚氨酯产业风险，亦可为后续特种化学品和功能性材料提供原材料支持。公司规划于烟台工业园内实施120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目已于2022年8月通过核准，目前正在有序稳步建设中。

图4 石化项目工艺流程示意图



资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

图5 乙烯项目工艺流程示意图



资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

公司石化板块生产所需原材料主要为液化石油气（LPG），2022年公司LPG采购量同比变动不大，丙烷LPG和丁烷LPG采购均价同比均有提升。公司LPG综合采用合同价、固定价、浮动价等多种采购定价模式，主要与海外主流LPG供应商开展稳定合作，结算方式为一单一结。

表4 2020—2022年公司LPG采购概况

（单位：万吨）

项目	2020年	2021年	2022年
采购量	603	1017	1032
价格同比变动比率（%）			
丙烷LPG	-9	63	15
丁烷LPG		56	19

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

跟踪期内，伴随产品产能提升，公司石化系列产品产销量均有增长，产销率高。

表5 公司石化产品产销概况（单位：万吨）

项目	2020年	2021年	2022年
产量	188	400	450
销量	188	390	454
产销率	100.31%	97.50%	100.89%

注：石化产品产销量不包含LPG贸易量；计算差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信根据公开资料整理

（3）精细化学品及新材料业务板块

公司持续培育高技术、高附加值的精细化学品及新材料产业，相关收入快速增长，未来伴随相关项目投产达产，公司综合竞争力将进一步提升。

公司精细化学品及新材料业务板块产品持续发展，主营高性能功能化学品的研发、生产和销售，目前公司产品范围包括脂肪族异氰酸酯系列（HDI、HDI加合物、HMDI、IPDI、H6XDI）、

特种胺系列(MDA、MDBA、H12MDA、IPDA、PU 催化剂等)、有机硅类及特殊功能化学品(IP、MIBK、CDT)等。精细化学品及新材料主要原材料为 MDI、聚醚多元醇及石化类产品,大部分由公司的聚氨酯板块及石化板块供给,少量外部采购;公司目前主要产品是 SAP、PC、ADI、特种胺、有机硅、水性产品等。

表6 公司精细化学品及新材料产品产能概况
(单位:万吨/年)

产品	2021 年	2022 年
产能	PC 21	24
	PMMA 8	16
产能利用率(%)	PC 75	79
	PMMA 64	59

资料来源:公司提供,联合资信根据公开资料整理

公司精细化学品及新材料产品产销量持续增长,2022 年相关产品产销量分别同比增长 24.05%和 25.00%,产销率维持高位。未来伴随研发项目实现量产,在建项目投产达产,公司精细化学品及新材料业务板块收入有望实现稳定增长,综合竞争力有望进一步提升。

表7 公司精细化学品及新材料产品产销概况
(单位:万吨)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
产量	57	79	98
销量	55	76	95
产销率	96.84%	96.20%	96.94%

注:计算差系四舍五入所致

资料来源:公司提供,联合资信根据公开资料整理

2. 经营效率

公司经营效率较高,处于同行业较好水平。

2022年,公司销售债权周转次数为12.94次,同比有所提升;存货周转次数和总资产周转次数分别同比下降至7.58次和0.85次。公司经营效率指标同比变动不大。

与同行业公司相比,公司经营效率指标总体处于行业中上水平。预期随着在建工程投产运营,公司经营效率将得到提升。

表8 2022 年公司与同行业盈利指标对比
(单位:次)

指标名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
中国石油化工集团有限公司	9.13	64.80	1.36
中国海洋石油有限公司	33.20	13.41	0.49
万华化学	7.58	18.70	0.85

注:为便于同业比较,本表数据引自Wind,与本报告附表口径有一定差异

3. 在建项目

公司项目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,提升整体竞争力。公司在建项目规模大,未来仍存在一定资本支出需求。

2023年,公司主要建设项目计划投资451.1亿元。其中,石化产业链项目计划投资169.3亿元;精细化学品项目计划投资43.6亿元;电池材料项目计划投资33.4亿元。公司在建工程投资规模大,未来仍需一定资本支出。

表9 2023 年公司主要投资计划(单位:亿元)

投资项目	计划投资额
聚氨酯(MDI/TDI/聚醚等)及配套项目	82.4
新材料(差异化 PC/TPU 等)及配套项目	53.1
精细化学品(柠檬醛/营养品/TMP/有机硅等)项目	43.6
石化产业链(乙烯二期/POCHP/顺酐/NPG 等)项目	169.3
公用工程及辅助设施	47.0
电池材料项目	33.4
热电项目	3.3
其他	19.0
合计	451.1

资料来源:公司提供

公司“蓬莱工业园高性能新材料一体化项目”总投资额为231亿元,主要建设90万吨/年丙烷脱氢、50万吨/年聚醚、40万吨/年POCHP、30万吨/年聚丙烯、30万吨/年EO、30万吨/年EOD、丙烯酸及酯(16万吨/年丙烯酸、16万吨/年丙烯酸丁酯、2万吨/年丙烯酸辛酯)、20万吨/年碳酸酯、3万吨/年润肤剂、空分等装置及配套公用工程和辅助设施等,项目规划建设期自2022年至2025年,预期将于2024年6月开始陆续投产。

公司计划在烟台工业园实施乙烯二期工程，总投资额为176亿元，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20万吨/年丁二烯装置、55万吨/年裂解汽油加氢装置（含3万吨/年苯乙烯抽提）、40万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施，项目预期于2024年10月开始陆续投产。

4. 未来发展

公司发展计划明确，未来伴随在建项目投产、高端产品丰富以及海外布局完善，公司整体竞争能力将进一步提升。

公司布局关键化工新材料和精细化学品、新能源、“双碳”等新兴行业，在新能源、新基建、减碳、半导体和生命健康等领域探讨业务发展模式、推动行业进步、创造更多的创新技术和行业解决方案，实现新技术、新业务的可持续发展。未来，公司规划充分利用现有工业园产业链一体化优势，开拓聚烯烃高性能材料平台，促进聚烯烃产业链转型升级，并进一步发展改性塑料业务，拓展材料业务高端应用下游，向新材料领域发展迈进，发展成为全球化运营的一流化工新材料公司。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报表，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进

行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司2023年一季度财务数据未经审计。

2022年，公司以现金购买方式取得万华化学（烟台）电池材料科技有限公司100%股权，同期新设子公司12家，注销子公司2家；2023年一季度，公司合并范围相较2022年底未发生变化。截至2023年3月底，公司合并范围内子公司合计88家。整体看，伴随业务规模扩大，公司合并范围存在一定变动，考虑到新增子公司业务规模相对较小，公司财务数据可比性尚可。

截至2022年底，公司合并资产总额2008.43亿元，所有者权益813.37亿元（含少数股东权益44.92亿元）；2022年，公司实现营业总收入1655.65亿元，利润总额195.41亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额2377.94亿元，所有者权益857.75亿元（含少数股东权益48.38亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入419.39亿元，利润总额49.32亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模快速增长，现金类资产充裕，资产受限率极低；非流动资产主要为固定资产和在建工程，固定资产成新率较高。整体看，公司资产质量极好。

截至2022年底，公司合并资产总额2008.43亿元，较上年底增长5.53%，主要系固定资产及在建工程增加所致；构成方面，公司非流动资产占比为74.34%，较上年底提升12.33个百分点，公司资产以非流动资产为主。

表 10 2020 - 2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	405.26	29.99	722.91	37.99	515.32	25.66	777.35	32.69
货币资金	175.74	43.36	342.16	47.33	189.89	36.85	379.77	48.85
应收账款	63.09	15.57	86.46	11.96	90.60	17.58	120.13	15.45
存货	87.04	21.48	182.82	25.29	181.85	35.29	183.18	23.56
非流动资产	946.09	70.01	1180.18	62.01	1493.11	74.34	1600.59	67.31
固定资产	559.13	59.10	652.33	55.27	785.58	52.61	838.48	52.39
在建工程	215.34	22.76	270.57	22.93	347.27	23.26	376.27	23.51
资产总额	1351.35	100.00	1903.10	100.00	2008.43	100.00	2377.94	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重；2023年3月末在建工程数据为合计数
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

(1) 流动资产

截至2022年底,公司流动资产中,货币资金较上年底大幅下降44.50%,主要系公司偿还有息债务所致;伴随产品销售量增加,应收账款较上年底增长4.79%,公司已按7.94%比例计提坏账准备,未逾期应收账款占88.92%,主要客户集中度低且较上年底有所下降;存货伴随库存商品的减少而较上年底略有下降,公司原材料、在产品及库存商品的占比分别为32.17%、18.41%和41.99%。

(2) 非流动资产

截至2022年底,公司非流动资产中,固定资产较上年底增长20.43%,主要系乙烯项目、福建工业园MDI产能转固所致,固定资产成新率为64.13%,成新率较高;当期在建工程增幅为28.35%,主要系对聚氨酯产业链延伸及配套项目以及异氰酸酯新建及配套项目增加投资所致,上述项目当期增加投资额分别为107.97亿元和65.31亿元。公司在建工程不存在被作为抵押物用于获取银行借款的情况。

截至2022年底,公司受限资产合计3.15亿元,占资产总额的0.16%,受限比例极低。

表 11 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	1.77	采购保证金、银行承兑汇票保证金、产品注册押金、税务机关及铁路机关押金及其他
存货	1.39	票据质押用于开立银行承兑汇票和信用证
合计	3.15	--

注:合计差系四舍五入所致
资料来源:公司财务报告

截至2023年3月底,公司合并资产总额2377.94亿元,较上年底增长18.40%,主要系货币资金及固定资产的增长所致。其中,流动资产占32.69%,流动资产所占比重较上年底有所上升。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内,未分配利润增长带动公司所有者权益规模扩大;受外币报表折算差额影响,公司其他综合收益为负;整体所有者权益结构稳

定性一般。

截至2022年底,公司所有者权益813.37亿元,较上年底增长13.45%,主要系未分配利润增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为94.48%,少数股东权益占比为5.52%。截至2022年底,公司所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占3.86%、2.66%和85.12%;受外币报表折算差额影响,公司其他综合收益为-5.10亿元。公司所有者权益中未分配利润占比较高,权益结构稳定性一般。

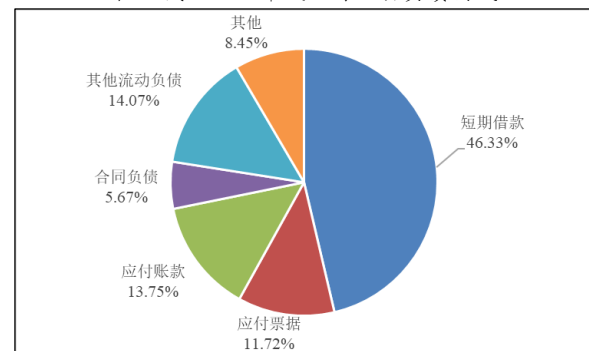
截至2023年3月底,公司所有者权益857.75亿元,较上年底增长5.46%,主要系未分配利润增加所致,权益结构较上年底变动不大。

(2) 负债

截至2022年底,公司有息债务规模有所下降,但债务结构仍以短期债务为主。2023年一季度,公司短期债务规模明显回升,公司融资偏好倾向于短期债务,伴随在建项目持续资金投入,债务结构与资产结构匹配度不佳将对公司短期流动性管理提出更高要求。

截至2022年底,公司负债总额1195.06亿元,较上年底变动不大。其中,流动负债占79.51%,非流动负债占20.49%,公司负债结构仍以流动负债为主。

图6 截至2022年底公司流动负债构成



注:合计差异系四舍五入所致
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

伴随短期借款减少,截至2022年底,公司流动负债950.17亿元,较上年底下降3.05%。截至2022年底,公司短期借款440.19亿元,较上年底大幅下降18.29%,主要系公司调整债务结构,偿还部分借款所致,公司短期借款全部为信用借款;

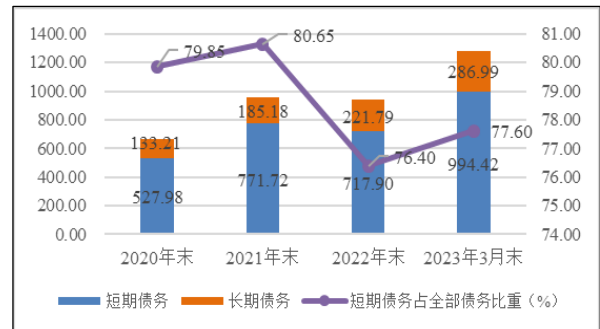
受原材料采购金额增长以及在建工程建设采购支出增加影响,公司应付票据及应付账款较上年底分别增长23.94%和14.59%至111.39亿元和130.67亿元;合同负债主要系商品控制权未转移给客户所形成,伴随产品销量增加,合同负债较上年底增长21.61%至53.92亿元;其他流动负债构成仍以超短期及短期融资券为主,截至2022年底,公司超短期及短期融资券余额为127.33亿元。

非流动负债方面,截至2022年底,公司非流动负债244.89亿元,较上年底增长18.81%,主要系租赁负债增加所致;公司非流动负债主要由长期借款(占65.21%)和租赁负债(占23.86%)构成。其中,长期借款159.68亿元,借款年利率区间为0.05%~3.90%,构成以信用借款为主(占88.53%);租赁负债较上年底显著增长115.87%至58.43亿元,主要系当期新增租赁所致。

有息债务方面,截至2022年底,公司全部债务939.69亿元,较上年底变化不大。债务结构方面,短期债务占76.40%,长期债务占23.60%,仍以短期债务为主,但长期债务规模较上年底增长19.77%。从债务指标来看,截至2022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分别为59.50%、53.60%和21.43%,较上年底分别下降2.82个百分点、下降3.56个百分点和提高0.90个百分点。公司债务负担有所减轻。

截至2023年3月底,公司负债总额1520.19亿元,较上年底增长27.21%,主要系短期借款增加所致。其中,流动负债占79.35%,非流动负债占20.65%。截至2023年3月底,公司短期借款704.82亿元,较上年底大幅增长60.12%。有息债务方面,截至2023年3月底,公司全部债务1281.41亿元,较上年底增长36.37%,主要系短期债务大幅增加所致;公司短期债务994.42亿元,占全部债务的77.60%。从债务指标来看,伴随建设项目持续资金投入,截至2023年3月底,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分别为63.93%、59.90%和25.07%,较上年底分别提高4.43个百分点、6.30个百分点和3.64个百分点。

图7 截至2023年3月底公司债务结构概况
(单位:亿元)



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

公司产品价格与盈利水平受行业供需情况及原材料价格影响大。2022年,伴随产品销量增加,公司营业总收入同比提升;全球大宗原料及能源价格上涨对公司经营业绩有所影响,但整体盈利能力仍极强。

2022年,伴随主要产品产销量的增加,公司营业总收入同比增长13.76%;营业成本同比增长28.71%,大宗原料及能源价格的上涨对公司成本影响明显;因收入涨幅不及成本增长,公司当期利润总额同比下降32.97%,营业利润率同比下降9.64个百分点。

从期间费用看,2022年,公司费用总额为77.74亿元,同比小幅增长2.42%;从构成看,公司销售费用占14.83%,管理费用占25.29%,研发费用占43.99%,财务费用占15.89%。其中,销售费用为11.53亿元,同比增长9.61%,主要系销售规模扩大所致;管理费用及研发费用同比分别增长3.94%和7.96%;财务费用为12.35亿元,同比下降16.48%。2022年,公司期间费用率为4.70%,同比小幅下降0.52个百分点。公司持续推进降本增效措施,期间费用控制能力有所提升。

非经营性损益方面,2022年,公司实现投资收益4.08亿元,对营业利润影响不大;其他收益7.40亿元,同比增长63.38%,主要系扶持企业发展专项资金增加所致,其他收益占营业利润比重为3.73%,对营业利润影响不大;资产处置收益0.27亿元、营业外收入0.45亿元、营业外支出3.43亿元,均对公司利润影响不大。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	1455.38	1655.65
利润总额（亿元）	291.51	195.41
营业利润率（%）	25.66	16.02
总资本收益率（%）	16.17	10.54
净资产收益率（%）	34.92	20.95

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别下降5.64个百分点和13.97个百分点，原材料及能源成本的提升对公司经营业绩影响明显。从行业看，公司整体盈利指标表现较好。

表 13 2022 年同行业公司盈利指标对比情况

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中国石油化工集团有限公司	15.64%	4.98%	7.38%
中国海洋石油有限公司	53.05%	22.72%	26.29%
万华化学	16.57%	10.57%	22.34%

注：为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异

2023年1—3月，公司实现营业总收入419.39亿元，同比变化不大；受石化产品销售价格下降影响，当期公司营业利润率为16.97%，同比下降3.02个百分点。

5. 现金流

公司经营获现能力极强，2022 年，经营活动现金流入量及净流入规模同比均有提升，收入实现质量高，对投资活动形成有力支撑；投资支出规模伴随在建工程支出而快速增长，公司仍持续面临一定筹资需求。

从经营活动来看，伴随销售规模扩大，公司2022年经营活动现金流入同比增长9.47%；经营活动现金流出同比增长5.58%，主要系采购原料及用能所致。2022年，公司经营活动现金净流入同比大幅增长30.14%，现金收入比为112.29%，收入实现质量高。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入同比下降33.08%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出同比增长17.62%，主要系在建工程持续资金支出所致。2022年，公司投资活动现金净流出343.25亿元，

同比增长19.36%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为20.12亿元，同比明显下降，存在一定筹资需求。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比下降6.31%，筹资活动现金流出同比增长27.14%，主要系偿还债务所致。2022年，公司筹资活动现金净流出171.88亿元，同比净流入转为净流出。

2023 年 1—3 月，公司收入实现质量明显下滑，经营活动现金流入量同比下降 21.05%；同期经营活动现金流出量同比下降 23.15%，在成本下降的影响下，公司实现经营活动现金净流入41.67 亿元，同比增长 2.87%。同期，公司投资活动仍呈大规模净流出，筹资活动转为大规模净流入。

表14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	889.49	1760.03	1926.78	396.77
经营活动现金流出小计	720.99	1480.81	1563.42	355.10
经营活动现金流量净额	168.50	279.22	363.37	41.67
投资活动现金流入小计	44.51	9.85	6.59	0.15
投资活动现金流出小计	283.06	297.43	349.84	123.94
投资活动现金流量净额	-238.55	-287.58	-343.25	-123.79
筹资活动前现金流量净额	-70.05	-8.36	20.12	-82.12
筹资活动现金流入小计	925.61	1182.38	1107.82	661.20
筹资活动现金流出小计	727.49	1006.52	1279.70	389.16
筹资活动现金流量净额	198.13	175.87	-171.88	272.04
现金收入比	116.72%	117.77%	112.29%	90.30%

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司资产结构与债务结构匹配度不佳导致短期偿债指标一般，但公司主业规模大、经营业绩佳，长期偿债指标表现很强。同时考虑到公司所处行业具备很高的经营壁垒，且公司已形成较为稳固的行业地位，再融资能力极强，未来大规模在建项目将进一步巩固自身竞争优势，公司整体偿债能力极强。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债	流动比率（%）	73.77	54.23
	速动比率（%）	55.11	35.10

能力	经营现金流动负债比（%）	28.49	38.24
	经营现金/短期债务（倍）	0.36	0.51
	现金短期债务比（倍）	0.53	0.28
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	393.47	309.41
	全部债务/EBITDA（倍）	2.43	3.04
	经营现金/全部债务（倍）	0.29	0.39
	EBITDA 利息倍数（倍）	16.61	12.25
	经营现金/利息支出（倍）	11.79	14.39

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

从短期偿债能力指标看，截至 2022 年底，公司流动比率及速动比率较上年底均有下降，流动资产对流动负债的保障程度有所减弱。截至 2023 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 64.44%和 49.25%，较上年底均有提升。受经营活动现金流量净额扩大影响，2022 年公司经

营性现金净流入规模对流动负债及短期债务的覆盖程度有所加强，但现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。

从长期偿债能力指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比下降 21.36%，对全部债务及利息的覆盖程度有所下降；受益于经营活动现金净流入规模增长，公司经营现金/全部债务及经营现金/利息支出指标同比有所提升。整体看，公司长期偿债指标表现较好。

对外担保方面，截至 2022 年底，公司对外担保金额合计 18.52 亿元，担保比率为 2.28%。未决诉讼方面，截至 2022 年底，公司无重大未决诉讼。整体看，公司或有负债风险可控。

表 16 截至 2022 年底公司对外担保概况

被担保单位	担保金额（万元）	担保期限	反担保措施	是否为关联方
烟台港万华工业园码头有限公司	45161.32	2022年9月28日~ 2027年11月12日	以其所有财产向万华化学提供反担保	是
福建省东南电化股份有限公司	45000.00	2022年7月1日~ 2024年6月30日	以其财产向万华化学提供反担保	是
福建省东南电化股份有限公司	35000.00	2022年8月1日~ 2024年6月30日	以其财产向万华化学提供反担保	是
福建省东南电化股份有限公司	30000.00	2022年11月16日~ 2030年11月16日	以其财产向万华化学提供反担保	是
福建省东南电化股份有限公司	30000.00	2022年7月1日~ 2024年6月30日	以其财产向万华化学提供反担保	是
合计	185161.31	--		

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2022 年底，公司（合并口径）获得银行授信额度合计人民币 2230 亿元，尚未使用额度为 990 亿元。同时，公司作为上市公司，具备直接融资条件，备用信用充裕。

7. 公司本部财务分析

2022 年，公司本部资产总额与有息债务均有增长，利润规模扩大，盈利能力强，收入实现质量高；但公司本部短期债务占比高，债务结构有待优化调整。

从公司本部财务情况看，截至 2022 年底，公司本部资产总额 1131.23 亿元，较上年底增长 12.53%。其中，非流动资产 840.13 亿元，占比为 74.27%。从构成看，公司本部流动资产主要由货币资金（占 21.23%）、应收账款（占 22.28%）、应收款项融资（占 11.39%）、其他应收款（占

25.26%）和存货（占 16.92%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 28.15%）、固定资产（占 38.86%）、在建工程（占 17.67%）、无形资产（占 6.18%）、和其他非流动资产（占 7.39%）构成。截至 2022 年底，公司本部货币资金为 61.80 亿元。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 635.96 亿元，较上年底下降 5.48%。其中，流动负债 575.49 亿元，占比为 90.49%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 25.56%）、应付票据（占 10.27%）、应付账款（占 8.56%）、其他流动负债（占 25.51%）、合同负债（占 26.22%）和其他流动负债（占 25.51%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 76.89%）和递延收益（占 19.78%）构成。公司本部 2022 年底资产负债率为 56.22%，较 2021 年底下降 10.71 个百分点。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 410.19 亿元。其中，短期债务占 88.17%，长期债务占 11.83%，债务结构以短期为主。截至 2022 年底，公司本部全部债务资本化比率 45.30%，公司本部债务负担一般；但短期债务为 361.68 亿元，存在一定短期债务偿付压力。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 495.27 亿元，较上年底大幅增长 48.98%，主要系未分配利润显著增长所致。在所有者权益中，实收资本和资本公积合计占比为 9.34%，未分配利润占 84.64%，权益结构稳定性有待提升。

2022 年，公司本部营业总收入为 550.46 亿元，利润总额为 252.54 亿元。同期，公司本部实现投资收益为 157.68 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为 69.23 亿元，投资活动现金流净额 -48.82 亿元，筹资活动现金流净额 -56.25 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司本部资产总额 1234.76 亿元，所有者权益为 528.07 亿元，负债总额 706.69 亿元；公司本部资产负债率 57.23%；全部债务 463.36 亿元，全部债务资本化比率 46.74%。2023 年 1—3 月，公司本部实现营业总收入 148.61 亿元，利润总额 36.99 亿元，投资收益 0.66 亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为 84.67 亿元、-59.32 亿元和 43.78 亿元。

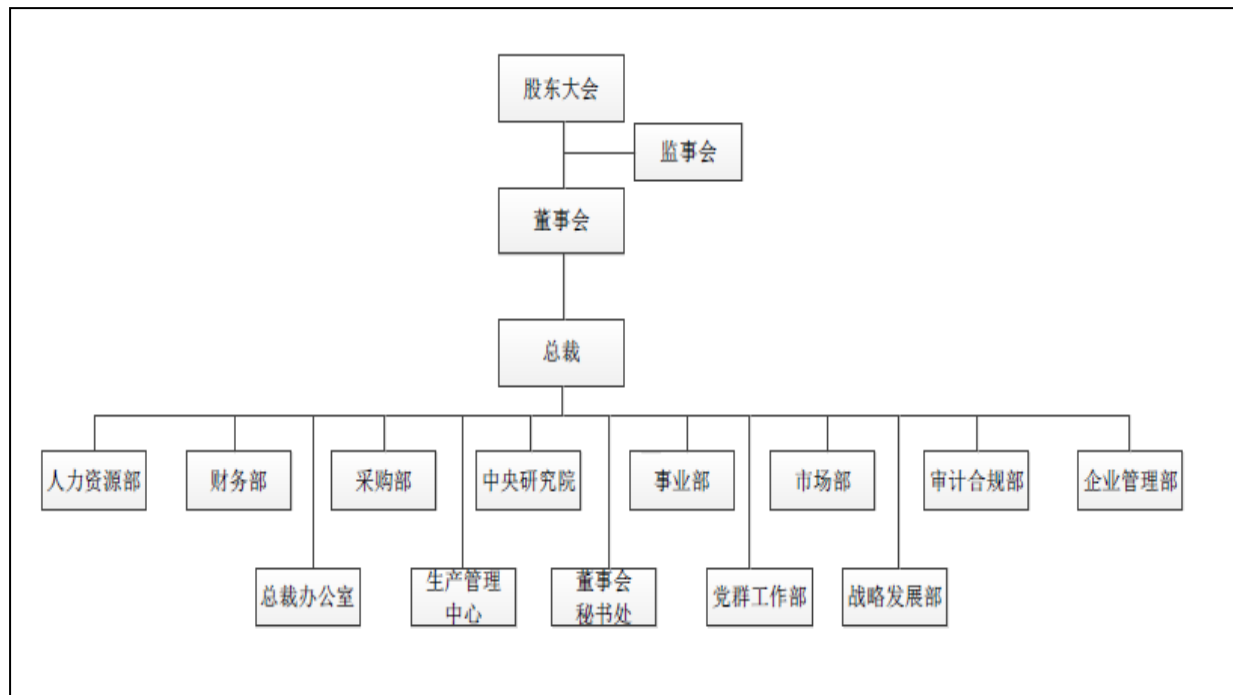
九、结论

基于对公司经营风险和财务风险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，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构及组织结构图

排名	前十大股东名称	股东性质	持股比例（%）
1	烟台国丰投资控股集团有限公司	国有法人	21.59
2	烟台中诚投资股份有限公司	境内非国有法人	10.52
3	香港中央结算有限公司	/	9.87
4	宁波市中凯信创业投资股份有限公司	境内非国有法人	9.61
5	Prime Partner International Limited	境外法人	5.56
6	中国证券金融股份有限公司	/	2.34
7	中央汇金资产管理有限责任公司	/	0.66
8	吉娜娜	境内自然人	0.62
9	孙惠刚	境内自然人	0.61
10	HHLR 管理有限公司—中国价值基金（交易所）	/	0.60
合计			61.98

资料来源：联合资信根据公司 2023 年第一季度报告整理



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司主要子公司概况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
万华化学（烟台）石化有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
万华化学（烟台）氯碱热电有限公司	中国	烟台	制造业	60	设立
万华化学（烟台）容威聚氨酯有限公司	中国	烟台	制造业	80	通过分立方式取得
万华化学（烟台）销售有限公司	中国	烟台	服务业	95	设立
万华化学集团物资有限公司	中国	烟台	服务业	100	设立
烟台万华化工设计院有限公司	中国	烟台	服务业	100	非同一控制下企业合并
万华化学集团环保科技有限公司	中国	烟台	服务业	100	设立
万华化学集团设备运维管理有限公司	中国	烟台	服务业	100	设立
万华化学集团电子材料有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
万华化学（烟台）聚氨酯有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
万华化学（烟台）精细化工有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
万华化学集团能源有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
烟台兴华能源有限公司	中国	烟台	服务业	70	设立
烟台新源投资有限公司	中国	烟台	服务业	100	吸收合并万华化工取得
烟台新益投资有限公司	中国	烟台	服务业	100	吸收合并万华化工取得
烟台辰丰投资有限公司	中国	烟台	服务业	100	吸收合并万华化工取得
万华化学（宁波）有限公司	中国	宁波	制造业	100	设立
万华化学（宁波）热电有限公司	中国	宁波	制造业	51	设立
万华化学（宁波）码头有限公司	中国	宁波	服务业	55	设立
万华化学（福建）有限公司	中国	福州	制造业	80	设立
万华化学（福建）新材料有限公司	中国	福州	制造业	80	设立
万华化学（四川）有限公司	中国	眉山	制造业	100	设立
万华化学（四川）销售有限公司	中国	眉山	服务业	100	设立
万华化学（广东）有限公司	中国	珠海	制造业	100	设立
万华化学销售（珠海）有限公司	中国	珠海	服务业	100	设立
万华化学（佛山）容威聚氨酯有限公司	中国	佛山	制造业	80	非同一控制下企业合并
万华化学（北京）有限公司	中国	北京	制造业	100	设立
上海万华实业发展有限公司	中国	上海	服务业	100	设立
万华化学（香港）有限公司	中国香港	中国香港	服务业	100	设立
万华国际资源有限公司	中国香港	中国香港	服务业	100	吸收合并万华化工取得
万华化学（日本）株式会社	日本	日本	服务业	100	设立
万华化学国际有限公司	新加坡	新加坡	服务业	100	设立
万华化学（美国）有限公司	美国	美国	服务业	100	设立
万华化学（蓬莱）有限公司	中国	烟台	制造业	80	设立
万华化学（宁夏）有限公司	中国	宁夏	制造业	100	设立
万华化学（烟台）新型材料有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立
万华城发（烟台）物流服务有限公司	中国	烟台	服务业	95	设立
万华化学集团电池科技有限公司	中国	烟台	制造业	100	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	225.14	408.46	202.43	426.13
资产总额（亿元）	1351.35	1903.10	2008.43	2377.94
所有者权益（亿元）	516.51	716.96	813.37	857.75
短期债务（亿元）	527.98	771.72	717.90	994.42
长期债务（亿元）	133.21	185.18	221.79	286.99
全部债务（亿元）	661.20	956.90	939.69	1281.41
营业总收入（亿元）	734.33	1455.38	1655.65	419.39
利润总额（亿元）	117.32	291.51	195.41	49.32
EBITDA（亿元）	181.77	393.47	309.41	--
经营性净现金流（亿元）	168.50	279.22	363.37	41.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.48	10.97	12.94	--
存货周转次数（次）	6.47	7.95	7.58	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.89	0.85	--
现金收入比（%）	116.72	117.77	112.29	90.30
营业利润率（%）	22.93	25.66	16.02	16.97
总资本收益率（%）	9.87	16.17	10.89	--
净资产收益率（%）	20.16	34.92	20.95	--
长期债务资本化比率（%）	20.50	20.53	21.43	25.07
全部债务资本化比率（%）	56.14	57.17	53.60	59.90
资产负债率（%）	61.78	62.33	59.50	63.93
流动比率（%）	59.00	73.77	54.23	64.44
速动比率（%）	46.33	55.11	35.10	49.25
经营现金流动负债比（%）	24.53	28.49	38.24	--
现金短期债务比（倍）	0.43	0.53	0.28	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	11.06	16.61	12.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.64	2.43	3.04	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 2020 年财务数据为经调整后 2021 年期初数；3. 已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务，将长期应付款带息部分计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.58	98.11	61.80	130.49
资产总额（亿元）	772.83	1005.26	1131.23	1234.76
所有者权益（亿元）	206.70	332.45	495.27	528.07
短期债务（亿元）	222.18	325.22	361.68	394.83
长期债务（亿元）	87.35	49.11	48.51	68.53
全部债务（亿元）	309.53	374.32	410.19	463.36
营业总收入（亿元）	233.80	600.46	550.46	148.61
利润总额（亿元）	58.14	177.08	252.54	36.99
EBITDA（亿元）	84.52	220.43	/	--
经营性净现金流（亿元）	117.46	198.47	69.23	84.67
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.74	8.42	5.82	--
存货周转次数（次）	6.23	10.59	7.94	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.68	0.52	--
现金收入比（%）	124.57	117.84	93.09	120.97
营业利润率（%）	21.43	21.24	23.17	30.32
总资本收益率（%）	12.24	24.79	/	--
净资产收益率（%）	27.46	50.08	48.77	--
长期债务资本化比率（%）	29.71	12.87	8.92	11.49
全部债务资本化比率（%）	59.96	52.96	45.30	46.74
资产负债率（%）	73.25	66.93	56.22	57.23
流动比率（%）	31.77	46.95	50.58	60.08
速动比率（%）	24.99	37.65	42.03	51.28
经营现金流动负债比（%）	24.91	32.35	12.03	--
现金短期债务比（倍）	0.06	0.30	0.17	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	13.13	25.38	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.66	1.70	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 2020 年财务数据为经调整后 2021 年期初数；3. 已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入公司本部短期债务；4. 公司本部 2022 年计入财务费用的利息支出未获取，故 EBITDA 相关指标以“/”列示

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
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	
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 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