

万华化学集团股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4085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的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

二〇二四年六月十八日

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万华化学集团股份有限公司（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。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。

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、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 7 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

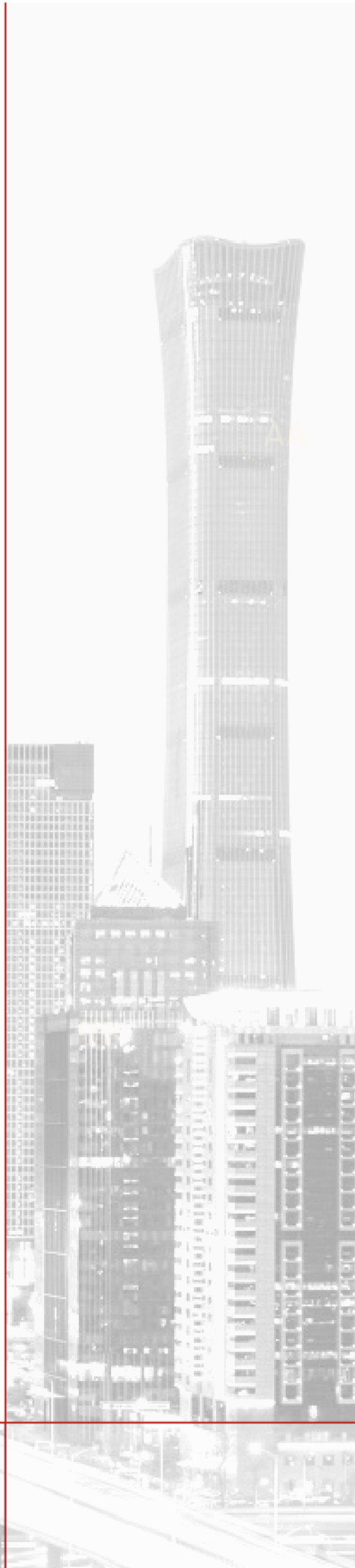
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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。



万华化学集团股份有限公司

2024 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
万华化学集团股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/18

主体概况 公司成立于 1998 年，注册资本 31.40 亿元，控股股东为烟台国丰投资控股集团有限公司，实际控制人为烟台市人民政府国有资产监督管理委员会；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，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

评级观点 公司现为全球最大的 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）和 TDI（甲苯二异氰酸酯）供应商。跟踪期内，公司经营规模扩大，保持了突出的行业地位；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。2023 年，公司收入和利润规模均同比有所增长，经营活动现金流保持较大规模净流入，经营获现能力良好，截至 2023 年底，公司债务大幅增长，债务负担有所加重。目前，公司在建项目投资规模大，未来仍存在一定资本支出需求，降杠杆压力较大。虽然由于公司债务总量上升，导致部分偿债能力指标表现趋弱，但公司仍保持了极高的财务弹性。同时，考虑到公司在所处细分领域已构筑很高的经营壁垒，市场地位稳固，盈利能力和持续性均很强，可较好的提升公司偿债保障。

个体调整： 无。

外部支持调整： 无。

评级展望 公司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。

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： 受安全生产因素影响出现重大事故，对公司经营负面影响较大。化工行业景气度低迷，在建拟建项目无法顺利投产，公司持续亏损或经营现金流状况不佳。公司债务显著上升，偿债压力加大。

优势

- **公司现为全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。跟踪期内，公司经营规模扩大，保持了突出的行业地位。**跟踪期内，公司通过收购烟台巨力精细化工股份有限公司进一步整合国内 TDI 产能，福建工业园和 BC 工业园（匈牙利宝思德化学公司）完成扩产。截至 2023 年底，公司全球范围内 MDI 产能合计达 310 万吨/年，TDI 产能合计 95 万吨/年。2023 年，公司 PC 项目投产和技改完成，其产能增至 48 万吨/年。
- **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。**2023 年，公司 MDI 的低盐酸比新工艺投用、盐水回用技术推广，装置能耗进一步降低；新一代 TDI 技术在福建落地，纯度提升至 99.99%；聚醚连续化单套产能提升至 50 万吨/年，全球最大；自主研发的异丙苯共氧化法绿色高效制备环氧丙烷技术的工业化即将开车。
- **2023 年，公司收入和利润规模均同比有所增长；经营活动现金流保持较大规模净流入，经营获现能力良好。**2023 年，公司营业总收入和利润总额同比分别增长 5.92% 和 2.40%；经营活动现金净流入 267.97 亿元，现金收入比为 116.85%。

关注

- **经营环境变化或将对公司经营产生影响。**跟踪期内，公司表现出很强的经营韧性，但公司生产经营所需原料及产出产品部分为大宗商品且涉及大量进出口，国内外经济形势变化、大国博弈以及局部区域摩擦等因素均可能影响相关商品的供需和价格，进而对公司经营的稳定性产生影响。
- **跟踪期内，公司债务增长速度较快，长期偿债能力指标表现趋弱，未来仍存在一定资本支出和融资需求。**截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 38.90%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别提高 3.17 个百分点和 4.41 个百分点。2023 年，公司 EBITDA 和经营活动现金净额对全部债务及利息的覆盖程度均有所下降。截至 2023 年底，公司重要建设项目投资预算合计 1705.95 亿元，投资规模大，未来仍需一定资本支出。

本次评级使用的评级方法、模型

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](#)

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		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

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

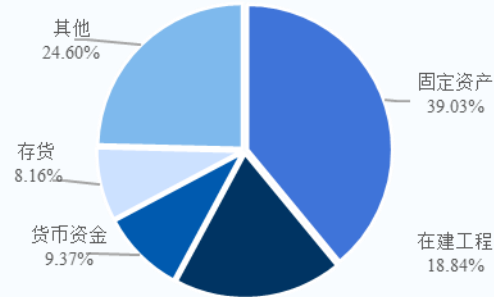
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	202.43	254.08	374.86
资产总额（亿元）	2008.43	2530.40	2791.22
所有者权益（亿元）	813.37	944.54	990.10
短期债务（亿元）	717.90	835.61	951.51
长期债务（亿元）	221.79	469.65	534.46
全部债务（亿元）	939.69	1305.26	1485.97
营业总收入（亿元）	1655.65	1753.61	461.61
利润总额（亿元）	195.41	200.10	53.11
EBITDA（亿元）	309.41	342.36	--
经营性净现金流（亿元）	363.37	267.97	30.84
营业利润率（%）	16.02	16.24	17.03
净资产收益率（%）	20.95	19.37	--
资产负债率（%）	59.50	62.67	64.53
全部债务资本化比率（%）	53.60	58.02	60.01
流动比率（%）	54.23	56.94	64.57
经营现金流动负债比（%）	38.24	24.66	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	12.25	9.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	--

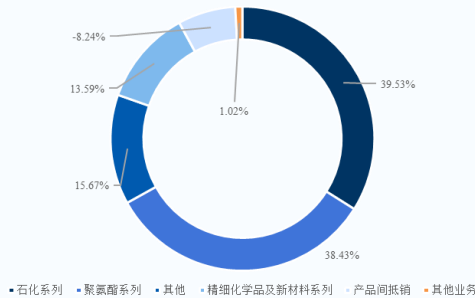
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1131.23	1409.32	1540.22
所有者权益（亿元）	495.27	583.38	598.06
全部债务（亿元）	410.19	618.88	543.32
营业总收入（亿元）	550.46	592.21	154.32
利润总额（亿元）	252.54	144.17	16.16
资产负债率（%）	56.22	58.61	61.17
全部债务资本化比率（%）	45.30	51.48	47.60
流动比率（%）	50.58	61.21	72.07
经营现金流动负债比（%）	12.03	34.80	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径已将其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；3. 公司本部口径已将其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

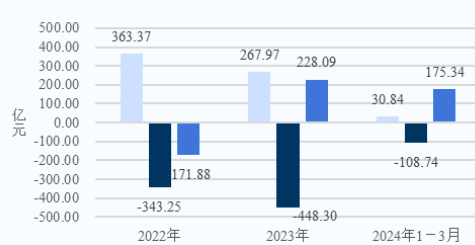
2023 年底公司资产构成



2023 年公司收入构成

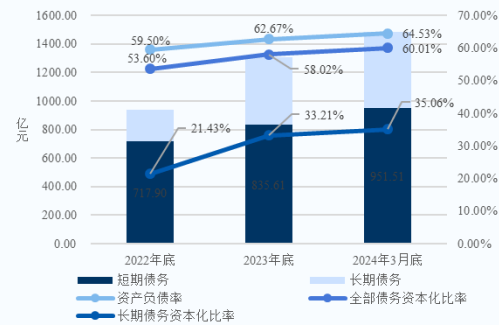


2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司现金流情况



■ 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

2022—2024 年 3 月底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/07/19	李晨 王皓	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） 联合资信主体评级方法总论（2013）	阅读全文
AAA/稳定	2016/01/05	唐岩 牛文婧		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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王皓 wanghao@lhratings.com

项目组成员：毛文娟 maowj@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2024 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（所持股份无质押），为公司第一大股东；烟台市人民政府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。

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，按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2023 年底，公司本部设人力资源部、财务部、采购部、市场部和战略发展部等多个职能部门；公司拥有在职员工 29053 人，从专业构成看，公司生产人员占 66.97%，技术人员占 19.84%，销售人员占 3.27%，财务及行政人员占 9.92%；从教育程度看，公司大专及以上学历占 62.12%，本科学历占 23.35%，硕士及以上学历占 14.53%。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 2530.40 亿元，所有者权益 944.54 亿元（含少数股东权益 57.98 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 1753.61 亿元，利润总额 200.10 亿元。

公司注册地址：山东省烟台市开发区重庆大街 59 号；法定代表人：廖增太。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

2023 年原油和煤炭价格均波动下降，缓和了化工行业的成本压力，化工产品价格中枢走低，化工行业整体收入同比下降。由于化工行业下游地产建筑、汽车和家电制造、纺织服装等行业表现不一，对细分行业的需求拉动各异，导致细分化工行业利润分化明显。具体来看，石油化工方面，近年来，中国炼油产能及原油加工量波动提升，但中国原油一次加工能力整体过剩。同时，对原油的进口依赖度较高。2023 年，原油价格运行较为平稳且中枢同比下降，有利于炼油厂利润修复。未来，中国炼化项目新增产能有限，但成品油需求增速或将放缓，“降油增化”“调整产业结构”仍是炼化行业主旋律。完整版行业分析详见[《2024 年化工行业分析》](#)。

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公司的表决权为 41.72%

2 区域环境分析

近年来，烟台市地区生产总值保持较快增长，产业结构不断优化。

烟台市是环渤海经济圈内重要的港口城市、山东半岛蓝色经济区骨干城市及中国首批 14 个沿海开放城市之一，同时也是“一带一路”国家战略重点建设港口城市。2021—2023 年，烟台市经济持续发展，分别实现地区生产总值 8711.75 亿元、9515.86 亿元和 10162.46 亿元，增速分别为 8.0%、5.1%和 6.6%。2023 年，烟台市第一产业实现增加值 696.19 亿元，同比增长 4.7%；第二产业增加值 4278.29 亿元，同比增长 7.6%；第三产业增加值 5187.98 亿元，同比增长 6.1%，第二、三产业快速发展。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司现为全球最大的 MDI 和 TDI 供应商，产能全球化布局。公司技术创新能力很强，主导产品均已拥有自主知识产权且持续进行成果转化。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

公司现为全球最大的 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）和 TDI（甲苯二异氰酸酯）供应商，MDI 产品在中国市场占有率居同行业首位。截至 2023 年底，公司全球范围内 MDI 产能合计达 310 万吨/年，TDI 产能合计 95 万吨/年，聚醚产能 111 万吨/年；聚醚连续化单套产能提升至 50 万吨/年，全球最大。公司石化业务主要发展 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；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、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。公司地理位置优越，拥有港口、公路、电网、铁路等基础设施，烟台工业园前港后厂，拥有可同时接卸超大型矿船和超级油轮的核心港口；宁波工业园地处聚氨酯行业下游客户集中区域，贴近客户，产品运输成本低。

2023 年，公司 MDI 的低盐酸比新工艺投用、盐水回用技术推广，装置能耗进一步降低；新一代 TDI 技术在福建落地，纯度提升至 99.99%；自主研发的异丙苯共氧化法绿色高效制备环氧丙烷技术的工业化即将开车。公司全年共申请国内外发明专利 1120 件，新获得授权 982 件，ADI（脂肪族和脂环族二异氰酸酯）技术攻关团队荣获首届国家卓越工程师团队荣誉称号，1 人荣获山东省科学技术最高奖。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：3706020000322367），截至 2024 年 5 月 14 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，联合资信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用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏和最高人民法院失信被执行人信息查询平台中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理制度得到进一步完善；董事、监事和高级管理人员稳定，法人治理结构良好。

跟踪期内，公司董事会审议通过了《关于修改公司章程部分条款的议案》《万华化学担保管理办法》《万华化学环境、社会及治理（ESG）委员会实施细则》等制度，管理制度得到进一步完善。

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。跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员稳定，构成符合《章程》规定。

（三）重大事项

1 收购烟台巨力精细化工股份有限公司

跟踪期内，公司通过收购烟台巨力精细化工股份有限公司（以下简称“烟台巨力”）进一步整合国内 TDI 产能，并实现在新疆地区的产能布局。2023 年 4 月 28 日至 2023 年底，烟台巨力经营亏损。

2023年4月28日，公司以17.85亿元的价格收购新疆和山东旭投资管理中心(有限合伙)持有的烟台巨力47.81%股权。此次收购交割后，公司及一致行动人宁波中登投资有限责任公司（以下简称“宁波中登”）合计持有烟台巨力67.81%股权。同年7月，公司以8.14亿元的交易对价进一步收购烟台巨力22.19%股权，并累计持有烟台巨力70.00%股权。截至2023年底，公司及一致行动人宁波中登合计持有烟台巨力90.00%股权。上述收购共形成商誉8.06亿元，2023年，公司未对该部分商誉计提减值。

烟台巨力成立于2001年6月，主要从事甲苯二异氰酸酯的生产和销售。烟台巨力在烟台莱阳市拥有8万吨/年甲苯二异氰酸酯及造气、硝酸等配套产能（已停产）；全资子公司新疆和山巨力化工有限公司（以下简称“新疆巨力”，现名新疆巨力化学有限公司）拥有TDI 15万吨/年、盐酸45万吨/年、液氯28万吨/年、二硝基甲苯17.7万吨/年、邻二氨基甲苯0.36万吨/年、二氨基甲苯11.5万吨/年、碳酰氯18.2万吨/年、浓硫酸19万吨/年、70%硫酸0.3万吨/年、硝酸28万吨/年、60%硝酸15万吨/年、氢氧化钠10万吨/年、氢氧化钠溶液[含量≥30%]47万吨/年、氨4.8万吨/年、硫磺0.07万吨/年、次氯酸钠溶液（含有效氯>5%）0.6万吨/年、压缩氧气 1.8×10^4 万立方米/年、氮[压缩的] 6.2×10^3 万立方米/年的生产能力。

截至2023年底，烟台巨力资产总额52.22亿元，净资产18.16亿元。2023年4月28日至2023年底，烟台巨力实现营业总收入11.13亿元，净利润-2.28亿元。

2 收购安徽安纳达钛业股份有限公司和安徽六国化工股份有限公司股权

公司通过收购安徽安纳达钛业股份有限公司和安徽六国化工股份有限公司股权将完善上游原料产业链，增强在磷酸铁锂产业的竞争力。

2024年2月26日，公司全资子公司万华化学集团电池科技有限公司（以下简称“万华电池”）与铜陵化学工业集团有限公司（以下简称“铜化集团”）签署《安徽六国化工股份有限公司股份转让协议》，万华电池通过协议转让方式，受让铜化集团持有的安徽六国化工股份有限公司（以下简称“六国化工”）5%的股权，交易金额115795200元人民币。2024年4月24日，万华电池已收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》（业务流水号：1721713916817001），铜化集团将持有的六国化工26080000股股份已过户给万华电池，过户日期为2024年4月23日，股份性质为无限售流通股，万华电池持有六国化工26,080,000股股份，持股比例5%。六国化工是华东地区磷复肥和磷化工一体化专业制造的大型企业，拥有磷酸一铵产能30万吨/年、磷酸二铵产能64万吨/年、尿素产能30万吨/年、复合肥产能150万吨/年的生产能力。

2024年2月26日，万华电池与铜化集团签署《安徽安纳达钛业股份有限公司股份转让协议》，万华电池通过协议转让方式，受让铜化集团持有的安徽安纳达钛业股份有限公司（以下简称“安纳达”）15.20%的股权，交易金额299049816元人民币。2024年4月22日，万华电池已收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》（业务单号：443000010658），铜化集团将持有的安纳达32683040股股份已过户给万华电池，过户日期为2024年4月19日，股份性质为无限售流通股，万华电池持有安纳达32683040股股份，持股比例15.20%，成为安纳达第一大股东。铜化集团和万华电池签署《一致行动人协议》约定：铜化集团在安纳达股东大会表决事项中与万华电池保持一致行动，铜化集团提名的董事在安纳达董事会表决事项中与万华电池提名的董事保持一致行动。截至目前，万华电池为安纳达的控股股东。安纳达主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，主要产品为金红石型钛白粉、锐钛型钛白粉等系列产品，具备硫酸法钛白粉产能8万吨/年。安纳达控股子公司铜陵纳源材料科技有限公司从事磷酸铁产品的研发、生产和销售，主要产品为磷酸铁系列产品，磷酸铁产能15万吨/年。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受益于经营规模扩大和聚氨酯板块盈利能力的增长，公司整体盈利水平小幅提高。

2023年，受聚氨酯产品产销量均同比增长影响，聚氨酯板块收入同比增长，原料价格下降、生产价差扩大导致聚氨酯板块毛利率提升；石化板块收入及毛利率同比均变化不大。同期，公司聚碳酸酯（即PC）项目因投产和技改，精细化学品及新材料产能规模扩大，产品产销量同比大幅增长拉动板块收入规模扩大，产品价格降幅高于原料成本降幅导致精细化学品及新材料板块毛利率同比有所下降。

2023年，公司国外收入和成本同比均有所下降，主要系全球市场需求疲软，产品价格同比有所下降，主要化工原料及能源价格下降等因素影响所致。公司国外业务布局有助于分散单一市场风险，但管理风险、大国博弈以及局部区域摩擦等因素或对公司生产经营产生影响。

2024年1—3月，公司营业总收入同比增长10.07%至461.61亿元。其中，聚氨酯板块、石化板块和精细化学品及新材料板块收入同比分别增长11.51%、1.80%和14.34%。同期，纯苯价格高位运行，煤炭、丙烷和丁烷价格均同比有所下降，公司营业利润率为17.03%，同比变化不大。

图表 1 • 2022—2023 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			变化情况	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	毛利率（个百分点）
聚氨酯板块	628.96	38.23%	24.45%	673.86	38.43%	27.69%	7.14%	3.24
石化板块	696.35	42.33%	3.74%	693.28	39.53%	3.51%	-0.44%	-0.23
精细化学品及新材料板块	201.24	12.23%	27.63%	274.71	15.67%	21.42%	36.51%	-6.21
其他	254.78	15.49%	14.87%	238.36	13.59%	9.70%	-6.44%	-5.17
产品间抵消	-136.25	--	--	-144.55	--	--	--	--
合计	1645.08	100.00%	16.48%	1735.67	100.00%	16.67%	5.51%	0.19
其中：国内收入	832.76	50.62%	18.40%	943.61	54.37%	19.77%	13.31%	1.37
国外收入	812.32	49.38%	14.52%	792.06	45.63%	12.99%	-2.49%	-1.53

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 经营概况

（1）聚氨酯板块

跟踪期内，公司聚氨酯系列产品产能规模进一步扩大，产销量增长，产销率保持高水平；原材料成本下降导致聚氨酯板块盈利水平提升。

2023 年，公司福建 TDI 旧装置停车并新建 TDI 产能 25 万吨/年投产；BC 工业园（匈牙利宝思德化学公司）MDI 技改完成，产能由 35 万吨/年增至 40 万吨/年。截至 2023 年底，公司拥有 MDI 产能 310 万吨/年、TDI 产能 95 万吨/年、聚醚产能 111 万吨/年。2024 年 4 月 30 日，公司公告称，福建工业园 MDI 装置产能完成了从 40 万吨/年至 80 万吨/年的技改扩能，已经具备试生产条件。

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。跟踪期内，公司聚氨酯板块采购模式未发生重大变化。

2023 年，受聚氨酯板块经营规模扩张带动，公司纯苯和化工煤采购量均同比有所增长；受原油价格下降等因素影响，公司纯苯采购均价同比下降 11%；煤炭价格重心下移，化工煤采购均价同比下降 20%。2024 年一季度，纯苯价格高位运行，市场均价达 8241 元/吨，较 2023 年一季度增长 17.09%。同期，随着国内煤炭产量以及进口煤进口量增加，全国煤炭供需转向宽松，价格重心同比有所下降。

图表 2 • 2022—2023 年公司聚氨酯板块主要原材料采购情况（单位：万吨）

采购品种		2022 年	2023 年
纯苯	采购量	257	308
	采购价格同比变化	13%	-11%
化工煤	采购量	408	446
	采购价格同比变化	26%	-20%

资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

受聚氨酯产能规模扩大影响，2023 年及 2024 年 1—3 月，公司聚氨酯产品产销量均同比有所增长，聚氨酯产品产销率保持高水平。

图表 3 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司聚氨酯板块产品生产及销售情况（单位：万吨）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	416	499	136
销量	418	489	131
产销率	100.48%	98.00%	96.32%

注：以上销量为各系列产品产量对应的销售量，包含产品系列之间的内部使用量
 资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

聚氨酯产品价格受市场供需及原材料价格影响很大，进入 2023 年以来，公司 MDI 产品价格波动明显。2023 年 6—8 月份，MDI 挂牌价有所增长；8 月下旬至年底，MDI 价格阶段性下行并保持地位震荡。2024 年 1—3 月，MDI 下游需求企稳，同期成本推动 MDI 价格上涨。

（2）石化板块

跟踪期内，公司石化产品产能提升，产销率高，原材料价格有所下降。

公司石化业务目前主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物产品。公司依托技术创新优势，在 PP/丙烯酸/丁醇/环氧丙烷等丙烯一级衍生物的基础上，向下发展改性 PP、高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、MIBK（甲基异丁基酮）、异佛尔酮等高附加值精细化产品。截至 2023 年底，公司拥有一套 75 万吨/年的 PO/AE 一体化装置和 100 万吨/年的乙烯装置。公司蓬莱一期的 90 万吨/年 PDH 装置以及烟台 120 万吨/年的乙烯装置正在建设中。其中，120 万吨/年乙烯二期项目于 2024 年 3 月 9 日在万华烟台工业园开工，该项目下游规划高端聚烯烃，主要包括乙烯裂解装置、低密度聚乙烯（LDPE）装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置。

公司石化板块生产所需原材料主要为液化石油气（LPG），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。2023 年公司 LPG 采购量同比增长 18.31%至 1221 万吨（含自用量和贸易量），丙烷 LPG 和丁烷 LPG 采购均价同比分别下降 17%和 15%。2024 年 1—3 月，丙烷 LPG 和丁烷 LPG 价格整体持稳，区间内窄幅震荡。

跟踪期内，公司石化系列产品产销量均有增长，产销率高。

图表 4 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司石化板块产品生产及销售情况（单位：万吨）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	450	475	139
销量	454	472	134
产销率	100.89%	99.37%	96.40%

注：以上销量为各系列产品产量对应的销售量，包含产品系列之间的内部使用量
 资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

（3）精细化学品及新材料板块

跟踪期内，随着 PC 项目投产和技改完成，公司精细化学品及新材料板块经营规模扩大，产品产销率保持高水平。

公司精细化学品及新材料板块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。该板块主要原材料为 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。

2023 年，公司 PC 项目投产和技改完成，其产能增至 48 万吨/年。受 PC 项目产能增长，精细化学品及新材料板块产品市场需求扩大影响，2023 年及 2024 年 1—3 月，公司精细化学品及新材料板块产品产销量均同比大幅增长，产销率保持高水平。

图表 5 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司精细化学品及新材料板块产品生产及销售情况（单位：万吨）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	98	165	47
销量	95	159	44
产销率	96.94%	96.36%	93.62%

注：以上销量为各系列产品产量对应的销售量，包含产品系列之间的内部使用量
 资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

3 在建工程及未来发展

公司发展战略明确，项目建设投资与主业密切相关，项目建成后公司将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。

截至 2023 年底，公司重要建设项目投资预算合计 1705.95 亿元。公司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。公司在建工程投资规模大，未来仍需一定资本支出。

图表 6 • 截至 2023 年底公司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	698.23	83.29%	自有资金及银行借款
异氰酸酯新建及配套项目	182.89	62.72%	自有资金及银行借款
乙烯二期项目	176.00	28.54%	自有资金及银行借款

电池产业链项目	31.80	86.64%	自有资金及银行借款
高性能材料一体化项目	484.66	13.83%	自有资金及银行借款
码头项目	12.92	75.11%	自有资金及银行借款
BC 公司技改项目	13.57	82.37%	自有资金及银行借款
BC 公司造气项目	11.07	64.83%	自有资金及银行借款
BC 公司厂区基建投资项目	5.97	86.42%	自有资金及银行借款
BC 公司苯胺项目	5.01	99.99%	自有资金及银行借款
水性二期项目	8.15	76.19%	自有资金
生物降解聚酯连续聚合项目	6.50	84.70%	自有资金及银行借款
大型煤气化项目	52.54	15.70%	自有资金及银行借款
改性 PP 项目	5.34	100.00%	自有资金
HDI 二期项目	11.30	75.89%	自有资金
合计	1705.95	--	--

注：1.尾差系四舍五入所致；2. 乙烯二期项目已有部分前提投入 3.BC 公司为宝思德化学公司简称
 资料来源：公司年报、联合资信整理

未来公司将聚焦高技术、高附加值的化工新材料领域，实施高端化、一体化、规模化、绿色化、智能化、全球化和低成本的发展战略。

4 经营效率

公司销售债权周转效率同比提升，存货和总资产周转效率同比均小幅下降。

2022—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 12.94 次和 16.58 次，存货周转次数分别为 7.58 次和 7.52 次，总资产周转次数分别为 0.85 次和 0.77 次。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，德勤华永会计师事务所（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 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司收购烟台巨力，新设 16 家子公司，注销 6 家子公司，上述公司规模较小，对公司财务数据影响有限。公司整体财务数据可比性较高。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司经营规模扩大，投资支出规模伴随在建工程支出而快速增长，公司重资产经营特征明显，固定资产成新率较高，资产受限比例极低，整体资产质量佳。公司仍持续面临一定资本支出和筹资需求，债务规模增长速度较快，债务负担有所加重且短期债务占比依然较高。跟踪期内，公司收入和利润规模均同比有所增长，整体盈利能力仍极强，经营获现能力良好。

受公司经营规模扩大影响，截至 2023 年底，公司资产和负债规模均较上年底有所增长，资产结构变化不大；非流动负债规模和占比均较上年底有所提升。截至 2023 年底，受经营现金留存和长期借款规模扩大影响，公司货币资金较上年底有所增长；应收款项融资较上年底增长，主要系 2022 年应收承兑汇票贴现，导致 2022 年底应收款项融资基数较小所致；存货主要由原材料（占 25.70%）和库存商品（占 48.43%）构成，考虑到公司存货中大宗原材料和商品价格波动较频繁，存在一定减值风险；受本期留抵增值税增加影响，公司其他流动资产较上年底有所增长。截至 2023 年底，公司固定资产和在建工程均较上年底增长，主要系在建项目投资支出增加、在建项目建成转固以及收购烟台巨力所致，期末固定资产成新率为 64.13%；无形资产较上年底增长，主要系土地使用权和专利权增加所致；当期公司并表烟台巨力形成商誉 8.06 亿元；其他非流动资产较上年底增长，主要系预付工程款和土地款增加所致。截至 2023 年底，公司短期借款较上年底变化不大；受公司与烟台国丰内部公司之间票据贴现增加影响，应付票据较上年底大幅增长；部分长期借款和租赁负债存续时间不足 1 年，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；其他流动负债较上年底下降，主要系偿还到期超短期融资券所致；长期借款较上年底大幅增长，主要系本期新增项目贷款所致；政府补助增加导致期末递延收益较上年底大幅增长。

截至 2023 年底，公司受限资产合计 3.19 亿元，占期末资产总额的 0.13%，资产受限比例极低。截至 2023 年底，公司存放在境外的货币资金合计 14.19 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产及负债规模较 2023 年底均有所增长，资产和负债构成较 2023 年底变化不大。

图表 7• 公司资产及负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2023 年底数据较 2022 年 底数据变化情况	2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	515.32	25.66	618.64	24.45	20.05%	797.12	28.56
货币资金	189.89	36.85	237.10	38.33	24.86%	334.75	41.99
应收款项融资	12.54	2.43	16.98	2.74	35.34%	40.11	5.03
存货	181.85	35.29	206.50	33.38	13.55%	231.53	29.05
其他流动资产	14.37	2.79	33.30	5.38	131.67%	43.43	5.45
非流动资产	1493.11	74.34	1911.76	75.55	28.04%	1994.10	71.44
固定资产	785.58	52.61	987.64	51.66	25.72%	981.12	49.20
在建工程	370.64	24.82	504.55	26.39	36.13%	574.13	28.79
无形资产	99.80	6.68	107.86	5.64	8.07%	109.17	5.47
其他非流动资产	52.87	3.54	93.38	4.88	76.61%	106.27	5.33
资产总额	2008.43	100.00	2530.40	100.00	25.99%	2791.22	100.00
流动负债	950.17	79.51	1086.57	68.52	14.36%	1234.46	68.54
短期借款	440.19	46.33	435.26	40.06	-1.12%	535.71	43.40
应付票据	111.39	11.72	306.14	28.17	174.84%	231.33	18.74
应付账款	130.67	13.75	149.80	13.79	14.64%	189.27	15.33
一年内到期的非流动负债	31.98	3.37	85.33	7.85	166.82%	90.06	7.30
合同负债	53.92	5.67	56.74	5.22	5.23%	57.96	4.70
其他流动负债	133.74	14.07	7.03	0.65	-94.74%	93.23	7.55
非流动负债	244.89	20.49	499.29	31.48	103.88%	566.66	31.46
长期借款	159.68	65.21	398.11	79.74	149.31%	460.87	81.33
租赁负债	58.43	23.86	69.98	14.02	19.77%	72.09	12.72
递延收益	16.81	6.86	20.48	4.10	21.85%	23.80	4.20
负债总额	1195.06	100.00	1585.86	100.00	32.70%	1801.12	100.00

注：1.尾差系四舍五入所致；2.流动资产科目占比系其占流动资产比重，非流动资产科目占比系其占非流动资产比重注，流动负债科目占比系其占流动负债比重，非流动负债科目占比系其占非流动负债比重 3.在建工程中含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

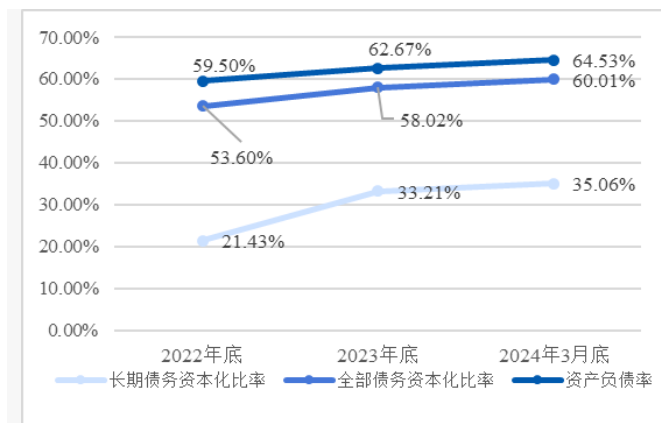
图表 8• 公司资本结构情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2023 年底数据较 2022 年 底数据变化情况	2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
实收资本	31.40	3.86	31.40	3.32	0.00%	31.40	3.17
资本公积	21.60	2.66	18.16	1.92	-15.91%	18.04	1.82
未分配利润	692.32	85.12	810.25	85.78	17.03%	851.83	86.03
归属于母公司所有者权益合计	768.45	94.48	886.56	93.86	15.37%	924.02	93.33
少数股东权益	44.92	5.52	57.98	6.14	29.06%	66.08	6.67
所有者权益合计	813.37	100.00	944.54	100.00	16.13%	990.10	100.00

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

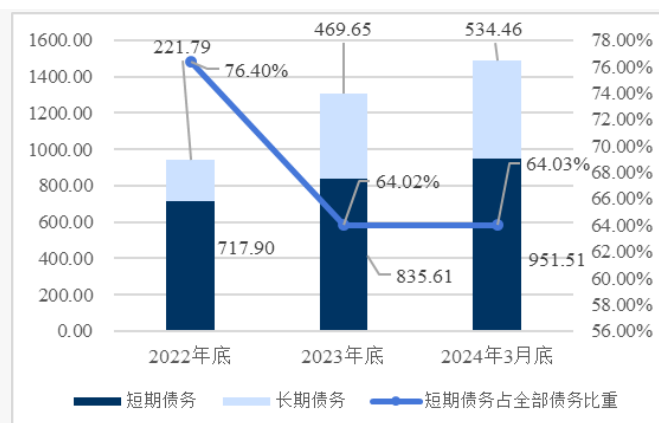
截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底有所增长，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，受公司进一步收购烟台巨力 22.19%股权影响，资本公积较上年底有所下降。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益较 2023 年底小幅增长，所有者权益构成较 2023 年底变化不大。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构有待优化。

图表 9• 2022—2023 年底及 2024 年 3 月底公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10• 2022—2023 年底及 2024 年 3 月底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司全部债务 1305.26 亿元，较上年底增长 38.90%，主要系经营规模扩大导致的资金需求增加以及新增项目贷款所致。其中，短期债务和长期债务分别较上年底增长 16.40%和 111.75%。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 3.17 个百分点、4.41 个百分点和 11.78 个百分点。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 1485.97 亿元，较上年底增长 13.84%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 1.86 个百分点、2.00 个百分点和 1.85 个百分点。

图表 11• 公司盈利及现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2023 年数据较 2022 年数据变化情况	2024 年 1—3 月
营业总收入	1655.65	1753.61	5.92%	461.61
营业成本	1381.32	1459.26	5.64%	380.24
期间费用	77.74	95.54	22.89%	26.20
期间费用率	4.70%	5.45%	0.75 个百分点	5.68%
投资收益	4.08	6.21	52.16%	1.92
其他收益	7.40	9.43	27.39%	1.93
利润总额	195.41	200.10	2.40%	53.11
营业利润率	16.02%	16.24%	0.22 个百分点	17.03%
总资本收益率	10.89%	9.39%	-1.49 个百分点	--
净资产收益率	20.95%	19.37%	-1.58 个百分点	--
经营活动现金流量净额	363.37	267.97	-26.25%	30.84
投资活动现金流量净额	-343.25	-448.30	30.61%	-108.74
筹资活动前现金流量净额	20.12	-180.33	-996.19%	-77.90
筹资活动现金流量净额	-171.88	228.09	-232.71%	175.34
现金收入比	112.29%	116.85%	4.56 个百分点	104.33%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年，受公司经营规模扩大影响，营业总收入、营业成本和期间费用均同比有所增长；公司期间费用率保持较低水平，费用控制能力良好。2023 年，公司投资收益同比增长，主要系权益法核算的长期股权投资确认的投资收益增加所致；其他收益同比增长，主要系扶持企业发展专项资金等补贴款增加所致。同期，公司营业利润率同比变化不大，总资本收益率和净资产收益率均同比小幅下降。2024 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额分别同比增长 10.07%和 7.68%。

2023 年，公司经营规模扩大，原材料采购量同比增长，导致购买商品、接受劳务支付的现金增幅大于销售商品、提供劳务收到的现金，当期经营活动现金流量净额同比下降；在建项目投资支出增加导致投资活动现金净流出规模同比增长，公司经营获现无法覆盖投资支出，筹资活动前现金流由净流入转为较大规模净流出；公司筹资活动现金流由净流出转为净流入，主要系取得借款收到的现金增加所致。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司盈利及获现能力表现好，部分短期偿债能力指标表现有所增强，但公司债务偏短期，短期偿债指标有待进一步加强。同时，由于公司债务总量上升较快，长期偿债能力指标表现趋弱。考虑到公司在所处细分领域已构筑很高的经营壁垒，市场地位稳固，盈利能力和持续性均很强，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。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	54.23%	56.94%	64.57%
	速动比率	35.10%	37.93%	45.82%
	经营现金/流动负债	38.24%	24.66%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.51	0.32	--
	现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	309.41	342.36	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.39	0.21	--
	EBITDA/利息支出（倍）	12.25	9.83	--
	经营现金/利息支出（倍）	14.39	7.69	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额
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 2023 年底，公司流动比率及速动比率均较上年底有所提升，流动资产对流动负债的保障程度有所增强。截至 2024 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所提升。受公司 2023 年经营活动现金净额同比下降影响，其对流动负债及短期债务的覆盖程度有所减弱，但现金类资产对短期债务的保障程度有所增强。

从长期偿债能力指标看，2023 年，公司 EBITDA 同比增长 10.65%，但其对全部债务及利息的覆盖程度均有所下降；受公司 2023 年经营活动现金净额同比下降影响，公司经营现金/全部债务及经营现金/利息支出指标同比均有所下降。

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 20.90 亿元，担保比率为 2.21%，被担保公司均为联营公司并提供反担保。未决诉讼方面，截至 2023 年底，公司无重大未决诉讼。整体看，公司或有负债风险可控。

银行授信方面，截至 2023 年底，公司及其下属子公司在各家银行授信总额度约为 2860.00 亿元，未使用授信余额 1570.00 亿元。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部运营烟台工业园聚氨酯及精细化学品业务并承担管理职能。跟踪期内，公司本部资产总额、负债及有息债务均有增长，有息债务结构和所有者权益结构均有待改善；公司本部利润规模同比有所下降，经营活动现金保持较大规模净流入。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 1409.32 亿元，较上年底增长 24.58%。其中，流动资产 396.66 亿元（占 28.15%），非流动资产 1012.67 亿元（占 71.85%）。从构成看，截至 2023 年底，公司本部流动资产主要由货币资金（占 24.64%）、应收账款（占 19.59%）、其他应收款（合计）（占 37.35%）和存货（占 14.47%）、构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 26.87%）、固定资产（占 33.81%）、在建工程（占 27.63%）、无形资产（占 5.02%）和其他非流动资产（占 5.47%）构成。截至 2023 年底，公司本部负债总额 825.94 亿元，较上年底增长 29.87%。其中，流动负债 648.05 亿元（占 78.46%），非流动负债 177.89 亿元（占 21.54%）。从构成看，截至 2023 年底，公司本部流动负债主要由短期借款（占 22.56%）、应付票据（占 19.22%）、应付账款（占 7.78%）、其他应付款（占 16.00%）、一年内到期的非流动负债（占 9.55%）和合同负债（占 20.84%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 92.76%）和递延收益（占 6.59%）构成。截至 2023 年底，公司本部资产负债率为 58.61%；全部债务 618.88 亿元，全部债务资本化比率为 51.48%。其中，短期债务占 73.33%，长期债务占 26.67%，债务结构有待改善。截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 583.38 亿元，较上年底增长 17.79%。其中，实收资本为 31.40 亿元（占 5.38%），资本公积 14.86 亿元（占 2.55%），未分配利润合计 507.30 亿元（占 86.96%），未分配利润占比高，所有者权益结构有待改善。

2023 年，公司本部营业总收入为 592.21 亿元，利润总额为 144.17 亿元，同比下降 42.91%；投资收益为 60.49 亿元。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 225.54 亿元，投资活动现金流净额-270.49 亿元，筹资活动现金流净额 81.13 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司本部资产总额 1540.22 亿元，所有者权益为 598.06 亿元，负债总额 942.15 亿元；资产负债率 61.17%；全部债务 671.11 亿元，全部债务资本化比率 52.88%。2024 年 1—3 月，公司本部营业总收入 154.32 亿元，利润总额 16.16 亿元，投资收益 1.10 亿元。2024 年 1—3 月，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 51.36 亿元、-118.15 亿元和 54.06 亿元。

（六）ESG 方面

跟踪期内，公司在安全环保和社会责任方面积极履责，ESG 表现较好，对其持续经营无显著不利影响。

环境方面，作为化工行业企业，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。公司制定了以《万华化学环境保护管理程序》为核心，包含《万华化学建设项目环保管理制度》《万华化学固废管理制度》《万华化学环境监测管理规定》《万华化学防止危废自燃自热管理指南》《万华化学土壤地下水污染防治管理》《万华化学碳排放管理程序》《万华化学环境尽职调查管理制度》等的管理文件以完善环境管理体系。2023 年，公司碳排放总量（范畴 1+2）32.57 万吨，温室气体排放强度 0.89tCO₂e/t。2023 年，公司通过装置内节能技术、装置间能量集成和园区节能优化等措施，实现蒸汽节省 223t/h，减排量 45 万吨/年。

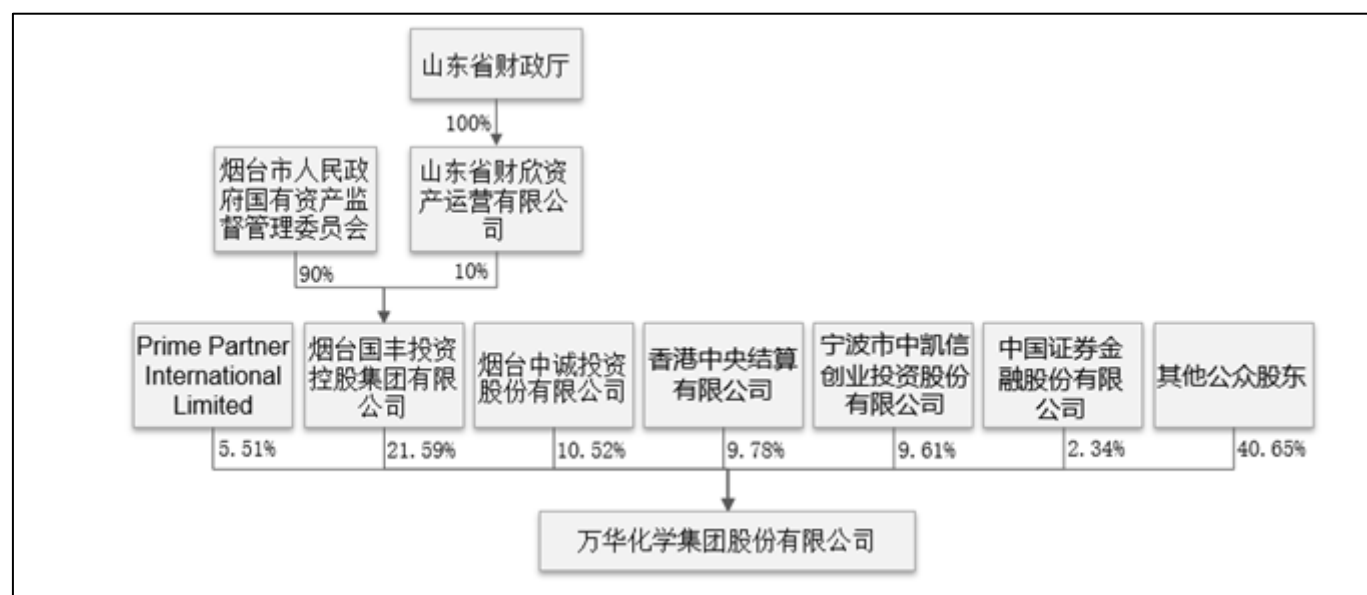
安全方面，2023 年，公司组织内外部专家资源，开发了 47 门面向生产一线员工的安全能力提升网络直播系列课程，拓展全员安全知识范围和深度。2023 年，公司实现 0 员工工伤致死，员工可记录伤害事故率 0.038 次/每 20 万工时。公司从资格预审、招投标、开工、过程监管、完工验收等全过程开展承包商 HSE 管理体系，严格落实承包商招标部门、承包商主管部门、HSE 管理部门、承包商作业区域管理职责，2023 年，承包商无工伤致死情况。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人。2023 年，公司人均培训时长 107 小时/人年，女性员工占 13.2%，注重员工公平雇佣。2023 年，公司对外捐赠及公益项目投入合计 697 万元。

六、跟踪评级结论

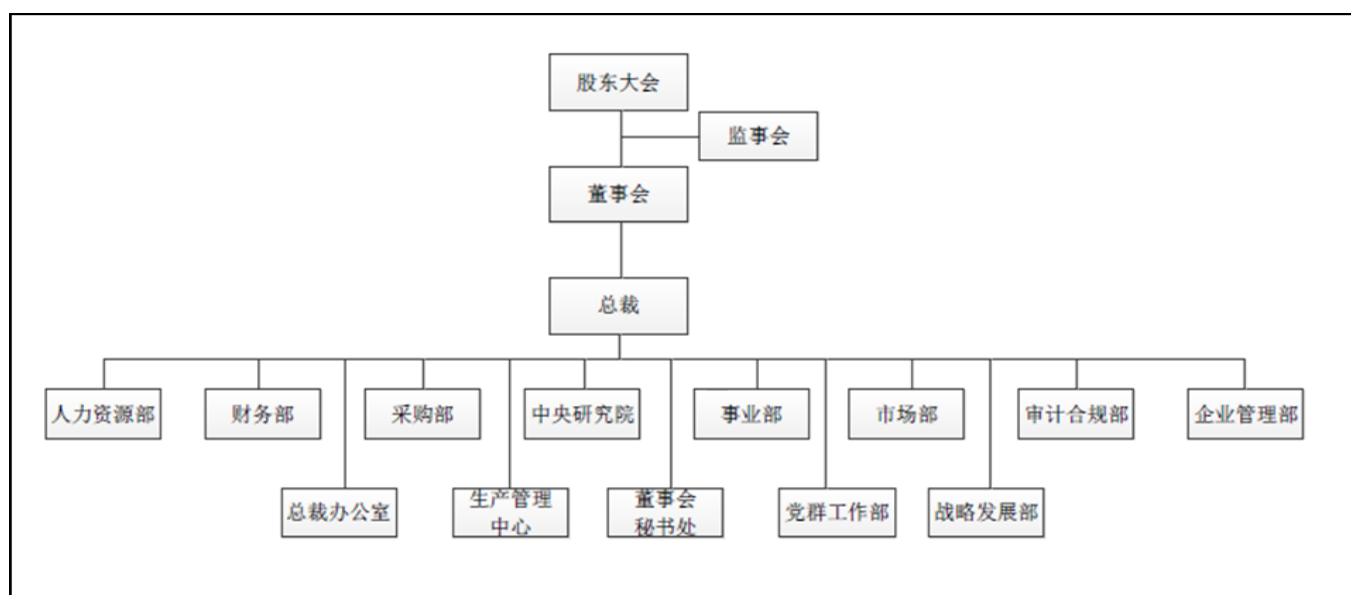
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司部分子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
万华化学(烟台)石化有限公司	205000 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华化学(烟台)氯碱热电有限公司	40000 万人民币	制造业	60%	--	设立
万华化学(烟台)容威聚氨酯有限公司	7000 万人民币	制造业	80%	--	通过分立方式取得
万华化学(烟台)销售有限公司	2200 万人民币	服务业	95%	5%	设立
万华化学集团石化销售有限公司	22500 万美元	服务业	--	100%	设立
万华化学集团物资有限公司	6000 万人民币	服务业	100%	--	设立
烟台万华化工设计院有限公司	300 万人民币	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	25000 万人民币	服务业	100%	--	设立
万华化学集团设备运维管理有限公司	5000 万人民币	服务业	100%	--	设立
万华化学集团电子材料有限公司	20000 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华化学(烟台)海水淡化处理有限公司	5000 万美元	制造业	--	100%	设立
万华化学(烟台)聚氨酯有限公司	5000 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华化学(烟台)精细化工有限公司	5000 万人民币	制造业	100%	--	设立
烟台市再生水有限责任公司	18000 万人民币	制造业	31%	--	设立
万华化学集团能源有限公司	21000 万人民币	制造业	100%	--	设立
烟台兴华能源有限公司	20000 万人民币	服务业	70%	--	设立
烟台新源投资有限公司	1000 万人民币	服务业	100%	--	吸收合并万华化工取得
烟台新益投资有限公司	182500 万人民币	服务业	100%	--	吸收合并万华化工取得
烟台辰丰投资有限公司	10 万人民币	服务业	100%	--	吸收合并万华化工取得
万华化学(烟台)电池材料科技有限公司	20000 万人民币	制造业	--	80%	非同一控制下企业合并
万华化学(蓬莱)有限公司	200000 万人民币	制造业	80%	--	设立
万华化学(烟台)新型材料有限公司	42000 万美元	制造业	--	100%	设立
万华城发(烟台)物流服务有限公司	10000 万人民币	服务业	95%	--	设立
烟台万陆实业有限公司	20000 万人民币	制造业	--	60%	设立
万华化学集团电池科技有限公司	180000 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华环保科技(蓬莱)有限公司	5000 万人民币	服务业	--	80%	设立
烟台巨力精细化工股份有限公司	40320 万人民币	制造业	70%	--	非同一控制下企业合并
莱阳巨力运业有限公司	200 万人民币	服务业	--	70%	非同一控制下企业合并
万华化学集团营养科技有限公司	30000 万人民币	制造业	80%	--	设立
万华化学(蓬莱)电池化学品科技有限公司	40000 万人民币	制造业	--	80%	设立
万华化学(烟台)电池产业有限公司	180000 万人民币	服务业	--	80%	设立
万华晟达(山东)交通科技有限公司	10000 万人民币	制造业	71.78%	--	非同一控制下企业合并
万华化学(宁波)有限公司	93600 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华化学(宁波)能源贸易有限公司	5000 万人民币	服务业	--	100%	设立
万华化学(宁波)容威聚氨酯有限公司	15000 万人民币	制造业	--	80%	设立
万华化学(宁波)氯碱有限公司	17000 万人民币	制造业	26.84%	23.53%	非同一控制下企业合并
宁波信达明州贸易有限公司	1000 万人民币	服务业	--	50.37%	设立
万华化学(宁波)热电有限公司	45000 万人民币	制造业	51%	--	设立
万华化学(宁波)码头有限公司	12000 万人民币	服务业	55%	45%	设立

华神新材料(宁波)有限公司	13600 万人民币	制造业	--	60%	设立
宁波宁华房地产开发有限公司	100 万人民币	房地产业	--	100%	设立
万华环保科技(宁波)有限公司	5000 万人民币	服务业	--	80%	设立
万华化学(福建)有限公司	518436 万人民币	制造业	80%	--	设立
万华化学(福建)异氰酸酯有限公司	200000 万人民币	制造业	--	64%	非同一控制下企业合并
福建省福化天辰气体有限公司	80000 万人民币	制造业	--	100%	非同一控制下企业合并
万华化学(福建)码头有限公司	40000 万人民币	服务业	--	100%	设立
万融新材料(福建)有限公司	300000 万人民币	制造业	80%	--	设立
万华化学(福建)能源科技有限公司	1000 万人民币	制造业	--	100%	设立
万华化学(福建)国际贸易有限公司	6000 万美元	服务业	--	100%	设立
融华置业(福清)有限责任公司	10 万人民币	房地产业	--	100%	设立
万华环保科技(福建)有限公司	5000 万人民币	服务业	--	80%	设立
万华化学(四川)有限公司	220000 万人民币	制造业	100%	--	设立
万华化学(四川)销售有限公司	200 万人民币	服务业	100%	--	设立
万华化学(四川)电池材料科技有限公司	100000 万人民币	制造业	--	80%	设立
万华环保科技(四川)有限公司	5000 万人民币	服务业	--	80%	设立
四川万陆实业有限公司	40000 万人民币	制造业	--	60%	设立
万华化学(四川)新能源材料科技有限公司	46000 万人民币	制造业	--	80%	设立
万华化学(广东)有限公司	20000 万人民币	制造业	100%	--	设立
珠海万华房地产开发有限公司	3000 万人民币	房地产业	--	100%	设立
万华化学销售(珠海)有限公司	200 万人民币	服务业	100%	--	设立
万华化学(佛山)容威聚氨酯有限公司	2885.75 万人民币	制造业	80%	--	非同一控制下企业合并
万华化学(北京)有限公司	6000 万人民币	制造业	100%	--	设立
上海万华实业发展有限公司	12000 万人民币	服务业	100%	--	设立
万华化学(宁夏)有限公司	17000 万人民币	制造业	100%	--	设立
新疆巨力化学有限公司	280000 万人民币	制造业	--	70%	非同一控制下企业合并
新疆巨力能源有限公司	5000 万人民币	服务业	--	70%	设立
万华化学(香港)有限公司	820 万美元	服务业	100%	--	设立
万华国际资源有限公司	150 万港币	服务业	100%	--	吸收合并万华化工取得
万华国际控股有限公司	221088 万港币	服务业	--	100%	吸收合并万华化工取得

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	202.43	254.08	374.86
应收账款（亿元）	90.60	91.44	117.35
其他应收款（亿元）	9.99	9.86	9.29
存货（亿元）	181.85	206.50	231.53
长期股权投资（亿元）	62.29	70.46	73.11
固定资产（亿元）	785.58	987.64	981.12
在建工程（亿元）	370.64	504.55	574.13
资产总额（亿元）	2008.43	2530.40	2791.22
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	44.92	57.98	66.08
所有者权益（亿元）	813.37	944.54	990.10
短期债务（亿元）	717.90	835.61	951.51
长期债务（亿元）	221.79	469.65	534.46
全部债务（亿元）	939.69	1305.26	1485.97
营业总收入（亿元）	1655.65	1753.61	461.61
营业成本（亿元）	1381.32	1459.26	380.24
其他收益（亿元）	7.40	9.43	1.93
利润总额（亿元）	195.41	200.10	53.11
EBITDA（亿元）	309.41	342.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1859.16	2049.12	481.58
经营活动现金流入小计（亿元）	1926.78	2117.76	501.87
经营活动现金流量净额（亿元）	363.37	267.97	30.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-343.25	-448.30	-108.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	-171.88	228.09	175.34
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.94	16.58	--
存货周转次数（次）	7.58	7.52	--
总资产周转次数（次）	0.85	0.77	--
现金收入比（%）	112.29	116.85	104.33
营业利润率（%）	16.02	16.24	17.03
总资本收益率（%）	10.89	9.39	--
净资产收益率（%）	20.95	19.37	--
长期债务资本化比率（%）	21.43	33.21	35.06
全部债务资本化比率（%）	53.60	58.02	60.01
资产负债率（%）	59.50	62.67	64.53
流动比率（%）	54.23	56.94	64.57
速动比率（%）	35.10	37.93	45.82
经营现金流动负债比（%）	38.24	24.66	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	12.25	9.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并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，将长期应付款带息部分计入长期债务；3. 上表中在建工程含工程物资和在建工程，其他应收款含应收利息、应收股利和其他应收款
 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（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	94.95	105.04	125.41
应收账款（亿元）	64.87	77.72	86.66
其他应收款（亿元）	73.54	148.17	233.51
存货（亿元）	49.24	57.38	59.32
长期股权投资（亿元）	236.49	272.05	281.40
固定资产（亿元）	326.47	342.42	344.11
在建工程（亿元）	148.46	279.78	298.85
资产总额（亿元）	1131.23	1409.32	1540.22
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	--	--	--
所有者权益（亿元）	495.27	583.38	598.06
短期债务（亿元）	361.68	453.85	455.31
长期债务（亿元）	48.51	165.03	215.80
全部债务（亿元）	410.19	618.88	671.11
营业总收入（亿元）	550.46	592.21	154.32
营业成本（亿元）	421.75	463.27	127.80
其他收益（亿元）	2.29	3.43	0.36
利润总额（亿元）	252.54	144.17	16.16
EBITDA（亿元）	294.17	195.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	512.41	623.42	193.90
经营活动现金流入小计（亿元）	528.88	642.21	201.21
经营活动现金流量净额（亿元）	69.23	225.54	51.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-48.82	-270.49	-118.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	-56.25	81.13	54.06
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.82	6.47	--
存货周转次数（次）	7.94	8.69	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.47	--
现金收入比（%）	93.09	105.27	125.65
营业利润率（%）	23.17	21.49	16.94
总资本收益率（%）	27.48	12.26	--
净资产收益率（%）	48.77	23.71	--
长期债务资本化比率（%）	8.92	22.05	26.52
全部债务资本化比率（%）	45.30	51.48	52.88
资产负债率（%）	56.22	58.61	61.17
流动比率（%）	50.58	61.21	72.07
速动比率（%）	42.03	52.35	63.73
经营现金流动负债比（%）	12.03	34.80	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.23	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	40.45	21.64	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.39	3.16	--

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 上表中国定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

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