

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〔2025〕10061 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

二〇二五年十月十五日

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。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、该评级结果自 2025 年 10 月 15 日至 2026 年 10 月 14 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。

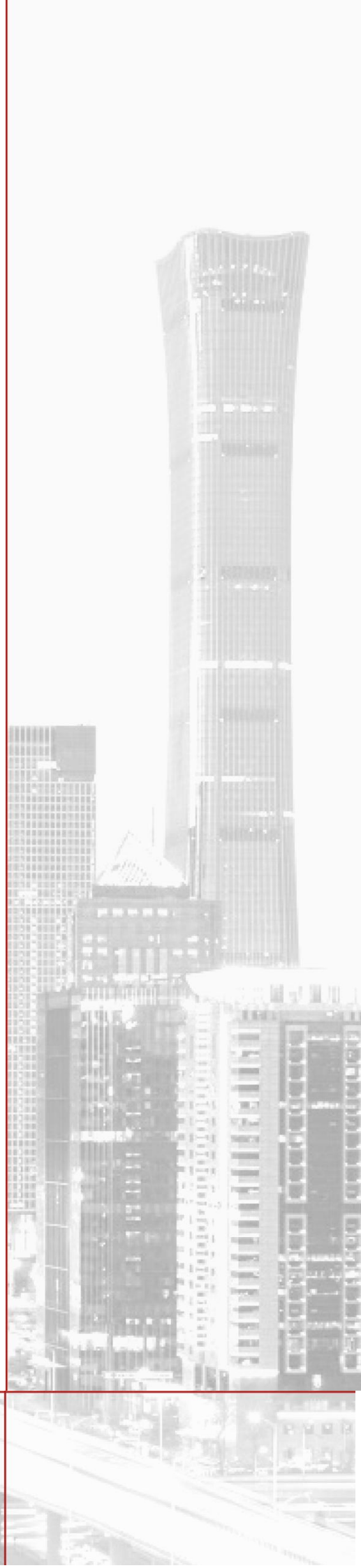
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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	2025/10/15

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 6 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（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；公司管理制度完善，同时研发投入规模大，创新能力很强，产业链布局趋于完善。2022—2024 年，受益于经营规模扩大，公司收入持续增长，经营活动现金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和融资需求。同期，公司债务规模扩大，债务负担有所加重。虽然公司债务总量上升使得长期偿债能力指标表现趋弱，但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，盈利持续性很强，可较好的提升公司偿债保障。综合公司经营风险和财务风险表现，其整体偿还债务的能力属极强，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 will 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。2022 年以来，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。
- **研发投入规模大，创新能力很强。**2022—2024 年，公司研发费用分别为 34.20 亿元、40.81 亿元和 45.50 亿元。2024 年，公司申请国内外发明专利 1220 件，新获得授权 649 件。
- **2022—2024 年，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。**2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长率为 4.87%；经营活动净额分别为 363.37 亿元、267.97 亿元和 300.53 亿元，现金收入比分别为 112.29%、116.85%和 117.14%。

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。

- 2022 年以来，公司债务规模扩大，长期偿债能力指标表现趋弱。公司未来仍存在一定资本支出和融资需求。2022—2024 年末，公司全部债务年均复合增长 26.15%，EBITDA 对全部债务及利息的覆盖程度均持续下降。截至 2025 年 6 月底，公司重要建设项目投资预算合计 1620.50 亿元，未来仍需一定资本支出和融资需求。

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

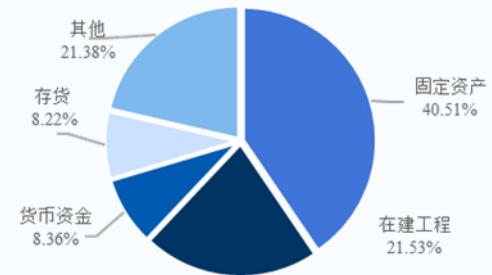
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
现金类资产（亿元）	202.43	254.08	257.94	359.08
资产总额（亿元）	2008.43	2530.40	2933.33	3159.55
所有者权益（亿元）	813.37	944.54	1035.00	1080.54
短期债务（亿元）	717.90	835.61	894.09	/
长期债务（亿元）	221.79	469.65	601.25	/
全部债务（亿元）	939.69	1305.26	1495.33	/
营业总收入（亿元）	1655.65	1753.61	1820.69	909.01
利润总额（亿元）	195.41	200.10	169.24	75.28
EBITDA（亿元）	309.41	342.36	327.64	--
经营性净现金流（亿元）	363.37	267.97	300.53	105.28
营业利润率（%）	16.02	16.24	15.57	13.12
净资产收益率（%）	20.95	19.37	14.29	--
资产负债率（%）	59.50	62.67	64.72	65.80
全部债务资本化比率（%）	53.60	58.02	59.10	/
流动比率（%）	54.23	56.94	55.51	62.21
经营现金流流动负债比（%）	38.24	24.66	23.84	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.29	/
EBITDA 利息倍数（倍）	12.25	9.83	8.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	4.56	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
资产总额（亿元）	1131.23	1409.32	1663.07	1773.22
所有者权益（亿元）	495.27	583.38	665.92	681.73
全部债务（亿元）	410.19	618.88	570.68	/
营业总收入（亿元）	550.46	592.21	627.61	313.63
利润总额（亿元）	252.54	144.17	156.58	47.31
资产负债率（%）	56.22	58.61	59.96	61.55
全部债务资本化比率（%）	45.30	51.48	46.15	/
流动比率（%）	50.58	61.21	85.73	79.23
经营现金流流动负债比（%）	12.03	34.80	40.23	--

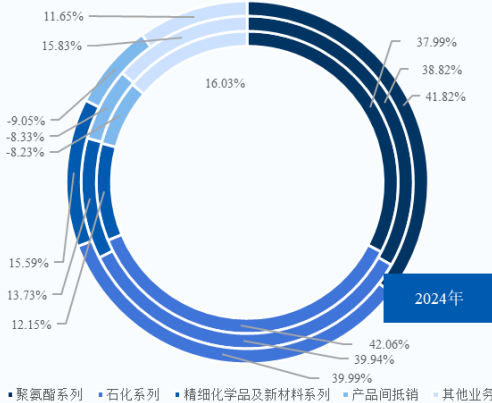
注：1. 公司 2025 年上半年财务报表未经审计；2.2022—2024 年，公司合并口径已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务，将长期应付款带息部分计入长期债务；公司本部口径已将其他应付款与其他流动负债带息部分计入短期债务；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致；4.“--”表示该项不适用，“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

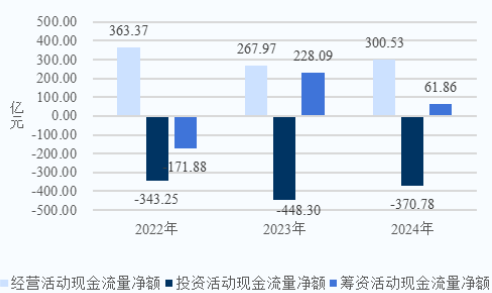
2024 年底公司资产构成



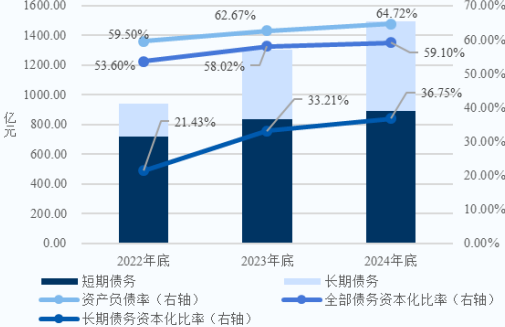
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—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	2025/07/15	王皓 高星	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、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 2025 年 6 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。

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 6 月底，公司合并资产总额 3159.55 亿元，所有者权益 1080.54 亿元（含少数股东权益 82.99 亿元）；2025 年 1—6 月，公司实现营业总收入 909.01 亿元，利润总额 75.28 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

2025 年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

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 年上半年报）》](#)。

三、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》](#)。

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。

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%。

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。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。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。根据美国《化学与工程新闻》(C&EN) 公布“2024 年全球化工企业 50 强”，公司位列第 16 名。

2025 年 4 月，公司 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，与公司现有的 PDH 一体化项目和乙烯一期项目形成有效协同。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，2022—2024 年，公司研发费用分别为 34.20 亿元、40.81 亿元和 45.50 亿元。2024 年，公司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。

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。

截至 2025 年 6 月底，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。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 2024 年底，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。

3 信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：3706020000322367），截至 2025 年 9 月 17 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本部存在逾期或违约记录。

截至查询日，联合资信未发现公司本部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。

² 尾差系四舍五入所致。

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。根据公司业务发展及管理的需要，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，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)持有的烟台巨力精细化工股份有限公司（以下简称“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。

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（现名新疆巨力化学有限公司）拥有 TDI15 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。

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

2022—2024 年，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；公司国内收入和占比均持续提升。2025 年 1—6 月，公司盈利水平同比有所下降。

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。2022 年以来，公司经营规模扩张，产品产销量和原材料采购量增长，带动营业总收入和营业成本均持续增长。2022—2024 年，公司营业总收入和营业成本年均复合增长率分别为 4.87% 和 5.12%。同期，公司增加国内市场开拓力度，国内收入规模和占比均持续提升，国内外毛利率水平基本保持稳定。

2022—2024 年，公司聚氨酯和精细化工品级新材料板块产品产销量持续增长，上述板块收入规模均持续扩大，收入年均复合增长率分别为 9.81% 和 18.53%。2024 年，受万华蓬莱一期 PDH 等项目完成建设并实现一次性开车成功影响，石化板块产品产销量均同比增长，板块收入同比增长 4.60%。

毛利率方面，2022—2024 年，公司聚氨酯和石化板块毛利率水平基本保持稳定；精细化学品及新材料产品价格降幅高于原料成本降幅导致板块毛利率持续下降。综上影响，2022—2024 年，公司综合毛利率基本保持稳定。

2025 年 1—6 月，公司石化板块部分产品价格下跌，板块收入同比下降 11.73%，毛利润微亏；其他板块收入同比下降 29.86%。综上影响，2025 年 1—6 月，公司营业总收入同比下降 6.35%，综合毛利率同比下降 2.57 个百分点。

图表 1 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	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	628.96	38.23%	24.45%	673.86	38.82%	27.69%	758.44	41.82%	26.15%	368.88	40.58%	25.68%
石化板块	696.35	42.33%	3.74%	693.28	39.94%	3.51%	725.18	39.99%	3.52%	349.34	38.43%	-0.37%
精细化学品及新材料板块	201.24	12.23%	27.63%	238.36	13.73%	21.42%	282.73	15.59%	12.78%	156.28	17.19%	9.55%
其他	254.78	15.49%	14.87%	274.71	15.83%	9.70%	211.34	11.65%	15.77%	116.94	12.86%	14.93%
产品间抵消	-136.25	--	--	-144.55	--	--	-164.20	--	--	-82.42	--	--
合计	1645.08	100.00%	16.48%	1735.67	100.00%	16.67%	1813.50	100.00%	16.15%	909.01	100.00%	13.84%
其中：国内收入	832.76	50.62%	18.40%	943.61	54.37%	19.77%	1037.72	57.22%	18.49%	483.04	53.14%	13.70%
国外收入	812.32	49.38%	14.52%	792.06	45.63%	12.99%	775.78	42.78%	13.03%	422.33	46.46%	13.87%

注：1.尾差系四舍五入所致；2.“--”表示该项不适用
 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

2022 年以来，公司聚氨酯系列产品产能规模逐步扩大，产品产销量持续增长，产销率保持高水平；原材料成本和产品售价波动使得聚氨酯板块盈利水平波动提升。

2022 年 12 月，公司福建工业园 MDI 装置建成投产，新增产能 40 万吨/年。2023 年，公司福建 TDI 旧装置停车，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。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；第一套乙烯装置已进行乙烷进料改造。

截至 2024 年底，公司是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。2025 年 8 月，公司公告称福建工业园新建 TDI 二期装置（36 万吨/年）建成投产，公司 TDI 产能增至 147 万吨/年。

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。

2022—2024 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 年以来，煤炭价格重心下移，公司化工煤采购均价持续下降；受原油价格下降等因素影响，公司纯苯采购均价有所波动。2025 年 1—6 月，纯苯均价同比下跌 21.53%，动力煤（5000 大卡）均价同比下跌 22.78%³。

³ 数据来源公司 2025 年半年度经营数据公告

图表 3 • 2022—2024 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	2024 年
纯苯	采购量	257	308	314
	采购价格同比变化	13%	-11%	15%
化工煤	采购量	408	446	450
	采购价格同比变化	26%	-20%	-13%

资料来源：公司提供、联合资信整理公开资料

图表 4 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 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	2025 年 1—6 月
产量	416	499	580	298
销量	418	489	564	303
产销率	100.48%	98.00%	97.24%	101.68%

 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

2022 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，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低位震荡。2024 年，聚氨酯系列产品价格多数呈现稳中走低趋势。2025 年上半年，纯 MDI 产下游需求偏弱；聚合 MDI 产品下游建筑行业需求不振，外销受到关税政策影响，出口订单下滑；TDI 产品下游汽车行业保持增长态势。

（2）石化板块

2022 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。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。公司烟台产业园 100 万吨/年乙烯一期装置为实现原料多元化，于 2025 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，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。

图表 5 • 2022—2024 年公司石化板块原材料采购情况

原材料		2022 年	2023 年	2024 年
LPG	采购量（万吨）	1032	1221	913
	丙烷 LPG 采购价格同比变化	15%	-17%	-1%
	丁烷 LPG 采购价格同比变化	19%	-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

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。2022—2024 年，随着公司石化产能扩张以及 LPG 贸易量波动影响，LPG 采购量（含自用量和贸易量）波动下降。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，丙烷 LPG 和丁烷 LPG 价格整体持稳。2022 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 6 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 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	2025 年 1—6 月
产量	450	475	544	295
销量	454	472	547	285
产销率	100.89%	99.37%	100.55%	96.61%

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

2022 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包括功能化学品分公司、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、氯产品事业部、营养科技有限公司、电池科技有限公司等业务单元。该板块原材料部分由公司的聚氨酯板块及石化板块供给，其余部分通过外部采购；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。

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，2022 年以来，公司精细化学品及新材料板块产品产销率均持续增长，产销率保持高水平。

图表 7 • 2022—2024 年及 2025 年 1—6 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	2025 年 1—6 月
产量	98	165	209	124
销量	95	159	203	119
产销率	96.94%	96.36%	97.13%	95.97%

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

2022—2024 年，公司销售债权周转效率有所提升，存货和总资产周转效率均持续下降。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司销售债权周转次数波动增长，分别为 12.94 次、16.58 次和 14.89 次；存货周转次数持续下降，分别为 7.58 次、7.52 次和 6.82 次；总资产周转次数持续下降，分别为 0.85 次、0.77 次和 0.67 次。

4 在建工程

公司项目投资建设与主业密切相关，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 2025 年 6 月底，公司重要建设项目投资预算合计 1620.50 亿元，重点在建工程完工进度均属较高。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 8 • 截至 2025 年 6 月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	738.33	94.88%	自有资金及银行借款
异氰酸酯新建及配套项目	181.46	98.29%	自有资金及银行借款
乙烯二期项目	176.00	64.57%	自有资金及银行借款
电池产业链项目	42.70	78.78%	自有资金及银行借款
高性能材料一体化项目	362.51	55.89%	自有资金及银行借款
大型煤气化项目	52.54	71.09%	自有资金及银行借款
乙烯技改项目	54.08	52.17%	自有资金
BC 公司气化装置项目	12.89	81.93%	自有资金及银行借款
合计	1620.50	--	--

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 乙烯技改项目本期增加金额为乙烯一期固定资产净值转入在建工程金额
 资料来源：公司 2025 年半年报、联合资信整理

八、财务分析

公司提供了 2022—2023 年财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。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）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年半年度财务报表未经审计。

2023 年，公司收购烟台巨力精细化工股份有限公司（以下简称“烟台巨力”），新设 16 家子公司，注销 6 家子公司。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强。

1 资产质量

近年来，随着经营扩张，公司资产规模持续增长，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。

2022—2024 年末，公司经营规模持续扩张，资产规模持续增长，年均复合增长 20.85%。截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 15.92%。其中，流动资产占 23.86%，非流动资产占 76.14%，重资产经营特征明显。

2022—2024 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.54%。其中，公司货币资金持续增长，年均复合增长 13.67%。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%。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底小幅增长 3.47%，银行存款占比很高（占 92.19%）；应收账款较上年底大幅增长 34.72%，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%；2022—2024 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 15.14%。截至 2024 年底，公司存货较上年底增长 16.74%，主要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。

2022—2024 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 22.30%。其中，公司对合营、联营企业增资使得长期股权投资持续增长，年均复合增长 24.48%；公司在建项目持续投入，建成后转入固定资产科目以及并表安纳达等因素使得在建工程和固定资产均呈持续增长趋势，年均复合增长率分别为 30.54%和 22.99%。2024 年，公司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。

图表 9 • 公司资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 6 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	515.32	25.66	618.64	24.45	699.90	23.86	844.09	26.72
货币资金	189.89	9.45	237.10	9.37	245.33	8.36	341.94	10.82
应收账款	90.60	4.51	91.44	3.61	123.19	4.20	147.19	4.66
存货	181.85	9.05	206.50	8.16	241.07	8.22	250.10	7.92
非流动资产	1493.11	74.34	1911.76	75.55	2233.43	76.14	2315.47	73.28
长期股权投资	62.29	3.10	70.46	2.78	96.51	3.29	111.83	3.54
固定资产	785.58	39.11	987.64	39.03	1188.28	40.51	1485.63	47.02
在建工程	370.64	18.45	504.55	19.94	631.59	21.53	396.79	12.56
资产总额	2008.43	100.00	2530.40	100.00	2933.33	100.00	3159.55	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 2025 年 6 月底，公司合并资产总额 3159.55 亿元，较上年底增长 7.71%，资产结构较上年底变化不大。其中，公司货币资金较上年底增长 39.38%，主要系增加资金储备所致；在建工程建成并转入固定资产科目使得在建工程较上年底下降 37.17%，固定资产较上年底增长 25.02%。

截至 2025 年 6 月底，公司受限资产合计 55.20 亿元，主要由受限货币资金 30.16 亿元和售后租回固定资产 25.04 亿元构成；受限资产占期末资产总额的 1.75%。

2 资本结构

(1) 所有者权益

2022 年以来，未分配利润和少数股东权益的增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。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.80%。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所致。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 6 月底，公司所有者权益 1080.54 亿元，较上年底增长 4.40%，权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2022 年以来，金融机构对公司的融资支持力度大，其负债及有息债务规模均呈增长态势，非流动负债占比逐年上升，整体债务杠杆控制在合理水平，但结构有待进一步优化。

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 26.03%。截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 19.70%，流动负债占 66.42%，流动负债占比高。

2022—2024 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 10.12%。截至 2024 年底，公司短期借款较上年底下降 18.31%，主要系公司调整债务结构及借款规模于期末时点波动所致。受票据结算规模扩大以及烟台国丰内部公司之间票据贴现增加等因素影响，2022—2024 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 95.39%；受应付工程款和采购款增长影响，公司应付账款持续增长，年均复合增长 42.71%；一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 86.98%，主要系部分长期借款、租赁负债等长期债务转入该科目所致。2022—2024 年末，公司融资规模扩大，长期借款快速增长，年均复合增长 73.69%，主要由信用借款构成。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 6 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	950.17	79.51	1086.57	68.52	1260.83	66.42	1356.92	65.27
短期借款	440.19	36.83	435.26	27.45	355.57	18.73	563.79	27.12
应付票据	111.39	9.32	306.14	19.30	425.24	22.40	332.07	15.97
应付账款	130.67	10.93	149.80	9.45	266.12	14.02	229.34	11.03
一年内到期的非流动负债	31.98	2.68	85.33	5.38	111.82	5.89	120.51	5.80
其他流动负债	133.74	11.19	7.03	0.44	6.00	0.32	11.29	0.54
非流动负债	244.89	20.49	499.29	31.48	637.50	33.58	722.09	34.73
长期借款	159.68	13.36	398.11	25.10	481.76	25.38	530.95	25.54
负债总额	1195.06	100.00	1585.86	100.00	1898.33	100.00	2079.01	100.00

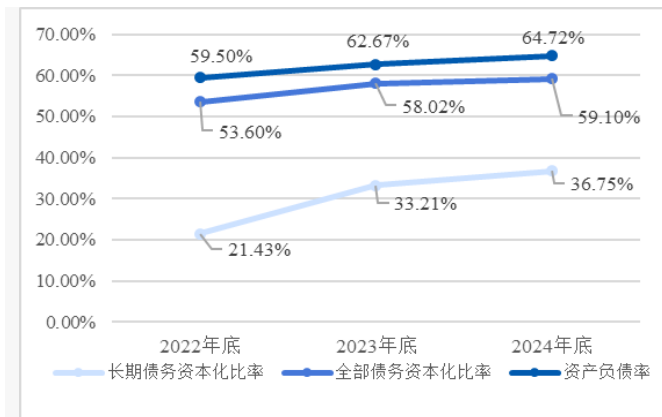
注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 6 月底，公司负债总额较上年底增长 9.52%，负债结构较上年底变化不大。其中，短期借款较上年底增长 58.56%，主要系新增流动资金贷款所致；公司兑付部分票据并偿付工程款等应付款项，应付票据和应付账款分别较上年底下降 21.91%和 13.82%。

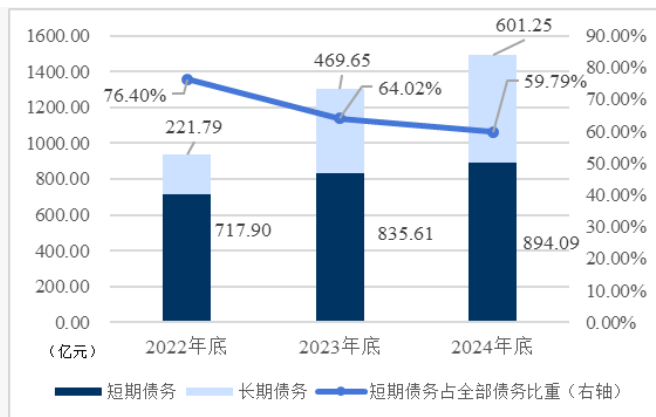
有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 26.15%，主要系经营规模扩大导致的资金需求增加以及新增项目贷款。同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续增长。截至 2024 年底，公司全部债务 1495.33 亿元，短期债务占 59.79%，长期债务占 40.21%，债务结构仍待优化。

图表 11 • 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 12 • 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

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波动影响大。2022 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，公司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，公司仍持续面临一定融资需求。

2022—2024 年，受公司经营规模扩大影响，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 4.87%和 5.12%；营业利润率波动下降。从期间费用看，2022—2024 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 20.49%；期间费用率分别为 4.70%、5.45%和 6.20%，公司期间费用占营业总收入比重逐年提升。

非经常性损益方面，2022—2024 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 31.81%，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；其他收益持续增长，年均复合增长 26.28%。2024 年，公司其他收益主要由进项税加计递减和政府补助构成；营业外支出同比增长 1.56 倍，主要系固定资产及在建工程报废损失增加所致。

综上影响，2022—2024 年，公司利润总额波动下降，年均复合下降 6.94%。盈利指标方面，2022—2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降，盈利指标表现趋弱。

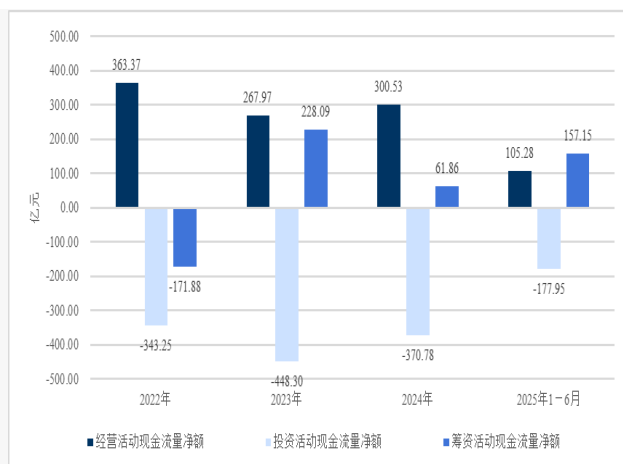
2025 年 1—6 月，公司实现营业总收入和营业成本同比分别下降 6.35%和 3.47%，营业利润率同比下降 2.76 个百分点，利润总额同比下降 28.04%。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—6 月
营业总收入	1655.65	1753.61	1820.69	909.01
营业成本	1381.32	1459.26	1526.43	783.20
期间费用	77.74	95.54	112.87	48.46
投资收益	4.08	6.21	7.09	3.96
其他收益	7.40	9.43	11.81	6.91
营业外支出	3.43	4.44	11.37	2.48
利润总额	195.41	200.10	169.24	75.28
营业利润率（%）	16.02	16.24	15.57	13.12
总资本收益率（%）	10.89	9.39	6.96	--
净资产收益率（%）	20.95	19.37	14.29	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022—2024 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 7.12%和 10.54%。受此影响，2022—2024 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 112.29%、116.85%和 117.14%，收入实现质量佳。

从投资活动来看，2022—2024 年，公司投资活动现金流入量和流出量均波动增长，年均复合增长率分别为 37.49%和 4.67%，投资活动现金保持净流出。其中，2024 年，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。2022—2024 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 20.12 亿元、-180.33 亿元和-70.24 亿元。其中，2023—2024 年，公司经营获现无法覆盖投资支出，存在一定融资需求。

从筹资活动来看，2022—2024 年，公司筹资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 41.02%和 29.36%。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

2022 年以来，公司短期偿债能力指标表现有所提升，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，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 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
短期偿债指标	流动比率	54.23%	56.94%	55.51%	62.21%
	速动比率	35.10%	37.93%	36.39%	43.77%
	经营现金流动负债比	38.24%	24.66%	23.84%	--
	现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.29	0.35
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	309.41	342.36	327.64	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	4.56	--
	全部债务/经营现金（倍）	2.59	4.87	4.98	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	12.25	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

从短期偿债指标看，2022—2025 年 6 月末，公司流动比率分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；现金类资产对短期债务的保障能力有所提升。2022—2024 年末，公司流动负债和全部债务持续增长，经营活动现金净额对上述债务覆盖程度下降。从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 波动增长，但因债务增幅较大，其对全部债务和利息的保障程度逐年下降。

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。

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。2022 年以来，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待改善；公司本部营业总收入持续增长，利润规模波动下降，经营活动现金保持较大规模净流入。

2022—2024 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 21.25%。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。

2022—2024 年末，公司本部负债持续增长，年均复合增长 25.22%。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。2022—2024 年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长 15.96%。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%），资本公积为 14.87 亿元（占 2.23%），未分配利润为 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。

2022—2024 年，公司本部营业总收入持续增长，年均复合增长 6.78%。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。

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，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。

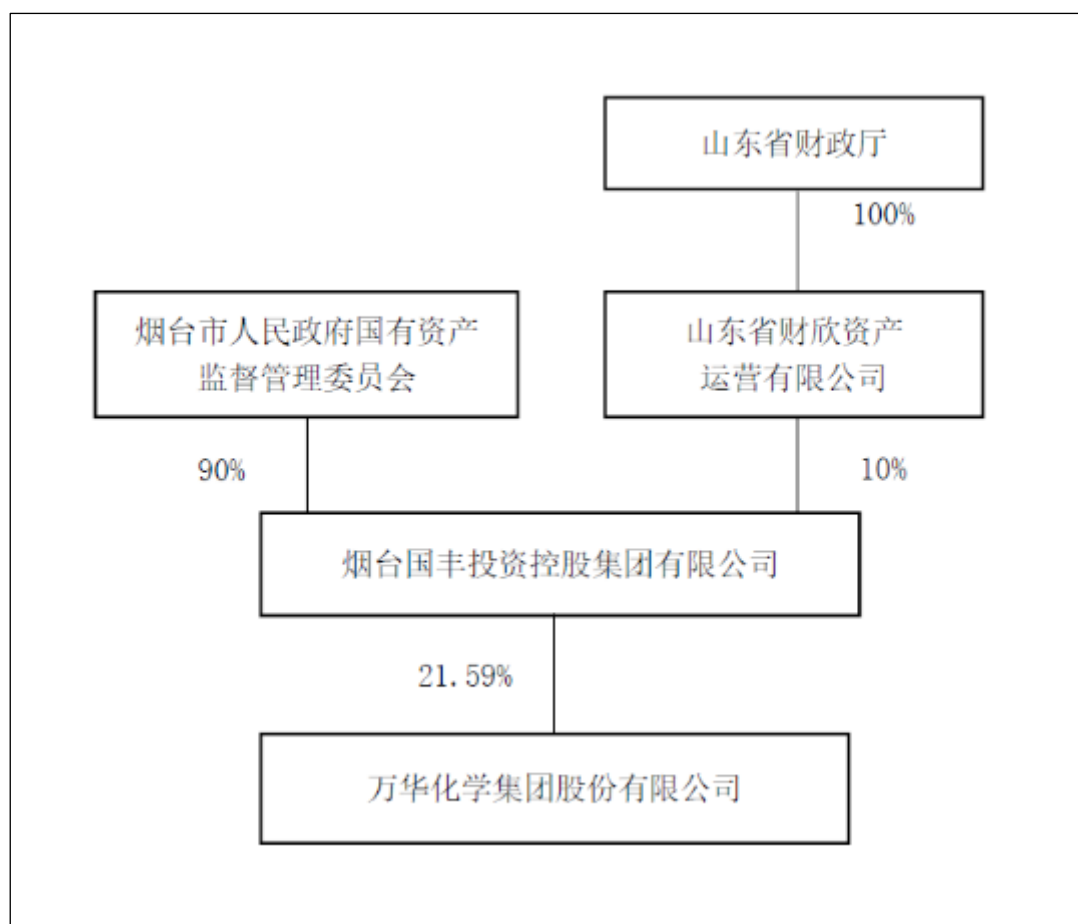
安全方面，2024 年，公司新增、修订规章制度 59 个，修订后安全生产规章制度达 322 个；开展安全督导 174 次。2024 年，公司实现 0 员工工伤致死，员工可记录伤害事故率 0.066 次/每 20 万工时。公司从资格预审、招投标、开工、过程监管、完工验收等全过程开展承包商 HSE 管理体系，严格落实承包商招标部门、承包商主管部门、HSE 管理部门、承包商作业区域管理职责，2024 年，承包商无工伤致死情况。

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。

十、评级结论

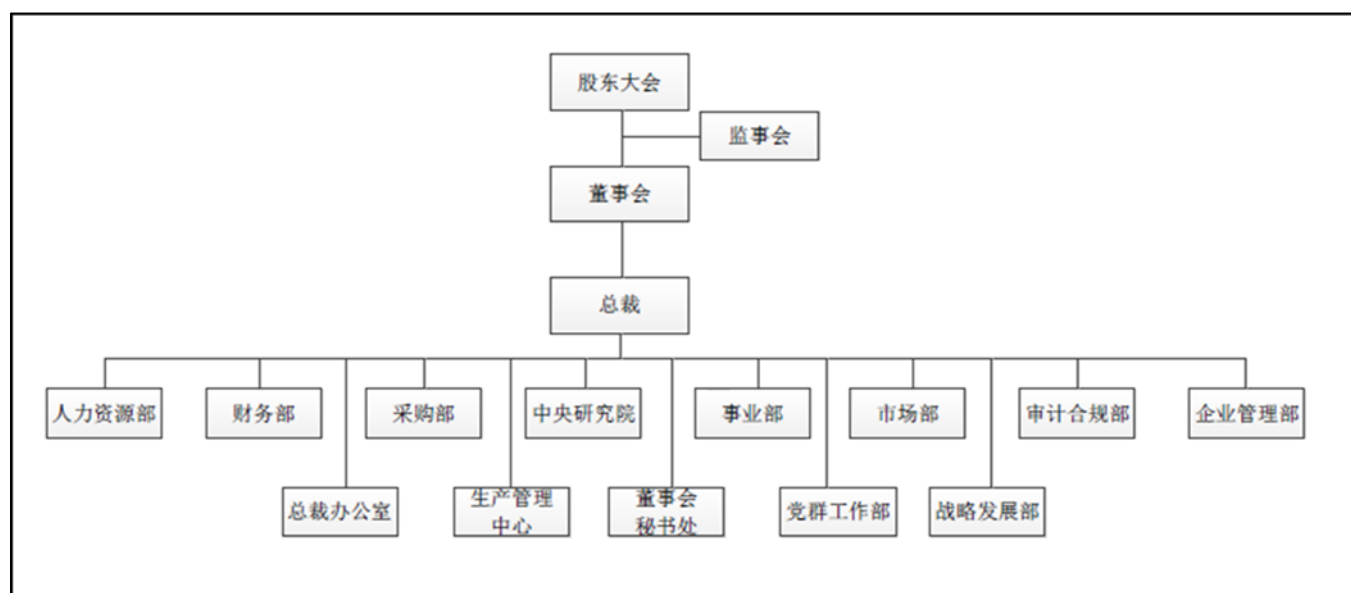
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 6 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	202.43	254.08	257.94	359.08
应收账款（亿元）	90.60	91.44	123.19	147.19
其他应收款（亿元）	9.99	9.86	13.16	10.10
存货（亿元）	181.85	206.50	241.07	250.10
长期股权投资（亿元）	62.29	70.46	96.51	111.83
固定资产（亿元）	785.58	987.64	1188.28	1485.63
在建工程（亿元）	370.64	504.55	631.59	396.79
资产总额（亿元）	2008.43	2530.40	2933.33	3159.55
实收资本（亿元）	31.40	31.40	31.40	31.40
少数股东权益（亿元）	44.92	57.98	88.74	82.99
所有者权益（亿元）	813.37	944.54	1035.00	1080.54
短期债务（亿元）	717.90	835.61	894.09	/
长期债务（亿元）	221.79	469.65	601.25	/
全部债务（亿元）	939.69	1305.26	1495.33	/
营业总收入（亿元）	1655.65	1753.61	1820.69	909.01
营业成本（亿元）	1381.32	1459.26	1526.43	783.20
其他收益（亿元）	7.40	9.43	11.81	6.91
利润总额（亿元）	195.41	200.10	169.24	75.28
EBITDA（亿元）	309.41	342.36	327.64	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1859.16	2049.12	2132.73	903.63
经营活动现金流入小计（亿元）	1926.78	2117.76	2211.05	941.10
经营活动现金流量净额（亿元）	363.37	267.97	300.53	105.28
投资活动现金流量净额（亿元）	-343.25	-448.30	-370.78	-177.95
筹资活动现金流量净额（亿元）	-171.88	228.09	61.86	157.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.94	16.58	14.89	--
存货周转次数（次）	7.58	7.52	6.82	--
总资产周转次数（次）	0.85	0.77	0.67	--
现金收入比（%）	112.29	116.85	117.14	99.41
营业利润率（%）	16.02	16.24	15.57	13.12
总资本收益率（%）	10.89	9.39	6.96	--
净资产收益率（%）	20.95	19.37	14.29	--
长期债务资本化比率（%）	21.43	33.21	36.75	/
全部债务资本化比率（%）	53.60	58.02	59.10	/
资产负债率（%）	59.50	62.67	64.72	65.80
流动比率（%）	54.23	56.94	55.51	62.21
速动比率（%）	35.10	37.93	36.39	43.77
经营现金流动负债比（%）	38.24	24.66	23.84	--
现金短期债务比（倍）	0.28	0.30	0.29	/
EBITDA 利息倍数（倍）	12.25	9.83	8.91	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	3.81	4.56	--

注：1. 公司 2025 年上半年财务报表未经审计；2.2022—2024 年，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；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. “--”表示该项不适用，“/”表示未获取；4.上表中固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资，其他应收款含应收股利

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	2025 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	94.95	105.04	74.52	99.79
应收账款（亿元）	64.87	77.72	84.77	71.55
其他应收款（亿元）	73.54	148.17	361.91	328.66
存货（亿元）	49.24	57.38	54.13	64.77
长期股权投资（亿元）	236.49	272.05	324.73	365.43
固定资产（亿元）	326.47	342.42	441.16	596.65
在建工程（亿元）	148.46	279.78	215.96	77.49
资产总额（亿元）	1131.23	1409.32	1663.07	1773.22
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）	495.27	583.38	665.92	681.73
短期债务（亿元）	361.68	453.85	278.85	/
长期债务（亿元）	48.51	165.03	291.83	/
全部债务（亿元）	410.19	618.88	570.68	/
营业总收入（亿元）	550.46	592.21	627.61	313.63
营业成本（亿元）	421.75	463.27	498.92	253.11
其他收益（亿元）	2.29	3.43	5.39	4.29
利润总额（亿元）	252.54	144.17	156.58	47.31
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	512.41	623.42	767.24	462.35
经营活动现金流入小计（亿元）	528.88	642.21	790.18	467.23
经营活动现金流量净额（亿元）	69.23	225.54	276.44	78.04
投资活动现金流量净额（亿元）	-48.82	-270.49	-317.48	-79.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	-56.25	81.13	4.85	26.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.82	6.47	7.06	--
存货周转次数（次）	7.94	8.69	8.95	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.47	0.41	--
现金收入比（%）	93.09	105.27	122.25	147.42
营业利润率（%）	23.17	21.49	20.27	18.89
总资本收益率（%）	27.48	12.26	13.08	--
净资产收益率（%）	48.77	23.71	22.56	--
长期债务资本化比率（%）	8.92	22.05	30.47	/
全部债务资本化比率（%）	45.30	51.48	46.15	/
资产负债率（%）	56.22	58.61	59.96	61.55
流动比率（%）	50.58	61.21	85.73	79.23
速动比率（%）	42.03	52.35	77.85	70.90
经营现金流动负债比（%）	12.03	34.80	40.23	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.23	0.27	/
EBITDA 利息倍数（倍）	40.45	21.64	14.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.39	3.16	3.39	--

注：1. 公司本部 2025 年上半年度财务报表未经审计；2. 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；3. 上表中固定资产含固定资产清理，在建工程含工程物资，其他应收款含应收股利

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

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。