

荣盛石化股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行人绿色公司债券（第一期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010341】

评级对象: 荣盛石化股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

计划发行: 不超过 40 亿元(含)

本期发行: 不超过 15 亿元(含)

存续期限: 不超过 5 年(含)

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 03 月 13 日

发行目的: 项目建设及补充流动资金

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	11.04	2.31	4.26	4.86
刚性债务	38.42	74.99	64.34	69.56
所有者权益	83.99	86.77	146.05	140.48
经营性现金净流入量	-1.76	25.49	-0.78	32.86
合并口径数据及指标:				
总资产	446.93	630.21	1,214.15	1,549.17
总负债	268.07	371.37	856.36	1,155.80
刚性债务	215.14	269.00	643.43	920.87
所有者权益	178.86	258.84	357.79	393.37
营业收入	460.71	720.39	914.25	596.58
净利润	19.03	20.93	19.68	22.76
经营性现金净流入量	27.28	41.09	48.35	40.21
EBITDA	42.64	47.44	50.07	-
资产负债率[%]	59.98	58.93	70.53	74.61
权益资本与刚性债务 比率[%]	83.14	96.22	55.61	42.72
流动比率[%]	85.99	60.32	58.44	61.19
现金比率[%]	36.78	31.95	27.70	22.38
利息保障倍数[倍]	2.88	2.81	1.44	-
净资产收益率[%]	12.37	9.56	6.38	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	13.10	16.13	11.15	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-3.04	-45.54	-56.92	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.14	4.09	2.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.20	0.11	-

注: 根据荣盛石化经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。其中 2016 年、2017 年数据采用 2018 年审计追溯调整数。

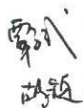
评级观点

主要优势:

- 市场地位显著。荣盛石化目前 PTA 权益产能和聚酯涤纶产能均位于全国前列, 且保持了较高的开工率及产销率, 公司具有较显著的市场地位。
- 区域内上下游资源丰富。荣盛石化 PTA 生产基地位于大连, 聚酯涤纶生产线位于浙江杭州萧山区, 周边地区上下游资源丰富, 公司业务发展具有一定的区位优势。
- 产业链完整。荣盛石化产业链不断延伸, 已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构, 产业链的延长增强了公司的抗风险能力, 且提升了公司盈利能力。已部分投产的舟山炼化项目一期将使公司产业链向上游延伸, 逐步形成以石化、聚酯、纺丝、加弹为主业的更为完整的产业链, 有利于公司持续稳定发展。
- 营业收入规模大幅增加。受化工产品价格上升及芳烃业务产能释放影响, 近年来荣盛石化营业收入迅速增加, 盈利能力显著提升。
- 融资渠道通畅。荣盛石化银行授信充足, 且作为上市公司, 融资渠道通畅。公司于 2020 年 1 月 6 日收到非公开发行股票的核准批复。如发行成功, 公司所有者权益将增加约 80 亿元, 资产负债率有所下降且缓解资金压力。

主要风险/关注:

- 债务规模大, 负债率上升至较高水平。荣盛石化已积聚了较多刚性债务, 虽然债务期限结构得到改善, 但短期刚性债务规模仍较大, 公司面临较大的流动性压力。
- 投资压力很大。目前舟山炼化项目正处于建



分析师

覃斌 qb@shxsj.com

胡颖 huying@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

设阶段，该项目投资规模巨大，荣盛石化面临很大的投资压力。

- **产品价格波动风险。**芳烃、PTA 和聚酯涤纶的主要原料均为石油制品。近期国际石油价格大幅波动，同时受新冠肺炎疫情影响，下游需求萎缩，公司部分产品市场价格受此影响或有所下跌，经营业绩或受影响。
- **盈利波动风险。**随着中金石化 200 万吨/年芳烃项目和舟山炼化项目一期的陆续建成投产，荣盛石化的在建工程将陆续转固，新增产能释放需要一定时间，短期内或将影响公司的盈利水平。
- **汇率波动风险。**荣盛石化的美元债务规模较大，如果美元大幅升值，公司将遭受较大的汇兑损失。
- **安全环保生产风险。**PTA 及芳烃的生产具有易燃易爆且污染性强等特点。荣盛石化严格遵守安全环保生产准则，公司近三年一期安环投入合计 12.33 亿元，但仍存在一定的安环生产风险。

➤ 未来展望

通过对荣盛石化及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



荣盛石化股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”、“该公司”或“公司”）前身为 1995 年 9 月成立的萧山市荣盛纺织有限公司，系由李水荣、李永庆、李成浩、倪信才、赵关龙、萧山市益农镇资产经营公司共同投资设立，注册资本为 388.97 万元，李水荣为控股股东。2006 年 10 月，公司股东将所持 85% 股权转让给新成立的浙江荣盛控股集团有限公司（简称“荣盛控股”），并将聚酯涤纶业务以外的相关经营资产剥离至荣盛控股。成立以来，公司多次更名，直至 2007 年 9 月更为现名。2010 年 11 月 2 日，公司在深圳证券交易所成功上市（证券代码：002493）。上市后，公司多次增发股票及资本公积转增股本（具体见图表 1），实收资本持续增加，资本实力显著增强。截至 2019 年 9 月末，公司股本为 62.91 亿元，其中荣盛控股持有 65.54% 的股份。

图表 1. 截至 2019 年末公司实收资本变更过程

时间	事件	期末实收资本
2011 年 4 月	将资本公积金人民币 5.56 亿元转增为实收资本	11.12 亿元
2015 年 9 月	将资本公积金人民币 11.12 亿元转增为实收资本	22.24 亿元
2015 年 12 月	非公开发行 4.63 亿股股票，其中募集资金 3.20 亿元计入实收资本	25.44 亿元
2017 年 5 月	将资本公积金人民币 12.72 亿元转增为实收资本	38.16 亿元
2018 年 4 月	将资本公积金人民币 19.08 亿元转增为实收资本	57.24 亿元
2018 年 6 月	非公开发行 5.67 亿股股票，其中募集资金 5.67 亿元计入实收资本	62.91 亿元

资料来源：荣盛石化

该公司主业涉及石化及化纤领域，核心业务为芳烃、PTA¹及聚酯涤纶的生产销售，PTA、聚酯（权益）产能排名居于全国前列，处于行业龙头地位。目前，公司控股子公司浙江石油化工有限公司（简称“浙石化”）在舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建设 4,000 万吨/年炼化一体化项目（简称“舟山炼化项目”），项目分二期建设，其中一期 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置的一体化项目已于 2019 年 12 月 31 日完全投产，二期在建。该项目一期的完全投产使公司的产业链向上游延伸至原油炼化领域，标志着公司构建“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝—加弹”一体化产业链的目标基本完成，有利于公司降低生产成本提高盈利能力。

¹ PTA：精对苯二甲酸，是聚酯涤纶产品的主要原料之一。

力，将极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟向合格投资者公开发行绿色公司债券的议案已于 2018 年 3 月 26 日召开的第四届董事会第十四次会议审议通过，并于同年 4 月 20 日召开的股东大会表决通过。2018 年 11 月 22 日，经中国证监会[2018]1922 号文核准，公司获准公开发行不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）的绿色公司债券，公司拟分期发行。其中，本期绿色公司债券拟发行额度不超过 15 亿元人民币（含 15 亿元），期限不超过 5 年（含）（主要条款如图表 2 所示）。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	荣盛石化股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 40 亿元人民币（含 40 亿元）
本期发行规模:	不超过 15 亿元人民币（含 15 亿元）
本期债券期限:	不超过 5 年（含）。
债券利率:	固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源：荣盛石化

截止 2020 年 2 月末，该公司存续期内债券为荣盛石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）（“19 荣盛 G1”），余额 10 亿元。

(2) 募集资金用途

本期债券募集资金的 70%拟用于浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设，其余部分用于补充公司流动资金。

图表 3. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）
浙江石油化工有限公司 4,000 万吨/年炼化一体化项目	1、浙江省发改委（浙发改产业〔2017〕394 号） 2、环保部（环审〔2017〕45 号） 3、国家发改委（发改办产业〔2015〕320 号） 4、国家环保部（环审〔2016〕88 号） 5、浙江省发改委（浙发改产业〔2016〕500 号）	1,730.85

资料来源：荣盛石化

为贯彻落实“长江经济带”和“一带一路”等国家战略，开发建设浙江舟山群岛新区，提升浙江省及国内石化产业国际竞争力，促进国内石化产业和成品油市场结构调整，多产化学品、少产油品，增强芳烃、烯烃等基础石化原料

的保障能力，扩大民营资本投资，打造“民营、绿色、国际、万亿、旗舰”的舟山石化基地，浙江省发改委核准批复了浙石化在舟山绿色石化基地（位于舟山市岱山县大小鱼山岛及其周边围垦区）建设 4,000 万吨/年炼化一体化项目。项目建设单位为浙石化，总规模为 4,000 万吨/年炼油、800 万吨/年对二甲苯、280 万吨/年乙烯。项目分两期建设，每期规模为 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯及下游化工装置。项目总投资 1,730.85 亿元，其中项目一期投资 901.56 亿元，项目二期投资 829.29 亿元。

浙石化于 2015 年 6 月 18 日登记注册，初始注册资本为 10 亿元。2017 年 1 月及 2018 年 9 月，浙石化股东会两次作出决议增加注册资本，截至 2019 年 9 月末浙石化注册资本为 388.00 亿元。浙石化出资方中，该公司股权比例 51%；浙江桐昆投资有限责任公司股权比例 20%；浙江巨化投资有限公司股权比例 20%；舟山海洋综合开发投资有限公司股权比例 9%。浙石化的主营业务为：石油制品炼制，化工产品及石油制品的生产、销售、储运，原油进出口贸易，石油化工原辅材料和设备及其零部件销售（以上不含危险化学品及易制毒品）；本企业的水、电销售；机械设备制造、安装；技术及信息的开发、咨询、服务；自营和代理货物和技术的进出口；码头装卸；一般货物仓储（不含危险化学品及易制毒品）；马目原油库 3、4、5、7、8#罐组原油仓储（试生产）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

目前，浙石化项目手续齐全，已取得《关于浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目环境影响报告书的批复》（环审【2017】45 号）和《浙江省发展和改革委员会关于浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目核准的批复》（浙发改产业【2017】394 号）。

截至 2019 年末，一期项目完全投产，形成 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力，二期项目在建，预计 2021 年第一季度完全建成。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作

以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

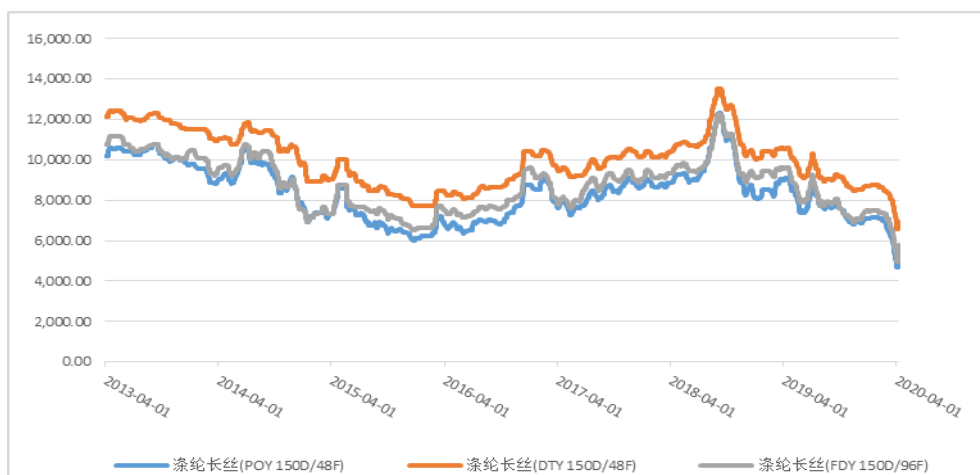
（2）行业因素

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速有限，行业集中度提高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，供需格局继续改善。行业内的大型涤纶长丝企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，未来 PX 利润将向下游转移。2018 年四季度以来，涤纶长丝产品价格震荡回落。2020 年新冠疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国降价增产，原油价格暴跌，目前原油减产尚不明确，涤纶长丝价格承压。涤纶长丝产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

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 9 月 POY、DTY 和 FDY 价格最高分别达 12,325 元/吨、13,500 元/吨和 12,250 元/吨。2018 年第四季度受原油价格下跌影响，涤纶长丝价格快速回落。2019 年初涤纶长丝企稳后，又于 4 月开始震荡下跌，2020 年新冠疫情爆发，疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国降价增产，原油价格暴跌。受此影响，涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。截至 2020 年 3 月末，涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 价格分别降至 4,750 元/吨、6,850 元/吨和 5,100 元/吨，较年初下跌 33.10%、21.26%、31.77%。目前美俄沙特三国原油减产尚不明确，涤纶长丝价格承压。

图表 4. 我国涤纶长丝市场价（中间价）走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2019 年以来涤纶长丝行业开工率保持高位，特别是直纺长丝旺季超过 90%，淡季开工率也保持在 80%以上。2016-2018 年我国涤纶纤维产量分别为 3,959.00 万吨、3,934.26 万吨和 4,014.87 万吨。2019 年 1-10 月涤纶纤维产量 3,920 万吨，同比增长 14.4%。总的来看，涤纶纤维行业的产量有所增长，行业供给较为充足。

民用涤纶长丝下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品，其中纺织服装占比最高。销售市场以国内为主，直接出口仅占产量的 5%左右。棉花价格及终端消费的起伏影响涤纶长丝的需求，具有一定的周期波动。2009-2011 年受益于出口提升，我国纺织服装行业景气度走高，随后由于产能集中投放及下游需求放缓，纺织服装行业进入结构深度调整期，纺织服装行业工业增加值同比增长由 2011 年的高点 15.60%下滑至 2016 年的 3.80%。2017 年以来，该增速有所回升，2017-2018 年分别为 5.80%和 4.40%。2019 年 1-11 月，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 1%，同比下降 3.5 个百分点。出口方面，2016-2018 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元和 3,076.30 亿元，2019 年 1-11 月，我国纺织业出口交货值为 3,264.80 亿元，同比减少 6.30%。总的来看，2019 年以来我国纺织服装内销增速明显放缓，需求端压力增大。2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段协议正式签署。截至 2020 年 1 月末，美国贸易代表办公室（USTR）已公布的 8 批 2000 亿美元加征关税商品排除清单，共涉及 32 个纺织服装产品纺织服装产品税号。被排除产品在出口美国时将不再被加征 301 关税。该协议的达成将提升我国纺织品的价格竞争力，为出口带来改善。

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），约 0.855 吨的 PTA 和 0.335 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET（聚对苯二甲酸），PTA、MEG 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。2011 年以前，我国 PTA 供不应求，对国外依存度很高。2012-2014 年行业大规模产能扩张，下游需求走弱，使得 PTA 行

业开工率降低，PTA 价格下滑，行业产能过剩。2015 年以来，随着环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰²，新增产能有所放缓（2018 年无新增产能），与此同时，下游聚酯产能增长，为 PTA 提供强有力的需求支撑，PTA 供需结构好转。2017 年下半年起，整个行业库存下降，供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看，2015-2016 年 PTA 价格基本在 4,000-5,000 元/吨运行，除了 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后，又回落至 5,000 元/吨之下。2016 年 12 月下旬，PTA 价格突破 5,000 元/吨，达 5,265 元/吨；2017 年以来，PTA 价格除季节因素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 9 月价格最高涨至 9,260 元/吨，2018 年四季度以来，受原油价格下跌、聚酯企业减产等因素影响，PTA 价格由高位回落至 2019 年末的 4,945 元/吨左右。2020 年一季度原油价格震荡下跌，同时受新冠疫情影响聚酯产业链库存压力较大，3 月末 PTA 价格大幅降至 3100 元/吨左右。

我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国，2010 年以前我国 MEG 的生产主要采用石油制，由于国内原油资源短缺，MEG 对外依存度高。随着我国大力推广煤制 MEG，我国 MEG 产量稳步增长，对外依存度由 2012 年的 70% 以上降至 2018 年的 60% 左右。但由于煤制 MEG 在工艺上存在缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高。2018 年累计进口量达 980.24 万吨，同比增长 12.03%，较 2017 年减少 3.79 个百分点。2016 年 11 月以来，我国华东地区 MEG 市场价（中间价）与 PTA 的价差基本保持在 1000 元/吨以上，然而至 2018 年 8 月，两者之间的价差逐步缩减，此后 PTA 价格超过 MEG，主要是由于 2018 年三季度煤制新产能集中投产，库存不断累积，MEG 价格快速下行，从 2018 年初 7,760 元/吨降至 2019 年 5 月的 4,225 元/吨。2019 年 6 月和 7 月，MEG 价格小幅反弹，价格一度超过 PTA，但随后又快速回落，12 月末价格为 4,960 元/吨。2020 年一季度受新冠疫情影响大宗商品价格走势整体下行，3 月末价格大幅降至 3140 元/吨。

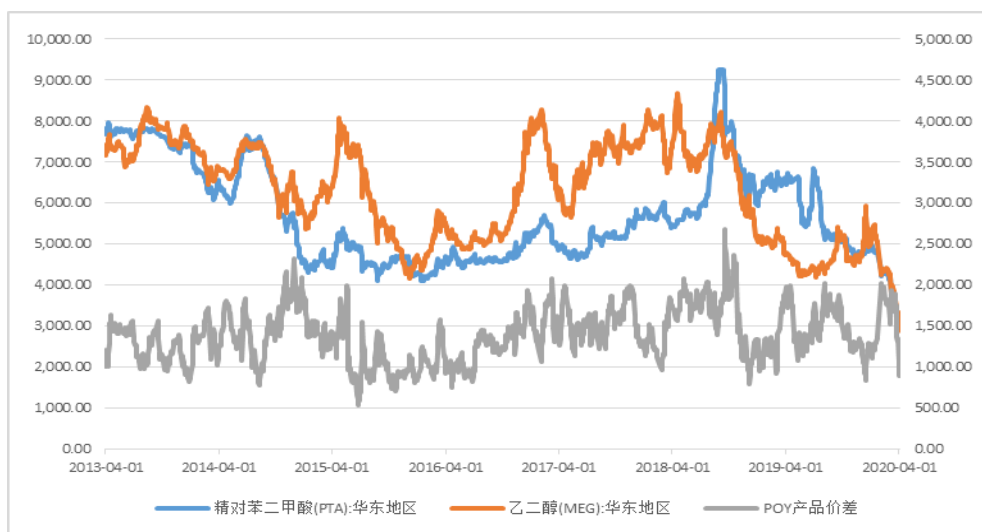
涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步，从 POY 产品价差³来看，2018 年伴随着 PTA 价格冲高回落以及 MEG 价格下滑，价差突破 2,000 元/吨，最高涨至 2,683.85 元/吨。但随后由于缺乏原材料价格支撑以及春节前后下游需求较弱，POY 价格震荡下滑，2019 年 5 月价差一度小于 1,200 元/吨，6 月-9 月 POY 价格企稳回升，而 PTA 价格大幅下跌，POY 价差逐步回升至 1,800 元/吨左右，但 10 月以来随着产品价格的回落，价差又逐步缩小，到 12 月末 POY 价差回落到 1,200 元/吨附近。2020 年以来，随着原油价格的大幅下跌，POY 产品价格回落滞后于 PTA 与 MEG 价格，价差呈现“倒 V”型波动，由年初的 1,200 元/吨最高升至 2,020 元/吨，随后高位回落，截至 2020 年 3 月末，价差收窄至

² 2015 年绍兴远东石化有限公司因长时间亏损严重，最终宣布破产重组，320 万吨/年的装置全部停产，古雷腾龙芳烃（漳州）有限公司 PX 工厂发生爆炸，导致翔鹭石化股份有限公司 450 万吨/年的 PTA 装置停产。

³ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

1,043 元/吨。POY 产品价差的大幅波动，对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来一定的影响。

图表 5. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势及 POY 产品价差（单位：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 0.655 吨 PX。近年来 PX 项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游 PTA 民营企业加速向上游扩张。截至 2019 年末，我国 PX 产能为 2,053 万吨/年，同比增长近一半，全年装置平均开工率为 82.60%，较上年增加 6.89%。2019 年是 PX 产能集中释放期，其中，恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）装置新增产能 450 万吨、中化弘润石油化工有限公司新增产能 60 万吨、中国石油化工集团公司海南炼化二期装置增产 100 万吨、恒逸石化文莱的大炼化一期全面投产，涉及 PX 产能 150 万吨等。随着 PX 产能的释放，PX 价格出现大幅下滑。截至 2019 年末，PX 价格为 6,700 元/吨，较年初下降 21.18%。与此同时，PX 进口替代步伐加快，2019 年进口依赖度降至 43%左右。2020 年 PX 预计新增产能 568 万吨，加之 2019 年新增产能逐步量产后，PX 自给率将提高。PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，PTA-0.655PX 价差⁴在 2019 年冲高后于下半年回落，截至 2020 年 3 月末，价差收窄至 313 元/吨。

图表 6. 近年我国 PX 进口概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
PX 进口量（万吨）	1,236.14	1,443.82	1,590.51	1,132.46
表观消费量（万吨）	2,170.48	2,440.32	2,613.34	2,584.93
进口依赖度（%）	56.95	59.17	60.86	43.81

资料来源：Wind 资讯

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

⁴每吨 PTA 消耗 0.655 吨 PX，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

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 月工信部编制发布的《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。

2019 年财政部和国家税务总局以及海关总署联合发布自 4 月 1 日起增值税税率调整。即增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16%税率的，税率调整为 13%；原适用 10%税率的，税率调整为 9%，以及扩大抵扣、加计抵减、留抵退税 3 项配套措施。减税政策提振聚酯市场信心，助推涤纶长丝企业的发展。

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，行业逐步呈现寡头竞争格局。该公司、桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）、恒逸石化股份有限公司（简称“恒逸石化”）、恒力石化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。截至 2019 年末，荣盛石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期项目已投产；恒力股份 2,000 万吨/年炼化一体化项目全流程打通，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX 等产品，生产运行稳定；恒逸石化文莱一期项目全面满产运行，包括 800 万吨/年的原油加工能力，以及 150 万吨/年 PX、50 万吨/年苯、600 万吨/年成品油产能。

图表 7. 行业内核心样本企业产业链一体化主要在建项目（单位：%、万吨）

样本企业名称	项目名称	总投资	截至 2019 年末进展
荣盛石化	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	正在建设
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	9.85 亿元	已投产

样本企业名称	项目名称	总投资	截至 2019 年末进展
恒力股份	智能化环保功能性涤纶 POY 纤维、涤纶短纤维、涤纶 DTY 纤维	63.60 亿元	计划于 2020 年投产
	2,000 万吨/年炼化一体化项目	562.06 亿元	全面投产
	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产
桐昆股份	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	公司年产 30 万吨功能性纤维项目	9.10 亿元	计划于 2021 年投产
	公司年产 20 万吨高功能全差别化纤维项目	8.56 亿元	计划于 2021 年投产
	公司年产 30 万吨绿色智能化纤维项目	9.40 亿元	计划于 2021 年投产
新凤鸣	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划于 2021 年投产
	年产 220 万吨 PTA 项目（一期）	40.00 亿元	试产阶段
	年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	67.30 亿元	计划于 2021 年投产
东方盛虹	盛虹炼化一体化项目	774.74 亿元	投资总额减至 676.64 亿元，计划于 2021 年底投产
	港虹纤维 CP5-20 万差别化纤维项目及 12 万吨加弹项目	18.74 亿元	计划于 2021 年底投产

资料来源：各家上市公司 2018 年年报，新世纪评级整理（截至 2019 年末）

目前国内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。桐昆股份和恒逸石化 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；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，毛利率高于同行业其他龙头企业。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 8. 行业内核心样本企业 2018 年基本数据概览（单位：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	914.25	5.83	合计 901.18		261.05	1,214.15	70.53	19.68	48.35
恒逸石化	849.48	3.91	—	496.33	333.18	596.25	62.66	22.43	16.75
恒力股份	600.67	12.74	—	697.72	245.16	1,252.42	77.72	34.02	41.31
桐昆股份	416.01	11.68	—	1.93	471.70	346.61	53.46	21.31	24.26
新凤鸣	326.59	9.08	—	—	314.25	171.69	51.99	14.23	9.79
东方盛虹	184.40	13.80	—	—	164.88	218.69	40.75	8.47	13.88

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2018 年年报。

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向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的影响；（2）各家企业向上下游产业链延伸的进度；（3）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（4）下游行业包括纺织等需求的变化；（5）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的影响；（6）供给侧政策调整及环保约束等行业供给的影响等；（7）新冠疫情对公司生产销售方面带来的影响及企业的应对措施。

2. 业务运营

该公司已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构，市场地位显著。公司 PTA 产能位于全国前列，近年国内 PTA 行业经历去产增效后景气度有所回升，公司 PTA 业务毛利率平稳增长；聚酯涤纶业务供需结构有所改善，然而受行业景气度影响，毛利率总体下降。2019 年底控股子公司浙石化的舟山炼化项目一期完全投产，公司产业链进一步延伸至原油炼化，将增强公司的市场地位及竞争优势，但项目何时达产及效益是否如预期有待观察。在建的舟山炼化项目二期投资规模巨大，公司仍面临很大的投融资压力。

该公司是国内领先的石化产品和化纤产品生产商，多年前就实现“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”的全产业链结构，处于行业龙头地位。2019 年底控股子公司浙石化的舟山炼化项目一期完全投产，公司新增 2,000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力，石化产业链进一步延伸至炼油领域，有利于公司降低生产成本提高盈利能力，将极大增强公司的市场地位及经营的稳定性，但项目何时达产及效益是否如预期有待观察。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
石化及化纤	化工	国内	规模/资本/资产/技术等

资料来源：荣盛石化

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-9 月
营业收入合计		460.71	720.39	914.25	596.58
其中：（1）芳烃系列	金额	114.77	142.27	190.77	135.94
	占比	24.91	19.75	20.87	22.79
（2）PTA	金额	213.03	191.96	221.44	150.36
	占比	46.24	26.65	24.22	25.20
（3）聚酯涤纶	金额	69.08	81.10	91.17	61.37
	占比	14.99	11.26	9.98	10.29
（4）化工品贸易	金额	58.13	289.98	389.89	232.85
	占比	12.62	40.25	42.65	39.03
毛利率（%）		10.21	5.48	5.83	6.46
其中：（1）芳烃系列		28.24	12.88	12.80	11.26
（2）PTA		3.48	3.73	7.47	10.30
（3）聚酯涤纶		9.38	12.50	7.40	5.03
（4）化工品贸易		1.27	0.88	0.55	0.61

资料来源：荣盛石化

近三年，随着行业景气度的回升，该公司营业收入快速增长，2016-2018

年公司营业收入分别为 460.71 亿元、720.39 亿元和 914.25 亿元。2016 年中金石化芳烃项目产能充分释放，公司营业收入增长至 460.71 亿元。2017 年以来原油价格显著上升，支撑石化及化纤类价格上涨，同时聚酯行业景气度回升，供需格局改善。2018 年公司主要产品价格延续了上年上涨的趋势，但涨幅趋缓，当年公司营业收入同比增长 26.91%，增幅比上年下降 29.46 个百分点。芳烃、PTA 及聚酯涤纶业务为公司的核心业务，2018 年上述三大产品收入占营业收入的比重分别为 20.87%、24.22%和 9.98%。化工品贸易虽然收入大，但由于毛利率很低，对公司盈利贡献小。

该公司非核心业务主要是化工品贸易，包括 PTA、燃油等其他相关原料贸易。2017 年以前公司将 PTA 贸易收入计入 PTA 业务收入中，2017 年起公司将 PTA 贸易收入计入化工品贸易收入中，导致 2017 年和 2018 年化工品贸易收入大幅增加。2016-2018 年公司化工品贸易收入分别为 58.13 亿元、289.98 亿元、和 389.89 亿元。2018 年化工品贸易收入中 PTA 贸易收入为 221.44 亿元，占比约 56.80%。

2019 年前三季度，该公司营业收入为 596.58 亿元，同比减少 5.36%，主要原因系产品市场价格下跌，营收结构未发生大变化；毛利率较年初上升 0.63%，主要系 PTA 业务毛利率大幅上升所致。

在环保改造方面，2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司累计完成投资 12.33 亿元用于环保技改，其中在废气治理投资 4.40 亿元，在废水处理投资 7.05 亿元。

A. 芳烃系列

为增强经营的稳定性，该公司产业链不断向上游延伸，目前芳烃业务由子公司中金石化负责生产经营。2015 年 9 月中石化芳烃项目建成投产。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司芳烃产量分别为 228.29 万吨、301.92 万吨、368.57 万吨和 287.82 万吨，除 2016 年以外无自用量，外销量分别为 262.99 万吨、314.94 万吨、367.32 万吨和 287.47 万吨。由于国内芳烃市场供给偏紧，公司芳烃供不应求，产销率维持高位，同期分别为 115.33%、104.31%、99.66%和 99.88%。

图表 11. 2016 年以来芳烃产品业务产销情况

芳烃	折合产能 (万吨)	产量(万吨)	自用(万吨)	产能 利用率	销量(万吨)	产销率 ⁵	销售均价 (元/吨)
2016 年	200	228.29	0.25	114.15%	262.99	115.33%	4,364.22
2017 年	200	301.92	-	150.96%	314.94	104.31%	4,517.22
2018 年	200	368.57	-	102.02%	367.32	99.66%	5,193.39
2019 年 1-9 月	200	287.82	-	103.15%	287.47	99.88%	4,728.84

资料来源：荣盛石化

该公司芳烃产品主要销售给浙江逸盛石化有限公司和中国石化化工销售有限公司华东分公司，价格依据市场价格确定。2016-2018 年及 2019 年前三季

⁵ 产销率=100%*销量/(产量-自用)。

度,公司芳烃系列实现销售收入 114.77 亿元、142.27 亿元、190.77 亿元和 135.94 亿元,毛利率分别为 28.24%、12.88%、12.80%和 11.26%。由于国内芳烃供不应求,行业集中度高,芳烃系列业务产销率维持在较高水平。但是 2017 年以来由于原油价格上涨,芳烃系列业务成本攀升,芳烃系列业务毛利率持续下滑。

B. PTA

该公司为国内大型 PTA 生产企业,产品市场占有率高,市场地位显著。目前公司 PTA 的生产集中于子公司逸盛大化。截至 2019 年 9 月末,逸盛大化 PTA 年产能达 600 万吨,联营企业浙江逸盛和海南逸盛(截至 2019 年 9 月末公司持有以上两者股权比例分别为 30.00%和 42.50%) PTA 生产能力分别为 540 万吨/年和 210 万吨/年,市场地位显著。公司 PTA 生产线运行较好,产能利用率近三年一期均保持在 85%及以上,高于行业平均水平。

图表 12. 公司 PTA 产销情况(单位:万吨)

PTA	年产能	产量	产能利用率	自用	销量	产销率 ⁶
2016 年	600	567.83	94.64%	87.53	537.41	111.89%
2017 年	600	571.54	95.26%	114.17	439.54	96.10%
2018 年	600	532.62	88.77%	132.68	397.79	99.46%
2019 年 1-9 月	600	414.38	92.08%	115.64	289.82	97.01%

资料来源:荣盛石化

该公司自产的 PTA 销售以外销为主,自用 PTA(用于进一步加工成聚酯产品)的规模较小,但近三年呈逐年上升趋势,截至 2019 年 9 月末自用比例已达到 27.91%。外销的 PTA 产品价格随行就市,收入受市场价格波动影响较大,2016-2018 年及 2019 年前三季度,收入分别为 213.03 亿元、191.96 亿元、221.44 亿元和 150.36 亿元。同期,公司 PTA 业务毛利率分别为 3.48%、3.73%、7.47%和 10.30%。2016 年以来行业内落后产能淘汰加速及部分生产商因事故而停产,行业供需矛盾暂时缓解,公司 PTA 盈利能力有所改善。2018 年下半年以来,受原油市场价格影响,PTA 原料价格下跌,毛利率持续上升,2019 年前三季度 PTA 业务毛利率升至 10.30%。公司前五大客户合计销量约为 PTA 总销售量的 34.98%。为保证在生产线持续运转的同时减轻库存压力,公司与客户按年签订 PTA 销售合同,根据合同安排生产计划。目前公司 PTA 产品主要销往我国东部及南部沿海地区,部分出口至东南亚及欧美等地。公司采用直销(主要对国内客户)和经销(主要对国外客户)相结合的销售模式,货款结算主要采用款到发货的方式。公司 PTA 产品在市场上认可度较高,近年来产销率持续较高,但自 2017 年起,PTA 贸易量不再计入销量中,致产销率下滑,但仍处于高位。

图表 13. 2019 年前三季度公司 PTA 前五名客户销售情况

客户	金额(万元)	数量(万吨)	均价(元/吨)
升华集团控股有限公司	277,885.74	52.53	5,290.16
浙江恒逸石化有限公司	195,512.79	37.82	5,169.58

⁶ 包括自用和外销。

客户	金额（万元）	数量（万吨）	均价（元/吨）
航天长城贸易有限公司	139,238.21	26.42	5,269.62
浙江华瑞集团有限公司	135,852.74	25.58	5,311.16
上海纺投贸易有限公司	101,718.65	20.05	5,074.26

资料来源：荣盛石化

在原材料采购方面，该公司生产每万吨 PTA 约耗用 0.65-0.66 万吨 PX。鉴于国内 PX 产能不足，为保证产品质量和稳定原料供应，逸盛大化与各供应商按年签订 PX 采购协议。目前逸盛大化主要 PX 采购合同以定量浮价的方式确定交易金额，即约定一定期间的采购数量，以市场价格为基准进行结算。

C. 聚酯涤纶

该公司聚酯涤纶产品的生产集中于本部及其下属的子公司盛元化纤。经过多年发展，公司产业链相对完整，目前拥有 5 套聚酯-纺丝-加弹一体化生产线（本部 3 套，盛元化纤 2 套），设计年生产能力为 PET110 万吨/年、FDY 及 POY 合计 90 万吨/年、DTY35 万吨/年，产能利用率超过 85%，产销率超过 90%。

图表 14. 2018 年度及 2019 年前三季度公司化纤产品产销情况（单位：万吨、亿元）

2018 年度					
产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	103.67	85.21	17.75	13.15	15.54%
POY	37.08	36.01	1.01	0.72	-51.13%
FDY	48.22	-	47.59	41.84	8.79%
DTY	36.35	-	36.10	35.47	19.04%
2019 年前三季度					
产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	76.41	62.79	13.48	8.93	-10.53%
POY	26.36	25.38	0.81	0.54	-23.38%
FDY	36.44	-	36.10	29.10	-5.96%
DTY	25.86	-	26.03	22.80	-13.84%

资料来源：荣盛石化

该公司聚酯涤纶产品的主要原料之一 PTA 主要由子公司逸盛大化和联营企业浙江逸盛提供。2018 年及 2019 年前三季度，公司从逸盛大化采购 PTA132.68 万吨和 115.64 万吨，金额（去税，下同）分别为 71.49 亿元和 59.85 亿元；从浙江逸盛采购 PTA 29.70 万吨和 4.36 万吨，金额分别为 15.96 亿元和 2.17 亿元。聚酯涤纶产品的另一种主要原料 MEG 主要从沙伯亚太有限公司（简称“沙伯亚太”）采购，同期 MEG 采购量分别为 59.01 万吨和 47.82 万吨，采购金额为 36.38 亿元和 19.29 亿元，其中采购自沙伯亚太 13.48 万吨和 6.47 万吨，金额为 8.02 亿元和 2.98 亿元。

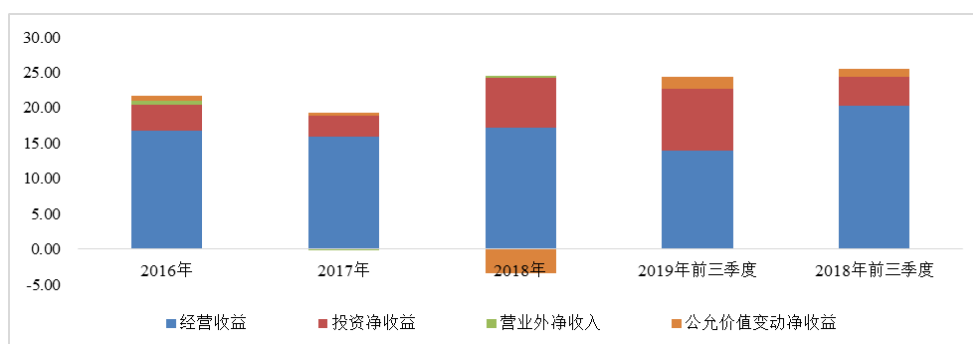
该公司聚酯涤纶产品采用直销为主、经销为辅，约 70%的产品通过销售部门直接销售给浙江、江苏、上海等周边地区的下游厂商；约 30%的产品通过经销商销售给福建、广东、山东等较远地区的客户。其中直销结算模式为款到发

货或款货两讫，对极少数合作时间长、采购量大且在其所处行业中有代表性的优质客户有时会给予一定的授信额度，但需在年末结清货款；经销结算模式为款到发货。

随着行业内新产能投放减少、落后产能退出，行业供需情况显著改善，该公司聚酯产品毛利率升至 2017 年的 12.50%。2018 年，公司聚酯涤纶销量大幅增长，带动业务收入同比增长 12.42%至 91.17 亿元，然而受行业景气度影响，产品价格下滑，当期毛利率仅为 7.40%。2019 年前三季度聚酯涤纶业务实现收入 61.37 亿元，由于缺乏原材料价格支撑以及下游需求疲软致产品价格下行，当期毛利率降至 5.03%。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-非经营性收益

该公司形成了以经营收益为主，非经常性损益作为重要补充的盈利结构。近年公司经营收益较为稳定，2016-2018 年和 2019 年前三季度分别为 16.79 亿元、15.89 亿元、17.23 亿元和 14.01 亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年前三季度
营业收入合计（亿元）	460.71	720.39	914.25	596.58
毛利率（%）	10.21	5.48	5.83	6.46
毛利（亿元）	47.04	39.51	53.27	38.55
其中：芳烃（亿元）	32.41	18.32	24.42	15.31
PTA（亿元）	7.41	7.16	16.53	15.48
聚酯涤纶（亿元）	6.48	10.14	6.75	3.09
化工品贸易（亿元）	0.74	2.54	2.14	1.43
期间费用率（%）	5.68	2.92	3.69	3.89
其中：财务费用率（%）	2.78	0.61	1.46	1.17
全年利息支出总额（亿元）	10.31	11.59	23.45	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.42	2.48	12.65	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司近三年一期期间费用分别为 26.19 亿元、21.03 亿元、33.71 亿元和 23.19 亿元。其中管理费用增长较快，近三年年复合增长率为 12.67%，主要是研发投入和职工薪酬迅速增加。近年来，公司银行借款规模持续扩大，尤其是舟山炼化项目开工后⁷，2018 年由于项目借款大幅增加及汇兑损失较大影响，当年公司财务费用规模增幅显著。随着公司近年来产品销量增加，销售费用同步上涨，2016-2018 年及 2019 年前三季度分别为 4.34 亿元、5.09 亿元、7.40 亿元和 6.12 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
投资净收益（亿元）	3.63	3.03	7.06	8.73
其中：联营企业（亿元）	1.00	2.15	5.37	7.32
期货及远期外汇（亿元）	2.15	0.48	1.29	0.97
委托贷款收益（亿元）	0.37	0.40	0.35	0.22
营业外收入 ⁸ （亿元）	0.73	4.18	2.08	1.14
其中：政府补助（亿元）	0.71	4.18	1.86	1.11
公允价值变动损益（亿元）	0.77	0.36	-3.40	1.70
其中：期货及远期外汇（亿元）	0.77	0.36	-3.40	1.70

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

2016-2018 年和 2019 年前三季度，该公司投资净收益分别为 3.63 亿元、3.03 亿元、7.06 亿元和 8.73 亿元，主要来自联营企业和合营企业的投资收益，其中联营企业浙江逸盛和海南逸盛均为 PTA 生产企业。2016-2018 年和 2019 年前三季度，公司营业外收入分别为 0.73 亿元、4.18 亿元、2.08 亿元和 1.14 亿元，主要是政府补助，其中 2017 年政府补助金额较大，主要系收到宁波浙石化经济技术开发区管理委员会 3.81 亿元财政扶持资金。公司为对冲主要原材料和产品的价格波动风险，开展期货及远期外汇结售汇合约交易。2016-2018 年和 2019 年前三季度，公司公允价值变动损益分别为 0.77 亿元、0.36 亿元、-3.40 亿元和 1.70 亿元，主要为期货及远期外汇，其中 2018 年产生大额损益主要系当年四季度原材料期货价格大幅下跌造成损失所致。

总体来看，该公司整体盈利能力较好，2016-2018 年和 2019 年前三季度公司净利润分别为 19.03 亿元、20.93 亿元、19.68 亿元和 22.76 亿元。但随着舟山炼化项目一期完成投产，相应的在建工程将陆续转固，固定资产折旧将有所增长，而生产流程完全达产需要时间，未来短期内公司或将对利润造成一定影响。

（3）运营规划/经营战略

2017 年起，该公司投资重点主要是在舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建

⁷ 项目融资到款相对集中，而建设投入较均衡，导致部分借款在没有投入项目前利息费用化。

⁸ 根据《企业会计准则第 16 号—政府补助》（2017），与日常经营活动相关的政府补助调整至其他收益，但表格及下文表述中仍将其归类为营业外收入。

设的 4000 万吨/年炼化一体化项目。该项目分二期建设，一期建成后形成 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力；二期和一期具有相同的产品结构及产能。项目建设主体为子公司浙石化，计划投资总额 1,730.85 亿元人民币，其中项目一期投资 901.56 亿元，项目二期投资 829.29 亿元。截至 2019 年 9 月末，一期项目已完成建成，二期项目已投资 128.75 亿元。项目建成后，公司产业链将进一步向上游延伸，降低国内芳烃供给缺口，同时该项目将带动公司进入芳烃、烯烃下游深加工领域，将极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。2019 年末，一期项目完全投产，形成 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力。二期项目预计 2021 年第一季度完全建成。

舟山炼化项目投资规模巨大，该项目除依赖股东的自有资金外，还将依赖债务融资和权益融资方式进行资金平衡。债务融资方面，项目一期银团贷款金额为 607 亿元，期限为 12 年，目前已签订银团贷款合同⁹，截至 2019 年 9 月末已提款 550.40 亿元；项目二期的银团贷款融资规模为 580 亿元。权益融资方面，公司非公开发行股票事宜于 2018 年 4 月完成，募集资金净额 59.59 亿元，全部用于舟山炼化项目一期；2019 年非公开发行股票的申请材料于 2019 年 5 月 10 日获证监会受理，于 2020 年 1 月 6 日收到证监会《关于核准荣盛石化股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2019】2966 号），此次非公开发行股份数量不超过 60,000 万股（含 60,000 万股），亦不超过发行前公司总股本的 20%，募集资金总额不超过 80 亿元，扣除发行费用后将全部用于舟山炼化项目二期。

该公司还有一些在建项目，如 200 万吨/年芳烃项目、合成气综合利用技改项目、年产 20 万吨差别化纤维技改项目等，总投资规模约 142.02 亿元，大部分已接近完成，截至 2019 年 9 月末尚需投入 22.64 亿元。

另外，根据该公司 2017 年 9 月 29 日发布的公告，浙石化与浙江省能源集团有限公司（简称“浙能集团”）共同出资设立浙江省石油股份有限公司（简称“浙石油”），注册资本为 110.00 亿元，其中浙能集团和浙石化出资比例分别为 60%和 40%，目前实缴资本 10.00 亿元。浙石油经营范围涉及原油、燃料油、成品油仓储、物流、码头、批发零售、进出口等业务，当前环境下该类业务均具有较强的政策壁垒，未对民营企业放开。通过浙石油的混合所有制模式，浙石化炼化一体化项目有望有效突破相关领域政策壁垒，拓展原油进口，建设成品油销售渠道等。截至 2019 年 9 月末，浙石化对浙石油股权投资 3.34 亿元。

⁹ 浙石化作为借款人与国家开发银行、中国进出口银行浙江省分行、中国工商银行股份有限公司浙江省分行、中国银行股份有限公司浙江省分行、中国建设银行股份有限公司舟山分行、中国邮政储蓄银行股份有限公司浙江省分行、上海浦东发展银行股份有限公司舟山分行、中国民生银行股份有限公司杭州分行及广发银行股份有限公司宁波分行共 9 家银行组成的项目银团签署《银团贷款合同》，项目银团同意向借款人提供等值人民币 607 亿元或等值外币。该公司对主债务的 51%提供担保，其他股东根据股权比例对主债务提供相应担保。项目建成后，借款人浙石化以项目建成资产提供抵押担保，包括但不限于建设工程竣工验收合格后，以届时形成的土地使用权、地上建筑物以及本项目设备提供抵押担保。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。由于业务及资金往来所需，公司关联交易规模较大。公司组织结构设置较合理，内部管理制度较齐全，有利于控制经营、投资、资金等管理环节的主要风险。

(1) 产权关系

该公司为民营企业，控股股东为荣盛控股，实际控制人为李水荣先生。截至 2019 年 9 月末，荣盛控股持有公司 65.54% 的股权，李水荣先生持有荣盛控股 62.89% 的股权，直接持有公司 6.82% 的股权。股东中，李永庆、李国庆（系两兄弟）为李水荣之堂侄，许月娟为李水荣之弟媳，以上三个自然人共计直接持有公司股份为 3.06%。公司是荣盛控股的核心子公司，截至 2020 年 2 月末，公司股票不存在被控股股东和实际控制人质押的情况。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为关联采购或销售、关联方资金往来以及为关联企业提供担保。公司关联采购主要是向宁波恒逸贸易有限公司（专职负责浙江逸盛的产品销售工作，简称“宁波恒逸”）和浙江荣通物流有限公司（简称“荣通物流”）采购 PTA 及运输服务。公司关联销售主要向浙江逸盛销售芳烃及向杭州博佳化纤原料有限公司销售涤纶丝等。2018 年公司关联购销金额分别为 22.84 亿元和 106.54 亿元。公司关联购销的主要产品为 PTA 等大宗商品，有明确的市场价格可参照。

图表 18. 2018 年末公司主要应收及应付关联方款项余额

科目	产生原因	金额（万元）
其他应收款	向关联方提供委托贷款	65,000.00
预付账款	向关联方采购仓储服务费用	1,784.52
应付账款	向关联方采购商品或服务	428,376.89
预收账款	向关联方销售商品或服务	9,718.88
其他应付款	关联方提供资金拆借	156,443.92

注：根据荣盛石化 2018 年度审计报告绘制

该公司与关联方有一定规模的资金往来，2017 年末子公司逸盛大化对海南逸盛提供委托贷款 8.00 亿元，采用固定利率 4.785% 按季计息，截至 2018 年末余额为 6.50 亿元，经公司单项测试该款项收回不存在风险。2018 年，荣盛控股向公司提供资金 11.12 亿元，年末合计本息 11.47 亿元。此外，2018 年 9 月公司受让关联方浙江荣盛控股集团有限公司持有的浙江永盛薄膜科技有限公司及浙江聚兴化纤有限公司各 70% 股权，交易对价合计 6.08 亿元，上述企业

列入公司合并范围内。

2018 年末该公司为关联方提供担保金额为 6.08 亿元人民币，被担保对象为参股企业海南逸盛。海南逸盛的主营业务为 PTA 的生产，目前整体经营状况正常。总体而言，公司关联担保的代偿风险较小。

(3) 公司治理

该公司按《公司法》和《证券法》及其他有关规定，制订了《公司章程》，并设股东大会、董事会和监事会，就其人员构成、职权、选聘程序和议事规则作出了明确规定。

该公司的股东大会是公司最高权力机构，董事会对股东大会负责；董事会由九名董事组成，设董事长一名，独立董事三名。监事会由三名监事组成，设监事会主席一名，由监事会选举产生。公司按照《公司章程》的规定，独立开展经营活动，控股股东通过股东大会依法行使自己的权利。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据经营需要设置了多个职能部门。公司各部门之间职责划分明确，在业务开展中既能保持应有的独立性，也能分工合作，机构设置基本满足现阶段的经营管理需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司有一套较完整的内部控制制度，明确了对控股子公司、关联交易、重大投资和信息披露的内部管理。

在控股子公司管理方面，该公司制订了《子公司重大事项报告制度》，明确了重大信息的范围、重大内部信息的报告责任，规定了内部重大信息报告程序。控股子公司总经理为重大事项报告的负责人，本部董事会秘书或证券事务代表为公司信息联络人。

在关联交易管理方面，该公司制订了《关联交易管理制度》，明确了关联交易决策程序和管理职责与分工，能够维护公司、公司股东和债权人的合法利益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资决策方面，该公司规定了对外、对内投资活动的建议、报告、审批及操作流程，建立了与长期股权、关联交易相匹配的投资活动操作规则，能够在一定程度上保证公司投资决策的客观性及投资活动的顺利执行。

在资金管理方面，该公司制订了《防范控股股东及关联方占用公司资金专项制度》，明确了岗位职责、具体实施、责任追究及处罚措施等细则，能有效防止控股股东及关联方占用公司资金。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2020 年 02 月 24 日查询的《企业信用报告》所载，公司近三年内无不良信贷记录。于 2020 年 02 月 19 日查询国家企业信用信息公示系统显示，公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单、无重大失信违法处罚信息。

财务

该公司为建设舟山炼化项目，近年来刚性债务规模快速上升，目前资产负债率处于偏高水平，但债务期限结构持续得到改善，即期偿债压力可控。公司经营性现金流情况良好，持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供一定缓冲。未来，随着舟山炼化项目的推进，公司仍面临较大的资本支出压力。

1. 数据与调整

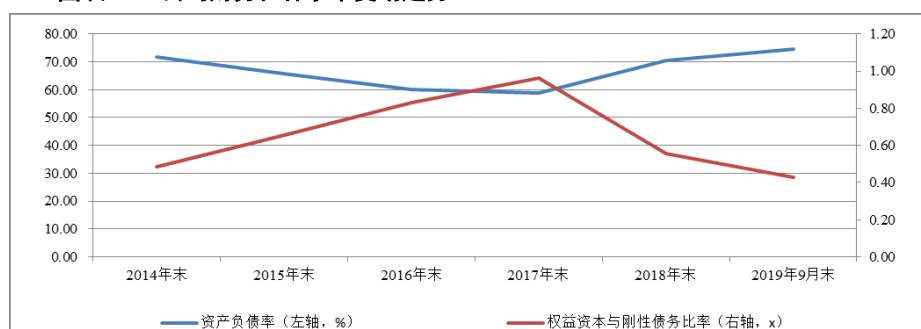
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年度合并财务报表出具了《关于荣盛石化股份有限公司 2016 年度合并财务报表追溯调整的专项说明》（天健审（2019）9313 号）。

2019 年 1-9 月，该公司合并范围处置 1 家子公司，新设浙石化金塘物流有限公司 1 家子公司。截至 2019 年 9 月末，公司合并范围包括子公司 21 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

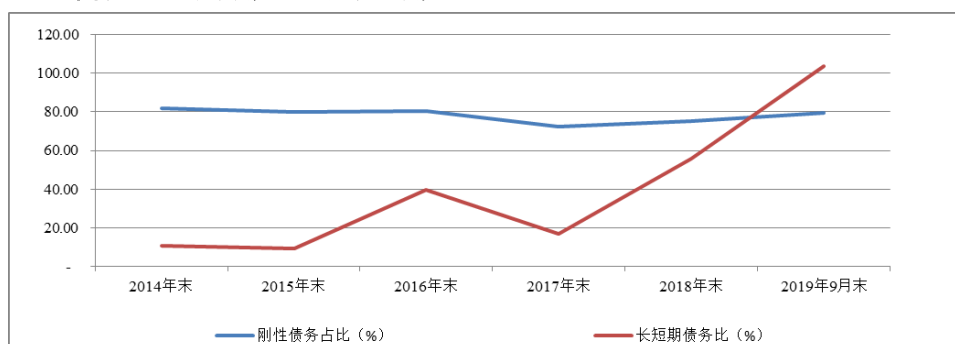
2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，该公司负债总额分别为 268.07 亿元、371.37 亿元、856.36 亿元和 1,155.80 亿元。随着舟山炼化项目的建设，近两年来该公司资产负债率水平呈总体上升态势，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末分别为 59.98%、58.93%、70.53%和 74.61%。2017 年控股子公司浙石化大幅增资，少数股东权益显著增长，带动当年末资产负债率下降；2018 年以来，舟山炼化项目投入建设，对外融资规模持续增加，导致资产负债率大幅上升，目前已处于较高水平。

近年来该公司多次定向增发，同时公司经营效益较好，权益资本实力持续增强，所有者权益由 2016 年末的 178.86 亿元增至 2018 年末的 357.79 亿元。2018 年，公司非公开发行 567,107,750 股，募集资金总额 60.00 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 59.59 亿元（其中新增注册资本 5.67 亿元，资本公积 53.92 亿元），用于浙石化舟山炼化项目。截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益为 393.37 亿元，较上年末增长 9.95%，主要系经营积累增加所致。

由于建设中的舟山炼化项目投资规模大，未来两、三年该公司融资需求仍将继续扩大，债务规模或将持续上升。但作为上市公司，公司融资渠道通畅，2020 年非公开发行股票的申请材料已获证监会核准批复，计划募集资金不超过 80 亿元，可提升公司的自有资本实力，部分满足公司的融资需求。

（2）债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	215.14	269.00	643.43	920.87
应付账款 (亿元)	31.01	61.71	177.19	213.60
预收账款 (亿元)	10.26	9.05	6.75	10.73
其他应付款 ¹⁰ (亿元)	7.24	25.51	18.63	3.56
刚性债务占比 (%)	80.26	72.44	75.13	79.67
应付账款占比 (%)	11.57	16.62	20.69	18.48
预收账款占比 (%)	3.83	2.44	0.79	0.93
其他应付款占比 (%)	2.70	6.87	2.18	0.31

资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

¹⁰ 不包括应付利息及应付股利。

该公司债务结构波动较大，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末长短期债务比分别为 39.67%、16.91%、55.82%和 103.76%。2017 年，公司短期借款显著增加，导致债务短期化；2018 年，公司重点建设舟山炼化项目，该项目投资规模大，融资方式以长期借款为主，当年公司下属子公司浙石化新增长期借款 213.19 亿元，债务期限结构逐步改善。2019 年 9 月末公司长期借款较上年末增长 281.78 亿元，长短期债务比继续提升。

该公司负债结构以刚性债务为主，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 80.26%、72.44%、75.13%和 79.67%。除此之外，应付账款比重也较大。2018 年末应付账款较上年末大幅增加 115.49 亿元至 177.19 亿元，一方面系应付材料采购款随价格上涨支出增大；另一方面系舟山炼化项目相关的设备购置款尚未到支付节点。2018 年末其他应付款为 18.63 亿元，其中 16.83 亿元系与大股东荣盛控股的往来款。2019 年 9 月末，随着业务规模扩大，应付账款及预收账款分别增至 213.60 亿元和 10.73 亿元；当期公司关联往来款项减少，其他应付款较上年末下降至 3.56 亿元。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期刚性债务合计	141.10	217.56	340.17	335.83
其中：短期借款	78.03	173.46	250.30	236.23
一年内到期非流动负债	22.73	23.17	37.10	54.15
应付票据	38.75	19.02	48.00	40.10
交易性金融负债	1.16	1.52	3.53	4.03
其他短期刚性债务	0.43	0.39	1.23	1.32
中长期刚性债务合计	74.04	51.45	303.26	585.04
其中：长期借款	65.58	51.45	303.26	585.04
应付债券	8.47	-	-	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司刚性债务规模逐年扩大，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，刚性债务总额分别为 215.14 亿元、269.00 亿元、643.43 亿元和 920.87 亿元，其中短期刚性债务分别为 141.10 亿元、217.56 亿元、340.17 亿元和 320.90 亿元。因舟山炼化项目借款到账，公司债务结构发生转变，中长期债务占比逐渐提高，2019 年 9 月末其规模超过短期债务规模。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。2018 年末，短期借款及一年内到期的非流动负债分别为 250.30 亿元和 37.10 亿元，以保证借款为主，较上年末分别增长 44.30%和 60.12%，主要系公司生产规模扩大流动资金贷款需求增加；另外短期借款中有 89.32 亿元为美元借款，面临一定的汇兑损益风险；应付票据为 48.00 亿元，较上年末增长 152.32%，近三年应付票据余额先下降后上升，各期末波动较大，

主要与票据到期时间有关。2019年9月末，公司短期刚性债务较上年末下降1.28%至335.83亿元，其中短期借款下降5.62%至236.23亿元，应付票据下降16.46%至40.10亿元，一年内到期的非流动负债上升45.96%至54.15亿元，主要系子公司浙石化长期借款即将到期转入所致。

2016-2018年末，该公司中长期刚性债务分别为74.04亿元、51.45亿元和303.26亿元，以长期借款为主。2017年由于“14荣盛债”到期偿付，应付债券降至0亿元。2018年末长期借款为303.26亿元，较上年末增长489.46%，主要系公司下属子公司浙石化为舟山炼化项目一期建设新增长期借款213.19亿元。2019年9月末，公司长期借款较年初大幅增长92.92%至585.04亿元，新增借款主要用于浙石化的项目建设的银团贷款。

截至2019年9月末，该公司银行借款合计875.42亿元，借款期限结构分布较为平均，利率区间以4%-6%为主。

图表 22. 公司 2019 年 9 月末银行借款、债券综合融资成本/利率区间（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3 年及以上
5%以内（不含 5%）	255.23	20.24	13.50	26.33
5%及以上	19.25			540.86
合计	274.48	20.24	13.50	567.20

资料来源：荣盛石化。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
营业周期（天）	23.98	21.32	28.21	-
营业收入现金率（%）	114.79	106.74	107.48	115.10
业务现金收支净额（亿元）	30.06	39.20	60.79	46.21
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.78	1.90	-12.44	-6.00
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.28	41.09	48.35	40.21
EBITDA（亿元）	42.64	47.44	50.07	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.20	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.14	4.09	1.78	-

资料来源：根据荣盛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。

该公司产品主要采用款到发货的结算方式，公司整体资金回笼情况良好，2016-2018年及2019年9月末公司营业收入现金率分别为114.79%、106.74%、

107.48%和 115.10%。

近年来该公司经营活动产生的现金净流量稳定增长,2016-2018 年及 2019 年前三季度分别为 27.28 亿元、41.09 亿元、48.35 亿元和 40.21 亿元。2016 年,中金石化芳烃业务复产,营业收入和经营性现金流迅速积累。2017 年,聚酯行业景气度提升,公司主导产品量价齐升,经营性现金流迅速积累。2018 年下游聚酯行业景气度进一步提升,PTA、芳烃等产品销量持续增加,经营性现金流净额较上年增加 17.66%。2019 年 9 月末,公司经营环节产生的现金流量净额为 40.21 亿元,较上年同期增长 49.32%,主营业务收到的现金数额持续增加。

2016-2018 年,该公司盈利情况向好,EBITDA 分别为 42.64 亿元、47.44 亿元和 50.07 亿元,其中利润总额、列入财务费用中的利息支出和固定资产折旧占比较大,2018 年末三者占比分别为 45.81%、21.57%和 31.48%。近年来,由于向产业链纵向延伸,公司每年维持较高的投融资规模,目前已累积较大的刚性债务规模,EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度欠佳。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.57	-5.18	-2.92	-3.04
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	-29.95	-149.99	-371.69	-320.42
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.44	-31.51	-23.35	10.13
投资环节产生的现金流量净额	-35.08	-186.68	-397.78	-311.60

资料来源: 根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司不断扩大经营规模,新建、扩建生产线等活动导致投资环节现金处于净流出状态。2016-2018 年度及 2019 年前三季度,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-35.08 亿元、-186.68 亿元、-397.78 亿元和-311.60 亿元。2016 年以中金石化投入为主,2017 年以来舟山炼化项目一期处于大规模集中投入期,导致投资环节大额净流出。未来三年,公司投资方向将以舟山炼化项目二期为主,每年的投资规模仍将维持高位,因此公司持续面临很大的投融资压力,新世纪评级将持续关注公司上述项目的投入产出情况。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
权益类净融资额	33.82	85.65	84.93	12.19
债务类净融资额	8.26	66.47	317.30	254.54
其中: 现金利息支出	9.51	10.11	19.30	30.22

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.84	18.13	-12.24	-14.21
筹资环节产生的现金流量净额	40.24	170.25	389.99	252.52

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

为弥补集中投资造成的现金缺口，该公司主要通过权益和债务融资渠道筹集资金。2016-2018 年度及 2019 年前三季度，公司筹资环节现金净流入分别为 40.24 亿元、170.25 亿元、389.99 亿元和 252.52 亿元。2016 年整体融资规模较小，且以债务融资方式为主；2017 年筹资活动净现金流大幅增加，主要是因为舟山炼化项目主体浙石化吸收少数股东投资；2018 年公司增发股票现金流入，同时舟山炼化项目银行借款增加；2019 年前三季度，公司持续为舟山炼化项目筹款，银行借款增加。未来三年，公司资金缺口仍将维持高位，融资方式仍将为债务融资及权益融资相结合。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	165.04	191.62	321.17	347.10
	36.93	30.40	26.45	22.41
其中：货币资金（亿元）	59.46	83.16	148.53	118.14
预付款项（亿元）	28.41	16.73	31.53	39.24
其他应收款（亿元）	18.67	15.18	13.71	16.35
存货（亿元）	25.33	44.23	65.02	84.91
其他流动资产（亿元）	22.05	13.99	39.51	65.15
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	281.88	438.60	892.98	1,202.07
	63.07	69.60	73.55	77.59
其中：固定资产（亿元）	211.00	209.32	208.81	200.25
在建工程（亿元）	21.81	147.45	515.04	791.83
长期股权投资（亿元）	30.34	41.56	54.35	66.14
期末全部受限资产账面金额（亿元）	137.37	133.76	614.01	862.00
受限资产账面余额/总资产（%）	30.74	21.22	50.57	55.64

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

随着舟山炼化项目的建设投入，该公司资产规模快速增长，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末总资产分别为 446.93 亿元、630.21 亿元、1,214.15 亿元和 1,549.17 亿元。公司资产以非流动资产为主，符合制造业的特点。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2018 年末公司流动资产为 321.17 亿元，其中，货币资金余额为 148.53 亿元，包括不可动用的货币资金 35.89 亿元，主要由银行承兑汇票存入保证金、信用证存入保证金等构成；预付款项为 31.53 亿元，较上年末

增长 88.46%，主要因逸盛大化预付原料款增加，其中过半为海关保证金；其他应收款主要为往来款、押金保证金及已结算尚未支付的经营费用，较上年末减少 9.71%至 13.71 亿元，系公司减少对荣盛控股往来款所致；存货为 65.02 亿元，主要是原材料，占比达 74.92%，较上年末大幅增长 47.02%，系公司经营规模逐年增大，存货规模增加以维系正常经营；其他流动资产为 39.51 亿元，较上年末增长 183.36%，绝大部分是待抵扣增值税进项税，随采购的设备增加而增加。2019 年 9 月末，公司流动资产较上年末增长 8.07%，其中货币资金较上年末下降 20.46%至 118.14 亿元，主要系舟山炼化项目持续投入，及预付原料款增加导致预付款项较上年末增长 24.43%至 39.24 亿元；由于子公司浙石化本期原料储备增加，存货较上年末增长 30.60%至 84.91 亿元；其他流动资产较上年末增长 64.90%至 65.15 亿元，主要系待抵扣增值税进项税增加所致。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。2018 年末，固定资产为 208.81 亿元，以石化产品的生产设备为主；在建工程较上年末大幅增长 282.18%至 589.09 亿元，主要系舟山炼化项目；长期股权投资为 54.35 亿元，较上年末增长 30.78%，除去对海南逸盛、浙石油等企业的投资外，2018 年新增对浙江萧山农村商业银行股份有限公司和浙江逸盛新材料有限公司的投资。2019 年 9 月末，公司非流动资产较上年末增长 34.61%至 1,202.07 亿元。其中，舟山炼化项目建设稳步推进，在建工程由上年末的 515.04 亿元增至 791.83 亿元；长期股权投资增加至 66.14 亿元，主要是对浙江逸盛和海南逸盛等联营企业的投资规模增加所致。

受限资产方面，该公司间接融资需求大，相应的保证金和资产抵质押规模大。2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 862.00 亿元，其中货币资金为 26.61 亿元，用于开具银行承兑汇票、保函和信用证等的保证金；应收票据为 0.36 亿元，用于银行承兑汇票质押；固定资产 106.10 亿元和在建工程中 716.43 亿元资产用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率 (%)	85.99	60.32	58.44	61.19
速动比率 (%)	57.99	41.13	40.87	39.30
现金比率 (%)	36.78	31.95	27.70	22.38

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司为制造型企业，整体流动性偏弱，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末流动比率分别为 85.99%、60.32%、58.44%和 61.19%，同期现金比率分别为 36.78%、31.95%、27.70%和 22.38%。公司应收账款逐年增加，资产可变现能力稍有增强，对到期债务偿付能力一般。

6. 表外事项

或有负债方面，该公司无诉讼事项。2019 年 9 月末公司对外担保余额为 3.90 亿元，被担保对象为参股企业海南逸盛。海南逸盛目前经营情况正常，担保代偿风险低。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除承担着集团管理职能外，还有部分的聚酯化纤业务。2018 年末以及 2019 年 9 月末本部资产总额分别为 275.63 亿元和 281.13 亿元；债务总额分别为 129.58 亿元和 140.65 亿元，其中刚性债务分别为 64.34 亿元和 69.56 亿元；资产负债率分别为 47.01%和 50.03%。2018 年及 2019 年前三季度本部营业收入分别为 74.02 亿元和 53.92 亿元；净利润分别为 7.91 亿元和 0.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为-0.78 亿元和 32.86 亿元。总体看，公司本部负债经营程度不高，盈利能力较强，经营创现能力较强，具有较强的偿债能力。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2019 年 9 月末公司获得银行授信额度共计 1,538.50 亿元，其中未使用授信额度为 622.98 亿元。公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，可获得一定的授信额度。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	1,538.50	622.98	1.20%-8.20%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	530.00	103.80	1.20%-5.82%
工农中建交五大商业银行（亿元）	554.00	255.63	1.80%-5.94%
其中：大型国有金融机构占比（%）	70.46	57.70	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理（截至 2019 年 9 月末）。

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

该公司经过多年经营，已经形成“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。目前公司浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一

期已完成投产，公司将产业链向上游延伸至原油炼化，即将形成以石化、聚酯、纺丝、加弹为主业的更为完整的产业链，将进一步巩固并提升产业链一体化优势。2016-2018 年及 2019 年前三季度公司营业利润分别为 21.20 亿元、23.46 亿元、22.75 亿元和 25.78 亿元，总体呈增长的态势。未来随着新增产能的释放，通过产业链向上延伸控制生产成本，以及最终产品的多样化，公司主业盈利能力将得到提升。

（2）经营性现金流良好，货币资金余额较充足

该公司经营创现能力强，经营性现金流持续多年呈净流入状态。同时，公司货币资金较为充足，2018 年末及 2019 年 9 月末可动用的货币资金余额分别为 112.64 亿元和 91.53 亿元。公司良好的经营性现金流和较充足的货币资金储备可为即期债务的偿付提供有力保障。

（3）融资渠道通畅

截至 2019 年 9 月末，各家银行给予该公司的授信额度共计为 1,538.50 亿元，尚未使用授信额度为 622.98 亿元，公司后续仍存在较大的债务融资空间。同时，作为上市公司，公司权益融资渠道通畅，2018 年非公开发行股票已经完成，2020 年非公开发行股票已获证监会批复。预计随着后续非公开发行股票完成，公司权益资本得到增强，资本结构将会得到改善。

评级结论

该公司已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构，市场地位显著。公司 PTA 产能位于全国前列，近年国内 PTA 行业经历去产增效后景气度有所回升，公司 PTA 业务毛利率平稳增长；聚酯涤纶业务供需结构有所改善，然而受行业景气度影响，毛利率总体下降。2019 年底控股子公司浙江石化的舟山炼化项目一期完全投产，公司产业链进一步延伸至原油炼化，将增强公司的市场地位及竞争优势，但项目何时达产及效益是否如预期有待观察。在建的舟山炼化项目二期投资规模巨大，公司仍面临很大的投融资压力。

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。由于业务及资金往来所需，公司关联交易规模较大。公司组织结构设置较合理，内部管理制度较齐全，有利于控制经营、投资、资金等管理环节的主要风险。

该公司为建设舟山炼化项目，近年来刚性债务规模快速上升，目前资产负债率处于偏高水平，但债务期限结构持续得到改善，即期偿债压力可控。公司经营性现金流情况良好，持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供一定缓冲。未来，随着舟山炼化项目的推进，公司仍面临较大的资本支出压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

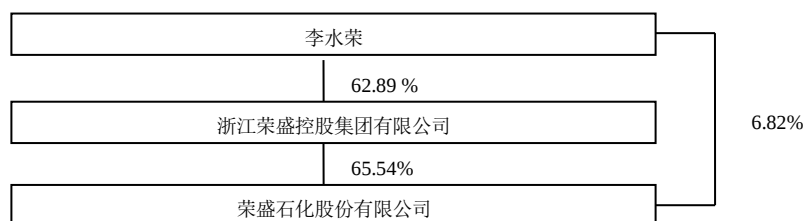
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

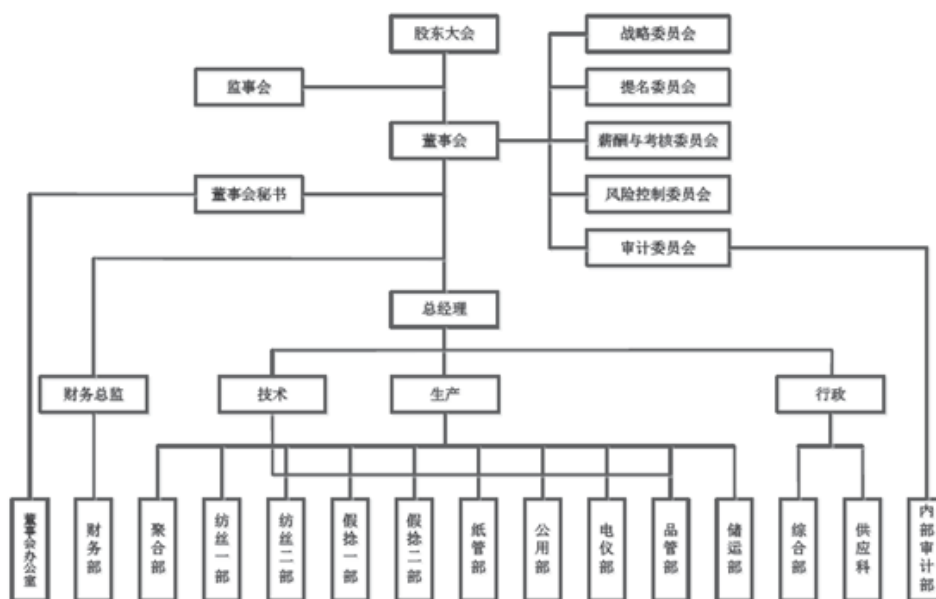
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛石化提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据荣盛石化提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）				备注
					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）	
荣盛控股集团有限公司	荣盛控股	公司之控股 股东	——	石化、化纤、房地产	378.59-	967.48-	22.10-	62.06-	
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	本级	——	石化、化纤	357.79	914.25	19.68	48.35	
浙江盛元化纤有限公司	盛元化纤	核心子公司	100.00	化纤	15.16	53.17	1.26	10.57	
宁波中金石化有限公司	中金石化	核心子公司	100.00	芳烃	73.03	191.51	8.94	29.01	
逸盛大化石化有限公司	逸盛大化	核心子公司	59.21	PTA	54.09	481.06	6.12	8.85	
浙江石油化工有限公司	浙石化	核心子公司	51.00	炼油、石化	254.45	-	0.08	-5.62	
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心参股公司	直接 16.07 间接 13.93	PTA	62.30	370.12	6.49	10.62	
海南逸盛石化有限公司	海南逸盛	核心参股公司	间接 37.50	PTA	33.96	224.35	4.57	-1.18	

注：根据荣盛石化 2018 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]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
资产总额 [亿元]	446.93	630.21	1,214.15	1,549.17
货币资金 [亿元]	59.46	83.16	148.53	118.14
刚性债务[亿元]	215.14	269.00	643.43	920.87
所有者权益 [亿元]	178.86	258.84	357.79	393.37
营业收入[亿元]	460.71	720.39	914.25	596.58
净利润 [亿元]	19.03	20.93	19.68	22.76
EBITDA[亿元]	42.64	47.44	50.07	-
经营性现金净流入量[亿元]	27.28	41.09	48.35	40.21
投资性现金净流入量[亿元]	-35.08	-186.68	-397.78	-311.60
资产负债率[%]	59.98	58.93	70.53	74.61
权益资本与刚性债务比率[%]	83.14	96.22	55.61	42.72
流动比率[%]	85.99	60.32	58.44	61.19
现金比率[%]	36.78	31.95	27.70	22.38
利息保障倍数[倍]	2.88	2.81	1.44	-
担保比率[%]	3.65	2.68	1.70	0.99
营业周期[天]	23.98	21.32	28.21	-
毛利率[%]	10.21	5.48	5.83	6.46
营业利润率[%]	4.60	3.26	2.49	4.32
总资产报酬率[%]	7.22	6.04	3.66	-
净资产收益率[%]	12.37	9.56	6.38	-
净资产收益率*[%]	15.01	14.09	9.11	-
营业收入现金率[%]	114.79	106.74	107.48	115.107
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.10	16.13	11.15	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.04	-45.54	-56.92	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.14	4.09	2.14	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.20	0.11	-

注：表中数据依据荣盛石化经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。其中 2016 年、2017 年数据采用 2018 年审计追溯调整数。

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(%)=期末未清偿担保余额/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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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）
- 《基础化工行业信用评级方法（2016 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。