

万华化学集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕6559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

二〇二五年七月十五日

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。

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 2025 年 7 月 31 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

2025 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	2025/07/15

主体概况 万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1998 年。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本 31.40 亿元，控股股东为烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“烟台国丰”），实际控制人为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”）。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、石化化学品、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 和 TDI 供应商。跟踪期内，公司产能进一步扩充，经营规模扩大，整体生产经营稳定，全球化产能布局以及很强的技术创新能力，使公司保持了突出的行业竞争力。2024 年，公司收入规模有所增长，利润规模同比有所下降，经营活动现金流保持大规模净流入，经营获现能力良好。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。跟踪期内，公司债务增长，债务负担有所加重，部分偿债能力指标表现趋弱，但公司仍保持了极强的财务弹性。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极强，可显著提升公司偿债保障。综合跟踪期内公司经营风险和财务风险表现，其整体偿还债务的能力仍属极强，违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 公司目前尚有大规模的在建，公司稳健的财务状况和良好的外部融资支持，有助于保障公司项目建设的推进和自身流动性，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。公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：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。**截至 2024 年底，公司全球范围内 MDI 产能合计达 380 万吨/年，TDI 产能合计 111 万吨/年。2025 年 4 月，公司烟台产业园 120 万吨/年乙烯二期项目一次开车成功。
- **2024 年，公司收入规模有所增长；经营活动现金流保持大规模净流入，经营获现能力良好。**2024 年，公司营业总收入同比增长 3.83%；经营活动现金净流入 300.53 亿元，现金收入比为 117.14%。

关注

- **经营环境变化易对公司经营业绩稳定性产生影响。**公司为全球化经营企业，同时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，大宗商品价格波动、国内外经济形势变化及地区税收政策等情况易对公司经营业绩稳定性产生影响，2025 年以来，美国挑起中美关税冲突或对公司产品购销产生影响。
- **跟踪期内，公司债务规模增长，部分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 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 14.56%，资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别提高 2.04 个百分点和 1.08 个百分点。2024 年，公司 EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度同比均有所下降。截至 2024 年底，公司重要建设项目投资预算合计 1618.68 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、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 化工企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

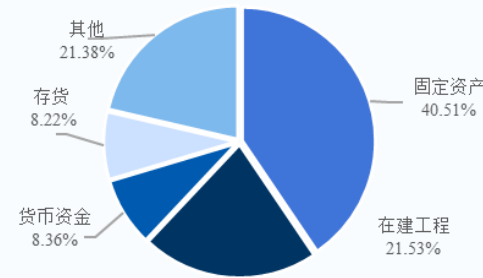
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	254.08	257.94	378.47
资产总额（亿元）	2530.40	2933.33	3175.21
所有者权益（亿元）	944.54	1035.00	1074.82
短期债务（亿元）	835.61	894.09	1097.36
长期债务（亿元）	469.65	601.25	632.78
全部债务（亿元）	1305.26	1495.33	1730.14
营业总收入（亿元）	1753.61	1820.69	430.68
利润总额（亿元）	200.10	169.24	38.57
EBITDA（亿元）	342.36	327.64	--
经营性净现金流（亿元）	267.97	300.53	5.81
营业利润率（%）	16.24	15.57	15.01
净资产收益率（%）	19.37	14.29	--
资产负债率（%）	62.67	64.72	66.15
全部债务资本化比率（%）	58.02	59.10	61.68
流动比率（%）	56.94	55.51	63.77
经营现金流流动负债比（%）	24.66	23.84	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.29	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	9.83	8.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.81	4.56	--

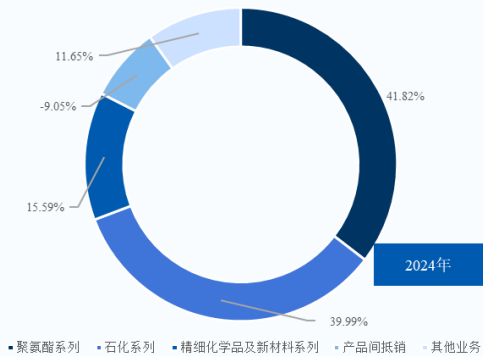
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1409.32	1663.07	1725.88
所有者权益（亿元）	583.38	665.92	685.25
全部债务（亿元）	618.88	570.68	731.26
营业总收入（亿元）	592.21	627.61	149.17
利润总额（亿元）	144.17	156.58	20.96
资产负债率（%）	58.61	59.96	60.30
全部债务资本化比率（%）	51.48	46.15	51.62
流动比率（%）	61.21	85.73	86.72
经营现金流流动负债比（%）	34.80	40.23	--

注：1. 公司 2025 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.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

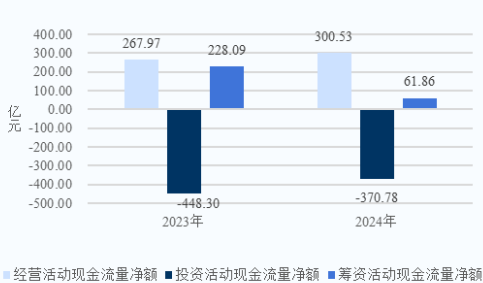
2024 年底公司资产构成



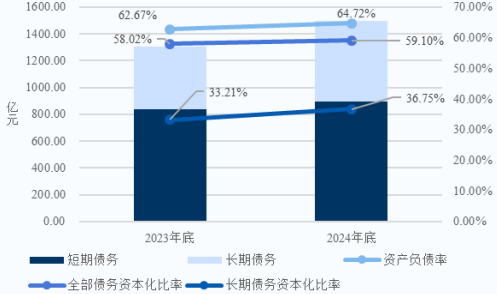
2024 年公司主营业务收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



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	2024/08/01	王皓 毛文娟	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）	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：高星 gaoxing@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”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

截至 2025 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），为公司控股股东，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、石化化学品、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 2024 年底，公司本部设多个职能部门（详见附件 1—2）；公司拥有在职员工 33303 人，从专业构成看，公司生产人员占 66.50%，技术人员占 19.84%，销售人员占 3.50%，财务及行政人员占 10.17%；从教育程度看，公司大专及以上学历占 60.46%，本科学历占 22.69%，硕士及以上学历占 16.84%²。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 2933.33 亿元，所有者权益 1035.00 亿元（含少数股东权益 88.74 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1820.69 亿元，利润总额 169.24 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 3175.21 亿元，所有者权益 1074.82 亿元（含少数股东权益 91.72 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 430.68 亿元，利润总额 38.57 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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

四、行业分析

2024 年化工行业下游需求未有明显改善，叠加能源价格仍处于高位波动状态，化工各主要子行业固定资产投资增长放缓，化工产品价格下行，行业综合景气指数低位波动，化工行业各细分领域收入和利润走势出现分化。总体看，未来化工企业成本端压力有望减轻，新增投资支出已有所收缩，虽然国际需求面临不确定，但国内需求在政策支持下有望保持增长。行业景气度或将有所回升。完整版行业分析详见《[2025 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 尾差系四舍五入所致。

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，过往履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

万华化学现为全球最大的 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）和 TDI（甲苯二异氰酸酯）供应商。截至 2024 年底，万华化学全球范围内 MDI 产能合计达 380 万吨/年，TDI 产能合计 111 万吨/年，聚醚产能 159 万吨/年；聚醚连续化单套产能提升至 50 万吨/年，全球最大。万华化学石化业务主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物，依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，持续拓宽 C2、C3、C4 产业链条。2025 年 4 月，万华化学 120 万吨/年乙烯二期项目一次开车成功，该项目有助于强化聚烯烃产业链，与万华化学现有的 PDH 一体化项目和乙烯一期项目形成有效协同。万华化学精细化学品及新材料业务板块包括功能化学品、新材料、表面材料、高性能聚合物、营养科技、电池科技和电子材料，整体研发能力极强。万华化学地理位置优越，拥有港口、公路、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。

2024 年，公司研发投入 45.50 亿元，申请国内外发明专利 1220 件，新获得授权 649 件。其中，在现有装置迭代升级方面，公司开发并投用超低盐酸比等多项新技术，推进 MDI、TDI 装置扩能；优化石化产业链全流程，POCHP 装置单套产能达到世界最大；在高端化工新材料突破方面，公司自主研发的 POE、柠檬醛、VA、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等技术均完成产业化落地，装置开车成功，运行情况良好；在电池材料技术攻关方面，公司打通石墨负极、硅碳负极、树脂基硬碳负极等三大负极材料全流程，持续开发正极材料差异化新技术。

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 2025 年 2 月 8 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。截至查询日，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，公司法人治理结构稳定，管理制度连续；董事及高级管理人员变更对公司生产经营无重大不利影响。

跟踪期内，公司法人治理结构稳定，管理制度连续。

跟踪期内，公司前董事荣锋先生和陈殿欣女士因工作安排，不再担任公司董事；王浩先生和齐贵山先生履新公司董事职务。2025 年 4 月，袁帅先生、白海涛先生和聂存良先生履新公司副总裁职务。上述董事及高级管理人员变化，对公司生产经营无重大不利影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，受益于公司经营规模扩张，主营业务收入同比增长，毛利率相对稳定。考虑到较大的海外销售规模，需关注国际经济形势、地区税收政策变化等因素对公司经营产生的影响。

2024 年，受益于公司经营规模扩大，各类产品产销量提升，带动各板块收入和主营业务收入规模同比扩大。同时，受全球贸易限制措施增加、产业链和供应链持续重构、化工品竞争加剧等因素影响，公司聚氨酯、精细化学品及新材料板块毛利率下滑使得主营业务毛利率同比小幅下降。2024 年，公司增加国内市场开拓力度，国内收入和占比同比均有所提升，毛利率同比小幅下降；国外收入同比小幅下降，毛利率同比变化不大。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。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 6.70%至 430.68 亿元；产品价格下滑使得公司综合毛利率同比小幅下降。

图表 1 • 2023—2024 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 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	673.86	38.82%	27.69%	758.44	41.82%	26.15%	12.55%	-1.54
石化板块	693.28	39.94%	3.51%	725.18	39.99%	3.52%	4.60%	0.01
精细化学品及新材料板块	238.36	13.73%	21.42%	282.73	15.59%	12.78%	18.61%	-8.64
其他	274.71	15.83%	9.70%	211.34	11.65%	15.77%	-23.07%	6.07
产品间抵消	-144.55	-8.33%	-0.53%	-164.20	-9.05%	0.23%	--	--
合计	1735.67	100.00%	16.67%	1813.50	100.00%	16.15%	4.48%	-0.52
其中：国内收入	943.61	54.37%	19.77%	1037.72	57.22%	18.49%	9.97%	-1.28
国外收入	792.06	45.63%	12.99%	775.78	42.78%	13.03%	-2.06%	0.04

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

跟踪期内，公司产能规模扩张，主要产品产销率保持高水平，整体生产经营稳定；主要原材料和产品价格均有所下降，但公司整体盈利水平得以保持。2025 年以来，中美关税冲突或对公司产品购销造成影响，联合资信将对公司采购渠道以及成本控制情况保持关注。

2024 年 4 月，公司福建工业园 MDI 装置完成了产能从 40 万吨/年至 80 万吨/年的技改扩能。2024 年 5 月，公司特种聚醚项目投产。2024 年 9 月公司 PC 项目大修后产能由 38 万吨/年增长至 60 万吨/年。2024 年 12 月，公司宁波工业园 MDI 装置完成了产能从 120 万吨/年至 150 万吨/年的技改扩能；2025 年初，万华烟台工业园 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功。此外，万华福建工业园第二套 33 万吨/年 TDI 项目达产后公司 TDI 总产能将达到 144 万吨/年。2025 年 4 月 3 日，公司烟台产业园 120 万吨/年乙烯装置成功产出合格乙烯产品，乙烯二期项目一次开车成功。截至 2024 年底，公司仍是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。

图表 2 • 截至 2024 年底公司产能情况

项目	截至 2024 年底设计产能
聚氨酯项目	MDI 项目 380 万吨/年、TDI 项目 111 万吨/年、聚醚项目 159 万吨/年
烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	353 万吨/年
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	219 万吨/年
烟台工业园 PC 项目	60 万吨/年
烟台工业园 PMMA 项目	16 万吨/年

资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

公司主要原材料包含纯苯、化工煤和 LPG。其中，纯苯和化工煤为聚氨酯业务主要原材料，通过长约采购，电汇月结；LPG 为石化业务主要原材料，通过合同价、固定价、浮动价等多种采购模式，一单一结，主要向海外主流 LPG 供应商采购。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。公司精细化学品及新材料业务原材料主要为 MDI 及石化类产品等，大部分由聚氨酯和石化业务供给，剩余部分对外采购。2024 年，公司向前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为 14.54%，采购集中度保持较低。2025 年以来，国际贸易形式变化或导致公司原材料和产品价格波动，联合资信将对公司采购渠道以及成本控制情况保持关注。

图表 3 • 公司主要原材料采购情况

原材料		2023 年	2024 年
纯苯	采购量（万吨）	308	314
	采购价格同比变化	-11%	15%
化工煤	采购量（万吨）	446	450
	采购价格同比变化	-20%	-13%

LPG	采购量（万吨）	1221	913
	丙烷 LPG 采购价格同比变化	-17%	-1%
	丁烷 LPG 采购价格同比变化	-15%	2%

注：LPG 采购量中包含自用量和贸易量
 资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

2024 年，受业务规模扩张带动，公司纯苯和化工煤采购量均同比增长；LPG 采购量受贸易量缩减影响同比下降。2024 年，纯苯价格高位运行，公司纯苯采购均价同比增长 15%；煤炭采购价格延续下降趋势；丙烷和丁烷采购均价同比变化不大。

图表 4 • 公司主要板块产销情况

聚氨酯	2023 年	2024 年	同比变化	2025 年 1—3 月
产量（万吨）	499	580	16.23%	147
销量（万吨）	489	564	15.34%	145
产销率	98.00%	97.24%	--	98.64%
石化产品	2023 年	2024 年	同比变化	2025 年 1—3 月
产量（万吨）	475	544	14.53%	141
销量（万吨）	472	547	15.89%	133
产销率	99.37%	100.55%	--	94.33%
精细化学品及新材料产品	2023 年	2024 年	同比变化	2025 年 1—3 月
产量（万吨）	165	209	26.67%	62
销量（万吨）	159	203	27.67%	54
产销率	96.36%	97.13%	--	87.10%

注：1.表内数据为公司口径，2023—2024 年石化产品产销量不包含 LPG 贸易量；2.产销率计算差系产销量数据四舍五入所致
 资料来源：公司提供、公开资料、联合资信整理

跟踪期内，公司各类产品产能持续扩张，产品产量和销量均持续增长，产销率保持高水平。2024 年，聚氨酯系列产品价格多数呈现稳中走低趋势，纯 MDI 产品全年市场均价在 19000 元/吨左右；聚合 MDI 产品全年市场均价在 17000 元/吨左右。

公司石化板块主要服务于聚氨酯业务发展，同时可降低原单一聚氨酯产业的风险，也可以为后续特种化学品和功能性材料提供原材料支持。跟踪期内，公司石化系列产品产销量均同比增长，产销率保持高水平。2025 年 5 月，公司公告称，烟台产业园 100 万吨/年乙烯一期装置为实现原料多元化，将于同年 6 月开始停产进行技术改造，改造周期约 5 个月。本次改造完成后，乙烯一期装置原料由丙烷变为乙烷。改造期间，烟台产业园 120 万吨/年乙烯二期装置将正常生产。

精细化学品及新材料业务作为聚氨酯和石化产业的延伸是公司近年来重点发展的业务板块。跟踪期内，随着新产能投产，公司精细化学品及新材料产品产销量同比增长。

截至 2024 年底，公司重要建设项目投资预算合计 1618.68 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 5 • 截至 2024 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	733.23	90.83%	自有资金及银行借款
异氰酸酯新建及配套项目	184.90	84.47%	自有资金及银行借款
乙烯二期项目	176.00	59.57%	自有资金及银行借款
电池产业链项目	32.01	98.35%	自有资金及银行借款
高性能材料一体化项目	440.00	43.29%	自有资金及银行借款
大型煤气化项目	52.54	59.10%	自有资金及银行借款
合计	1618.68	--	--

注：1.尾差系四舍五入所致；2.以上仅列示单个项目年末余额超过 10 亿元的重要在建项目
 资料来源：公司年报、联合资信整理

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，安永华明会计师事务所（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 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围内新增 16 家子公司，注销 5 家子公司，上述变化对公司财务影响小，公司财务数据可比性很强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司经营规模扩大，资产及负债规模均持续扩大，公司重资产经营特征明显，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，债务规模持续增长，债务负担有所加重但结构有待优化。跟踪期内，公司利润规模同比有所下降，整体盈利能力仍极强，经营获现能力良好。

跟踪期内，随着公司经营规模扩张，资产和负债规模均持续扩大。截至 2024 年底，公司货币资金中银行存款占比很高（占 92.19%）；应收账款较上年底大幅增长，主要系产品销售收入增加所致，按欠款方归集的前五名应收账款合计占 7.78%；存货较上年底增长系在产品和库存商品增加所致，公司原材料和产品均为大宗商品，价格波动较为频繁，存在一定减值风险；其他流动资产主要为待抵扣增值税，其规模扩大使得其他流动资产较上年底增长。截至 2024 年底，公司并表安徽安纳达钛业股份有限公司（以下简称“安纳达”）及在建项目建成转入固定资产科目使得公司固定资产较上年底增长，固定资产主要由机器设备构成（期末账面价值占 75.31%）；公司在建项目持续投入，在建工程规模较上年底扩大，但部分投资项目由于产品行业经营环境发展变化，项目经济效益不及预期，当期确认减值损失 2.46 亿元；无形资产较上年底增长，主要系购置的土地使用权和非专利技术增加所致；其他非流动资产较上年大幅下降，主要系预付工程款减少所致。截至 2024 年底，受公司调整债务结构及借款规模于期末时点波动影响，公司短期借款较上年底减少，长期借款较上年底增长；应付票据较上年底大幅增长，主要系当期票据结算规模扩大所致；公司经营规模扩大及在建项目推进，应付原料采购款及应付工程款增加使得期末应付账款较上年底大幅增长；公司发行多期中期票据，期末应付债券较上年增长。

截至 2024 年底，公司受限资产合计 44.09 亿元，主要由受限货币资金 18.58 亿元和售后租回固定资产 25.51 亿元构成；受限资产占期末资产总额的 1.50%。

图表 6 • 公司资产及负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2024 年底数据较 2023 年底 数据变化情况（%）	2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	618.64	24.45	699.90	23.86	13.14	913.25	28.76
货币资金	237.10	9.37	245.33	8.36	3.47	368.25	11.60
应收账款	91.44	3.61	123.19	4.20	34.72	141.75	4.46
存货	206.50	8.16	241.07	8.22	16.74	276.63	8.71
其他流动资产	33.30	1.32	42.15	1.44	26.59	46.73	1.47
非流动资产	1911.76	75.55	2233.43	76.14	16.83	2261.96	71.24
固定资产	987.64	39.03	1188.28	40.51	20.32	1373.96	43.27
在建工程	504.55	19.94	631.59	21.53	25.18	475.25	14.97
无形资产	107.86	4.26	119.71	4.08	10.99	120.79	3.80
其他非流动资产	93.38	3.69	45.21	1.54	-51.58	42.88	1.35
资产总额	2530.40	100.00	2933.33	100.00	15.92	3175.21	100.00
流动负债	1086.57	68.52	1260.83	66.42	16.04	1432.16	68.19
短期借款	435.26	27.45	355.57	18.73	-18.31	596.64	28.41
应付票据	306.14	19.30	425.24	22.40	38.90	363.52	17.31
应付账款	149.80	9.45	266.12	14.02	77.65	230.26	10.96
一年内到期的非流动负债	85.33	5.38	111.82	5.89	31.03	135.95	6.47
非流动负债	499.29	31.48	637.50	33.58	27.68	668.23	31.81
长期借款	398.11	25.10	481.76	25.38	21.01	516.42	24.59

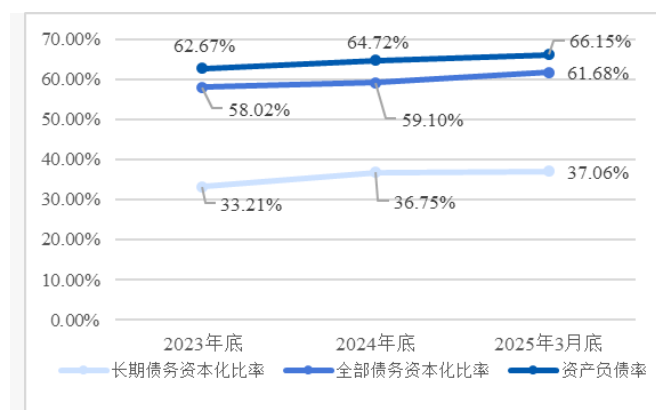
应付债券	0.00	0.00	34.00	1.79	--	34.00	1.62
负债总额	1585.86	100.00	1898.33	100.00	19.70	2100.39	100.00

注：1.尾差系四舍五入所致；2.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

截至 2025 年 3 月底，公司大规模融资获现使得货币资金较上年底大幅增长 50.10%；经营规模扩张使得应收账款和存货均较上年有所增长，也使得资金需求增加，公司长、短期借款均较上年底增长，信用借款占比很高，金融机构对公司支持力度大；在建工程建成转固使得固定资产较上年底有所增长。

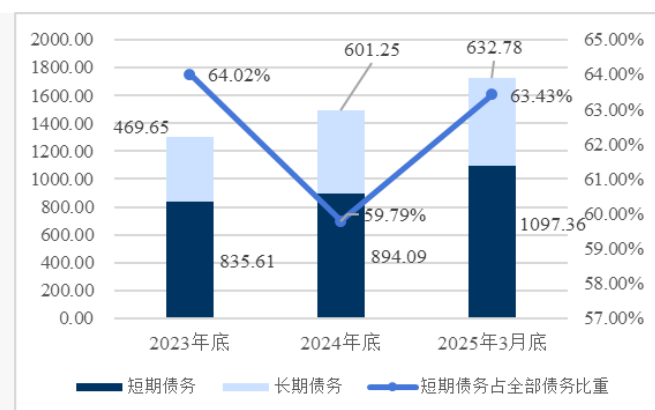
截至 2024 年底，公司所有者权益 1035.00 亿元，较上年底增长 9.58%，主要系利润累积以及合并安纳达使得少数股东权益增长。其中，实收资本、未分配利润和少数股东权益分别占 3.03%、84.37%和 8.57%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 1074.82 亿元，规模和结构均较上年底变化不大。

图表 7• 2023—2024 年底及 2025 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 8• 2023—2024 年底及 2025 年 3 月底公司有息债务情况 (单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司全部债务持续增长，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。截至 2024 年底，公司短期债务占 59.79%，债务结构仍有待改善；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 2.04 个百分点、1.08 个百分点和 3.54 个百分点。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 15.70%；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 1.43 个百分点、提高 2.59 个百分点和提高 0.31 个百分点。

图表 9• 公司盈利及现金流情况 (单位：亿元)

项目	2023 年	2024 年	2024 年数据较 2023 年数据变化情况	2025 年 1—3 月
营业总收入	1753.61	1820.69	3.83%	430.68
营业成本	1459.26	1526.43	4.60%	363.04
期间费用	95.54	112.87	18.14%	28.92
期间费用率	5.45%	6.20%	0.75 个百分点	6.72%
投资收益	6.21	7.09	14.18%	2.03
其他收益	9.43	11.81	25.18%	4.22
资产减值损失	-1.35	-7.40	446.94%	-0.55
营业外支出	4.44	11.37	156.27%	1.77
利润总额	200.10	169.24	-15.42%	38.57
营业利润率	16.24%	15.57%	-0.67 个百分点	15.01%
总资本收益率	9.39%	7.02%	-2.38 个百分点	--
净资产收益率	19.37%	14.29%	-5.08 个百分点	--
经营活动现金流量净额	267.97	300.53	12.15%	5.81
投资活动现金流量净额	-448.30	-370.78	-17.29%	-91.64
筹资活动前现金流量净额	-180.33	-70.24	-61.05%	-85.83
筹资活动现金流量净额	228.09	61.86	-72.88%	211.12
现金收入比	116.85%	117.14%	0.29 个百分点	109.58%

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

2024 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。其中，销售费用同比增长 20.25%，主要系公司规模扩大，营销机构、人员和仓储费用同比增加所致；管理费用同比增长 23.38%，主要系人员费用和信息化费用支出增加；财务费用同比增长 24.93%，主要系当期存款利息收入同比减少所致。综上影响，公司期限费用率同比小幅增长 0.75 个百分点，考虑到当期公司费用增长较快，整体费用控制能力有待提升。非经常损益方面，2024 年，权益法核算的长期股权投资收益增长使得公司投资同比有所增长；其他收益同比增长，主要系进项税加计递减增加所致。同期，公司对存货、固定资产和在建工程分别计提减值损失 3.34 亿元、1.60 亿元和 2.46 亿元，资产减值损失同比显著增长；固定资产及在建工程报废损失增加使得营业外支出同比大幅增长。综上影响，2024 年，公司利润总额同比有所下降；各项盈利能力指标表现趋弱。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入和营业成本同比分别下降 6.70% 和 4.52%；营业利润率同比下降 2.02 个百分点；利润总额同比下降 27.38%。

2024 年，公司经营规模扩大，经营活动现金流入量及流出量均有所增长，经营活动现金流保持净流入；公司控制在建项目建设节奏，投资活动现金流出量同比下降使得投资活动现金净流出规模同比缩减，公司经营获现无法覆盖投资支出，筹资活动前现金流保持净流出态势。同期，公司通过借款获现以及使用现金偿付债务规模均同比扩大，筹资活动现金流净流入量同比大幅下降。2025 年 1—3 月，公司借款规模扩大，筹资活动现金流入量同比增长 21.68%，筹资活动现金净额同比增长 20.40%。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司债务结构仍偏短期，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，利润有所下滑，部分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极强，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 10 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	56.94%	55.51%	63.77%
	速动比率	37.93%	36.39%	44.45%
	经营现金流动负债比	24.66%	23.84%	--
	现金短期债务比（倍）	0.30	0.29	0.34
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	342.36	327.64	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.81	4.56	--
	全部债务/经营现金（倍）	4.87	4.98	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	9.83	8.91	--

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

跟踪期内，公司流动比率和速动比率均呈波动增长趋势，流动资产对流动负债的保障程度有所增强；现金类资产持续增长，对短期债务的覆盖程度有所提升。2024 年，公司经营活动现金净额同比增加，但流动负债和全部债务增幅较大，经营活动现金净额对上述债务覆盖程度小幅下降。同期，受利润总额同比下降影响，公司 EBITDA 同比下降 4.30%，其对利息和全部债务的保障能力有所弱化，但整体仍属极强。

对外担保方面，截至 2024 年底，公司对外担保余额合计 17.38 亿元，担保比率为 1.68%，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 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。整体看，公司或有负债风险可控。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司及其下属子公司在各家银行授信总额度约为 3374 亿元，未使用授信余额 1567 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，公司本部资产总额和负债规模均持续扩张，有息债务结构和所有者权益结构均有所改善；公司本部利润规模同比有所增长，经营活动现金保持较大规模净流入。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 1663.07 亿元，较上年底增长 18.00%。其中，流动资产 589.06 亿元，主要由货币资金（占 11.30%）、应收账款（占 14.39%）、其他应收款（占 61.44%）和存货（占 9.19%）构成；非流动资产 1074.01 亿元，主要由长期股权投资（占 30.24%）、固定资产（占 41.08%）和在建工程（占 20.11%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 66.56 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 997.15 亿元，较上年底增长 20.73%。其中，流动负债 687.10 亿元，主要由短期借款（占 8.16%）、应付票据（占 25.03%）、应付账款（占 11.48%）、其他应付款（占 27.99%）和合同负债（占 19.66%）构成；非流动负债 310.05 亿元，主要由长期借款（占 83.16%）和应付债券（占 10.97%）构成。截至 2024 年底，公司本部全部债务 570.68 亿元，短期债务占 48.86%；全部债务资本化比率 46.15%，资产负债率为 59.96%。公司本部债务负担尚可，债务结构有待改善。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 665.92 亿元，较上年底增长 14.15%。其中，实收资本为 31.40 亿元（占 4.71%），资本公积合计 14.87 亿元（占 2.23%），未分配利润合计 590.16 亿元（占 88.62%），未分配利润占比高，所有者权益结构有待改善。

2024 年，公司本部营业总收入为 627.61 亿元，利润总额为 156.58 亿元。同期，公司本部投资收益为 76.65 亿元。现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 276.44 亿元，投资活动现金流净额-317.48 亿元，筹资活动现金流净额 4.85 亿元。

（五）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，公司在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司制定了以《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》等管理文件以完善环境管理体系。2024 年，公司投入运营超过 3 年的基地 ISO14001 环境管理体系认证覆盖率 100%。2024 年，公司碳排放总量（范畴 1+2）28.03 百万 tCO₂e，碳排放强度 0.75tCO₂e/t；固废利用率提升至 91.7%，固废填埋比例下降至 0.3%；单位产品新鲜水耗下降至 0.82m³/吨。

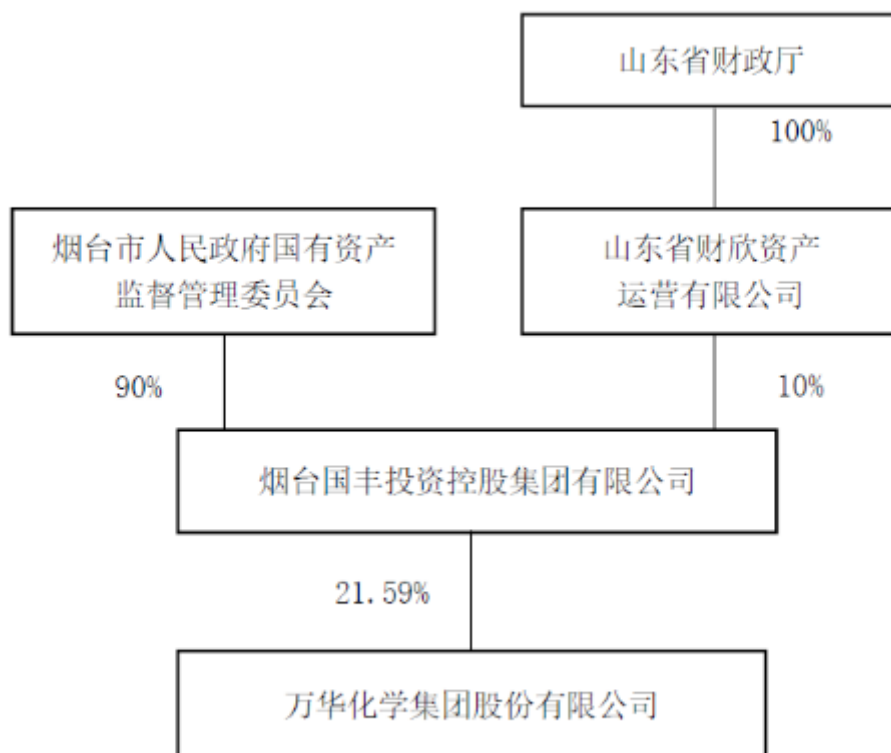
安全方面，2024 年，公司新增、修订规章制度 59 个，修订后安全生产规章制度达 322 个；开展安全督导 174 次。2024 年，公司实现 0 员工工伤致死，员工可记录伤害事故率 0.066 次/每 20 万工时。公司从资格预审、招投标、开工、过程监管、完工验收等全过程开展承包商 HSE 管理体系，严格落实承包商招标部门、承包商主管部门、HSE 管理部门、承包商作业区域管理职责，2024 年，承包商无工伤致死情况。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为 2024 年度纳税信用 A 级纳税人。同期，公司人均培训时长 107.6 小时/人年，女性员工占 14%，注重员工公平雇佣。2024 年，公司对外捐赠及公益项目投入合计 924 万元。

六、跟踪评级结论

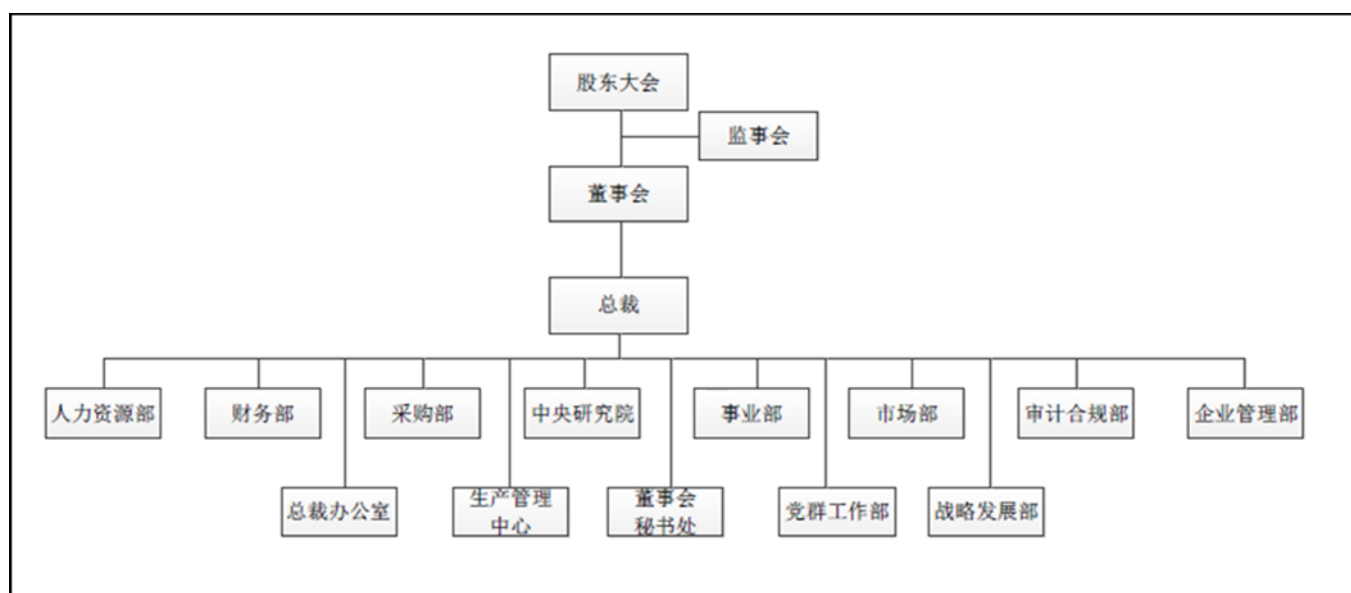
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 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 2024 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	297900 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
万华化学集团(烟台) 新能源材料有限公司	15000 万美元	制造业	--	100%	设立
万华化学集团(蓬莱)气体有限公司	2000 万人民币	制造业	--	80%	设立
万华化学集团(莱阳)销售有限公司	1000 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
烟台万旭新材料有限公司	80000 万人民币	服务业	51%	--	设立
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	400000 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	--	51.2%	非同一控制下企业合并
万华化学(福建)气体有限公司	80000 万人民币	制造业	--	80%	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	--	80%	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	--	80%	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	--	80%	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

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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	254.08	257.94	378.47
应收账款（亿元）	91.44	123.19	141.75
其他应收款（亿元）	9.86	13.16	15.49
存货（亿元）	206.50	241.07	276.63
长期股权投资（亿元）	70.46	96.51	99.37
固定资产（亿元）	987.64	1188.28	1373.96
在建工程（亿元）	504.55	631.59	475.25
资产总额（亿元）	2530.40	2933.33	3175.21
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	57.98	88.74	91.72
所有者权益（亿元）	944.54	1035.00	1074.82
短期债务（亿元）	835.61	894.09	1097.36
长期债务（亿元）	469.65	601.25	632.78
全部债务（亿元）	1305.26	1495.33	1730.14
营业总收入（亿元）	1753.61	1820.69	430.68
营业成本（亿元）	1459.26	1526.43	363.04
其他收益（亿元）	9.43	11.81	4.22
利润总额（亿元）	200.10	169.24	38.57
EBITDA（亿元）	342.36	327.64	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2049.12	2132.73	471.95
经营活动现金流入小计（亿元）	2117.76	2211.05	487.78
经营活动现金流量净额（亿元）	267.97	300.53	5.81
投资活动现金流量净额（亿元）	-448.30	-370.78	-91.64
筹资活动现金流量净额（亿元）	228.09	61.86	211.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	16.58	14.89	--
存货周转次数（次）	7.52	6.82	--
总资产周转次数（次）	0.77	0.67	--
现金收入比（%）	116.85	117.14	109.58
营业利润率（%）	16.24	15.57	15.01
总资本收益率（%）	9.39	6.96	--
净资产收益率（%）	19.37	14.29	--
长期债务资本化比率（%）	33.21	36.75	37.06
全部债务资本化比率（%）	58.02	59.10	61.68
资产负债率（%）	62.67	64.72	66.15
流动比率（%）	56.94	55.51	63.77
速动比率（%）	37.93	36.39	44.45
经营现金流动负债比（%）	24.66	23.84	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.29	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	9.83	8.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.81	4.56	--

注：1. 公司 2025 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. 上表中固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告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	105.04	74.52	102.91
应收账款（亿元）	77.72	84.77	40.36
其他应收款（亿元）	148.17	361.91	400.24
存货（亿元）	57.38	54.13	65.78
长期股权投资（亿元）	272.05	324.73	325.35
固定资产（亿元）	342.42	441.16	486.28
在建工程（亿元）	279.78	215.96	179.85
资产总额（亿元）	1409.32	1663.07	1725.88
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）	583.38	665.92	685.25
短期债务（亿元）	453.85	278.85	448.97
长期债务（亿元）	165.03	291.83	282.29
全部债务（亿元）	618.88	570.68	731.26
营业总收入（亿元）	592.21	627.61	149.17
营业成本（亿元）	463.27	498.92	117.85
其他收益（亿元）	3.43	5.39	2.83
利润总额（亿元）	144.17	156.58	20.96
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	623.42	767.24	238.16
经营活动现金流入小计（亿元）	642.21	790.18	240.49
经营活动现金流量净额（亿元）	225.54	276.44	54.90
投资活动现金流量净额（亿元）	-270.49	-317.48	-89.73
筹资活动现金流量净额（亿元）	81.13	4.85	69.02
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.47	7.06	--
存货周转次数（次）	8.69	8.95	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.41	--
现金收入比（%）	105.27	122.25	159.65
营业利润率（%）	21.49	20.27	20.74
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	23.71	22.56	--
长期债务资本化比率（%）	22.05	30.47	29.18
全部债务资本化比率（%）	51.48	46.15	51.62
资产负债率（%）	58.61	59.96	60.30
流动比率（%）	61.21	85.73	86.72
速动比率（%）	52.35	77.85	77.83
经营现金流动负债比（%）	34.80	40.23	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.27	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部 2025 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. 上表中固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