

2021 年度烟台国丰投资控股集团有限公司信用评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：高翔云 gaoxy@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

2021 年 9 月 3 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2021 年 9 月 3 日至 2022 年 9 月 2 日。

■ 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]2667M 号

烟台国丰投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2021 年 9 月 3 日至 2022 年 9 月 2 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月三日

评级观点：中诚信国际评定烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“烟台国丰”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了烟台市区域经济发展良好、公司战略地位突出及公司持有优质的股权资产等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司少数股东权益占比较高、贸易摩擦或对公司化工板块产生一定影响、短期债务规模较大及公司在建项目未来资本支出规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

烟台国丰（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,130.28	1,296.75	1,849.44	2,072.18
所有者权益合计（亿元）	549.38	584.41	706.52	804.36
总负债（亿元）	580.90	712.34	1,142.92	1,267.82
总债务（亿元）	380.87	503.48	899.81	954.87
营业总收入（亿元）	802.57	764.28	843.51	357.46
净利润（亿元）	158.24	113.93	105.26	68.43
EBITDA（亿元）	252.94	196.50	196.42	--
经营活动净现金流（亿元）	228.31	262.67	172.32	58.35
资产负债率(%)	51.39	54.93	61.80	61.18
烟台国丰（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	130.88	240.41	337.55	374.79
所有者权益合计（亿元）	91.42	111.77	124.30	152.03
总负债（亿元）	39.46	128.64	213.24	222.77
总债务（亿元）	8.79	84.14	180.56	192.33
营业总收入（亿元）	0.00	0.26	0.00	0.00
净利润（亿元）	4.61	14.36	3.54	-1.96
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.04	-3.61	-42.03	-14.76
资产负债率(%)	30.15	53.51	63.17	59.44

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息金额调整至长期债务核算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY_2019_02)

烟台国丰投资控股集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	26.84	10
	总资产收益率(%)*	13.45	10
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	56.02	8
	总债务/EBITDA(X)*	2.88	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	12.80	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	31.37	10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	843.51	10
	业务多样性	7	7
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	7	7
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正 面

■ **区域经济发展良好。**烟台市经济实力较强，2020 年实现地区生产总值（GDP）7,816.42 亿元，按可比价格计算增长 3.6%，良好的区域经济能为公司发展提供一定的保障。

■ **战略地位突出。**公司系烟台市政府出资设立的国有独资企业，系烟台市重要的国有资本投资公司，目前持有多家上市公司股权，承担了国有资产和股权保值增值的职能，在烟台市战略地位突出。

■ **股权资产质量优良。**公司直接或间接持有万华化学、冰轮环境、泰和新材、张裕 A/B 等 4 家上市公司股权，上述公司在各自细分领域拥有较强的竞争实力，上市公司资产质量优质，可为公司带来丰厚的收入及利润。

关 注

■ **少数股东权益占比较高。**截至 2021 年 3 月末，公司少数股东权益为 588.14 亿元，在当期所有者权益合计中占比为 73.12%，少数股东权益占比较高。

■ **贸易摩擦或对公司化工板块产生一定影响。**公司化工板块中的部分原材料采购及化工产品销售均与国际贸易相关，且该板块收入的国外销售占比逐年提升，需关注国际贸易摩擦可能对公司该业务产生的影响。

■ **短期债务规模较大。**截至 2021 年 3 月末，公司总债务 954.87 亿元，其中短期债务 600.31 亿元，短期债务/总债务为 0.63 倍，短期债务规模较大，债务结构有待优化。

■ **在建项目未来资本支出规模较大。**公司化工板块在建项目仍需较大规模投资，公司未来将面临较大的资本支出，外部融资需求将有所上升。

评级展望

中诚信国际认为，烟台国丰投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济下滑，公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；化工板块等受行业影响，利润水平大幅下降；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息 1

烟台国丰投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/06/29	吴凯琳、成铮	中诚信国际通用评级方法与模型 (TY_2019_02)	阅读全文
AAA/稳定	--	2020/04/01	邵新惠、吴凯琳	中诚信国际通用评级方法与模型 (TY_2019_02)	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

烟台国丰投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/10/29	邵新惠、吴凯琳	中诚信证评通用行业评级方法	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

■ 同行业比较

2020 年部分山东省同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
烟台国丰投资控股集团有限公司	1,849.44	706.52	61.80	843.51	105.26	172.32
华鲁控股集团有限公司	402.44	246.64	38.71	243.46	22.91	44.22

资料来源：中诚信国际整理

评级对象概况

烟台国丰投资控股集团有限公司（曾用名“烟台国丰投资控股有限公司”，以下简称“烟台国丰”或“公司”）成立于 2009 年 2 月 12 日，系烟台市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”）出资设立的国有独资公司，公司初始注册资本为 1.00 亿元。2017 年 10 月 27 日，烟台市政府正式下发批复《关于烟台国丰投资控股有限公司改建为国有资本投资公司有关事项的批复》（烟政字〔2017〕96 号），同意将公司改建为国有资本投资公司，作为市管企业管理，并将烟台万华实业集团有限公司（以下简称“万华实业”）、烟台冰轮集团有限公司（以下简称“冰轮集团”）、烟台泰和新材集团有限公司（以下简称“泰和集团”）三户企业的国有股权划归公司持有，作为国家资本金投入，改建后注册资本增加至 10.00 亿元人民币。2019 年 10 月，烟台市国资委作出《关于同意烟台国丰投资控股有限公司资本公积转增注册资本的批复》（烟国资〔2019〕71 号），同意公司将资本公积中的 90.00 亿元转增注册资本，转增后注册资本由 10.00 亿元增加至 100.00 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，烟台市国资委是烟台国丰的唯一股东及实际控制人。

公司作为烟台市重要的国有资本投资公司，主要功能是按照烟台市委、烟台市政府及烟台市国资委的决策部署，充分运用国有资本市场化、专业化运行方式，作为混合所有制企业国有股权的持股主体，以促进国有资本良性循环、服务城市经济发展为目标，承担着国有股权的持股主体、产融结合的桥梁纽带和市场化运营的新兴力量等三大职能。

截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共计 19 家，包括万华实业、万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”）、烟台泰和新材料股份有限公司（以下简称“泰和新材”）、冰轮集团、烟台冰轮控股有限公司、烟台冰轮投资有限公司、

烟台国泰诚丰资产管理有限公司、烟台海洋工程投资发展有限责任公司、烟台国诚誉丰招商服务有限公司、烟台国盛投资控股有限公司、烟台万华合成革集团有限公司、烟台铭祥控股有限公司、东方航天港（海阳）产业园开发有限公司、山东裕龙石化产业园发展有限公司（以下简称“裕龙石化产业园”）、烟台国丰均和贸易有限公司、烟台国源融资租赁有限公司、烟台国丰交运能源发展有限公司、烟台临空经济开发有限公司和烟台同聚私募（投资）基金管理有限责任公司。截至目前，公司持有上市公司股权 5 家，包括万华化学（股票代码“600309.SH”）、冰轮环境技术股份有限公司（以下简称“冰轮环境”，股票代码：000811.SZ）、泰和新材（股票代码：002254.SZ）、张裕葡萄酒股份有限公司（以下简称“张裕 A/B”，股票代码：000869.SZ、200869.SZ）和烟台石川密封科技股份有限公司（以下简称“密封科技”，股票代码：301020.SZ¹），其中万华化学、冰轮环境、泰和新材和密封科技为控股公司，张裕 A/B 为参股公司。

表 1：截至 2021 年 3 月末公司一级子公司情况（%）

全称	持股比例
万华实业集团有限公司	39.497
烟台泰和新材料股份有限公司	20.50
烟台冰轮集团有限公司	52.00
烟台冰轮控股有限公司	52.00
烟台冰轮投资有限公司	52.00
烟台万华合成革集团有限公司	100.00
烟台国盛投资控股有限公司	100.00
烟台国泰诚丰资产管理有限公司	100.00
烟台国诚誉丰招商服务有限公司	100.00
烟台海洋工程投资发展有限责任公司	100.00
烟台铭祥控股有限公司	52.00
万华化学集团股份有限公司	21.59
山东裕龙石化产业园发展有限公司	40.00
东方航天港（海阳）产业园开发有限公司	51.00
烟台国丰均和贸易有限公司	51.00
烟台国源融资租赁有限公司	51.00
烟台国丰交运能源发展有限公司	51.00
烟台临空经济开发有限公司	40.00
烟台同聚私募（投资）基金管理有限责任公司	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 密封科技于 2021 年 7 月 6 日在深圳证券交易所创业板上市。

宏观经济和政策环境

宏观经济: 2021 年上半年, 经济延续修复态势, 低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长, 两年复合增速提升至 5.3%, 供需缺口进一步收窄。展望下半年, 基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调, 剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。

上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征: 需求修复弱于生产; 生产端服务业修复力度弱于工业; 需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产, 社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看, 第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前, 第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离, 但对经济增长的贡献率延续上升, 服务业持续修复态势未改。从需求端看, 投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前, 需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中, 房地产投资保持了较高增长, 制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低, 居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢, 但海外需求回暖带动出口实现了较高增长, 内外需修复不平衡。从价格水平看, 在海外大宗商品出现供需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下, 上半年 PPI 出现快速上升, 与 CPI 之差不断扩大, 不过, 随着全球供需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现, 后续 PPI 涨幅或将持续回落。

宏观风险: 虽然中国经济向常态化水平不断修复, 但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看, 中美大国博弈仍将持续, 全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整, 需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时, 内部挑战依然不减: 首先, 虽然 PPI 涨势趋缓, 但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在, 需关注 PPI 回落的幅度和节奏; 其次, 地方政府收支压力依然较为突出, 如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战; 再次, 信用风险释放虽然短期

平静但仍在持续酝酿, 尾部信用风险暴露的可能性加大; 第四, 虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势, 但就业结构性压力突出, 尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在, 不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束, 也对宏观调控提出了更高要求, 需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策, 在进一步巩固前期经济复苏的成果同时妥善应对和缓释风险。

宏观政策: 2021 年上半年宏观政策延续向常态化过度, 稳杠杆政策成效显著。从货币政策看, 货币供给与名义经济增速基本匹配, 7 月初全面降准落地释放长期资金 1 万亿元, 但货币政策稳健基调未改, 下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向, 进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看, 财政收支紧平衡状态延续, 政府性基金支出回落显著, 下半年政府性基金支出有望加快, 地方政府专项债发行也将提速, 地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强, 积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业, 但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

宏观展望: 虽有多重不均衡与多重压力共存, 中国宏观经济仍不断向常态化水平回归, 基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势, 剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为, 2021 年中国经济持续修复的基本态势不改, 供需缺口将不断收窄, 宏观政策注重对于微观主体修复的呵护, 并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看, 中国市场潜力巨大, 畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅, 扩大内需的基础更加广泛, 中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

依托良好的区位优势, 烟台市经济发展情况良好, 综合实力不断提升

烟台市是山东半岛的中心城市之一、环渤海地区重要的港口城市、中国首批 14 个沿海开放城市之一和“一带一路”国家战略重点建设港口城市。烟台市总面积为 1.39 万平方公里，截至 2021 年 3 月末，烟台市下辖 5 个区（芝罘区、福山区、牟平区、莱山区和蓬莱区）、6 个县级市（龙口市、莱阳市、莱州市、招远市、栖霞市和海阳市）及 2 个国家级经济技术开发区（烟台经济技术开发区、招远经济技术开发区）、高新技术产业开发区（烟台高新技术产业开发区）、保税港区、长岛综合试验区及昆嵛山保护区。根据山东省第七次全国人口普查公报，截至 2020 年 11 月 1 日零时，全市常住人口为 710.21 万人。

烟台海洋渔业资源丰富，盛产海参、对虾、鲍鱼、扇贝等多种海珍品，近海渔业生物品种有 200 多个，有捕捞价值的 100 余种，是全国重要的渔业基地。烟台是中国北方著名的水果产地，烟台葡萄酒、烟台苹果、烟台大樱桃、烟台海参等 8 种产品成为国家地理标志保护产品。烟台市还蕴含着丰富的矿产资源，地下矿藏十分丰富，已发现矿产 70 多种，探明储量的有 40 多种，黄金储量和产量均居全国首位，菱镁矿、钼、滑石储量均居全国前 5 位。工业方面，烟台市工业及制造业发达，产业布局多样，有东方电子、万华化学、张裕 A、睿创微纳、园城黄金等 42 家上市公司，经营业务遍及电气设备、基础化工、食品饮料、金属采矿等板块。

近年来，烟台市经济增速呈现下降趋势，但整体上仍保持较高水平。2020 年，烟台市实现地区生产总值（GDP）7,816.42 亿元，按可比价格计算增长 3.6%，经济总量仅低于青岛的地区生产总值 12,400.56 亿元和济南的地区生产总值 10,140.9 亿元，在山东省各地市中排名第三位。从产业结构来看，2020 年，烟台市第一产业增加值 572.74 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3,192.39 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 4,051.29 亿元，增长 2.7%，三次产业比例由上年的 7.2：41.6：51.2 进一步优化至 7.3：40.8：51.9。

固定资产投资方面，2020 年烟台市固定资产投资较上年增长 2.9%。其中，第一产业投资较上年增长 5.6%，第二产业投资增长 3.8%，第三产业投资增长 2.1%。全市基础设施投资增长 9.6%，占固定资产投资的比重为 23.1%。全年烟台市完成房地产开发投资 815.23 亿元，较上年增长 23.2%。根据初步核算结果，2021 年一季度烟台市实现生产总值为 1,930.98 亿元，同比增长 18.6%，其中，第一产业增加值为 38.44 亿元，同比增长 4.6%；第二产业增加值为 813.15 亿元，同比增长 22.3%；第三产业增加值为 1,079.39 亿元，同比增长 16.6%。

2020 年，烟台市实现一般公共预算收入为 610.07 亿元，较上年增长 2.5%，其中税收收入占比为 69.10%，税收收入占比较上年减少 2.37 个百分点，主要系受减税降费影响。烟台市政府性基金收入保持稳健增长，2020 年全市政府性基金收入为 363.01 亿元，较上年增长 5.1%，主要由土地出让金构成，2020 年国有土地使用权出让收入 335.22 亿元，土地出让金占政府性基金收入的比重为 92.34%。

财政支出方面，2020 年烟台市一般公共预算支出为 845.38 亿元，其中 2020 年较上年增长 9.1%，主要系社会保障和就业支出、城乡社区支出等大幅增长。公共财政平衡率方面，2020 年，烟台市公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 72.16%，受一般公共预算支出大幅增加影响，2020 年财政平衡率较上年减少 4.71 个百分点。债务方面，截至 2020 年末，烟台市债务余额为 1,271.91 亿元，其中一般债务 662.92 亿元，专项债务 608.99 亿元，债务规模尚处于合理水平。

表 2：2018-2020 年烟台市地方财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	636.62	595.42	610.07
其中：税收收入	451.26	425.54	421.55
政府性基金收入	239.41	345.38	363.01
其中：土地出让金收入	199.38	307.73	335.22
一般公共预算支出	755.99	774.54	845.38
政府性基金支出	327.13	391.53	537.94
公共财政平衡率(%)	84.21	76.87	72.16

资料来源：烟台市财政局，中诚信国际整理

2020 年化工²行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行

业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。其中，新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表 3：我国部分化工产品产量统计（万吨、亿立方米、万条、%）

产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸（折 100%）	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱（折 100%）	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱（碳酸钠）	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9

² 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、

石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

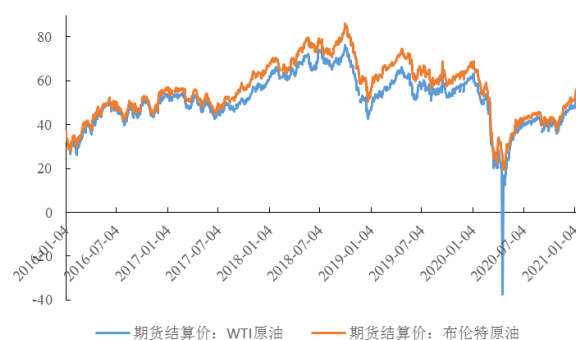
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药（折有效成分 100%）	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020 年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4 月 20 日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货 5 月结算价暴跌至-37.63 美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶，同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020 年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG 市场价格较上半年增长 7.99%，不过全年均价仍同比下降约 16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020 年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至 12 月末国内无烟煤（2 号洗中块）市场价为 900 元/吨，较年初下降 15.75%。总体来看，2020 年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。预计 2021 年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经

济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

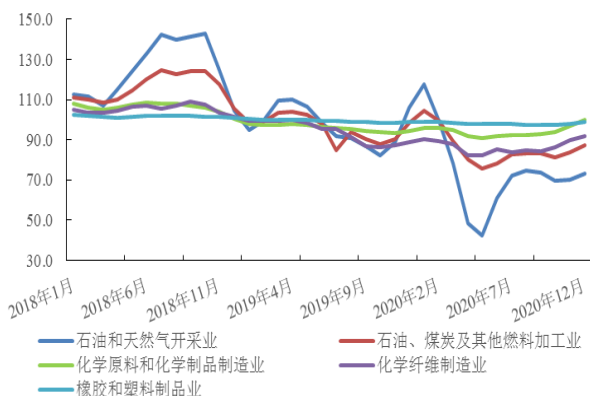
图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020 年 1~5 月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。化工行业工业生产者出厂价格指数（上年同月=100）

图 2：化工行业工业生产者出厂价格指数（上年同月=100）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020 年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降 15.5%和 8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020 年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿

色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020 年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至 89 家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6 月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至 43 家。总体来看，2020 年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 4：2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

业务运营

烟台国丰业务涉及化工、能源设备及服务、高性能纤维等，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 802.57 亿元、764.28 亿元、828.77 亿元和 357.46 亿元，收入主要来自化工板

块，同期，化工板块收入占比分别为 90.31%、88.69%、86.90%和 87.54%。此外，能源设备及服务板块和高性能纤维板块对公司收入形成一定补充。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
化工板块	724.81	677.83	732.98	312.93
能源设备及服务板块	40.66	38.15	40.44	11.12
高性能纤维板块	21.71	25.40	24.40	9.55
贸易板块	--	--	28.91	20.63
其他板块	15.38	22.89	16.79	3.23
合计	802.57	764.28	843.51	357.46
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
化工板块	36.27	28.03	26.65	32.09
能源设备及服务板块	28.20	29.47	26.44	21.33
高性能纤维板块	17.64	24.63	28.47	36.65
贸易板块	--	--	1.04	0.78
其他板块	15.96	36.11	46.34	52.97
合计	34.96	28.23	26.20	30.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来万华化学业务规模持续扩张，逐步实现产品多元化、产业链一体化以及全球化发展。但随着在建项目的不断推进，万华化学或将面临较大的资本支出压力，中诚信国际将对其后续项目投资及产能释放等情况保持关注

公司化工板块运营主体为子公司万华化学集团股份有限公司（以下简称“万华化学”），截至 2021 年 3 月末，烟台国丰直接持有万华化学 21.59% 股权，为其控股股东。万华化学主要从事聚氨酯（MDI、TDI、聚醚多元醇），乙烯、丙烯及其下游 HDPE、LLDPE、PP、PVC、丙烯酸、环氧丙烷等系列石化产品，SAP、TPU、PC、PMMA、有机胺、ADI、水性涂料等精细化学品及新材料的研发、生产和销售，其中 MDI、TDI 是制备聚氨酯的最主要原料之一，聚氨酯具有橡胶、塑料的双重优点，广泛应用于化工、轻工、纺织、建筑、家电、建材、交通运输等领域。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司化工板块分别实现收入 724.81 亿元、677.83 亿元、732.98 亿元和 312.93 亿元，收入主要来源于聚氨酯系列产品、石化系列产品和精细化学品及新材料系列产品，2020 年万华化学上述三大系列产品收入分别为 344.17 亿元、230.85 亿元和 79.48 亿元，比上年分别同比增加 8.03%、

14.84%和 12.13%。受新冠疫情和国际原油价格大幅下跌影响，2020 年上半年收入同比有所下降；由于下半年疫情缓解，需求增加带动市场向好，全年营业收入同比有所增加。

原材料采购方面，万华化学生产所需的主要原材料为化工煤、纯苯、液化石油气（LPG）等大宗原料，万华化学综合采用固定价、浮动价、合同价等多种采购模式，积极开拓国内外供应渠道，与战略供应商建立良好的合作关系，实现原料的稳定供应及低成本采购。近年来，得益于业务规模的扩张，万华化学主要原材料采购量整体呈平稳上升趋势，2020 年，万华化学主要原材料采购量整体呈上升趋势，化工煤、纯苯和 LPG 的采购量分别为 235 万吨、165 万吨和 603 万吨。采购价格方面，2020 年，化工煤、纯苯和 LPG 全年平均价格分别同比下跌 3.8%、26.0%和 8.6%。2020 年，万华化学前五大供应商采购额为 97.74 亿元，占年度总采购额的比重为 18.89%，采购集中度一般。

表 6：2018~2020 年万华化学主要原材料采购量情况（万吨）

采购产品	2018	2019	2020
化工煤	188	232	235
纯苯	105	161	165
LPG	380	388	603

注：LPG 采购量包含自用量和贸易量。

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

表 7：2020 年万华化学前五大供应商情况（亿元、%）

供应商名称	采购金额	占比
A	27.89	5.39
B	20.86	4.03
C	20.13	3.89
D	15.04	2.91
E	13.81	2.67
合计	97.74	18.89

注：由于客户涉及公司商业机密，因此以字母代替客户全称，下同。

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

生产模式方面，万华化学采取总部统筹、属地生产的管理运营模式，根据年度生产经营计划制定每月生产目标，依据市场需求及装置状况进行动态调整。

产能方面，2020 年万华化学通过收购福建 TDI

项目新增产能 10 万吨/年，聚醚项目新增产能 19.5 万吨/年，聚氨酯产业链一体化-乙烯项目新增产能 190 万吨/年，PC 项目新增产能 13 万吨/年。产量方面，2020 年，万华化学聚氨酯系列、石化系列和精细化学品及新材料系列生产量分别为 287.18 万吨、187.91 万吨和 57.30 万吨。

表 8：截至 2020 年末万华化学主要生产线情况（万吨/年）

生产装置	设计产能	产能利用率
聚氨酯项目产能	335.5	90%
烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	190	34%
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	183	93%
烟台工业园 PC 项目	21	55%
烟台工业园 PMMA 项目	8	54%
烟台工业园 SAP 项目	6	67%
烟台工业园 MMA 项目	5	97%

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

销售方面，万华化学已经发展成为极具竞争优势的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料供应商。万华化学主要产品全部通过市场化运作，以直销和经销两种形式进行销售，其中直销占比较高，2020 年万华化学通过直销和经销分别实现营业收入 627.42 亿元和 95.37 亿元，比上年同比增加 4.69% 和 29.66%。从销售区域来看，2020 年万华化学主要产品国内和国外销售收入分别为 363.95 亿元和 358.85 亿元，分别比上年同比减少 2.09% 和同比增加 19.15%，万华化学不断加大海外市场的开拓力度，国外销售收入占比逐年提升。下游客户集中度方面，2020 年万华化学前五大客户销售额为 54.09 亿元，占年度总销售额的比重为 7.37%，万华化学下游客户较为分散。

表 9：2018-2020 年万华化学主要产品产销情况（万吨）

主要产品		2018	2019	2020
聚氨酯系列	生产量	187.42	268.24	287.18
	销售量	188.71	261.96	288.44
	库存量	14.75	21.51	20.25
石化系列	生产量	150.88	199.01	187.91
	销售量	151.47	197.84	188.49
	库存量	6.88	9.17	8.59
精细化学品及新材料系列	生产量	32.90	42.69	57.30
	销售量	32.17	41.47	55.49
	库存量	4.40	5.63	7.43

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

表 10：2020 年万华化学前五大客户销售情况（亿元、%）

客户名称	销售金额	占比
A	13.81	1.88
B	12.58	1.71
C	11.49	1.57
D	9.94	1.35
E	6.27	0.86
合计	54.09	7.37

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

研发方面，万华化学已经建立起完善的流程化研发框架和项目管理机制，形成了从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系，成功组建了“国家聚氨酯工程技术研究中心”、“聚合物表面材料制备技术国家工程实验

室”、“国家认定企业技术中心”、“企业博士后科研工作站”等行业创新平台，承担建设“国家技术标准创新基地（化工新材料）”。万华磁山全球研发总部于 2019 年正式启用，为万华化学技术创新提供了新的发展平台。2020 年，公司科研与生产等部门紧密协作，园区主要装置运行效率大幅提升，质量、成本进一步优化。万华化学自处研发的 IP-IPN-IPDA-IPDI 产业链复产，自主研发的光气法制聚碳酸酯二期项目投产，综合产业竞争力进一步提升；万华化学自主研发的“异丙苯共氧化法环氧丙烷绿色制造技术”通过中试成果鉴定。

在建项目方面，截至 2020 年末，万华化学主要

在建项目包括聚氨酯产业链延伸及配套项目、万华烟台工业园项目、乙烯项目、美国一体化项目和异氰酸酯新建项目等，在建项目计划总投资规模

986.73 亿元。随着万华化学在建项目产能逐步释放，业务收入有望进一步提升。

表 11：截至 2020 年末万华化学主要在建项目情况（亿元、%）

项目名称	总投资额	截至 2020 年末工程累计投入占总投资额比例
聚氨酯产业链延伸及配套项目	296.64	77.79
万华烟台工业园项目	245.25	99.89
乙烯项目	168.00	80.36
万华化学上海综合中心项目	6.10	90.11
广东水性树脂二期项目	4.00	89.52
美国一体化项目	85.79	10.42
BC 公司高性能材料项目	6.29	98.25
BC 公司厂区基建投资项目	4.59	78.38
BC 公司技改项目	13.57	42.60
烟台热电二期项目	14.11	85.49
万华宁波技改项目	21.75	42.57
高性能材料研究院	4.23	53.98
异氰酸酯新建项目	66.00	14.05
高性能改性树脂项目	13.60	21.52
BC 公司苯胺项目	4.14	68.97
220KV 输变电工程	4.69	62.70
大型煤气化项目	27.98	66.68
合计	986.73	--

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

冰轮环境已形成了包含工商制冷、中央空调和节能制热在内的全产业链布局，业务技术水平先进，2020 年各细分板块产品产销量持续增长，但下游客户需求受宏观经济影响较大，且账款回收期限较长

公司能源设备及服务板块运营主体为冰轮环境技术股份有限公司（以下简称“冰轮环境”），公司通过烟台冰轮控股有限公司、烟台冰轮投资有限公司和烟台国盛投资控股有限公司间接持有冰轮环境 36.11% 的股权。冰轮环境主要从事低温冷冻设备、中央空调设备、节能制热设备及应用系统集成、工程成套服务、智慧服务，广泛服务于食品冷链、石化、医药、能源、冰雪体育，以及大型场馆、轨道交通、核电、数据中心、学校、医院等。

冰轮环境产品覆盖低温制冷、中央空调、高温制热三大领域，形成了包含工商制冷、中央空调和节能制热在内的全产业链布局，是国内工商制冷行

业的领先企业。冰轮环境工商制冷产品主要为制冷成套设备；中央空调产品可以划分为冷水机组、冷媒变流量机组、水地源热泵机组等；节能制热业务集设备制造和技术服务为一体，专注于工业余热利用以及城市集中供热领域，为用户提供一系列个性化、专业化、系统化的全面解决方案。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司能源设备及服务板块实现营业收入分别为 40.66 亿元、38.15 亿、40.44 亿元和 11.12 亿元。

工商制冷业务方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司年产能分别为 8,500 台/套、8,500 台/套、11,000 台/套和 11,000 台/套，2020 年产能有所增加；同期，公司工商制冷产品实现产量分别为 8,279 台/套、8,191 台/套、10,509 台/套和 2,654 台/套，产能利用率分别为 97.40%、96.36%、95.54% 和 96.51%³。销售方面，公司销售以直销为主、代理为辅。公司下游客户主要包括食品冷链、石油化工、

³ 2021 年 1~3 月的产能利用率为年化数据，全文同。

医药等。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，工商制冷产品销量分别为 8,229 台/套、8,226 台/套、10,317

台/套及 2,604 台/套，产销率一直维持在 98%以上。

表 12：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月工商制冷业务产销情况（台/套）

		2018	2019	2020	2021.1~3
工商制冷	年产能	8,500	8,500	11,000	11,000
	产量	8,279	8,191	10,509	2,654
	产能利用率	97.40%	96.36%	95.54%	96.51%
	销量	8,229	8,226	10,317	2,604
	产销率	99.40%	100.43%	98.17%	98.12%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中央空调业务方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司年产能分别为 800 台/套、800 台/套、900 台/套和 900 台/套，2020 年由于公司产能提升，产能有所增加；同期，产量分别为 783 台/套、788 台/套、836 台/套和 194 台/套，呈逐年增长趋势，产能利用率分别为 97.87%、98.50%、92.89%和

86.22%。销售方面，公司中央空调的销售方式分为直销与经销，主要产品在国内轨交细分领域市场占比较高，账款回收期限较长，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，中央空调销量分别为 777 台/套、791 台/套、822 台/套和 217 台/套，公司中央空调销量稳步提升，产销率一直维持在 98%以上。

表 13：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月中央空调业务产销情况（台/套）

		2018	2019	2020	2021.1~3
中央空调	年产能	800	800	900	900
	产量	783	788	836	194
	产能利用率	97.87%	98.50%	92.89%	86.22%
	销量	777	791	822	217
	产销率	99.23%	100.38%	98.33%	111.86%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

节能制热业务方面，冰轮环境主要依靠承揽工程和签订工程施工合同获取订单，依据客户需求，生产节能制热设备，且完成后续安装工程。冰轮环境按照工程施工进度结算，客户大多为地方政府、大型热电厂等，回款期限依据各工程情况不同而存在差异，平均回款期限为 1 年左右，随着雾霾治理的政策频出，下游政府客户有所增加，账款回收期限较长。

研发方面，2020 年，冰轮环境完成了无油螺杆压缩机关键技术、全系列双级离心机全面替代单级系列产品、高效无烟锅炉、高效过冷水动态冰浆机组、石化行业工艺蒸发冷、加氢站隔膜压缩机等战略产品研发，中标国家工信部绿色制造系统解决方案供应商第 10 包绿色关键工艺系统集成应用-食品节能改造，获认定山东省“十强”产业集群领军企业和服务型制造“1+N”示范企业，子公司烟台冰

轮智能机械科技有限公司入榜 2020 中国标杆智能工厂。子公司山东神舟制冷设备有限公司“NH₃/CO₂ 复叠制冷压缩机组”、烟台冰轮节能科技有限公司“DISU 高效动态冰（浆）水生成机组”以及烟台冰轮智能机械科技有限公司“基于 3D 打印的全流程智能铸造集成系统”三项产品入选 2020 年度山东省首台（套）技术装备名单。

公司高性能纤维业务主导产品在行业内处于领军地位，近年来在氨纶行业产能过剩的背景下，公司积极应对市场变化，不断优化产业布局，大力发展芳纶业务，整体实现业绩增长

公司的高性能纤维板块由公司下属子公司泰和新材负责运营，公司原通过泰和集团间接持有泰和新材 35.50%股权，2020 年 9 月 27 日，泰和新材通过向泰和集团全体股东发行股份吸收合并泰和

集团，截至目前，公司直接持有泰和新材 18.56% 股权，并通过烟台国盛投资控股有限公司间接持有泰和新材 1.94% 的股权。泰和新材专业从事氨纶、芳纶等高性能纤维的研发、生产及销售，主导产品为纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶及其上下游制品。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司高性能纤维板块实现营业收入分别为 21.71 亿元、25.40 亿元、24.40 亿元和 9.55 亿元。

氨纶业务方面，泰和新材是国内首家氨纶生产企业，目前产能居国内前五位，分布于烟台及宁夏两个基地。纽士达®氨纶主要应用在纺织领域及医疗卫生领域，用于增加织物的弹性，在纺织领域已得到了普及应用，随着人们对时尚潮流和舒适性的追求以及消费观念的升级，市场需求量总体呈增长态势；2020 年疫情带来的口罩耳带、防护服等需求数量级式大幅增长，成为氨纶需求的新增长点。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，泰和新材氨纶产能维持在 75,000 吨/年，产量分别实现 51,184 吨、50,664 吨、48,616 吨和 12,900 吨。销售方面，泰和新材氨纶产品销售在国内采取“经销+直销”的复合销售模式，在国外采取以“经销”为主、“直销”为辅的销售模式。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，氨纶销量分别为 41,262 吨、55,265 吨、52,464 吨和 12,313 吨，销售单价分别为 3.00 万元/吨、2.73 万元/吨、2.85 万元/吨和 4.54 万元/吨。2018 年由于在低成本地区收购氨纶项目，优化产业布局，全年产销量实现大幅回升；2019 年公司实行烟台、宁夏双基地战略，提升新产能效率、降低老产能负荷，加快新旧动能转换，全年销量实现较大幅度增长。2020 年上半年面对疫情影响，泰和新材及时调整产品策略，抓住口罩等医用氨纶产品机遇，进行生产改造，降低生产成本，保证防疫物资供应；下半年下游纺织

服装景气上行，带动氨纶需求快速增长。整体来看，2020 年虽然销量有所下降，但销售价格同步上涨，氨纶产品盈利能力快速提升。

芳纶业务方面，泰和新材是我国芳纶产业的开拓者和领军企业，主要产品包括泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶，产能均位居国内首位，其中间位芳纶产能居全球第二位。泰美达®间位芳纶具有优异的耐高温、阻燃、绝缘性能，广泛应用于个体防护、环境保护、航空航天、电气绝缘等领域；泰普龙®对位芳纶同时具有耐高温、阻燃、高强度、高模量等优异的综合性能，不仅是国防军工、安防反恐必需的关键材料，还广泛应用于光缆、汽车等领域，具有广阔的市场前景。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，泰和新材芳纶产能分别为 8,500 吨/年、8,500 吨/年、11,500 吨/年和 11,500 吨/年，产量分别为 7,905 吨、7,346 吨、7,527 吨及 2,978 吨。销售方面，芳纶产品在国内主要采取“直销”的模式，在国外采取以“经销”为主、“直销”为辅的销售模式。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，泰和新材实现芳纶销量分别为 7,608 吨、7,375 吨、6,825 吨及 3,280 吨，销售单价分别为 12.07 万元/吨、13.69 万元/吨、12.42 万元/吨和 12.48 万元/吨。2020 年，受疫情及中美贸易摩擦等因素影响，间位芳纶市场需求偏弱，部分参与者在低端领域中低价抢占市场，以保证其自身货物周转和现金流，行业面临一定挑战；防护领域主要参与者为包括泰和新材在内的行业龙头，相互间的竞争较为理性，产品价格较为稳定。对位芳纶方面，受疫情及贸易摩擦等因素影响，以光缆为代表的工业领域需求下降较大，同时部分行业参与者改、扩建项目准备投产，对市场心态产生一定影响，价格竞争压力逐渐显现。

表 14：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月泰和新材主要产品产销情况（吨/年、吨）

主要产品		2018	2019	2020	2021.1~3
氨纶	产能	75,000	75,000	75,000	75,000
	产量	51,184	50,664	48,616	12,900
	销量	41,262	55,265	52,464	12,313
芳纶	产能	8,500	8,500	11,500	11,500
	产量	7,905	7,346	7,527	2,978

	销量	7,608	7,375	6,825	3,280
--	----	-------	-------	-------	-------

注：2021 年一季度产为年化数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，泰和新材是国家创新型试点企业，拥有国家认定企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心，先后研发形成了氨纶、间位芳纶、对位芳纶的国产化技术，引领了国内相关行业的发展；泰和新材建有国家高性能芳纶纤维动员中心，是相关领域国家和行业标准的制定者，先后承担国家级科技项目 19 项，荣获国家科技进步二等奖 3 次，牵头和参与编写了 70 多项国家和行业标准，被中国化学纤维工业协会授予全国首家“国家高性能纤维材料研发生产基地”；泰和新材拥有完备的氨纶、芳纶产品体系，产品质量及技术指标在国内处于领先水平，纽士达®氨纶、泰美达®（NEWSTAR®）间位芳纶、泰普龙®对位芳纶在国内外享有较高声誉；泰和新材在全国率先通过知识产权管理体系认证，在国内外相关领域建立了较为完备的产品应用推广产业链。

2020 年公司新增贸易业务，对公司营业收入形成有益补充

2020 年，公司新增贸易业务由下属控股子公司山东丰瑞实业有限公司、烟台国丰均和贸易有限公司⁴和烟台万华合成革集团有限公司负责运营，目前业务处于起步期。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司贸易业务收入分别为 28.91 亿元和 20.63 亿元。

业务模式方面，公司主要为以销定采，根据下游客户需求，确定上下游客户订单，利用上下游结算周期差异赚取买卖差价。公司主要销货品种为阴极铜、电解铜、锌锭等有色金属，煤炭、油品、铁矿石等。回款方面，公司一般是采取先货后款，根据下游客户订单采购完成并发货，确认货权转移后，定期结算，一般回款周期约为 0~60 个工作日；

部分有色金属业务采取先款后货的方式，采购前预售下游客户货款后向上游客户采购并供货。

截至 2020 年末，公司主要的供应商分别系烟台国润铜业有限公司、深圳迈科大宗商品金融服务有限公司、陕西正威新材料科技有限公司、宁波杉杉物产有限公司和青岛正威供应链管理有限公司，主要采购品种为阴极铜和电解铜，结算周期为 30 天或即时结算。2020 年公司向上述供应商的采购额合计为 11.04 亿元，占全部采购额的 38.59%，上游供应商集中度较低。

截至 2020 年末，公司主要的客户主要系蓬莱金馨铜业有限公司、上海展生实业发展有限公司、上海麗枫国际贸易有限公司、熠丰（武汉）能源有限公司和唐山协乐国际贸易有限公司，主要销货品种为阴极铜、电解铜和锌锭，结算周期为 30 天或即时结算，2020 年销售额共计 16.33 亿元，占贸易营业收入比例为 56.47%。

战略规划及管理

公司根据目前经营状况制定了合理、清晰的发展规划，未来将立足烟台，做好股权管理、产业投资、专业招商、产业园开发、金融贸易和市场化运营六大业务，不断提升自有资本实力，实现公司的可持续发展

公司作为烟台市重要的国有资本投资公司，主要功能是按照烟台市委、烟台市政府及烟台市国资委的决策部署，以促进国有资本良性循环、服务城市经济发展为目标，承担着国有股权的持股主体、产融结合的桥梁纽带和市场化运营的新兴力量等三大职能。

⁴ 根据公开信息，烟台国泰诚丰资产管理有限公司、郑州嘉瑞供应链管理有限公司和 CHINA COAL SOLUTIONS SINGAPORE PTE LTD 分别持有山东丰瑞实业有限公司的贸易有限公司 51%、25% 和 24% 的股权，其中烟台国泰诚丰资产管理有限公司为公司 100% 控股，郑州嘉瑞

供应链管理有限公司的控股股东为瑞茂通供应链管理股份有限公司。烟台国丰均和贸易有限公司的股东为公司和上海均和集团国际贸易有限公司，分别持有其 51% 和 49% 的股权。

未来, 公司将以促进国有资本良性循环、服务产业经济发展为目标, 围绕融资、招商、建设、服务四大功能, 推动股权管理、产业投资、专业招商、产业园开发、金融贸易和市场化运营等六大板块业务持续健康发展, 全力服务保障市级重大投资项目的落实落地。

具体来看, 股权管理方面, 公司将重点围绕出资企业整体上市、市值管理、增资扩股、产权转让等重点决策事项, 通过收购、兼并、重组、入股等方式, 持续提升国有股权质量; 产业投资方面, 公司着力打造重大产业转型项目和战略性新兴产业的投资主体, 依托优质的资产质量和规模优势, 稳步推进省市级重点产业项目落地; 专业招商方面, 公司成立了烟台市首家国有专业招商公司, 境外设有驻日、驻韩、驻港三个经济合作中心, 针对烟台市国有企业全球化运营及国有资本布局调整的需求, 着力打造国有企业对外招商信息发布和招商资源整合平台, 全力服务全市双招双引工作; 产业园开发方面, 公司着眼服务市级重点产业、区域特色产业, 着力打造品牌园区; 金融贸易方面, 公司不断顺应金融贸易发展新趋势, 积极拓展金融贸易新业务; 市场化运营方面, 公司坚持市场化运营方向, 围绕不良资产处置、智慧城市、应急安全、新材料、新能源等领域, 深入加强与知名机构和上市公司的合资合作, 推动集团市场化投资业务迅速发展。

在新一轮的国资国企改革中, 公司将坚持以对战略性核心业务控股为主, 聚焦“一核、两翼、四功能”三大主线, 通过市场融资、股权运营、资本运作和市场化运营基金等手段, 在支柱产业投资、新兴产业培育、功能产业升级、传统产业转型等方面发挥更大作用, 为全市新旧动能转换和产业经济发展做出积极贡献。

公司治理结构较为完善, 内部控制制度较为健全, 为公司的业务有序开展提供有效保障

公司根据《中华人民共和国公司法》和其他有关规定, 制定了《烟台国丰投资控股集团有限公司章程》(以下简称“章程”), 规范公司的组织和行为,

维护公司、出资人和债权人的合法权益。

公司不设股东会, 由烟台市国资委制订、批准公司章程或章程修正案; 依照法定程序任免公司非由职工代表担任的董事、监事和高级管理人员; 审核公司发展战略、规划和年度计划; 审核公司合并、分立、改制、解散、清算或变更公司形式的方案, 并报市政府批准; 批准公司增减注册资本金及发行公司债券的方案等。

公司设董事会, 董事会根据烟台市国资委授权行使职权, 董事会由3名董事成员组成, 由烟台市国资委按有关程序派出, 公司董事会每届任期3年, 董事任期届满, 经考核合格的可以连任。董事会决议的表决, 实行一人一票, 董事会对所议事项作出的决议, 应由二分之一以上的董事表决通过方为有效。

公司设监事会, 董事、高级管理人员不得兼任监事, 监事会成员5人。其中出资人委派1人, 职工代表监事4人, 由公司职工代表大会(或职工大会)选举产生。监事会设主席1人, 由出资人在委派的监事中指定, 监事会主席不能履行职务或者不履行职务的, 由半数以上监事共同推举1名监事召集和主持监事会会议。监事任期3年, 任期届满可以连选连任。

公司设总经理1名, 副总经理若干名, 由董事会按规定程序聘任或解聘, 公司董事可兼任经理。总经理、副总经理等高级管理人员任期3年, 可以连聘连任, 总经理对董事会负责。

公司制度方面, 公司制定了一系列的公司管理标准, 包括财务付款管理标准、货币资金管理标准、债务性融资管理标准、担保管理标准、财务会计管理标准、人力资源管理标准等, 此外公司内部设有股权管理部、市场发展部、投资运营部、综合部、财务部、合规管理部、党群工作部、审计监督部和产业园事业部等9个部门, 各职能部门之间在业务开展中既保持相互的独立性有保持较好的协作关系。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天圆全会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，其中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告期初数，2019 年和 2020 年财务数据均采用审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

得益于公司业务的持续开展，近年来公司的营业总收入规模较为稳定，受化工产品价格降低影响，公司综合毛利率亦有所波动

近年来，公司的营业收入主要来自于化工板块、能源设备及服务板块以及高性能纤维板块。2018~2020 年，公司营业收入分别为 802.57 亿元、764.28 亿元和 843.51 亿元，其中化工板块为公司收入最主要来源，2018~2020 年分别实现 724.81 亿元、677.83 亿元和 732.98 亿元。2021 年 1~3 月，公司实现营业总收入 357.46 亿元，其中化工板块实现收入 312.93 亿元。

毛利率方面，近年来，公司的营业毛利率持续下滑，2018~2020 年，公司营业毛利率分别为 34.96%、28.23%和 26.20%，公司毛利水平主要受化工板块毛利率变动影响。2018~2020 年，公司化工板块毛利率分别为 36.27%、28.03%和 26.65%，化工板块毛利率持续下滑主要系聚氨酯系列产品价格回落所致。此外，公司能源设备及服务板块毛利率较为稳定，2018~2020 年分别为 28.20%、29.47%和 26.44%。同期，高性能纤维板块毛利率分别为 17.64%、24.63%和 28.47%，受益于间位芳纶和对位芳纶业务板块的增长，盈利能力逐年提升。2021 年 1~3 月，公司的营业毛利率为 30.26%。

表 15：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
化工板块	724.81	677.83	732.98	312.93
能源设备及服务板块	40.66	38.15	40.44	11.12

高性能纤维板块	21.71	25.40	24.40	9.55
贸易板块	--	--	28.91	20.63
其他板块	15.38	22.89	16.79	3.23
合计	802.57	764.28	843.51	357.46
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
化工板块	36.27%	28.03%	26.65%	32.09%
能源设备及服务板块	28.20%	29.47%	26.44%	21.33%
高性能纤维板块	17.64%	24.63%	28.47%	36.65%
贸易板块	--	--	1.04%	0.78%
其他板块	15.96%	36.11%	46.34%	52.97%
合计	34.96%	28.23%	26.20%	30.26%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司业务的扩张，公司期间费用亦不断上升，2018~2020 年，期间费用分别为 85.11 亿元、86.04 亿元和 96.18 亿元，其中销售费用分别为 30.59 亿元、34.23 亿元和 34.99 亿元，主要系物流费用及职工薪酬；管理费用分别为 24.23 亿元、20.44 亿元和 19.64 亿元，主要系职工薪酬；研发费用分别为 18.41 亿元、19.75 亿元和 24.27 亿元，主要系研发过程中产生的工资费用、物资消耗、折旧费及摊销等费用；财务费用分别为 11.89 亿元、11.62 亿元和 17.28 亿元，主要系对外融资的利息支出。期间费用收入占比方面，2018~2020 年，公司费用收入占比分别为 10.61%、11.26%和 11.40%，费用收入占比有所波动，主要系营业收入规模波动所致。2021 年 1~3 月，公司期间费用合计 27.56 亿元，占营业收入的比重为 7.71%。

从利润构成来看，2018~2020 年，公司利润总额分别为 193.35 亿元、131.78 亿元和 119.64 亿元，主要由经营性业务利润构成，同期分别为 197.61 亿元、132.63 亿元、125.29 亿元和 79.41 亿元，2020 年大幅下滑主要系万华化学经营性业务利润下滑所致。其中，2018~2020 年，公司其他收益分别为 11.88 亿元、10.22 亿元和 8.60 亿元，主要系收到的扶持企业发展专项资金以及其他政府补助。2021 年 1~3 月，公司利润总额为 80.07 亿元，其中经营性业务利润为 79.41 亿元。

母公司方面，2018~2020 年，母公司利润总额分别为 4.61 亿元、14.36 亿元和 3.54 亿元，母公司利润主要来自于投资收益，同期，母公司投资收益

分别为 4.68 亿元、14.76 亿元和 9.57 亿元，主要系母公司对子公司投资收到的现金股利及股票收益。2021 年 1~3 月，母公司利润总额为-1.96 亿元，亏损的主要原因为当期借款利息增加导致财务费用大幅增长。

表 16：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	30.59	34.23	34.99	10.51
管理费用	24.23	20.44	19.64	5.40
研发费用	18.41	19.75	24.27	6.58
财务费用	11.89	11.62	17.28	5.08
期间费用合计	85.11	86.04	96.18	27.56
期间费用收入占比	10.61%	11.26%	11.40%	7.71%
其他收益	11.88	10.22	8.60	1.12
利润总额	193.35	131.78	119.64	80.07
经营性业务利润	197.61	132.63	125.29	79.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

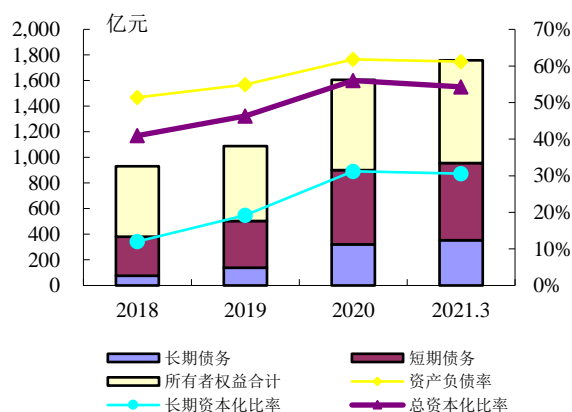
随着公司经营业务的持续发展，公司资产规模逐年提升，自有资本实力不断增强，但公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化

近年来，得益于公司经营业务的快速发展，公司的资产规模呈现快速增长趋势，2018~2020 年末，公司的总资产分别为 1,130.28 亿元、1,296.75 亿元和 1,849.44 亿元；同期末，公司的负债总额分别为 580.90 亿元、712.34 亿元和 1,142.92 亿元，2020 年万华化学及公司本部融资规模扩张使债务规模大幅增加；自有资本方面，得益于公司自身利润的不断积累，公司的所有者权益增长较快，2018~2020 年末，公司的所有者权益（含少数股东权益）分别为 549.38 亿元、584.41 亿元和 706.52 亿元，同期末，公司少数股东权益分别为 409.07 亿元、438.16 亿元和 532.11 亿元，主要为上市子公司的少数股东出资，呈逐年增长趋势；其他权益工具分别为 0 元、0 元和 19.97 亿元。同时，中诚信国际关注到公司少数股东权益在所有者权益合计中占比较大，控制权较为分散，公司权益结构稳定性一般。截至 2021 年 3 月末，公司的总资产为 2,072.18 亿元，负债总额为 1,267.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）

为 804.36 亿元，其中少数股东权益 588.14 亿元，其他权益工具 49.92 亿元，新增公司于 2021 年 3 月发行的“21 国丰 Y1”和“21 国丰 Y2”，发行规模均为 15.00 亿元。

财务杠杆方面，近年来，公司的资产负债率呈现波动趋势，2018~2020 年末，公司资产负债率分别为 51.39%、54.93%和 61.80%；同期，总资本化比率分别为 40.94%、46.28%和 56.02%。截至 2021 年 3 月末，公司的资产负债率为 61.18%，总资本化比率为 54.28%。若考虑将其他权益工具纳入负债和有息债务，则截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率为 63.59%，总资本化比率为 55.54%，公司财务杠杆水平进一步升高，债务压力较大。

图 3：2018~2020 年末及 2021 年 3 月末资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从资产构成来看，公司资产主要以非流动资产为主。流动资产方面，2018~2020 年末，公司流动资产分别为 433.36 亿元、405.32 亿元和 637.39 亿元，占同期总资产的比重分别为 38.34%、31.26%和 34.46%。截至 2020 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收款项融资、其他应收款和存货构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为 41.85%、13.53%、8.27%、10.11%和 15.67%。截至 2020 年末，公司货币资金为 266.75 亿元，同比增长 236.27%，主要系银行存款，其中使用权受限的货币资金为 3.78 亿元；应收账款为 86.21 亿元，同比增长 39.67%，主要系万华化学、泰和新材以及冰轮环境开展业务产生的货款；应收款项融资为 52.74 亿

元,同比增长 32.78%,其中银行承兑票据 42.25 亿元,公司已质押应收票据的账面价值为 4.57 亿元;其他应收款为 64.42 亿元,同比增长 1.15%,主要系往来款,其中其他应收款前五名占比为 78.15%,账龄超过 5 年以上的往来款项占比为 40.70%;存货为 99.87 亿元,同比减少 0.42%,主要系下属子公司生产经营过程中产生的原材料 24.28 亿元、自制半成品及在产品 20.25 亿元和库存商品(产成品) 49.08 亿元。截至 2021 年 3 月末,公司流动资产为 796.88 亿元,较上年末增长 25.02%,其中货币资金、应收账款、应收款项融资和存货分别增至 323.73 亿元、112.04 亿元、98.19 亿元和 140.36 亿元。

非流动资产方面,2018~2020 年末,公司的非流动资产分别为 696.92 亿元、891.43 亿元和 1,212.05 亿元,占同期总资产的比重分别为 61.66%、68.74%和 65.54%。截至 2020 年末,公司的非流动资产主要由固定资产和在建工程构成,上述科目占当期非流动资产的比重分别为 49.86%和 20.27%。截至 2020 年末,公司固定资产为 604.31 亿元,同比增长 45.46%,主要系房屋及建筑物 115.84 亿元和机器设备 479.69 亿元;在建工程账面价值 245.64 亿元,同比减少 1.44%,主要系万华化学在建项目。截至 2021 年 3 月末,公司非流动资产为 1,275.31 亿元,主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产,分别为 137.32 亿元、624.47 亿元和 98.92 亿元。

表 17: 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司主要资产(亿元)

项目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	94.42	79.33	266.75	323.73
应收账款	54.82	61.72	86.21	112.04
应收账款融资	0.00	39.72	52.74	0.00
其他应收款	46.60	63.69	64.42	66.98
存货	104.51	100.29	99.87	140.36
其他流动资产	18.90	15.80	17.98	15.06
可供出售金融资产	8.02	48.04	72.31	0.00
长期应收款	11.88	13.44	21.13	26.52
固定资产	398.44	415.45	604.31	624.47
在建工程	116.77	249.23	245.64	237.32
无形资产	62.22	81.40	95.34	98.92
其他非流动资产	54.52	32.10	114.49	134.98
总资产	1,130.28	1,296.75	1,849.44	2,072.18

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

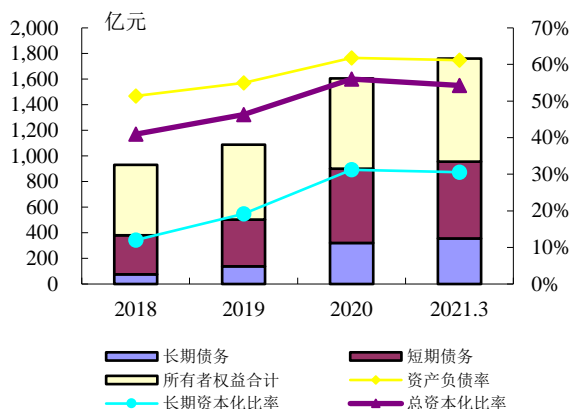
负债结构方面,公司的负债主要以流动负债为主。2018~2020 年末,公司的流动负债分别为 478.77 亿元、549.45 亿元和 793.35 亿元,占同期总负债的比重分别为 82.42%、77.13%和 69.41%。截至 2020 年末,公司的流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成,上述科目占当期流动负债的比重分别为 52.94%、11.41%、13.66%和 5.32%。截至 2020 年末,公司短期借款为 420.02 亿元,同比增长 79.26%,主要系信用借款 417.24 亿元;应付票据为 90.47 亿元,同比减少 2.07%,主要系银行承兑汇票;应付账款为 108.39 亿元,同比增长 13.31%,主要系应付采购款及应付项目工程款项,账龄大多在一年以内;其他应付款为 42.18 亿元,同比减少 0.58%,主要系往来款。截至 2021 年 3 月末,公司流动负债为 872.96 亿元,主要包括短期借款、应付票据、应付账款、合同负债和其他应付款,金额分别为 456.96 亿元、74.54 亿元、148.57 亿元、49.50 亿元和 42.97 亿元。

非流动负债方面,2018~2020 年末,公司的非流动负债分别为 102.13 亿元、162.89 亿元和 349.56 亿元,占同期总负债的比重分别为 17.58%、22.87%和 30.59%。截至 2020 年末,公司的非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成,上述科目占当期非流动负债的比重分别为 65.82%、14.25%和 13.71%。截至 2020 年末,公司长期借款为 230.08 亿元,同比增长 102.31%,主要系信用借款 215.44 亿元;应付债券为 49.83 亿元,同比增长 150.18%,主要系公司于 2019 年发行的“19 国丰 01”和“19 国丰 02”、于 2020 年发行的“20 国丰 01”和“20 国丰集团 MTN001”;长期应付款为 47.93 亿元,同比增长 398.74%,主要系龙口市财政局拨入的 40.61 亿元专项债本金及利息,用于专项支持裕龙产业园项目建设。截至 2021 年 3 月末,公司非流动负债为 394.86 亿元,主要包括长期借款、应付债券和长期应付款,金额分别为 242.37 亿元、71.20 亿元和 44.91 亿元。

债务结构方面,2018~2020 年末,公司总债务

分别为 380.87 亿元、503.48 亿元和 899.81 亿元；同期，公司短期债务/总债务分别为 0.80 倍、0.72 倍和 0.64 倍，公债务以短期债务为主，公司债务结构有待优化。截至 2021 年 3 月末，公司总债务进一步上升至 954.87 亿元，当期末短期债务/总债务为 0.63 倍。

图 4：2018~2020 年末及 2021 年 3 月末债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务到期方面，截至 2021 年 3 月末，公司有息债务规模为 954.87 亿元，其中 2021 年 4~12 月、和 2022 年需要偿还的债务规模分别为 524.26 亿元和 98.74 亿元，公司短期内到期债务较为集中，短期偿债压力较大。

表 18：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2021.4~12	2022	2023	2024
到期债务	524.26	98.74	71.44	92.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

母公司方面，2018~2020 年末，母公司总资产分别为 130.88 亿元、240.41 亿元和 337.55 亿元，呈逐年增长趋势。作为投资控股类企业，母公司最重要的资产是长期股权投资，同期末，母公司长期股权投资分别为 92.44 亿元、106.73 亿元和 130.32 亿元，主要系对万华化学、冰轮集团、泰和新材、万华实业和裕龙石化产业园等子公司的投资。2018~2020 年末，母公司总负债分别为 39.46 亿元、

128.64 亿元和 213.24 亿元，截至 2020 年末，母公司总负债主要由短期借款、其他应付款、长期借款和应付债券构成，分别为 27.39 亿元、32.89 亿元、97.62 亿元和 49.83 亿元。自有资本方面，得益于政府资金注入、资产划转及集团并购等，母公司的所有者权益增长较快，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司的所有者权益分别为 91.42 亿元、111.77 亿元、124.30 亿元和 152.03 亿元，主要由实收资本和未分配利润构成，呈逐年增长趋势；2019 年末母公司所有者权益大幅增加主要系当年国丰集团合并报表资本公积转增股本 90 亿元所致⁵；2020 年末增长主要系当期发行永续债 19.97 亿元所致；2021 年 3 月末增长系因公司 2021 年 3 月发行“21 国丰 Y1”和“21 国丰 Y2”，发行规模均为 15.00 亿元。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司实收资本分别为 10 亿元、100 亿元、100 亿元和 100 亿元；同期未分配利润分别为 2.29 亿元、4.22 亿元、-1.89 亿元和 -4.12 亿元。其中 2020 年公司上缴国有资本收益 9.16 亿元，导致未分配利润为负。财务杠杆方面，2018~2020 年末，母公司资产负债率分别为 30.15%、53.51%和 63.17%，总资本化比率分别为 8.77%、42.95%和 59.23%，财务杠杆水平显著提升。截至 2021 年 3 月末，母公司总资产为 374.79 亿元，总负债为 222.77 亿元，资产负债率为 59.44%，总资本化比率为 55.85%。

现金流及偿债能力

公司 EBITDA 和经营活动净现金流的表现良好，对利息的保障能力较强，此外，公司备用流动性较好

获现能力方面，2018~2020 年末，公司的 EBITDA 分别为 252.94 亿元、196.50 亿元和 196.42 亿元。偿债指标方面，2018~2020 年末，公司的总债务/EBITDA 分别为 1.51 倍、2.56 倍和 4.58 倍；同期，公司的 EBITDA 利息保障倍数分别为 17.23

⁵ 根据烟台国资委下发的烟国资【2019】71 号《关于同意烟台国丰投资控股有限公司资本公积转增注册资本的批复》，公司以资本公积转增股本 9,000,000,000.00 元，合并报表中资本公积不足冲减，以资本公积冲减至零为限，相

应减少资本公积 2,962,686,565.18 元，不足部分冲减盈余公积 52,570,971.74 元，冲减未分配利润 5,984,742,463.08 元。

倍、13.00 倍和 8.18 倍。总体来看，公司的 EBITDA 对债务本息的保障能力较强。

从经营活动现金流方面来看，2018~2020 年末，公司经营活动净现金流分别为 228.31 亿元、262.67 亿元和 172.32 亿元，公司经营活动净现金流表现良好；2018~2020 年末，经营活动净现金/总债务分别为 0.60 倍、0.52 倍和 0.19 倍；同期，经营活动净现金/利息支出分别为 15.55 倍、17.38 倍和 7.17 倍。总体来看，公司经营活动净现金流无法覆盖债务本金，但对利息的保障能力较强。

母公司方面，近年来母公司经营活动净现金流规模较小，且持续为负，主要为母公司支付的其他与经营活动有关的现金及各项税费。2018~2020 年末，母公司经营活动净现金流分别为-0.04 亿元、-3.61 亿元和-42.03 亿元。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	305.84	364.45	579.09	600.31
长期债务	75.03	139.03	320.72	354.56
总债务	380.87	503.39	899.81	954.87
经营活动净现金流	228.31	262.67	172.32	58.35
EBITDA	252.94	196.50	196.42	--
货币资金/短期债务	0.31	0.22	0.46	0.54
EBITDA/短期债务	0.83	0.54	0.34	--
经营活动净现金/总债务 (X)	0.60	0.52	0.19	0.24
总债务/EBITDA (X)	1.51	2.56	4.58	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	15.55	17.38	7.17	--
EBITDA 利息倍数 (X)	17.23	13.00	8.18	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务弹性方面，截至 2021 年 3 月末，公司获各金融机构授信总额度达 1,419.17 亿元，已经使用额度 762.10 亿元，尚可使用额度为 657.07 亿元，备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保金额为 11.84 亿元，占同期末净资产比重为

1.47%，担保对象主要系烟台国际机场集团有限公司、烟台港万华工业园码头有限公司、烟台国有资产经营有限公司和万华节能科技集团股份有限公司等国有企业以及万华化学关联方，或有风险可控。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产总额为 24.41 亿元，占同期末总资产的比重为 1.18%，主要系抵押货币资金、固定资产、其他权益工具投资、应收款项融资等。

表 20：截至 2020 年末公司受限资产情况（万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	37,766.58	开立银行承兑汇票保证金、信用证保证金、液化石油气（LPG）纸货保证金、采购保证金、期货保证金、产品注册押金、税务机关及铁路机关押金、农民工工资保证金、远期结汇保证金、保函保证金、票据保证金等
应收票据	13,052.40	质押
应收款项	3,200.00	应收账款保理业务
应收款项融资	45,698.10	票据质押用于开立银行承兑汇票及信用证
固定资产	72,517.09	用于获取借款
无形资产	1,700.64	用于获取借款
其他权益工具投资	69,190.40	质押借款
其他	988.00	质押股票的分红
合计	244,113.21	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 7 月 14 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。近年来，公司及其子公司未发生债务违约情形。

外部支持

烟台国丰作为烟台市重要的国有资本投资公司，自成立以来，公司持续获得政府在资产注入、政府补助等多方面的强有力支持

资产注入方面，2017 年 10 月 27 日，烟台市政府正式下发批复《烟台市人民政府关于烟台国丰投资控股有限公司改建为国有资本投资公司的有关事项的批复》（烟政字[2017]96 号），将万华实业、

冰轮集团、泰和集团三户企业的国有股权划归公司。截至目前，公司持有万华化学、泰和新材、冰轮环境、张裕 A/B 和密封科技等上市公司股权，其参控股企业资产质量优良。此外，2019 年 9 月 16 日，烟台市国资委正式下发批复《关于调整市国资委直属公司管理体制的通知》（烟国资[2019]61 号），将烟台市国资委持有的烟台国盛投资控股有限公司 100%、烟台万华合成革集团有限公司 100% 和烟台铭祥控股有限公司 52% 国有股权划入公司。

政府补助方面，自公司改建为国有资本投资公司以来，烟台国丰及其参控股公司持续获得政府扶持企业发展专项资金、财政贴息、产业振兴和技术改造补助等多项资金支持，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别获得政府补助 11.92 亿元、10.22 亿元、8.60 亿元和 1.12 亿元，均计入“其他收益”。

评级结论

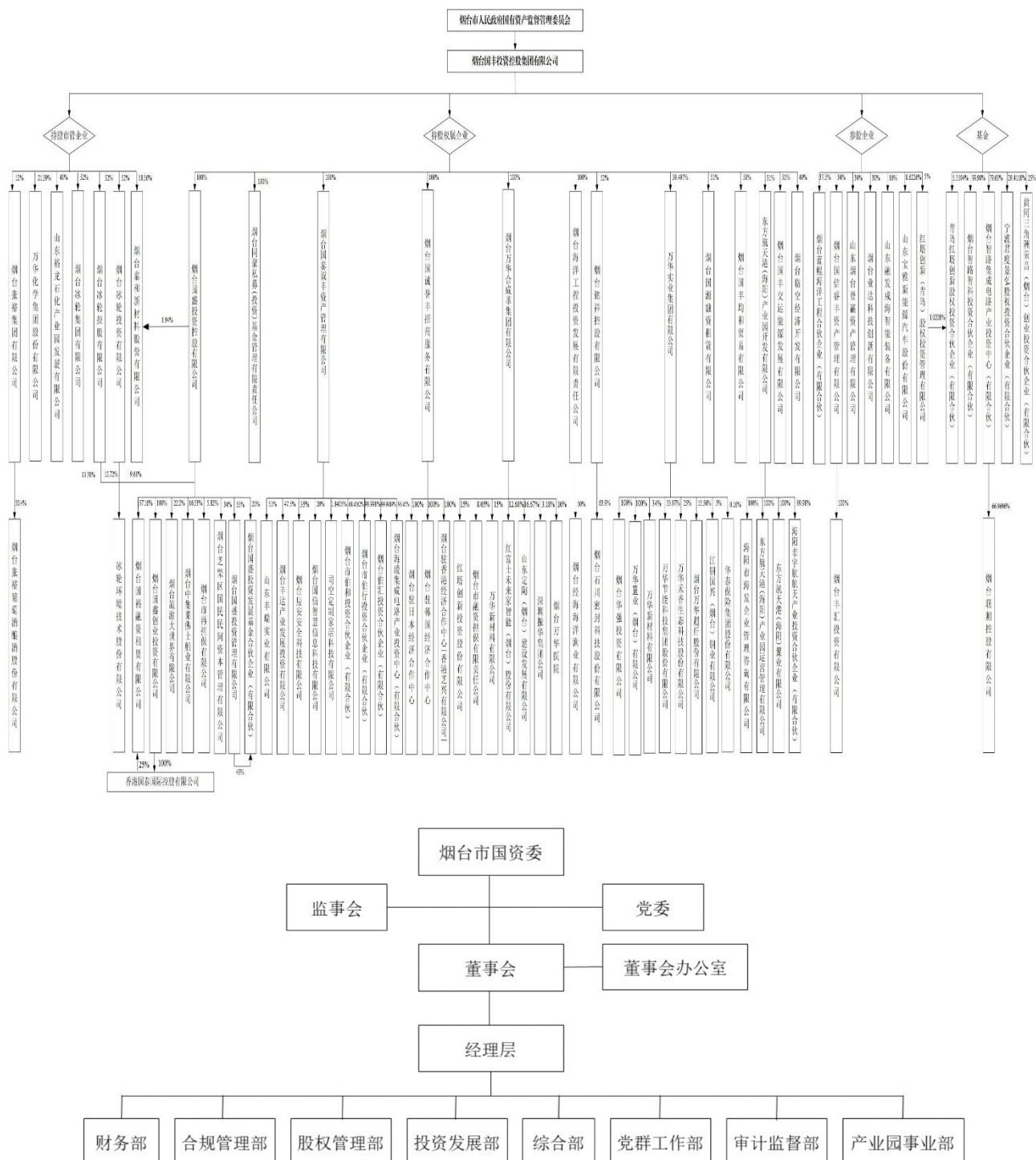
综上所述，中诚信国际评定烟台国丰投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于烟台国丰投资控股集团有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

附一：烟台国丰投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：烟台国丰投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	944,166.50	793,274.84	2,667,511.79	3,237,292.59
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	17,335.20	170,180.74	174,557.02	0.00
应收账款净额	548,176.87	617,221.25	862,069.39	1,120,405.42
其他应收款	465,979.36	636,929.73	644,233.54	669,812.50
存货净额	1,045,112.91	1,002,904.31	998,653.01	1,403,592.34
可供出售金融资产	80,249.48	480,387.14	723,059.96	--
长期股权投资	118,848.60	134,422.95	211,266.10	269,466.33
固定资产	3,984,362.30	4,154,487.99	6,043,138.92	6,244,688.63
在建工程	1,167,655.53	2,492,281.34	2,456,423.14	2,373,155.14
无形资产	622,195.23	813,968.77	953,406.45	989,196.24
总资产	11,302,813.38	12,967,464.11	18,494,358.60	20,721,848.76
其他应付款	415,744.87	424,270.03	421,812.15	429,737.18
短期债务	3,058,442.03	3,644,547.66	5,790,938.76	6,003,078.69
长期债务	750,306.36	1,390,296.99	3,207,151.42	3,545,588.92
总债务	3,808,748.39	5,034,844.65	8,998,090.18	9,548,667.61
净债务	2,864,581.89	4,241,569.81	6,330,578.38	6,311,375.02
总负债	5,809,001.88	7,123,370.39	11,429,169.55	12,678,201.64
费用化利息支出	144,898.81	135,516.10	191,824.00	58,094.47
资本化利息支出	1,933.22	15,600.30	48,351.26	--
实收资本	100,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	4,090,705.99	4,381,620.20	5,321,060.89	5,881,393.47
所有者权益合计	5,493,811.50	5,844,093.73	7,065,189.06	8,043,647.12
营业总收入	8,025,690.62	7,642,796.38	8,435,110.41	3,574,573.74
期间费用前利润	2,708,520.73	2,084,556.58	2,128,621.00	1,058,502.05
营业利润	1,976,595.66	1,322,285.06	1,208,460.22	801,208.53
投资收益	20,931.76	31,978.91	42,588.69	31,235.82
营业外收入	2,038.10	9,038.66	3,155.11	809.37
净利润	1,582,442.95	1,139,297.55	1,052,577.12	684,267.24
EBIT	2,078,436.04	1,453,338.26	1,388,202.45	--
EBITDA	2,529,429.72	1,964,990.12	1,964,180.91	--
销售商品、提供劳务收到的现金	9,980,193.57	9,719,760.14	9,599,820.04	3,676,785.86
收到其他与经营活动有关的现金	229,366.94	426,402.70	334,746.90	315,188.19
购买商品、接受劳务支付的现金	6,221,812.50	5,944,568.95	6,801,035.15	2,964,533.40
支付其他与经营活动有关的现金	607,964.39	707,418.15	617,219.52	105,887.15
吸收投资收到的现金	16,574.00	67,955.44	524,001.35	304,800.00
资本支出	1,112,879.79	1,880,210.30	3,295,399.34	785,017.07
经营活动产生现金净流量	2,283,062.15	2,626,704.85	1,723,217.22	583,523.49
投资活动产生现金净流量	-1,157,598.21	-2,639,728.64	-3,631,147.39	-1,038,890.46
筹资活动产生现金净流量	-925,634.91	-45,931.99	3,770,380.76	1,029,929.17
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	34.96	28.23	26.20	30.26
期间费用收入比(%)	10.61	11.26	11.40	7.71
总资产收益率(%)	19.55	11.98	8.82	--
流动比率(X)	0.91	0.74	0.80	0.91
速动比率(X)	0.69	0.56	0.68	0.75
资产负债率(%)	51.39	54.93	61.80	61.18
总资本化比率(%)	40.94	46.28	56.02	54.28
长短期债务比(X)	4.08	2.62	1.81	1.69
经营活动净现金/总债务(X)	0.60	0.52	0.19	0.24*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.75	0.72	0.30	0.39*
经营活动净现金/利息支出(X)	15.55	17.38	7.17	--
总债务/EBITDA(X)	1.51	2.56	4.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	0.54	0.34	--
货币资金/短期债务(X)	0.31	0.22	0.46	0.54
EBITDA 利息倍数(X)	17.23	13.00	8.18	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中有息金额调整至长期债务核算；3、带*指标为年化数据。

附三：烟台国丰投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	9,279.00	68,544.74	334,799.61	691,836.30
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5,340.99	138,256.76	163,300.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	364,849.89	682,194.87	929,601.98	1,095,917.08
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	4,519.52	447,519.52	644,029.01	--
长期股权投资	924,400.98	1,067,266.93	1,303,208.42	1,314,961.54
固定资产	12.43	63.84	54.56	48.81
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	199.33	258.08	251.05
总资产	1,308,802.81	2,404,139.57	3,375,463.32	3,747,946.80
其他应付款	324,599.75	466,913.52	328,937.25	306,590.70
短期债务	17,900.00	282,241.36	331,145.00	232,664.30
长期债务	69,994.29	559,138.35	1,474,474.48	1,690,589.47
总债务	87,894.29	841,379.71	1,805,619.48	1,923,253.77
净债务	78,615.29	772,834.97	1,470,819.87	1,231,417.48
总负债	394,616.56	1,286,390.70	2,132,418.93	2,227,659.83
费用化利息支出	1,352.88	7,844.07	60,735.61	23,332.74
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
实收资本	100,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	914,186.25	1,117,748.87	1,243,044.38	1,520,286.97
营业总收入	0.00	2,636.43	25.47	8.49
期间费用前利润	-188.26	2,551.66	-76.24	-3.95
营业利润	46,146.16	143,523.95	35,377.54	-19,610.85
投资收益	46,839.14	147,610.73	95,654.70	1,243.64
营业外收入	0.00	28.72	50.67	12.89
净利润	46,146.16	143,552.68	35,374.57	-19,598.10
EBIT	47,499.04	151,396.75	96,110.17	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	14.00	27.00	9.00
收到其他与经营活动有关的现金	31.02	340,452.25	562,261.88	269,557.76
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	187.27	376,193.81	981,611.32	416,814.04
吸收投资收到的现金	0.00	2,000.00	199,670.00	300,000.00
资本支出	0.00	261.07	125.00	0.00
经营活动产生现金净流量	-404.08	-36,105.68	-420,301.11	-147,586.33
投资活动产生现金净流量	-30,562.23	-548,368.32	-367,294.92	142,620.68
筹资活动产生现金净流量	37,440.44	643,739.74	1,053,850.91	362,002.34
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	--	100.00	100.00	100.00
期间费用收入比(%)	--	248.60	239,018.65	245,585.06
总资产收益率(%)	3.75	8.16	3.33	--
流动比率(X)	1.17	1.22	2.17	3.33
速动比率(X)	1.17	1.22	2.17	3.33
资产负债率(%)	30.15	53.51	63.17	59.44
总资本化比率(%)	8.77	42.95	59.23	55.85
长短期债务比(X)	0.26	0.50	0.22	0.14
经营活动净现金/总债务(X)	-0.00	-0.04	-0.23	-0.31*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.02	-0.13	-1.27	-2.54*
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.30	-4.60	-6.92	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.52	0.24	1.01	2.97
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算；3、带*指标为年化数据。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资 =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	资产负债率 =负债总额/资产总额
	总资本化比率 =总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余） =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出 =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率 =流动资产/流动负债
	速动比率 =（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。