

烟台国丰投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行永续期公司债券（第四期）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

2022 年 8 月 16 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，未受发行人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，亦不对发行人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，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字 [2022] 2652 D 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拟发行的“烟台国丰投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）”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，本期公司债券品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年八月十六日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	清偿顺序	发行目的
烟台国丰投资控股集团有限公司	发行总规模不超过15亿元（含15亿元）	品种一基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券； 品种二基础期限为5年，以每5个计息年度为1个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长1个周期（即延长5年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。 本期债券引入品种间回拨选择权。	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券附设发行人递延支付利息权。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务	扣除发行费用后，拟用于补充营运资金（包括但不限于裕龙产业园项目炼化产能指标收购）、偿还有息负债。

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2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）”品种一的信用等级为**AAA**，品种二的信用等级为**AAA**。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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,296.75	1,849.44	2,620.36	2,844.89
所有者权益合计（亿元）	584.41	706.52	990.17	1,072.81
总负债（亿元）	712.34	1,142.92	1,630.19	1,772.09
总债务（亿元）	503.39	899.81	1,300.20	1,427.70
营业总收入（亿元）	764.28	843.51	1,692.93	476.11
净利润（亿元）	113.93	105.26	258.61	55.08
EBITDA（亿元）	196.50	196.42	413.30	--
经营活动净现金流（亿元）	262.67	172.32	275.63	38.68
资产负债率(%)	54.93	61.80	62.21	62.29
烟台国丰（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	240.41	337.55	442.93	479.60
所有者权益合计（亿元）	111.77	124.30	183.75	210.05
总负债（亿元）	128.64	213.24	259.18	269.55
总债务（亿元）	84.14	180.56	234.26	244.10
营业总收入（亿元）	0.26	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	14.36	3.54	2.16	-2.39
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	-3.61	-42.03	-95.26	-32.36
资产负债率(%)	53.51	63.17	58.52	56.20

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告及2022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。

正 面

■ **区域经济发展良好。**烟台市经济实力较强，2021年实现地区生产总值（GDP）8,711.75亿元，按可比价格计算增长8.0%，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。**目前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、密封科技等5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2022年3月末，公司少数股东权益为755.87亿元，在当期所有者权益合计中占比为70.46%，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2022年3月末，公司总债务1,427.70亿元，其中短期债务916.12亿元，短期债务/总债务为0.64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。**公司化工板块和产业园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。

发行人概况

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。根据公司 2021 年 12 月 30 日发布的《烟台国丰投资控股集团有限公司关于公司股东变更的公告》，烟台市人民政府根据《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案》、《山东省财政厅 山东省人力资源和社会保障厅关于划转部分国家资本的通知》、《烟台市财政局 烟台市人力资源和社会保障局》文件要求，将烟台市国资委持有的公司 10% 股权划转至山东省财欣资产运营有限公司持有。截至 2022 年 3 月末，公司已完成上述股权划转，烟台市国资委持有公司 90% 股权，山东省财欣资产运营有限公司持有公司 10% 股权，公司控股股东和实际控制人仍为烟台市国资委。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元。

公司作为烟台市第一家国有资本投资公司，是烟台市的产业投资主体，主要职责是在做好持股企业股权管理和运营的基础上，充分运用国有资本市

场化、专业化运行方式，围绕烟台市重点产业发展方向，通过投融资、股权运营、资本运作等市场化运营手段，服务烟台市产业经济发展和新旧动能转换，着力成为重大产业转型项目和战略性新兴产业的投资主体、资本运作的投资主体、优化国有资本资源配置的产业整合主体。

截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共计 26 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（山东）发展集团有限公司、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、烟台同聚私募（投资）基金管理有限责任公司和烟台智路智科投资合伙企业（有限合伙）等。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.SZ），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 2022 年 3 月末公司主要一级子公司情况（%）

全称	直接持股比例
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	18.56
烟台冰轮集团有限公司	52.00
烟台冰轮控股有限公司	100.00
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（山东）发展集团有限公司	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
烟台生物医药健康产业发展集团有限公司	100.00
山东碳中和发展集团有限公司	100.00
香港丰盛国际控股有限公司	100.00
烟台智路智科投资合伙企业（有限合伙）	99.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

本期债券分两个品种，总规模不超过 15 亿元（含 15 亿元）。品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。本期债券首个计息周期的票面利率通过簿记建档方式确定。首个计息周期末，如果发行人选择延长债券期限，则从第 2 个计息周期开始，其后每个计息周期以当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点重置一次票面利率。初始利差为首个计息周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

本期债券品种一初始基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记

结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。本期债券品种二的初始基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

本期公司债券附发行人续期选择权：本期债券品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；品种二以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。发行人应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

本期债券附设发行人递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。如发行人决定递延支付利息的，应在付息日前

10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若发行人继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。本期公司债券付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。债券存续期内如发生强制付息事件，发行人应当于 2 个交易日内披露相关信息。

本期公司债券附赎回选择权，（1）发行人因税务政策变更进行赎回。发行人由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且发行人在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，发行人有权对本期债券进行赎回。发行人有权在法律法规，相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。（2）发行人因会计准则变更进行赎回。根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》和《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》等规定，发行人将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响发行人在合并财务报表中将本期债券计入权益时，发行人有权对本期债券进行赎回。发行人有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。除了以上两种情况以外，发行人没有权利也没有义务赎回本期债券。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务。

投资者保护条款：（一）资信维持承诺：1、发行人承诺，在本期债券存续期内，不发生如下情形：a. 发行人发生一个自然年度内减资超过原注册资本 20% 以上、分立、被责令停产停业的情形。b. 发行人合并报表范围内的重要子公司被吊销营业执照、申请破产或者依法进入破产程序等可能致发行人偿

债能力发生重大不利变化的。c. 发行人存在重大市场负面传闻未合理澄清的。2、发行人在本期债券存续期内，出现违反第 1 条约定的资信维持承诺情形的，发行人将及时采取措施以在半年内恢复承诺相关要求。3、当发行人发生违反资信维持承诺、发生或预计发生将影响偿债能力相关事项的，发行人将在 2 个交易日内告知受托管理人并履行信息披露义务。4、发行人违反资信维持承诺且未在第 2 条约定期限内恢复承诺的，本期债券持有人有权要求发行人按照第（二）条的约定采取负面事项救济措施。

（二）救济措施：1、如发行人违反上述“（一）资信维持承诺”相关承诺要求，且未能在“（一）资信维持承诺要求之第 2 条”约定期限恢复相关承诺要求或采取相关措施的，经持有本期债券 30% 以上的持有人要求，发行人将于收到要求后的次日立即采取如下救济措施，争取通过债券持有人会议等形式与债券持有人就违反承诺事项达成和解：a. 在 30 自然日内为本期债券增加担保或其他增信措施。b. 在 30 个自然日提供并落实经本期债券持有人认可的其他和解方案。2、本期债券持有人要求发行人实施救济措施的，发行人应当在 2 个交易日内告知受托管理人并履行信息披露义务，并及时披露救济措施的落实进展。

募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充营运资金（包括但不限于裕龙产业园项目炼化产能指标收购）和偿还有息负债。

2018 年 10 月，山东省政府发布《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，对地炼产能整合转移作出部署：力争到 2022 年对城市人口密集区和 300 万吨及以下的地炼企业炼油产能进行整合转移；到 2025 年将 500 万吨及以下地炼企业炼油产能分批分步进行整合转移，被整合的炼化企业的产能指标将被整合置换入大型炼化一体化项目。2019 年 2 月，山东省第十三届人大第二次会议政府工作报告中指出，山东省政府将全力推进烟台

裕龙炼化一体化项目前期工作。2019年6月，裕龙岛炼化一体化项目实施主体公司山东裕龙石化有限公司（以下简称“裕龙石化”）¹完成注册。2020年6月，国家发改委、工信部、国家能源局复函，将裕龙岛项目由国家石化产业规划布局方案储备类项目转为规划项目。山东省委、省政府召开项目推进部署会议，明确裕龙岛炼化一体化项目是国家调整优化石化产业布局、提升产业竞争力、推动绿色发展的重要部署，是山东省石化行业新旧动能转换的标志性工程。根据《山东裕龙石化产业园发展有限公司裕龙石化产业园片区综合开发项目可行性研究报告》，山东裕龙石化产业园发展有限公司（以下简称“裕龙产业园”）²将向与山东省内签订地炼整合补偿协议关停企业支付炼化指标整合补充资金，根据前期测算共需支付295亿元，目前由公司本部负责筹措200亿元。裕龙产业园取得炼化一体化项目产能指标后，将有偿出租给裕龙石化，由裕龙石化向裕龙产业园每年支付炼化产能指标使用费，使用费覆盖裕龙产业园筹资本息。炼化指标收购进度方面，截至2022年3月末公司累计投资166.80亿元，剩余33.20亿元计划于2022年4~12月投资完成。

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，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，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。2019~2021年，烟台市实现地区生产总值(GDP)分别为7,653.45亿元、7,816.42亿元和8,711.75亿元，按可比价格计算分别增长5.5%、3.6%和8.0%；2021年烟台市的经济总量仅低于青岛的地区生产总值14,136.46亿元和济南的地区生产总值11,432.20亿元，在山东省各地市中排名第三位。从产业结构来看，2021年，烟台市第一产业增加值626.14亿元，增长7.5%；第二产业增加值3,598.50亿元，增长6.7%；第三产业增加值4,487.11亿元，增长9.0%，三次产业比例为7.2:41.3:51.5。

固定资产投资方面，2019~2021年烟台市固定资产投资较上年增长5.0%、2.9%和0.2%。其中，2021年第一产业投资较上年下降22.9%，第二产业投资下降5.3%，其中工业投资下降5.0%；第三产

¹裕龙石化成立于2019年6月28日，是一家民企控股、国企参股的混合所有制企业，南山集团有限公司、万华实业集团有限公司和山东能源集团有限公司对其持股比例分别为71%、20%和9%

²裕龙产业园是烟台市管国有企业，成立于2020年2月16日，注册资本100亿元，公司、龙口城乡建设投资发展有限公司和南山

集团有限公司分别持股40%、30%和30%。裕龙发展作为山东裕龙石化产业园开发建设运营主体，主要负责园区的开发建设、配套服务和投资运营等方面工作。

业投资增长 5.3%。全市基础设施投资增长 4.1%，占固定资产投资的比重为 24.0%。全年烟台市完成房地产开发投资 803.1 亿元，比上年下降 1.5%。

2019~2021 年，烟台市分别实现一般公共预算收入 595.42 亿元、610.07 亿元和 646.64 亿元，同比分别增长 4.0%、2.5%和 6.0%，其中税收收入占比分别为 71.47%、69.10%和 74.43%。烟台市政府性基金收入保持稳健增长，2019~2021 年全市政府性基金收入分别为 345.38 亿元、363.01 亿元和 420.78 亿元，主要由土地出让金构成，2019~2021 年国有土地使用权出让收入分别为 307.73 亿元、335.13 亿元和 386.19 亿元，土地出让金占政府性基金收入的比重分别为 89.10%、92.32%和 91.78%。

财政支出方面，2019~2021 年烟台市一般公共预算支出分别为 774.54 亿元、845.38 亿元和 802.93 亿元，较上年下降 5.02%。公共财政平衡率方面，2019~2021 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）分别为 76.87%、72.16%和 80.53%。债务方面，截至 2021 年末，烟台市债务余额为 1,540.75 亿元，其中一般债务 680.56 亿元，专项债务 860.19 亿元，债务规模尚处于限额之内。

表 2：2019~2021 年烟台市地方财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	595.42	610.07	646.64
其中：税收收入	425.54	421.55	481.28
政府性基金收入	345.38	363.01	420.78
其中：土地出让金收入	307.73	335.13	386.19
一般公共预算支出	774.54	845.38	802.93
政府性基金支出	391.53	537.94	547.85
公共财政平衡率(%)	76.87	72.16	80.53

资料来源：烟台市财政局，中诚信国际整理

2021 年化工³行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业供需不断改善，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；预计 2022 年受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制及调整等不

³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、

确定性因素影响，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间

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。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，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大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受低基数效应减弱、疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将成为 2022 年需求端的主要变数。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年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。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 3：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021.1~11	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	18,248.4	2.5
天然气	1,888.5	9.8	1,860.5	8.9
原油加工量	67,440.8	3.0	64,479.5	4.9
硫酸（折 100%）	8,332.3	-1.2	8,556.0	6.0
烧碱（折 100%）	3,643.2	5.7	3,495.9	4.2
纯碱（碳酸钠）	2,812.4	-2.9	2,666.4	3.2
乙烯	2,160.0	4.9	2,572.3	19.7
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,395.8	-0.9	5,004.9	-0.3

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。

化学农药原药（折有效成分 100%）	214.8	-1.1	227.5	-19.1
初级形态塑料	10,355.3	7.0	10,097.8	6.4
合成橡胶	739.8	0.5	743.2	0.5
化学纤维	6,167.9	3.4	6,139.3	10.3
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	81,904.2	12.0
塑料制品	7,603.2	-6.4	7,205.3	5.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。2021 年初在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势；3 月后期全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压；4 月以来随着中欧美经济数据向好，加之受美国原油库存下降及美伊核谈判的不确定性等影响，二季度原油价格总体大幅上涨；7 月后期市场担忧 OPEC 增加原油供应，加之 8 月以来德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，以及新兴市场国家经济增长数据弱于预期，引起原油价格震荡下跌；9 月受美国飓风影响等，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，而冬季来临令石油需求有望增加，原油价格回升，10 月 26 日 WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平；但受新冠病毒新型变形毒株奥密克戎毒株的快速传播，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升 52.42%。2020~2021 年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021 年 10 月末，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格为 2,678.6 元/吨，较年初的 900 元/吨大幅上升

197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内无烟煤（2 号洗中块）市场价格有所回落。总体来看，2021 年化工行业主要原材料价格整体上涨，加之需求增加等推动化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上升的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

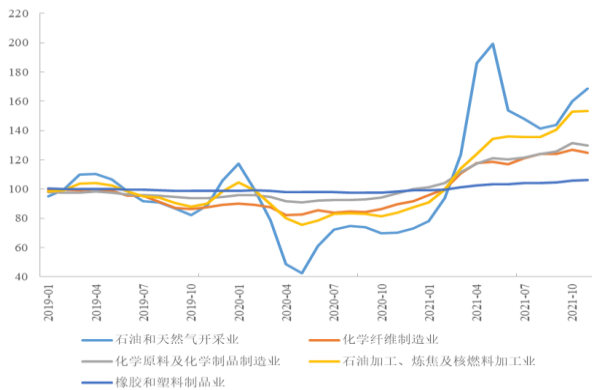
图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且市场需求修复改善，化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自 2021 年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022 年，预计新能源需求在一定程度上将替代化石能源需求，且供应也有恢复预期，各化工子行业 PPI 预期将回落；同时靠近消费终端的产品价格变动幅度仍将小于近原料端产品和中间产品。

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

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月发布的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。双碳战略的根本是希望通过将碳排放作为约束条件，以优化产品结构，加快技术革新转型，推动经济实现高质量、可持续发展。对业内企业来说，在工艺技术水平的提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行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。

中诚信国际认为，2022年，国内宏观经济及海外贸易摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”、限电限产等政策

的限制以及预期美联储加息对商品价格造成打压等，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间，且需持续关注海外疫情发展、贸易摩擦以及需求调整情况。

发行人信用质量分析概述

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2022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。2019~2021年，公司化工板块分别实现收入677.83亿元、732.98亿元和1,453.48亿元，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，2021年万华化学上述三大系列产品收入分别为604.92亿元、614.09亿元和154.64亿元。2021年，全球主要经济体疫苗接种率提升，经济复苏，全球化工产品市场需求提振。但部分海外装置受极端天气、疫情等因素影响，出现了供应短缺，造成全球化工供应链大幅波动，供需阶段性失衡，全球化工产品价格提升。2021年，公司烟台MDI装置技改、百万吨乙烯等新产能、新装置投产，提升了全球市场供应能力，同时依托多年全球供应链、渠道布局，克服疫情等诸多不利因素，当期产品产销量增加，全年营业收入同比大幅增加。

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，2021 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 380 万吨、192 万吨和 1,017 万吨。采购价格方面，2021 年，化工煤和纯苯全年平均价格分别同比增加 80%、65%，LPG 中丙烷液化石油气和丁烷液化石油气全年平均价格分别上涨 63%和 56%。2021 年，万华化学前五大供应商采购额为 223.50 亿元，占年度总采购额的比重为 18.76%，采购集中度一般。

表 4：2019~2021 年万华化学主要原材料采购量情况（万吨）

采购产品	2019	2020	2021
化工煤	232	235	380
纯苯	161	165	192
LPG	388	603	1,017
合计	781	1,003	1,589

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

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，2021 年 2 月烟台工业园 MDI 装置完成从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能，新增 50 万吨产能。BC 公司 MDI 装置完成技改扩能，新

增 5 万吨产能。聚醚项目新增产能 25.5 万吨/年。产量方面，2021 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 401 万吨、400 万吨和 79 万吨。

表 5：截至 2021 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	416	100%
烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目	250	98%
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	198	100%
烟台工业园 PC 项目	21	75%
烟台工业园 PMMA 项目	8	64%

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，2021 年万华化学通过直销和经销分别实现营业收入 1,286.62 亿元和 162.39 亿元，比上年同比增加 102.71%和 70.27%。从销售区域来看，2021 年万华化学主要产品国内和国外销售收入分别为 740.69 亿元和 708.32 亿元，分别比上年同比增加 99.53%和 97.39%，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，2021 年万华化学前五大客户销售额为 90.33 亿元，占年度总销售额的比重为 6.21%，万华化学下游客户较为分散。

表 6：2019~2021 年万华化学主要产品产销情况（万吨）

主要产品		2019	2020	2021
聚氨酯系列	生产量	268.24	287.18	401
	销售量	261.96	288.44	389
	库存量	21.51	20.25	32
石化系列	生产量	199.01	187.91	400
	销售量	197.84	188.49	390
	库存量	9.17	8.59	18
精细化学品及新材料系列	生产量	42.69	57.30	79
	销售量	41.47	55.49	76
	库存量	5.63	7.43	10

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”、“万华磁山全球研发总部”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）”。2021 万华化学化工装置精准设计、工艺优化持续挖潜增效，MDI、ADI、TDI 等核心制造技术不断迭代升级，竞争力不断增强；丙烯酸及酯、PVC 等石化装置优化后，装置运转稳定性及运行水平处于行业领先水平。2021 年万华宁波高性能材料研究院、眉山合成生物学中试基地正式投用，全球研发

中心二期项目封顶，同时新成立的碳中和研究中心启动了一批 CO₂ 减排及综合利用等前瞻性技术研发项目。万华化学技术平台不断完善技术创新保密机制，全年共申请国内外发明专利 805 件，新获得授权 416 件，形成了强大的知识产权保护体系。

在建项目方面，截至 2021 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、乙烯项目和异氰酸酯新建项目等，在建项目计划总投资规模 1,601.73 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 7：截至 2021 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 2021 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	479.80	70.91
乙烯项目	168.00	98.48
异氰酸酯新建项目	66.00	32.27
乙炔产业链项目	32.91	43.29
万华宁波技改项目	25.58	55.16
BC 公司技改项目	13.57	62.08
BC 公司苯胺项目	5.01	86.18
BC 公司厂区基建投资项目	5.97	69.13
生物降解聚酯连续聚合项目	4.40	88.68
宁波新材料与物流园区	5.05	70.79
三元材料项目	11.60	30.08
改性 PP 项目	5.24	43.49
高性能改性树脂项目	13.60	56.46
大型煤气化项目	27.98	85.07
BC 公司高性能材料项目	6.29	96.22
烟台热电二期项目	19.32	85
220kv 输变电工程	4.69	84.57
广东水性树脂二期项目	4.20	97.6
万华化学上海综合中心项目	6.10	90.11
其他在建工程项目	696.00	--
合计	1,601.33	--

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，2021 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”）。截至 2022 年 3 月末，公司间接持有冰轮环境 23.40%

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。2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，公司能源设备及服务板块分别实现营业收入 38.15 亿元、40.44 亿元、53.87 亿元和 12.57 亿元，2020 年，面对新冠肺炎疫情等不定因素的风险与挑战，冰轮环境坚持“两保一降：保增长、保现金流、降低成本费用率”的经营方针为应对危机的基本原则，营业收入和订单量逆势增长。2021 年冷链装备业务景气度高企，碳捕集(CCUS)

关键装备业务增长迅速，氢能压缩机业务取得长足进步，当期营业收入进一步增加。

工商制冷业务方面，2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，公司产能分别为 8,500 台/套、11,000 台/套、11,000 台/套和 2,750 台/套；同期，公司工商制冷产品分别实现产量 8,191 台/套、10,509 台/套、10,585 台/套和 2,530 台/套，产能利用率分别为 96.36%、95.54%、96.23%和 92.00%。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、医药等。2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，工商制冷产品销量分别为 8,226 台/套、10,317 台/套、10,361 台/套和 2,640 台/套，产销率一直维持在 97%以上。

表 8：2019~2021 年和 2022 年一季度工商制冷业务产销情况（台/套）

		2019	2020	2021	2022.1~3
工商制冷	产能	8,500	11,000	11,000	2,750
	产量	8,191	10,509	10,585	2,530
	产能利用率	96.36%	95.54%	96.23%	92.00%
	销量	8,226	10,317	10,361	2,640
	产销率	100.43%	98.17%	97.88%	104.35%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中央空调业务方面，2019 年公司年产能 800 台/套，2020 年~2021 年和 2022 年 1~3 月，公司产能分别为 900 台/套、900 台/套和 330 台/套；同期，产量分别为 788 台/套、836 台/套、859 台/套和 319 台/套，呈逐年增长趋势，产能利用率分别为 98.50%、92.89%、95.44%和 96.67%。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，2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，中央空调销量分别为 791 台/套、822 台/套、854 台/套和 330 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 9：2019~2021 年和 2022 年一季度中央空调业务产销情况（台/套）

		2019	2020	2021	2022.1~3
中央空调	产能	800	900	900	330
	产量	788	836	859	319
	产能利用率	98.50%	92.89%	95.44%	96.67%
	销量	791	822	854	330
	产销率	100.38%	98.33%	99.42%	103.45%

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，2021 年，冰轮环境联合有关科研院所研制的氢气输送压缩机、燃料电池空气压缩机、燃料电池氢气循环泵、高压加氢压缩机等氢能装备通过了科学技术成果鉴定，主要性能指标或产品整体性能达到国际先进水平；冰轮环境低温余热吸附冷水机组、智能立体冻结隧道取得 2021 中国制冷展创新产品称号，“智慧高效柔性连续冻结线关键技术研发及应用”获中国制冷学会科技进步特等奖，低能耗智能化隧道式连续冻结速冻设备入选山东省首台（套）技术装备；冰轮环境的子公司北京华源泰盟节能设备有限公司荣获北京市首批首台（套）重大技术装备企业、北京市知识产权示范企业称号，大温差溴化锂机组入选国家四部委《绿色技术推广目录》，升温型工业余热利用装备入选《国家工业节能技术推荐目录》，补燃型吸收式换热机组入选《中国制冷学会节能与生态环境产品目录》；冰轮环境的子公司顿汉布什（中国）工业有限公司蒸发热泵获中国制冷暖通空调行业创智奖。

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 2022 年 3 月末，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。2019~2021 年和 2022 年一季度，公司高性能纤维板块实现营业收入分别为 25.40 亿元、24.40 亿元、44.03 亿元和 10.55 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；同时防疫物资近两年的消耗大幅增加，口罩及防护服中均有氨纶的添加，带来了氨纶需求新的增量。2019~2021 年泰和新材氨纶产能均为 75,000 吨/年，其中 2020 年末和 2021 年末氨纶名义产能 75,000 吨，为配合搬迁工作，部分老旧产能永久性关停，年均有效产能均约 50,000 吨；2022 年一季度产能为 10,000 吨，主要因为政策性搬迁，原有车间陆续停产导致产能下降；根据泰和新材 2021 年年报披露，目前氨纶在建产能 45,000 吨，预计将于 2022 年 4 月陆续投产。2019~2021 年和 2022 年一季度，泰和新材分别实现产量 50,664 吨、48,616 吨、47,577 吨和 9,532 吨，近年来产量持续下降，主要因为政策性搬迁，原有车间陆续停产所致。销售方面，泰和新材氨纶产品销售在国内采取经销和直销的复合销售模式，在国外采取以经销、代理及直销相结合的销售模式。2019~2021 年和 2022 年一季度，氨纶销量分别为 55,265 吨、52,464 吨、45,678 吨和 10,437 吨，近年来由于产能和产量有所下降，销量亦有所下降；同期，氨纶产品的销售单价分别为 2.73 万元/吨、2.85 万元/吨、6.27 万元/吨和 5.35 万元/吨，2020 年下半年下游纺织服装景气上行，带动氨纶需求快速增长，销售价格同步上涨；2021 年前三季度氨纶行业需求持续火爆，价格出现大幅上涨，2021 年末~2022 年一季度末，随着新增产能逐步释放、下游需求偏弱，供需紧张关系缓解，价格有所回落。2020 年~2021 年面对疫情影响，泰和新材及时调整产品策略，优先保证高盈利产品的供应，并借助行情拓展新的销售领域，如氨纶细旦、超细旦等应用于口罩防护领域的产品。整体来看，2021 年虽然销量有所下降，但销售价格同步上涨，氨纶产品盈利规模快速提升。

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、民士达®芳纶纸以及泰普龙®对位芳纶及其深加工制品。2021 年底泰和新材名义总产能 1.5 万吨，位居全球第三位。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；民士达®芳纶纸具有绝缘、高强度等特点，广泛应用于航空、轨道交通、电气绝缘及新能源等领域；泰普龙®对位芳纶及其制品同时具有耐高温、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。2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，泰和新材芳纶产能分别为 8,500 吨、11,500 吨、15,500 吨和 3,875 吨，其中 2020 年末泰和新材的名义产能为 11,500 吨，考虑到品种结构及新增产能投产时间等因素，年均有效产能约 10,000 吨；2021 年末名义产能 15,500 吨，其中新增的 4,000 吨产能为 2021 年三季度投产，同时部分老产在实施搬迁扩产，考虑到搬迁及新产能投产时间等因素，年均有效产能约 11,500 吨；根据泰和新材 2021 年年报，泰和新材的芳纶在建产能为 33,000 吨，预计将于 2022 年 3 月末起陆续投产。同期产量分别为

7,346 吨、7,527 吨、11,181 吨和 3,361 吨。销售方面，芳纶产品在国内主要采取直销的模式，在国外采取经销、代理及直销相结合的销售模式。2019~2021 年和 2022 年 1~3 月，泰和新材实现分别芳纶销量 7,375 吨、6,825 吨、11,668 吨和 3,387 吨。从产品需求和销量来看，间位芳纶方面，2020 年疫情期期间，泰和新材重点保障防护等高端领域的供应，适当降低低端领域的销量；2021 年间位芳纶市场需求旺盛，产销量大幅增加，产品盈利规模同比有较大增幅。对位芳纶方面，2020 年泰和新材以室外光缆、复合材料等领域为重点，市场份额有所拓展；2021 年在一至三季度受后疫情时代经济复苏、欧盟加征关税下游提前备货、大宗物料价格上涨等因素的影响，光通信领域需求旺盛，2021 年四季度光通信领域热度逐渐平息，但橡胶及民品领域持续走旺。同期，泰和新材芳纶产品的销售单价分别为 13.69 万元/吨、12.42 万元/吨、12.27 万元/吨和 14.61 万元/吨，受疫情及中美贸易摩擦影响，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，价格竞争压力较大，故近年芳纶销售单价有所下降。整体来看 2021 年全年芳纶产品产销量大幅增加，全年盈利规模出现了较大幅度的提升。

表 10：2019~2021 年和 2022 年一季度泰和新材主要产品产销情况（吨）

主要产品		2019	2020	2021	2022.1~3
氨纶	产能	75,000	75,000	75,000	10,000
	产量	50,664	48,616	47,577	9,532
	销量	55,265	52,464	45,678	10,437
芳纶	产能	8,500	11,500	15,500	3,875
	产量	7,346	7,527	11,181	3,361
	销量	7,375	6,825	11,668	3,387

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 21 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、民士达®芳纶纸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。

公司贸易业务迅速扩大，是公司营业收入的重要补充，但下游回款周期较长，资金回收情况需关注

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，业务规模增长迅速。2020 年、2021 年和 2022 年 1~3 月，公司贸易业务收入分别为 28.91 亿元、123.29 亿元和 29.23 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，同步确定上下游客户订单并锁定上下游价格，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。采购方面，公司一般采取先货后款，供应商发货并完成货权转移后，支付部分结算款，待供应商开具发票后，支付剩余款项，支付周期为 0~30 个工作日。

2021 年，公司贸易业务前五大供应商分别系陕西投资集团国际贸易有限公司、浙江恒巨物资贸易有限公司、深圳市诚威新材料有限公司、智威（海南）新材料科技有限公司和浙江祥泰浩能源有限公司，主要采购品种为电解铜和煤炭。2021 年公司向上游供应商的采购额合计为 24.33 亿元，占全部采购额的 19.92%，上游供应商集中度较低。

2021 年，公司贸易业务前五大下游客户主要系熠丰（武汉）能源有限公司、上海麗枫国际贸易有限公司、上海展生实业发展有限公司、福州金易诚国际贸易有限公司和上海瑞茂通供应链管理有限公司，主要销货品种为电解铜和煤炭，2021 年销售

额共计 45.16 亿元，占贸易营业收入比例为 36.63%。

公司产业园区建设开发稳步推进，主要在建项目仍需较大投资额，未来将面临一定的资本支出压力

作为烟台市重要投资主体之一，近年来公司还承担了烟台市部分重要产业园区的建设和运营业务，主要包括裕龙产业园、东方航天港产业园、空港新区产业园、生物医药健康产业园等，公司在上述产业园运营主体中的持股比例分别为 66.67%、51%、40%和 100%。截至 2022 年 3 月末，公司对上述四个产业园计划总投资约 268.20 亿元，已投资约 194.46 亿元，后续资金将通过公司发行债券、自有资金及其他融资方式筹集，公司面临一定的投资压力。未来公司主要通过运营产业园、产业招引和参与优质产业投资获得收入，其中产业运营收入包括但不限于产业园区内路网、电力、通讯、燃气等基础设施收费，智慧园区、智慧停车等，物业收入和租金收入（包括但不限于产能指标出租和厂房出租），产业园区资产转让收入及政府补贴等；产业招引和参与优质产业投资系利用产业园的优势资源，对产业园区项目有偿招商、产业孵化和运营，主要通过政府现金奖励和税收分成获得收入。后续资金回笼情况受外部市场环境和项目推进进度的影响较大，未来资金平衡情况需关注。

表 11：2022 年 3 月末公司在建产业园情况（亿元）

产业园名称	建设和运营主体	规划总投资	已投资	公司负责的总投资	公司已投资
山东裕龙产业园	山东裕龙石化产业园发展有限公司	385.35	203.93	240	178.80
东方航天港产业园	东方航天港（山东）发展集团有限公司	20	10.30	10.20	5.18
临空产业园	烟台临空经济开发区有限公司	20	0	8	0.48

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。

生物医药产业园	烟台生物医药健康产业发展有限公司	43.51	3.5	10	10
总计	-	468.86	217.73	268.20	194.46

注：截至 2022 年 3 月末，公司已分别对烟台临空经济开发有限公司和烟台生物医药健康产业发展有限公司进行股权出资 0.48 亿元和 10 亿元，资金将根据产业园项目建设进度支付。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司资产规模逐年提升，财务杠杆水平小幅上升；少数股东权益在公司所有者权益合计中占比较大，控制权较为分散；公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化；近年来公司的营业总收入规模较为稳定，盈利水平受化工产品价格影响有所波动

公司的资产以化工板块、能源设备及服务板块和高性能纤维板块的资产为主，且包括进行炼化指标整合和贸易业务形成的资产，由于合并范围扩大及业务的逐步推进，公司总资产呈现增长态势。具体来看，2021 年末公司货币资金为 495.51 亿元，其中使用权受限的货币资金为 5.70 亿元；2021 年随着主要子公司生产规模扩大，公司存货增加 109.39%至 209.11 亿元；2021 年末公司应收账款较上年末快速增加 40.46%至 121.09 亿元，主要为万华化学、泰和新材以及冰轮环境业务扩大产生的货款增加所致。公司固定资产主要系房屋及建筑物，随着 2021 年在建工程转固，2021 年末公司固定资产增长 15.10%至 695.57 亿元；公司在建工程主要系万华化学在建项目，随着在建项目的持续投入，2021 年末公司在建工程增长 27.31%至 312.73 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司的总资产为 2,844.89 亿元，较 2021 年末增长 8.57%，其中货币资金、应收账款、存货、固定资产和在建工程分别增至 554.83 亿元、144.62 亿元、245.19 亿元、721.11 亿元和 321.41 亿元。

2021 年以来，公司的所有者权益仍保持增长趋势。2021 年以来，公司的所有者权益仍保持增长趋势，主要由其他权益工具和少数股东权益为主。2021 年末公司所有者权益为 990.17 亿元，其中，公司少数股东权益为 771.05 亿元，主要为上市子公司

的少数股东出资，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；2021 年末公司其他权益工具为 86.29 亿元，主要系公司 2021 年发行永续债合计 65 亿元，分别为“21 国丰 Y1”、“21 国丰 Y2”、“21 国丰 Y3”和“21 国丰 Y5”。2022 年 3 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 1,072.81 亿元，其中少数股东权益 755.87 亿元，其他权益工具 115.96 亿元，新增公司于 2022 年 1 月发行的“22 国丰 Y1”和 2022 年 2 月发行的“22 国丰 Y2”，发行规模均为 15.00 亿元。

公司的总负债主要由有息债务、应付账款和其他应付款等构成。由于万华化学及公司本部融资规模扩张，公司债务规模持续增长，2021 年末公司的负债总额为 1,630.19 亿元，主要为有息债务、应付账款和其他应付款。截至 2021 年末，公司的应付账款为 136.93 亿元，主要系应付采购款及应付项目工程款项；其他应付款为 41.49 亿元，主要系往来款。截至 2022 年 3 月末，公司负债总额为 1,772.09 亿元，其中应付账款和其他应付款分别为 156.65 亿元和 38.98 亿元。有息债务方面，截至 2021 年末，公司总债务为 1,300.20 亿元，以短期债务为主，同期末，公司短期债务/总债务为 0.64 倍。截至 2022 年 3 月末，公司总债务进一步上升至 1,427.70 亿元，当期末短期债务/总债务为 64.17%。公司债务结构以短期债务为主，短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

财务杠杆方面，随着公司债务规模大幅度增长，公司资产负债率和总资本化比率水平有所上升，截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 62.21%和 56.77%。截至 2022 年 3 月末，公司的资产负债率和总资本化比率分别为 62.29%和 57.10%。若考虑将其他权益工具纳入负债和有息债务，则截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.51%和 60.54%；截至 2022 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别为 66.37%和 61.73%，公司财务杠杆水平进一步升高。

母公司方面，烟台国丰本部的总资产呈逐年增长趋势。2021 年末，母公司总资产为 442.93 亿元，主要由其他应收款、其他非流动金融资产和长期股权投资构成。2021 年末，母公司的其他应收款为 196.08 亿元，主要为母公司对山东裕龙产业园等关联公司的拆借款。2021 年末，公司其他非流动性金融资产为 67.00 亿元，该科目余额系按照新金融工具准则要求，从可供出售金融资产科目转入，主要为母公司对合伙企业、市场化项目等的股权投资，合伙企业项目主要为半导体项目、新能源车项目和海洋工程项目等；市场化项目主要是新能源产业、新材料产业，医药产业和无人机产业项目等。同期末，母公司长期股权投资为 142.69 亿元，主要系对万华化学、冰轮集团、泰和新材、万华实业和裕龙产业园等子公司的投资。截至 2022 年 3 月末，母公司总资产为 479.60 亿元。

2021 年来由于母公司融资规模增长，总负债规模持续增长。2021 年末，母公司的总负债为 259.18 亿元，主要由有息债务和其他应付款构成，其中其他应付款为 25.13 亿元，主要为母公司与烟台市国资委、烟台市财政局持股企业以及公司参股企业之间的往来款项；总债务为 234.26 亿元，短期债务/总债务为 17.83%，以长期债务为主，债务期限结构合理。2022 年 3 月末，母公司的总负债为 269.55 亿元，其中其他应付款为 25.13 亿元，较 2021 年末持平；总债务为 244.10 亿元，短期债务/总债务为 17.57%，仍以长期债务为主。

财务杠杆方面，2021 年末母公司的资产负债率为 58.52%，较上年末降低 4.66 个百分点；同期末，总资本化比率为 56.04%，较上年末降低 3.18 个百分点。截至 2022 年 3 月末，母公司的资产负债率为 56.20%，总资本化比率为 53.75%。但若考虑将其他权益工具纳入负债和有息债务，则截至 2021 年末和 2022 年 3 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 78.00%和 76.68%，同比分别增长 8.91 个百分点和 10.91 个百分点；2022 年 3 月末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 80.38%和

79.28%，母公司财务杠杆水平进一步升高。

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以及贸易板块等。2021 年，公司的主要板块下游需求增加，主要产品量价齐升，公司营业总收入同比大幅增长至 1,692.93 亿元。近年来，公司整体营业毛利率水平受业务板块产品和原材料价格影响波动较大，2021 年公司营业毛利率为 25.02%，主要受万华化学的化工板块、冰轮环境的能源设备及服务板块和泰和新材的高性能纤维板块产品价格波动和原材料成本持续上涨，以及毛利率较低的贸易收入占比提升影响。期间费用方面，随着公司业务的扩张，公司期间费用不断上升，但 2021 年受营业收入大幅增加影响，期间费用率同比有所减少。公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2021 年，公司利润总额为 303.52 亿元，同比增长 153.70%，其中经营性业务利润为 317.66 亿元，同比增长 153.54%，主要为 2021 年公司主营板块盈利规模大幅增加所致。2022 年 1~3 月，公司的营业毛利率为 20.19%，进一步下降，主要系 2022 年一季度化工板块原材料上涨，以及 2021 年四季度以来，泰和新材受新增产能投产影响，产品价格出现较大幅度的下滑影响。2022 年 1~3 月，公司利润总额为 65.61 亿元，其中经营性业务利润为 68.33 亿元。

母公司方面，作为投资控股类企业，母公司最重要的利润来源系投资收益。2021 年，母公司的营业收入为 8.49 万元，系为烟台芝罘财金控股集团有限公司提供咨询服务收取的服务费；2021 年，母公司利润总额为 2.16 亿元，同比减少 38.89%，利润总额下降的主要原因为当期借款利息增加导致财务费用大幅增长。母公司利润主要来自于投资收益，2021 年母公司投资收益为 10.36 亿元，同比增长 8.31%，主要系母公司对子公司投资收到的现金股利及股票收益。2022 年 1~3 月，母公司收入为 19.69 万元，利润总额为-2.39 亿元，亏损的主要原因系当期大部分持股企业未到分红期以及权益法调整使得投资收益为负。

公司整体经营获现情况良好，对主要业务板块的投资持续增加，主要通过银行借款、发行债券等方式进行融资。但由于母公司对裕龙产业园指标收购款投入加大，近年来经营性净现金流持续为净流出状态。

表 12：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	764.28	843.51	1,692.93	476.11
营业毛利率	28.23	26.20	25.02	20.19
期间费用合计	86.04	96.18	100.83	25.67
期间费用率	11.26	11.40	5.96	5.39
投资收益	3.20	4.26	6.87	1.25
其他收益	10.22	8.60	5.63	0.87
经营性业务利润	132.63	125.29	317.66	68.33
总资产	1,296.75	1,849.44	2,620.36	2,844.89
总负债	712.34	1,142.92	1,630.19	1,772.09
总债务	503.39	899.81	1,300.20	1,427.70
资产负债率	54.93	61.80	62.21	62.29
总资本化比率	46.28	56.02	56.77	57.10
经营活动净现金流	262.67	172.32	275.63	38.68
投资活动净现金流	-263.97	-363.11	-389.02	-109.64
筹资活动净现金流	-4.59	377.04	335.71	128.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，未来虽面临一定的投资压力和短期债务周转压力，但自有资金、经营留存资金可覆盖部分投资、偿债需求，且母子公司融资空间均大，公司整体偿债风险可控

公司合并口径的总债务主要由银行抵押贷款、公司债券、中期票据、超短期融资债券等构成，2021 年末万华化学的总债务占比约为 72%。目前公司化工板块在建项目和产业园在建项目仍需较大规模投资，预计通过自有和融资方式筹集资金，或将推高债务规模。公司整体经营获现能力较好，对利息的覆盖情况较好，但自有资金对短期债务的覆盖能力不足，需持续关注公司后续的债务偿还和融资情况。

债务到期方面，截至 2022 年 3 月末，公司有息债务规模为 1,427.70 亿元，其中 2022 年 4~12 月、

和 2023 年需要偿还的债务规模分别为 694.24 亿元和 303.23 亿元，公司短期内到期债务较为集中，债务单位主要是万华化学，其占公司短期债务的比重约 92%。考虑到万华化学主业经营稳定、获现能力较好、再融资渠道畅通，整体偿债风险较小。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	2022.4~12	2023	2024	2025 年及以后
到期债务	694.24	303.23	140.90	289.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

母公司方面，近年来母公司自有资金对短期债务的覆盖情况随当期的短期债务情况波动较大，2020~2021 年末和 2022 年 3 月末，母公司货币资金/短期债务分别为 0.24 倍、1.01 倍、0.65 倍和 0.42 倍，目前仍存在一定短期偿债压力，未来将通过投资收益回款和借新还旧等方式偿还短期债务，公司直接和间接融资渠道通畅。近年来母公司对裕龙产业园指标收购款⁵的投入加大，经营性净现金流持续为净流出状态，无法对债务本息形成覆盖，资金平衡主要依靠外部融资，中诚信将对公司未来偿债安排保持关注。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2019	2020	2021	2022.1~3
短期债务	364.45	579.09	825.80	916.12
长期债务	139.03	320.72	474.40	511.57
总债务	503.39	899.81	1,300.20	1,427.70
经营活动净现金流	262.67	172.32	275.63	38.68
EBITDA	196.50	196.42	413.30	-
货币资金/短期债务	0.22	0.46	0.60	0.61
EBITDA/短期债务	0.54	0.34	0.50	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.52	0.19	0.21	0.11
总债务/EBITDA (X)	2.56	4.58	3.15	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	17.38	7.17	7.65	-
EBITDA 利息倍数 (X)	13.00	8.18	11.47	-

⁵炼化指标收购进度方面，截至 2022 年 3 月末公司累计投资 166.80 亿元。

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 年末，公司获各金融机构授信总额度达 2,144.64 亿元，已经使用额度 1,028.08 亿元，尚可使用额度为 1,116.56 亿元，备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 28.74 亿元，占同期末净资产比重为 2.90%，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、福建省东南电化股份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（万华新材料有限公司，为民营企业），或有风险可控。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产总额为 29.85 亿元，占同期末总资产的比重为 1.14%，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 15：截至 2021 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	56,961.82	虚拟户保证金、信用证保证金、液化石油气(LPG) 互换合约保证金、采购保证金、产品注册押金、税务机关及铁路机关押金及其他、银行承兑汇票保证金、农民工工资保证金、保函保证金、票据保证金、定期存单等
应收票据	28,234.76	票据质押、开具应付票据、已背书转让未终止确认的承兑汇票
应收款项融资	74,605.94	票据质押用于开立银行承兑汇票和信用证、质押
固定资产	25,216.18	借款抵押
无形资产	5,772.49	借款抵押
其他权益工具投资	10,262.90	限售股
其他流动资产	1,976.00	质押
长期股权投资	14,070.13	限售股
交易性金融资产	94.46	限售股
其他权益工具投资	81,279.52	质押
合计	298,474.19	--

资料来源：公司提供，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 2022 年 7 月 5 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

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

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 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）”品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于烟台国丰投资控股集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

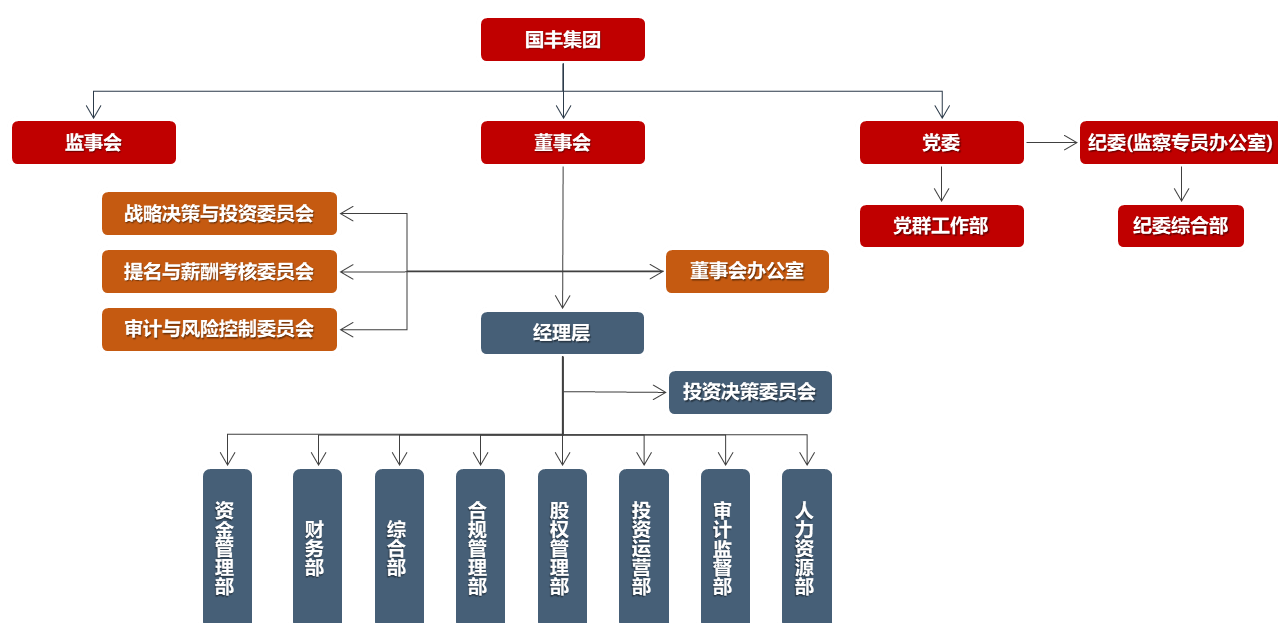
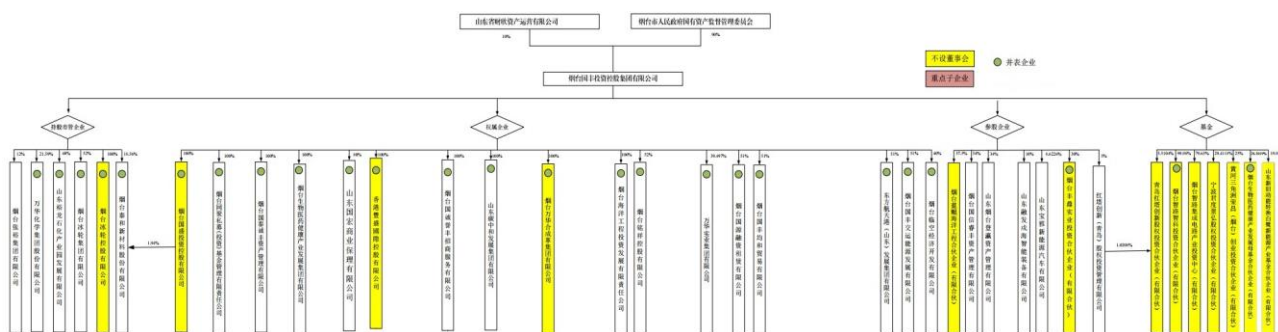
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	793,274.84	2,667,511.79	4,955,106.53	5,548,299.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	170,180.74	174,557.02	0.00	387,977.61
应收账款净额	617,221.25	862,069.39	1,210,901.63	1,446,160.76
其他应收款	636,929.73	644,233.54	692,534.14	658,206.63
存货净额	1,002,904.31	998,653.01	2,091,069.84	2,451,943.02
可供出售金融资产	480,387.14	723,059.96	0.00	0.00
长期股权投资	134,422.95	211,266.10	491,858.69	522,584.96
固定资产	4,154,487.99	6,043,138.92	6,955,691.08	7,211,097.08
在建工程	2,492,281.34	2,456,423.14	3,127,318.14	3,214,111.96
无形资产	813,968.77	953,406.45	1,125,964.59	1,132,159.83
总资产	12,967,464.11	18,494,358.60	26,203,597.93	28,448,921.85
其他应付款	424,270.03	421,812.15	421,499.10	392,929.24
短期债务	3,644,547.66	5,790,938.76	8,257,998.58	9,161,235.47
长期债务	1,389,395.46	3,207,151.42	4,743,970.70	5,115,731.69
总债务	5,033,943.12	8,998,090.18	13,001,969.28	14,276,967.17
净债务	4,240,668.28	6,330,578.38	8,046,862.74	8,728,667.27
总负债	7,123,370.39	11,429,169.55	16,301,928.00	17,720,852.61
费用化利息支出	135,516.10	191,824.00	314,862.66	86,777.25
资本化利息支出	15,600.30	48,351.26	45,544.49	--
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	4,381,620.20	5,321,060.89	7,110,476.57	7,558,674.07
所有者权益合计	5,844,093.73	7,065,189.06	9,901,669.93	10,728,069.24
营业总收入	7,642,796.38	8,435,110.41	16,929,345.59	4,761,131.39
期间费用前利润	2,084,556.58	2,128,621.00	4,128,563.85	931,312.37
营业利润	1,322,285.06	1,208,460.22	3,092,633.31	657,254.50
投资收益	31,978.91	42,588.69	68,683.65	12,495.08
营业外收入	9,038.66	3,155.11	11,967.58	2,568.98
净利润	1,139,297.55	1,052,577.12	2,586,064.64	550,777.45
EBIT	1,453,338.26	1,388,202.45	3,350,062.28	--
EBITDA	1,964,990.12	1,964,180.91	4,132,992.34	--
销售商品、提供劳务收到的现金	9,719,760.14	9,599,820.04	19,396,404.27	5,480,319.97
收到其他与经营活动有关的现金	426,402.70	334,746.90	449,524.19	103,509.83
购买商品、接受劳务支付的现金	5,944,568.95	6,801,035.15	15,299,614.63	4,488,494.21
支付其他与经营活动有关的现金	707,418.15	617,219.52	594,853.08	195,093.93
吸收投资收到的现金	67,955.44	524,001.35	761,151.84	328,103.64
资本支出	1,880,210.30	3,295,399.34	3,542,905.51	999,643.89
经营活动产生现金净流量	2,626,704.85	1,723,217.22	2,756,320.40	386,789.58
投资活动产生现金净流量	-2,639,728.64	-3,631,147.39	-3,890,189.35	-1,096,360.56
筹资活动产生现金净流量	-45,931.99	3,770,380.76	3,357,086.66	1,282,483.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.23	26.20	25.02	20.19
期间费用率(%)	11.26	11.40	5.96	5.39
总资产收益率(%)	11.98	8.82	14.99	--
流动比率(X)	0.74	0.80	0.94	0.98
速动比率(X)	0.56	0.68	0.75	0.78
资产负债率(%)	54.93	61.80	62.21	62.29
总资本化比率(%)	46.28	56.02	56.77	57.10
长短期债务比(X)	2.62	1.81	1.74	1.79
经营活动净现金/总债务(X)	0.52	0.19	0.21	0.11
经营活动净现金/短期债务(X)	0.72	0.30	0.33	0.17
经营活动净现金/利息支出(X)	17.38	7.17	7.65	--
总债务/EBITDA(X)	2.56	4.58	3.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.54	0.34	0.50	--
货币资金/短期债务(X)	0.22	0.46	0.60	0.61
EBITDA 利息倍数(X)	13.00	8.18	11.47	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 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。

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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	68,544.74	334,799.61	269,732.95	181,486.19
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	138,256.76	163,300.00	86,000.00	162,900.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	682,194.87	929,601.98	1,960,868.28	2,289,073.13
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	447,519.52	644,029.01	0.00	0.00
长期股权投资	1,067,266.93	1,303,208.42	1,426,855.25	1,449,848.53
固定资产	63.84	54.56	9,423.64	9,307.71
在建工程	0.00	0.00	458.57	490.79
无形资产	199.33	258.08	290.82	295.41
总资产	2,404,139.57	3,375,463.32	4,429,269.26	4,795,977.65
其他应付款	466,913.52	328,937.25	251,275.11	251,283.24
短期债务	282,241.36	331,145.00	417,600.92	428,856.66
长期债务	559,138.35	1,474,474.48	1,925,042.72	2,012,173.99
总债务	841,379.71	1,805,619.48	2,342,643.65	2,441,030.65
净债务	772,834.97	1,470,819.87	2,072,910.70	2,259,544.47
总负债	1,286,390.70	2,132,418.93	2,591,787.69	2,695,486.03
费用化利息支出	7,844.07	60,735.61	91,604.51	27,183.22
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
实收资本	1,000,000.00	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	1,117,748.87	1,243,044.38	1,837,481.57	2,100,491.62
营业总收入	2,636.43	25.47	8.49	19.69
期间费用前利润	2,551.66	-76.24	-34.18	17.29
营业利润	143,523.95	35,377.54	21,764.83	-23,863.38
投资收益	147,610.73	95,654.70	103,603.77	-46.08
营业外收入	28.72	50.67	49.97	12.43
净利润	143,552.68	35,374.57	21,615.94	-23,851.65
EBIT	151,396.75	96,110.17	113,220.46	--
EBITDA	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	14.00	27.00	9.00	20.88
收到其他与经营活动有关的现金	340,452.25	562,261.88	678,302.02	175,376.87
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	376,193.81	981,611.32	1,630,619.68	498,412.83
吸收投资收到的现金	2,000.00	199,670.00	648,977.00	300,000.00
资本支出	261.07	125.00	10,643.65	49.15
经营活动产生现金净流量	-36,105.68	-420,301.11	-952,649.76	-323,646.68
投资活动产生现金净流量	-548,368.32	-367,294.92	-87,462.84	-125,284.24
筹资活动产生现金净流量	643,739.74	1,053,850.91	1,006,076.21	360,684.15
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	248.60	239,018.65	963,490.25	121,156.83
总资产收益率(%)	8.16	3.33	2.90	0.29
流动比率(X)	1.22	2.17	3.48	3.89
速动比率(X)	1.22	2.17	3.48	3.89
资产负债率(%)	53.51	63.17	58.52	56.20
总资本化比率(%)	42.95	59.23	56.04	53.75
长短期债务比(X)	0.50	0.22	0.22	0.21
经营活动净现金/总债务(X)	-0.04	-0.23	-0.41	-0.53
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.13	-1.27	-2.28	-3.02
经营活动净现金/利息支出(X)	-4.60	-6.92	-10.40	-11.91
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	0.24	1.01	0.65	0.42
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 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。

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）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
	营业毛利率
盈利能力	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
	EBITDA 利润率
现金流	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
偿债能力	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

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。