

信用等级公告

联合[2013] 199 号

联合资信评估有限公司通过对烟台开发区国有资产经营管理公司及其拟发行的 2013 年度 8 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

烟台开发区国有资产经营管理公司

主体长期信用等级为

AA

烟台开发区国有资产经营管理公司

2013 年度 8 亿元企业债券的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年三月十一日



烟台开发区国有资产经营管理公司

2013 年度 8 亿元企业债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行额度: 8 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

发行目的: 募投项目建设

评级时间: 2013 年 3 月 11 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	54.53	59.99	95.29
所有者权益(亿元)	24.80	35.17	48.73
长期债务(亿元)	18.45	12.99	28.93
全部债务(亿元)	25.10	20.63	35.36
营业收入(亿元)	1.69	4.46	4.30
利润总额(亿元)	1.29	1.37	1.35
EBITDA(亿元)	1.42	1.70	1.61
经营性净现金流(亿元)	-7.19	6.04	-14.35
营业利润率(%)	33.47	21.03	12.66
净资产收益率(%)	4.85	3.64	2.72
资产负债率(%)	54.52	41.38	48.86
全部债务资本化比率(%)	50.31	36.98	42.05
流动比率(%)	403.22	326.23	415.64
全部债务/EBITDA(倍)	17.72	12.11	22.02
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.18	0.21	0.20

分析师

王紫临 王冰

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”)对烟台开发区国有资产经营管理公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为烟台经济技术开发区(以下简称“开发区”)的投资建设主体,在良好的外部环境、持续的政府支持、稳定的政府补贴等方面的优势。联合资信同时关注到公司自身盈利能力较弱、应收款规模较大及未来资金压力较大等因素对其经营发展及偿债能力带来的不利影响。综合来看,公司主体信用风险低。

近年来,公司业务发展较快,营业收入及补贴收入快速增长,同时烟台市稳步增强的经济实力及开发区政府持续的外部支持对公司未来的发展及经营的稳定性起到较强的支撑作用。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期债券由烟台万华聚氨酯股份有限公司(以下简称“烟台万华”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,烟台万华担保能力强,对本期债券信用水平提升作用较大。联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 开发区近年来各项经济指标保持增长,财政收入稳步提高,为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 开发区政府在资产划拨、财政补贴及偿债支持等方面,给予公司大力支持。
3. 公司经营范围逐步扩展,经营性业务板块初具规模。
4. 本期债券由烟台万华提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,对本期债券信用水平提升作用大。

关注

1. 公司自身盈利能力较弱，经营性现金流不稳定，偿债能力对开发区财政依赖性强。
2. 公司未来投资金额大，面临一定资金压力。
3. 公司其他非流动资产及其他应收款占资产之比大，公司资产总体变现能力受到一定影响。

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）与烟台开发区国有资产经营管理公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与烟台开发区国有资产经营管理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，未因烟台开发区国有资产经营管理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开发区国有资产经营管理公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、烟台开发区国有资产经营管理公司 2013 年度 8 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

烟台开发区国有资产经营管理公司（以下简称“公司”）于1994年5月24日经烟台经济技术开发区编制委员会《关于设立国有资产经营管理公司的通知》（烟开编字[1994]第2号）批准，由烟台经济技术开发区财税局拨款成立，并于1996年6月18日取得烟台经济技术开发区工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。公司设立时注册资本1000万元，实收资本1000万元。经过数次增资之后，截至2011年底，注册资本50000万元。公司的出资人及主管部门为烟台经济技术开发区财政局。公司为开发区财政局直属的开发区建设投融资主体，在开发区建设上具有一定的行业垄断性。

公司业务范围：运用授权范围内的国有资产和其它可支配的资金入股、参股、合资、租赁；区内城市基础建设投资，销售；建筑材料；国家产业政策范围内允许的投资。截至2011年底，公司下设资产经营部、项目管理部、财务部、办公室四个部门。公司下设9个子公司，其中，通过设立或投资等方式取得的子公司7家，政府无偿划入的子公司2家。

截至2011年底，公司合并资产总额为952867.47万元，所有者权益合计为487306.75万元（其中少数股东权益26755.07万元）。2011年，公司实现营业收入43024.96万元，利润总额13488.85万元。

公司注册地址：烟台经济技术开发区泰山路44号，法定代表人：潘志滨。

二、本期发债项目

1. 本期债券概况

公司计划于2013年申请发行8亿元企业债券（以下简称“本期债券”），本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券采用提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%。

本期债券由烟台万华聚氨酯股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，本期债券采取了分期偿还本金的还款方式，有利于降低集中偿付带来的资金压力。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金8亿元，将用于烟台经济技术开发区万华工业园基础设施配套项目，该项目经有关部门批准。

表1 本期债券募集资金使用计划（万元）

募集资金投向项目	项目总投资	拟使用募集资金规模
烟台经济技术开发区万华工业园基础设施配套项目	145644	80000

资料来源：公司提供

1. 项目建设背景

烟台万华聚氨酯股份有限公司根据烟台市总体规划，实施“老厂搬迁异氰酸酯一体化”项目。万华工业园基础设施配套项目的建设是保证万华工业园区顺利运营的基础条件，通过该项目的建设将进一步提高工业园区硬件设施的配套服务能力，增加工业园区化工新材料产业的承载功能，改善产业投资环境。

2. 项目概况

该项目建设地点位于烟台经济技术开发区西港区临港工业区内。该项目的主要建设内容包括土地征收、房屋拆迁安置以及给水、供电、雨水和污水等基础设施配套。

3. 项目核准情况

该项目于2011年10月20日经烟台市发展和改革委员会烟发改审[2011]204号文批复。烟台市环境保护局于2011年10月15日出具烟环审[2011]119号环境影响报告书的批复意见。中华人民共和国国土资源部于2011年7月4日颁发了土地证。

4. 项目投资规模

该项目总投资为 145644 万元，拟使用本期债券募集资金 80000 万元，占项目总投资比例的 54.93%，其它资金为自有资金和银行贷款等。

5. 项目实施情况

该项目于 2011 年 11 月开始组织实施前期基础工作，截至 2012 年 9 月底，累计完成投资额 4.4 亿元，占项目总投资额 30.21%。

三、区域及经营环境

公司作为烟台开发区国有资产运营主体，业务范围涉及开发区基础设施建设。公司的经营发展取决于烟台市及开发区经济水平及未来发展规划。

1. 烟台市概况

2011 年烟台市全市实现生产总值（GDP）4906.83 亿元，按可比价格计算，比上年增长 12.1%。其中，第一产业增加值 346.53 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 2882.17 亿元，增长 12.3%；第三产业增加值 1678.13 亿元，增长 15.1%。第一产业增加值占生产总值的比重为 7.1%，比上年下降 0.6 个百分点；第二产业增加值比重为 58.7%，下降 0.2 个百分点；第三产业增加值比重为 34.2%，上升 0.8 个百分点。人均生产总值 62264 元，增长 14.5%。2011 年全市城市居民人均可支配收入 23288 元，增长 10.2%。城市居民人均消费支出 15792 元，增长 8.6%。2011 年农民人均纯收入 9916 元，比上年增长 14.8%。

2011 年烟台市全年固定资产投资完成 2705.86 亿元，比上年增长 22.8%。全年新开工项目 2341 个，增长 12.2%，完成投资 625.23 亿元，增长 38.1%。

烟台市 2011 年实现地方财政一般预算收入 303.2 亿元，比上年增长 27.5%。地方财政支出 323.86 亿元，增长 30.6%。农林水事务、

住房保障、医疗卫生、环境保护等重点支出得到较好保障，支出分别增长 39.5%、38.5%、38.2%和 36.1%。全年完成国地税收入 515.17 亿元，比上年增长 24.4%。其中，国税收入完成 357.27 亿元，地税收入完成 157.9 亿元，分别增长 22.8%和 28.1%。

2. 烟台经济技术开发区概况

烟台经济技术开发区成立于 1984 年 10 月，是经国务院批准的首批 14 个国家级开发区之一。地处山东半岛黄海之滨，北与大连隔海相望，南与青岛陆路相通，东与韩国、日本一衣带水，毗邻烟台市中心区，距烟台港、烟台火车站 6 公里，距烟台新建的国际机场 20 分钟路程。辖区面积 228 平方公里，下辖 3 个街道办事处，93 个行政村，总人口 40 万。

烟台开发区已构筑起机械制造、电子信息两大主导产业，拉动汽车、手机、电脑、船舶、装备制造五大产品集群崛起的产业发展格局，成为中国重要的汽车工业基地、电子信息产业基地和装备制造业基地，启动了生物医药、新材料、新光电三大新兴产业。2011 年，完成 GDP 900 亿元，增长 13.1%；工业总产值 2850 亿元，增长 16.3%；财政总收入 130 亿元、税收 127 亿元、一般预算收入 38 亿元，分别增长 23%、23.2%和 26.7%。

“十二五”期间，烟台开发区将以工业化为基础，做强制造业、服务业。到“十二五”末，全区 GDP 和工业总产值预计分别突破 1500 亿元和 5000 亿元，地方财政收入达到 100 亿元。

3. 开发区财政

2009~2011 年，开发区分别实现一般预算收入 230412 万元、300009 万元和 380008 万元，增长迅速，且三年税收收入占比均在 80%以上，一般预算收入构成稳定。

开发区基金收入主要来自土地出让收入。随着近年来商住用地出让面积的增加，开发区土地出让收入增长较快，2009~2011 年基金收

入分别为 37452 万元、85435 万元和 187425 万元，分别占当年开发区可控财力的 12.77%、20.29%和 28.22%，对可控财力贡献较大。

2009~2011 年，开发区分别获得上级补助收入 25521 万元、35669 万元、96722 万元，分别占可供支配财力的 8.70%、8.47%和 14.56%。开发区可供支配财力三年分别为 293385 万元、421113 万元和 664155 万元。

表 2 2009~2011 年开发区财政收入情况
(单位: 万元)

序号	科目	2009 年	2010 年	2011 年
加项 1	一般预算收入	230412	300009	380008
①	税收收入	193204	266574	338245
②	非税收入	37208	33435	41763
加项 2	基金收入	37452	85435	187425
加项 3	上级补助收入	25521	35669	96722
①	返还性收入	32494	32534	32534
②	财力性转移支付	-34984	-27107	-28984
③	专项转移支付	10519	30242	93172
⑤	上年结余	8830	10511	9910
5	地方预算体系中可支配收入总计	293385	421113	664155

资料来源: 公司提供

总体来看，随着近几年的快速发展，开发区财政实力快速提升，并已达到一定规模。开发区可控财力以一般预算收入为主，且税收收入占一般预算收入之比较大，开发区地方可支配收入稳定性较高。

4. 开发区未来发展规划

根据开发区规划，“十二五”期间，开发区经济社会发展的主要目标是：开发区生产总值达到 1580 亿元，年均增长 15%，人均 GDP 52.7 万元。全区工业总产值 5200 亿元，年均增长 16%。地方财政收入 100.65 亿元，年均增长 27.23%。高新技术产业产值达到 4000 亿元，年均增长 16%，占工业总产值比重 77%。三次

产业结构比为 1: 63: 36，五年累计固定资产投资 1888 亿元。

“十二五”期间，开发区将致力于培育新材料、生物医药、新光电三大新兴产业。集中力量打造电脑产品、手机产品、汽车产品、装备制造产品和船舶产品集群。同时，开发区将以功能划分区域，分成化学工业园、生物医药工业园、新光电科技产业园、节能环保健康产业园、资源再生产业园、综合物流园等 6 大园区。

总体来看，近年来烟台市和开发区的经济水平保持了快速的发展态势，对城市基础设施要求不断提高，烟台经济技术开发区依托烟台市便利的交通条件，以及良好的经济发展环境，发展快速。公司作为烟台开发区资产经营的投资主体，未来发展空间广阔。

四、基础素质分析

1. 人员素质

公司经理潘志滨先生，1960 年 4 月生。1996 年毕业于山东干部函授大学，本科学历。曾任烟台地区公社工业局会计，烟台市乡镇企业局计划财务科副科长，烟台开发区财税局会计师事务所税务代理二部副部长，烟台经济技术开发区财政局综合科科长，烟台经济技术开发区财政局国资处副处长，烟台经济技术开发区粮食收储管理中心副主任。现任烟台开发区国有资产经营管理公司经理。

公司共有在职员工 15 人，其中大专文凭 3 人，本科以上 12 人。全部为管理人员。在年龄构成方面，30 岁以下 4 人，30~50 岁 9 人，50 岁以上 2 人。整体人员素质较高。

总体来看，公司高管人员具有丰富的管理经验。公司人员构成合理，素质较高，满足日常经营的需要。

2. 政府支持

为保障公司的正常经营，烟台市政府和开

发区在资产划拨、特许经营和财政补贴等方面给予公司有力支持。

(1) 资产注入及资金拨付

2009年,根据烟开国资【2009】37、39、41、42、43号文件,开发区以现金增加资本公积资产形式对公司增加2.37亿元投入;2010年,开发区管委会无偿将烟台开发区金沙滩建筑安装工程有限责任公司(以下简称:“金沙滩公司”)和烟台开发区公用工程公司(以下简称:“公用公司”)两家单位的0.26亿元股权划拨至公司名下,用于增强公司融资能力,充实公司实力。

2011年,根据烟开国资【2001】12、20号文件,开发区以现金对子公司业达实业增加了99677.73万元投资款,作为项目资本金用于投资基础设施投资,公司将其计入资本公积。

(2) 补贴

2009年,根据烟开国资【2009】38、40、45号文件,公司获得财政补贴款0.93亿元;2010年,根据烟开国资【2010】52号文件和烟开国资【2010】64号文件,公司获得财政补贴款1.03亿元。2011年,依据烟开国资【2011】67号、烟开国资【2011】68号、烟开国资【2011】69号和烟开国资【2011】71号文件,公司获得财政补贴款1.33亿元;在账务处理上,上述款项计入营业外收入。

总体看,开发区政府在资产注入、财政补贴等方面均对公司给予支持,为公司发展提供了良好的外部保障。

五、管理分析

根据公司章程的规定,公司由烟台经济技术开发区财政局行使出资人职权。公司不设董事会,实行经理办公会领导下的经理负责制,经理办公会为企业经营决策机构,由企业经理、副经理、部门经理共同组成。经理办公会向出资者负责。公司本部现设资产经营部、项目管理部、财务部、办公室四个职能部门。

公司结合自身实际情况,制定并不断完善了对印章管理、财务管理、融资管理、投资管理等一系列的内部控制制度。

总体来看,公司组织机构较为健全,但总体来看,目前法人治理结构及管理制度有待完善。

六、经营分析

作为开发区重要的投融资主体及经营主体,公司主要职能包括筹措资金用于开发区基础设施建设以及负责部分国有资产运营与管理两大部分。

1. 开发区基础设施建设

在基础设施投资建设方面,公司承担部分公益性基础设施投资项目,主要以2011年新增的河北小区二期项目建设,河北小区三期项目建设,A-17小区三期项目建设,海韵小区五期项目建设,海韵小区六期项目建设,季翔花园二期项目建设等六个安置房项目为主。上述项目由公司下属控股子公司——烟台业达实业有限公司(以下简称“业达实业”)为投资主体,业达实业由公司持股85.73%,管委会另一直属企业——烟台开发区营销中心持股14.27%。

2011年,业达实业在上述项目的总投资额为28亿元(反映在“预付款项”科目),其中政府投入资本金9.97亿元(记入资本公积科目),银行借款15亿元,该公司通过与其他公司拆借融入约3亿元(记入其他应付款科目)。

上述项目建成后,可以通过土地出让金返还等方式形成资金回流,对15亿银行借款及相应的利息提供保障。其中针对土地出让金返还,开发区管委会出具了《关于落实新农村建设安居工程建设项目土地出让收入返还有关问题的决定》(烟开[2011]48号)文件予以确认。上述六个项目规划建筑面积806442.11平方米,共建设58栋高层住宅楼及配套设施,总户数6304户。项目建成后,剔除已经明确

建设的还迁房和安置房以外，剩余土地可用于出让，此外通过填海造地新增可出让面积 676 亩。

2. 国有资产运营

截至 2011 年底，公司形成了工程施工、房屋销售、工程代建、物流担保、造船为主的经营格局，公司 2009~2011 年具体经营状况见表 3。

表3 2009~2011年公司主营业务收入及成本情况（万元）

项目	主营业务收入			主营业务成本		
	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度	2010年度	2011年度
工程施工收入		11358.43	15824.25		11278.35	13511.11
售房收入	11314	22333.66	1208.20	9616.9	20340.63	966.29
委托管理费收入	4070.93	7453.9	675.17	--	--	--
物流担保及其他收入	1529.58	2461.53	3297.02	165.14	320.93	130.48
造船收入			20971.35			21771.30
合计	16914.5	43607.52	41975.99	9782.04	31939.91	36379.19

资料来源：公司提供

（1）工程施工板块

2010年，由于公司合并范围的扩大，新增相应工程施工业务。公司主要负责基础设施项目的施工。公司两个建筑施工主体为公用公司和金沙滩公司。

公用公司成立于1993年12月，系国有企业，注册资金2000万元人民币，取得ISO9002标准质量体系的认证，具有山东省建设厅颁发的《市政工程施工总承包贰级企业等级证书》和烟台市城市管理局颁发的园林绿化资质证书。

公用公司现有工程技术人员45人，具有高级职称人员6人，中级职称人员35人；经国家有关部门培训认证的具有丰富的现场施工经验的项目经理15人。

公用公司现有机械设备45台，其中：挖掘机4台，装载机5台，振动碾1台，平地机1台，摊铺机2台，压路机5台，稳定土摊铺机1台，20T吊车3台，灰土拌合站1座，稳定土拌合设备2套，沥青混凝土拌合站2座，工程运输等设备18台，设备完好率达到100%，技术装备率达到人均5.8万元。

公用公司作为开发区管委会直属的市政建筑行业的国有独资企业，在工程施工上具有

一定的行业垄断性。管委会每年可直接发包不低于3000万元的工程量，公用公司的绿化资质系2011年最新获得，因此2011年以后公用公司在市政绿化工程方面业务量有所增长，整体收入水平有所提高。

金沙滩公司成立于1996年7月，公司注册资本600万元，建筑资质为建筑总承包叁级资质，并具备市政公用工程总承包、园林古建筑工程、装饰装修、城市照明工程叁级资质，拥有机械设备总台数63台（件），机械设备总功率825.45千瓦，动力装备率2.45千瓦/人，技术装备率为0.52万元/人，2005年通过了ISO9001质量管理体系认证。

金沙滩公司各类专业技术管理人员86人。其中初级职称27人，中级职称16人，高级职称4人。持证上岗的关键岗位人员达到49人。在专业技术人员中，注册二级建造师10人。

金沙滩公司自成立以来合同履约率100%，工程交验合格率100%，优良率达95%以上。金沙滩公司累计完成的建筑业产值达到4亿元，近年来施工的重点工程主要是海滨路西延工程（夹河至古现1路），全场14公里，含雨污水管道各14公里，给水管10公里，产值达1.7亿元。还完成了河道整治、路灯、绿化等多项工程。

为磁山开发完成的配套工程有雨污水、消防、绿化和磁山地质公园大门。

2010~2011 年，公司工程施工业务板块收入分别为 11358.43 万元和 15824.25 万元，相应的毛利率为 0.71%和 14.62%，盈利能力不够稳定，主要原因是公司承担的项目要在一定程度上受政府指导，无法像一般建筑施工单位一样可以自由按照预期盈利水平对项目进行选择，所以导致毛利率出现波动。

(2) 房屋销售板块

公司所建的工业厂房项目主要用于满足开发区内企业的生产和办公需求，项目以标准化工业厂房为主，主要包括业达电子厂房、留学生创业园区1号厂房、2号厂房、3号厂房和机加工厂房等。截至2011年末，公司累计实现工业厂房的出租、出售收入约11562万元。

公司的商品房销售业务主要是与烟台开发区鑫正源投资有限公司（以下简称“鑫正源公司”）合作开发的“鸿富泰B-40居住小区”项目。

项目分A、B区，其中最先开发建设的是B区，总共6个楼座，地上建筑面积86000m²，地下建筑面积20000m²，合计建筑面积106000m²。

2009年12月，公司将B—40小区B区地上86026.75m²和地下19201.57m²，合计105228.32m²出售给富士康公司。

公司房屋销售板块在2009年体现收入1.13亿元，2010年体现收入2.23亿元，2011年体现0.12亿元。

(3) 委托管理费收入

公司作为管委会的投资及项目建设主体，为政府投资的基础设施工程提供工程管理、项目监管等管理服务，并收取委托管理费。根据管委会与公司签订的委托代建合同约定，公司将按照每年为政府提供管理服务项目工程量的按10%的比例提委托管理费。2009~2011年，公司计提基数分别为40709.27万元、74539.01万元和6751.70万元。计提金额分别为4070.93万元、7453.90万元和675.17万元。

(4) 造船业务

行业概况

造船业是为水上交通、海洋开发和国防建设等行业提供技术装备的现代综合性产业，也是劳动、资金、技术密集型产业，对机电、钢铁、化工、航运、海洋资源勘探等上、下游产业发展具有较强带动作用。2010年1~12月，中国造船完工量61.21百万载重吨，同比增长44.25%；新承接船舶订单58.46百万载重吨，同比增长124.84%；截至2010年12月底，中国手持船舶订单累计192.92百万载重吨，比2009年底手持订单量上升2.52%。中国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的41.9%、48.5%和40.8%，均位列全球首位。2010年，中国船舶克服了全球金融危机带来的接船难、交船难等困难，继续保持了快速发展的态势，造船完工量和新接订单量实现大幅增长。

2011年1~6月，受全球贸易保护主义盛行，贸易摩擦加剧，美国和欧洲经济衰退和债务危机等重大不利因素影响，资金链趋紧，新船订单的下单量明显下降。中国新接订单量为16.35百万载重吨，同比下降31.24%；造船完工量和手持订单量则较去年同期变动幅度小，均在2%以内。

经历了2010年造船行业短暂的复苏后，2011年上半年国际国内造船市场新增订单量显著减少，完工量和手持订单量同比小幅变动，尽管短期订单的保有量较为充足，如未来三年内全球贸易状况未有显著改善，新增订单量较少，则未来造船业将面临订单不足的严峻挑战。

经营状况

公司造船业务为2011年的新业务，其经营主体为烟台造船厂有限公司（以下简称“烟台造船厂”），烟台造船厂目前具备国家一级I类造船企业资质，主导产品为散货船，拥有生产产区174969.65平方米，船台一座，设计能力可以承接10万吨以下各类钢质船舶的建造任务，拥

有年产120万载重吨的造船生产能力。

截至2011年底，烟台造船厂共接有订单11.7万载重吨，其中已完工6.1万载重吨，剩余订单5.6万载重吨。烟台造船厂的生产模式为初段加工部分对外承包给大宇造船厂，后半段整合部分自行完成。其中初段加工由烟台造船厂负责原材料采购，大宇造船厂代为加工，待项目完工后一次性支付加工费，加工费的比例根据具体项目合同单独确定，现有订单的加工费为1.8亿元。

烟台造船厂销售模式为订单生产，由于刚刚投产，市场网络有待培育发展，因此现有业务量不够充裕，仅为希腊船东ADIRONDACK SHIPPING CORPORATION定制的两艘散货船，合计订货量为11.7万载重吨。产品销售按照完工百分比法确认收入。

烟台造船厂采购的原材料由订单方指定，主要为钢材、电机、发动机等设备，基本上以国外设备和原材料为主，其中钢材采购于韩国浦项钢铁集团；发动机采购于韩国斗山集团；近年来钢材价格上涨明显，烟台造船厂制造成本因此而有所增长。

2011年，烟台造船厂确认收入20971.35万元，相应的成本为21771.30万元，成本主要为原材料采购和人工成本，近年来由于钢材市场价格上涨和人民币升值的原因，烟台造船厂生产成本要高于订单签订时的预计成本，因此，在年度确认收入后该项业务出现亏损，考虑到烟台造船厂在产品完工交接后可实现出口退税，对该项业务会形成一定的利润弥补。

（5）其他业务

公司其他业务主要包括物流、担保等，其主体包括烟台开发区银翔物流有限公司、烟台银桥担保有限公司、烟台富坤资源再生经营管理有限公司等。公司其他业务收入近年来基本稳定，收入保持在2000万元，2011年物流、担保业务收入3297.02万元。

3. 未来投资计划

未来，公司将投资万华工业园项目、张裕工业园项目、衡山路改建项目、填海项目和磁山项目等五个项目，总计投资大约60亿元，其中对外融资22.9亿元，具体明细见附件6，总体来看，公司未来投资规模较大。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009～2011年度财务报表由北京兴华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报告。

2009年公司新设烟台银翔物流有限公司，2010年公司新设子公司2家，接收无偿划拨子公司2家，新设公司对报表影响小。2011年，公司新增烟台金海湾旅游开发有限公司和烟台业达实业有限公司（以下简称“业达实业”），合并范围的变化对收入及资产规模有一定影响。

截至2011年底，公司合并资产总额为952867.47万元，所有者权益合计为487306.75万元（其中少数股东权益26755.07万元）。2011年，公司实现营业收入43024.96万元，利润总额13488.85万元。

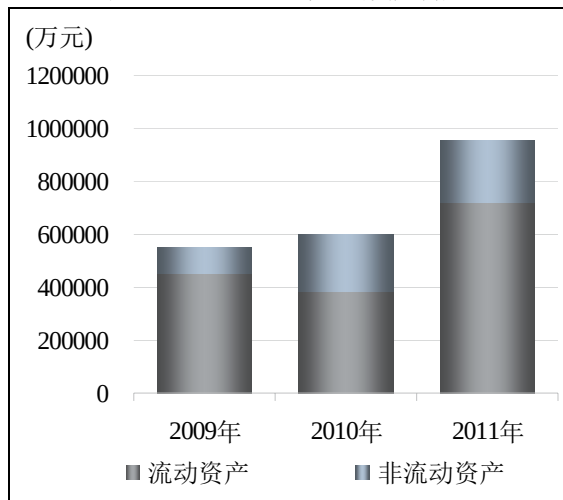
2. 资产构成

2009～2011年底，公司资产总额分别为545310.47万元、599931.70万元和952867.47万元，年均复合增长32.19%，资产总额快速增长，主要是由于政府划拨道路设施及建设大宇造船项目导致其他非流动资产增加、借款规模增加产生较多现金及合并范围变化导致。截至2011年底，公司资产总额中流动资产占75.39%，非流动资产占24.61%。

2009～2011年底，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长25.88%，2011年底为718388.71万元，主要由借款规模增加导致货币资金增加及合并业达实业导致预付拆迁款增加导致。2011年，公司流动资产主要由货币

资金、预付账款、其他应收款和存货构成，分别占流动资产总额的 15.52%、39.80%、29.31% 和 13.82%。

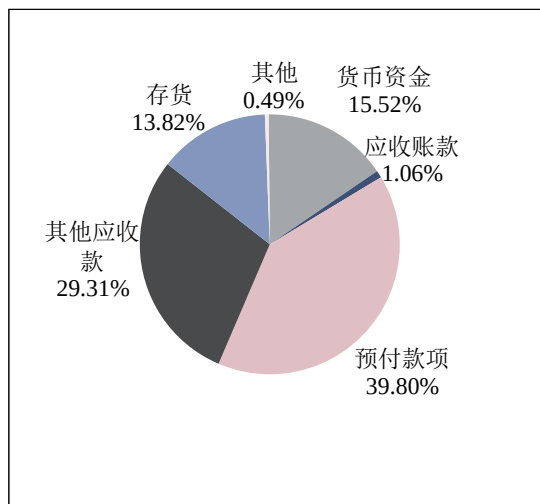
图 1 2009~2011 年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年底，公司货币资金快速增长，年均复合增长 161.40%，2011 年底为 111486.83 万元，主要是 2011 年公司大规模借款所致。

图 2 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年底，公司应收账款有所下降，年均复合减少 29.77%，2011 年底为 7614.34 万元，其中 75.18% 是应收 Adirondack shipping Corporation (烟台造船厂订货方) 的造船款项，21.01% 为应收烟台经济技术开发区财政局工

程款。

由于 2011 年公司合并的业达实业承接开发区基础设施建设任务，预付较多拆迁款项。2009~2011 年，公司预付账款年均复合增长 119468.57%，预付款项未来的账务处理方向未定。

2009~2011 年，公司其他应收款有所下降，年均复合下降 23.38%，2011 年底为 210547.32 万元，其中 87.89% 为开发区财政局的往来款，系公司转移支付给财政局用于基础设施建设的投资，财政局会按照公司偿还借款的具体安排来逐笔全额返还，在账务上做冲减其他应收款处理，余下的为开发区各政府部门的往来。

2009~2011 年底，公司存货有所增长，年均复合增长 28.27%，2011 年底为 99261.18 万元，主要由开发成本（与鑫正源投资有限公司合作开发的未完工的房地产项目）、开发产品（鑫正源投资有限公司完工的房地产项目）和库存商品（业达实业完工房地产项目）组成。

2009~2011 年底，公司非流动资产快速增长，年均增长 59.69%，2011 年底为 234478.75 万元，主要是政府划拨道路及建设大宇造船项目（计入其他非流动资产）所致，非流动资产主要由固定资产（占 24.28%）和其他非流动资产（59.49%）构成，其余占比较大的为长期股权投资（占 5.54%）和无形资产（2.44%）。

2009~2011 年底，公司长期股权投资快速增长，年均增长 39.92%，2011 年底为 12986.69 万元，主要是 2010 年参股烟台睿创微纳技术有限公司导致，持股比例 27.78%。

2009~2011 年底，公司固定资产快速增长，年均增长 13.68%，2011 年底为 56933.35 万元，主要是 2010 年有在建工程转入所致，2010 年，公司完成 A-3 厂站区项目并转固。2011 年，公司无在建工程转固，同时当年折旧额 2125.70 万元。截至 2011 年底，固定资产中房屋建筑物（工业厂房等）和工程施工设备分别占 95.68% 和 2.14%。

2009~2011年，公司在建工程波动较大，年复合增长253.29%，其中2011年为19174.49万元。公司在建工程的增长主要由于合并范围变化导致2011年合并报表新增基建项目临港研发中心、磁山项目（公益性公园）、填海工程（人工岛开发）。

2009~2011年，公司无形资产变动不大，年均增长4.07%，2011年底为5732.49万元，全部为土地使用权。

2009~2011年，公司其他非流动资产年均复合增长101.25%，其中2011年为139484.64万元，包括政府划拨的道路桥梁等市政项目（44518.14万元）及自建的富士康配套项目、与韩方合资的大宇造船厂等盈利性项目构成，以上项目中市政设施的变现能力差，资产质量一般。

总体来看，公司资产以其他非流动资产、固定资产、存货、其他应收款及预付账款为主，其他应收款的质量受政府还款效率影响大，存货资产质量较实，但易受房地产调控政策影响，非流动资产中政府划拨的道路资产为占比较大，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2010年公司获得烟台经济技术开发区管委会无偿划拨烟台开发区金沙滩建筑安装等2家公司；2011年，开发区管委会对子公司业达实业增加了99677.73万元投资款作为资本性投入，上述两项使得公司资本公积快速增长，带动所有者权益年均复合增长40.18%，2009~2011年，公司所有者权益三年分别为247992.33万元、351686.85万元和487306.75万元。截至2011年底，公司所有者权益中股本占10.27%、资本公积占75.75%、盈余公积占0.83%、未分配利润占7.66%。公司所有者权益中资本公积占比大，结构稳定性尚可。公司所有者权益中净资产包含70802.31万元公益性资产，将其扣除后，公司净资产416504.44万元。

2009~2011年底，公司负债总额分别为

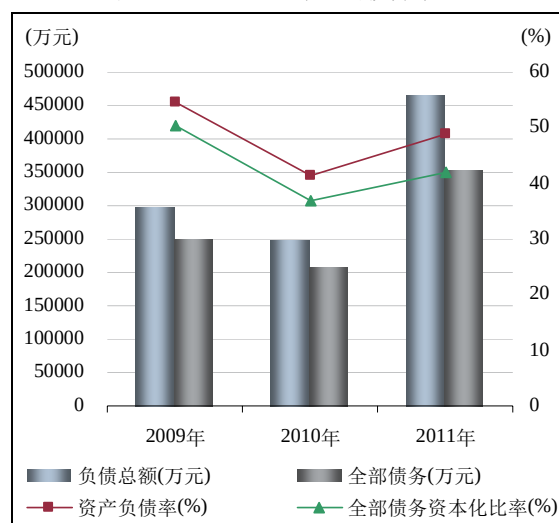
297318.14万元、248244.86万元和465560.72万元，年均复合增长25.13%，负债总额波动中有所增长，主要来自于有息债务的波动。

从负债结构看，随着公司长期借款的波动上升，公司非流动负债占比波动上升，分别为62.18%、52.49%和62.88%。流动负债占比分别为37.82%、47.51%和37.12%。

受公司其他应付款快速上升影响，公司流动负债快速增长，三年复合增长率23.99%。其中公司其他应付款三年复合增长230.30%，2011年为67885.71万元，主要是子公司业达实业发生的拆借款和烟台造船厂应付的代建加工费。从往来方来看，开发区财政局往来款占29.28%，大宇造船海洋有限公司往来占26.64%，烟台开发区营销中心占12.84%。从构成来看，公司流动负债主要由短期借款（占9.08%）、应付账款（占6.64%）、预收账款（17.18%）、其他应付款（占39.28%）、一年内到期的非流动负债（占28.14%）。

2009~2011年底，公司非流动负债分别为184883.24万元、130292.38万元和292722.54万元，年均复合增长25.83%，主要是长期借款规模上升所致，2011年长期借款由信用借款（占18.84%）和保证借款（占81.16%）组成。

图3 2009~2011年公司债务水平



资料来源：公司审计报告。

近年来，公司调整长短期债务结构，使得长期债务占全部债务的比例波动上升，自2009年底的73.51%上升至2011年底的81.82%。公司总体债务规模波动上升，2009~2011年分别为251047.50万元、206335.17万元和353607.50万元。公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率呈先降后升的波动趋势，2011年底分别为48.86%、42.05%和37.25%，公司债务负担处于可控范围内。

4. 盈利能力

公司营业收入主要由工程施工、房屋销售、造船等组成。近年来，随着公司不断扩大经营范围及合并范围的增加，近年来公司营业收入年均复合增长59.33%，三年分别为16947.75万元、44649.24万元和43024.96万元，其中2011年较2010年略有下降，主要是由于公司房屋销售收入减少导致。

2009~2011年，公司营业成本也随着经营范围及规模的扩大快速增长，年均增长93.68%，2011年为36707.83万元，公司营业成本的增长速度快于营业收入，主要是由于公司房地产收入规模下降，而2011年新增的造船业务成本较高造成。

2009~2011年，随着折旧的增长，公司期间费用快速增长，三年分别为2456.68万元、5846.97万元和5132.58万元，复合增长44.54%，随着营业收入的快速增长，公司期间费用占营业收入的比重持续下降，2009~2011年分别为14.50%、13.10%和11.93%。由于公司向财政转贷资金无利息支出，相比公司全部债务规模，公司财务费用较少。公司期间费用主要为管理费用（固定资产折旧），2009~2011年，公司管理费用分别为2536.63万元、4359.19万元和5332.14万元，分别占同期期间费用总额的103.25%、74.55%和103.89%。

由于公司2009~2011年合并范围变化导致不断新增业务板块，公司主营业务综合毛利呈现不稳定性趋势，三年分别为42.17%、

26.76%和13.33%。由于公司主营业务毛利的下降，公司主营业务利润三年分别为7162.47万元、12012.37万元和6317.13万元，同时由于三年期间费用较高，导致公司营业利润三年较少，分别为3553.96万元、3464.10万元和179.41万元。近三年，公司利润总额分别为12905.03万元、13684.92万元和13488.85万元，年均增长2.24%，公司主业经营产生的利润规模相对偏小，补贴收入对利润总额贡献大。2009~2011年，公司分别获得补贴收入（营业外收入）9345.27万元、10290.89万元和13325.00万元，主要是政府补贴用于竞买土地保证金及贷款贴息的资金。补贴收入为公司利润总额的主要组成部分。

表4 公司主要业务板块毛利率变动情况

业务板块	2009年	2010年	2011年
工程施工收入		0.71%	14.62%
售房收入	15.00%	8.92%	20.02%
造船收入			-3.81%
委托管理费收入			
物流担保及其他收入	89.20%	86.96%	96.04%
合计	42.17%	26.76%	13.33%

资料来源：公司审计报告

近年来，随着公司不断调整业务板块，公司盈利指标有所下降，但总体保持在一般水平。2009~2011年，公司营业利润率分别为33.47%、21.03%和12.66%，大幅下降的原因是公司扩大经营范围，新增业务毛利较低导致（见上表），2009~2011年，由于公司所有者权益规模较大，公司总资本收益率和净资产收益率保持较低水平，平均值为2.07%和3.42%，其中2011年为1.61%和2.72%。

整体来看，随着公司经营范围的变化，近三年营业收入大幅增加，但是由于新增业务毛利低，拉低了公司的利润率指标，公司营业利润较低，补贴收入对公司利润水平的贡献大。

5. 现金流量

从经营活动来看，伴随营业收入的增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金同步增长，2009～2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为38360.31万元、30678.59万元和52888.13万元，年均增长17.42%。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为与政府往来款项，三年分别为917.66万元、50114.36万元和180431.48万元。由于公司往来流入的波动较大，公司三年经营活动现金流入规模增长较快，三年复合增长率为143.73%，其中2011年为233319.61万元。

2009～2011年，公司经营活动现金流出分别为111183.21万元、20405.93万元和376833.04万元，年均增长84.10%，经营活动现金流出波动大，主要是2011年新合并的业达实业预付较多拆迁款及2009年和2011年公司支付财政局较多往来资金（支付其他与经营活动有关的现金）导致。公司经营活动产生的净现金流波动较大，2009～2011年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-71905.25万元、60387.03万元和-143513.43万元，年均复合增长41.28%。

公司2011年收到其他与经营活动有关的现金大幅增长，主要是当年往来款规模加大所致；收到其他与经营活动有关的现金比支付其他与经营活动有关的现金多出约6亿元，主要是财政支付的还款资金和子公司业达实业发生的对外拆借款增加所致。

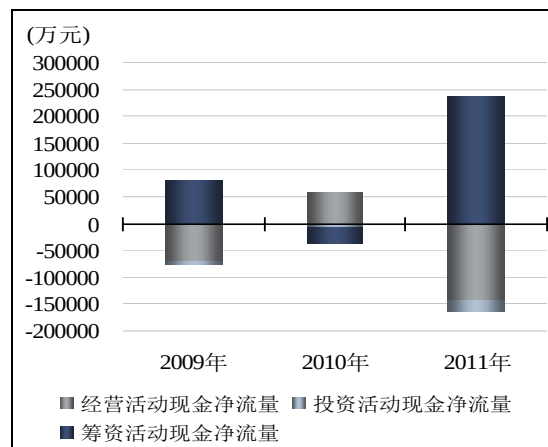
从现金收入实现质量来看，2009～2011年，公司现金收入比分别为226.34%、68.71%和122.92%，三年平均值为127.34%，总体公司现金实现质量一般，2009年较高的原因为2009年预收大量房款，而由于大部分工程验收于2010年，2009年当年确认收入较少导致。

从投资活动来看，2009～2010年，公司投资活动现金流入流出小。投资活动净流以流出为主，主要为股权投资及购建固定资产支付现金。2011年，公司购建固定资产支付的现金较2009～2010年较大，主要是合并范围变化导

致。

2009～2011年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为-77085.31万元、54361.47万元和-163242.30万元。公司筹资活动现金流入主要是借款收到现金和开发区对子公司的增资。受借款规模上升影响，筹资活动现金流入波动增长，三年分别为174342.99万元、47801.85万元和323445.80万元。2011年除了银行借款增加外，还包括99677.73万元开发区管委会对公司下属子公司——业达实业有限公司的增加投资款。

图4 2009～2011年公司现金流状况



资料来源：公司审计报告。

公司筹资活动现金流出分别为92752.36万元和80523.38万元和86523.22万元。2009～2011年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为81590.64万元、-32721.52万元和236922.58万元。

总体来看，随着公司主营业务规模的迅速扩张，公司经营活动现金流入快速增长，平均收入实现质量一般。由于公司与财政局往来资金支出与回收不均匀，公司经营活动现金流波动较大。由于2011年公司投资支出大，目前对外筹资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009～2011年公司的流动比率和速动比率波动性上升，平均值分别为386.33%和320.13%，指标均较高。公司

2009～2011年经营现金流流动负债比分别为-63.95%、51.20%和-83.03%，公司经营性现金流不稳定导致公司该项指标波动。总体考虑以上三项指标，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2009～2011年公司EBITDA较为平稳，其中2011年为1.61亿元，2009～2011年公司全部债务/EBITDA倍数分别为17.72倍、12.11倍和22.02倍，EBITDA对全部债务的保护能力较差。考虑到公司有息负债中18.22亿元由公司通过其他应收款转付给财政局，财政局将负责这部分借款本息的偿还，公司实际偿债压力不大。

截至2011年底，公司对外担保合计8.61亿元，担保比率为17.67%，其中2.16亿元为公司子公司烟台银桥信用担保有限公司主营业务产生的担保，公司对该担保公司持股45.97%，并享有93.22%的表决权。刨除烟台银桥信用担保有限公司的担保，公司担保比率为13.24%，被担保单位主要为开发区工业园项目征迁配套有限公司、烟台开发区自来水公司和烟台开发区热力总公司，或有负债风险较低。

表5 2011年底公司对外担保情况表（万元）

被担保方	担保额度	担保性质
开发区工业园项目征迁配套有限公司	30000.00	保证
烟台开发区自来水公司	17100.00	保证
烟台阳光物流有限公司	12100.00	保证
烟台开发区热力总公司	5300.00	保证

资料来源：公司审计报告

7. 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（报告编号为：B-201210498771），截至2012年10月11日，公司无不良信贷信息记录，欠息余额为0。该公司历史上于2009年有2次欠息情况。2009年2月为中国建设银行股份有限公司烟台开发支行输入约定扣息账户时出现错误，将公司另一专用账户作为扣息账户，导致结息时无法扣款所致。该行信贷人员发现后更改扣

息账户扣相关利息。2009年7月公司贷款利率按月调整，调整方式为下浮10%，中国光大银行烟台经济技术开发区支行在核心系统进行输入时将浮动方式错录为上浮10%，导致7月1日利率调整后执行利率为5.94%，而实际为4.86%，该客户在光大银行出现欠息为光大银行操作失误所致。以上欠息情况银行均出具说明。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期企业债券对公司现有债务的影响

公司发行本期企业债券的额度为 8 亿元，占 2011 年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为 27.66%、22.62%和 17.18%。

截至2011年底，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分别为48.86%、42.05%和37.25%，本期企业债券发行后，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分别上升为52.82%、47.08%和43.11%，公司债务负担有所加重，但仍处于合理范围。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2009～2011 年财务数据为基础，公司 EBITDA 对本期公司债券的保护倍数分别为 0.18 倍、0.21 倍和 0.20 倍。经营活动现金流入量对本期公司债券的保护倍数分别为 0.49 倍、1.01 倍和 2.91 倍。筹资活动前现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为-0.96 倍、0.68 倍和-2.04 倍。经营活动现金流量净额对本期债券的保护倍数为-0.90 倍、0.75 倍和-1.79 倍。EBITDA 及经营活动净现金流对本期债券保障程度较弱。

九、债权保护条款

本期债券由烟台万华提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保条款

根据烟台万华出具的担保函,烟台万华为公司本期发行的8亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保人资信情况

烟台万华聚氨酯股份有限公司成立于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,烟台万华于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2012年9月底,烟台万华总股本为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%。烟台万华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”),是烟台市国资委全资下属企业,持有万华实业47.93%股权。

烟台万华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2012年9月底,烟台万华总部设总裁办公室、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2011年底,烟台万华合并资产总额174.19亿元,所有者权益82.16亿元,其中少数股东权益9.48亿元;2011年烟台万华实现营业收入136.62亿元,利润总额28.15亿元。

截至2012年9月底,烟台万华合并资产总额205.40亿元,所有者权益89.25亿元,其中少数股东权益13.18亿元。2012年1~9月烟台万华实现营业收入114.20亿元,利润总额24.99亿元。

烟台万华注册地址:烟台市幸福南路7号;法定代表人:丁建生。

联合资信评定的烟台万华主体长期信用等级为AA⁺(详见附件)。烟台万华对公司本期债券担保后,以烟台万华2012年9月底财务数据为基础,本期担保8亿债券占其全部债务的8.21%,对其债务结构影响不大。

以2009~2011年财务数据为基础,烟台万华EBITDA对本期公司债券的保护倍数分别为2.25倍、2.88倍和4.68倍。经营活动现金流入量对本期公司债券的保护倍数分别为10.20倍、13.33倍和20.36倍。筹资活动前现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为-0.40倍、-1.29倍和-1.07倍。经营活动现金流量净额对本期公司债券的保护倍数为1.82倍、0.52倍和2.52倍。EBITDA及经营活动净现金流对本期债券保障程度较强。

截至2012年9月底,烟台万华经营活动现金流入量对本期公司债券的保护倍数为15.44倍,筹资活动前现金流量净额对本期公司债券的保护倍数为-0.35倍,经营活动现金流量净额对本期债券的保护倍数为3.46倍。经营活动净现金流对本期债券保障程度较强。

十、结论

公司是开发区最重要的投资建设主体。近年来,开发区经济快速增长,财政收入稳步提高,为公司的发展创造了良好的外部环境。自成立以来,开发区政府对公司在资产注入、财政补贴及偿债安排方面支持明确,公司获得的外部支持力度较大,持续性较强。

虽然公司自身盈利能力较弱,整体偿债能力对开发区财政依赖性强。但公司业务发展较

快，营业收入及补贴收入快速增长，区域垄断优势明显，公司债务负担较轻，同时政府持续的外部支持对公司未来的发展及经营的稳定性起到较强的支撑作用。

本期债券由烟台万华提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对本期债券信用水平具有提升作用。联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	16315.51	37901.76	111486.83	161.40
交易性金融资产	670.33	686.15	546.54	-9.70
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收账款	15438.07	8391.12	7614.34	-29.77
预付款项	0.20	5087.53	285932.87	119468.57
应收利息	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	358667.07	225869.68	210547.32	-23.38
存货	60325.39	105194.54	99261.18	28.27
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	1940.55	1669.54	2999.64	24.33
流动资产合计	453357.11	384800.33	718388.71	25.88
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	6633.19	11633.19	12986.69	39.92
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	
固定资产	44056.37	58719.14	56933.35	13.68
在建工程	1536.22	96.60	19174.49	253.29
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	5292.75	5159.00	5732.49	4.07
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	0.00	
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	-4.14	38.80	167.10	
其他非流动资产	34438.97	139484.64	139484.64	101.25
非流动资产合计	91953.36	215131.38	234478.75	59.69
资产总计	545310.47	599931.70	952867.47	32.19

附件 1-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	14400.00	2490.00	15690.00	4.38
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	11.78	3070.73	11478.06	3021.69
预收款项	37401.86	25804.94	29696.80	-10.89
应付职工薪酬	136.00	136.73	132.90	-1.15
应交税费	392.13	1431.94	-3561.49	
应付利息	0.00	0.00	0.00	
应付股利	240.09	204.27	216.05	-5.14
其他应付款	6222.27	8853.78	67885.71	230.30
预计负债	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债	52115.00	73915.00	48630.00	-3.40
其他流动负债	1515.75	2045.10	2670.14	32.73
流动负债合计	112434.89	117952.48	172838.17	23.99
非流动负债：				
长期借款	184532.50	129930.17	289287.50	25.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	350.74	362.20	363.37	1.78
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	3071.68	
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	
非流动负债合计	184883.24	130292.38	292722.54	25.83
负债合计	297318.14	248244.86	465560.72	25.13
所有者权益：				
实收资本(或股本)	50000.00	50000.00	50000.00	0.00
资本公积	173520.22	264658.75	368774.00	45.78
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	1381.28	2750.28	4047.99	71.19
未分配利润	14905.28	25722.90	37274.16	58.14
一般风险准备	294.20	370.22	455.54	24.43
归属于母公司权益合计	240100.98	343502.16	460551.68	38.50
少数股东权益	7891.35	8184.69	26755.07	84.13
所有者权益合计	247992.33	351686.85	487306.75	40.18
负债和所有者权益总计	545310.47	599931.70	952867.47	32.19

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	16947.75	44649.24	43024.96	59.33
减：营业成本	9785.28	32636.87	36707.83	93.68
营业税金及附加	1490.51	2622.73	872.03	-23.51
销售费用	174.72	138.09	480.83	65.89
管理费用	2536.63	4359.19	5332.14	44.98
财务费用	-254.67	1349.69	-680.39	63.45
资产减值损失	0.00	0.40	30.38	
加：公允价值变动收益	256.86	-171.79	-159.17	
投资收益	81.81	93.63	56.44	-16.94
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	-0.50	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	3553.96	3464.10	179.41	-77.53
加：营业外收入	9352.32	10297.85	13337.25	19.42
减：营业外支出	1.25	77.03	27.81	372.10
其中：非流动资产处置损失	0.00	9.56	0.89	
三、利润总额	12905.03	13684.92	13488.85	2.24
减：所得税费用	881.15	885.04	232.21	-48.66
四、净利润	12023.88	12799.88	13256.64	5.00
其中：归属于母公司的净利润	11605.75	12287.98	12962.72	5.68
少数股东损益	418.13	511.90	293.91	-16.16

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
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	38360.31	30678.59	52888.13	17.42
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	917.66	50114.36	180431.48	1302.22
经营活动现金流入小计	39277.96	80792.96	233319.61	143.73
购买商品、接受劳务支付的现金	432.73	12072.26	243356.94	2271.45
支付给职工以及为职工支付的现金	355.53	1130.61	2299.98	154.35
支付的各项税费	5440.97	3566.04	4594.80	-8.10
支付其他与经营活动有关的现金	104953.99	3637.01	126581.32	9.82
经营活动现金流出小计	111183.21	20405.93	376833.04	84.10
经营活动产生的现金流量净额	-71905.25	60387.03	-143513.43	41.28
二、投资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	0.00
收回投资收到的现金	1116.18	741.64	36.86	-81.83
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	40.00	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	7.05	21.19	2.04	-46.24
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	98.46	4400.00	
投资活动现金流入小计	1123.23	861.29	4478.89	99.69
购建固定资产、无形资产等支付的现金	4130.13	1051.22	18468.29	111.46
投资支付的现金	2173.15	5835.63	1039.48	-30.84
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	4700.00	
投资活动现金流出小计	6303.28	6886.85	24207.77	95.97
投资活动产生的现金流量净额	-5180.05	-6025.55	-19728.88	95.16
三、筹资活动产生的现金流量:	0.00	0.00	0.00	0.00
吸收投资收到的现金	1800.00	5668.00	99677.73	644.15
取得借款收到的现金	147800.00	33222.67	208477.33	18.77
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	24742.99	8911.18	15290.74	-21.39
筹资活动现金流入小计	174342.99	47801.85	323445.80	36.21
偿还债务支付的现金	89463.00	77895.00	80205.00	-5.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3289.36	2628.38	6313.22	38.54
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	5.00	
筹资活动现金流出小计	92752.36	80523.38	86523.22	-3.42
筹资活动产生的现金流量净额	81590.64	-32721.52	236922.58	70.41
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-53.70	-95.21	
五、现金及现金等价物净增加额	4505.33	21586.25	73585.07	304.14
加: 期初现金及现金等价物余额	11810.18	16315.51	37901.76	79.14
六、期末现金及现金等价物余额	16315.51	37901.76	111486.83	161.40

附件 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	12023.88	12799.88	13256.64	5.00
加：资产减值准备	0.00	0.40	30.38	
固定资产折旧及其他	1096.65	1564.44	2125.70	39.23
无形资产摊销	166.29	133.75	139.84	-8.30
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	-7.05	9.41	-0.74	-67.56
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	-256.86	171.79	159.17	
财务费用	0.00	1648.69	305.42	
投资损失	-81.81	-93.63	-56.44	-16.94
递延所得税资产减少	64.22	-42.95	-128.29	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	3071.68	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	5327.59	-44869.16	5933.36	5.53
经营性应收项目的减少	-91307.95	98413.16	-268958.83	71.63
经营性应付项目的增加	1069.80	-9348.77	100608.69	869.76
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	-71905.25	60387.03	-143513.43	41.28

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	1.10	3.75	5.38	4.03
存货周转次数(次)	0.16	0.39	0.36	0.33
总资产周转次数(次)	0.03	0.08	0.06	0.06
现金收入比(%)	226.34	68.71	122.92	127.34
盈利能力				
营业利润率(%)	33.47	21.03	12.66	19.33
总资本收益率(%)	2.41	2.59	1.61	2.07
净资产收益率(%)	4.85	3.64	2.72	3.42
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	42.66	26.98	37.25	35.25
全部债务资本化比率(%)	50.31	36.98	42.05	42.18
资产负债率(%)	54.52	41.38	48.86	47.75
偿债能力				
流动比率(%)	403.22	326.23	415.64	386.33
速动比率(%)	349.56	237.05	358.21	320.13
经营现金流流动负债比(%)	-63.95	51.20	-83.03	-38.95
全部债务/EBITDA(倍)	17.72	12.11	22.02	18.19
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.31	0.26	-0.46	-0.21
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)		32.97	-534.48	
本期债项偿债能力				
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.39	0.81	2.33	1.49
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.72	0.60	-1.44	-0.68
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.77	0.54	-1.63	-0.81
现金偿债倍数(倍)	0.17	0.39	1.12	0.71

附件 5 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/主营业务收入×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期企业债偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期企业债到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期企业债到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期企业债到期偿还额

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

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 6 公司未来投资规划

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	项目进展安排	预期收入和盈利
			贷款	自筹			
万华工业园项目	万华老厂整体搬迁至开发区万华工业园，用地面积 215.73 公顷，经管公司负责土地整理和园区基础设施配套工程	14.56 亿元	6.56 亿元	8 亿元	--	项目于 2011 年 1 月开始组织实施前期基础工作，截至 2011 年底，已完成厂区土方平整工作的 70%。	万华工业园为管委重点工程，经管公司作为代建方，通过与管委签订代建管理合同，建设项目收取代建管理费，保证收回成本，并能有 10% 的收益
张裕工业园项目	由张裕公司投资 40 亿元，建设集生产、研发、生态旅游、文化展示等为一体的综合型工业园区，项目用地 110 万平方米，经管公司负责土地平整和基础设施配套建设	10 亿元	3 亿元	7 亿元	开展前期的项目选址工作	计划于 2012 年开工，项目工期约 2 年	管委重点工程，经管公司作为代建方，通过与管委签订代建管理合同，建设项目收取代建管理费，保证收回成本，并能有 10% 的收益
衡山路改建项目	衡山路计划改造为以商贸金融、文化娱乐、行政商务为主的中心城区，需对原有的工业企业、商贸市场进行拆迁搬迁，该工程范围广，规划分为近期、中期和远期三部分，全部工程完工预计 9 年时间，目前开展近期规划部分，即对衡山路主次干道附近的原有 42 家企事业单位进行土地收回、拆迁、搬迁和补偿工作，并对具备开发条件的地块即时开发。管委成立专门的衡山路改建项目工作组，负责拆迁工作，经管公司负责随后的土地整理及基础设施的建设及部分公益工程的建设，经管公司三期工程总投入约 24 亿元	24 亿元	7 亿元	17 亿元	资金正在筹集并联系商业银行落实贷款	衡山路工作组计划 2011 年下半年开始近期规划工程，计划 1-2 年时间，经管公司根据拆迁进度开展土地整理工作	对经管公司整理好的土地，管委通过招标形式招商引资合作开发，经管公司通过转让土地取得收入，近期规划工程预计开发整理土地 45.43 万平方米，为商服用地，占整个衡山路改建总面积的 29%，预计转让取得收入 15 亿元
填海项目	填海项目计划 2011 年开工，本项目位于开发区黄庄村东部海岸，北侧围堰距离大字造船约 1.3 公里，呈东西向，东侧与现有的海滨路岸线平滑顺接，西侧紧邻海滨路。填海面积 0.49 平方公里（约 735 亩），需填土 305 万方，占海岸线 1250 米，建设围堰总长 1694 米，建设工期需一年，项目建成后，通过出让填海形成的土地取得收入，经管公司负责项目用海申请和外围配套	3 亿元	0.9 亿元	2.1 亿元	已经落实资本金 1.1 亿元	计划 2011 年开工，工期预计一年，至 2012 年完工	通过出让土地，预计收入为 20 亿元

磁山项目	项目规划用地面积为 12.15 平方公里。预计旅游人数：年游客将在 200 万人次以上。预计年销售收入：可实现年新增旅游收入 3 亿余元人民币，利润 3000 万元。 景区设置规划分为三大部分：（1）是自然景观部分，（2）是文化景观部分，（3）是适度开发部分。按规划初步统计整个景区规划有开发用地 296 公顷，可产生土地出让效益约 30 亿。	9 亿元	2 亿元	7 亿元		项目于 2009 年开工，预计工期	项目正常经营后，预计年营业收入 8000 万元，税后利润 3600 万元，
------	---	------	------	------	--	-------------------	---------------------------------------

附件 7 中长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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 烟台开发区国有资产经营管理公司 2013 年度 8 亿元企业债的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每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。

烟台开发区国有资产经营管理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（含担保方的相关资料）。烟台开发区国有资产经营管理公司、担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，烟台开发区国有资产经营管理公司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开发区国有资产经营管理公司、担保方经营管理状况及相关信息，如发现烟台开发区国有资产经营管理公司、担保方出现重大变化，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，据以确认或调整信用等级。

如烟台开发区国有资产经营管理公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如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开发区国有资产经营管理公司、主管部门、交易机构等。



烟台万华聚氨酯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: 2012 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	20.04	24.61	43.93	40.17
资产总额(亿元)	96.61	129.43	174.19	205.40
所有者权益(亿元)	58.25	71.55	82.16	89.25
短期债务(亿元)	23.89	29.93	54.76	59.57
全部债务(亿元)	30.09	50.16	78.90	97.48
营业收入(亿元)	64.93	94.30	136.62	114.20
利润总额(亿元)	14.50	19.38	28.15	24.99
EBITDA(亿元)	17.99	23.01	37.47	--
经营性净现金流(亿元)	14.54	4.13	20.12	27.68
营业利润率(%)	28.63	25.04	30.11	33.40
净资产收益率(%)	21.97	24.05	29.16	--
资产负债率(%)	39.71	44.72	52.83	56.55
全部债务资本化比(%)	34.06	41.21	48.99	52.20
流动比率(%)	117.50	128.98	113.04	113.95
全部债务/EBITDA(倍)	1.67	2.18	2.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.75	23.10	13.98	--
经营现金流动负债(%)	45.44	11.11	29.78	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

祖 宇

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

烟台万华聚氨酯股份有限公司(以下简称“公司”)跟踪期内经营规模不断扩大, MDI 市场地位得到进一步巩固。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到, 公司未来投资规模较大, 具有一定对外融资压力。

公司苯胺产能的释放有助于完善公司产业链, 一定程度保障公司原料供给, 另外随着公司在建项目的达产, 公司市场地位将得到进一步巩固。

综合考虑, 联合资信维持烟台万华聚氨酯股份有限公司 AA⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 万华股 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司技术优势明显, 市场地位不断巩固, 是全球重要的 MDI 生产厂商。
2. 公司盈利能力较强, 获现能力好。
3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流对存续期债券保障程度较好。

关注

1. 跟踪期内, MDI 产品价格波动较大, 一定程度影响了公司经营稳定性。
2. 公司在建项目投资规模大, 未来存在一定融资压力, 债务负担可能加重。

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、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烟台万华聚氨酯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

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2012年9月底，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%。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”），是烟台市国资委全资下属企业，持有万华实业47.93%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2012年9月底，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2011年底，公司合并资产总额174.19亿元，所有者权益82.16亿元，其中少数股东权益9.48亿元；2011年公司实现营业收入136.62亿元，利润总额28.15亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额205.40亿元，所有者权益89.25亿元，其中少数股东权益13.18亿元。2012年1~9月公司实现营业收入114.20亿元，利润总额24.99亿元。

公司注册地址：烟台市幸福南路7号；法定代表人：丁建生。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。

货币政策方面，2011年，央行共6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至2012年6月底，中国广义货币供应量M2余额为92.5万亿元，同比增长13.6%。人民币贷款余额同比增长16.0%，比年初增加4.86万亿元，同比多增6833亿元。上半年社会融资规模

为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业环境

图 1 MDI 价格走势



资料来源：Wind 资讯

2011年初，MDI市场价格有所上涨，随后由于MDI产能开始释放，市场供给增长，同时MDI下游受宏观经济影响需求偏弱，进入2011年四季度MDI市场逐步企稳。2012年初MDI下游需求依旧疲软，随后需求开始出现复苏，MDI主要厂商多次上调MDI产品牌价，另外2012年MDI产能释放较少，市场供需出现偏紧平衡，MDI价格开始回升。

公安部于2012年12月初下文《关于民用建筑外保温材料消防监督管理有关事项的通知》（公消（2012）350号文）（以下简称“该文”），该文对民用建筑保温材料燃烧性不再强制使用

A级材料，可以使用B1、B2级材料；该条件的放开为聚氨酯类材料在建筑保温领域的使用打开了政策窗口。目前欧美发达国家建筑保温材料中接近50%使用聚氨酯材料，中国目前使用情况不足10%，随着政策放开及聚氨酯材料在中国建筑保温领域的推广，作为上游原料之一的MDI将具有较大发展空间。

五、基础素质分析

公司是全球少数实现MDI规模生产的企业之一，截至2012年9月底，公司拥有烟台和宁波两大生产基地，3套MDI生产装置，目前具有年产110万吨MDI生产能力，产能规模亚洲第一，是亚太地区最大的MDI生产企业。公司MDI产品质量达到国际领先水平，MDI产品在国内市场具有主导地位在国际市场占有重要地位，2011年国内市场占有率为39.2%，全球市场占有率为17.8%。

2011年，公司第五代光气化反应技术经过技术部门和生产部门的不断优化，已经在烟台、宁波三套MDI装置上成功应用，使产能和产品质量大幅提升，能耗明显下降，进一步巩固了万华在全球MDI制造领域的技术领先优势。另外，2011年公司研发成功了数十种差异化的热塑性聚氨酯弹性体新产品，其中聚酯系列TPU新产品被评为2011年国家重点新产品。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理方面无重大变化。

七、经营分析

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。

表 1 公司主营业务收入情况 (单位: 万元, %)

产品名称	2010 年			2011 年			2012 年 1~9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
纯 MDI	270744.72	28.80	37.27	348153.94	25.55	43.79	314959.27	25.45	46.28
聚合 MDI	497173.36	52.88	22.48	713153.1	52.33	27.70	559674.81	51.89	29.24
其他	172194.71	18.32	14.35	301520.56	22.12	22.01	263990.20	22.66	29.46
合计	940112.8	100.00	25.25	1362827.6	100.00	30.55	1138624.3	100.00	34.01

资料来源: 公司提供

2011年公司实现主营业务收入136.28亿元, 同比增长44.96%, 公司本期收入规模增长主要由于公司主要产品纯MDI及聚合MDI下游需求稳定, 市场销量上升所致(同比分别增长11.89%和35.61%)。2011年公司纯MDI产品受市场价格上涨影响(较2010年销售均价增长12.06%), 毛利率上升较多。同期聚合MDI受公司技改从而综合能耗降低影响毛利率较2010年上升5.22个百分点。

2012年1~9月, 公司实现主营业务收入113.86亿元, 实现毛利率34.01%。

总体看, 公司经营稳定, 收入规模不断扩张, 盈利能力较好。

从原料来看, 2011年公司宁波生产基地宁波二期项目投产36万吨/年苯胺产能, 公司苯胺的投产完善了公司产业链, 一定程度提高了公司原料保障能力及抗风险能力, 另外公司宁波二期技改项目预计2013年再新增18万吨/年苯胺产能, 届时公司原料保障能力将进一步提升。

从销售来看, 公司2011年改革了海外市场(2011年公司海外市场销售收入占22.10%)的管理构架, 重新成立了国际业务部, 统一协调国外市场营销策略, 加大了价格管理力度, 海外销售利润率大幅度提高。2011年公司在市场饱和的日本和韩国实现了销量的百分之百增长, 已成为当地重要的PU供应商。

公司目前主要在建项目为万华烟台工业园异氰酸酯(MDI)一体化项目。该项目预计总投资132亿元(公司计划资金主要来源包括经营活动产生的现金及银行项目贷款), 截至2012年9月底已完成投资28.2亿元。该项目主要以公

司自主知识产权开发的60万吨/年MDI生产装置为核心, 配套建设30万吨/年离子膜烧碱、24万吨/年甲醛、54万吨/年硝酸、18万吨/年合成氨、48万吨/年硝基苯、36万吨/年苯胺等, 该项目预计2014年投产, 达产后将有效改变国内下游产业对进口原料的依赖, 提高公司异氰酸酯(MDI)产品竞争力, 进一步提升公司的国际影响力。

八、财务分析

公司提供的2009~2011年度财务数据经德勤华永会计师事务所有限公司审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论, 公司提供的2012年三季度财务数据未经审计。

截至2011年底, 公司资产总额为174.19亿元, 所有者权益合计82.16亿元(其中少数股东权益为9.48亿元), 2011年公司实现营业收入136.62亿元, 实现利润总额为28.15亿元。

截至2012年9月底, 公司资产总额为205.40亿元, 所有者权益合计89.25亿元(其中少数股东权益为13.18亿元), 2012年1~9月公司实现营业收入114.20亿元, 实现利润总额24.99亿元。

1. 盈利能力

2011年公司实现营业收入136.62亿元, 同比增长44.88%, 公司营业收入增长主要由于万华宁波工业园第二套装置技改后产能提升、产销增加, 同时产品价格较上年上涨所致。2011年公司营业成本为94.89亿元, 同比增长34.75%, 低于公司收入增长幅度。

从期间费用来看,公司 2011 年期间费用率为 10.16%,较上年增加 1.20 个百分点。公司 2011 年管理费用为 8.52 亿元,较上年增长 58.98%,主要系公司本年物料消耗及员工费用增加所致。

2011 年公司营业外收入为 1.04 亿元,主要系政府补助。同期公司实现利润总额 28.15 亿元,同比增长 45.28%。

从盈利指标来看,公司 2011 年营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 30.11%、16.54%和 29.16%,分别较上年增加 5.07、1.58 和 5.11 个百分点。

2012 年 1~9 月,公司实现营业收入 114.23 亿元,同比增长 8.67%,公司同期实现利润总额 24.99 亿元,同比增长 5.72%。公司 2012 年 1~9 月营业利润率为 33.40%。

整体看,跟踪期内,公司经营发展良好,公司营业收入快速增长,盈利能力持续提升。整体看,公司盈利能力较强。

2. 现金流及保障

2011 年公司经营活动现金流入为 162.90 亿元,主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2011 年公司现金收入比为 116.52%。同期公司经营活动现金流出为 142.78 亿元,经营活动现金流量净额为 20.12 亿元;2011 年公司投资活动收到的现金为 3903.91 万元,投资活动现金流出为 29.09 亿元(主要为购建固定资产、无形资产支付的现金),2011 年公司投资活动现金净流出 28.70 亿元。

2011 年公司筹资活动前现金流量净额为 -8.57 亿元,公司经营活动产生的现金对公司投资活动所需现金具有一定覆盖能力。

2011 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 82.37 亿元和 64.87 亿元,公司筹资活动现金净流入 17.51 亿元。

2012 年 1~9 月,公司经营活动、投资活动、筹资活动产生的现金净流量分别为 27.68 亿元、-30.47 亿元和-9.93 亿元。

总体看,公司经营活动获现能力较好,公司未来投资规模大,具有一定对外融资压力。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底,公司资产总额为 174.19 亿元,同比增长 34.58%。其中流动资产占 43.85%,非流动资产占 56.15%。

截至 2011 年底,公司流动资产为 76.38 亿元,同比增加 28.37 亿元。公司流动资产增长主要由于货币资金、应收票据、预付款项增长所致。其中应收票据及预付款项的增长主要由于公司本期业务增长所致。

截至 2011 年底,公司非流动资产为 97.81 亿元,同比增长 20.12%,公司非流动资产增长主要由于在建工程及无形资产增长所致。其中无形资产增长主要系公司购买的万华烟台工业园土地使用权。

截至 2012 年 9 月底,公司资产总额 205.40 亿元,同比增长 17.92%,资产结构较上年变化不大。公司本期资产增长一方面由于公司为了降低资金成本减少票据背书导致应收票据较 2011 年底大幅上涨,另一方面公司本期投资在建工程资金规模较大导致公司预付款项及在建工程增加所致。

总体看,公司资产质量较好。

所有者权益

截至 2011 年底,公司实收资本较 2010 年底增加 4.99 亿元,主要为 2011 年公司按每 10 股送红股 3 股比例,以未分配利润向全体股东转增股份总额 499000320 股,每股面值 1 元。本次增资经北京天圆全会计师事务所验资(天圆全验字【2011】00070011 号)。截至 2011 年底公司所有者权益合计 82.16 亿元(其中少数股东权益 9.48 亿元)。截至 2012 年 9 月底,公司所有者权益较 2011 年底变化较小。整体看,公司未分配利润占比较高,所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2011 年底,公司负债合计为 92.03 亿

元,同比增长 59.01%,其中流动负债占 73.42%,非流动负债占 26.58%。

从有息债务来看,公司 2011 年底全部债务为 78.90 亿元,同比增长 57.29%,其中短期债务占 69.40%,长期债务占 30.60%。从财务构成来看,2011 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 52.83%、48.99%和 22.71%,同比分别增长 8.12、7.78 和 0.67 个百分点。截至 2012 年 9 月底,公司全部债务为 97.48 亿元,较 2011 年底增长 23.55%,其中短期债务占 61.11%,长期债务占 38.89%。本期以上三个指标分别为 56.55%、52.20%和 29.81%,分别较 2011 年底增长 3.71、3.21 和 7.10 个百分点。

总体看,跟踪期公司债务负担有所加重,债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,2011 年公司流动比率、速动比率分别为 113.04%和 93.24%,截至 2012 年 9 月底以上指标分别为 113.95%和 94.27%,2011 年公司经营现金流动负债比为 29.78%。总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看,公司 2009~2011 年 EBITDA 快速增长,三年平均为 29.23 亿元,2011 年公司 EBITDA 为 37.47 亿元,同比增长 62.80%。2011 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 13.98 倍和 2.11 倍。总体看,公司长期偿债能力强。

截至 2012 年 9 月底,公司存续期债券总额为 10 亿元,为 2012 年发行的额度 10 亿元、期限 5 年的中期票据“12 万华股 MNT1”(以下简称“存续债券”)。2009~2011 年公司经营活动现金流入量快速增长,同期公司经营活动现金净流量波动增长,三年平均分别为 129.76 亿元和 14.21 亿元,分别为存续债券的 12.98 倍和 1.42 倍;2011 年公司经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为存续债券的 16.29 倍和 2.01 倍。公司近三年 EBITDA 平均值和 2011

年 EBITDA 分别为存续债券的 2.92 倍和 3.75 倍。总体看,公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量及 EBITDA 对存续期债券保障程度高。

截至 2012 年 9 月底,公司无对外担保。

公司与各家商业银行保持良好合作,截至 2012 年 9 月底,公司共获得银行授信额度 498 亿元,可使用额度 384 亿元,公司间接融资渠道畅通;公司在上海证券交易所上市(600309),公司直接融资渠道畅通。

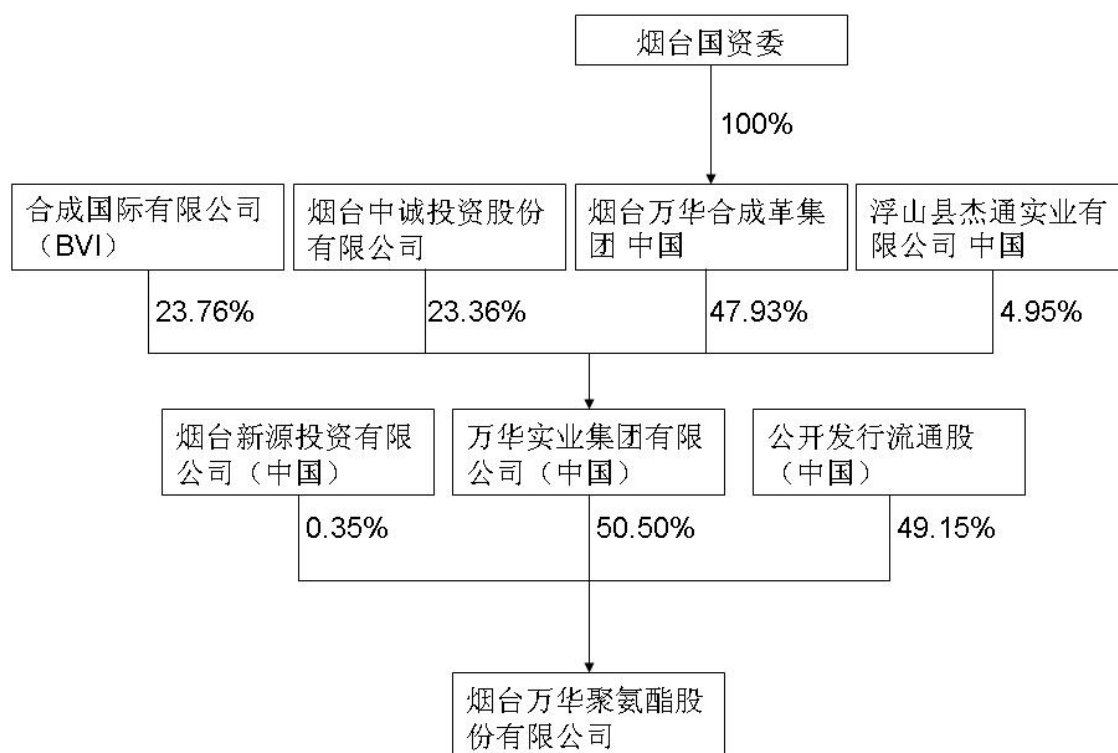
5. 抗风险能力

公司作为全球重要的 MDI 生产厂商之一,技术水平先进,规模优势显著,市场份额突出。公司不断完善工艺水平及产业链,随着公司在建项目投产,公司整体抗风险能力有望进一步提升。综合来看,公司抗风险能力强。

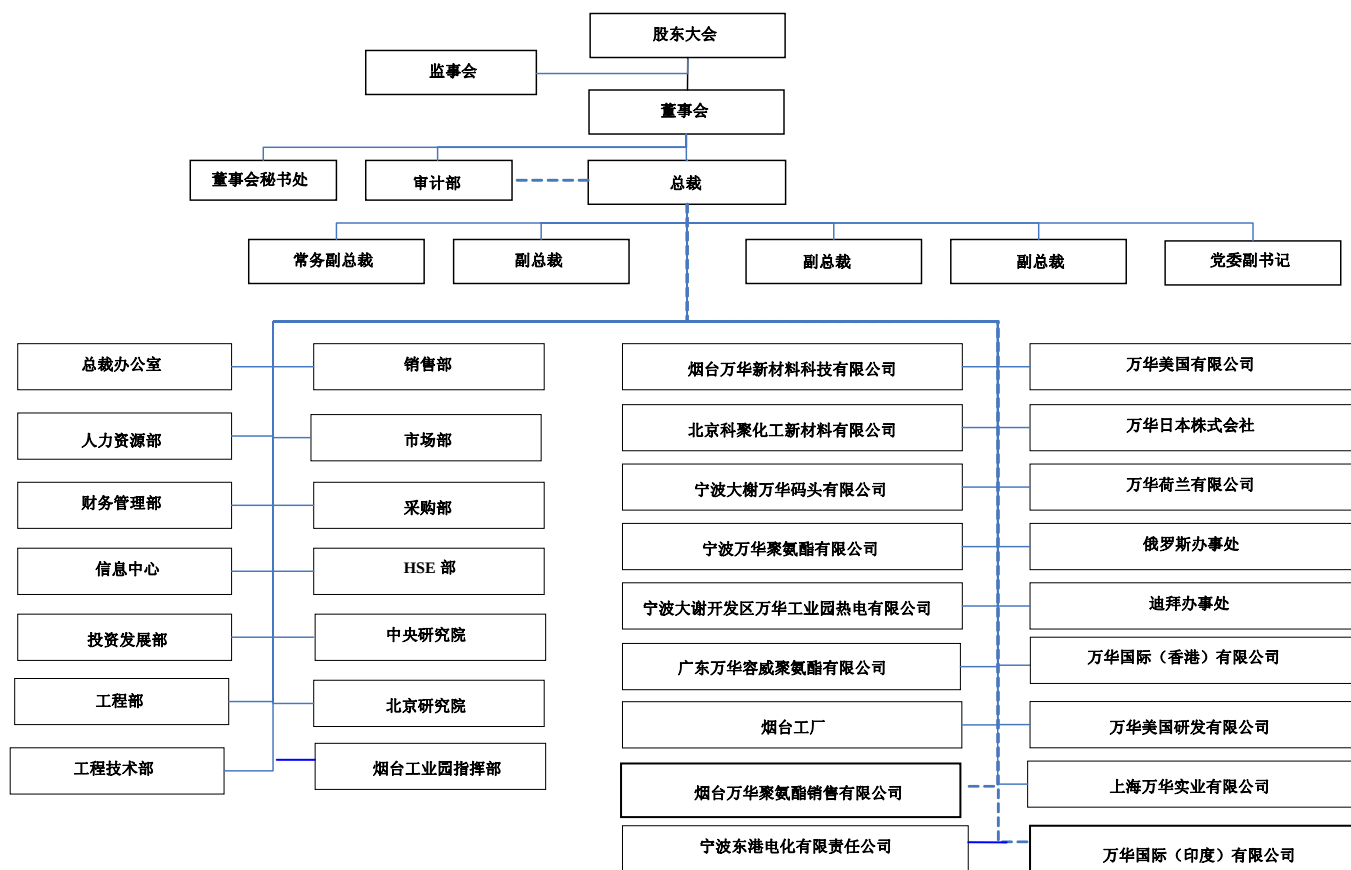
九、结论

综合考虑,联合资信维持烟台万华聚氨酯股份有限公司 AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“12 万华股 MTN1” AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	117742.60	89791.90	178885.85	23.26	51063.03
交易性金融资产	5720.37	3961.16	2523.69	-33.58	2406.17
应收票据	76921.18	152386.21	257904.06	83.11	348225.86
应收账款	32331.64	60820.86	61067.72	37.43	93440.82
预付款项	65461.86	52037.44	124020.44	37.64	227782.10
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2357.75	4236.04	5605.02	54.18	11844.61
存货	75563.37	116832.90	133787.87	33.06	153336.12
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	376098.77	480066.50	763794.65	42.51	888098.72
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	17355.00	9815.16		8347.24
持有至到期投资					
长期应收款	0.00	0.00	153.60		4141.49
长期股权投资	19882.58	2000.00	2509.44	-64.47	3958.73
投资性房地产					
固定资产	317148.83	693047.34	690492.64	47.55	731583.44
在建工程	228463.56	42442.32	150947.71	-18.72	296258.35
工程物资	6847.92	4717.62	9032.07	14.85	5078.41
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	13684.01	22934.87	80705.34	142.85	80767.60
开发支出					
商誉	0.00	27751.86	27751.86		27751.86
合并价差					
长期待摊费用	0.00	892.28	1095.57		1558.10
递延所得税资产	3992.19	3084.42	5570.31	18.12	6454.56
其他非流动资产					
非流动资产合计	590019.09	814225.71	978073.68	28.75	1165899.78
资产总计	966117.86	1294292.21	1741868.33	34.27	2053998.50

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	212683.75	227657.04	325871.37	23.78	342502.76
交易性金融负债					
应付票据	13650.24	42213.05	34147.59	58.16	127541.92
应付账款	48295.28	57695.85	49418.86	1.16	78421.75
预收款项	13954.69	17585.37	41082.17	71.58	56036.78
应付职工薪酬	5798.23	4644.82	5638.68	-1.39	6547.10
应交税费	-7051.29	-11796.42	988.30		23785.56
应付利息	238.65	1312.43	4661.58	341.96	5911.66
应付股利	0.00	0.00	21530.32		0.00
其他应付款	3607.10	3430.03	4787.10	15.20	12977.95
预计负债					
一年内到期的非流动负债	12535.25	29471.02	102571.56	186.05	125465.13
其他流动负债	16373.46	0.00	85000.00	127.84	200.00
流动负债合计	320085.36	372213.18	675697.54	45.29	779390.62
非流动负债：					
长期借款	62066.12	202294.09	241421.64	97.22	279098.41
应付债券	0.00	0.00	0.00		100000.00
长期应付款	1217.45	1082.18	946.91	-11.81	811.64
专项应付款	0.00	0.00	35.00		14.00
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	237.09	2861.15	1745.66	171.35	1696.52
其他非流动负债	0.00	319.69	459.17		443.70
非流动负债合计	63520.66	206557.10	244608.38	96.24	382064.27
负债合计	383606.03	578770.28	920305.92	54.89	1161454.89
所有者权益：					
实收资本(或股本)	166333.44	166333.44	216233.47	14.02	216233.47
资本公积	4783.64	10872.84	4839.29	0.58	3591.56
减：库存股					
专项储备	0.00	0.00	0.00		159.35
盈余公积	96371.43	115024.92	147799.17	23.84	147799.17
未分配利润	237575.80	322043.10	358225.48	22.79	393339.51
外币报表折算差额	59.36	373.85	-349.47		-395.74
归属于母公司权益合计	505123.67	614648.16	726747.94	19.95	760727.33
少数股东权益	77388.16	100873.77	94814.47	10.69	131816.29
所有者权益合计	582511.83	715521.93	821562.41	18.76	892543.61
负债和所有者权益总计	966117.86	1294292.21	1741868.33	34.27	2053998.50

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	649291.97	942977.69	1366230.73	45.06	1142036.39
减: 营业成本	460676.59	704150.99	948866.48	43.52	754591.06
营业税金及附加	2750.33	2727.99	6057.01	48.40	6040.32
销售费用	23522.50	27362.44	38672.64	28.22	33951.56
管理费用	44966.78	53573.48	85172.90	37.63	74043.65
财务费用	5352.38	3512.60	14954.34	67.15	26941.93
资产减值损失	969.88	3247.35	-494.24		2801.58
加: 公允价值变动收益	552.44	-1477.83	-944.46		-117.52
投资收益	2302.97	20341.15	994.67	-34.28	433.00
其中: 对合营企业投资收益	1450.91	2285.58	-0.56		0.28
汇兑收益					
二、营业利润	113908.92	167266.17	273051.81	54.83	243981.77
加: 营业外收入	32245.06	26739.82	10364.68	-43.30	8384.25
减: 营业外支出	1153.57	239.40	1921.71	29.07	2481.53
其中: 非流动资产处置损失	0.00	34.78	1605.34		2343.63
三、利润总额	145000.41	193766.59	281494.77	39.33	249884.50
减: 所得税费用	17028.07	21691.19	41954.03	56.97	39971.47
四、净利润	127972.34	172075.40	239540.74	36.81	209913.03
其中: 归属于母公司的净利润	106637.86	153020.83	185390.03	31.85	164854.12
少数股东损益	21334.48	19054.58	54140.70	59.30	45058.91

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	795996.56	1043741.66	1591884.51	41.42	1210661.43
收到的税费返还	4526.77	8672.20	22938.07	125.10	10779.82
收到其他与经营活动有关的现金	15559.80	13785.98	14208.63	-4.44	13624.44
经营活动现金流入小计	816083.13	1066199.84	1629031.20	41.29	1235065.69
购买商品、接受劳务支付的现金	561896.25	891898.07	1191514.48	45.62	766254.95
支付给职工以及为职工支付的现金	27207.45	29244.22	48528.20	33.55	55066.10
支付的各项税费	32460.73	36542.52	100362.28	75.84	71331.08
支付其他与经营活动有关的现金	49080.89	67179.18	87382.91	33.43	65596.00
经营活动现金流出小计	670645.33	1024864.00	1427787.86	45.91	958248.12
经营活动产生的现金流量净额	145437.80	41335.84	201243.34	17.63	276817.57
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	30401.36	3291.59	934.55	-82.47	0.00
取得投资收益收到的现金	1703.68	2981.44	995.23	-23.57	432.72
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2047.15	929.63	782.14	-38.19	46.78
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1192.00		0.00
投资活动现金流入小计	34152.20	7202.66	3903.91	-66.19	479.50
购建固定资产、无形资产等支付的现金	175807.35	129927.37	290372.70	28.52	303823.67
投资支付的现金	35569.30	11790.21	510.00	-88.03	1449.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	9754.86	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	211376.65	151472.44	290882.70	17.31	305272.67
投资活动产生的现金流量净额	-177224.46	-144269.78	-286978.79	27.25	-304793.17
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	4900.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	265945.35	437469.11	738724.11	66.67	671768.90
发行债券收到的现金	0.00	0.00	85000.00		99700.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	82700.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	270845.35	520169.11	823724.11	74.39	771468.90
偿还债务支付的现金	146994.86	286943.95	515420.64	87.25	682069.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	102103.71	74542.30	132338.56	13.85	188757.62
支付其他与筹资活动有关的现金	82700.00	0.00	891.85	-89.62	0.00
筹资活动现金流出小计	331798.58	361486.24	648651.05	39.82	870826.98
筹资活动产生的现金流量净额	-60953.23	158682.87	175073.07		-99358.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	222.23	-859.63	-1286.58		813.79
五、现金及现金等价物净增加额	-92517.65	54889.30	88051.03		-126519.89
加: 期初现金及现金等价物余额	127160.25	34642.60	89531.90	-16.09	177582.92
六、期末现金及现金等价物余额	34642.60	89531.90	177582.92	126.41	51063.03

附件 4-2 合并现金流量补充表

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	127972.34	172075.40	239540.74
加: 资产减值准备	969.88	3247.35	-494.24
固定资产折旧及其他	28356.73	31383.91	66203.01
无形资产摊销	570.68	677.80	909.57
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	472.29
处置固定资产、无形资产等损失	503.80	10.13	1387.00
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	-552.44	1477.83	944.46
财务费用	5480.30	1328.00	14021.89
投资损失	-2302.97	-20341.15	-994.67
递延所得税资产减少	-871.97	907.77	-2485.89
递延所得税负债增加	-27.03	-91.43	-50.74
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-15623.42	-39685.04	-16954.97
经营性应收项目的减少	9615.03	-127534.67	-133669.51
经营性应付项目的增加	-8253.13	17739.94	33457.33
其他	-400.00	140.00	-1042.93
经营活动产生的现金流量净额	145437.80	41335.84	201243.34

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.94	5.85	5.13	5.51	--
存货周转次数(次)	6.10	7.32	7.57	7.20	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.83	0.90	0.83	--
现金收入比(%)	122.59	110.69	116.52	115.98	106.01
盈利能力					
营业利润率(%)	28.63	25.04	30.11	28.29	33.40
总资本收益率(%)	15.25	14.96	16.54	15.80	--
净资产收益率(%)	21.97	24.05	29.16	26.19	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	9.63	22.04	22.71	19.89	29.81
全部债务资本化比率(%)	34.06	41.21	48.99	43.67	52.20
资产负债率(%)	39.71	44.72	52.83	47.77	56.55
偿债能力					
流动比率(%)	117.50	128.98	113.04	118.71	113.95
速动比率(%)	93.89	97.59	93.24	94.67	94.27
经营现金流动负债比(%)	45.44	11.11	29.78	27.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	26.75	23.10	13.98	19.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.67	2.18	2.11	2.04	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.21	-0.11	-0.14	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.73	-10.33	-3.20	-5.64	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

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
 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

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。