

跟踪评级公告

联合[2015] 797 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定，并维持“12 万华股MTN1” AA^+ 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月十六日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

万华化学集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 万华股 MTN1	10 亿元	2012/4/19-2017/4/19	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 16 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.28	42.99	33.80	37.72
资产总额(亿元)	225.41	311.44	415.92	436.69
所有者权益(亿元)	98.43	117.81	132.86	138.56
长期债务(亿元)	44.42	88.91	148.38	157.69
全部债务(亿元)	106.87	159.21	238.95	255.75
营业收入(亿元)	159.42	202.38	220.88	45.36
利润总额(亿元)	35.66	44.26	41.69	8.35
EBITDA(亿元)	47.19	58.12	61.08	--
经营性净现金流(亿元)	38.06	38.69	40.21	7.44
营业利润率(%)	34.32	32.27	30.38	30.11
净资产收益率(%)	30.68	31.97	24.22	--
资产负债率(%)	56.33	62.17	68.06	68.27
全部债务资本化比率(%)	52.06	57.47	64.27	64.86
流动比率(%)	101.65	78.43	73.72	77.25
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.74	3.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.03	8.46	4.04	--
经营现金流/流动负债(%)	46.26	37.06	30.38	--

注: 公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

唐岩 马栋

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

万华化学集团股份有限公司(以下简称“公司”)是全球主要的MDI生产商,产能居全球首位,成本优势和技术优势突出。跟踪期内,公司经营规模保持增长,盈利能力保持稳定,经营获现能力强,伴随烟台八角工业园内的年产60万吨MDI一体化项目成功投产,公司综合竞争力得以提升。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司在建项目投资规模较大,存在一定对外融资需求。

未来,随着公司产业链逐步延伸,产品向多元化发展,产品结构的丰富将为公司带来新的利润增长点,同时,公司在建项目的逐步投产及产能释放有助于公司行业地位的进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持万华化学集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并维持“12万华股MTN1”的信用等级为AA⁺。

优势

1. MDI 产品具有较高技术壁垒,公司作为国际主要 MDI 生产厂商之一,技术水平领先,行业地位突出。
2. 跟踪期内,公司收入规模稳定增长,市场份额保持提升。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“12 万华股 MTN1”的保障能力强。

关注

1. 随着 MDI 产能持续扩张,MDI 价格存在一定下跌风险。
2. 公司在建项目规模大,未来对外融资需求较高。

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）与万华化学集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与万华化学集团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，未因万华化学集团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万华化学集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于万华化学集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

万华化学集团股份有限公司(以下简称“公司”或“万华化学”)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,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。2013年5月30日,公司完成工商变更手续,将公司名称由烟台万华聚氨酯股份有限公司变更为万华化学集团股份有限公司。公司经多次股本扩充和股权变更,截至2014年底,公司总股本为21.62亿股,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%。万华实业控股股东为烟台万华合成革集团有限公司(以下简称“万华集团”),是烟台市国资委下属全资企业,万华集团持有万华实业39.50%股权,公司实际控制人为烟台市国资委。

公司及其子公司的业务性质为化工产品的开发、生产和销售。公司经营范围包括:危险化学品建设项目试生产(使用)方案备案告知书中规定的装置所生产的产品销售(有效期至2015年7月29日);安全生产许可证范围内化学危险品的生产;许可证范围内铁路专用线经营;第2.1类、第3类(不含成品油)、第8.1类危险化学品(所有各类均不含剧毒、监控化学品,易制毒、易制爆化学品)的批发(禁止储存)。(以上经营项目有效期限以许可证为准)。聚氨酯及助剂、异氰酸酯及衍生产品的开发、技术服务及相关技术人员培训;批准范围内的自营进出口业务;化工产品(不含危险化学品)销售。

(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2014年底,公司总部设总裁办公室、财务部、采购部、市场部、销售部、人力资源部、战略发展部等职能部门。

截至2014年底,公司合并资产总额415.92亿元,所有者权益132.86亿元(含少数股东权益26.92亿元);2014年公司实现营业收入220.88亿元,利润总额41.69亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额436.69亿元,所有者权益138.56亿元(含少数股东权益27.96亿元);2015年1~3月公司实现营业收入45.36亿元,利润总额8.35亿元。

公司住所:山东省烟台市开发区天山路17号;法定代表人:丁建生。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元,比上年名义增长12.0%(扣除价格因素

实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户) 502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展

中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

MDI(二苯基甲烷二异氰酸酯)是最重要的异氰酸酯,是聚氨酯的重要化工原料。根据分子聚合度不同,MDI 分为纯 MDI 和聚合 MDI,纯 MDI 常温下为固体,主要用于生产鞋底原液、合成革浆料、氨纶等,聚合 MDI 常温下为深棕色液体,主要用于生产聚氨酯硬泡产品,应用于冰箱、建筑、汽车等领域。

从 MDI 下游分布来说,国内和国外具有一定的差别。就全球 MDI 来说,最大的市场是建筑行业,占比为 50%,其次是反应注射模塑、冰箱冷藏,占比分别为 13%、12%。就国内 MDI 来说,家用电器行业占比最高为 21%,其次是鞋底原液、浆料、建筑保温、交通工具等行业,市场占比均在 10%左右。

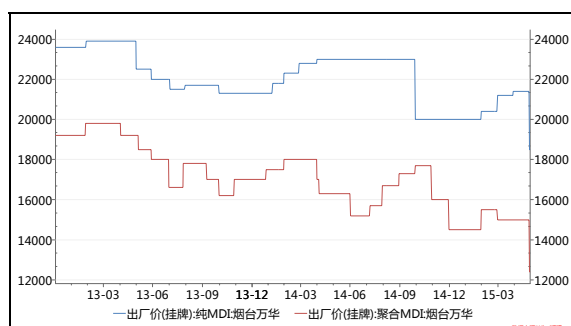
MDI 作为有机中间体,其 60%以上均用于聚氨酯硬泡产品生产,此外,MDI 还可应用于反应注射模塑弹性体、合成革以及汽车内饰件等领域,并且 MDI 的反应性能与应用性能方面较 TDI 更具优越性,其在市场中的比重逐年增加。

MDI 作为技术和资本密集型的行业,不仅生产技术要求高,而且资本投入巨大。2014 年 MDI 项目核准权由国务院下放到省级政府,这在一定程度上有助于扩大 MDI 生产项目的投资建设。目前,全世界仅有拜耳、巴斯夫、亨斯迈、万华化学等几家大型公司掌握了其生产的核心技术。

截至 2014 年,全球产能约 666 万吨/年,国内产能约 266 万吨/年,占全球产能的 40%,2014 年新增产能主要为万华化学 40 万吨产能(新建 60 万吨装置同时关闭 20 万吨旧装置)和拜耳 15 万吨产能。2014 年 11 月,万华化学 60 万吨 MDI 生产装置全线投产,成为全球最

大的 MDI 供应商, 标志着万华化学自主知识产权的第五代大规模 MDI 制造技术成功产业化。在 2015 年及未来两年里, 国内还有两套较大的装置投产, 分别是巴斯夫重庆 40 万吨/年 MDI 装置和巴斯夫、亨斯迈等五企业在沪联建的 24 万吨/年粗 MDI 装置。随着市场对 MDI 需求越来越大, 未来几年仍将有 MDI 新建装置投产, 且各大公司或将突破现有技术瓶颈, 进一步扩大现有装置的产能。

图 1 纯 MDI、聚合 MDI 出厂价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

2014 年, 中国经济迈入新常态, 国内聚氨酯整体市场需求增速放缓, 受国内新增产能释放, MDI 市场供过于求, 市场价格一路受压下滑。以万华化学生产的聚合 MDI 价格走势为例, 受年初春节过后各生产开始恢复, 而入夏后下游冰箱等电器制造业需求增大, 价格在年初及入夏后有所上涨, 而后又回落, 但 MDI 现货价格全年仍呈下降走势, 全年降幅为 15.5%, 最高价与最低价格的差价在 3350 元, 振幅为 24.20%。截至 2014 年底, 纯 MDI (烟台万华) 挂牌出厂价为 20000 元/吨, 聚合 MDI (烟台万华) 挂牌出厂价为 14500 元/吨; 截至 2015 年 4 月底, 纯 MDI (烟台万华) 挂牌出厂价为 21400 元/吨, 聚合 MDI (烟台万华) 挂牌出厂价为 15000 元/吨。

未来, 我国纯 MDI 和聚合 MDI 的产能增长均将超过国内需求, 随着全球经济环境的变化以及国内经济增速放缓, 市场需求不可能有爆炸性增长, 我国聚氨酯工业会将进入平稳发展时期, 因此部分产品将出口。在纯 MDI 领域, 聚氨酯浆料和聚氨酯鞋底原液领域依然是将消

费主力, 氨纶和热塑性聚氨酯弹性体 (TPU) 领域增长速度较快; 在聚合 MDI 领域, 白色家电、保温材料和汽车领域将是消费主力。

总体看, 受 MDI 新增产能释放影响, MDI 价格出现下滑, 未来受下游需求放缓及新增产能影响, MDI 景气度或将下滑。

2. 区域经济环境

根据《2014 年烟台市国民经济和社会发展统计公报》, 烟台市全年实现地区生产总值 6002.08 亿元, 按可比价格计算, 比上年增长 9.1%。其中, 第一产业增加值 441.27 亿元, 增长 3.9%; 第二产业增加值 3212.35 亿元, 增长 8.8%; 第三产业增加值 2348.46 亿元, 增长 10.4%。三次产业结构由上年的 7.5: 54.8: 37.7 调整为 7.4: 53.5: 39.1。全市人均生产总值 85795 元 (按年平均汇率折合 13967 美元), 比上年增长 8.9%。

工业方面, 全年全部工业增加值 2898.14 亿元, 比上年增长 8.8%。规模以上工业增加值增长 9.6%。规模以上工业中, 国有及国有控股企业增长 3.4%。全年规模以上工业中, 计算机、通信和其他电子设备制造业增加值比上年增长 10.4%, 汽车制造业增长 15.8%, 有色金属冶炼和压延加工业增长 14.4%, 农副食品加工业增长 10.3%, 专用设备制造业增长 5.2%, 化学原料和化学制品制造业增长 6.5%。全年规模以上工业实现主营业务收入 14899.58 亿元, 比上年增长 7.1%, 实现利税 1442.31 亿元, 增长 4.6%。规模以上工业企业亏损面 11.2%, 比上年扩大 0.9 个百分点。规模以上工业总资产贡献率、成本费用利润率和主营业务收入利润率分别为 19.6%、7.8%和 7.2%。

总体看, 烟台市经济稳步增长, 为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司是中国唯一具备自主知识产权生产 MDI 的厂家, 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，拥有第五代 MDI 制造技术。

跟踪期内，2014 年 11 月，公司烟台八角工业园内的年产 60 万吨 MDI 一体化项目成功投产，使公司 MDI 总产能达到 180 万吨/年（宁波 120 万吨/年、烟台 60 万吨/年），居全球第一。

总体看，公司技术水平领先，行业地位突出。

六、管理分析

跟踪期内，公司在股权结构、管理体制、管理制度和高管领导等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事 MDI 产品的生产和销售，并

不断向石油化工和精细化工产业延伸。

跟踪期内，公司主营业务收入规模保持稳定增长，2014 年，公司实现主营业务收入 219.84 亿元，同比增长 9.30%。其中，纯 MDI 实现收入 53.91 亿元，收入占比为 24.52%，聚合 MDI 实现收入 96.22 亿元，收入占比为 43.77%，公司其他产品主要为石化产品及聚醚等，实现收入 69.71 亿元，收入占比为 31.71%。2015 年一季度，公司实现营业收入 45.35 亿元。

毛利率方面，公司纯 MDI 和聚合 MDI 产品毛利率较上年变化不大，分别为 43.79% 和 32.17%，其他产品毛利率较上年有所下降，为 19.20%。受其他产品毛利率下降影响，2014 年公司综合毛利率下降为 30.87%，公司盈利能力较为稳定。2015 年一季度公司综合毛利率为 30.45%。

表1 公司主营业务情况（单位：亿元、%）

产品名称	2012年			2013年			2014年			2015年1-3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
纯MDI	46.93	29.60	45.60	55.04	27.37	41.73	53.91	24.52	43.79	11.15	24.59	48.41
聚合MDI	76.32	48.13	31.95	94.01	46.74	33.17	96.22	43.77	32.17	19.47	42.93	28.64
其他	35.32	22.27	27.24	52.08	25.89	23.15	69.71	31.71	19.20	14.73	32.48	19.21
合计	158.57	100.00	34.94	201.13	100.00	32.91	219.84	100.00	30.87	45.35	100.00	30.45

资料来源：公司提供

2. 产品产销情况

公司产品主要为纯 MDI、聚合 MDI 和聚醚，产能分别为 55 万吨/年、125 万吨/年和 12 万吨/年。

公司 MDI 生产主要原材料为苯胺和氯气，随着公司产业链完善，产业链不断向上游延伸，公司苯胺实现部分自产（采购纯苯生产 MDI 原料苯胺），2014 年，公司苯胺采购量约为 30 万吨，自产量约为 60 万吨。苯胺采购均价较 2013 年有所下降，采购均价约为 8000 元/吨，由于纯苯价格跌幅较大，公司配套苯胺产能保持了公司毛利率的稳定性。半成品氯气方面，公司 2014 年采购量约为 40 万吨，自产量约为 20 万吨，采购

均价较上年有所下降。

2014 年，公司烟台八角工业园内的年产 60 万吨 MDI 一体化项目成功投产，公司 MDI 产能进一步提升。2014 年，纯 MDI 和聚合 MDI 产量合计约 110 万吨，较上年小幅增长；同期，公司纯 MDI 和聚合 MDI 销量保持增长，销量合计约为 100 万吨，带动收入规模稳定增长。销售价格方面，受 MDI 产能扩张、油价下跌及原材料纯苯价格跌幅较大影响，MDI 市场竞争加剧，MDI 产品销售价格均呈现不同程度下降，纯 MDI 售价均价约为 16000 元/吨，聚合 MDI 平均售价约为 13000 元/吨。

总体看，跟踪期内，公司整体运行平稳，

伴随产能的释放，公司产销规模稳定增长，公司行业技术领先，市场地位突出，综合抗风险能力较强。

3. 未来发展

公司主要建设项目为万华烟台工业园项目，万华工业园项目计划总投资280亿元（包括60万吨MDI产能、30万吨TDI产能、75万吨丙烯产能、24万吨环氧丙烷产能、24万吨丁辛醇产能、30万吨丙烯酸及配套30万吨聚醚多元醇装置），由于设计优化、钢材价格下跌等原因，万华烟台工业园项目实际发生的工程成本低于项目可行性研究报告概算金额，项目实际总投资额预计为210亿元。截至2014年底，万华烟台工业园项目累计完成投资159.54亿元，2015年计划投资45.00亿元。

总体看，万华烟台工业园投资规模大，短期仍需较大投入，公司具有一定对外融资需求，未来伴随公司新增产能释放，公司经营规模有望进一步提升。

八、募集资金使用情况

公司于2012年发行中期票据“12万华股MTN1”，募集资金10.00亿元，用于补充生产经营中的流动资金需求，截至2015年3月底，募集资金已全部使用。

九、财务分析

公司提供的2014年财务报表经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2014年，公司合并范围新增上海万华科聚化工科技发展有限公司。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

截至2014年底，公司合并资产总额415.92亿元，所有者权益132.86亿元（含少数股东权益26.92亿元）；2014年公司实现营业收入220.88亿元，利润总额41.69亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额436.69亿元，所有者权益138.56亿元（含少数股东权益27.96亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入45.36亿元，利润总额8.35亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入220.88亿元，同比增长9.14%，同期，公司发生营业成本152.70亿元，同比增长12.42%。公司2014年实现利润总额41.69亿元，同比下降5.81%。

期间费用方面，2014年，公司发生期间费用24.94亿元，同比增长11.24%，主要为管理费用，其中销售费用7.00亿元，同比增长17.55%，管理费用13.59亿元，同比下降2.11%，财务费用4.34亿元，同比增长68.55%，财务费用大幅增长主要系汇兑收益减少，同时贷款规模增长所致。公司期间费用率为11.29%，期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2014年，公司资产减值损失0.74亿元，同比大幅增长，主要系烟台老厂搬迁对老厂区的部分房屋计提减值准备和对客户应收账款计提坏账准备增加所致；同期，公司营业外收入为2.65亿元，同比增长33.32%，主要系政府补助增长所致，公司营业外支出为2.42亿元，主要为烟台老厂搬迁对老厂区的部分装置进行报废清理所致。

盈利指标方面，受净利润下降影响，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均有所下降，分别为30.38%、11.21%和24.22%。

2015年一季度，公司实现营业收入45.36亿元，为2014年全年收入的20.53%，利润总额8.35亿元，营业利润率为30.11%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持增长，但受期间费用上升及营业外支出大幅增加影响，公司利润水平有所下降。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2014年，公司经营活动现金流量净额为40.21亿元，同比增长

3.91%，其中经营活动现金流入量为 305.78 亿元，同比增长 17.58%，经营活动现金流出量为 265.57 亿元，同比增长 19.97%。公司经营活动现金流入量主要为销售商品、提供劳务收到的现金，为 297.81 亿元，现金收入比为 134.83%，较上年有所提升，公司收入实现质量好。

投资活动现金流方面，2014 年，公司投资活动现金流量净额体现为净流出，主要系万华烟台工业园项目支出所致。投资活动现金流出量为 91.26 亿元，同比增长 33.21%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资活动现金流量净额为-90.26 亿元。

筹资活动现金流方面，2014 年，公司筹资活动现金流入量为 203.35 亿元，同比增长 52.69%，主要为取得的银行借款增加所致，其中取得借款收到的现金 191.46 亿元和发行债券收到的现金 10.00 亿元，筹资活动现金流出量为 153.34 亿元，同比增长 43.17%，主要为偿还债务支付的现金 124.40 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金 28.51 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 50.01 亿元。

2015 年一季度，公司经营活动现金流量净额为 7.44 亿元，现金收入比为 98.99%，投资活动现金流量净额为-22.63 亿元，筹资活动现金流量净额为 16.07 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力稳定，收入实现质量好，在建项目主要为烟台工业园，未来仍存在一定融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

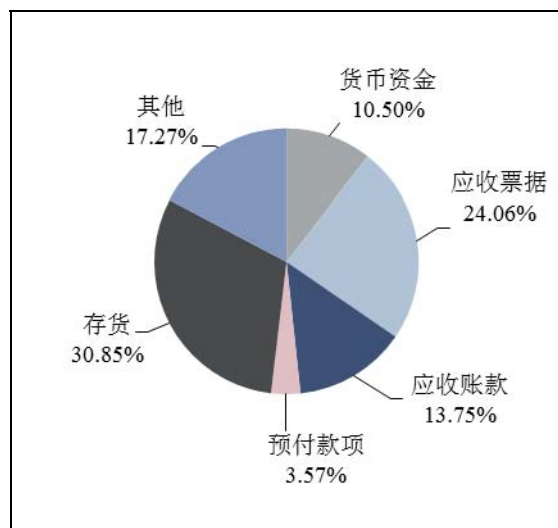
截至 2014 年底，公司资产总计 415.92 亿元，同比增长 33.55%，增长主要来自固定资产和其他流动资产。其中流动资产占 23.46%，非流动资产占 76.54%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 97.57 亿元，同比增长 19.14%，主要为货币资金（占 10.50%）、应收票据（占 24.06%）、应收账款（占

13.75%）、存货（占 30.85%）和其他流动资产（占 15.87%）。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司货币资金为 10.25 亿元，同比增长 3.62%，主要为银行存款，其中其他货币资金 0.30 亿元，为银行承兑汇票保证金及 LPG 纸货保证金。

截至 2014 年底，公司应收票据为 23.48 亿元，同比下降 29.07%，主要为银行承兑票据，其中 2.81 亿元银行承兑票据已质押。

截至 2014 年底，公司应收账款账面余额为 15.17 亿元，计提坏账准备 1.75 亿元，账面价值为 13.42 亿元，同比增长 26.26%。应收账款中单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占 33.37%，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 66.63%，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 1 年以内的占 98.19%。前五名单位应收账款的年末余额占应收账款年末余额合计数的 10.35%。

截至 2014 年底，公司存货账面余额为 30.13 亿元，计提跌价准备 0.03 亿元，账面价值为 30.10 亿元，同比增长 32.89%，主要系万华烟台工业园 MDI 装置全线投产，公司储备的原材料及在产品增加所致。存货中原材料占 44.87%，在产品占 22.02%，库存商品占 33.11%。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 15.49

亿元，主要为期末增值税进项税留抵额较多所致。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 318.36 亿元，主要为固定资产（占 47.73%）和在建工程（占 36.83%）。

截至 2014 年底，公司固定资产为 151.95 亿元，同比增长 77.06%，主要为万华烟台工业园 MDI 装置达到预定可使用状态结转为固定资产所致。其中房屋及建筑物占 12.42%、机器设备占 86.39%，运输工具占 0.51%，电子设备、器具及家具占 0.68%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 117.25 亿元，同比增长 44.55%，主要为万华烟台工业园项目投入增加所致。在建工程中万华烟台工业园项目中合计人民币 62.87 亿元的工程被作为抵押物，用以获取银行借款。

截至 2014 年底，公司无形资产为 16.12 亿元，同比增长 12.29%，其中土地使用权占 82.99%，非专利技术占 12.54%，软件占 4.47%。无形资产中净值为 5.41 亿元的土地使用权及 1.96 亿元的非专利技术作为抵押物，用以取得借款。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 7.49 亿元，同比下降 70.18%，主要系预付工程款大幅下降所致。其他非流动资产中预付工程款占 99.49%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 436.69 亿元，较上年底增长 4.99%，主要来自应收票据、应收账款和在建工程。其中流动资产占 24.42%，非流动资产占 75.58%。

总体看，随着万华烟台工业园项目建设的投入，公司资产规模快速增长，公司资产以非流动资产为主，符合生产型企业特点，公司资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 132.86 亿元（含少数股东权益 26.92 亿元），同比增长 12.77%，主要系未分配利润增长所致。

归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.39%，资本公积占 0.46%，盈余公积占 14.89%，未分配利润占 64.27%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 138.56 亿元（含少数股东权益 27.96 亿元），较上年底增长 4.29%，主要来自未分配利润。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模增长，但权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 283.06 亿元，同比增长 46.19%，主要来自长期借款。其中流动负债占 46.75%，非流动负债占 53.25%。

流动负债

截至 2014 年底，公司流动负债合计 132.34 亿元，同比增长 26.75%，增长主要来自短期借款和一年内到期的非流动负债。其中短期借款占 33.98%，应付票据占 15.45%，应付账款占 19.76%，一年内到期的非流动负债占 18.98%。

截至 2014 年底，公司短期借款为 44.96 亿元，同比增长 19.84%，主要为信用借款。

截至 2014 年底，公司应付票据为 20.45 亿元，同比增长 2.55%，全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应付账款为 26.15 亿元，同比增长 13.75%，主要为应付采购款和应付工程款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 25.12 亿元，同比增长 95.64%。

非流动负债

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 150.72 亿元，同比增长 46.19%，主要为长期借款（占 85.17%）和应付债券（占 13.27%）。

截至 2014 年底，公司长期借款为 128.38 亿元，同比增长 62.69%，主要为公司工程项目所需长期资金增长，公司增加了银行借款。长期借款中信用借款占 62.91%，保证借款占 9.09%，抵押借款占 28.00%。

截至 2014 年底，公司应付债券合计 20.00 亿元，同比增长 100.00%，其中 10.00 亿元为中期票据“12 万华股 MTN1”，10.00 亿元为 2014

年在香港和新加坡完成的人民币债券发行。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 238.95 亿元，同比增长 50.09%，其中短期债务占 37.90%，长期债务占 62.10%。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上升至 52.76%、64.27% 和 68.06%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 298.13 亿元，较上年底增长 5.32%，增长主要来自长期借款。公司全部债务为 255.75 亿元，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 53.23%、64.86% 和 68.27%。

总体看，跟踪期内，公司工程项目建设持续投入，融资需求增加，公司债务负担有所加重。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，受公司流动负债快速增长影响，公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2014 年底分别下降至 73.72% 和 50.98%，截至 2015 年 3 月底分别为 77.25% 和 54.72%；2014 年，公司经营现金流动负债比率为 30.38%，较上年下降 6.68 个百分点。考虑到公司经营获现能力和盈利能力较强，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2014 年，公司 EBITDA 为 61.08 亿元，同比增长 5.09%，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 4.04 倍和 3.91 倍，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为 9.00 亿元，其中对烟台开发区国有资产经营管理公司连带责任担保 8.00 亿元，担保期限为 2013 年 4 月 10 日至 2022 年 4 月 10 日，对烟台港万化工业园码头有限公司连带责任担保合计 1.00 亿元，0.75 亿元担保期限为 2014 年 1 月 23 日至 2017 年 1 月 21 日，0.25 亿元担保期限为 2014 年 4 月 24 日至 2020 年 4 月 22 日，烟台港万化工业园码头有限公司为公司合营公司，被担保企业运营情况良好。公司担保比率

为 6.50%，或有负债风险较低。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 550.00 亿元，未使用额度 310.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司同时为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

公司 2014 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 61.08 亿元、305.78 亿元和 40.21 亿元，对“12 万华股 MTN1”的保障倍数分别为 6.11 倍、30.58 倍和 4.02 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“12 万华股 MTN1”的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B201506100082877588），截至 2015 年 6 月 10 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

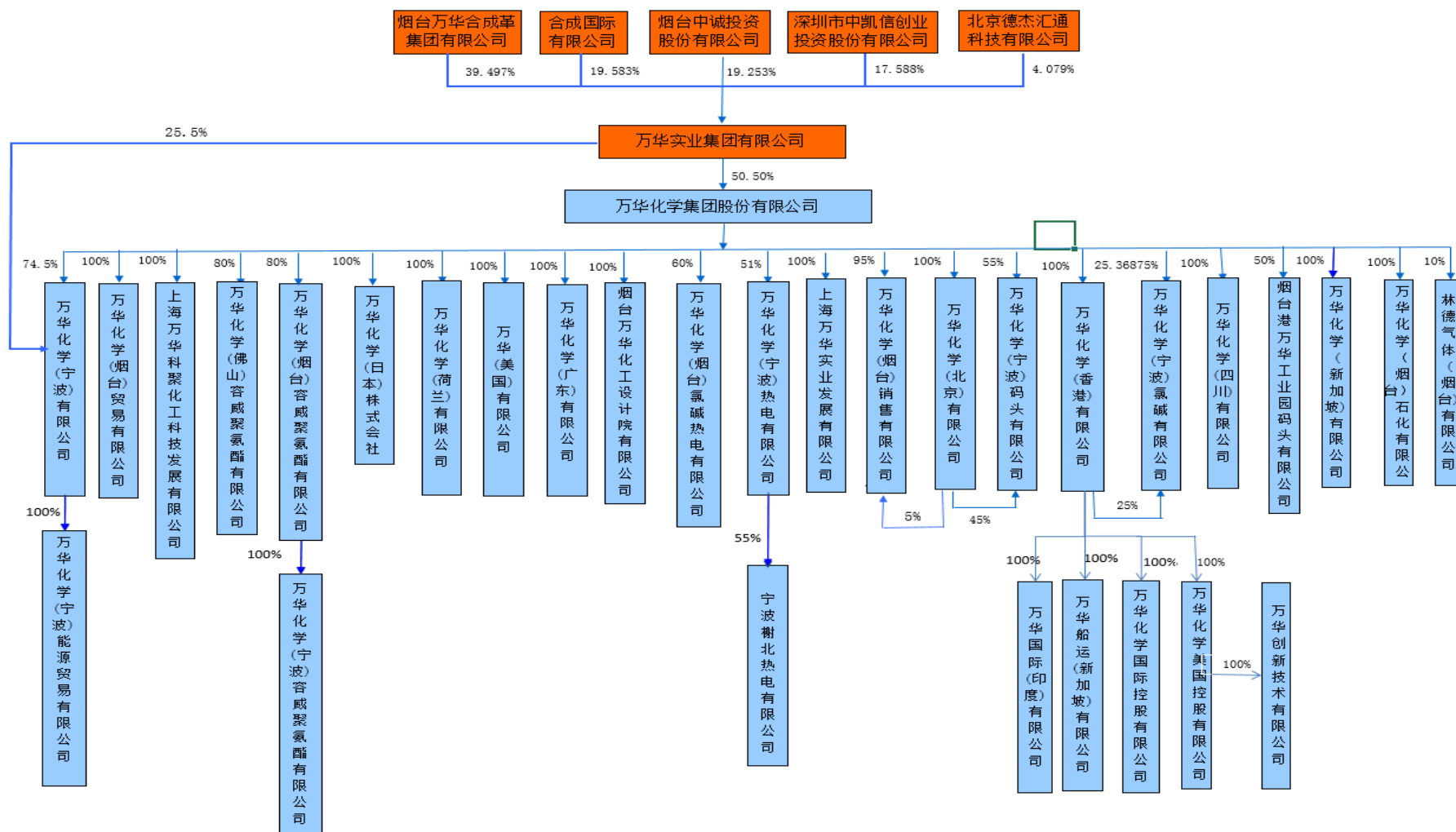
6. 抗风险能力

公司为全球重要的 MDI 生产厂商，技术水平领先，处于中国 MDI 行业龙头地位，竞争优势显著。公司盈利能力稳定，未来伴随公司产能的进一步释放及产品多元化发展，公司盈利能力有望进一步提升，基于对公司自身经营和财务风险以及未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持万华化学集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“12 万华股 MTN1”的信用等级为 AA⁺。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.28	42.99	33.80	37.72
资产总额(亿元)	225.41	311.44	415.92	436.69
所有者权益(亿元)	98.43	117.81	132.86	138.56
短期债务(亿元)	62.44	70.30	90.57	98.06
长期债务(亿元)	44.42	88.91	148.38	157.69
全部债务(亿元)	106.87	159.21	238.95	255.75
营业收入(亿元)	159.42	202.38	220.88	45.36
利润总额(亿元)	35.66	44.26	41.69	8.35
EBITDA(亿元)	47.19	58.12	61.08	--
经营性净现金流(亿元)	38.06	38.69	40.21	7.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.16	4.57	5.48	--
存货周转次数(次)	6.23	6.38	5.79	--
总资产周转次数(次)	0.80	0.75	0.61	--
现金收入比(%)	117.21	125.68	134.83	98.99
营业利润率(%)	34.32	32.27	30.38	30.11
总资本收益率(%)	16.67	15.43	11.21	--
净资产收益率(%)	30.68	31.97	24.22	--
长期债务资本化比率(%)	31.10	43.01	52.76	53.23
全部债务资本化比率(%)	52.06	57.47	64.27	64.86
资产负债率(%)	56.33	62.17	68.06	68.27
流动比率(%)	101.65	78.43	73.72	77.25
速动比率(%)	77.40	56.74	50.98	54.72
经营现金流动负债比(%)	46.26	37.06	30.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.03	8.46	4.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.74	3.91	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×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
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%

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
 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 4 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息