

恒逸石化股份有限公司

及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 与 18 恒逸 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2018)100317】

评级对象： 恒逸石化股份有限公司及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 与 18 恒逸 02

18 恒逸 R1	18 恒逸 01	18 恒逸 02
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日
首次评级： AA+/稳定/AA+/2017 年 12 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 4 月 8 日

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	-	0.02	0.03	0.03
刚性债务	0.13	0.04	0.58	15.67
所有者权益	56.75	96.38	103.32	103.30
经营性现金净流入量	-0.60	0.33	-0.33	-14.41
合并口径数据及指标：				
总资产	252.09	275.34	332.68	375.62
总负债	168.81	143.21	174.17	210.28
刚性债务	148.77	112.80	132.29	172.70
所有者权益	83.28	132.13	158.51	165.35
营业收入	303.18	324.19	642.84	157.47
净利润	1.62	8.89	18.44	7.88
经营性现金净流入量	4.10	30.96	23.63	1.74
EBITDA	16.65	22.59	31.28	-
资产负债率[%]	66.96	52.01	52.35	55.98
权益资本与刚性债务比率[%]	55.98	117.14	119.82	95.74
流动比率[%]	54.80	83.06	65.44	64.11
现金比率[%]	21.19	38.68	30.69	18.94
利息保障倍数[倍]	1.45	3.64	6.50	-
净资产收益率[%]	2.11	8.25	12.69	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.38	20.69	15.37	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.10	12.80	-22.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.51	6.01	8.87	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.17	0.26	-

注：根据恒逸石化经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 liuyun@shxsj.com
吴迪妮 wdn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对恒逸石化股份有限公司（简称恒逸石化、发行人、该公司或公司）及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 与 18 恒逸 02（合并简称上述公司债券）的跟踪评级反映了 2017 年以来恒逸石化在行业复苏、产业链完善及经营风险有所分散等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在即期偿债压力、文莱项目投资风险、衍生品投资等方面继续面临的压力。

优势：

- **行业景气度有所恢复。**2016 年下半年以来，主要受供需结构改善等影响，PTA、涤纶长丝价格及价差均有一定幅度上涨，行业内企业经营情况有所改善。
- **市场地位明显，产业链较完整。**恒逸石化是 PTA 行业龙头之一，市场份额高，规模化生产优势明显，市场地位稳固。目前已逐步形成“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链和“石化+”多层次立体产业布局，目前公司正通过文莱炼化项目及聚酯产能的并购积极向产业链上、下游拓展。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略，截至 2018 年 3 月末持有浙商银行股权 4.17%；浙商银行近年来盈利增速较快，公司能够获得较稳定的投资收益，在一定程度上分散平滑主业的经营风险和盈利压力。
- **拟增发股份。**恒逸石化拟通过发行股份购买恒逸集团持有的嘉兴逸鹏、太仓逸枫 100%股权，购买富丽达集团和兴惠化纤持有的双兔新材料 100%股权，涉及聚酯产能 144.50 万吨；同时，公司拟通过非公开发行股份募集配套改造资金不超过 30 亿元。上述计划尚需获得中国证监会的核准。

风险关注：

- 即期偿债压力大。恒逸石化资产负债率水平适中，但短期刚性债务规模较大；同时，公司流动比率偏低，流动资产对流动负债的覆盖偏低，公司面临一定的短期偿债压力。
- 文莱项目风险。恒逸石化文莱项目投资规模较大，将让公司背负一定规模的财务负担。此外，预期收益能否完全实现存在不确定性。
- 衍生品投资风险。恒逸石化生产原料价格易受国际大宗商品价格波动影响，同时公司外币债务存量规模较大，需要利用外汇远期、期货等锁定风险敞口，但不能完全规避相关风险。
- 公司治理风险。2011 年借壳上市后，恒逸石化保留了原体系内的控股公司浙江恒逸，其统一管控及投融资职能尚未完全转移至现有的公司本部，导致公司本级债务偿付能力较弱。
- 债券附特殊条款，存续期存在不确定性。上述公司债券附发行人在存续期第 2 年末调整票面利率的选择权及投资者回售选择权，为债券存续期带来不确定性。

➤ 未来展望

通过对恒逸石化及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并维持上述公司债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



恒逸石化股份有限公司

及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 与 18 恒逸 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券、恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)和恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(分别简称 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 和 18 恒逸 02)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据公司提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据,对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 1 月 12 日收到中国证券监督管理委员会下发的《关于核准恒逸石化股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》(证监许可【2018】88 号),核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元的公司债券。公司于 2018 年 3 月和 4 月分 3 次分别发行了 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 和 18 恒逸 02,发行规模分别为 5 亿元、10 亿元和 15 亿元,全部发行额度已使用完毕,目前无其他可使用信用债发行额度。

图表 1. 公司 2017 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 恒逸 R1	5.00	3(2+1)年	6.47	2018 年 3 月	30 亿元/2018 年 1 月	未到期
18 恒逸 01	10.00	3(2+1)年	6.78	2018 年 3 月		未到期
18 恒逸 02	15.00	3(2+1)年	6.43	2018 年 4 月		未到期

资料来源:恒逸石化

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易

易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效

应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主营业务为 PTA、聚酯及民用涤纶长丝的生产和销售，所属行业为化纤行业中的涤纶长丝子行业，上游为石化行业，下游为纺织行业，受宏观经济影响较大，表现出一定的周期性波动。

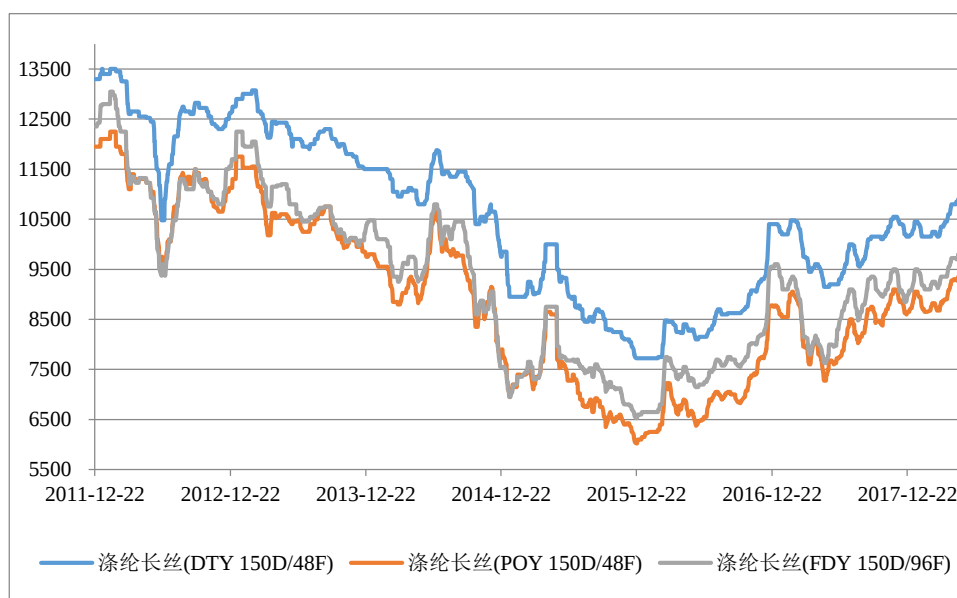
(2) 行业因素

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能处于紧平衡状态，行业竞争加剧。行业内的大型企业均通过向上游行业扩张，以纵向一体化战略谋求市场优势地位。2017 年以来，行业景气度继续回升，行业盈利能力有所好转。

A. 行业概况

涤纶长丝行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2011 年四季度起，涤纶长丝行业的景气度逐步回落，行业进入结构性深度调整期，至 2013 年到达行业景气度谷底，之后受行业短期供需影响有所波动，总体处于低位徘徊。2016 年以来，随着行业供需格局的改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。价格方面，涤纶长丝价格近年来持续下行，于 2015 年四季度形成价格筑底，2016 年以来价格受供给端的供给侧调整、环保约束等影响呈现明显反弹，到 2018 年 5 月 DTY、POY 和 FDY 价格最高分别达 10,900 元/吨、9,350 元/吨和 9,825 元/吨，较 2016 年末有明显上涨。

图表 2. 我国涤纶长丝市场价（中间价）走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2016 年，化纤行业运行质量明显好转，主要产品新增产能投放放缓，产量中速增长，整体开工率较 2015 年有所提升，当年我国化纤行业累计完成产量 4,943.7 万吨，2017 年为 4,919.60 万吨，近三年化学化纤产量变化不大。其中，2014-2016 年我国涤纶纤维生产量分别为 3,580.99 万吨、3,945.20 万吨和 3,959.00 万吨；2017 年涤纶纤维生产量为 3,934.26 万吨，略低于上年水平。由此可见，化学纤维（含涤纶纤维）行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

我国民用涤纶长丝主要用于服装、家纺和产业用纺织品等行业，直接出口仅占产量的 5% 左右。由于上述下游行业的生产企业数量多，规模相对较小，涤纶长丝生产企业对下游行业有一定的议价能力。近年来，服装、家纺和产业用纺织品等行业的需求变化不断影响着涤纶长丝行业的发展方向。

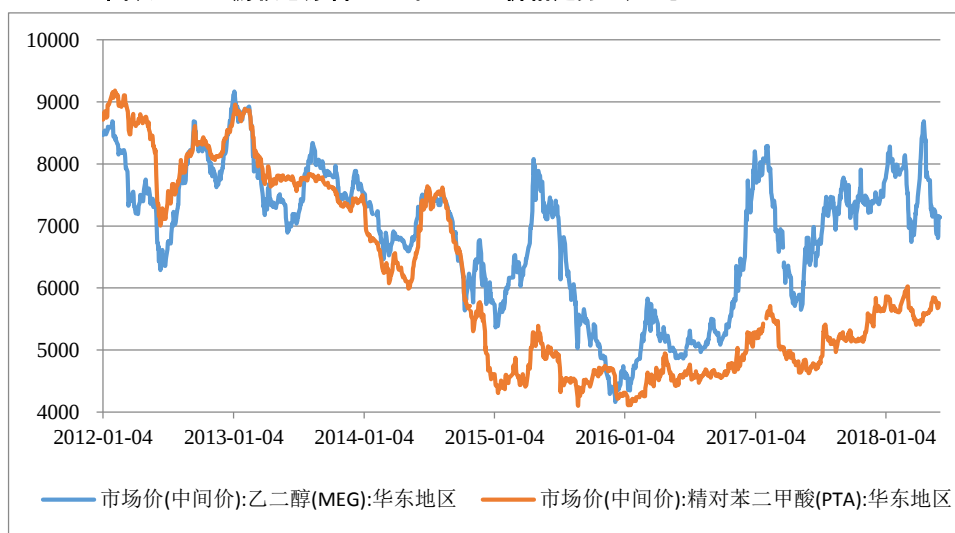
2011 年以来，国内外经济下行、市场需求放缓、劳动力成本提升，我国纺织服装业进入去产能、去库存的调整转型期，2013-2015 年我国布、纱、服装的复合增长率分别为 3.45%、8.74% 和 4.94%。2016 年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速出现分化。2016-2017 年，纱产量分别为 3,732 万吨和 4,050 万吨，同比增长率分别为 5.50% 和 8.50%；同期，布产量分别为 906.75 亿米和 868.10 亿元，同比增长率分别为 1.59% 和 -4.26%。另外，2016 年以来，与化工行业有关的纺织材料价格指数开始回升，化纤材料价格指数也呈现类似的走势。2018 年 1 月 5 日中国纺织材料价值指数（化纤）回升至 85.06。出口方面，2015-2017 年纺织业出口交货值分别为 3,803.3 万吨、3,654.9 万吨和 3,445.2 万吨，出口交货值有所下滑。

民用涤纶长丝的原材料主要为 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇），两者合计占民用涤纶长丝成本的 85% 左右。其中，PTA 是最主要的原材料，占民用涤纶长丝成本的 60% 以上。2015 年以前，我国 PTA 扩产迅速，导致 PTA

供过于求，迅速增加的供应无法被下游疲软的需求消化，使得 PTA 行业开工率降低，PTA 价格下滑。2015 年以来，PTA 落后产能淘汰加速，PTA 供需失衡得到较大缓解。从 PTA 价格走势看，2015 年年初 PTA 为 4,600 元/吨，此后到 2016 年底价格整体处于 4,000~5,000 元/吨的价格区间内波动运行，少数月份如 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后有回落至 5,000 元/吨之下。2016 年四季度，PTA 价格开始反弹，到 2016 年 12 月价格突破 5,000 元/吨，达 5,220 元/吨；2017 年以来，PTA 价格除二季度相对较为低迷（低于 5,000 元/吨），2017 年 7 月中下旬以来均处于 5,000 元/吨之上波动上行，到 2018 年 6 月 1 日价格涨至 5,730 元/吨，较 2015 年初累计上涨 24.57%。

我国 MEG 进口依赖度仍很高，2016 年进口依存度为 68.8%。但是，煤制乙二醇进口替代有所加快，2016 年煤制乙二醇产能占比 32%。2017 年，MEG 进口量为 871.62 万吨，同比增长 15.82%。2012 年以来，MEG 价格（华东，市场价-中间价）经历波动下行之后，2015 年四季度下滑至近年来低点（2015/12/8，4,160 元/吨），之后价格开始波动上行，在 2018 年 4 月 19 日达到阶段性价格高点 8,500 元/吨。

图表 3. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

PTA 上游主要原料为对二甲苯（PX），每吨 PTA 生产约消耗 0.65 吨 PX。截至 2017 年末，我国 PX 产能约 1,387 万吨/年，全年装置平均开工率为 70%，较上年相比提升 2.9%。由于聚酯需求增长、PTA 开工率增加，当年 PX 需求增长，进口有所增加，进口依存度小幅上升。“十三五”期间，我国将重点建设大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷等七大石化基地，多个大型炼化项目正在建设或处于规划中。据预测，到 2020 年，国内 PX 产能将达 1,870~2,140 万吨/年。但我国 PX 新建装置布局与下游需求不匹配、原料不落实，因此装置负荷可能较低。

图表 4. 近年我国 PX 进口概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
PX 进口量 (万吨)	1,168.71	1,236.13	1,404.57
PX 进口金额 (亿美元)	98.56	96.84	121.64
进口依赖度 (%)	54.67	56.95	59.17

资料来源：Wind 资讯

整体看，随着产能投放加速，PX 供求关系有望缓解，PX 利润空间或有所收窄。PTA-0.65PX¹价差在 2017 年有所扩大，PX 产品的超额盈利正随在建产能的逐步释放逐步消失。

B. 政策环境

环保约束是化解化工行业过剩产能行之有效的手段；环保法规体系日益完善，环保成本上升加速化工行业产能出清。2018 年 1 月 1 日起施行的《环境保护税法》承接了行政式的环保督察，通过环保成本的差异化继续推动化工行业的整合。

国内多项行业政策的推出，鼓励差别化、功能化纤维发展，有利于行业内产品结构调整及优化。2016 年 9 月，工信部编制发布《纺织工业发展规划(2016-2020 年)》提及，增强化纤行业创新开发能力，包括实现聚酯、锦纶等通用纤维高效柔性化与功能化，丰富涤纶、粘胶、锦纶、腈纶等功能化、差别化产品，提高产品性能及品质等。2016 年 12 月，工信部、发改委印发《化纤工业“十三五”发展指导意见》（简称“指导意见”），在发展目标中提到，“十三五”期间化纤工业继续保持稳步健康增长，化纤差别化率每年提高 1 个百分点，高性能纤维、生物基化学纤维有效产能进一步扩大；涤纶、锦纶等常规纤维品种技术水平继续保持世界领先地位，碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维等基本达到国际先进水平，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。指导意见提及，化纤行业“十三五”期间的主要任务包括：（1）推动行业发展模式由“成本+规模”向“高附加值、专业化与系统化”转变，由生产型制造向服务型制造转变，加大淘汰落后产能力度，严格控制常规化纤产品新增产能，化解部分过剩产能，为优化供给结构提供空间；（2）支持行业企业横向联合与垂直整合，对规模大、实力强的精对苯二甲酸-聚酯企业、己内酰胺-锦纶企业可通过产业链延伸，实现炼化、化纤及纺织的一体化生产，提高产业链掌控能力和综合竞争力；形成一批产品技术含量高、品种丰富、具有较强综合竞争力的大型化纤集团；同时发展一批“专、精、特、强”中小型企业，提供个性化、差异化和多功能的产品和服务等。

C. 竞争格局/态势

从竞争格局和竞争战略来看，民用涤纶长丝生产企业的竞争力除体现在规模与成本外，更体现在技术、管理、品牌和创新上。

从全球范围来看，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份有限公司等公司在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。就国内而言，行业

¹每吨 PTA 耗 PX0.65 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

逐步呈现寡头竞争格局。恒逸石化、桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）、恒力石化股份有限公司（简称“恒力股份”）等行业先入者已经在生产规模上具备优势，并已具备自己的核心生产技术，且在工艺成熟度、产品稳定性以及生产成本控制方面具备了较强的竞争力。

产业链完整度是控制企业成本、凸显规模优势的重要方面。行业内极少大型民营企业有机会进入上游行业，目前部分领先的民营企业已逐步向上游渗透，在产业完整度上优于同类竞争对手。

目前尚未有一家涤纶长丝企业可以覆盖市场上所有规格涤纶长丝产品，化纤企业一般在不同产品上形成差异化的竞争优势。桐昆股份和该公司 POY 生产规模大于同行业其他竞争对手，拥有明显的规模优势；恒力股份 FDY 销售规模位列行业第一。可见产品差异化成为行业龙头企业的重要竞争手段之一。

图表 5. 行业内核心样本企业 2017 年基本数据概览（万吨、亿元、%）

样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	销售毛利率	产量（芳烃）	产量（PTA）	产量（聚酯）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	705.31	5.41	合计 873.46		221.27	620.54	58.51	20.71	40.33
恒逸石化	642.84	3.72	—	491.49	191.40	332.68	52.35	18.44	23.63
新凤鸣	229.63	12.33	—	—	271.34	110.51	40.63	15.12	17.74
恒力股份	222.88	16.27	—	—	235.01	196.84	62.63	17.45	1.56

资料来源：新世纪评级整理。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

D. 风险关注

化纤行业企业多为民营企业，固定资产投资规模大，重资产及规模化运行是行业的重要特征。行业内大中型企业多采用产品差异化等方向发展，行业并购重组较频繁。少数企业向上游炼化方向发展，但因为项目投资规模很大，企业一般面临较大的财务压力。

新世纪评级将持续关注：（1）原油价格波动风险及其对化纤价格影响；（2）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（3）下游行业包括纺织等需求的变化；（4）化纤行业竞争不断加剧，行业并购重组对行业竞争格局可能影响；（5）供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等。

2. 业务运营

该公司产业链优势明显，收入和盈利主要来源于 PTA、聚酯和原料贸易等。公司主业易受行业环境波动影响，跟踪期内行业环境持续改善，公司新增较大规模的原材料贸易业务，主业经营持续改善，收入及利润增长明显。公司目前重点推进文莱炼化项目和下游聚酯及配套长丝产能的并购重组，建成后有利于完善公司产业链布局。但上述投资，尤其是文莱石化项目资金需求很大，其建设将导致公司背负较大的债务负担，且预期收益存在不确定性；此外，公司贸

易板块盈利能力弱，易受行业波动影响，且占用公司营运资金。

该公司系国内领先的 PTA、涤纶生产企业之一，目前已逐步形成“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链和“石化+”多层次立体产业布局：以石化、化纤产业链为核心业务，石化金融、石化贸易为成长业务，化纤产业大数据、智能制造为新兴业务。

该公司产能规模位居行业前列，截至 2017 年末，主要的产品包括精对苯二甲酸（PTA），参控股产能达到 1,350 万吨；己内酰胺（CPL），产能 30 万吨；聚酯（PET）切片、瓶片以及涤纶预取向丝（POY）、涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）等差别化产品，参控股产能共 390 万吨。此外，期末公司持有浙商银行股份有限公司 4.17% 的股权，能够获得较为稳定的投资收益。

该公司目前业务发展方向为横向规模化及纵向一体化共同进行。2017 年以来，主要投资方向为文莱 PMB 石油化工项目（以下简称“文莱项目”），截至 2017 年末，文莱项目累计投入资金 13.18 亿美元，占投资总额的 38.25%。同时，公司积极在聚酯长丝行业进行产能并购，目前拟发行股份购买嘉兴逸鹏化纤有限公司、太仓逸枫化纤有限公司²及浙江双兔新材料有限公司三家公司 100% 的股权，并募集配套资金 30 亿元投资建设差别化纤维项目，全部完成后，公司将新增 220 万吨优质聚酯长丝产能。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
涤纶及 PTA 产品	国内	纵向一体化	规模/资本/成本/技术/管理/政策等

资料来源：恒逸石化。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

营业收入 (亿元)	2015 年度		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
PTA	136.01	44.86	149.36	46.07	168.98	26.29	35.45	22.51
聚酯	121.21	39.98	93.13	28.73	124.14	19.31	33.38	21.20
贸易	41.38	13.65	80.53	24.84	347.81	54.11	87.97	55.86
其他	4.58	1.51	1.17	0.36	1.91	0.30	0.67	0.43
合计	303.18	100.00	324.19	100.00	642.84	100.00	157.47	100.00
毛利率 (%)	2015 年度		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
PTA	5.53		3.61		4.89		5.65	
聚酯	4.84		7.17		9.54		11.27	
贸易	-1.90		-1.56		0.84		2.39	
其他	12.52		27.00		47.44		31.08	
综合毛利率	4.36		3.43		3.72		5.13	

资料来源：恒逸石化。

该公司营业收入主要来自 PTA、聚酯（含切片、POY、FDY 和 DTY 等）、原料贸易等。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入分别为 303.18

²嘉兴逸鹏化纤有限公司及太仓逸枫化纤有限公司为公司控股股东恒逸集团有限公司全资持股的子公司。

亿元、324.19 亿元、642.84 亿元和 157.47 亿元；综合毛利率分别为 4.36%、3.43%、3.72%和 5.13%。其中，2015~2017 年，随着 PTA 产能的逐步释放及 PTA 价格上涨，公司 PTA 产品销售收入逐年增长；而聚酯产品售价近三年持续上涨，但受公司产能波动影响，业务收入呈现波动；贸易业务收入近年来逐年增长，2017 年，根据公司董事会决议，公司将 PTA 及其他原料贸易性销售业务定义为主要业务之一，当年，公司依托原有的经营平台扩大贸易业务，加之当年国内 MEG 进口数量及价格大幅增长，公司贸易性收入较上年增长 431.90%至 347.81 亿元。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司 PTA 业务毛利率分别为 5.53%、3.61%、4.89%和 5.65%；其中，2015 及 2016 年，PTA 及聚酯产能过剩严重，加之上游 PX 产品供给不足，PTA 企业在产业链中处于弱势地位，毛利率逐年降低；2016 年下半年起，受益供需结构改善，PTA 供应趋紧，毛利率在 2017 及 2018 年第一季度出现改善。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司聚酯业务毛利率分别为 4.84%、7.17%、9.54%和 11.27%，逐年改善，主要系聚酯及长丝产品价格上行所致。同期，原料贸易业务毛利率分别为-1.90%、-1.56%、0.84%和 2.39%，毛利率在 2018 年大幅改善，主要是当年公司主要贸易品种 MEG 进口价格持续上涨³，公司适时加大贸易规模所致。

整体看，该公司主要产品 PTA、聚酯均为标准化的产品，主要依靠规模化生产降低边际成本以获得利润，故规模化扩张是公司前期主要的扩张方式，也导致公司对价格的掌控力偏弱，经营情况主要受市场供需结构变化的影响。根据公司规划，未来将重点围绕文莱项目向上延伸产业链对冲原材料价格波动风险；并通过并购加大聚酯产能，并在提升产品差异化方面加大投入，提升综合竞争力。

主要产品生产情况

2015 年以来，该公司主要产品的产能基本稳定。子公司浙江逸盛为 PTA 的生产主体，位于宁波北仑区，拥有 4 条大型的 PTA 生产线（一条停止运营，2014 年新增 220 万吨产能）。目前聚酯生产子公司包括浙江恒逸高新材料有限公司（以下简称恒逸高新）、浙江恒逸聚合物有限公司（以下简称恒逸聚合物）等，2016 年 3 月公司出售了上海恒逸聚酯纤维有限公司（以下简称上海恒逸）全部股权，聚酯产能由 280 万吨/年大幅下降至 170 万吨/年，上海恒逸自身的产能利用率、盈利不佳，对公司生产经营与财务的影响不大。2017 年四季度，恒逸高新对两套原有生产装置进行扩建，分别扩产 10 万吨/年，并投入第三套生产装置，产能 50 万吨/年，其聚酯产能增加 70 万吨/年。同期，巴陵己内酰胺原有生产线扩产 10 万吨/年，权益产能增加 5 万吨/年。截至 2017 年末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 612 万吨/年、253.55 万吨/年和 15 万吨/年。

³根据 Wind 资讯，2018 年 3 月我国进口 MEG 均价为 1008.58 美元/吨，较均价最低的 2017 年 4 月上涨了 40.52%。

图表 8. 公司 2018 年 3 月末主要产品产能情况（单位：万吨）

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
PTA	浙江逸盛	550	70%	385
	逸盛大化（参股）	600	25.38%	152
	海南逸盛（参股）	200	37.5%	75
聚酯	恒逸高新	150	100%	150
	恒逸有限	30	100%	30
	恒逸聚合物	60	60%	36
	海南逸盛	150	37.5%	56.25
己内酰胺	巴陵己内酰胺	30	50%	15

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

近三年，该公司 PTA 保持了较高的产能利用率。聚酯产品产能利用率由于子公司出售及新建产能投产有所波动。

图表 9. 公司 2014 年以来公司控股的主要产品生产概况

项目	PTA	聚酯
2015 年	产能（万吨）	280
	产量（万吨）	220.71
	产能利用率（%）	78.84
2016 年	产能（万吨）	170
	产量（万吨）	165.75
	产能利用率（%）	97.50
2017 年	产能（万吨）	240
	产量（万吨）	191.40
	产能利用率（%）	86.02

注：（1）根据恒逸石化提供的数据绘制；（2）新增 70 万吨聚酯产能于 2017 年四季度投产，计算产能利用率时进行了年化处理。

原料采购

该公司主要原材料 MEG、PX 消耗量较大，是公司生产成本最主要的部分，其中约 60%PX、90%MEG 依靠进口，在原料采购上对国外供应商有一定的依赖。公司原材料采购通常和生产厂家直接协商，选择国际上有竞争力的供应商建立长期稳定的合作关系，并在此基础上根据市场状况决定交易价格。公司进口原料以美元结算为主，主要以九十天远期信用证方式支付；对国内供应商以人民币结算，付款主要采取银行承兑汇票方式。

2015~2017 年，该公司生产用 MEG 采购量分别为 60.03 万吨、52.11 万吨和 72.62 万吨。主要与公司聚酯产量变化有关，2017 年新建产能投产及 MEG 价格持续上涨，公司加大了采购量；同期，公司 MEG 采购价格与市场价格走势基本吻合。PX 方面，随着 PTA 产能的逐步释放，公司 PX 采购量逐年增长，近三年采购量分别为 305.45 万吨、310.56 万吨和 318.63 万吨。2016 年以来，受国际原油价格上涨影响，PX 采购价格持续上涨。

图表 10. 公司最近三年主要生产用原材料采购情况

年度	MEG			PX		
	购入量 （万吨）	金额 （亿元）	采购均价 （元/吨）	购入量 （万吨）	金额 （亿元）	采购均价 （元/吨）
2015 年	60.03	29.69	4,945.86	305.45	159.85	5,233.26
2016 年	52.11	26.93	5,167.91	310.56	168.79	5,435.02
2017 年	72.62	43.72	6,020.23	318.63	186.01	5,837.86

注：根据恒逸石化提供的数据绘制，不含贸易板块采购量。

该公司原材料年采购规模较大，且均属于大宗商品，原材料价格波动易对公司经营造成不利影响；同时，海外采购 PX、MEG 等原材料产生了一定规模的美元债务，易受汇率波动影响而出现汇兑损失。公司利用期货市场对冲原材料价格变动及汇率波动，但无法完全规避相关风险。公司衍生金融工具投资主要以远期汇率产品投资为主，2015~2017 年产生的投资收益分别为 0.28 亿元和 0.50 亿元和 -0.87 亿元；公允价值变动净损益分别为 0.26 亿元和 0.31 亿元和 0.18 亿元。

产品销售

该公司采取以销定产的策略，因此近年来产销率一直保持在较高水平。公司 PTA 优先满足自用，剩余部分对外销售。PTA 产品出厂价主要在综合中石化、珠海 BP 和翔鹭石化三家结算价的基础上，结合市场供求状况每月发布。

图表 11. 公司最近三年主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2015 年		2016 年		2017 年	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价
PTA	自用	145.60	—	113.32	—	113.47	-
	外销	323.36	4,206.21	354.04	3,979.00	378.02	4,448.97
PET	自用	21.02	—	26.21	—	16.22	-
	外销	196.92	5,478.13	139.54	6,017.00	175.18	7,708.70

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

该公司 PTA 产品销售采用直销方式，即直接与下游聚酯生产企业签订长期购销合同（通常为 1 年），约定一定期间内的采购数量。PTA 产品销售的结算模式为款到发货或款货两讫，通常以承兑汇票或信用证进行结算。公司在收到客户的货款后直接从公司仓库发货。公司聚酯产品主要为 POY、FDY、DTY 等长丝产品，产品全部直销，款到发货。公司客户众多，产销率一直维持在 100% 左右，客户主要为国内外下游客户。

原料贸易业务

该公司依托 PTA——聚酯产业链优势，主要开展石化产品 MEG（乙二醇）和 PTA 的商贸业务。2017 年以来，公司依托原有的经营平台，扩大贸易业务，贸易性收入大幅增长，贸易在日常经营中的作用日益突出，是公司未来主要的业务发展方向之一。根据第十届董事会第一次会议决议，公司调整主营业务披露口径，将 PTA 及原料贸易并入主营业务范畴计算。此后，公司于 2017 年 12 月公告称，拟投资设立浙江恒逸国际贸易有限公司（暂定名称，以工商注册核准登记为准，以下简称恒逸国贸），注册资本 5.00 亿元，以充分发挥内部资源优势，提升贸易业务在公司经营的作用。

贸易板块的经营主体包括子公司宁波恒逸贸易有限公司、宁波恒逸实业有限公司等（后续还会增加恒逸国贸）。贸易业务的采购模式参照主业板块的上游采购和定价政策，传统销售客户包括浙江双兔新材料有限公司、东南新材料（杭州）有限公司、宁波禾元控股公司等相关石化化纤企业。2017 年贸易量增

长，客户新增了厦门国贸集团股份有限公司、万向资源有限公司等企业，且贸易规模较大。从前五大客户分布来看，公司 2017 年前五大客户销售额合计 160.35 亿元，较上年增长 168.55%；前五大客户销售占比 24.94%，较上年上升 3.97 个百分点。

图表 12. 公司最近三年主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）

年度	客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
2017 年	厦门国贸集团股份有限公司	49.20	16.23
	万向资源有限公司	31.75	10.47
	浙江双兔新材料有限公司	27.79	9.17
	厦门象屿物流集团有限责任公司	26.51	8.74
	宁波禾元控股有限公司	25.09	8.28
	合计	160.35	24.94
2016 年	厦门象屿物流集团有限责任公司	15.87	5.58
	上海纺投贸易有限公司	12.66	4.45
	浙江双兔新材料有限公司	12.35	4.34
	万向资源有限公司	10.14	3.56
	东南新材料（杭州）有限公司	8.68	3.05
	合计	59.71	20.97

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

该公司 PX、MEG 货源以进口为主，与国外供应商有着长期稳定的合作关系，采购成本较市场低，PTA 部分采购自联营企业大连逸盛及其他国内主要 PTA 生产企业。2017 年起，公司改变经营策略，将贸易作为主业之一，当年各贸易品种销售规模均大幅增长，收入主要来源于 PTA 及 MEG，详见如下图表 13。2015~2017 年和 2018 年第一季度原料贸易收入分别为 41.38 亿元、80.53 亿元、347.81 亿元和 87.97 亿元，毛利率分别为-1.90%、-1.6%、0.84%和 2.39%。

图表 13. 公司最近三年主要贸易产品销售情况（单位：亿元）

贸易品种	2015 年	2016 年	2017 年
PTA	28.76	45.48	233.57
MEG	5.33	32.13	102.93
PX	2.67	0.96	7.41
其他	9.20	1.94	3.90
合计	45.95	80.52	347.81

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

整体看，该公司在原材料价格上涨周期大幅扩张贸易业务，并将该业务定位为未来重点发展的业务之一。但目前来看该业务盈利能力偏弱，且应收账款的规模上升，资金沉淀规模较大。

浙商银行股权投资情况

该公司的“石化+金融”双驱动发展模式初具雏形。2016 年 3 月，浙商银行股份有限公司（以下简称浙商银行）在港股上市，股票代码 02016。全球发售完成后，公司之全资子公司浙江恒逸石化有限公司（以下简称浙江恒逸）累计持有浙商银行股份 4.17%，取得成本合计 13.92 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司持有浙商银行股份比例为 4.17%，市值约 33.81 亿元人民币⁴，所持股票全

⁴按照浙商银行 2018 年 6 月 7 日收盘价格 4.52 港元/股估算。

部未质押，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权，该笔股权以权益法计入长期股权投资。近年来，浙商银行净利润持续增长，2015~2017 年浙商银行分别实现净利润分别为 70.51 亿元、101.53 亿元和 109.73 亿元，现金分红分别为 23.35 亿元、30.53 亿元和 30.53 亿元⁵。

除浙商银行外，该公司重要的参股公司还包括海南逸盛、大连逸盛等。主要参股公司 2017 年业绩明显较上年继续改善，详见如下表。

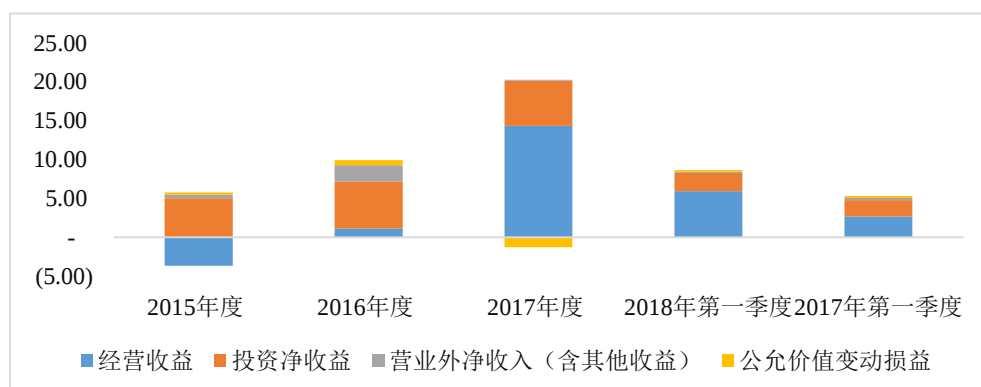
图表 14. 公司主要参股子公司 2016 及 2017 年财务概况（单位：亿元）

项目	2017 年			2016 年		
	大连逸盛	海南逸盛	浙商银行	大连逸盛	海南逸盛	浙商银行
	30%	37.5%	4.17%	30%	37.5%	4.17%
资产合计	128.34	109.29	15,367.52	149.42	102.76	13,548.55
负债合计	77.67	79.69	14,470.64	100.36	83.69	12,873.79
营业收入	483.56	161.63	342.64	289.81	104.65	336.53
净利润	1.62	0.53	109.73	0.93	0.44	101.53
公司收到的股利	-	-	1.27	-	-	1.27

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入分别为 303.18 亿元、324.19 亿元、642.84 亿元和 157.47 亿元；综合毛利率分别为 4.36%、3.43%、3.72%和 5.13%。2016 年，尽管下半年起行业回暖，公司营业收入保持增长，但原材料、能源的成本上升更快，导致当年综合毛利率水平仍下降。2017 年，行业供需继续改善，PTA、聚酯产品毛利率较上年有所上升，加之规模大幅扩大的贸易业务也在当年实现盈利，公司综合毛利率较上年有所回升。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司期间费用率分别为 5.33%、2.93%、1.37%和 1.26%，呈现逐年下降的趋势。其中，2016 年，公司 PTA 销售运费改由客户承担，销售费用较上年下降 59.48%，是导致当年期间费用率大幅下降

⁵ 2017 年浙商银行分红预案为每 10 股派息 1.70 元人民币，预计于 2018 年 8 月 15 日支付。

的主要原因。2017 年，人民币持续升值导致公司产生汇兑损益-1.19 亿元⁶，公司当年财务费用较上年减少 28.18%，加之当年贸易规模扩大导致营业收入大幅增长，期间费用率较上年继续下降。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	303.18	324.19	642.84	157.47	88.47
毛利（亿元）	13.22	11.12	23.94	8.07	4.31
期间费用率（%）	5.33	2.93	1.37	1.26	1.78
其中：财务费用率（%）	3.10	1.35	0.49	0.31	0.69
全年利息支出总额（亿元）	4.74	3.76	3.76	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.002	-	0.23	-	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

如前所述，该公司主要产品 PTA、聚酯系标准化大宗化工原料，产品盈利情况主要受市场波动影响，2016 年下半年以来，行业供需结构持续改善，未来 1~2 年预计行业能够继续保持较高的景气度。作为相关行业的龙头，公司有一定的规模化优势，核心业务能够在行业景气期获得较好的盈利。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益	5.03	6.05	5.77	2.35	2.10
其中：权益法核算的长期股权投资收益	4.74 ⁷	5.02	6.62	-	-
营业外净收入	0.48	2.11	0.12	0.15	0.29
公允价值变动损益	0.29	0.65	-1.28	0.23	0.26

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司净利润分别为 1.62 亿元、8.87 亿元、18.44 亿元和 7.88 亿元。主要来自营业毛利，投资收益能够对利润形成一定补充，营业外净收入及公允价值变动净损益规模较小，对公司利润影响有限。同期，公司投资净收益分别为 5.03 亿元、6.05 亿元、5.77 亿元和 2.35 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业盈利贡献。其中，2015 年，公司对浙商银行持股比例增加改为权益法核算，贡献投资收益 5.29 亿元；2016~2017 年，联营企业经营持续改善，贡献的投资收益逐年增长，但 2017 年，受衍生品⁸交易亏损 0.87 亿元（上年盈利 0.50 亿元）影响，公司投资收益较上年减少 4.68%。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司营业外净收入分别为 0.48 亿元、2.11 亿元、0.12 亿元和 0.15 亿元，2016 年营业外收入主要系报告期出售土地的收

⁶公司采购产生美元债务，人民币贬值时产生汇兑收益，上年由于人民币升值，汇兑损益为 5.53 亿元。

⁷含当年公司对浙商银行股权改为权益法核算产生的投资收益 5.29 亿元。

⁸为对冲美元债务风险，该公司通过远期外汇衍生工具对冲汇率风险，2017 年人民币持续升值，导致当年衍生品交易亏损。

益，不可持续；2017 年以来，受会计准则变更影响，与经营相关的补贴收入计入其他收益科目，导致营业外净收入有所减少。

(3) 运营规划/经营战略

项目建设

图表 18. 公司主要固定资产投资规划（单位：亿美元）

项目	2018 年 3 月末 已投入	计划总投资额	2018 年计划资 金支出	2019 年计划支 出
文莱石化项目	11.51	34.45	12.32	7.22

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

文莱石化项目建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，项目建设期为 3 年，总投资 34.45 亿美元，计划于 2018 年建成，2019 年投产。项目境外实施主体为恒逸实业(文莱)有限公司（简称“文莱恒逸”），由该公司和文莱政府主权基金背景的达迈控股有限公司（简称“达迈控股”）分别持股 70%和 30%。项目拟建设 800 万吨/年原油炼化能力；可年产 PX150 万吨、苯 48 万吨、汽油 262 万吨、航煤 117 万吨、柴油 174 万吨、LPG56 万吨等产品。

截至本报告出具日，文莱石化项目自有资金 10 亿美元已经到位，项目的债务融资正有序推进，根据该公司 2017 年 11 月公告，国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团拟向文莱恒逸提供 17.50 亿美元或等值境外人民币的项目贷款，贷款期限为 12 年（含 3 年宽限期）。目前各家银行正在走内部协议流程。此外，公司控股股东恒逸集团于 2017 年 4 月 18 日获得国家发改委的核准的批复（发改企业债券【2017】130 号），根据该批复，恒逸集团能够发行不超过 15 亿元人民币的公司债券，所筹资金全部用于恒逸石化文莱项目，目前上述债券已完成首期 5 亿元发行。

目前，文莱石化项目正在紧张建设中，已完成了芳烃装置抽余液塔的吊装。截至 2018 年 3 月末，文莱石化项目已投入资金 11.51 亿美元，后续资金将在 2018 及 2019 年集中投入，年内分别计划投入资金 12.32 亿美元和 7.22 亿美元。

股权收购

图表 19. 拟并购企业产能情况

项目	产能情况	评估价值 (亿元)	交易对手方	拟发行股份 (股)
嘉兴逸鹏化纤有限公司	20 万吨聚酯+配套 FDY 产能	13.37	恒逸集团	67,137,809
太仓逸枫化纤有限公司	24.5 万吨聚酯+配套 POY 产能	10.61	恒逸集团	53,508,329
浙江双兔新材料有限公司	100 万吨聚酯+配套 POY、FDY 产能	21.07	富丽达集团及兴惠 化纤各持有 50%	各 53,129,732
合计	聚酯产能 144.5 万吨 +配套长丝	45.05	-	226,905,602

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

该公司还计划通过发行股份收购聚酯及涤纶产能并募集资金对拟收购产

能进行升级改造。根据公司于 2018 年 5 月 5 日发布的公告，公司拟向恒逸集团、富丽达集团及兴惠化纤分别发行股份购买⁹恒逸集团所持嘉兴逸鹏化纤有限公司 100%股权和太仓逸枫化纤有限公司 100%股权及富丽达集团控股有限公司（以下简称富丽达集团）和兴惠化纤集团有限公司（以下简称兴惠化纤）合计所持浙江双兔新材料有限公司 100%股权（100 万吨聚酯及配套长丝（POY、FDY）产能），交易详情见上表。同时，本次发行还将向不超过 10 名特定投资者发行股份，募集配套升级改造资金¹⁰总额不超过 30 亿元，配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%。上述交易完成后，公司将增加聚酯及配套长丝产能 155.50 万吨/年，升级改造项目还将进一步扩大其聚酯业务规模。截至本报告出具日，上述非公开发行尚需经过中国证监会的核准。

整体看，该公司计划通过文莱项目向上游石化行业扩张的同时还计划通过并购扩大下游聚酯及长丝产能，并进行差异化升级改造。项目投资完成后，公司能够拥有较为完整的石化-化纤产业链，能够比较有效的对冲原材料价格波动风险。但是，文莱项目资金需求较大，建设投资集中在 2018 及 2019 年，且债务融资规模很大，将导致公司背负较大的负债压力的可能。项目投产后，现金流回笼将显著增加，但仍面临产能释放压力。

管理

近三年，该公司产权结构稳定，但仍面临实际控制人变更的风险。跟踪期内，公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。

近三年，该公司产权结构稳定。公司于 2016 年进行了定向增发，发行股票 3.17 亿股，实际募得资金 37.66 亿元，其中新增股本 3.17 亿元。2017 年 6 月，公司实施第二期限限制性股票激励计划，限制性股票授予数量 2,855 万股，完成后股本增至 16.48 亿元（股权结构详见附件一）。

恒逸集团系该公司控股股东，截至 2018 年 3 月末，其实收资本为 0.52 亿元，恒逸集团的核心资源主要集中在公司。同期末，恒逸集团自身持有公司 41.53%的股份，并通过浙江恒逸投资有限公司（简称“恒逸投资”，恒逸集团持股 60%）间接持有公司 8.54%的股份，为公司的控股股东。恒逸集团股权较为分散，截至 2017 年末杭州万永实业投资有限公司（简称“万永实业”）持股比例 27.04%，为第一大股东；邱建林、邱奕博分别持股 26.19%，其他股东持股比例均不足 10%。

该公司实际控制人通过一致行动协议对公司实行控制。2018 年 2 月，邱

⁹本次发行股份购买资产的价格采用定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价 19.81 元/股。

¹⁰将用于由标的公司嘉兴逸鹏实施的“年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目”、“智能化升级改造项目”和“差别化纤维节能降耗提升改造项目”及标的公司太仓逸枫实施的“年产 25 万吨环保功能性纤维提升改造项目”和“智能化升级改造项目”。

建林与万永实业、邱祥娟、邱奕博、邱利荣¹¹和邱杏娟签署了《一致行动协议》，该协议自各方签署之日生效，并将持续有效，而不论协议各方所持恒逸集团的股权比例是否发生变化。一方不再直接或间接持有恒逸集团股权的，则《一致行动协议》对该方不再具有法律约束力，但对其他方继续有效。此外，邱祥娟及万永实业同意，在协议签订日起 7 年内，未经邱建林同意，将不会直接或间接转让所持恒逸集团的股权。

此外，截至 2018 年 6 月 22 日，恒逸集团及其子公司共持有该公司股份 1,155,159,112 股，占公司股份总数的 50.05%，累计质押 547,162,000 股，占公司总股本的 23.71%。

该公司关联方交易金额较大，主要是向关联方采购原材料所致，关联方采购价格根据市场价格确定。2017 年，公司向关联方采购合计 29.92 亿元较上年末增长 146.07%。向关联方销售规模合计 4.54 亿元，较上年增长 275.26%。关联采购及销售增长主要系当年公司增加贸易规模自联营企业逸盛大化加大 PTA 采购规模及向海南逸盛销售 MEG 等原料所致。

图表 20. 2015~2017 年公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）

关联方名称	关联关系	2015 年	2016 年	2017 年
采购商品/接受劳务				
巴陵己内酰胺	合营企业	23,418.05	22,401.61	243,43.82
海南逸盛	参股公司	147,121.21	20,302.64	6,528.59
逸盛大化	参股公司	118,340.64	70,796.69	253,187.68
宁波恒逸物流有限公司	受同一股东控制	9,992.27	4,121.90	5,861.62
浙江恒逸物流有限公司	受同一股东控制	8,447.39	3,621.00	8,207.31
出售商品/提供劳务				
海南逸盛	参股公司	17,366.26	9,417.33	22,370.04
巴陵己内酰胺	合营企业	18,901.75	1,105.91	5,357.48
逸盛大化	参股公司	115.44	12.98	9,571.99

资料来源：恒逸石化。

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《恒逸石化股份有限公司内部控制审计报告》（瑞华专审字[2018]01090001 号），根据相关财务报告内部控制缺陷的认定标准，报告期内公司不存在财务报告内部控制重大、重要缺陷，也未发现内部控制重大、重要缺陷。

根据该公司提供的 2018 年 3 月 11 日的《企业信用报告》，公司无债务违约情况。

¹¹邱建林、万永实业、邱奕博和邱利荣分别持有恒逸石化 26.19%、27.00%、26.19%和 3.94% 的股权；邱祥娟持有万永实业 95% 的股权。

财务

2015 年定向增发后，该公司目前杠杆水平适中，但公司刚性债务以短期银行借款为主，面临较大的短期偿付压力。随着行业改善，公司经营活动现金流逐年增长，但 2017 年以来投资活动现金流出增加，导致现金流平衡对筹资活动依赖性上升。未来，随着文莱项目及下游并购的持续推进，预计刚性债务水平将进一步增加，但杠杆水平保持适中。公司资产中可动用货币资金规模较大，且有一定规模的优质股权资产未进行质押，能够对债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

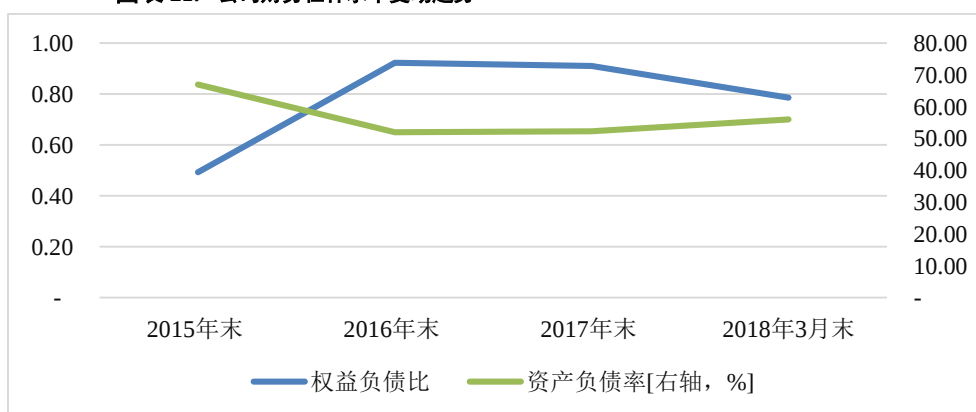
瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015~2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定，并按照中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号》（2015 修订版）的披露规定编制财务报表。

其中，2016 年该公司合并范围减少了 2 家，减少的上海恒逸和恒逸 JAPAN 株式会社，对公司合并报表影响不大。2017 年，公司根据业务需要新设了 7 家子公司，合并范围内企业增加至 21 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 66.96%、52.01%、52.35%和 55.98%；权益负债比分别为 0.49、0.92、0.91 和 0.79。财务杠杆水平在 2015~2017 年呈现下降趋势，但 2018 年 3 月末有所上升。同期末，公司负债总额分别为 168.81 亿元、143.21 亿元、174.17 亿元和 210.28 亿元，除 2016 年负债规模下降外，2017 及 2018 年 3 月末均保持了增长趋势，尤其

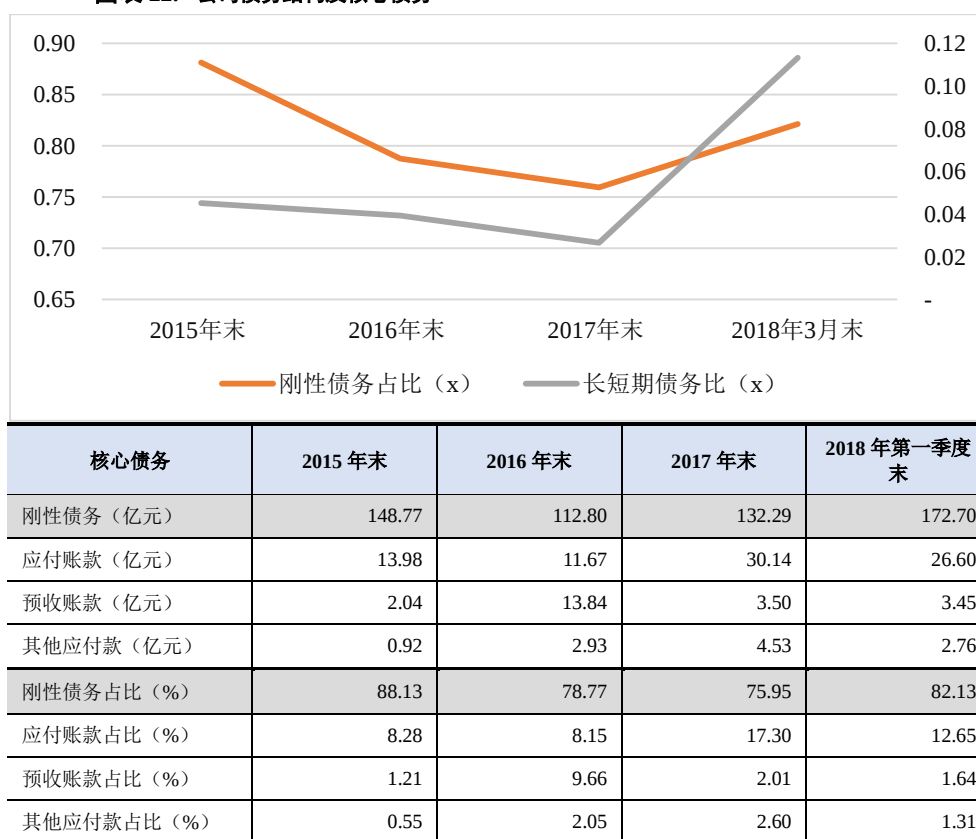
2018 年一季度债务增速较快。同期末，所有者权益持续增长，分别为 83.28 亿元、132.13 亿元、158.51 亿元和 165.35 亿元，增长主要来自股票发行及持续的盈利积累。

作为 A 股上市公司，该公司有较强的权益资本补充能力，如前所述，目前公司正在申请非公开发行股票收购资产及募集配套资金，完成后权益规模预计大幅增加。

该公司目前重点投资方向为文莱石化项目及下游聚酯及配套长丝产能的兼并重组。前者目前资本金已到位，后续资金主要通过国开行银团贷款（17.50 亿美元额度）解决且投入集中于 2018 及 2019 年，将一定程度上抬升公司杠杆水平；聚酯产能的兼并重组主要依靠非公开发行股票进行，但相对于文莱项目的资金支出规模仍偏小；此外，公司计划大力拓展贸易业务，预计营运资金需求将有所加大。整体看，未来公司资金支出压力较大，财务杠杆水平面临继续上升的压力。

（2）债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司负债总额分别为 168.81 亿元、143.21 亿元、174.17 亿元和 210.28 亿元，公司负债以刚性债务为主，还有部分应付占款和预收账款，三者在负债中的占比合计在 95%以上。具体而言，

同期末，公司刚性债务分别为 148.77 亿元、112.80 亿元、132.29 亿元和 172.70 亿元，主要为银行借款，自 2018 年起，公司开始通过发行债券融资；应付账款分别为 13.98 亿元、11.67 亿元、30.14 亿元和 26.60 亿元，2017 年以来应付账款增幅较大，主要是当年贸易规模增加，供应商欠款增加所致；预收款项分别为 2.04 亿元、13.84 亿元、3.50 亿元和 3.45 亿元，其中 2016 年规模较大，主要是当年四季度 PTA 价格快速上涨，下游客户增加预付比例所致。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	143.44	108.45	128.08	151.61
其中：短期借款	110.28	77.63	100.15	116.75
应付票据	25.73	28.66	25.20	31.75
交易性金融负债	0.13	0.04	0.58	0.75
一年内到期长期借款	7.10	2.01	1.99	1.84
其他短期刚性债务	0.19	0.11	0.16	0.53
中长期刚性债务合计	5.33	4.35	4.21	21.09
其中：长期借款	5.32	3.08	3.57	3.51
应付债券	-	-	-	14.93
其他中长期刚性债务	-	1.27	0.64	2.66

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 143.44 亿元、108.45 亿元和 128.08 亿元和 151.61 亿元，主要为银行借款，2018 年 3 月末新增债券融资。其中，2016 年，公司由于经营环节现金流入改善及增发完成等原因，偿还了部分有息债务，当年刚性债务较上年末有所下降；2017 年以来，随着文莱项目投入增加及营运资金占款增加，公司刚性债务规模继续上升；2018 年以来，公司发行了 3 期公司债券，合计金额 30 亿元¹²。公司银行借款以抵押借款和保证借款为主，抵押借款主要以固定资产作为抵押物，保证借款系关联方为公司担保以及子公司互保，期末公司接受的关联方担保合计 18.17 亿元人民币及 0.12 亿美元，子公司互保 8.99 亿元。

图表 24. 公司 2017 年末银行借款构成情况

项目	2017 年末		2016 年末	
	短期借款	长期借款	短期借款	长期借款
质押借款	6.70	-	6.87	-
抵押借款	43.71	1.96	27.93	3.47
保证借款	49.54	2.96	42.83	1.00
信用借款	0.21	-	-	-
合计	100.15	3.57	77.63	3.08

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

借款期限方面，该公司短期刚性债务分布不合理，以合计未折现现金流量¹³计，1 年内到期的刚性债务未折现现金流量占比最高，达 98.20%，面临很大的即期偿付压力。2018 年以来，公司发行了 30 亿元的公司债券，长期债务占比有所上升，但 3 月末短期刚性债务继续上升至 151.61 亿元，流动性

¹²18 恒逸 02 发行规模 15 亿元于当年 4 月发行，未计入 3 月末应付债券。

¹³考虑了刚性债务的应付本金及利息但未进行贴现处理，与账面余额存在差异。

改善不大。

图表 25. 2017 年末公司银行借款到期情况

项目	6 个月以内	7-12 个月	1-3 年
应收票据	12.61	0.02	-
短期借款	42.16	57.99	-
应付票据	25.20	-	-
一年到期的长期借款	0.67	0.67	-
长期借款	1.00	-	2.57
合计	81.64	58.68	2.57

资料来源：恒逸石化。

整体看，该公司 2017 年以前融资以短期的银行借款为主，2018 年发行了一定规模的公司债券，目前已经积累了较大规模的刚性债务，且面临较大的短期偿债压力。此外，公司文莱项目 2018 年进入加速投入期，将导致公司负债规模进一步上升。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业周期（天）	30.36	29.14	16.78	-
营业收入现金率（%）	112.85	111.98	105.90	114.18
业务现金收支净额（亿元）	6.85	29.37	22.90	2.17
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.75	1.59	0.73	-0.43
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.10	30.96	23.63	1.74
EBITDA（亿元）	16.65	22.59	31.28	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.17	0.26	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.51	6.01	8.87	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015~2017 年，该公司营业周期分别为 30.36 天、29.14 天和 16.78 天，其中，2017 年公司增大了贸易业务规模，应收账款及存货均较上年有所增长。但由于收入增长更快，营业周期较上年明显缩短。

2015~2017 年及 2018 年第一季度该公司经营环节产生的现金流量净额分别为 4.10 亿元、30.96 亿元、23.63 亿元和 1.74 亿元，主要是业务现金收支净额，其他因素影响较小。其中，2016 年下半年起，公司主业盈利大幅改善，加之当年应付及预收账款规模大幅增长，当年经营环节现金净流入增幅明显；2017 年公司主业经营继续改善，但应付及预收账款总额增幅不及上年，经营环节现金净流入较上年有所下降。

2015~2017 年该公司 EBITDA 分别为 16.65 亿元、22.59 亿元和 31.28 亿元，受益主业改善而逐年增长。EBITDA/全部利息支出分别为 3.51 倍、6.01 倍和 8.87 倍，能够对借款利息形成较好覆盖。投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-10.94	-4.31	-5.39	-0.08
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.60	-6.42	-53.85	-32.32
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.10	-0.27	0.23	-0.36
投资环节产生的现金流量净额	-13.44	-10.99	-59.00	-32.75

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-13.44 亿元、-10.99 亿元、-59.00 亿元和-32.75 亿元，持续呈现净流出状态，2017 年以来投入大幅增长主要系文莱石化项目投入加速所致。公司投资支出包括投资和构建固定资产两方面，同期回收投资与投资支付净流入额分别为-10.94 亿元、-4.31 亿元、-5.39 亿元和-0.08 亿元，主要投向合营、联营企业以及投资金融衍生品进行套期保值等，2017 年，公司向合营企业浙江逸盛新材料有限公司、联营企业海南逸盛分别追加投资 1.50 亿元和 3.75 亿元。同期，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额分别为-2.60 亿元、-6.42 亿元、-53.85 亿元和-32.32 亿元，自 2017 年开始大幅增长，主要系文莱项目投入加速所致。

整体看，2017 年以来，随着文莱项目投入加速，该公司投资环节现金净流出规模大幅增加，预计在项目建设期（19 年投产）将持续面临很大的资金支出压力。

（2）筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
筹资环节产生的现金流量净额	2.56	1.46	33.77	19.74

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司非筹资环节现金净流入分别为-9.34 亿元、19.97 亿元、-35.38 亿元和-31.01 亿元，其中 2016，由于经营大幅改善，公司非筹资环节现金呈现净流入，2017 年，随着文莱项目投入加速，非筹资环节现金流出规模大幅增加，公司现金流平衡对筹资活动的依赖性增加。同期，公司筹资环节现金净流量分别为 2.56 亿元、1.46 亿元、33.77 亿元和 19.74 亿元。

随着文莱项目的继续投入，预计公司非筹资环节在 2018 及 2019 年将继续面临一定的资金缺口，将依赖筹资活动维持现金流平衡。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	88.51	114.45	111.02	121.09
其中：现金类资产（亿元）	35.11	41.56	33.37	32.24
应收款项（亿元）	34.23	53.29	52.06	35.78
存货（亿元）	8.89	6.64	12.24	12.76
预付账款（亿元）	15.49	19.50	19.23	31.06
其他流动资产（亿元）	19.32	13.36	11.11	15.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.76	11.77	10.37	13.28
其中：固定资产（亿元）	163.57	160.90	221.66	254.53
在建工程（亿元）	64.89	58.44	66.63	67.76
长期股权投资（亿元）	96.27	82.19	77.71	81.90
其中：所持非控股上市公司股权 ¹⁴ （亿元）	9.28	16.75	48.07	58.89
无形资产（亿元）	50.72	55.98	66.09	68.62
期末全部受限资产账面金额（亿元）	25.59	28.14	30.63	-
受限资产账面余额/总资产（%）	6.13	2.53	2.51	4.45
期末全部受限资产账面金额（亿元）	86.21	69.91	67.29	-
受限资产账面余额/总资产（%）	34.20	25.39	20.23	-

资料来源：根恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产总额分别为 252.09 亿元、275.34 亿元、332.68 亿元和 375.62 亿元，作为生产型的化工企业，该公司非流动资产占比较高。同期末，公司流动资产分别 88.51 亿元、114.45 亿元、111.02 亿元和 121.09 亿元，公司流动资产中现金类资产占比较高，同期末分别为 34.23 亿元、53.29 亿元、52.06 亿元和 35.78 亿元，主要以货币资金和银行承兑汇票为主；存货分别为 15.49 亿元、19.50 亿元、19.23 亿元和 31.06 亿元，2017 年末，公司存货中原材料 13.76 亿元，库存商品 4.15 亿元，存货规模及构成与上年末基本一致，2018 年 3 月末，公司存货规模较大，主要系进入生产旺季原材料备货增加所致（上年 3 月末为 24.83 亿元）。2015~2017 年，公司应收款项分别为 8.89 亿元、6.64 亿元、12.24 亿元和 12.76 亿元，自 2017 年起应收账款大幅增长，主要系当年贸易业务大幅增加所致。公司其他非流动资产主要系 2016 年内联营企业向海南逸盛拆出的委托贷款 8.00 亿元，当年对外委托贷款取得的损益为 0.28 亿元。

2015~2017 年及 2018 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 163.57 亿元、160.90 亿元、221.66 亿元和 254.53 亿元，主要由固定资产、长期股权投资构成，2017 年以来在建工程规模有所上升。同期末，公司固定资产分别为 96.27 亿元、82.19 亿元、77.71 亿元和 81.90 亿元，2016 年及 2017 年逐年减少主要系折旧所致；长期股权投资分别为 50.72 亿元、55.98 亿元、66.09 亿元和 68.62 亿元，主要系权益法核算的合营、联营企业股权，2017 年末账面余额较大的投资包括合营企业浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司 9.57 亿元以及联营企业大连逸盛、海南逸盛和浙商银行分别 13.19 亿元、10.99 亿元和 30.63 亿元。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 67.29 亿元，其中货币资金受限 12.36 亿元，主要用于开具银行承兑汇票和信用证保证金；固定资产

¹⁴系浙商银行股权以权益法入账的账面价值。

受限金额 53.93 亿元，主要用于抵押融资。

整体看，该公司流动资产中现金类资产占比较高且受限比例不高，加之存货为大宗石化原料，较容易变现；非流动资产中长期股权投资，尤其是浙商银行优质股权，目前未进行质押，变现能力较强。公司整体资产流动性尚可，能够为债务偿付提供一定保障。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	54.80	83.06	65.44	64.11
速动比率 (%)	33.25	59.21	47.56	39.72
现金比率 (%)	21.19	38.68	30.69	18.94

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

该公司流动负债规模很大，流动资产难以对其形成有效覆盖，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 54.80%、83.06%、65.44% 和 64.11%。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司有未决诉讼一起，系公司起诉其他公司，目前，法院已一审判决公司获赔资金约 0.29 亿元。除此之外，公司无需要披露的未决诉讼。

截至 2017 年末，该公司对外担保 1 笔，系向联营企业海南逸盛提供 0.12 亿美元的债务担保，借款到期日为 2020 年 7 月 8 日。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部不涉及具体的经营、投资等活动。2018 年以前，也未进行融资活动，2018 年以来，公司本部连续发行了多期公司债券，募集资金通过往来款形式流向下属企业，但由于集团管控主要通过全资子公司浙江恒逸进行，对本部债务偿付造成一定不利影响。

外部支持因素

该公司获得较大规模的银行授信，目前可用授信充足。截至 2018 年 3 月末，该公司已使用银行授信 177.55 亿元，剩余可使用授信 224.73 亿元。此外，作为上市及信用债发行主体，公司直接融资渠道较为通畅。

附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的 3 期公司债券均附有第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，为债券存续期带来不确定性。

跟踪评级结论

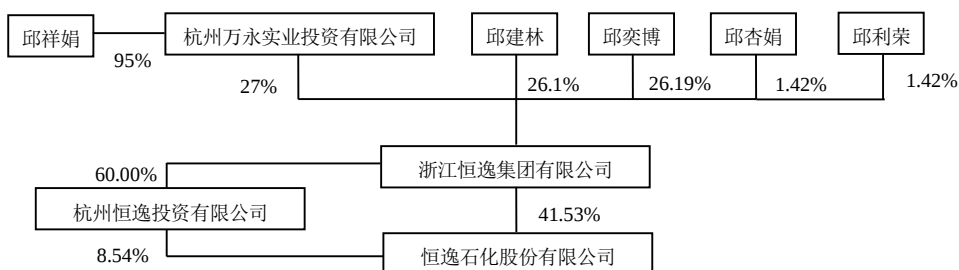
跟踪期内，受益行业景气度继续复苏，该公司主业绩效有所改善加之贸易收入大幅增长，公司利润较上年有所增长，继续保持较大的经营活动现金流入量。主业以外，公司持有浙商银行 4.17%的股权，能够获得较为稳定的投资收益。未来几年，公司核心任务为推动文莱石化项目及下游聚酯产能的并购重组。完成后，公司产业链能够有效的向上、下游延伸，进一步提升抗风险能力。

该公司融资渠道通畅，可抵、质押资产较为充足，财务弹性较好。但，2017 年以来，公司刚性债务增速较快且期限分布严重偏短期，短期偿债压力很大。此外，公司文莱项目计划投入资金规模较大，将导致公司背负较重的债务负担，且项能否实现预期收益受到投产时机及未来行业供需关系的影响很大。

本评级机构将持续关注公司在文莱石化项目、贸易规模扩大、关联交易规模增加、债务规模扩大等方面存在的压力。

附录一：

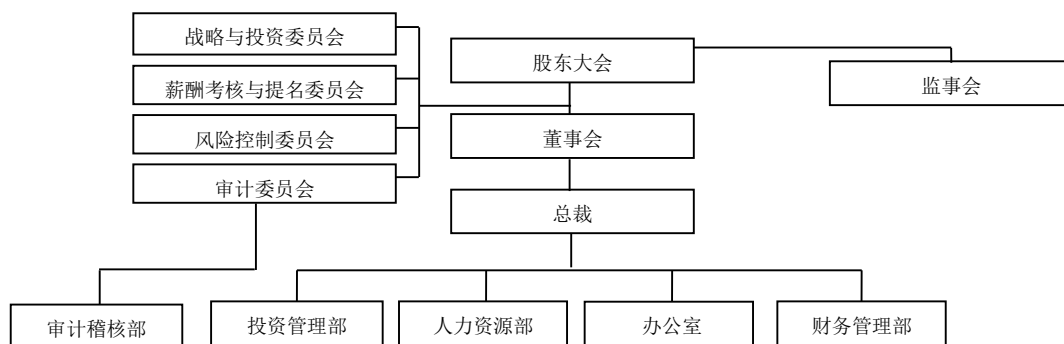
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金 净流入量 （亿元）
恒逸石化股份有限公司	恒逸集团	公司控股股东、集团最高层法人实体	—	控股	—	198.72	725.14	14.89	8.25
恒逸石化股份有限公司	恒逸石化	本级	—	控股	—	103.32	—	7.79	-0.33
浙江恒逸石化有限公司	恒逸有限	核心子公司	100	化学品生产	12.57	70.92	86.60	7.21	37.71
浙江恒逸高新材料有限公司	恒逸高新	核心子公司	100	化学品生产	11.15	40.96	87.33	4.89	1.14
浙江逸盛石化有限公司	逸盛石化合并	核心子公司	70	化学品生产	41.04	55.54	403.68	3.43	-1.59
浙江恒逸聚合物有限公司	恒逸聚合物	核心子公司	60	化学品生产	11.28	9.59	38.76	2.35	-6.80
香港天逸国际控股有限公司	香港天逸	核心子公司	100	投资等	13.07	52.24	37.86	0.14	-7.94
恒逸实业（文莱）有限公司	文莱实业	核心子公司	70	石油炼化	9.80	57.53	-	-0.10	-1.83

注：根据恒逸石化 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
资产总额 [亿元]	252.09	275.34	332.68	375.62
货币资金 [亿元]	26.18	47.26	45.07	34.86
刚性债务[亿元]	148.77	112.80	132.29	172.70
所有者权益 [亿元]	83.28	132.13	158.51	165.35
营业收入[亿元]	303.18	324.19	642.84	157.47
净利润 [亿元]	1.62	8.89	18.44	7.88
EBITDA[亿元]	16.65	22.59	31.28	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.10	30.96	23.63	1.74
投资性现金净流入量[亿元]	-13.44	-10.99	-59.00	-32.75
资产负债率[%]	66.96	52.01	52.35	55.98
权益资本与刚性债务比率[%]	55.98	117.14	119.82	95.74
流动比率[%]	54.80	83.06	65.44	64.11
现金比率[%]	21.19	38.68	30.69	18.94
利息保障倍数[倍]	1.45	3.64	6.50	—
担保比率[%]	—	2.37	0.89	—
营业周期[天]	30.36	29.14	16.78	-
毛利率[%]	4.36	3.43	3.72	5.13
营业利润率[%]	0.55	2.41	3.03	5.77
总资产报酬率[%]	2.65	5.19	7.54	—
净资产收益率[%]	2.11	8.25	12.69	—
净资产收益率*[%]	3.27	9.67	14.17	—
营业收入现金率[%]	112.85	111.98	105.90	114.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.38	20.69	15.37	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.10	12.80	-22.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.51	6.01	8.87	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.17	0.26	—

注：表中数据依据 ABC 公司经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《化工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。