

万华化学集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

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〔2024〕7711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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年八月一日

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。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、该评级结果自 2024 年 8 月 1 日至 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

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/08/01

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，行业地位突出；研发投入规模大，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，产业链布局趋于完善。2021 年以来，受益于经营规模扩大，公司收入持续增长，经营活动现金流保持较大规模净流入，收入实现质量佳。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。2021 年以来，公司债务规模有所扩大，债务负担有所加重。虽然公司债务总量上升导致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：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。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。

优势

- **公司现为全球最大的 MDI 和 TDI 供应商，行业地位突出。**2023，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。
- **研发投入规模大，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。**2021—2023 年，公司研发费用分别为 31.68 亿元、34.20 亿元和 40.81 亿元。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。
- **2021 年以来，受益于经营规模扩大，公司收入持续增长，经营活动现金流保持较大规模净流入，收入实现质量佳。**2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长率为 9.77%；经营活动净额分别为 279.22 亿元、363.37 亿元和 267.97 亿元，现金收入比分别为 117.77%、112.29%和 116.85%。

关注

- **经营环境变化或将对公司经营产生影响。**公司经营韧性很强，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。
- **2021 年以来，公司债务规模有所扩大，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。**2021—2023 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长率为 16.79%；EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度持续下降。2021—2023 年末，公司现金短期债务比分别为 0.53 倍、0.28 倍和 0.30 倍。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

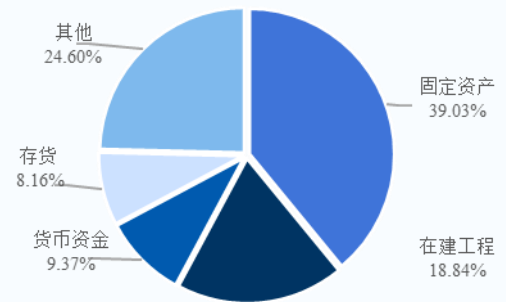
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	408.46	202.43	254.08	374.86
资产总额（亿元）	1903.10	2008.43	2530.40	2791.22
所有者权益（亿元）	716.96	813.37	944.54	990.10
短期债务（亿元）	771.72	717.90	835.61	951.51
长期债务（亿元）	185.18	221.79	469.65	534.46
全部债务（亿元）	956.90	939.69	1305.26	1485.97
营业总收入（亿元）	1455.38	1655.65	1753.61	461.61
利润总额（亿元）	291.51	195.41	200.10	53.11
EBITDA（亿元）	393.47	309.41	342.36	--
经营性净现金流（亿元）	279.22	363.37	267.97	30.84
营业利润率（%）	25.66	16.02	16.24	17.03
净资产收益率（%）	34.92	20.95	19.37	--
资产负债率（%）	62.33	59.50	62.67	64.53
全部债务资本化比率（%）	57.17	53.60	58.02	60.01
流动比率（%）	73.77	54.23	56.94	64.57
经营现金流动负债比（%）	28.49	38.24	24.66	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.28	0.30	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	16.61	12.25	9.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.43	3.04	3.81	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1005.26	1131.23	1409.32	1540.22
所有者权益（亿元）	332.45	495.27	583.38	598.06
全部债务（亿元）	374.32	410.19	618.88	671.11
营业总收入（亿元）	600.46	550.46	592.21	154.32
利润总额（亿元）	177.08	252.54	144.17	16.16
资产负债率（%）	66.93	56.22	58.61	61.17
全部债务资本化比率（%）	52.96	45.30	51.48	52.88
流动比率（%）	46.95	50.58	61.21	72.07
经营现金流动负债比（%）	32.35	12.03	34.80	--

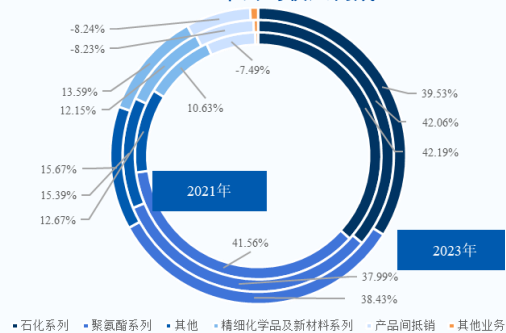
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径已将其其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务，将长期应付款带息部分计入长期债务；3. 公司本部口径已将其其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

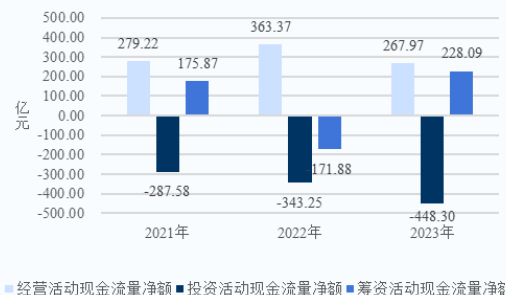
2023 年底公司资产构成



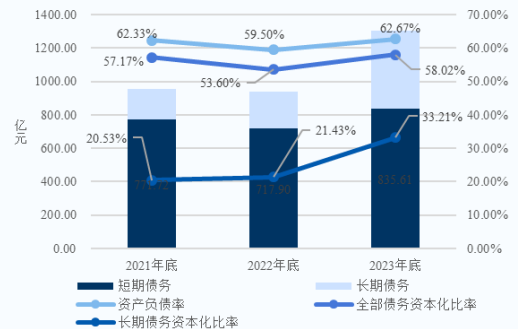
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 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	2024/06/18	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：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、主体概况

万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）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。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。

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。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 2791.22 亿元，所有者权益 990.10 亿元（含少数股东权益 66.08 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 461.61 亿元，利润总额 53.11 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。

二、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%，较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）](#)》。

三、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](#)》。

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，

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%

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。

四、基础素质分析

1 竞争实力

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。

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。

公司研发投入规模大，2021—2023 年，公司研发费用分别为 31.68 亿元、34.20 亿元和 40.81 亿元。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。

2 人员素质

公司高级管理人员文化水平高、管理经验丰富；员工中生产和技术人员占比较高，整体受教育程度能够满足公司日常经营及发展要求。

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；公司监事会由 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设置符合《公司章程》相关规定。

公司党委书记、董事长廖增太先生，1963 年 4 月生，硕士、高级工程师、国务院特殊津贴专家。廖增太先生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，烟台万华总工程师、副总经理，宁波万华聚氨酯有限公司总经理，万华实业集团有限公司董事长、党委书记，公司总裁等职务。

公司董事、总裁寇光武先生，1966 年 2 月生，硕士、正高级会计师职称。寇光武先生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，烟台万华总会计师、副总经理、董事会秘书、常务副总裁。

截至 2023 年底，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%。

3 信用记录

公司过往信用记录良好。

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。

五、管理分析

1 法人治理

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实现有效运作。

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《上海证券交易所股票上市规则》和其他法律法规的要求，结合公司实际情况，依据《公司章程》，不断完善公司的法人治理结构和内部管理制度，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；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人，独立董事 4 人。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，并可以设外部监事，其中职工代表的比例不低于三分之一。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。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。根据公司业务发展的需要，设置副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。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。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事、监事以外其他职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。总经理每届任期三年，总经理可以连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2 管理水平

公司内部管理体制及管理制度完善，内控机制有效运行。

安全环保管理制度方面，公司严格按照安全生产主管部门的要求，落实安全环保管理工作：第一，以安全操作规程、岗位操作法、产品安全技术说明书、设备检修规程、作业指导书等进行一线的常规控制，加强检查、精心操作；第二，以安全目标、指标、理方案（技术整改）进行经常性检查控制，加大投入，降低风险；第三，在事故紧急状态下，以事故应急救援预案进行控制，争取把风险和损失降到最小。

关联交易方面，公司与关联方之间所发生的关联交易需要符合公平、公开、公允的原则，确保公司及全体股东的合法权益，严格按照《上交所关联交易实施指引》《上海证券交易所股票上市规则》等有关法律法规关联交易业务。交易双方根据关联交易的具体情况确定定价方法，并在相关的关联交易协议中予以明确。交易双方依据关联交易合同中约定的价格和实际交易数量计算交易价款，按关联交易协议中约定的方式和时间支付。

资金运营管理方面，公司通过制定《货币资金管理制度》《资金管理暂行办法》《银行账户管理办法》和《债务性融资管理制度》等相关制度，对现金进行集中管理，从而防范风险，提高资金效益。

投融资决策与预算管理方面，为规范融资行为，加强融资管理，降低融资成本，有效规范财务风险，维护公司整体利益，根据相关法律法规，公司结合公司实际情况制定了投融资决策制度。为确保公司战略目标和经营目标的制定、落地和实现，公司施行全面预算管理，通过全面预算来确定年度经营目标，明确各部门的预算管理职责并作为绩效考核提供依据。

六、重大事项

1 收购烟台巨力精细化工股份有限公司

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26080000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。

七、经营分析

1 经营概况

2021年以来，受益于经营规模扩大，公司收入持续增长，综合毛利率受全球大宗原料及能源价格变动影响波动下降。

公司业务主要划分为聚氨酯、石化和精细化学品及新材料三大板块，石化板块持续向聚氨酯产品和精细化学品及新材料相关产品供应化工原材料，具有产业链一体化优势。2021年以来，公司百万吨乙烯项目一次性开车成功，PO/MTBE装置、PO/SM装置及多套精细化学品装置陆续投产，叠加MDI和TDI产能扩张，公司主要产品产销量增加，带动营业总收入持续增长。2021—2023年，公司营业总收入年均复合增长9.77%；营业成本持续增长，年均复合增长16.61%，主要系原材料采购规模扩大以及价格波动所致。同期，受全球大宗原料及能源价格变动影响，公司综合毛利率分别为26.66%、16.48%和16.67%。

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7.14%，原料价格下降、生产价差扩大导致聚氨酯板块毛利率同比小幅提升3.24个百分点；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下降 6.21 个百分点。

2021—2023 年，公司国外收入波动增长，年均复合增长 5.75%。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 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
聚氨酯板块	604.92	38.83%	35.07%	628.96	38.23%	24.45%	673.86	38.43%	27.69%
石化板块	614.09	39.41%	17.09%	696.35	42.33%	3.74%	693.28	39.53%	3.51%
精细化学品及新材料板块	154.64	9.93%	21.25%	201.24	12.23%	27.63%	274.71	15.67%	21.42%
其他	184.37	11.83%	17.63%	254.78	15.49%	14.87%	238.36	13.59%	9.70%
产品间抵消	-109.02	--	--	-136.25	--	--	-144.55	--	--
合计	1449.00	100.00%	26.66%	1645.08	100.00%	16.48%	1735.67	100.00%	16.67%
其中：国内收入	740.69	51.12%	28.93%	832.76	50.62%	18.40%	943.61	54.37%	19.77%
国外收入	708.32	48.88%	23.63%	812.32	49.38%	14.52%	792.06	45.63%	12.99%

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 业务经营分析

（1）聚氨酯板块

2021 年以来，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；原材料成本和产品售价波动导致聚氨酯板块盈利水平波动下降。

公司聚氨酯板块主要为纯 MDI 和聚合 MDI 两大类产品的生产与销售。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。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，主要结算方式为现金采购及电汇月结。公司化工煤以长约采购为主，结算方式主要为电汇月结，煤炭价格波动对公司营业成本影响较小。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，原材料供应稳定。

2021—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逐年增长。2023 年，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 • 2021—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		2021 年	2022 年	2023 年
纯苯	采购量	192	257	308
	采购价格同比变化	80%	13%	-11%
化工煤	采购量	380	408	446
	采购价格同比变化	65%	26%	-20%

资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

图表 3 • 2021—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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	401	416	499	136
销量	389	418	489	131
产销率	97.01%	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

2021 年以来，受聚氨酯产能规模扩大影响，公司聚氨酯产品产销量均持续增长，聚氨酯产品产销率保持高水平。销售结算方面，公司国内客户结算方式以电汇和银行承兑汇票为主，海外客户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。

聚氨酯产品价格受市场供需及原材料价格影响很大，2021 年，海外 MDI 装置运行不稳定，叠加欧美地区下游需求增长，导致海外 MDI 市场供需失衡，产品价格全年持续波动，但整体同比上涨。2022 年，MDI 产品价格整体呈震荡下行态势。2023 年，公司 MDI 产品价格波动明显。其中，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

2021 年以来，公司石化产品产能提升，产销量均持续增长，产销率保持高水平，原材料价格有所波动。

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。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。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。2021—2023 年，随着公司石化产能扩张影响，LPG 采购量（含自用量和贸易量）逐年增长，分别为 1017 万吨、1032 万吨和 1221 万吨。2021—2022 年，受国际大宗产品价格上涨影响，公司 LPG 采购均价持续增长。2023 年，公司丙烷 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。伴随产能扩张，2021 年以来，公司石化系列产品产销量均持续增长，产销率保持高水平。

图表 4 • 2021—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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	400	450	475	139
销量	390	454	472	134
产销率	97.50%	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

2021 年以来，公司精细化学品及新材料板块经营规模持续扩大，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、聚酯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；产品价格由市场供需决定，公司根据市场需求情况灵活调整生产计划。2023 年，公司 PC 项目投产和技改完成，其产能增至 48 万吨/年。

受精细化学品及新材料板块产品市场需求扩大和 PC 项目产能增长影响，2021 年以来，公司精细化学品及新材料板块产品产销量均持续增长，产销率保持高水平。

图表 5 • 2021—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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产量	79	98	165	47
销量	76	95	159	44
产销率	96.20%	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 经营效率

2021—2023 年，公司销售债权周转效率逐年提升，存货和总资产周转效率均持续下降。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司收入规模持续扩张，销售债权周转次数持续增长，分别为 10.97 次、12.94 次和 16.58 次；存货规模逐年扩大，存货周转次数持续下降分别为 7.95 次、7.58 次和 7.52 次；总资产周转次数持续下降，分别为 0.90 次、0.85 次和 0.77 次，主要系资产规模持续扩大所致。

4 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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

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，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尚可。

1 资产质量

随着经营扩张，公司近年资产规模持续增长，非流动资产占比高，重资产经营特征明显；公司资产受限率极低。整体看，公司资产质量佳。

受经营规模扩张影响，2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.31%。截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 25.99%。其中，流动资产占 24.45%，非流动资产占 75.55%，重资产经营特征明显。

2021—2023 年末，流动资产规模波动下降，年均复合下降 7.49%。其中，货币资金波动下降，年均复合下降 16.76%。截至 2022 年底，公司货币资金较上年底大幅下降 44.50%，主要系偿还有息债务所致。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增长 24.86%。2021—2023 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 6.28%。截至 2023 年底，公司存货主要由原材料（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。2021—2023 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 27.27%。其中，固定资产和在建工程均持续增长，年均复合增长率分别为 23.05% 和 31.11%。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%。

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。

图表 7 • 公司资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	722.91	37.99	515.32	25.66	618.64	24.45	797.12	28.56
货币资金	342.16	17.98	189.89	9.45	237.10	9.37	334.75	11.99
存货	182.82	9.61	181.85	9.05	206.50	8.16	231.53	8.29
非流动资产	1180.18	62.01	1493.11	74.34	1911.76	75.55	1994.10	71.44
固定资产	652.33	34.28	785.58	39.11	987.64	39.03	981.12	35.15
在建工程	293.52	15.42	370.64	18.45	504.55	19.94	574.13	20.57
资产总额	1903.10	100.00	2008.43	100.00	2530.40	100.00	2791.22	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 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。其中，融资规模扩大导致货币资金较上年底大幅增长 41.18%。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021 年以来，未分配利润和少数股东权益的快长带动公司所有者权益规模持续扩大，所有者权益结构稳定性有待优化。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.78%。截至 2023 年底，公司所有者权益 944.54 亿元，较上年底增长 16.13%，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，资本公积较上年底下降 15.91% 至 18.16 亿元。截至 2023 年底，公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 3.32%、1.92%、85.78% 和 6.14%。所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性有待优化。

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。

(2) 负债

2021 年以来，公司负债及有息债务规模均呈增长态势，长期债务融资规模和占比上升较快，整体债务杠杆控制在合理水平。公司不断优化和调整自身债务融资结构，但短期债务融资占比仍较高，考虑到公司长短期借款多为信用借款，金融机构对公司信贷支持力度大，短期流动压力小。

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 15.63%。截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 32.70%，流动负债占 68.52%，非流动负债占 31.48%，流动负债占比高。2021—2023 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 10.11%。截至 2022 年底，公司短期借款较上年底大幅下降 18.29%，主要系公司偿还部分借款所致。截至 2023 年底，公司短期借款较上年底变化不大，全部为信用借款。受原材料采购规模扩大、在建工程建设采购支出增加以及烟台国丰内部公司之间票据贴现增加影响，2021—2023 年末，公司应付票据和应付账款均持续增长，年均复合增长率分别为 84.56%和 14.62%；一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 42.18%。其中，截至 2023 年底，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 166.82%。2021—2023 年末，公司融资规模扩大，长期借款持续增长，年均复合增长 59.53%，主要为信用借款。

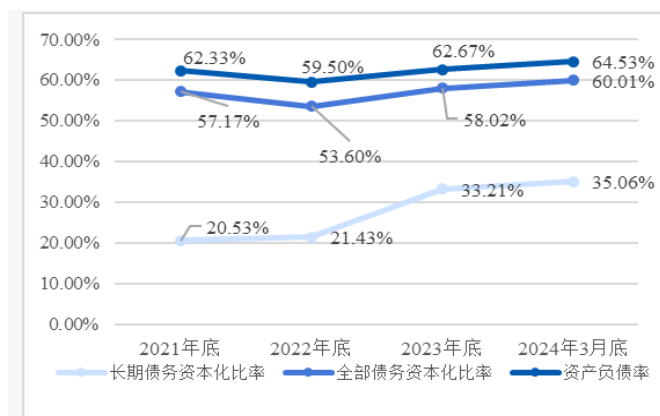
截至 2024 年 3 月底，公司负债规模较 2023 年底增长 13.57%，负债构成较 2023 年底变化不大。

图表 8 • 公司负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	980.02	82.62	950.17	79.51	1086.57	68.52	1234.46	68.54
短期借款	538.73	45.42	440.19	36.83	435.26	27.45	535.71	29.74
应付票据	89.87	7.58	111.39	9.32	306.14	19.30	231.33	12.84
应付账款	114.03	9.61	130.67	10.93	149.80	9.45	189.27	10.51
一年内到期的非流动负债	42.22	3.56	31.98	2.68	85.33	5.38	90.06	5.00
其他流动负债	88.23	7.44	133.74	11.19	7.03	0.44	93.23	5.18
非流动负债	206.12	17.38	244.89	20.49	499.29	31.48	566.66	31.46
长期借款	156.44	13.19	159.68	13.36	398.11	25.10	460.87	25.59
负债总额	1186.14	100.00	1195.06	100.00	1585.86	100.00	1801.12	100.00

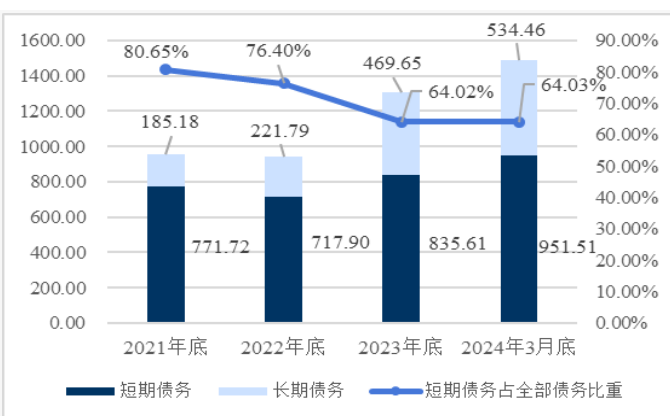
注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 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 • 2021—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

有息债务方面，2021—2023 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 16.79%。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%。

2021—2023 年末，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均呈增长态势。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。

3 盈利能力及现金流

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。2021 年以来，随着公司业务规模的扩大，公司营业总收入和营业成本均持续增长，虽然原材料价格波动对盈利造成一定不利影响，但公司费用控制能力强，整体盈利能力表现极强。同期，公司经营活动现金保持较大规模净流入，收入实现质量佳；投资支出规模伴随在建工程投入而持续扩大，公司未来仍持续面临一定筹资需求。

2021—2023 年，受公司经营规模扩大影响，公司营业总收入和成本均持续增长，年均复合增长率分别为 9.77%和 16.61%；营业利润率波动下降。从期间费用看，2021—2023 年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 12.19%；期间费用率分别为 5.22%、4.70%和 5.45%，费用控制能力强。

非经常性损益方面，2021—2023 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 12.33%；其他收益持续增长，年均复合增长 44.27%。2023 年，公司投资收益同比大幅增长 52.16%，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 27.39%，主要系扶持企业发展专项资金等补贴款增加所致。综上影响，2021—2023 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 17.15%。

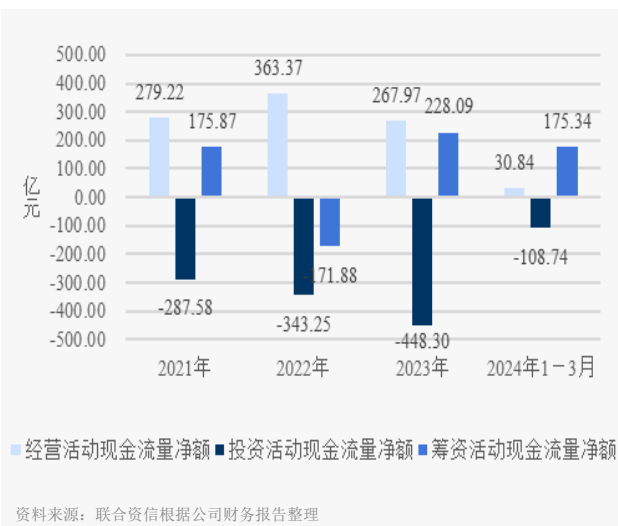
盈利指标方面，2021—2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈持续下降态势。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	1455.38	1655.65	1753.61	461.61
营业成本	1073.17	1381.32	1459.26	380.24
期间费用	75.90	77.74	95.54	26.20
其他收益	4.53	7.40	9.43	1.93
投资收益	4.92	4.08	6.21	1.92
利润总额	291.51	195.41	200.10	53.11
营业利润率（%）	25.66	16.02	16.24	17.03
总资产收益率（%）	16.17	10.89	9.39	--
净资产收益率（%）	34.92	20.95	19.37	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 公司现金流情况



从经营活动来看，2021—2023 年，公司经营活动现金流入量和流出量均持续增长，年均复合增长率分别为 9.69%和 11.77%。受此影响，2021—2023 年，公司经营活动现金保持净流入，净流入量波动下降；，公司现金收入比分别为 117.77%、112.29%和 116.85%，收入实现质量佳。

从投资活动来看，2021—2023 年，公司投资活动现金流入量持续下降，年均复合下降 34.18%；投资活动现金流出量分持续增长，年均复合增长 23.35%，主要系在建项目投资规模逐年扩大所致。受此影响，公司投资活动现金保持净流出，净流出量持续增长。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-8.36 亿元、20.12 亿元和-180.33 亿元。其中，2023 年，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。

从筹资活动来看，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 27.48%；筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长 29.71%。2023 年，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。

4 偿债指标

2021 年以来，公司偿债能力指标表现趋弱，公司短期债务占比高，短期偿债指标有待进一步加强。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，经营持续性很强，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 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	73.77%	54.23%	56.94%	64.57%

	速动比率	55.11%	35.10%	37.93%	45.82%
	经营现金流动负债比	28.49%	38.24%	24.66%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.36	0.51	0.32	--
	现金短期债务比（倍）	0.53	0.28	0.30	0.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	393.47	309.41	342.36	--
	全部债务/EBITDA（倍）	2.43	3.04	3.81	--
	EBITDA/利息支出（倍）	16.61	12.25	9.83	--

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

从短期偿债指标看，2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势，公司流动资产对流动负债的保障程度较弱；经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务的保障能力波动下降；现金类资产对短期债务的保障能力趋弱。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；现金短期债务比较上年底增长至 0.39 倍。从长期偿债指标看，2021—2023 年，受折旧规模逐年扩大以及利润总额波动下降影响，公司 EBITDA 波动下降；公司 EBITDA 对利息和全部债务保障能力趋弱。

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，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 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。

5 公司本部财务分析

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。2021 年以来，公司本部资产及负债规模均有所扩大，营业总收入波动下降，经营活动现金保持较大规模净流入。公司本部有息债务结构和所有者权益结构均有待改善。

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。2021—2023 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 18.40%。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。2021—2023 年末，公司本部负债波动增长，年均复合增长 10.80%。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。

2021—2023 年，公司本部营业总收入波动下降，年均复合下降 0.69%。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。2021—2023 年，公司本部经营活动现金保持净流入，净流入量波动增长，年均复合增长 6.60%；投资活动产生的现金流量净流出量波动增长，年均复合增长 37.80%。2023 年，公司本部筹资活动现金流由净流出转为净流入。

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。

九、ESG 分析

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。

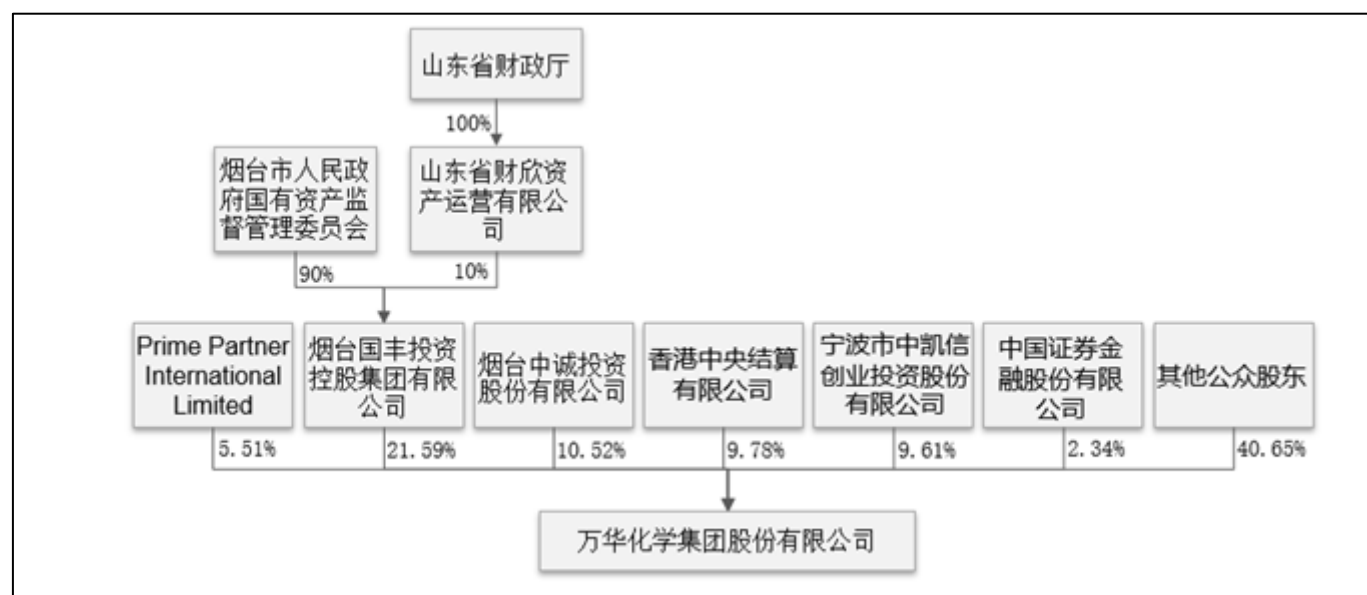
安全方面，2023年，公司组织内外部专家资源，开发了47门面向生产一线员工的安全能力提升网络直播系列课程，拓展全员安全知识范围和深度。2023年，公司实现0员工工伤致死，员工可记录伤害事故率0.038次/每20万工时。公司从资格预审、招投标、开工、过程监管、完工验收等全过程开展承包商HSE管理体系，严格落实承包商招标部门、承包商主管部门、HSE管理部门、承包商作业区域管理职责，2023年，承包商无工伤致死情况。

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。

十、评级结论

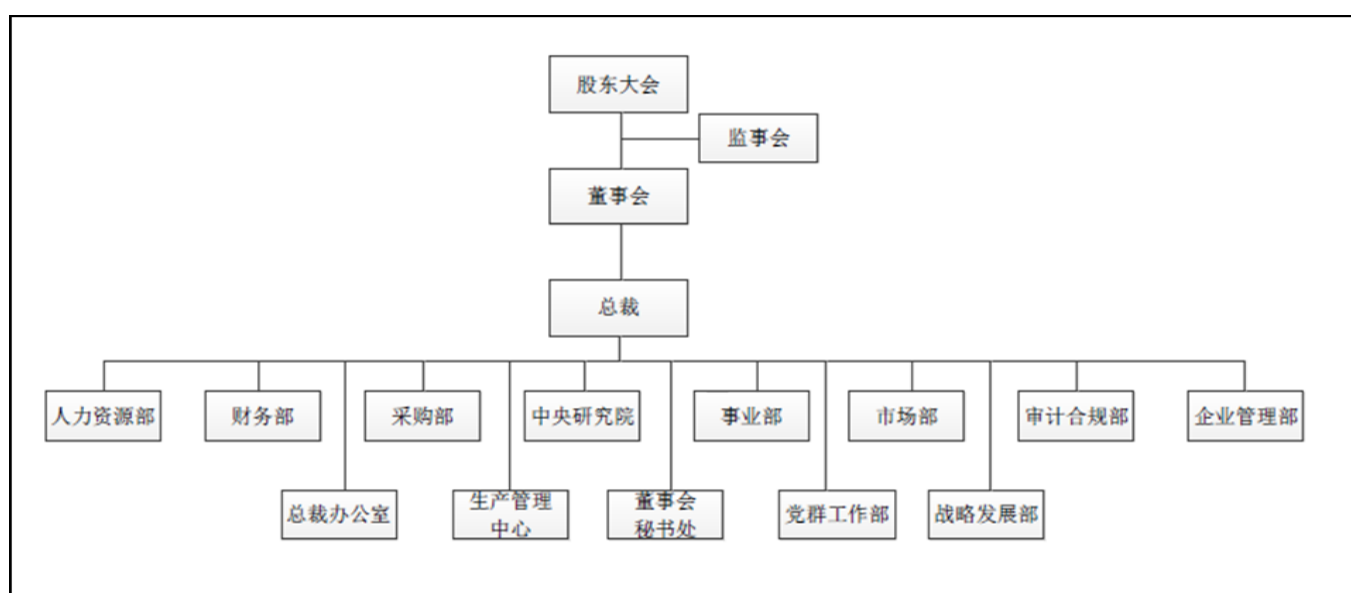
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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 公司主要子公司情况（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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	408.46	202.43	254.08	374.86
应收账款（亿元）	86.46	90.60	91.44	117.35
其他应收款（亿元）	13.94	9.99	9.86	9.29
存货（亿元）	182.82	181.85	206.50	231.53
长期股权投资（亿元）	39.30	62.29	70.46	73.11
固定资产（亿元）	652.33	785.58	987.64	981.12
在建工程（亿元）	293.52	370.64	504.55	574.13
资产总额（亿元）	1903.10	2008.43	2530.40	2791.22
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	31.97	44.92	57.98	66.08
所有者权益（亿元）	716.96	813.37	944.54	990.10
短期债务（亿元）	771.72	717.90	835.61	951.51
长期债务（亿元）	185.18	221.79	469.65	534.46
全部债务（亿元）	956.90	939.69	1305.26	1485.97
营业总收入（亿元）	1455.38	1655.65	1753.61	461.61
营业成本（亿元）	1073.17	1381.32	1459.26	380.24
其他收益（亿元）	4.53	7.40	9.43	1.93
利润总额（亿元）	291.51	195.41	200.10	53.11
EBITDA（亿元）	393.47	309.41	342.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1714.01	1859.16	2049.12	481.58
经营活动现金流入小计（亿元）	1760.03	1926.78	2117.76	501.87
经营活动现金流量净额（亿元）	279.22	363.37	267.97	30.84
投资活动现金流量净额（亿元）	-287.58	-343.25	-448.30	-108.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	175.87	-171.88	228.09	175.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.97	12.94	16.58	--
存货周转次数（次）	7.95	7.58	7.52	--
总资产周转次数（次）	0.90	0.85	0.77	--
现金收入比（%）	117.77	112.29	116.85	104.33
营业利润率（%）	25.66	16.02	16.24	17.03
总资本收益率（%）	16.17	10.89	9.39	--
净资产收益率（%）	34.92	20.95	19.37	--
长期债务资本化比率（%）	20.53	21.43	33.21	35.06
全部债务资本化比率（%）	57.17	53.60	58.02	60.01
资产负债率（%）	62.33	59.50	62.67	64.53
流动比率（%）	73.77	54.23	56.94	64.57
速动比率（%）	55.11	35.10	37.93	45.82
经营现金流动负债比（%）	28.49	38.24	24.66	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.28	0.30	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	16.61	12.25	9.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.43	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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	129.14	94.95	105.04	125.41
应收账款（亿元）	60.26	64.87	77.72	86.66
其他应收款（亿元）	27.44	73.54	148.17	233.51
存货（亿元）	57.03	49.24	57.38	59.32
长期股权投资（亿元）	182.73	236.49	272.05	281.40
固定资产（亿元）	262.71	326.47	342.42	344.11
在建工程（亿元）	162.65	148.46	279.78	298.85
资产总额（亿元）	1005.26	1131.23	1409.32	1540.22
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	332.45	495.27	583.38	598.06
短期债务（亿元）	325.22	361.68	453.85	455.31
长期债务（亿元）	49.11	48.51	165.03	215.80
全部债务（亿元）	374.32	410.19	618.88	671.11
营业总收入（亿元）	600.46	550.46	592.21	154.32
营业成本（亿元）	471.39	421.75	463.27	127.80
其他收益（亿元）	2.07	2.29	3.43	0.36
利润总额（亿元）	177.08	252.54	144.17	16.16
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	707.57	512.41	623.42	193.90
经营活动现金流入小计（亿元）	721.34	528.88	642.21	201.21
经营活动现金流量净额（亿元）	198.47	69.23	225.54	51.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-142.45	-48.82	-270.49	-118.15
筹资活动现金流量净额（亿元）	29.10	-56.25	81.13	54.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.42	5.82	6.47	--
存货周转次数（次）	10.59	7.94	8.69	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.52	0.47	--
现金收入比（%）	117.84	93.09	105.27	125.65
营业利润率（%）	21.24	23.17	21.49	16.94
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	50.08	48.77	23.71	--
长期债务资本化比率（%）	12.87	8.92	22.05	26.52
全部债务资本化比率（%）	52.96	45.30	51.48	52.88
资产负债率（%）	66.93	56.22	58.61	61.17
流动比率（%）	46.95	50.58	61.21	72.07
速动比率（%）	37.65	42.03	52.35	63.73
经营现金流动负债比（%）	32.35	12.03	34.80	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.26	0.23	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在万华化学集团股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。