



烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公 司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232129D-01

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。
- 2023 年 7 月 13 日中诚信国际出具的《烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告》，其中烟台国丰投资控股集团有限公司 2021 年度和 2022 年度化工板块营业收入及公司营业总收入数据有误，现修改相关数据及表述，重新出具评级报告。原报告链接如下：[烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告](#)，本次更正不影响评级结果。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并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。
- 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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 13 日

发行人

烟台国丰投资控股集团有限公司

本期债项评级结果

烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）**AAA**烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）**AAA**

发行要素

拟发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），本期债券分为两个品种：品种一为 3 年期固定利率债券，品种二为 5 年期固定利率债券；本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%；每年付息一次、到期一次还本；募集资金将扣除发行费用后用于偿还公司到期债务。

评级观点

中诚信国际认为，烟台市经济持续稳定增长，战略地位显著，潜在支持能力很强；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”）获得的股东支持力度很大、主要子公司保持较强的经营实力、投资收益良好，投资策略水平较高，投资风险一般，资产流动性较强，股东实力强，能够获得股东的大力支持。同时，中诚信关注到公司债务规模增长较快，短期债务规模较大，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，未来资本支出规模较大等因素对其经营及信用状况造成的影响。

正面

- **良好的区域环境。**烟台市经济持续稳定增长，战略地位显著，能够为公司提供良好的外部支持和丰富的项目来源。
- **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、密封科技和民士达6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

- **债务规模增长较快，短期债务规模较大。**近年来，公司债务规模快速增长，短期债务规模较大，债务结构有待优化。
- **少数股东权益占比较高。**截至2023年3月末，公司少数股东权益为862.82亿元，在当期所有者权益合计中占比为70.51%，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。
- **未来资本支出规模较大。**公司产业园板块和子公司的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，需关注公司后期资本支出压力、资金平衡及资产经营效益情况。

项目负责人：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

项目组成员：蔡昊松 hscail@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

烟台国丰（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	1,849.44	2,620.36	2,893.01	3,335.71
所有者权益合计（亿元）	706.52	990.17	1,171.42	1,223.70
负债合计（亿元）	1,142.92	1,630.19	1,721.59	2,112.02
总债务（亿元）	919.81	1,385.20	1,504.77	1,898.43
营业总收入（亿元）	843.51	1,692.93	1,944.00	490.51
净利润（亿元）	105.26	258.61	176.72	44.38
EBIT（亿元）	139.80	340.21	240.55	63.15
EBITDA（亿元）	197.40	418.50	341.71	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	172.32	275.63	373.99	37.64
营业毛利率(%)	26.20	25.02	15.99	17.14
总资产收益率(%)	7.56	15.22	8.73	8.11
EBIT 利润率(%)	16.57	20.10	12.37	12.87
资产负债率(%)	61.80	62.21	59.51	63.32
总资本化比率(%)	57.26	60.48	59.80	63.77
总债务/EBITDA(X)	4.66	3.31	4.40	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.22	11.32	8.13	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.22	0.13	0.04
烟台国丰（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	337.55	442.93	511.41	559.02
负债合计（亿元）	213.24	259.18	258.07	326.06
总债务（亿元）	200.53	320.55	391.15	444.98
所有者权益合计（亿元）	124.30	183.75	253.34	232.97
投资收益（亿元）	9.57	10.36	19.26	0.16
净利润（亿元）	3.54	2.16	9.96	-3.14
EBIT（亿元）	9.61	11.34	20.86	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-42.03	-95.37	-67.60	-33.67
经调整的净资产收益率(%)	3.39	2.14	10.44	-13.87
资产负债率(%)	63.17	58.52	50.46	58.33
总资本化比率(%)	65.78	76.68	80.73	83.49
总债务/投资组合市值(%)	24.52	35.94	46.22	49.70
现金流利息保障倍数(X)	-5.28	-8.44	-3.52	--

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其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 2021 年度审计报告、经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度财务数据采用 2023 年一季度财务报表数据；2、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

发行人概况

烟台国丰原名烟台国丰投资控股有限公司，于 2009 年由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”）出资组建，公司初始注册资本为 1.00 亿元。后经多次股权变更，截至 2023 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。

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 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围的控股子公司共 25 家。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要一级子公司（亿元、%）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年 3 月末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
万华实业集团有限公司	万华实业	39.50	64.59	56.52	12.49	3.80	1.01
烟台泰和新材料股份有限公司	泰和新材	26.50	128.9	77.46	39.91	10.12	1.61
烟台冰轮控股有限公司	冰轮控股	100.00	105.18	54.16	48.51	15.65	1.00
烟台铭祥控股有限公司	铭祥控股	52.00	11.17	8.78	21.40	1.22	0.18
万华化学集团股份有限公司	万华化学	21.59	2,377.94	857.75	63.93	419.39	43.89
烟台国丰均和贸易有限公司	均和贸易	51.00	11.51	10.55	8.34	23.28	0.08

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

本期债券发行金额为不超过 15 亿元（含 15 亿元）。本期债券分为两个品种：品种一为 3 年期固定利率债券，品种二为 5 年期固定利率债券，引入品种间回拨选择权。

本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

本期债券为固定利率债券，按年付息，到期一次还本。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司到期债务。

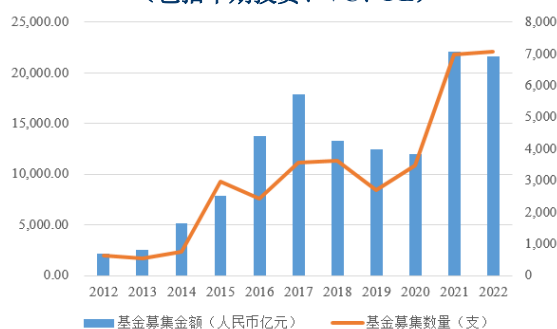
发行人信用质量分析概述

行业概况

2022 年我国股权投资市场承压发展，投资和退出呈下降态势，投资行业集中度仍较高；随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构积极寻求多渠道退出。

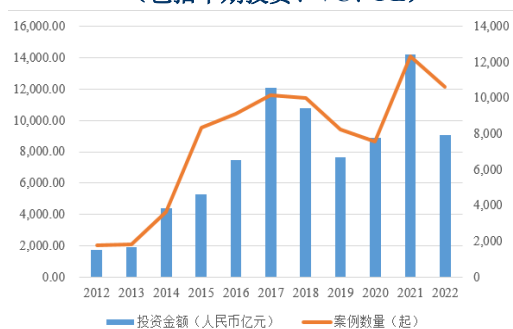
2022 年，中国股权投资市场承压发展，投资和退出呈现下降态势。募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场新募基金 7,061 支，同比微升 1.2%，披露募集金额 21,582.55 亿元，同比小幅下滑 2.3%，结构分化问题延续。分币种看，2022 年人民币基金募集规模达 19,086.50 亿元，同比上升 0.4%，外币基金募集金额降幅 18.6%。投资方面，根据清科研究中心统计数据，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场热度有所下降，投资案例发生 10,650 起，同比下滑 13.6%，投资总金额为 9,076.79 亿元，同比上升 36.2%。从投资行业看，各类型投资机构均偏好投资 IT、生物科技医疗/医疗健康、半导体及电子设备，前三大行业投资案例占比超 64%，投资区域集中在京沪粤苏浙等经济发达地区。

图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

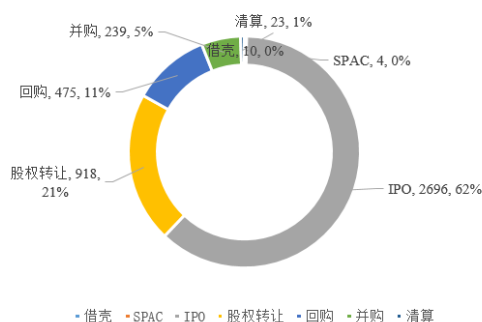
图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为烟台市重要的产业投资与资本运营主体，风控措施逐步完善；母公司所持股权主要系政府划拨资产，计划长期持有；公司单个项目投资额占比高，投资集中度高，但投资表现较好，投资风险中等；除股权投资业务外，公司亦从事贸易和产业园建设业务，贸易业务为公司收入提供一定补充。目前公司整体投资规模较大，投资收益稳步增长，但未来投资收益仍有待持续观察。

表 2：2020~2022 年和 2023 年一季度公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工板块	732.98	86.82	26.65	1,453.48	85.86	26.29	1,653.78	85.07	16.48	419.39	85.50	17.53
能源设备及服务板块	40.44	4.79	26.44	53.87	3.18	21.99	60.98	3.14	22.81	15.65	3.19	23.42
高性能纤维板块	24.40	2.89	28.47	44.03	2.60	37.24	37.15	1.91	28.10	10.12	2.06	28.44
贸易	28.91	3.42	1.04	123.29	7.28	0.91	170.95	8.79	0.90	39.41	8.03	0.95
其他业务	17.52	2.08	45.94	18.26	1.08	66.21	21.14	1.09	59.10	5.93	1.21	61.53
合计	844.24	100.00	26.21	1,692.93	100.00	25.02	1,944.00	100.00	15.99	490.51	100.00	17.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资业务板块

公司为烟台市重要的市属国有资本投资运营公司，战略地位重要，投资管理机制良好，风险控制逐步完善；公司投资组合集中，在管国有股权主要系政府划入，公司投资的资产流动性一般，近年来投资业务实现了较好收益。

公司作为烟台市最重要的产业投资与资本运营主体，战略地位重要。公司投资业务主要由公司本部负责经营，包括股权直投和基金投资。

投资管理方面，公司制定了《烟台国丰投资控股集团有限公司投资决策委员会议事规则（试行）》，设立了投资决策委员会。投资决策委员会作为公司对投资业务相关方案进行评审的专门机构，主要履行对项目立项进行审批；对项目投资方案、项目退出方案、项目风险金方案（如有）、项目投后重大事件、投资过程中其他需要决策的事项进行审议。投资决策委员会成员由公司总经理、副总经理、总经理助理以及各部门相关负责人构成。股权管理方面，对于下属企业的对外投资事项，公司通过参与下属企业内部决策程序以及履行出资人审核程序两个层面进行监管。下属企业内部决策程序方面，公司通过向下属企业委派董事和监事，综合考虑项目可行性、经济效益、风险防范措施等问题，然后在其股东会 and 董事会审议对外投资项目时发表意见。履行出资人审核把关程序方面，下属企业完成内部决策程序并形成决议后，须向公司请示。公司按照国资监管有关规定履行出资人审核程序，对同意实施的项目出具批复，下属企业取得批复后，才能正式实施项目。

公司针对不同业务领域设置专业投资部门，设置了完善投资管理与风险管理制度，跟踪期内，公司相关制度运行良好，无公开的涉及被投企业与项目的重大风险情况。

公司目前在管国有股权主要系政府无偿划入，下属经营实体业务涵盖化工、能源设备及高性能纤

维业务。截至 2022 年末，公司本部分别直接持有 A 股上市公司万华化学（股票代码：600309.SH）和泰和新材（股票代码：002254.SZ）的 21.59%和 18.06%股份，为万华化学和泰和新材第一大股东；同时公司通过烟台国盛投资控股有限公司和烟台冰轮控股有限公司间接持有上市公司冰轮环境（股票代码：000811.SZ）23.44%的股份、通过烟台铭祥控股有限公司持有密封科技（股票代码：301020.SZ）47.93%的股权，另外公司的参股公司烟台张裕集团有限公司持有张裕 A（股票代码：000869.SZ）、张裕 B（股票代码：200869.SZ）50.40%的股份；烟台泰和新材料股份有限公司持有民士达（股票代码：833394.BJ）66.23%的股份。截至 2023 年 3 月末，公司本部直接持有的上述上市公司股份市值合计为 688.02 亿元，在扣除货币资金后的投资组合市值中占比为 82.44%，集中度高，公司本部直接持有的上市公司股票无质押或受限情况。近年来，公司股权投资收益逐年增加，主要来自于万华化学，2022 年公司本部对万华化学的投资收益约占公司本部投资收益的 92%。

同时，公司本部其他股权投资项目主要系对合伙企业、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、医药产业等。整体来看，公司所持股权主要为上市股权，且多为政府划转所得，预计公司将长期持有上述股权；公司直投项目规模尚可，但股权投资周期较长，实现投资收益受宏观经济政策和市场行情影响较大，存在一定的不确定性，且有赖于公司的投资决策能力和投后管理水平，需关注未来项目退出和收益实现情况。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司本部直接持有主要上市公司股份情况（股、元/股、亿元）

上市公司简称	股票代码	持股数量	持股比例	2023 年 3 月 末收盘价	上市时间	账面价值	上市场所
万华化学	600309.SH	677,764,654	21.59%	95.88	2001-01-05	57.59	上交所
泰和新材	002254.SZ	159,134,515	18.44%	23.99	2008-06-25	11.62	深交所
合计	--	--	--	--	--	69.21	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

化工板块

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，截至 2023 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。万华化学作为全球产能规模最大的 MDI 生产企业，技术水平高，规模优势显著；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。此外，截至 2023 年 3 月末，万华化学主要在建工程计划总投资 1,090.80 亿元，大部分项目已投资过半，需关注其未来投资进度与效益实现情况。

表 4：截至 2022 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 2022 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	93.06%
异氰酸酯新建及配套项目	100.34	83.65%
磷酸铁锂项目	8.17	77.11%
码头项目	8.71	71.88%
HDI 二期项目	11.30	58.11%
BC 公司技改项目	13.57	69.73%
BC 公司厂区基建投资项目	5.97	82.82%
BC 公司苯胺项目	5.01	97.17%
BC 公司造气项目	11.07	43.34%
生物降解聚酯连续聚合项目	4.82	98.60%
改性 PP 项目	5.24	86.18%
高性能材料一体化项目	201.13	2.10%
水性二期项目	8.15	51.50%
万华宁波技改项目	26.59	95.18%
乙炔产业链项目	32.91	98.14%
乙烯项目	168.00	100.00%
聚氨酯产业链延伸及配套项目	479.80	93.06%
异氰酸酯新建及配套项目	100.34	83.65%
磷酸铁锂项目	8.17	77.11%
码头项目	8.71	71.88%
合计	1,090.80	--

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

2022 年随着聚醚多元醇销量提升、PO/SM 装置及多套精细化学品装置投产，万华化学聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列的主要产品的产量及销量增加，产销率均有所回升，产品收入也相应增加；同时，受全球大宗原料及能源价格上涨影响，产品成本上涨幅度大于收入增长幅度，毛利率同比下降。

表 5：2020~2022 年万华化学主要产品产销情况（万吨）

主要产品	2020	2021	2022
聚氨酯系列	生产量	287.18	401
	销售量	288.44	389
	库存量	20.25	32
石化系列	生产量	187.91	400
	销售量	188.49	390
	库存量	8.59	18
精细化学品及新材料系列	生产量	57.30	79
	销售量	55.49	76
	库存量	7.43	10

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

能源设备及服务板块

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，2022 年各细分板块产品产销量持续增长，但下游客户账款回收期限较长。

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。近年来，冰轮环境的营业收入和订单量持续增长，产销率整体呈增长趋势，维持在 98% 以上水平。

2021 年产品原材料价格有所上涨，当年毛利率有所下降，随着冰轮环境采取了协议定价、战略采购和大宗备库等方式控制采购成本，2022 年毛利率有所增长。冰轮环境节能制热产品主要依靠承揽工程和签订工程施工合同获取订单，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，需要关注后续账款回收情况。

表 6：2020~2022 年冰轮环境主要产品产销情况（台/套）

主要产品	2020	2021	2022
气温控制设备及系统	生产量	12,374	15,097
	销售量	12,368	14,847
	库存量	838	1,088

资料来源：冰轮环境年度报告，中诚信国际整理

高性能纤维板块

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。

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。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。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。截至 2022 年末，泰和新材主要在建项目总投资 59.65 亿元，已投资 24.99 亿元。

表 7：截至 2022 年末泰和新材主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	截至 2022 年末已投资金额
绿色差别化氨纶智能制造工程项目	12.80	11.37
高效差别化粗旦氨纶	5.00	3.09
防护用对位芳纶项目	12.90	2.62
高伸长低模量对位芳纶产业化项目	6.20	1.15
功能化间位芳纶高效集成产业化项目	4.50	1.72
防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目	8.75	1.68
应急救援用间位芳纶项目	3.25	1.19
高性能芳纶纸基材料产业化	0.25	1.57
高性能对位芳纶项目	6.00	0.60
合计	59.65	24.99

资料来源：泰和新材年度报告，中诚信国际整理

2022 年，泰和新材氨纶产品受下游需求萎缩、产能持续增长的影响，价格出现大幅下跌，氨纶业务盈利水平同比大幅下降；同期，泰和新材的芳纶业务发展良好，但芳纶业务的增长不足以弥补氨纶利润的下滑，导致 2022 年业绩同比降幅较大。2022 年，泰和新材在聚焦高新技术材料主业的同时，确定了新能源汽车、智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通信、绿色化工六大新业

务发展方向，相关项目陆续进入小试和中试开发阶段。

表 8：2020~2022 年泰和新材主要产品产销情况（吨）

主要产品		2020	2021	2022
氨纶	生产量	48,616	47,577	39,386
	销售量	52,464	45,678	40,096
芳纶	生产量	7,525	11,181	15,055
	销售量	6,825	11,668	14,139

资料来源：泰和新材年度报告，中诚信国际整理

贸易板块

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，需持续关注该板块的后续经营情况及款项回收情况。

目前公司贸易业务经营主体为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¹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。

从业务模式来看，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。公司主要贸易品种为电解铜和煤炭等。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。2022 年，公司贸易规模同比增长 37.27%至 169.24 亿元，毛利率处较低水平；公司上下游集中度较低。

表 9：2022 年贸易业务主要采购情况（万元）

供应商	采购金额	占比	采购品种
供应商 1	66,992.33	3.99%	电解铜
供应商 2	60,977.62	3.63%	煤炭
供应商 3	60,746.47	3.62%	电解铜
供应商 4	39,119.84	2.33%	有色金属
供应商 5	35,457.59	2.11%	电解铜
合计	263,293.85	15.69%	-
客户名称	销售金额	占比	销售品种
客户 1	88,867.81	5.25%	电解铜
客户 2	85,720.40	5.07%	电解铜
客户 3	65,259.82	3.86%	电解铜
客户 4	64,660.78	3.82%	电解铜
客户 5	61,538.27	3.64%	电解铜
合计	366,047.08	21.63%	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 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。

其他业务板块

公司其他业务主要系产业园区建设开发和裕龙产业园项目炼化产能指标收购，近年来稳步推进，主要在建项目仍需一定投资额，投资压力尚可。

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，主要包括山东裕龙石化产业园、东方航天港产业园、生物医药产业园等，公司在上述产业园运营主体中的持股比例分别为 57.14%、51%和 100%。截至 2023 年 3 月末，公司对上述三个产业园计划总投资约 287.52 亿元，已投资约 265.13 亿元，建设资金通过公司发行债券、自有资金及其他融资方式筹集，后续投资压力尚可。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 10：2023 年 3 月末公司产业园的投资及建设情况（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	建设期	资金平衡方式
山东裕龙石化产业园	山东裕龙石化产业园发展有限公司	385.35	316.38	257.22	248.22	2021.10-2023.12	租金收入、供水收入、指标租赁收入
东方航天港产业园	东方航天港（山东）发展集团有限公司	60	17.81	15.3	6.91	2021.5-2025.12	租金收入、资产转让收入、投资收益等
生物医药产业园	烟台生物医药健康产业发展有限公司	55.98	17.54	15	10	2022.1-2024.12	租金收入、资产转让收入、投资收益等
合计	-	501.33	351.73	287.52	265.13	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司对山东裕龙石化产业园的投资亦包含炼化产能指标收购。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”）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“裕龙产业园公司”）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偿资金，根据前期测算共需支付 385.35 亿元，目前由公司

本部负责筹措 248.22 亿元。裕龙产业园公司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公司每年支付炼化产能指标使用费，使用费覆盖裕龙产业园公司的筹资本息，期限 10 年，炼化产能指标使用费总额为 430.00 亿元，年指标使用费为 43.00 亿元。炼化指标收购进度方面，截至 2023 年 3 月末公司已累计投资 236.22 亿元。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，公司本部近年来财务杠杆持续增加，短期债务规模亦持续增加；经营活动净现金流持续净流出，无法对利息进行覆盖，且持有的股权资产流动性较弱，需关注未来投资项目退出进展及债务与资产期限结构匹配情况。

公司本部收入主要系对烟台市国企咨询服务收取的服务费，规模少且有所波动；同时由于近年来公司融资规模扩张，公司本部的财务费用对利润总额有所侵蚀，因此经营性利润持续为负。近年来公司股权投资业务投资业绩较好，投资收益稳定增长，但是仍需关注公司投资项目减持或退出及证券市场行情波动对公司盈利水平财务指标的稳定性的影响。

公司本部资产主要以产业投资业务形成的其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主。近年来，随着产业园建设的投入和持有的投资组合价值增加，公司本部总资产逐年增加。截至 2023 年 3 月末，公司本部其他应收款 289.88 亿元，主要为母公司对裕龙产业园公司等关联公司的拆借款；长期股权投资 164.28 亿元，主要系公司本部持有的子公司股权；其它非流动金融资产 80.51 亿元，主要系母公司对合伙企业、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，医药产业等，目前尚处投资期，故投资收益较小。此外，公司本部货币资金 19.14 亿元，无受限。

公司本部负债主要由有息债务和其他应付款构成。截至 2023 年 3 月末，公司本部的其他应付款为 26.06 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；随着股权投资业务的开展和产业园的建设，公司融资需求亦有所增长，总债务逐年增加，财务杠杆水平大幅提升。资本实力方面，公司近年来经调整所有者权益逐年下降，主要系上缴国有资本收益增加所致。

公司本部的经营活动现金流持续为净流出状态，主要系对裕龙产业园指标收购款投入和产业园建设加大。2020~2022 年公司本部投资活动由于投资收益有所增加，投资活动由净流出逐渐减少，2022 年变为净流入状态。近年来，公司筹资活动净现金流大幅净流入，主要系因公司发行债券筹集资金。偿债指标方面，2022 年公司本部总债务规模持续增长态势，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较为通畅，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。虽然公司本部现金流利息保障倍数有所波动，但其持有较多所投非上市项目股权及流动性较高的上市公司股票，投资组合市值对总债务的覆盖能力较强。

表 11：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	0.00	0.00	0.01	0.00

期间费用合计	6.09	8.18	9.80	3.29
经营性业务利润	-6.10	-8.18	-9.30	-3.30
公允价值变动收益	0.07	--	--	--
投资收益	9.57	10.36	19.26	0.16
利润总额	3.54	2.16	9.96	-3.14
经调整的净资产收益率	3.39	2.14	10.44	--
货币资金	33.48	26.97	11.68	19.14
可供出售金融资产	64.40	--	--	--
其他非流动金融资产	--	67.00	80.42	80.51
长期股权投资	130.32	142.69	155.05	164.28
总资产	337.55	442.93	511.41	559.02
应收类款项占比	27.54	44.27	50.42	51.85
投资组合市值	817.78	891.95	846.30	895.37
总债务/投资组合市值	24.52	35.94	46.22	49.70
实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	3.91	4.00	4.89	7.26
未分配利润	-1.89	-8.85	-13.86	-21.60
经调整的所有者权益合计	104.34	97.46	93.34	87.97
其他应付款	32.89	25.13	26.89	26.06
短期债务	33.11	41.76	116.00	128.87
总债务	200.53	320.55	391.15	444.98
资产负债率	63.17	58.52	50.46	58.33
总资本化比率	65.78	76.68	80.73	83.49
经营活动产生的现金流量净额	-42.03	-95.26	-67.60	-33.67
投资活动产生的现金流量净额	-36.73	-8.75	3.68	-6.30
其中：收回投资收到的现金	198.37	65.83	97.40	9.63
取得投资收益收到的现金	9.95	10.22	19.18	0.03
投资支付的现金	245.49	73.36	118.10	17.76
取得投资收益收到的现金/投资收益	1.04	0.99	1.00	0.18
筹资活动产生的现金流量净额	105.39	100.61	48.58	47.44
货币等价物/短期债务	1.50	0.85	0.14	0.17
现金流利息覆盖倍数	-5.28	-8.43	-3.52	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，公司合并口径主要收入来源于子公司化工业务、能源设备及服务板块、高性能纤维业务和贸易业务，2022 年高性能纤维业务收入有所下滑，但化工业务、能源设备及服务板块收入有所增长。随着公司业务的开展和持有的投资组合价值增加，公司合并口径下总资产规模逐年上升。子公司融资规模较大，合并口径财务杠杆低于本部水平。

公司合并口径收入主要来自于子公司万华化学的化工业务收入、冰轮环境的能源设备及服务板块收入、泰和新材的高性能纤维业务收入及本部的贸易收入，近年来收入持续增长。公司利润主要来自于子公司的经营性利润和万华化学的增值及分红形成的投资收益；受化工产品和高性能纤维产品原材料水平变动影响，利润水平呈下降趋势，需关注相关板块后续盈利情况。

近年来，随着公司业务的开展和持有的投资组合价值增加，合并口径的总资产规模亦逐年上升。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径总资产 3,335.71 亿元，主要由子公司业务和产业园建设形成的存货、应收账款、固定资产、在建工程和以预付地炼产业产能整合补偿资金及预付工程款为主的其他非流动资产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构。受公司主要子公司销售规模增长影响，公司应收账款亦持续增长，账龄主要在 1 年以内，较大规模的应收账款对资金形成了一

定占用。由于化工板块、能源设备及服务板块和高性能纤维业务均偏向重资产运营，公司固定资产和在建工程一直保持较大规模并稳步增长，截至 2023 年 3 月末两者合计占比近 30%。公司存货亦形成一定规模，主要系子公司产品和原材料以及在建产业园，随着业务推进、原材料和产品价格增长持续增加。同时，公司保有一定规模的货币资金以满足日常经营周转等资金需求，近年来有所波动，但近年来受限货币资金规模持续增加。

债务方面，近年来公司的负债规模持续增长，并呈现以流动负债为主的负债结构。随着子公司业务的开展，公司融资需求亦持续增长，总债务规模近年来持续增加，且债务结构仍以短期债务为主，需持续关注短期债务偿还情况。公司经调整的所有者权益主要系实收资本、未分配利润和少数股东权益，近年来受益于少数股东权益不断增加，且受益于利润累积，未分配利润有所增加，带动经调整的所有者权益规模持续增长。跟踪期内，债务规模的增速有所放缓，2022 年末公司财务杠杆水平尚可，但公司整体债务规模仍然较大，公司债务管控有待加强。

近年来，公司经营活动净流入规模持续增长，整体经营获现能力良好。公司投资活动净现金流出持续增加，主要系受公司购买投资理财规模变动，投资收回现金减少，以及公司产业园项目和子公司在建项目投入增加导致投资活动支出持续增加所致。筹资活动现金流持续下降，2022 年由于公司当年偿还有息负债金额增加，筹资活动净现金流由正转负。偿债指标方面，公司现金流利息保障倍数持续增加，公司 EBITDA 对利息的保障倍数有所下降，但仍能对利息形成充分覆盖。

表 12：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	843.51	1,692.93	1,944.00	490.51
营业成本合计	622.47	1,269.37	1,633.16	406.42
投资收益	4.26	6.87	8.35	1.34
公允价值变动损益	-0.01	0.20	1.63	0.11
经营性业务利润	125.29	317.66	203.19	51.85
利润总额	119.64	303.52	205.35	50.82
经调整的净资产收益率	15.33	32.49	18.44	16.99
货币资金	266.75	495.51	320.15	539.45
发放贷款及垫款	0.00	--	0.00	0.00
长期股权投资	21.13	49.19	73.52	75.18
其他非流动金融资产	0.00	75.51	94.01	93.58
总资产	1,849.44	2,620.36	2,893.01	3,335.71
总负债	1,142.92	1,630.19	1,721.59	2,112.02
经调整的所有者权益	686.52	905.17	1,011.42	1,078.70
短期债务	579.09	825.80	878.62	1,157.06
总债务	919.81	1,385.20	1,504.77	1,898.43
总资本化比率	57.26	60.48	59.80	63.77
资产负债率	61.80	62.21	59.51	63.32
经营活动产生的现金流量净额	172.32	275.63	373.99	37.64
投资活动产生的现金流量净额	-363.11	-389.02	-503.35	-167.39
筹资活动产生的现金流量净额	377.04	335.71	-50.27	354.05
货币等价物/短期债务	0.34	0.51	0.39	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	7.17	7.46	8.90	--
总债务/EBITDA	4.66	3.31	4.40	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司本部受限资产合计为 0.46 亿元，占总资产的 0.09%，均为受限的其他权益

工具投资。从合并口径来看，公司受限资产合计为 46.40 亿元，占总资产的 1.60%，主要系受限货币资金 14.24 亿元、受限固定资产 7.11 亿元、受限其他权益工具投资 7.49 亿元、受限应收票据 1.64 亿元、受限应收款项融资 1.39 亿元等。

截至 2022 年末，公司本部无影响正常经营的重大未决诉讼；公司本部担保金额为 3.44 亿元，占本部净资产的 1.36%，均系对当地国企山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司的担保。从合并口径来看，截至 2022 年末，公司合并口径的对外担保余额为 15.13 亿元，占净资产的 1.29%，系对当地国企的担保，除山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司外均设反担保措施，代偿风险可控。

表 13：截至 2022 年末公司对外担保情况（万元）

担保单位	被担保对象	企业性质	担保金额
公司本部	山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司	国企	34,408.48
万华化学集团股份有限公司	烟台港万华工业园码头有限公司	国企	45,161.32
万华化学集团股份有限公司	福建省东南电化股份有限公司	国企	56,905.56
万华实业集团有限公司	万华节能科技集团股份有限公司	国企	4000.00
万华实业集团有限公司	万华新材料有限公司	民企	10,781.56
合计	--	--	151,256.92

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《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司投资进度稳步增加。
- 2023 年，主要子公司持有的上市公司股份持续推进为公司贡献投资收益。
- 2023 年，公司本部投资组合仍以控股的子公司为主，直接持有的上市公司股份份额稳定。
- 2023 年，公司通过新发行长短期债券和财政注资满足投资运营业务出资需求。

预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
经调整的净资产收益率(%)	2.14	10.44	6.80~7.52
总债务/投资组合市值(%)	35.94	46.22	41.56~45.94

注：各指标均为本部口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖能力有待提高。

公司本部经营活动现金流较少，由于对裕龙产业园指标收购款投入和产业园建设的持续投入，近年来本部的经营活动现金流持续为净流出状态。截至 2023 年 3 月末，公司本部可动用的账面资金³为 22.14 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司本部银行授信总额 159.31 亿元，尚未使用的授信额度为 116.41 亿元，具有一定的备用流动性；但是，烟台市经济基础较好，区域内企业流动性宽裕；作为烟台市重要的国有投资运营公司，可持续获得股东和政府的资金支持；公司目前主要融资渠道为银行贷款和债券融资，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司本部流动性需求主要来自外部投资、在建产业园项目的资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出集中于股权投资和产业园项目建设投资，资金需求为 60~70 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 128.87 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 13.77 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司的流动性较弱，未来一年流动性来源对覆盖流动性需求的覆盖能力有待提高。

表 15：截至 2023 年 3 月末公司本部口径债务到期分布情况（亿元）

	总金额	1 年内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	55.68	44.68	3.15	1.6	6.25
债券融资	290.49	81.78	60.14	94.63	53.94
信托	98.81	2.4	8.01	32.8	55.58
合计	444.98	128.86	71.3	129.03	115.77

注：“其他”主要包含融资租赁业务，保理和政府专项债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径资金流出主要系债务还本付息、经营支出和固定资产投资，公司总体经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，融资渠道畅通，资金平衡状况良好。因万华化学、冰轮环境等子公司在建项目持续投入以及公司本部产业园建设投入，合并口径投资资金缺口亦有所扩大，债务持续增长，集中到期压力较为可控。截至 2022 年末，货币资金为 320.15 亿元，其中受限货币资金 14.24 亿元，比例较低；合并口径银行授信额度 2,361.81 亿元，未使用授信额度为 1,414.17 亿元。并且，公司控股上市公司股权融资渠道畅通，财务弹性良好。

表 16：截至 2022 年末公司合并口径债务到期分布情况（亿元）

	总金额	1 年内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	718.05	531.14	62.67	35.84	88.40
应付票据	135.62	135.62	--	--	--
债券融资	426.13	196.36	98.91	92.80	38.06
非银行类金融机构融资	60.18	7.05	8.26	24.84	20.03
其他融资	164.55	8.45	6.67	6.27	143.39
合计	1,504.76	878.62	176.51	159.75	289.88

注：“其他融资”主要包含融资租赁业务，保理和政府专项债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

³ 可动用的账面资金为 2022 年末公司非受限货币资金加上交易性金融资产中已解禁的上市公司股票的入账价值。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司作为国有资本投资运营公司，并积极履行作为国有企业的社会责任；公司治理结构较好，内控制度较完善，但同时公司对部分子公司实控力仍有待加强。

环境方面，公司本部的产业园建设业务可能面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，作为国有资本投资运营公司，积极履行作为国有企业的社会责任，公司员工激励机制、培养体系较健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。

治理方面，公司战略发展规划清晰，法人治理结构较为完善，但对部分子公司实控力仍有待加强。

外部支持

中诚信国际认为，烟台市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

公司实际控制人为烟台市国资委。烟台市作为环渤海地区重要的港口城市及首批沿海开放城市，地理位置优越，自然资源储备及工业基础较好，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑。2020~2022 年，烟台市分别实现地区生产总值（GDP）7,718.46 亿元、8,711.45 亿元和 9,515.86 亿元，2022 年按可比价格计算增长 5.1%，经济总量仅低于青岛市的地区生产总值 14,920.75 亿元和济南市的地区生产总值 12,027.50 亿元，在山东省各地市中排名第三位。从产业结构来看，2022 年，烟台市三次产业比例为 6.9：42.3：50.8，第三产业为主导产业。目前，烟台全力实施“9+N”产业集聚培育工程，其中“9”是绿色石化产业集群、有色及贵金属产业集群、汽车产业集群、高端装备产业集群、电子信息产业集群、食品精深加工产业集群、生物医药产业集群、清洁能源产业集群、航空航天产业集群；与此同时，烟台市加快建链强链补链，培育壮大人工智能、集成电路等 N 个前沿性产业。随着经济增长以及经济结构的持续调整，烟台市财政实力逐步增强，2020~2022 年烟台市一般公共预算收入分别为 610.07 亿元、646.64 亿元和 635.40 亿元，主要来自税收收入，财政自给能力较强。同期，烟台市政府性基金收入分别为 363.01 亿元、420.78 亿元和 390.51 亿元。

同时，烟台市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性强：公司是烟台市国资委的一级子公司，是烟台市产业投资的重要平台，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性强。
- 2) 过往支持力度大：资产划转方面，成立之初烟台市政府将多家国有股权作为资本金注入公司，并在资本金注入和财政补贴等方面有良好记录。

综上，中诚信国际认为，烟台市政府很强的支持能力和强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

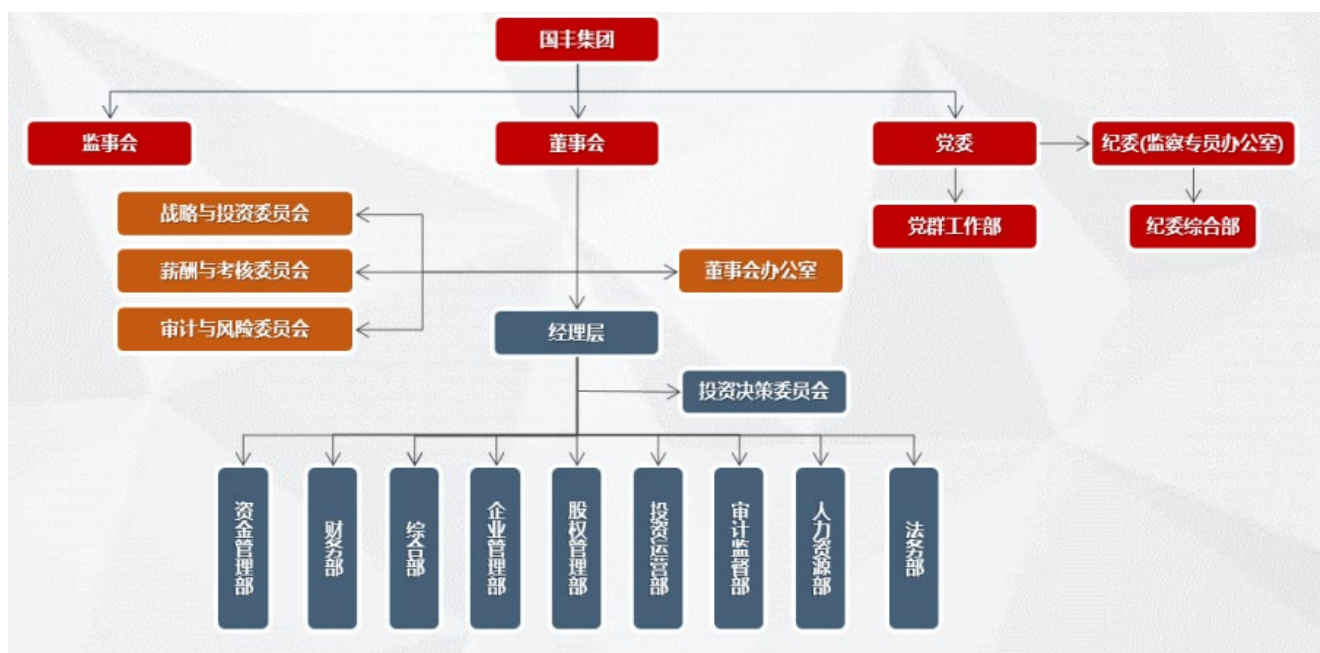
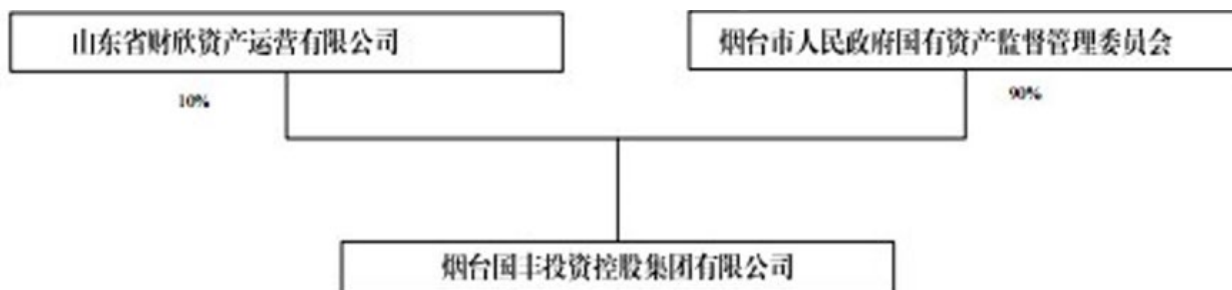
评级结论

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 2023 年面向专业投资者公开发行

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司债券（第一期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，评定“烟台国丰投资控股集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	2,667,511.79	4,955,106.53	3,201,455.78	5,394,468.94
应收账款	862,069.39	1,210,901.63	1,429,995.34	1,648,110.94
其他应收款	644,233.54	689,873.38	619,251.90	605,683.56
存货	998,653.01	2,091,069.84	2,245,527.30	2,297,151.49
长期投资	1,062,670.30	1,529,516.55	1,988,251.57	2,037,578.01
固定资产	6,043,138.92	6,955,691.08	8,359,768.03	8,889,700.38
在建工程	2,456,423.14	3,127,318.14	4,294,373.45	4,391,401.71
无形资产	953,406.45	1,125,964.59	1,388,885.76	1,424,973.66
资产总计	18,494,358.60	26,203,597.93	28,930,072.09	33,357,117.31
其他应付款	421,812.15	414,926.60	433,512.25	430,458.74
短期债务	5,790,938.76	8,257,998.58	8,786,233.61	11,570,644.79
长期债务	3,407,151.42	5,593,970.70	6,261,433.24	7,413,642.12
总债务	9,198,090.18	13,851,969.28	15,047,666.85	18,984,286.91
净债务	6,568,344.97	8,953,824.57	11,948,886.24	13,732,187.63
负债合计	11,429,169.55	16,301,928.00	17,215,895.86	21,120,161.67
所有者权益合计	7,065,189.06	9,901,669.93	11,714,176.24	12,236,955.64
利息支出	240,175.26	369,727.15	420,134.65	--
营业总收入	8,435,110.41	16,929,345.59	19,440,048.69	4,905,085.17
经营性业务利润	1,252,871.31	3,176,571.19	2,031,908.87	518,479.08
投资收益	42,588.69	68,683.65	83,456.76	13,449.52
净利润	1,052,577.12	2,586,064.64	1,767,217.09	443,814.97
EBIT	1,398,014.61	3,402,067.02	2,405,497.91	631,465.71
EBITDA	1,973,993.07	4,184,997.08	3,417,053.89	--
经营活动产生的现金流量净额	1,723,217.22	2,756,320.40	3,739,887.45	376,350.72
投资活动产生的现金流量净额	-3,631,147.39	-3,890,189.35	-5,033,459.19	-1,673,869.35
筹资活动产生的现金流量净额	3,770,380.76	3,357,086.66	-502,682.46	3,540,458.59
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	26.20	25.02	15.99	17.14
期间费用率(%)	11.40	5.96	5.44	6.36
EBIT 利润率(%)	16.57	20.10	12.37	12.87
总资产收益率(%)	7.56	15.22	8.73	8.11
流动比率(X)	0.80	0.94	0.72	0.79
速动比率(X)	0.68	0.75	0.53	0.63
存货周转率(X)	6.23	8.22	7.53	7.16
应收账款周转率(X)	9.78	16.33	14.72	12.75
资产负债率(%)	61.80	62.21	59.51	63.32
总资本化比率(%)	57.26	60.48	59.80	63.77
短期债务/总债务(%)	62.96	59.62	58.39	60.95
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.12	0.15	0.18	0.04
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.20	0.25	0.30	0.06
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	7.17	7.46	8.90	--
总债务/EBITDA(X)	4.66	3.31	4.40	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.51	0.39	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	8.22	11.32	8.13	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	5.82	9.20	5.73	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.22	0.13	0.04

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其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 2021 年度审计报告、和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度财务数据采用 2023 年一季度财务报表数据；2、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务。

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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	334,799.61	269,732.95	116,796.42	191,421.81
应收账款	0.00	0.00	10.02	0.00
其他应收款	929,601.98	1,960,868.28	2,578,275.14	2,898,776.52
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	163,300.00	86,000.00	42,000.00	30,000.00
债权投资	--	--	--	--
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	644,029.01	--	--	--
长期股权投资	1,303,208.42	1,426,855.25	1,550,544.48	1,642,759.20
其他权益工具投资	--	4,519.52	4,519.52	4,519.52
其他非流动金融资产	--	670,027.90	804,198.42	805,103.35
固定资产	54.56	9,423.64	14,168.30	15,153.77
投资性房地产	--	--	--	--
资产总计	3,375,463.32	4,429,269.26	5,114,063.93	5,590,234.76
投资组合账面价值	2,445,337.05	2,457,135.62	2,518,058.84	2,673,803.88
投资组合市值	8,177,832.74	8,919,546.95	8,462,953.36	8,953,705.40
其他应付款	328,937.25	251,275.11	268,917.28	260,568.20
短期债务	331,145.00	417,600.92	1,160,037.05	1,288,651.85
长期债务	1,674,137.69	2,787,917.30	2,751,441.61	3,161,124.46
总债务	2,005,282.69	3,205,518.22	3,911,478.66	4,449,776.31
净债务	1,670,483.07	2,935,785.27	3,794,682.25	4,258,354.50
负债合计	2,132,418.93	2,591,787.69	2,580,664.72	3,260,573.37
所有者权益合计	1,243,044.38	1,837,481.57	2,533,399.22	2,329,661.39
利息支出	60,735.61	100,924.51	137,730.79	--
营业总收入	25.47	8.49	142.99	0.00
经营性业务利润	-60,957.43	-81,838.93	-92,994.71	-33,025.46
投资收益	95,654.70	103,603.77	192,581.39	1,571.75
净利润	35,374.57	21,615.94	99,566.15	-31,437.66
EBIT	96,113.15	113,369.35	208,552.47	--
经营活动产生的现金流量净额	-420,301.11	-953,679.97	-676,023.99	-336,721.97
投资活动产生的现金流量净额	-367,294.92	-87,462.84	36,800.57	-63,045.30
筹资活动产生的现金流量净额	1,053,850.91	1,006,076.21	485,786.94	474,392.67
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
总资产收益率（%）	2.85	2.91	4.37	0.22
经调整的净资产收益率（%）	3.39	2.14	10.44	-13.87
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	1.04	0.99	1.00	0.18
应收类款项占比（%）	27.54	44.27	50.42	51.85
资产负债率（%）	63.17	58.52	50.46	58.33
总资本化比率（%）	65.78	76.68	80.73	83.49
短期债务/总债务（%）	16.51	13.03	29.66	28.96
总债务/投资组合市值（%）	24.52	35.94	46.22	49.70
现金流利息覆盖倍数（X）	-5.28	-8.44	-3.52	-3.80
货币等价物/短期债务（X）	1.50	0.85	0.14	0.17
总债务/EBITDA（X）	20.86	28.23	18.69	--
EBITDA/短期债务（X）	0.29	0.27	0.18	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.58	1.12	1.52	--
EBIT 利息覆盖倍数（X）	1.58	1.12	1.51	--

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其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 2021 年度审计报告、和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度财务数据采用 2023 年一季度财务报表数据；2、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余） 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn