

信用等级公告

联合[2010] 497 号

联合资信评估有限公司通过对烟台万华聚氨酯股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

烟台万华聚氨酯股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月一日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与烟台万华聚氨酯股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与烟台万华聚氨酯股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因烟台万华聚氨酯股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由烟台万华聚氨酯股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、烟台万华聚氨酯股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 1 日至 2011 年 11 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月一日



烟台万华聚氨酯股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2010 年 12 月 1 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	75.94	78.63	96.61	113.31
所有者权益(亿元)	44.38	54.49	58.25	63.07
长期债务(亿元)	2.99	4.12	6.21	16.98
全部债务(亿元)	18.54	16.91	30.09	42.54
营业收入(亿元)	78.04	77.04	64.93	67.06
利润总额(亿元)	24.82	20.26	14.50	12.59
EBITDA(亿元)	28.49	24.10	18.07	--
营业利润率(%)	39.54	30.65	28.63	24.84
净资产收益率(%)	38.23	32.26	21.97	--
资产负债率(%)	41.56	30.69	39.71	44.34
全部债务资本化比率(%)	29.46	23.68	34.06	40.28
流动比率(%)	159.14	193.22	117.50	130.89
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	0.70	1.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.53	18.09	24.06	--

注: 公司自 2007 年起执行新会计准则, 2010 年 1-9 月财务数据未经审计。

分析师

张 成 王宇博

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对烟台万华聚氨酯股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为亚太地区最大的 MDI 生产商, 在行业地位、经营规模、技术研发、盈利能力、财务弹性、政府支持等方面具有的综合优势。联合资信同时关注到 MDI 行业竞争日趋激烈及未来资本支出规模大等因素可能给公司发展带来的负面影响。

未来, 在宁波二期项目投产后, 收入规模的大幅增长和一体化项目具备的成本优势将使公司的盈利能力和整体竞争实力得到进一步增强, 行业领先地位也有望得到进一步巩固。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. MDI 行业技术壁垒高, 且下游市场增长潜力大, 未来发展前景良好。
2. 公司是全球 6 家掌握 MDI 自主知识产权生产型企业之一, 且生产工艺、产品品质在行业处领先水平, 具备较强的技术优势。
3. 公司 MDI 产能规模列亚太地区首位, 主导产品在中国国内市场占有率连续多年位居第一, 具备领先的行业地位。
4. 公司盈利能力强、现金流状况良好、债务负担较轻, 具备良好的财务弹性。
5. 地方政府支持及相关产业政策为公司发展提供了良好的外部环境。

关注

1. 近几年, 中国国内 MDI 产能快速增长, 行业竞争加剧, 且原材料价格出现较大波动, 公司盈利状况受到一定影响。
2. 公司未来投资规模大, 存在一定资本支出压力。
3. 公司生产、运输过程中涉及较多危险化学品, 安全与环保风险大。

一、主体概况

烟台万华聚氨酯股份有限公司（以下简称“公司”或“烟台万华”）成立于1998年，是经山东省人民政府鲁政股字[1998]70号文批准，由烟台万华合成革集团有限公司为主发起人，联合烟台东方电子信息产业集团有限公司、烟台冰轮股份有限公司、烟台氨纶集团有限公司和红塔兴业投资有限公司以发起方式设立的股份有限公司，初始股本为8000万元。经中国证监会证监发行字[2000]167号文批准，公司于2000年12月公开发行4000万股社会公众股，并于2001年1月在上海证券交易所上市交易。经多次股本扩充和股权变更，截至2009年底，公司总股本为16.63亿股，控股股东万华实业集团有限公司（以下简称“万华实业”）持有公司50.50%股份，其他单一股东持股比例均低于5%。公司实际控制人为烟台万华合成革集团有限公司（以下简称“万华集团”），是烟台市委全资下属企业，持有万华实业50.42%股权。

公司经营范围包括聚氨酯及助剂、异氰酸酯及衍生产品的开发、生产、销售、技术服务及人员培训，主导产品为MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）系列产品。

截至2009年底，公司总部设总裁办公室、人力资源部、财务管理部、市场部、销售部、采购部、投资发展部、信息中心、技术研究所、北京研究院等13个职能部门。

截至2009年底，公司合并资产总额96.61亿元，所有者权益58.25亿元，其中少数股东权益7.74亿元；2009年公司实现营业收入64.93亿元，利润总额14.50亿元。

截至2010年9月底，公司合并资产总额113.31亿元，所有者权益63.07亿元，其中少数股东权益7.37亿元。2010年1~9月公司实现营业收入67.06亿元，利润总额12.59亿元。

公司注册地址：烟台市幸福南路7号；法定代表人：丁建生。

二、行业分析

公司主导产品MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）包括纯MDI和聚合MDI两大类，是聚氨酯行业主要的原材料。聚氨酯是聚氨基甲酸酯的简称，是一种产品形态多样的多用途合成树脂，以泡沫塑料、弹性体、涂料、胶粘剂、纤维、合成革、防水保温以及铺装材料等多种产品形式，广泛应用于交通运输、建筑、机械、电子设备、家具、食品加工、纺织服装、合成皮革、石油化工、水利、国防、体育、医疗等领域。

表1 主要聚氨酯产品应用领域

产品类型	应用领域
聚氨酯硬质泡沫	冰箱、冰柜、冷链物流等隔热保温领域，建筑外墙保温节能材料为未来最大市场
聚氨酯软质泡沫	汽车座椅、家具、织物衬垫中的衬材
聚氨酯涂料	各类油漆、涂料
聚氨酯粘合剂、密封胶	金属非金属粘合、建筑、工业制造密封胶
弹性体	车轮、鞋用和汽车跑道用弹性体
氨纶	适用于高拉伸弹性针织物
鞋底原浆	皮鞋、运动鞋等制鞋领域
合成革浆料	人造革、合成革（箱包、制鞋等服装纺织领域）

资料来源：联合资信整理

1. 全球MDI市场供需状况

由于聚氨酯产品兼有塑料和橡胶的双重特性，近几年应用范围不断拓展，市场容量快速扩张，由此也带动上游MDI行业快速发展。根据国际酸酯协会数据，过去十几年中，全球MDI年均需求增长率为8%，全球市场对MDI的需求量从1990年的100万吨左右增长至2008年的420万吨左右，2009年受全球经济危机影响，全球MDI需求未实现有效增长，规模较上年基本持平。

从MDI需求结构看，目前全球纯MDI的应用领域主要集中在弹性体和树脂领域，纤维领域仅限于亚洲地区，特别是纺织服装业发达的中国大陆地区。而全球聚合MDI最大的应用领域为建筑业，其对聚合MDI的消耗量占到了总量的37.2%，另外随着中国电冰箱、冷

柜制造业务的快速发展,冷链行业对聚合 MDI 的消耗量逐步增加,已经上升到总市场的 17.2%。

在需求快速增长的拉动下,全球范围内 MDI 产能也持续快速扩张,2008 年总产能约为 531 万吨,截至 2009 年底超过 560 万吨。近几年,在高盈利的推动下,行业内主要厂商均进行增产、扩产,导致行业供不应求的状况逐步发生逆转,尤其是 2008 年行业内多条大规模生产线投产后,恰逢金融危机导致的需求疲软,2009 年行业开工率仅为 75%左右,为近年最低值。尽管目前行业名义产能高于总需求,但复杂工艺对产能有效释放形成一定限制(MDI 生产工艺复杂,并涉及剧毒气体对安全性要求极高,为保证设备安全运行生产,各厂商每年都会安排 20~30 天的设备维护期),且行业高集中度也使供给方具有较强的调节能力,即使在供给过剩压力最突出的 2009 年行业内未出现盲目的价格竞争,整体仍保持了相对较好的盈利水平。

MDI 生产高技术壁垒导致行业整体具有很高的集中度,全球范围内前六大生产商合计占比超过 85%。从区域分布看,主要集中在欧洲、北美和亚洲,其中欧洲作为做大的消费市场吸纳了目前全球近 40%的产能,北美地区约占全球产能的 25%,亚洲产能主要分布在日本、韩国和中国,近年随中国境内产能的快速增长,亚洲地区占全球总产能比重接近 35%。

2. 中国 MDI 市场供需状况

近十年,在相关制造业的带动下国内聚氨酯行业快速发展,由此导致国内 MDI 消费量大幅增长,由 2000 年的 17.7 万吨增加至 2008 年的 83 万吨,其中 2005~2007 年年均增速超过 20%,2009 年金融危机对下游需求造成一定影响,但国内 MDI 需求增速仍保持在 10%以上。目前,中国已成为继美国之后世界上第二大 MDI 消费国家,占全球 MDI 需求的比例已接近 20%。

国内纯 MDI 主要的应用领域是制备聚氨酯鞋底、合成革浆料、氨纶、粘合剂和涂料,市场分布主要集中在东部沿海地区,山东的胶东地区、浙江的温州地区、上海、江苏、福建晋江和安徽等地。在聚合 MDI 的需求结构方面,与欧美发达国家近 60%应用于建筑保温领域不同,中国作为最大的冰箱、冰柜生产制造国,应用在冰箱、冰柜制造相关领域的 MDI 占总用量的 50%以上,而建筑领域不足 15%。

中国 MDI 生产起步较晚,2005 年之前大量依赖进口,自给率不足 30%,仅公司有年产 12 万吨的生产能力,行业整体呈现明显的供不应求的状态。从 2006 年开始,随着公司的逐步扩产,以及国际 MDI 生产企业开始在国内投资建厂,行业产能增长提速,国内 MDI 自给率逐步提高,行业内的供求关系也开始逐步变化,2008 年拜耳(上海)35 万吨和上海联恒 24 万吨 MDI 项目集中投产后,国内 MDI 行业供求关系发生了显著变化,供给压力加大,行业内企业盈利空间受到一定影响,同时行业进口规模大幅回落,出口量出现较快增长。目前,国内 MDI 生产行业集中度高,主要掌握在包括公司在内的 5 家公司手中,其中公司是国内最大的 MDI 生产企业(见表 2)。

表 2 国内主要 MDI 生产企业(单位:万吨)

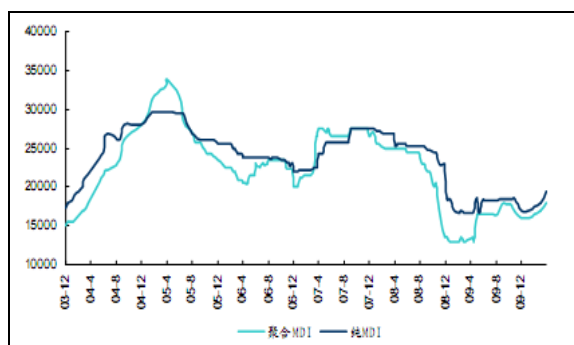
企业名称	产能	扩产计划
烟台万华	50	宁波二期 30 万吨 2010 年内投产
上海联恒(中外合资)	24	
拜耳(上海)	35	
日本聚氨酯(温州)	5(精馏装置)	
巴斯夫重庆项目		40 万吨,目前处于前期阶段,2013 年以后建成
合计	114	

资料来源:联合资信整理

从价格走势看,近年国内 MDI 价格经历了较大起伏。2003 年以来,在需求快速增加和国内产能不足的作用下,MDI 产品价格持续上涨。2005 年以来随着部分新增产能的释放,行业供给紧张的状况有所缓和,产品价格出现一

定回落，并保持相对平稳走势。2007 年开始，原油价格的快速上涨推高 MDI 主要原材料价格，MDI 产品价格随之上涨；2008 年下半年行业内近 60 万吨新增产能投产，同时在全球金融危机爆发的背景下，原材料价格的下滑和下游需求走弱使得 MDI 产品价格快速回落，于 2009 年 4 月跌至近年低点，随后进入窄幅震荡阶段。2010 年以来，国内宏观经济复苏使下游需求逐步提振，加之主要原材料价格上升，MDI 产品价格呈现回升趋势，截至 2010 年 6 月国内 MDI 的平均价格为 17500 元/吨。但是由于全球市场 MDI 消费需求回升较缓，导致多家国际厂商向中国市场大幅倾销，从 7 月份开始逐渐走低，进入 9 月在原料价格支撑下则有所反弹。10 月份开始，随着纯 MDI 下游聚氨酯浆料、鞋底原液进入需求旺季，连续 MDI 价格上调截至 2010 年 11 月底约为 20800 元/吨，业内生产企业的盈利空间也有所改善。

图 1 近年国内 MDI 价格走势



资料来源：联合资信整理

3. 行业关注

高技术壁垒形成寡头垄断行业格局

MDI 生产以苯胺、光气等为原料，采用光气化生产工艺，完整工艺反应流程长，并包括缩合、光气化、精馏分离等多个关键步骤，且每一步骤的条件控制和杂质分离难度均很大，而光气剧毒、易挥发的特点也使整个工艺过程安全生产难度很高，由此导致行业具有很高的技术壁垒，目前全球范围内只有巴斯夫、拜耳、亨斯曼、陶氏化学、烟台万华、日本聚氨酯等六家企业拥有自主的 MDI 核心生产技术，其

中烟台万华是唯一掌握该技术的内资企业。截至 2009 年底，全球范围 MDI 产能约为 574 万吨，前六大厂商合计产能约为 512 万吨，占比接近 90%，行业呈现明显的寡头垄断格局。行业高集中度使供给方具有很强的调节能力，即使在 2009 年需求低点，行业内平均毛利水平受到一定影响，但也未出现盲目的价格竞争，行业整体仍保持了相对较好的盈利水平，整体经营形势明显好于其他大宗化工产品。

表 3 全球主要 MDI 生产企业产能分布(单位: 万吨)

企业名称	2009年	2010年E	2011年E
拜耳	145	145	145
巴斯夫	102.6	102.6	102.6
亨斯曼	88	88	88
陶氏化学	94	94	94
烟台万华	50	65	80
日本聚氨酯	33	33	33

资料来源：中国化工信息网 联合资信整理

2009 年行业较低开工率使主要厂商扩产力度放缓，公司建设的宁波二期 30 万吨 MDI 一体化项目是未来三年内全球唯一投产的大型 MDI 项目，该项目建成会在一定程度上加大国内的供给压力，在集中度很高的寡头垄断市场中，一定范围内的产能过剩对行业高盈利水平不会形成重大影响；同时国内市场及周边印度等新兴市场需求的快速增长有助于消化该部分产能，且公司一体化项目形成的成本优势以及产品品质优势，会使其在市场中保持较强的竞争力。

市场增长潜力大

目前，全球范围内 MDI 的消费主要集中在欧洲和北美等发达地区，上述市场对 MDI 的消费已处于相对成熟阶段，但随着其应用领域的不断扩展，未来欧美市场仍将保持一定增速。

MDI 下游的聚氨酯产品具有消费升级属性，包括印度、中国、南美、东欧在内的新兴市场受自身经济和技术发展程度的制约，对 MDI 的消费市场的开发尚不成熟，未来具有很大的成长空间。目前中国的人均 MDI 消费量

为北美国家的 1/8 左右，印度仅为北美国家的 1/30 左右，且 MDI 在新兴市场的应用还主要集中在氨纶、鞋底原浆、合成革浆料及冷藏的保温材料等传统领域，而在其他创新领域的应用仍处于起步阶段。在中国国内市场方面，建筑保温领域对 MDI 消费尚处逐步开发阶段，未来随着建筑节能环保标准的提高，以及相关政策推行力度加大，国内 MDI 需求有望进入新一轮的高增长阶段。

原材料供给

MDI 生产的主要原料为苯胺，生产 1 吨 MDI 需消耗 0.7~0.8 吨苯胺，苯胺约占 MDI 生产成本的 65% 左右。国内苯胺下游需求领域包括 MDI、橡胶助剂、染/颜料、医药、农药等，其中 MDI 行业占苯胺需求比例约为 50% 左右。苯胺属原油下游行业，其价格走势与原油关联度大，2008 年以来整体走势出现较大波动，对 MDI 生产企业盈利造成一定影响。近几年在下游需求带动下，国内苯胺产能迅速扩张，截至 2009 年底已超过 160 万吨，但受技术水平限制，目前国内苯胺生产线稳定性差，2009 年实际产量不超过 100 万吨，在部分时期出现阶段性供应紧张。2010 年以来，国内市场苯胺供应整体偏紧，由此导致从 5 月份开始苯胺的价格温和上升，进入 9 月涨幅有所加大，对 MDI 生产企业形成了一定的成本压力。公司宁波二期一体化项目，配套建设了 36 万吨苯胺生产线，该线投产后国内苯胺行业供给压力将大幅上升。

4. 未来发展

从供给角度看，近两年行业供给压力的上升在一定程度上限制了，尤其是在本次金融危机中受影响相对较大的欧美厂商的投资热情，未来几年行业产能增长进入相对平缓阶段，公司投资的宁波二期年产 30 万吨 MDI 一体化项目是全球范围未来三年内（截至 2012 年底前）唯一投产的大型装置。从国内市场看，2009 年 12 月，国家工信部发布《异氰酸酯(MDI/TDI)

行业准入条件》，从产业布局、规模工艺和装备、原料和动力消耗、安全健康环境保护等方面，提高了 MDI/TDI 行业准入门槛，主要内容包括：新建或改扩建异氰酸酯项目应在化工园区内建设，项目选址应符合本地区土地利用总体规划为满足国家节能、环保和资源综合利用要求，实现合理规模经济，新建 MDI 装置单套起始规模必须达到 30 万吨/年及以上（改造或扩建项目除外），新建 TDI 装置单套起始规模必须达到 15 万吨/年及以上（改造或扩建项目除外）。行业准入门槛的进一步提高，将会在一定程度上限制未来国内市场的新增产能，有利于行业内现有的优势企业保持领先地位。

从需求端看，随着全球主要经济体宏观经济形势触底回升，欧美等发达国家市场 MDI 需求也有望逐步回暖。而同时，海外新兴市场尤其拉美、中东、印度、及东南亚等国家和地区经济将保持较快增速，对聚氨酯的需求预计近两年将呈大幅增长趋势，全球范围 MDI 市场容量有望持续扩张。在中国市场方面，随着国内经济的持续增长，MDI 传统消费市场将稳步提升；对于建筑等新兴应用领域，在国家大力倡导节能减排的背景下，随着建筑节能环保标准的提高，以及相关政策推行力度加大，建筑等行业对 MDI 需求有望实现爆发式增长。

从价格水平看，MDI 产品价格的绝对水平主要是受苯胺价格水平的影响。在产能增速放缓的背景下，在未来 3 年内，行业整体的供求关系有望逐步改善，由此会带动 MDI 产品价格走强，业内企业盈利空间也有望逐步恢复。

总体看，未来几年内 MDI 行业整体供求关系有望逐步改善，行业整体发展前景良好。

三、基础素质分析

1. 竞争实力

公司是中国国内第一个 MDI 生产基地，是全球范围内仅有的 6 家拥有 MDI 技术自主

知识产权的企业之一，目前具有年产 50 万吨 MDI 生产能力，产能规模排名全球第五，亚洲第一，是亚太地区最大的 MDI 生产企业，2009 年公司纯 MDI 产品在中国国内市场占有率为 39%，聚合 MDI 产品在中国国内市场占有率为 25%，均居同行业首位。

2004-2006 公司连续三年入选《新财经》中国版漂亮 50-中国最具成长性的 A 股蓝筹公司；2006 年被 CCTV 经济频道评选为“2005 年最具价值上市公司”，2009 年公司入选中国化工企业 500 强，排名第 42 位。

2. 技术研发

公司从消化吸收国外技术起步，走自主创新之路，成为全球第 6 家，中国国内唯一一家拥有 MDI 核心生产技术自主知识产权的企业。目前，公司工艺控制水平、产品质量指标、MDI 单位原料消耗均已达到全球领先水平，具备与全球主要 MDI 生产厂商竞争的技术实力。在技术研发方面公司取得了一系列成就，先后承担 14 次国家级科技计划，获得国家科技进步奖三次，其中年产 20 万吨大规模 MDI 生产技术开发及产业化项目获 2007 年国家科技进步一等奖；获省级科技进步一等奖 4 次，拥有国家级新产品奖 7 个。2008 年公司成为科技部、国务院国资委、中华全国总工会三部位联合授予的“创新型企业”。

公司是“国家火炬计划重点高新技术企业”，拥有国内唯一的国家级“聚氨酯工程技术研究中心”，并下设万华规划设计院、万华北京研究院、基础研究部、技术研究部、工程技术开发部、TPU 研发中心和万华美国研发中心等科研机构 and 部门，拥有装备先进的实验室 60 多个，具有国际先进水平各类分析仪器近 80 台。

公司形成了“研发一代、工程化一代、产业化一代、探索一代”的研发战略，通过培养和引进人才，在多年的发展中已造就出一支高素质、高水平的科技队伍，专业涵盖化学工艺、

化学工程、高分子材料、化学分析、化工设备等领域，目前拥有 300 人的专业研发队伍，并建立了博士后流动站。

公司近年来不断增加科研经费投入，2007~2009 年费用化的研发经费分别为 3.22 亿元、2.34 亿元和 2.36 亿元，分别占当年营业收入的 4.12%、3.04% 和 3.63%，实现了公司技术水平的提升和产品的升级换代。公司主导产品 MDI 能源（水、电、汽）单耗下降 50% 以上；并在高附加值差异化产品开发及市场开拓方面取得明显进展。此外，公司近年来完成多项具有战略价值的研发项目，为未来持续发展打下了良好基础。

公司投资建设的宁波万华项目于 2005 年 11 月 23 日全线打通一次投料试车成功，而与该项目同期建设的上海联恒 24 万吨/年 MDI 项目（巴斯夫和亨斯曼合作项目）由于技术原因一直到 2007 年才逐步正常运转，这充分证明了公司在 MDI 生产领域的技术实力。

3. 安全与环保

作为山东省 48 家“循环经济建设试点企业”和国家循环经济试点企业之一，公司在水资源综合利用、节能降耗、废弃物资源化循环和减量化、新型环保节能材料开发应用等方面，取得了良好成效，主要原材料和能源单耗以及废气、废渣排放量达到国际同行业先进水平，公司是世界上首家实现 MDI 废盐水循环使用的 MDI 制造商。

公司在生产、使用、运输、储存过程中涉及到 25 种危险化学品，其中光气、氯气、甲苯、苯胺、甲醇 6 种危化品构成重大危险源。公司在贯彻“不安全是企业第一风险、保安全是企业最大效益”理念的同时，引进杜邦安全管理体系，并建立了重大事故应急救援预案，取得了良好效果。

4. 人员素质

公司董事长丁建生先生，1954 年生，

EMBA、应用研究员，历任烟台合成革总厂厂长、总工程师；烟台万华合成革集团有限公司总经理助理、副总工程师、技术中心副主任，目前兼任万华实业集团有限公司总裁。丁建生先生曾被评选为山东省优秀科技工作者、山东省十佳高新技术企业家、山东省“富民兴鲁”劳动奖章并享受国务院特殊津贴。

公司总裁廖增太先生，1963年生，硕士、高级工程师，历任烟台合成革总厂副厂长，烟台万华聚氨酯股份有限公司总工程师、副总经理，宁波万华聚氨酯有限公司总经理。廖增太先生曾获“全国劳动模范”称号。

公司副总裁、技术总监华卫琦先生，1972年生，浙江大学博士、美国俄亥俄州莱斯特州立大学 MBA。华卫琦先后主持开发了“年产 8 万吨 MDI 工艺技术软件包”和“年产 20 万吨 MDI 工艺技术软件包”，研发取得超重力缩合反应新技术、新型光气化反应新技术和 MDI 废盐水回收利用重大技术突破，并申请国内外发明专利 20 项，先后被授予“中国青年科技奖”、“中国石油和化学工业有突出贡献青年科技奖”、“山东省有突出贡献中青年专家”、“山东省青年科技奖”、“山东省技术创新带头人奖”。

截至 2009 年底，公司共拥有在职员工 2167 人，其中生产人员占 62.99%，销售人员占 4.01%，技术人员占 6.04%，综合管理占 26.95%；按教育程度分，研究生以上占 10.34%、本科占 27.73%，专科及其他学历占 61.93%；公司研发人员中博士学历占 6%，硕士学历占 20%，本科学历占比 57%。

总体来看，公司主要领导素质高、领导力强，行业经验丰富，员工整体素质高。

5. 外部环境

政策支持

作为市属重点企业、利税大户、具有自主知识产权和技术先进性的民族化工企业，国家有关部门和地方政府积极支持公司发展。“十

五”期间，公司多个项目被列入国债专项资金计划，其中宁波万华项目获得国债贴息资金 1.57 亿元，烟台本部 8 万吨 MDI 改造项目获得金 0.20 亿元。近几年，为支持自主创新，公司主要厂区所在地方政府均部分返还公司缴纳企业所得税专项用于产品研发投入，2007~2009 年公司收到的所得税返还金额分别为 0.91 亿元、1.67 亿元和 2.06 亿元。自 2007 年以来，公司及下属三家控股子公司先后被认定为高新技术企业，三年内享受企业所得税率按 15% 执行的优惠。

公司充分利用反倾销政策，在 2002 年发起针对 MDI 产品的反倾销调查，获得了商务部等有关部门的支持，最终与国外厂商达成和解，使公司 MDI 产品维持了在国内的市场地位，并为公司宁波 MDI 项目投产后抢占市场赢得了时间。

交通环境

公司现有生产基地分别位于山东烟台和浙江宁波，均贴近国内主要的 MDI 消费市场。烟台作为海滨城市的良好交通条件，也为公司原材料采购和产品出口带来便利。公司宁波生产基地位于宁波以东大榭岛，场地开阔、环境容量大，距离国家重点建设的大陆沿海四个深水中转港之一的北仑码头仅五公里，陆路通过跨海大桥与宁波相连，交通条件便利。

总体来看，公司在发展过程中，拥有有利的外部支持因素，具有良好的外部环境。

四、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《公司章程》等法律法规或文件的要求，设立了股东大会、董事会、监事会和公司管理机构。股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司董事会由 11 名董事组成，其中独立

董事4人，设董事长1人。公司董事会依据章程中董事会相关条款进行运作，负责决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算和决算方案等；制定公司的基本管理制度等。在董事会日常运行中，公司引进外籍董事和专家型董事，对企业的规范运作进行有效的指导和监督，保证董事会的科学性和有效性。

公司监事会由5名监事组成，设监事会主席1名，监事会包括股东代表和适当比例的职工代表，职工代表的比例不低于三分之一。

总体看，公司作为上市公司治理结构完善，并在日常经营过程中能有效运作。

2. 管理体制

公司按照财务通则和企业内部控制规范的要求，建立了一系列财务管理制度，规范了财务管理流程，在做好会计核算的基础上，注重强化财务战略管理，形成一套基于战略的、以价值为导向的全面预算管理体系。2008年为进一步提高财务管理水平、规范内部控制流程，公司其下属公司全面实施了全球领先的SAP系统，将现代信息技术引入企业管理的方方面面，使管理在精细化、流程化、规范化、时效性、准确性等方面得到进一步提高。

公司制定了投融资工作的相关管理制度，对投资从立项、论证、实施、回收，对融资从方案提出、论证、决策、实施等全过程实施管理，公司和权属公司在投资项目审核、融资项目审批环节，均具有明确的管理流程。有效的投融资管理使公司投融资项目做到了决策科学、实施顺利、效益明显。公司同时制定了对外担保管理制度，严格对外担保管理，以降低财务风险。

在人力资源管理方面，公司将人才战略作为企业发展战略的重中之重，着眼长远，多管齐下，启动引才、育才、用才、借才、留才的人才工程。通过多通道的职业发展管理、高潜力的人才发展计划、培训与指导结合的培养模式、多维度的业绩评价考核体系以及极具有竞

争力的回报和激励机制建立起了完善的人力资源管理体系。2007年公司荣获“2007·CCTV中国年度最佳雇主”称号，2008年公司荣获国家人力资源和社会保障部《职业》杂志社主办的“中国最佳雇主企业”称号，2009年公司荣获“翰威特2009年中国最佳雇主”奖。

在经营风险防范方面，公司通过客户管理系统（档案管理、信用管理、应收帐款管理、计划管理、物流管理、价格管理、投诉管理等）有效防范了客户流失、供货及呆坏账等风险；在生产运作和工程管理方面，通过三位一体认证，引进了杜邦安全管理体系，防范和控制安全、环保、职业健康和产品质量风险；并建立了相对完善的内外部监督体系，通过定期外审、定期或不定期的内审，及时发现日常经营活动中的风险因素。同时公司已经出台了危机管理手册，规范了危机预警制度与组织体系和危机应对流程与处置指南，确保将风险的危害降到最低程度。

在对子公司和分支机构的管理方面，公司主要通过子公司章程规范其经营行为，并通过派出董事、监事、财务总监和经营管理人员对分支机构特别是子公司进行有效管理和控制。目前，公司已制定了《子公司管理办法》和《子公司重大事项报告制度》，对子公司的战略规划、人力资源、财务管理、全面预算、重大事项报告、审计监督等方面提出了明确的要求，同时，公司通过聘请外部咨询机构完成了母子公司管控体系搭建，持续改进对子公司的管控。

从总体上看，公司已建立了完善法人治理结构，内部管理制度健全，整体的管理水平很高，管理风险低。

五、经营分析

1. 经营现状

公司从事MDI系列产品的生产和销售，产品涉及MDI、改性MDI等多种细分产品，主要

包括纯MDI和聚合MDI两大类。2007~2009年，公司主要产品产量均保持了较快增长，但受市场供求、原材料价格波动等因素影响，产品单价呈逐年下降趋势，导致公司整体收入规模也有所下滑，三年营业收入分别为78.04亿元、77.04亿元和64.93亿元。公司目前收入构成中，纯MDI占比约为35%，聚合MDI产品占比约为50%，占比约为15%左右的其他业务收入主要来自MDI生产中的副产品；纯MDI和聚合MDI产品是公司主要利润来源，其他业务收入毛利率低，对公司利润贡献有限，MDI产品中纯MDI利润空间相对较大。2007~2009年，公司两类MDI产品毛利率均出现不同程度下滑，主要原因是由于2008年国内MDI行业有较大规模产能集中投产以及下半年在金融危机

冲击下下游需求疲软使行业供求关系发生逆转，导致业内企业盈利空间受到一定影响，但作为具有高技术含量的新兴化工产品，MDI行业整体的盈利水平仍明显好于其它大宗化工原材料。2010年以来，下游需求逐步回暖，公司产量和产品销售单价均有明显提升，但毛利率水平出现波动，1~3季度当季营业利润率分别为23.81%、27.40%和23.19%，其中二季度得益于产品价格增长利润率空间有所提升，从三季度开始，国内部分苯胺生产线停产导致苯胺价格上涨，公司成本压力加大。2010年前三季度公司实现营业收入67.06亿元，同比增长44.07%，营业利润率由上年的29.61%下降至24.84%，共实现利润总额12.59亿元，同比增长7.14%。

表4 2007~2009年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%，%）

项 目	2007 年			2008 年			2009 年		
	主营业务收入	毛利率	收入占比	主营业务收入	毛利率	收入占比	主营业务收入	毛利率	收入占比
纯 MDI	25.01	36.75	32.30	26.53	35.66	34.69	21.67	29.92	33.49
聚合 MDI	37.70	26.85	48.69	35.99	20.26	47.06	33.29	14.68	51.45
其他	14.73	8.56	19.02	13.95	-1.67	18.24	9.74	0.20	15.06

资料来源：公司年报

生产

公司于1999年成功开发出达到世界先进水平的具有自主知识产权的MDI制造技术，成为全球第5家拥有该项技术自主知识产权的企业。

从产能增长情况看，自1998年起公司持续对烟台厂区生产装置进行改造，烟台厂MDI产能由最初的1万吨提升至目前的20万吨。同时，为了满足国内市场需求增长、应对国外企业在中国MDI本土化生产的挑战，公司于2002年在宁波大榭开发区投资建设了年产16万吨MDI装置，同时配套建设了5万吨煤码头、5万吨液化码头及存储灌区。2007年，公司对宁波一期装置进行扩产改造后，该装置产能提升至30万吨，截至2010年6月底，公司MDI总产能为50万吨/年，是亚太地区最大的MDI生产企业。

表5 近年公司主要产品产销情况（单位：吨，元/吨）

产品		2007 年	2008 年	2009 年
纯 MDI	产量	124121	145181	171727
	销量	124656	142125	165604
	平均销售价格	20740	19811	13652
聚合 MDI	产量	211342	217771	280185
	销量	213127	216784	279631
	平均销售价格	18334	16140	11106

资料来源：公司提供

注：上表中平均销售价格为不含税价格

公司生产流程主要包括缩合反应、光化反应、分离精制等多个关键步骤，其中在光化反应环节会产生中间产品粗MDI，再经分离环节制成纯MDI和聚合MDI，因此公司生产装置能够灵活的调整纯MDI和聚合MDI的产量比例，范围可从日常的4.5：5.5调整至1：9。

近几年，随着产能的逐步提升，公司纯MDI和聚合MDI产量均保持了较快增长，2009年公司共生产纯MDI17.17万吨，聚合MDI28.02万吨。由于公司生产涉及多种有毒化工产品，为保证设备稳定性和安全性，每年公司会对生产线进行一段时期的维护，扣除维护时间，近年公司MDI生产线基本保持了满负荷运转。

公司新建的宁波二期MDI一体化项目规划产能为30万吨，并配套建设硝酸、硝基苯、苯胺、甲醛造气等生产线，于2008年开工建设，目前已基本建成，将于2010年内投产。该装置采用第四代MDI制造技术，反应效率较之前提升40%，建成后将成为全球单套产能最大的MDI装置。

原材料采购

在原料采购方面，公司制定了物资采购、询价管理办法，选定一些规模实力强，产品质量优，商业信誉好的供应商作为长期合作的战略供应商，实施定点采购，在保证采购质量和价格的前提下，缩短供货周期，减少采购审批手续，提高采购效率。对非定点采购则按金额大小分别实施招标采购、协议定价审批和直接询价采购等方式。

公司生产所需的原材料主要有苯胺、烧碱、甲醇、液氯和焦炭等。其中，苯胺是MDI生产的主要原材料，约占生产成本的60%左右。目前公司苯胺采购主要通过长期订单实现，少部分通过现货渠道采购，由于公司采购规模大，对下游供应商具有较强的议价能力，实际采购价格较市场平均价格均有一定下浮，且为到货后两周付款。为了分散主要原材料的采购风险，公司选定多家苯胺战略供应商，并通过全球渠道进行采购，目前公司约75%苯胺来自国内供货商，25%左右来自日本、韩国等国外供应渠道。

相对其他大宗化工产品生产企业，公司具有相对较强的成本转嫁能力，但近年随着行业供给压力的上升，公司成本转嫁能力有所下

滑，2007下半年以来苯胺采购价格受原油价格走势影响出现较大波动，对公司毛利率造成一定影响。2010年三季度，苯胺价格的上升公司盈利水平的持续回升形成一定制约。

近年，随着产量增长，公司苯胺消耗量也逐年增加，2009年公司共消耗苯胺36万吨，其中烟台厂区目前具有3万吨苯胺的年生产能力，其余为外购。公司宁波二期项目配套建设年产36万吨的苯胺生产线投产后，宁波厂区苯胺自给率将达到80%以上，公司整体的苯胺自给率也将超过60%，原材料供给保障能力和成本控制能力将得到显著提升。

表6 近年公司苯胺采购量（单位：吨）

	2007年	2008年	2009年
苯胺采购量	249920	270399	343246

资料来源：公司提供

公司生产所需的液氯属剧毒化学品，其生产、运输受到国家严格控制，因此通常需要就近采购或配套。烟台厂区的液氯大部分向烟台万华氯碱有限责任公司（以下简称“万华氯碱”）采购，宁波一期项目则向公司关联方宁波东港电化有限责任公司（以下简称“东港电化”）采购，宁波二期项目配套有液氯和烧碱生产装置。东港电化和万华氯碱分别于2006年4月和2008年9月发生过液氯泄露事故，对公司生产情况造成一定影响。

产品销售

公司的营销体系由销售部、市场部和以及一个专业研究机构组成。销售部是实现产品销售的一线队伍；市场部负责行业调研和竞争情况的收集，以及订单的后处理工作；研究机构则是以市场为导向的应用研究机构，负责开发面向市场的差异化产品、提供技术支持和培训服务。

针对不同细分市场特征，公司采取了差异化的销售模式，对下游集中度较高的纯MDI市场主要采取直销模式，对市场较为分散的聚合MDI市场则主要采用直销和分销相结合的模式。

式，其中直销主要针对有一定规模的下游客户，分销则涵盖小规模、需求稳定性较差、收款风险较高的客户。从2009年开始，为适应行业发展趋势，提升公司市场综合竞争力和盈利能力，公司进一步明确营销定位，业务形态从单纯的产品销售向为客户提供系统解决方案转变。

从表4可以看出，2007~2009年受行业竞争和原材料价格波动等因素影响，公司产品销售价格呈现逐年下降趋势，其中2009年由于原材料价格的大幅下降，产品价格也出现近30%的跌幅。尽管产品价格出现回落，但得益于在产品品质方面的优势，公司产品仍连续第三年实现近100%的产销率。进入2010年，MDI下游需求逐步回暖，公司订单有明显增加，目前仅能满足85%左右的订单。

公司自2002年起开始确立国内MDI市场的领军地位，市场占有率连续多年位列第一，2009年公司纯MDI产品在国内市场占有率为39%，聚合MDI产品在国内市场占有率为25%，明显高于拜耳、NPU等其他竞争对手。近年，产能快速增加，国内市场地位进一步稳固的基础，公司加快了全球化营销网络的布局，先后在美国、俄罗斯、荷兰、沙特、日本、香港等地设立分支机构，由此也带动了出口销售收入的快速增长，2009年公司出口销售收入占比达到21.91%，且公司凭借产品卓越的品质在海外市场树立了良好的口碑，目前公司产品在欧美等海外市场的销售价格高于当地厂商。

总体看，公司作为国内MDI行业的龙头企业，技术实力雄厚，产能扩张迅速，规模优势明显，市场占有率高。但2008年以来，受行业竞争加剧、原材料价格波动影响，公司盈利空间受到挤压。未来公司宁波二期项目投产会对市场供给形成一定的短期压力，但考虑到未来三年行业新增产能有限，以及中国国内及周边市场MDI需求的快速增长，行业整体的供求关系有望从2011年开始逐步改善，同时基于公司一体化项目的成本优势，以及公司目前已经形

成的在营销网络、市场占有率方面的优势，联合资信认为未来公司产品仍将在市场中保持较强竞争力，整体的盈利能力有望进一步提升。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，2007年~2009年尽管收入规模有所波动，但凭借技术垄断优势公司对下游厂商具有较强的议价能力，销售回款情况良好，近三年的销售债权周转次数保持稳定，2009年为5.62次。同期内，公司存货周转次数波动中小幅下降，2009年为6.79次。2007~2008年，公司总资产周转次数保持稳定，2009年受在建工程快速增加影响，总资产周转次数下降为0.74次。

总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

未来公司将秉承以市场为先导，以技术为后盾，以人才为根本，以卓越运营为坚实基础，以优良文化为有力保障，以聚氨酯产品为主业，在高技术、高资本、高附加值的化工新材料领域突出主业实施相关多元化（市场、技术、产业链）、精细化和低成本的发展战略，致力于发展成为全球化运营的一流化工新材料企业。

未来公司仍将坚持MDI主业，逐步发展成为在产能、成本、质量、市场、管理等方面具有综合竞争优势的国际MDI业巨头。

在市场营销方面，公司将加大力度开拓新市场，在国内市场加大聚氨酯产品在新兴领域应用的开发、宣传和维护力度；做好聚氨酯节能材料为代表的下游市场的开发。在海外市场方面，加大以中东市场为代表的新兴市场开拓力度，扩大公司在海外市场的占有率和市场影响力。

在技术研发方面，公司将加大人才吸引力，完善技术研发体系，注重培养工程技术开发和系统集成的产业化核心能力；在对现有

MDI产品工艺持续优化和改进的基础上,推进相关的新型TDI工艺、ADI等新产品的研发与优化,同时加快现有技术储备中中试成功产品的产业化进度;并加大前瞻性,提升产业链一体化的战略性产品的研发力度,为公司聚氨酯产业链的进一步完善和未来的持续发展提供有力支持。

未来几年内,公司重点建设项目主要包括宁波二期MDI一体化项目和烟台老厂搬迁MDI一体化项目(八角化工园区一期项目)。其中,宁波二期年产30万吨MDI一体化项目配套建有40万吨/年聚乙烯、10万吨Nm³/小时造气装置、24万吨/年甲醛装置、36万吨/年苯胺装置、15万吨/年烧碱装置和12万吨/年氯化氢制氯装置,建成后将成为全球单套产能规模最大,产业链配套最完善、最合理的MDI生产线。公司宁波二期项目投资建设任务主要集中在2009年,当年受宏观经济景气度下滑影响,项目建设所需原料价格均大幅下降,项目投资的实际成本大幅低于预算成本,截至2010年9月底,公司宁波二期项目已基本完成,生产线将于2010年四季度或2011年一季度投产,届时公司产能规模将进一步提升,尽管会在一定程度上增加行业供给压力,但自身产能的快速扩张有助于公司进一步巩固其国内市场的领导地位,增强在市场中的主导权,且二期一体化项目凭借其在产品品质和成本方面的优势也有望在市场中保持较强的竞争力。

公司计划投资的烟台老厂搬迁MDI一体化项目,是根据烟台市统筹规划,为解决企业发展与城市规划矛盾,增强公司在聚氨酯产业链上下游整体竞争力而实施的,将在烟台经济技术开发区临港工业区内建设大型MDI一体化项目,并在新项目建成后实现老厂区的逐步搬迁。项目规划建设60万吨/年MDI、30万吨/年TDI装置,并配套建设30万吨/年烧碱、24万吨/甲醛、54万吨/硝酸、18万吨/年合成氨、48万吨/年硝基苯、36万吨/年苯胺、48万吨/年氯化氢氧化制氯、15.2万立方米/小时造气装置、

7万标准立方米/小时空分装置及公用工程等以及自备热电站规模为3台410吨/小时锅炉、2台2.5万千瓦背压式汽轮发电机组。该项目的实施有利于公司实现产品结构调整、产业结构优化与升级,形成产品配套更合理的生产链。项目总投资约为132亿元,预计在2013年左右建成,届时公司MDI产能将达到120万吨,成为仅次于拜耳和巴斯夫的全球前三的MDI生产巨头。

总体看,未来几年随在建项目的投产,公司整体经营规模将实现进一步扩张,整体竞争实力也有望进一步增强,但烟台老厂搬迁MDI一体化项目投资规模大,可能会给公司带来一定资本支出压力,公司债务负担或将加重。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年~2009年合并财务报表已经德勤华永会计师事务所有限公司审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司自2007年起执行新会计准则,2010年1~9月合并财务报表未经审计。2008年公司合并范围因新设子公司增加一家合并单位;2009年公司合并范围因注销子公司减少一家合并单位,合并范围变化对公司财务数据影响不大。

截至2009年底,公司合并资产总额96.61亿元,所有者权益58.25亿元,其中少数股东权益7.74亿元;2009年公司实现营业收入64.93亿元,利润总额14.50亿元。

截至2010年9月底,公司合并资产总额113.31亿元,所有者权益63.07亿元,其中少数股东权益7.37亿元。2010年1~9月公司实现营业收入67.06亿元,利润总额12.59亿元。

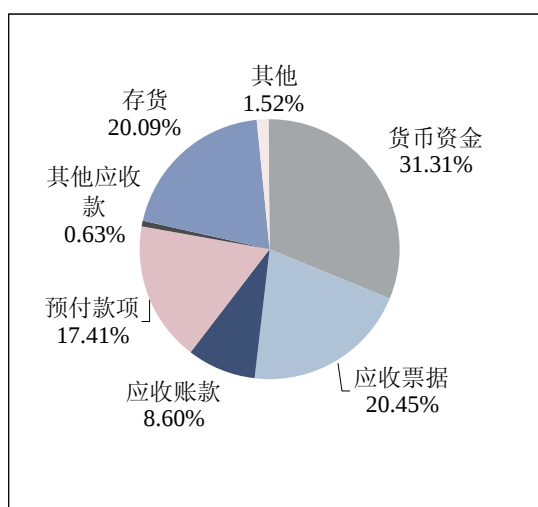
2. 资产质量

2007~2009年,公司资产规模年均增长12.79%,截至2009年底,公司(合并)资产总额96.61亿元,增长主要源于宁波二期MDI项目

投资带动的在建工程的增加。公司资产构成中以非流动资产为主，近几年受在建工程增长影响非流动资产占比逐年上升，截至2009年底公司资产构成中流动资产占38.93%，非流动资产占61.07%。

2007~2009年，公司流动资产规模小幅下降，年均降幅为3.78%，截至2009年底，公司流动资产合计37.61亿元，主要以货币资金、应收账款、应收票据、预付账款和存货等构成为主。

图2 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2007~2009年，公司货币资金小幅下降，但绝对数额仍保持较大规模，截至2009年公司货币资金合计11.77亿元，现金类资产合计20.04亿元，现金类资产规模较大。

银行票据是公司主要结算手段之一，近几年公司应收票据余额保持在较大规模，2009年受收入规模下滑影响，公司应收票据同比减少18.71%，截至2009年底合计7.69亿元。

2007~2009年，公司应收账款小幅波动，截至2009年底应收账款净额合计3.23亿元。从账龄结构看，1年以内的占96.75%，1~2年的占1.60%，2年以上的占1.65%；从应收账款集中度看，前五名欠款单位合计占比为18.20%；截至2009年底，公司共计提坏账准备0.47亿元，综合计提比例为12.60%，计提充分。总体看，

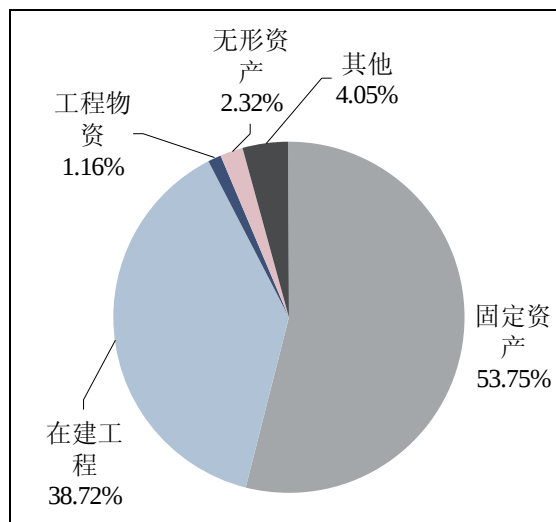
公司应收账款规模相对较小，账龄较短。

2007~2009年，公司预付款规模有所波动，截至2009年底合计6.55亿元，公司预付款主要为预付的在建项目投资款和部分原材料采购款。

2007~2009年，公司存货规模小幅波动，截至2009年底合计7.56亿元，其中原材料占38.54%，在产品占17.34%，库存商品占44.12%。

2007~2009年，在在建工程的带动下，公司非流动资产规模快速增长，年均增速29.25%，截至2009年底合计59.00亿元，主要以长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产为主。

图3 2009年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2009年底，公司长期股权投资合计1.99亿元，主要为对宁波东港电化有限责任公司的投资，该公司为公司宁波MDI基地原料供应商之一。

2007~2009年，公司无新投产大型生产设备，固定资规模保持稳定，截至2009年底合计31.71亿元，主要以房屋建筑和生产设备为主，占比分别为32.19%和66.55%，截至2009年底公司固定资产综合成新率为73.70%。

2007~2009年，公司主要的大型建设项目为宁波二期年产30万吨MDI项目，随着该项目的持续投入，公司在建工程规模快速增长，年

均增速为306.96%，截至2009年底合计22.85亿元，宁波二期MDI项目已完成总预算投资的61.41%，计划于2010年内投产。

2007~2009年，公司无形资产规模保持稳定，截至2009年底合计1.37亿元，主要为土地使用权。

截至2010年9月底，公司资产总额113.31亿元，较上年末增长17.29%，流动资产占比幅下滑，构成中货币资金规模大幅下降，受原材料价格上涨及为即将投产的宁波二期项目储备原料，存货规模快速增长；随收入增长，应收款项也保持了一定增速，其他科目变动不大；非流动资产较年初增长18.75%，主要来自在建工程和可供出售金融资产增长，其他科目保持稳定，其中新增可供出售金融资产主要为下属子公司利用自有资金参与国内资本市场一级市场投资。

总体看，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主，符合行业运行特点，整体资产质量良好。

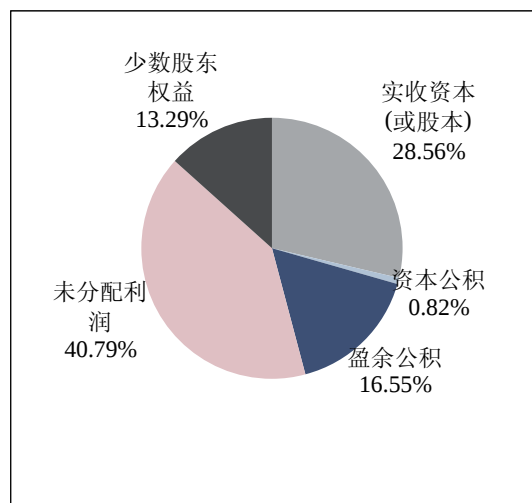
3. 负债及所有者权益

所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益年均增长14.56%，截至2009年底合计58.25亿元。2007~2009年，公司整体盈利规模大，归属母公司净利润累计40.57亿元，但权益规模增长相对较缓，主要是由于每年公司均进行大规模的利润分配，近三年公司累计利润分配合计20.91亿元。截至2009年底，公司所有者权益构成主要以股本、未分配利润和少数股东权益为主（见下图），所有者权益稳定性一般。

2010年上半年，公司进行了约4.99亿元（不含少数股东权益）的利润分配，但截至9月底规模较大的净利润仍带动了公司权益规模较上年末增长8.28%，合计63.07亿元，增长主要来自未分配利润，

图4 截至2009年底公司所有者权益构成



资料来源：公司审计报告

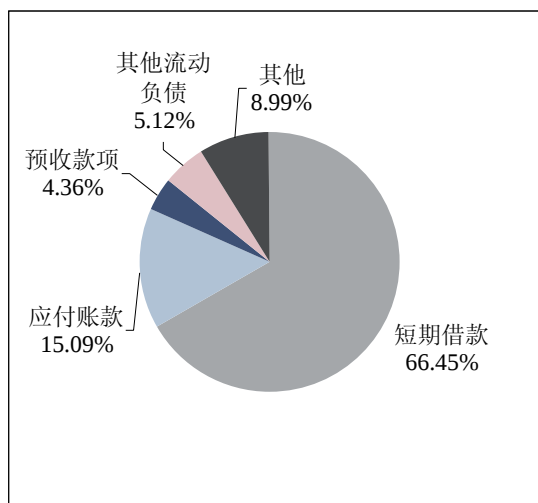
负债

2007~2009年，受短期借款影响，公司负债规模有明显波动，截至2009年底合计38.36亿元，构成以流动负债为主，流动负债占比为83.44%，非流动负债占比为16.56%。

2007~2009年，公司流动负债规模大幅波动，其中2009年增幅为61.28%，截至2009年底合计32.01亿元。2009年，公司短期借款同比大幅增长153.47%，是公司流动负债上升的主要原因，新增的短期借款主要是公司为加快海外销售资金回笼进行的短期贸易融资，以及用于宁波二期项目的建设资金，截至2009年底，公司短期借款合计21.27亿元，占流动负债的66.45%。公司流动负债中，占比较高的科目还包括应付票据、应付账款、预收账款和其他流动负债，截至2009年底，公司应付账款合计4.82亿元，主要为宁波二期项目预付的工程款；截至2009年底公司，公司其他流动负债合计1.64亿元，主要为公司一次性收到的，待逐年结转的所得税返还。

2007~2009年，受长期借款影响，公司非流动负债规模有所波动，截至2009年底非流动负债合计6.35亿元，其中长期借款为6.21亿元，占97.71%。

图5 截至2009年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2007~2009年，公司债务规模波动增长，年均增幅为27.40%，截至2009年底合计30.09亿元。近三年，公司债务总额中短期债务占比始终保持在75%以上，2009年末占比为79.38%，债务结构有待改善。

2007~2009年，受债务规模变化影响，公司整体的负债水平和债务负担有所波动，但绝对水平较低，截至2009年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为9.63%，34.06%和39.71%。

截至2010年9月底，在长期借款的带动下，公司负债较上年末增长30.97%，合计50.24亿元，其中长期借款16.98亿元，同比增长173.58%；受此影响，负债结构发生较大变化，流动负债占比下降为65.76%，较年初下降约18个百分点。

截至2010年9月底，公司债务总额合计42.54亿元，较上年末增长41.36%，债务结构趋于合理，长期债务占比大幅上升至39.91%。债务规模的增长使公司整体的负债水平和债务负担均有所上升，截至2010年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.34%和40.28%。

总体看，近年在投资项目资本支出的推动下，公司债务规模持续扩张，但目前整体债务

负担仍相对较轻。

4. 盈利能力

2007~2009年，随产能提升公司主要产品的产销规模均实现较快增长，但受市场供求、原材料价格波动等因素影响，产品单位售价呈逐年下降趋势，由此导致公司整体收入规模有所下滑，2009年公司实现营业收入64.93亿元，同比减少15.72%。2007年是近年MDI行业景气度高点，公司保持了较高的利润率，2008年在新增产能集中释放、下游需求疲软、原料价格大幅波动等因素共同作用下，公司盈利空间受到挤压，营业利润率较上年下滑了近9个百分点，2009年行业供给压力仍较大，行业整体经营形势未能实现有效改善，公司营业利润率较上年基本持平为28.63%。

2007~2009年，在经营压力上升的背景下，公司从内部着手提升运营效率，加大成本控制力度，在主要产品产销量实现持续增长的同时，期间费用规模逐年下降，2009年公司共发生期间费用7.38亿元，占营业收入比重为11.37%。

2007~2009年，公司每年均有较大规模的营业外收入，三年累计为8.35亿元，其中2009年为3.22亿元，公司营业外收入主要为地方政府给予的所得税返还、项目发展专项资金和节能奖励等补贴。

2007~2009年，在营业收入规模下降、营业利润率下滑的作用下，公司盈利水平受到影响，呈逐年递减，但利润的绝对数额仍保持在较大规模，2009年公司利润总额和净利润分别为14.50亿元和12.80亿元。2007~2009年，受利润规模下降影响，公司盈利指标有明显下降，2009年公司总资产收益率和净资产收益率分别为15.25%和21.97%。

进入2010年以来，下游需求逐步回暖，公司产量和产品销售单价均有明显上升，2010年前三季度公司实现营业收入67.06亿元，同比增长44.07%；共实现利润总额12.59亿元，

同比增长 7.14%；营业利润率由上年的 29.61% 下降至 24.84%；但受原材料价格上涨影响，营业利润率较上年全年平均水平有所下滑，为 24.84%。

总体看，近年市场竞争加大及原料价格波动等因素对公司盈利水平造成一定不利影响，但作为具有高技术含量的精细化工生产商，公司整体具备很强的盈利能力，即使 2009 年在行业景气度低点也保持相对较高的利润空间。未来随着行业供需关系的改善，公司营业利润率有望逐步恢复；另一方面，在宁波二期项目投产后，收入规模的大幅增长和一体化项目具备的成本优势将使公司的盈利能力和整体竞争实力得到进一步增强，行业领先地位也有望得到进一步巩固。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009 年受流动负债规模变化影响，公司流动比率和速动比率有所波动，但整体仍保持较高水平，近三年均值分别为 148.54% 和 122.56%，2009 年分别为 117.50% 和 93.89%。2010 年 9 月底，由于流动资产增长较快，公司流动比率和速动比率分别上升至 139.89% 和 98.92%。公司主营业务盈利能力和获取现金能力强，使经营活动现金流净额对流动负债有很强的保障能力，近三年公司经营现金流动负债比均值为 63.00%，2009 年为 45.44%。截至 2009 年和 2010 年 9 月底，公司现金类资产分布为 20.04 亿元和 19.64 亿元，分别为公司同期短期债务的 0.84 倍和 0.77 倍。总体看，公司短期偿债能力强。

2007~2009 年，在行业竞争加剧、原料价格波动等因素共同作用下，公司盈利水平受到一定影响，EBITDA 规模有明显下降，2009 年公司 EBITDA 为 18.07 亿元，同比下降 25.03%，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力也受到一定影响。但得益于出色的盈利能力公司 EBITDA 的绝对数额仍保持在较大规模，且由于债务负担较轻，EBITDA 对利息和全部债务

仍具有很强的保障能力，近三年 EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 倍数均值分别为 21.76 倍和 1.17 倍，即使在行业景气度最低的 2009 年两项指标分别为 24.06 倍和 1.67 倍。总体看，公司长期偿债能力强，即使在近两年外围宏观经济形势大幅波动背景下，偿债指标仍保持高水平，体现出很强的抗风险能力。

截至 2010 年 9 月底，公司无对外担保。

七、综合评价

MDI 生产行业技术壁垒高，有利于行业内企业保持现有竞争优势，且下游市场增长潜力大，未来具有良好的发展前景。

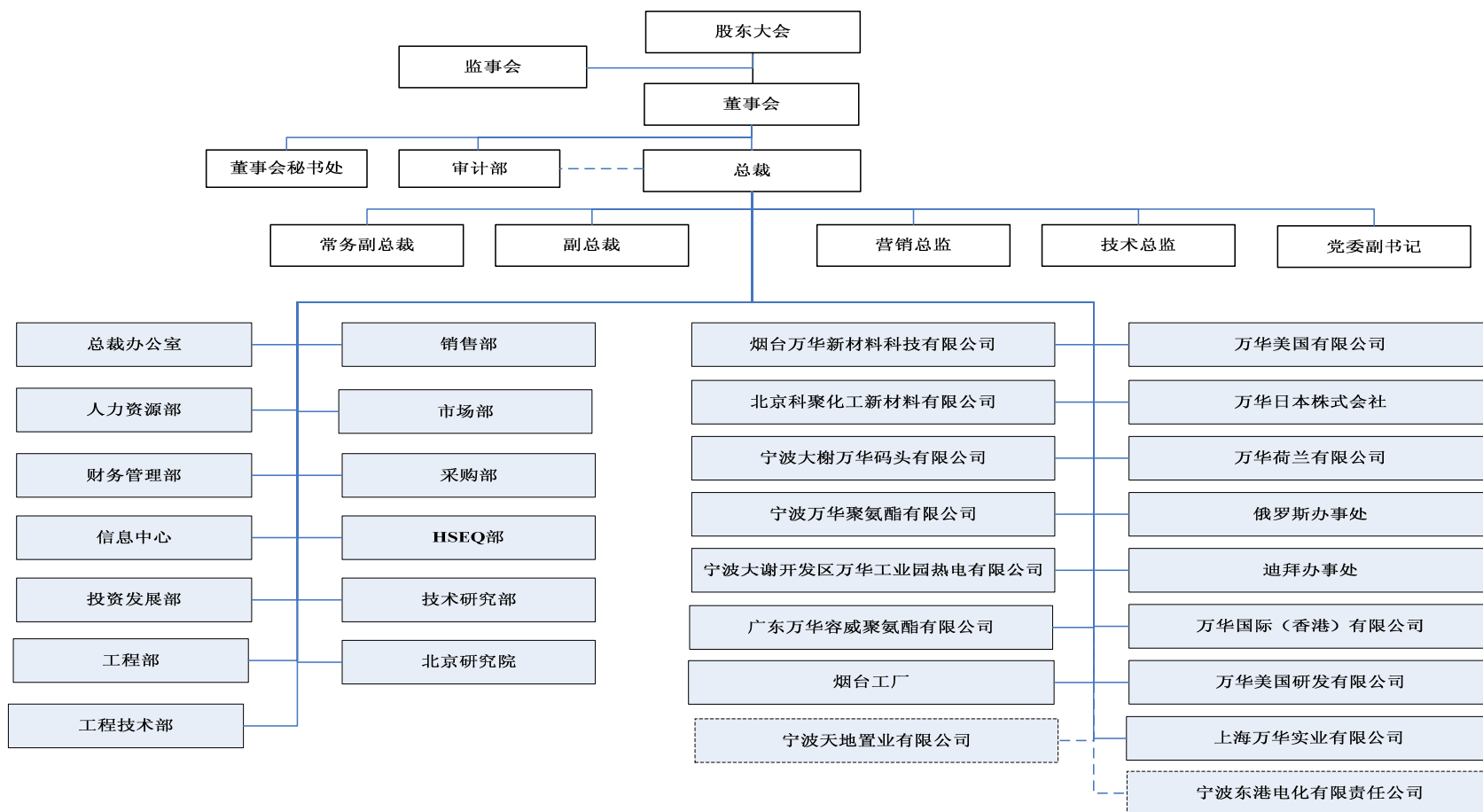
公司是全球 6 家掌握 MDI 自主知识产权生产技术的企业之一，也是亚太地区最大的 MDI 生产商，在行业地位、经营规模、技术研发、市场占有率、政府支持等方面具有综合竞争优势。

近年，随着产能的提升公司的行业领先地位得到巩固，尽管受市场竞争加剧和原料价格波动影响，公司盈利空间受到一定挤压，但作为具有高技术含量的精细化工生产商，公司整体具备很强的盈利能力。目前公司资产质量好，债务负担较轻，整体的偿债能力强。

未来，宁波二期项目投产后，收入规模的大幅增长和一体化项目具备的成本优势将使公司的盈利能力和整体竞争实力得到进一步增强，行业领先地位也有望得到进一步巩固。

整体看，公司主体信用风险很低。

附件 1 烟台万华聚氨酯股份组织机构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	137011.97	127160.25	117742.60	-7.30	66830.34
交易性金融资产	5933.40		5720.37		4165.00
应收票据	107212.07	94622.35	76921.18	-15.30	125370.06
应收账款	33599.71	27302.62	32331.64	-1.91	56181.80
预付款项	54330.92	70305.17	65461.86	9.77	56293.63
应收利息					
应收股利		501.62			
其他应收款	3054.58	3531.06	2357.75	-12.14	17979.63
存货	65085.66	60043.73	75563.37	7.75	105654.92
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	406228.31	383466.79	376098.77	-3.78	432475.38
非流动资产：					
可供出售金融资产					15418.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	3470.00	18533.93	19882.58	139.37	18500.39
投资性房地产					
固定资产	316826.96	327079.50	317148.83	0.05	300710.30
在建工程	13795.00	37654.01	228463.56	306.96	344634.84
工程物资	1071.46	2033.74	6847.92		3878.12
固定资产清理					-0.43
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	13079.45	14384.07	13684.01	2.28	14756.32
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					58.16
递延所得税资产	4965.75	3120.22	3992.19	-10.34	2714.08
其他非流动资产					
非流动资产合计	353208.62	402805.47	590019.09	29.25	700669.78
资产总计	759436.93	786272.27	966117.86	12.79	1133145.16

附件 2-2 公司资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	110834.02	83908.71	212683.75	38.53	226970.05
交易性金融负债					
应付票据	4296.50	767.52	13650.24	78.24	21789.13
应付账款	25262.30	17936.90	48295.28	38.27	60584.39
预收款项	13919.36	6659.54	13954.69	0.13	13543.03
应付职工薪酬	9853.70	5208.16	5798.23	-23.29	2495.62
应交税费	33387.06	1985.16	-7051.29		-12382.34
应付利息	927.76	408.83	238.65	-49.28	1465.37
应付股利					
其他应付款	3352.86	2256.73	3607.10	3.72	3200.78
预计负债					
一年内到期的非流动负债	40324.36	43187.26	12535.25	-44.25	6847.97
其他流动负债	13100.78	36146.62	16373.46	11.79	5885.36
流动负债合计	255258.69	198465.43	320085.36	11.98	330399.36
非流动负债：					
长期借款	29948.86	41248.57	62066.12	43.96	169797.66
应付债券					
长期应付款	28332.50	1352.73	1217.45	-79.27	1217.45
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	290.15	264.11	237.09	-9.61	1002.52
其他非流动负债	1759.03				
非流动负债合计	60330.55	42865.41	63520.66	2.61	172017.63
负债合计	315589.24	241330.84	383606.03	10.25	502416.98
所有者权益：					
实收资本(或股本)	166333.44	166333.44	166333.44		166333.44
资本公积	3878.58	4783.64	4783.64	11.06	9226.39
专项储备					67.95
盈余公积	62162.84	81842.01	96371.43	24.51	96371.43
未分配利润	159962.56	228634.09	237575.80		284543.27
外币报表折算差额	64.16	152.52	59.36		447.28
归属于母公司权益合计	392401.57	481745.69	505123.67	13.46	556921.81
少数股东权益	51446.11	63195.73	77388.16	22.65	73738.42
所有者权益合计	443847.68	544941.42	582511.83	14.56	630660.23
负债和所有者权益总计	759436.93	786272.27	966117.86	12.79	1133077.21

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	780358.36	770439.30	649291.97	-8.78	670572.65
减: 营业成本	465170.39	529419.68	460676.59	-0.48	502159.13
营业税金及附加	6665.29	4855.14	2750.33	-35.76	1829.93
销售费用	22351.66	20714.10	23522.50	2.59	20167.43
管理费用	57119.35	45418.70	44966.78	-11.27	34867.93
财务费用	5371.33	5084.35	5352.38	-0.18	1466.99
资产减值损失	1988.11	25.35	969.88		2668.17
加: 公允价值变动收益	-436.53	-84.62	552.44		-1619.44
投资收益	14825.53	491.42	2302.97		1474.59
其中: 对合营企业投资收益		1181.12	1450.91		951.00
汇兑收益					
二、营业利润	236081.23	165328.78	113908.92	-30.54	107268.21
加: 营业外收入	12833.64	38378.12	32245.06	58.51	18804.67
减: 营业外支出	693.62	1141.12	1153.57	28.96	195.48
其中: 非流动资产处置损失	92.84	1013.23	1070.44		30.88
三、利润总额	248221.24	202565.79	145000.41	-23.57	125877.41
减: 所得税费用	78535.20	26756.19	17028.07	-53.44	16949.02
四、净利润	169686.04	175809.60	127972.34	-13.16	108928.39
其中: 归属于母公司的净利润	148134.18	150973.64	106637.86	-15.15	96867.50
少数股东损益	21551.87	24835.96	21334.48		12060.89
被合并方合并前的净利润					

附件 4-1 公司现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	879185.51	952717.81	795996.56	-4.85	735282.78
收到的税费返还	21621.07	46166.44	4526.77	-54.24	7643.27
收到其他与经营活动有关的现金	10265.78	18773.52	15559.80	23.11	12140.04
经营活动现金流入小计	911072.35	1017657.77	816083.13	-5.36	755066.09
购买商品、接受劳务支付的现金	574273.59	634756.54	561896.25	-1.08	642099.16
支付给职工以及为职工支付的现金	29049.41	27900.11	27207.45	-3.22	23899.38
支付的各项税费	119677.41	96992.19	32460.73	-47.92	25747.93
支付其他与经营活动有关的现金	59834.24	57988.48	49080.89	-9.43	41594.62
经营活动现金流出小计	782834.65	817637.32	670645.33	-7.44	733341.10
经营活动产生的现金流量净额	128237.71	200020.45	145437.80	6.50	21724.99
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	28559.24	6741.23	30401.36	3.17	3152.07
取得投资收益收到的现金	200.00	245.60	1703.68	191.86	1237.35
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.68	529.63	2047.15	5386.82	1149.68
处置子公司及其他单位收到的现金净额	2058.50				
收到其他与投资活动有关的现金		23452.93			
投资活动现金流入小计	30818.42	30969.39	34152.20	5.27	5539.10
购建固定资产、无形资产等支付的现金	52993.83	101386.24	175807.35	82.14	97704.33
投资支付的现金	13755.47	16175.64	35569.30	60.81	26551.55
取得子公司等支付的现金净额	753.51			-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金		6000.00			
投资活动现金流出小计	67502.80	123561.88	211376.65	76.96	124255.88
投资活动产生的现金流量净额	-36684.38	-92592.49	-177224.46	119.80	-118716.79
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金		5508.00	4900.00		
取得借款收到的现金	183570.65	151300.72	265945.35	20.36	274891.07
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					82700.00
筹资活动现金流入小计	183570.65	156808.72	270845.35	21.47	357591.07
偿还债务支付的现金	128488.70	175290.86	146994.86	6.96	156895.05
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28851.64	97920.58	102103.71	88.12	70751.45
支付其他与筹资活动有关的现金	3000.00		82700.00		
筹资活动现金流出小计	160340.34	273211.44	331798.58	43.85	227646.50
筹资活动产生的现金流量净额	23230.31	-116402.72	-60953.23		129944.57
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-604.65	-876.96	222.23		-765.03
五、现金及现金等价物净增加额	114178.98	-9851.72	-92517.65		32187.74
加：期初现金及现金等价物余额	22832.99	137011.97	127160.25	135.99	34642.60
六、期末现金及现金等价物余额	137011.97	127160.25	34642.60	-49.72	66830.34

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	169686.04	175809.60	127972.34	-13.16
加: 资产减值准备	1988.11	25.35	969.88	
固定资产折旧及其他	23132.21	25335.62	28356.73	10.72
无形资产摊销	324.70	423.18	570.68	32.57
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失			503.80	
固定资产报废损失	573.16	1002.67		
公允价值变动损失	436.53	84.62	-552.44	
财务费用	5381.35	2240.76	5480.30	0.92
投资损失	-14825.53	-491.42	-2302.97	
递延所得税资产减少	2841.13	1845.54	-871.97	
递延所得税负债增加	-189.48	-752.71	-27.03	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-16752.12	4858.84	-15623.42	
经营性应收项目的减少	-91274.27	22755.19	9615.03	
经营性应付项目的增加	46915.87	-33116.79	-8253.13	
其他			-400.00	
经营活动产生的现金流量净额	128237.71	200020.45	145437.80	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	137011.97	127160.25	34642.60	-49.72
减: 现金的期初余额	22832.99	137011.97	127160.25	135.99
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	114178.98	-9851.72	-92517.65	

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.54	5.86	5.62	--
存货周转次数(次)	7.15	8.46	6.79	--
总资产周转次数(次)	1.03	1.00	0.74	--
现金收入比(%)	112.66	123.66	122.59	109.65
盈利能力				
营业利润率(%)	39.54	30.65	28.63	24.84
总资本收益率(%)	29.07	26.39	15.25	--
净资产收益率(%)	38.23	32.26	21.97	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	6.32	7.04	9.63	21.21
全部债务资本化比率(%)	29.46	23.68	34.06	40.28
资产负债率(%)	41.56	30.69	39.71	44.34
偿债能力				
流动比率(%)	159.14	193.22	117.50	130.89
速动比率(%)	133.65	162.96	93.89	98.92
经营现金流动负债比(%)	50.24	100.78	45.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	21.53	18.09	24.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	0.70	1.67	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.49	0.64	-0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	6.92	8.50	-4.73	--

注：公司 2007 年起执行新会计准则，2010 年 1~9 月数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 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+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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

联合资信评估有限公司关于 烟台万华聚氨酯股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在烟台万华聚氨酯股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

烟台万华聚氨酯股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。烟台万华聚氨酯股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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烟台万华聚氨酯股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现烟台万华聚氨酯股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如烟台万华聚氨酯股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至烟台万华聚氨酯股份有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如烟台万华聚氨酯股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送烟台万华聚氨酯股份有限公司、主管部门、交易机构等。

