

恒逸石化股份有限公司  
及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02、  
19 恒逸 01、19 恒逸 02 与 20 恒逸 01

# 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(2020)100555】

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、18 恒逸 02、19 恒逸 01、19 恒逸 02 与 20 恒逸 01

	18 恒逸 R1	18 恒逸 01	18 恒逸 02	19 恒逸 01	19 恒逸 02	20 恒逸 01
	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	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+ 2020年6月24日	AA+/稳定/AA+ 2020年6月24日	AA+/稳定/AA+ 2020年6月24日	AA+/稳定/AA+ 2020年6月24日	AA+/稳定/AA+ 2020年6月24日	AA+/稳定/AA+ 2020年6月24日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+ 2019年6月18日	AA+/稳定/AA+ 2019年6月18日	AA+/稳定/AA+ 2019年6月18日	AA+/稳定/AA+ 2019年6月18日	—	—
首次评级:	AA+/稳定/AA+ 2018年3月15日	AA+/稳定/AA+ 2018年3月15日	AA+/稳定/AA+ 2018年4月8日	AA+/稳定/AA+ 2019年2月13日	AA+/稳定/AA+ 2019年5月17日	AA+/稳定/AA+ 2020年2月26日

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.03	0.03	0.26	1.33
刚性债务	-	31.27	41.69	44.00
所有者权益	103.32	147.35	181.51	181.55
经营性现金净流量	-0.33	-1.12	5.45	0.52
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	358.04	618.35	852.31	918.45
总负债	181.45	390.07	561.67	617.60
刚性债务	135.82	318.57	446.88	528.08
所有者权益	176.59	228.28	290.63	300.85
营业收入	659.60	880.66	796.21	188.73
净利润	19.07	21.54	40.21	8.82
经营性现金净流量	23.80	16.07	-1.12	5.44
EBITDA	32.92	42.45	72.98	—
资产负债率[%]	50.68	63.08	65.90	67.24
权益资本与刚性债务 比率[%]	130.02	71.66	65.04	56.97
流动比率[%]	68.55	68.53	70.24	76.31
现金比率[%]	32.08	41.01	22.91	30.64
利息保障倍数[倍]	6.68	3.31	3.35	—
净资产收益率[%]	12.35	10.64	15.50	—
经营性现金净流量 与流动负债比率[%]	15.28	7.57	-0.35	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率 [%]	-31.73	-38.75	-26.48	—
EBITDA/利息支出 [倍]	9.17	4.43	4.22	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.26	0.19	0.19	—

注:根据恒逸石化经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算;2017 年和 2018 年数据根据 2018 年和 2019 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

### 分析师

何婕好 hejieyu@shxsj.com  
杨亿 yangyi@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、18 恒逸 02、19 恒逸 01、19 恒逸 02 与 20 恒逸 01 的跟踪评级反映了 2019 年以来恒逸石化在市场地位、全产业链优势、盈利能力方面所取得的积极变化,在经营风险分散、权益资本实力等方面继续保持优势,同时也反映了公司在行业波动、PX 产能释放、海外项目、即期偿债、资产流动性、安全环保等方面继续面临压力,在成品油销售、存货跌价方面面临的压力加大。

#### 主要优势:

- **市场地位及全产业链优势。**恒逸石化是炼化-化纤行业龙头企业之一,市场份额高,规模化生产优势明显,市场地位稳固。目前已实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略,截至 2019 年末持有浙商银行股权 3.52%;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波动。
- **盈利能力显著提升。**跟踪期内随着文莱炼化项目全面投产、聚酯产能增加,恒逸石化营业利润大幅增长。
- **2019 年定向增发股份上市,权益资本增强。**恒逸石化非公开发行股票新增股本 2.14 亿股,产生资本溢价 26.99 亿元,权益资本增强。

#### 主要风险:

- **产品价格对油价波动敏感。**PTA、涤纶长丝行业受原油价格下跌影响,2019 年以来恒逸石化下游产品价格承压。此外,公司成品油产品面向东南亚销售,销售价格参照当地市场价,2020 年一季度,原油价格暴跌对公司成品油销

售业绩产生一定不利影响。

- 大规模产能建设投入的产出风险。跟踪期内恒逸石化文莱项目投产，短期内公司资本性支出集中于 PTA、聚酯项目，然而受经济下行影响，下游需求疲软，产能投放后存在一定消化压力。此外文莱项目为跨国经营，对公司的管理能力提出更高要求。
- 刚性债务规模大，存在即期偿债压力。随着恒逸石化文莱炼化项目和聚酯项目的投资，刚性规模逐年增长，且短期债务占比较高，即期偿债压力较大。
- 资产流动性风险。受文莱炼化项目借款抵押影响，恒逸石化受限资产规模较大。且公司流动资产中存货占比较大，受原油价格下跌影响，存货面临跌价风险。
- 安全环保风险。化工产品的生产具有较高的安全和环保要求。作为化纤企业，恒逸石化在生产过程中面临一定的安全和环保风险。

#### ➤ 未来展望

通过对恒逸石化及其发行的上述债券主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望维持稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给上述债券 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、18 恒逸 02、19 恒逸 01、  
19 恒逸 02 与 20 恒逸 01

# 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）、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）、恒逸石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、恒逸石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）和恒逸石化股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（疫情防控债）（分别简称 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02、19 恒逸 01、19 恒逸 02 和 20 恒逸 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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。

该公司最新于 2018 年 12 月 21 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】2141 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。公司分别于 2019 年 3 月、5 月和 2020 年 3 月发行了 19 恒逸 01、19 恒逸 02 和 20 恒逸 01，发行规模分别为 5 亿元、5 亿元和 10 亿元，尚未使用发行额度为 10 亿元。

跟踪期内，18 恒逸 R1、18 恒逸 01 和 18 恒逸 02 进入回售期。其中 18 恒逸 R1 下调票面利率 52BP，调整后票面利率为 5.95%，回售金额 3.69 亿元，回售后 18 恒逸 R1 待偿还本金余额为 1.54 亿元；18 恒逸 01 债券下调票面利率 83BP，调整后票面利率为 5.95%，回售金额 3.84 亿元，回售后 18 恒逸 01 待偿还本金余额为 6.40 亿元；18 恒逸 02 下调票面利率 143BP，调整后票面利率为 5.00%，回售金额 4.99 亿元，回售后 18 恒逸 02 待偿还本金余额为 10.31 亿元。

截至 2020 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 38.25 亿元，付息情况正常。同期末，公司尚在存续期内的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	待偿还本 金余额 (亿元)	期限	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	1.54	3(2+1)年	6.47	2018 年 3 月	30 亿元/2018 年 1 月	正常
18 恒逸 01	10.00	6.40	3(2+1)年	6.78	2018 年 3 月		
18 恒逸 02	15.00	10.31	3(2+1)年	6.43	2018 年 4 月		
19 恒逸 01	5.00	5.00	3(2+1)年	6.38	2019 年 3 月	30 亿元/2018 年 12 月	未到付息期
19 恒逸 02	5.00	5.00	3(2+1)年	6.50	2019 年 5 月		
20 恒逸 01	10.00	10.00	3(2+1)年	5.89	2020 年 3 月		
<b>合计</b>	<b>50.00</b>	<b>38.25</b>	-	-	-	-	-

资料来源：Wind

## 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

### A. 石化行业

近年来我国炼油能力大幅增长，而需求受宏观经济形势影响整体低迷，炼油行业供需过剩局面日渐凸显。目前国内正尝试通过炼油与石化相结合的模式以适应产业需求并获取更多价值，从原油直接生产烯烃和芳烃等化工产品已成为新的市场趋势。2019 年以来受国际原油价格震荡下跌影响，成品油及下游石化产品价格持续下行。2020 年第一季度新冠肺炎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增产降价，原油价格暴跌，价格由原料端逐步传导至下游，而受石化产品的供需及各交易方议价能力影响，石化产品价格下行压力较小。

石油产品是经济的重要基础，是世界经济基本面的“晴雨表”。2018年以来，全球经济低迷、中美贸易摩擦导致油品需求增速大幅下行，同时中东及亚太地区炼油产能快速增长，全球炼油行业景气度下行。2019年全球油品表观需求量为8,840万桶/日，而全年全球炼油产能达到9,840万桶/日，供需明显过剩。2019年我国经济下行，成品油消费增速放缓，根据国家统计局数据显示，2019年全国成品油终端消费3.30亿吨，增速同比下降4.60个百分点，其中汽油表观消费1.25亿吨，同比下降1.00%；柴油表观消费1.46亿吨，同比下降6.37%。同年因4月恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）2,000万吨/年炼化项目及12月荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）舟山炼化项目一期2,000万吨/年炼油等项目投产影响，全国炼油加工能力净增4,550万吨/年至8.78亿吨/年，而全年原油加工量为6.52亿吨，开工率仅为74.26%，为化解产能释放压力，当年我国成品油出口同比大幅增加821万吨至6,685万吨，拉低亚太地区炼油毛利，当年新加坡炼油中心毛利同比下降23.00%至3.01美元/桶。2020年初，受新冠疫情影响，国际原油价格大幅下挫，2020年2月17日布伦特原油价格一度跌至57.91美元/桶，较年初下降13.62%。随着全球疫情的逐渐控制以及各国启动复工复产，国际油价有所恢复；另一方面近期欧佩克+联合会议达成减产协议，将于2020年5月至6月减产970万桶/日，从2020年7月至12月的6个月内减产770万桶/日，石油供需将有所改善，有助于阻止油价进一步下跌，但短期内预计仍将处于低位震荡态势。

芳烃是芳香烃的简称，是石油化工的基本产品和基础原料之一，主要包括苯、甲苯和间二甲苯、邻二甲苯、对二甲苯（简称PX）、乙苯等，其中PX是生产PTA的主要原料。近年来我国芳烃项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游民营石化企业加速向上游扩张。2016-2018年我国PX产能基本不变，2019年是PX产能集中释放期，当年国内新增PX产能合计超1,000万吨/年，其中，恒力石化新增产能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（简称“中石化”）海南炼化二期新增产能100万吨、荣盛石化舟山炼化项目新增产能400万吨/年等。截至2019年末我国PX产能为2,053万吨/年，生产商主要是中石化（产能726万吨/年）、荣盛石化（产能600万吨/年）、恒力石化（产能450万吨/年）、中国石油集团公司（产能269万吨/年）。2019年国内PX产量为1,464万吨，同比增长43.1%；年装置平均开工率为82.60%，较上年提升6.89%。2009-2018年国内PX表观消费量年复合增长率为14%，2018年表观消费量为2,662万吨。与此同时，PX进口替代步伐加快，进口依赖度从2018年的56%降至2019年的43%左右。随着产能的释放，2019年PX价格出现大幅下滑，年末PX价格为6,700元/吨，较年初下降21.18%。2020年预计国内PX新增产能568万吨，未来对外依存度仍将下降，PX利润空间或有所收窄。

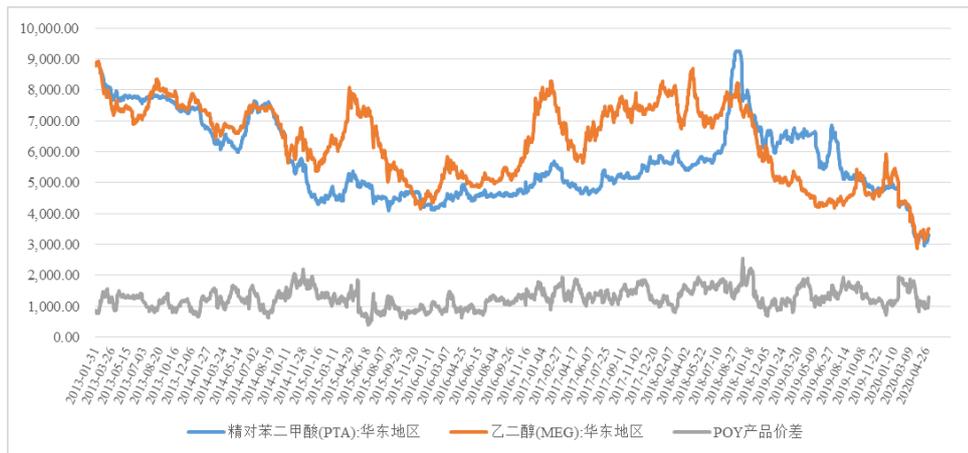
PTA 是 PX 的主要产出物。2015 年以来随着环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰<sup>1</sup>，新增产能有所放缓，与此同时，下游聚酯产能增长，为 PTA 提供强有力的需求支撑，PTA 供需结构好转。2017 年下半年起，整个行业库存下降，供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看，2017 年以来，PTA 价格除季节因素二季度相对较为低迷（低于 5,000 元/吨）外，2017 年 7 月中下旬以来均处于 5,000 元/吨之上波动上行，到 2018 年 9 月价格最高涨至 9,260 元/吨，2018 年四季度以来，受原油价格下跌、聚酯企业减产等因素影响，PTA 价格由高位回落至 2019 年末的 4,860 元/吨左右。2019 年我国新增 PTA 产能 320 万吨，年末 PTA 总产能约为 5,700 万吨。而 2020 年 PTA 也将进入产能扩张期，恒力石化四期 220 万吨、新凤鸣集团股份有限公司（简称“新凤鸣”）220 万吨等新建产能释放，产能增速预期将超过聚酯产能增速，过剩的 PTA 产能将致利润空间压缩，产业链的供需结构变化或将推动利润逐步从 PX、PTA 开始向下游转移。PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，PTA-0.655PX 价差<sup>2</sup>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。2020 年受新冠疫情爆发影响，下游需求有所下降，加之原油价格暴跌，导致 PTA 价格在低迷情况下进一步持续下跌，2020 年 4 月末已跌破 3,100 元/吨。

MEG（又称乙二醇）是炼化产业链中乙烯的产出物，与 PTA 经过缩聚反应后可产出聚酯化纤产品。我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国，MEG 的生产有石油制和煤制两种，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。2019 年我国乙二醇新增产能为 35 万吨，总产能突破 1,000 万吨。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，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高，2019 年累计进口量达 994.70 万吨，同比增长 1.48%，增速较 2018 年减少 10.55 个百分点。价格方面，2016 年初起 MEG 市场价（中间价）呈快速上升状态，到 2017 年初阶段性高点 8,290 元/吨后开始回落，至 2017 年 5 月的低点 5,650 元/吨后再次上行并持续高位震荡至 2018 年 9 月后回落，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 9 月高点 8,230 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，但随后又快速回落，12 月末价格为 4,960 元/吨。2020 年 1 月，MEG 价格反弹突破 5,000 元/吨，但随后价格受新冠疫情和原油价格战影响持续下滑，3 月末已降至 2013 年以来最低价（2,875 元/吨），4 月价格在 3,000 元/吨至 3,500 元/吨之间波动。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

图表 2. PTA 和 MEG 价格走势及下游主要产品 POY 产品价格差（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

政策方面，2017 年 5 月国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，指出要发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，加快中国石油市场开放。2019 年 6 月国家发改委和商务部发布了《鼓励外商投资产业目录（2019）》，提出鼓励外资进入中国石油产业的勘探开发领域。2019 年成品油出口配额累计达 5,600 万吨，超出上年 800 万吨，成品油出口配额限制有所放松。8 月国务院办公厅下发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出取消成品油批发仓储资格审批，零售资质下放地市，乡镇以下加油站使用集体用地，未来成品油零售终端建设将加快。成品油市场改革将使得民营炼化打通零售市场后路更加快捷，竞争战场由城市核心区域逐渐向小城镇下沉，以零售网络为核心竞争力的国营石油公司竞争力将逐渐减弱。

产业链完整度是控制化工企业成本、凸显规模优势的重要因素。目前行业内仅有极少数大型民营企业形成全产业链一体化的制造模式。2019 年末，荣盛石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期项目全面投产，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、芳烃、乙烯等产品；恒力石化 2,000 万吨/年炼化一体化项目全流程打通，可生产出汽油、柴油、航空煤油、芳烃等产品；恒逸石化文莱一期项目全面满产运行，包括 800 万吨/年的原油加工能力及 150 万吨/年芳烃、50 万吨/年苯、600 万吨/年成品油产能。根据各家上市公司 2019 年年报披露，行业内领先民企产业链一体化发展仍在布局，荣盛石化 2,000 万吨/年炼化一体化项目在建，恒逸石化年产 600 万吨 PTA 项目，恒力石化年产 250 万吨 PTA-4 和年产 250 万吨 PTA-5 项目、年产 150 万吨乙烯项目，以及江苏东方盛虹股份有限公司（简称“东方盛虹”）年产 240 万吨 PTA 扩建项目均在建设中，桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10,000 吨苯甲酸、5,600 吨乙醛石化聚酯一体化项目正在筹备建设中。新凤鸣年产 220 万吨 PTA 二期项目预计将于 2020 年三季度投产，届时将具备 440 万吨 PTA 年产能。

图表 3. 行业内核心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	项目进展
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产，二期筹备中
	50 万吨/年差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	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	第一套生产线已于 2020 年 2 月投产
	600 万吨/年 PTA 项目	67.31 亿元	建设中
	福建逸锦新型功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛 50 万吨/年多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
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	建设中
	100 万吨/年多功能聚酯切片项目	25.20 亿元	建设中
	25 万吨/年功能性聚酯薄膜扩建项目	20.00 亿元	建设中
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产，二期筹备中
	50 万吨/年差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	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	第一套生产线已于 2020 年 2 月投产
	600 万吨/年 PTA 项目	67.31 亿元	建设中
	福建逸锦新型功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛 50 万吨/年多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
恒力石化	2,000 万吨/年炼化一体化项目	562.06 亿元	全面投产
	135 万吨/年多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产
	250 万吨/年 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
	250 万吨/年 PTA-5 项目	-	计划 2020 年二季度投产
	恒力化工 150 万吨/年乙烯项目	240 亿元	计划 2020 年二季度投产
	20 万吨/年高性能车用工业丝技改项目	15.20 亿元	计划 2020 年年底投产
桐昆股份	38 万吨/年 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划 2021 年投产
	50 万吨/年智能化超仿真纤维项目	19.20 亿元	计划 2020 年三季度投产
	500 万吨/年 PTA、240 万吨/年新型功能性纤维及 10000 吨/年苯甲酸、5600 吨/年乙醛石化聚酯一体化项目	180.00 亿元	筹备建设中
新凤鸣	220 万吨/年 PTA 项目（一期）	40.00 亿元	已投产
	220 万吨/年 PTA 项目（二期）	32.00 亿元	计划 2020 年三季度投产
	60 万吨/年智能化、低碳差别化纤维项目	18.97 亿元	建设中
	28 万吨/年功能性差别化纤维项目	12.69 亿元	建设中
	28 万吨/年差别化纤维柔性智能化项目	12.94 亿元	建设中
	30 万吨/年功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目	9.94 亿元	建设中
东方盛虹	盛虹炼化一体化项目	676.64 亿元	计划 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 2021 年底投产
	港虹 20 万吨/年差别化功能性化学纤维项目	12.40 亿元	建设中
	240 万吨/年 PTA 扩建项目	38.58 亿元	建设中

资料来源：各家上市公司 2019 年年报，新世纪评级整理（截至 2020 年 3 月末）

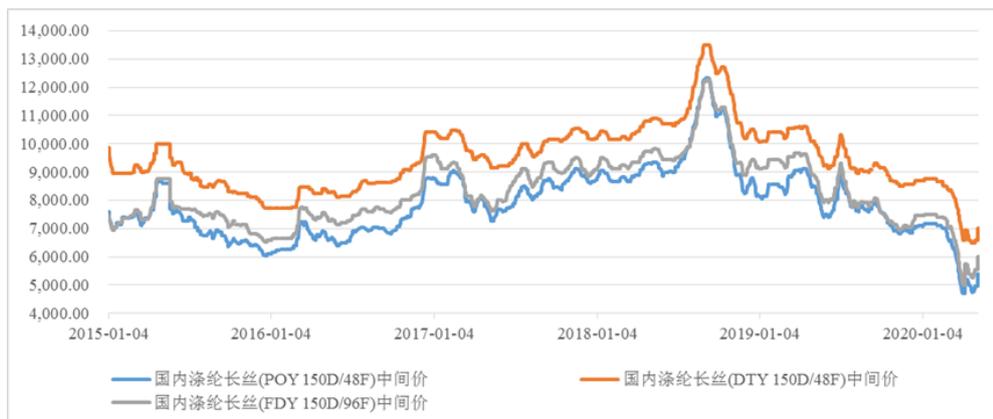
## B. 化纤行业

目前化纤行业集中度高，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。行业内的大型化纤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。2018 年四季度以来，化纤产品价格震荡回落，

2019 年涤纶长丝价差有所收窄。2020 年一季度新冠疫情的不断蔓延加剧了化纤产品需求面的疲软，涤纶长丝价格承压。化纤产品-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。

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，该行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2016 年以来，随着行业供需格局的改善，涤纶长丝行业景气度在连续几年的低位徘徊后逐渐回升。价格方面，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，涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 价格从 2016 年初的 6,100 元/吨、7,725 元/吨和 6,600 元/吨到 2018 年 9 月最高分别达 12,325 元/吨、13,500 元/吨和 12,250 元/吨。但 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，POY 全年均价较上年下滑约 17%。2020 年初新冠疫情爆发，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增产降价，原油价格暴跌。价格由原料端逐步向下游传导，涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。截至 2020 年 3 月末，POY、DTY 和 FDY 价格分别降至 4,750 元/吨、6,850 元/吨和 5,100 元/吨，较年初分别下跌 33.10%、21.26%、31.77%。

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。2017-2019 年我国涤纶纤维产量分别为 3,934.26 万吨、4,014.87 万吨和 4,751 万吨，2019 年增长率为 8.3%。2020 年 1-3 月涤纶纤维产量 948.39 万吨，同比下降 8.80%，预计随疫情影响逐渐减弱，涤纶长丝行业开工将逐步恢复。总的来看，近年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。2011 年开始至 2016 年，纺织服装行业处在结构深度调整期。2017 年以来，纺织服装行业景气度有所回升，2017-2018 年行业工业增加值增速分别为 5.80%和

4.40%。2019 年受经济下行及中美贸易战影响，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 0.90%，增速较上年下降 3.50 个百分点。2020 年初，受新冠疫情爆发影响，国内多数纺织服装企业停工停产，导致纺织服装行业工业增加值出现负增长，2020 年 1-3 月累计同比增速为-19.70%。出口方面，2016-2019 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元、3,076.30 亿元和 2,842.70 亿元，呈逐年下降趋势，其中 2019 年同比减少 7.59%。而受新冠疫情爆发，物流停转影响贸易出口，2020 年 1-3 月纺织业出口交货值较上年同期大幅下降 28.32%至 512.90 亿元。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 2,000 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。但新冠疫情的全球蔓延致部分出口停滞，短期内纺织服装业仍将受较大影响。

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。国内涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步，从 POY 产品价差<sup>3</sup>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。2019 年 POY 产品平均价差为 1,431 元/吨，较上年缩减约 13.8%。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 1,043 元/吨，4 月价差在 1,100 元/吨左右波动。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较大的影响。

政策方面，近年来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、

<sup>3</sup> 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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。

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。全球范围内，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份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。在国内，恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份、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。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、恒逸石化及新凤鸣 POY 产量位于行业前三，拥有明显的规模优势；恒力石化 FDY 销售规模位列行业第一；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，产品差别化率达到 90%，高于同行业其他龙头企业；荣盛石化则以完整的产业链见长。

图表 5. 行业内核心样本企业 2019 年（末）基本数据概览（单位：亿元、%、万吨）

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	PX(设计年产能)	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
恒逸石化	796.21	7.07	150	503.38	562.71	852.31	65.90	40.21	-1.12
荣盛石化	825.00	6.83	600	554.61	225.85	1,825.87	77.23	29.57	-20.52
恒力石化	1,007.82	20.75	450	706.08	266.42	1,743.78	78.93	101.12	169.37
桐昆股份	505.82	11.81	-	57.84	568.21	400.01	52.31	28.96	51.16
新凤鸣	341.48	8.52	-	28.86	389.94	229.01	49.08	13.55	18.25
东方盛虹	248.88	12.13	-	151.00	182.05	350.42	56.34	16.12	52.15

资料来源：数据来源于各家上市公司 2019 年年报，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。

### (3) 跨国因素（文莱）

相比国内成品油过剩局面，东南亚成品油市场缺口较大。根据 Wind 数据显示，东南亚炼油能力约 3 亿吨，汽柴煤等成品油产能约 1.8 亿吨附近，产量约 1.4 亿吨，缺口约 1 亿吨。分产品来看，汽油方面，东南亚存在缺口约 4,900 万吨/年，主要需要进口的国家最大的是印度尼西亚、马来西亚和越南等地，主要的区域内出口国是新加坡和泰国。航空煤油，因为各国对航空业都比较自给自足，更多是贸易流转为主，东南亚主要进口国是越南和其他几个没有炼厂的国家，如文莱、斯里兰卡、菲律宾等地。柴油方面，东南亚存在较大缺口，每年缺口约 4,700 多万吨，主要进口国是越南，孟加拉、菲律宾、斯里

兰卡、缅甸、印尼和马来西亚等地。另外，东南亚距离澳洲比较近，澳洲需要进口成品油，汽柴煤进口量约 2,650 万吨/年。2020 年 IMO 新标实施，低硫燃料油的需求增加。新加坡是主要的船运基地，进口量在 4,000 多万吨，部分 MGO（船用柴油）需要替代船用燃料油，东南亚柴油进口量会增加。从成品油裂解价差来看，历年汽油裂解价差在 8 美元/桶至 13 美元/桶，柴油裂解价差在 13 美元/桶至 16 美元/桶之间波动，航空煤油裂解价差在 12 美元/桶至 14 美元/桶，长期维持在较好裂解价差区间内，公司文莱炼化项目正处于东南亚成品油需求市场腹地，产品销售市场广大，运输便利，优势明显。

文莱每天出产约原油 20 万桶，其中出口石油量达到 19 万桶左右，是东南亚地区第四大产油国，是亚洲第三大液化天然气生产国，也是世界第四大天然气出口国。文莱靠近新加坡原油贸易市场，原油采购便利且物流成本较低。此外，文莱位于连接南中国海和印度洋以及太平洋的海峡附近，港口条件好，距曼谷、雅加达、吉隆坡、马尼拉和新加坡的空中飞行时间都在 2-3 小时，特别是距离海南省仅约 1600 公里，远近于中东、非洲等重要炼油产油区。文莱的地理优势明显。

文莱素有“和平之邦”的美称，政局稳定且社会和睦，雇员成本较低，不征收个人所得税、增值税、营业税、工资税、生产税及出口税，当地竞争企业数量少，且对于外国投资者在持股方面的规定灵活多样。项目最长可享受 24 年企业所得税优惠；与国家“一带一路”战略契合，项目银团贷款拥有国家级战略支持。

因此，该公司在文莱开展油气资源深加工业务具有一定的优势。

## 2. 业务运营

跟踪期内文莱炼化项目一期全面投产，该公司实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式，全产业链优势明显。跟踪期内公司新增成品油及化工品板块收入，但贸易业务量及 PTA 外销量受原料自用量增加影响有所下降，导致 2019 年营业收入小幅下降。虽然公司主业易受行业环境波动影响，但由于公司积极完善全产业链布局，近年来净利润保持增长。随着文莱炼化项目一期全面投产，公司营业利润明显提升。

该公司系国内领先的炼化-化纤龙头生产企业之一，跟踪期内公司文莱 PMB 石油化工项目（简称“文莱炼化项目”）一期项目建成投产，并运营炼厂打通聚酯产业链上游，率先在行业内实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式。

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	业务的核心驱动因素
石化及化纤产品销售	国内、东南亚	规模/资本/成本/管理/技术等

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
PTA 及原料贸易	国内、东南亚	规模/资本/成本等

资料来源：恒逸石化

该公司主要采取横向规模化及纵向一体化相结合发展模式。截至 2019 年末，文莱炼化项目一期新增炼化产能 800 万吨（权益产能 560 万吨），投产以来加工负荷率维持在高位。主要产品的年产能为 PX150 万吨、苯等化工品 265 万吨、汽柴煤等油品 565 万吨。跟踪期内，公司继续积极在聚酯长丝行业进行产能投资并购，通过全资子公司宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）以自有资金 3.50 亿元竞得江苏翔盛高新材料股份有限公司名下的全部资产并以自有资金 8.08 亿元收购杭州逸曠化纤有限公司（简称“杭州逸曠”）100% 股权。截至 2019 年末相关资产已全部过户，公司增加聚酯纤维产能 125.00 万吨。

### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务营业收入及毛利率情况（亿元，%）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计		659.60	880.66	796.21	188.73
其中：核心业务营业收入	金额	656.08	875.06	789.94	187.13
	占比	99.47	99.36	99.21	99.16
其中：（1）PTA 业务	金额	168.98	163.97	114.79	30.15
	占比	25.76	18.74	14.53	16.11
（2）聚酯业务	金额	139.29	294.60	374.40	55.94
	占比	21.23	33.67	47.40	29.90
（3）贸易业务	金额	347.81	416.49	275.31	39.78
	占比	53.01	47.60	34.85	21.26
（4）成品油业务	金额	-	-	22.08	55.62
	占比	-	-	2.79	29.27
（5）化工品业务	金额	-	-	3.36	5.64
	占比	-	-	0.43	3.01
毛利率（%）		3.98	3.75	7.07	8.69
其中：（1）PTA 业务		4.89	6.45	8.69	3.66
（2）聚酯业务		10.11	7.96	9.07	17.59
（3）贸易业务		0.84	-0.55	1.25	2.80
（4）成品油业务		-	-	30.61	5.84
（5）化工品业务		-	-	19.74	13.81

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）、贸易业务和 2019 年起新增的成品油及化工品业务。2017-2019 年，公司营业收

入分别为 659.60 亿元、880.66 亿元和 796.21 亿元，其中 2019 年公司营业收入同比下降 9.59%。从收入构成来看，2019 年 PTA、聚酯、贸易业务占核心业务比例分别为 14.53%、47.40%和 34.85%。一方面公司文莱炼化项目逐步投产及聚酯产能增加后，公司贸易业务量和 PTA 外销数量下降，另一方面受原油价格下跌影响 PTA 销售价格有所下滑。2020 年第一季度，公司实现营业收入 188.73 亿元，同比减少 14.32%，主要系受原油价格下跌导致产业链各产品价格下降，以及公司贸易业务量同比下降所致。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司综合毛利率分别为 3.98%、3.75%、7.07%和 8.69%。跟踪期内公司毛利率有所提升，一方面 2019 年以来原料和化工产品价格均呈现不同程度下跌，但下游化工产品的跌幅小于上游原料的跌幅，化工品价差有所提升，公司 PTA、聚酯产品毛利率得以提升；另一方面公司新增的成品油及化工品业务毛利率较高，拉升了公司整体毛利率水平。2020 年第一季度，公司聚酯产品毛利率进一步大幅提升，一方面系春节及疫情期间产量保持增长，另一方面系公司产品采取预售模式，提前预接订单签订销售合同锁定价差和利润；成品油业务方面，受原油价格暴跌影响，该业务毛利率大幅下降。

整体看，该公司主要产品 PTA 为标准化大宗商品，主要依靠规模化生产和工艺改善降低边际成本以提高竞争优势，下游聚酯主要通过差别化来提升产品附加值、增强市场竞争力。因此，规模化扩张和产品差异化是公司主要的发展方式，经营情况主要受市场供需结构变化的影响。目前，公司通过文莱炼化项目实现向上游产业链的延伸，一定程度对冲了原材料价格波动风险；并通过并购、新建以加大聚酯产能，同时加大提升产品差异化方面的资金投入，以实现提升综合竞争力的目的。

#### A. 主要产品生产情况

近年来，该公司主要产品的产能基本稳定。子公司浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）作为 PTA 的生产主体，位于宁波北仑区，拥有 4 条大型的 PTA 生产线。目前聚酯生产子公司包括恒逸有限、浙江恒逸新材料有限公司（简称“恒逸高新”）、浙江恒逸聚合物有限公司（简称“恒逸聚合物”）等。2018 年公司新增嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料三家全资子公司，并成立了宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）和福建逸锦化纤有限公司（简称“福建逸锦”）两家聚酯公司，聚酯产能合计增加 221.15 万吨。2019 年公司通过宿迁逸达竞拍和收购杭州逸暉分别新增聚酯产能 40 万吨和 85 万吨。另外，公司通过以现金支付方式收购控股股东恒逸集团持有的杭州逸暉 100% 股权，新增总产能 85 万吨。截至 2020 年 3 月末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 650.00 万吨/年、585.57 万吨/年和 20.00 万吨/年。

图表 8. 公司 2020 年 3 月末主要产品产能情况（万吨/年，%）

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
PTA	浙江逸盛	550.00	70.00	385.00
	大连逸盛	600.00	30.00	180.00

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
聚酯	海南逸盛	200.00	42.75	85.50
	恒逸有限	35.00	100.00	35.00
	恒逸高新	160.00	90.67	145.07
	恒逸聚合物	60.00	60.00	36.00
	嘉兴逸鹏	63.00	100.00	63.00
	太仓逸枫	25.00	100.00	25.00
	双兔新材料	105.00	100.00	105.00
	杭州逸曝	85.00	100.00	85.00
	福建逸锦	30.00	65.00	19.50
	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00
	海宁新材料	32.00	100.00	32.00
聚酯瓶片	海南逸盛	150.00	42.50	63.75
己内酰胺	巴陵己内酰胺	40.00	50.00	20.00

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

2019年，该公司PTA产品产能利用率维持在90%以上。聚酯产品方面，近年来产能利用率整体呈上升趋势。此外，2019年11月公司文莱炼化项目一期投产，新增炼化产品产能800多万吨，产能利用情况良好。2020年第一季度受春节因素及新冠疫情下下游需求低迷影响公司PTA和聚酯产品产能利用率均有所下降。

图表9. 公司控股的主要产品生产概况（万吨/年，万吨，%）

项目	PTA	聚酯	炼化产品
2017年	产能	550.00	284.50
	产量	491.49	212.74
	产能利用率	89.36	74.48
2018年	产能	550.00	565.00
	产量	496.33	393.02
	产能利用率	90.24	83.52
2019年	产能	550.00	635.00
	产量	503.38	562.71
	产能利用率	91.52	88.62
2020年第一季度	产能	550.00	635.00
	产量	113.90	131.44
	产能利用率	82.84	82.79

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

注：以上产能数据为年化数据。

## B. 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，原材料主要来自于SABIC Asia Pacific PTE. LTD（新加坡）、Shell Eastern PTE. LTD和中国石化化工销售有限公司、厦门象屿股份有限公司等，其中约55%的PX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90天远期信用证方式支付；对国内供应商以人民币结算，付款主要采用银行承兑汇票方式。文莱原油采购方面，公司40%的原油由文莱直接供应，其余向国外外部非关联方采购，供应商包括SHELL、Tengizchevroil LLP、SINOCHEM等，长期合约占比超过50%，以美元结算、电汇支付，采购价格

<sup>4</sup> 按实际投产天数折算的产能计算所得。

按照到岸的布伦特远期价格（即国际通用原油结算方式）。

2017-2019年，该公司生产用MEG采购量分别为59.27万吨、110.25万吨和205.37万吨，近年来随着公司聚酯产能增加，对原材料需求量扩大，采购量大幅增加。PX方面，随着公司管理优化带动产能利用率提升，PX采购量略有增长，近三年采购量分别为318.63万吨、324.50万吨和343.55万吨。2020年第一季度，随着公司文莱炼化项目一期投产，公司新增150万吨PX产能，PX采购量同比有所下降。原油方面，2019年和2020年第一季度公司原油采购量分别为494.95万吨和255.14万吨。采购价格方面，跟踪期内，公司原材料采购价格随市场价格均有所下降。

图表 10. 公司 2017-2019 年及 2020 年第一季度主要生产用原材料采购情况

年度	MEG			PX			原油		
	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)	购入量 (万吨)	金额 (亿元)	采购均 价 (元/吨)
2017 年	59.27	35.97	6,068.16	318.63	186.01	5,837.86	-	-	-
2018 年	110.25	67.74	6,144.33	324.50	233.37	7,191.77	-	-	-
2019 年	205.37	82.41	4,012.73	343.55	218.21	6,351.58	494.95	171.95	3,474.04
2020 年 第一季度	52.15	20.25	3,882.07	56.44	28.83	5,108.31	255.14	78.43	3,074.11

资料来源：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影响。同时，海外采购PX、MEG及原油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及汇率波动风险。公司衍生金融工具业务主要以远期汇率产品套保为主，2019年产生投资收益为4.09亿元；2019年及2020年第一季度公允价值变动净损益分别为-0.59亿元和1.45亿元。

### C. 产品销售

该公司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产品出厂价是公司在结合自身成本及ACP（亚洲合约价）和国内主流大厂<sup>5</sup>均价的基础上确定，结合市场供求状况每月发布。跟踪期内，公司新增成品油和化工品，均按市场价进行销售。

图表 11. 公司主要产品自用及外销情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 第一季度	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
PTA	自用	113.47	-	175.14	-	274.79	-	40.00	-
	外销	379.81	4,448.97	320.48	5,423.29	228.85	5,016.02	72.64	4,150.45
PET	自用	16.22	-	26.20	-	71.28	-	8.17	-
	外销	194.96	7,144.33	299.60	8,347.42	488.01	7,672.04	78.59	7,118.06
成	自	-	-	-	-	-	-	-	-

<sup>5</sup> 国内主流大厂主要为中国石油化工集团公司、珠海BP化工有限公司和福建石油化工集团有限责任公司（原翔鹭石化股份有限公司）

项目	2017年		2018年		2019年		2020年 第一季度	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
品油	用外销	-	-	-	54.93	4,081.71	164.84	3,316.61
	自用	-	-	-	-	-	-	-
化工品	自用	-	-	-	-	-	-	-
	用外销	-	-	-	12.88	5,062.04	11.20	5,035.81

资料来源：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。

该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。

该公司成品油和化工品销售模式均为直销，签订框架下协议，框架协议下另行签订单笔业务销售合同，结算方式为 TT，开票后 45 天内支付。公司 30% 的成品油在文莱就地销售，剩余部分销往东南亚。公司化工品销售对象主要为关联方，包括海南逸盛、浙江逸盛、香港天逸国际控股有限公司等。

#### D. PTA 及原料贸易业务

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。跟踪期内公司产业链向上游延伸，新增成品油贸易。公司开展贸易主要基于业务规模和业务体系较大，通过贸易可以实现统购统销，在谈判中具有更强的话语权和议价权，公司的贸易主要是以满足供应自己体系内生产为主，同时赚取适当利差。公司于 2017 年设立浙江恒逸国际贸易有限公司（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。

该公司 PTA、MEG、PX 等原料贸易主要由子公司宁波恒逸实业有限公司、浙江逸盛负责。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，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 部分采购来自联营企业大连逸盛投资有限公司（简称“大连逸盛”）下属海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）和逸盛大石化有限公司（简称“逸盛大化”）及其他国内主要 PTA 生产企业。公司根据库存及市场情况，在满足内部原料 PX、MEG 需求的情况下，将余量对外销售。传统销售客户包括厦门建发股份有限公司、东南新材料（杭州）有限公司等相关石化化纤企业。公司原料贸易一般采用直销方式，与客户直接订立销售合同，结算模式款到交货（货权转移）。公司境外购销商品一般以信用证方式结算；国内购销一般采用电汇方式结算，少量采用票据方式结算。2018 年以来，公司新增原油贸易，经营主体为境外子公司恒逸实业国际有限公司（简称“恒逸实

业国际”)负责。公司原油贸易的销售区域为东南亚地区。公司油品贸易业务一般采用直销方式,与客户、供应商直接订立购销合同,交易标的的交割方式通常为货权交割,结算模式款到交货(货权转移),结算方式一般为信用证。公司原材料贸易业务上下游交货付款周期基本在1天内完成,资金占用较少。此外,客户合约合同中基本规定20%作为违约金。由于公司采购生产所需的PX、MEG等原材料须使用外汇结算,为了降低汇率波动风险,公司开展了部分远期外汇业务。

该公司贸易业务毛利率波动主要受PTA及MEG贸易业务毛利率波动影响。一般情况,公司通过锁定购销价差,或快进快出方式规避产品价格波动风险,但产品价格波动较大的市场情况下,PTA贸易业务也承受一定的亏损风险。为了弥补亏损,公司会结合期货套保进行操作。2019年及2020年第一季度,公司贸易业务分别实现收入275.31亿元和39.78亿元,此外2019年公司衍生品交易实现收益4.09亿元。跟踪期内公司贸易业务量有所下降,主要系聚酯产能增加后公司增加原材料自用所致。受益于文莱炼化项目一期投产后PX、PTA贸易毛利增加,公司贸易业务综合毛利率有所提升。

图表 12. 公司 2017-2019 年及 2020 年 1-3 月主要贸易产品销售情况(单位:亿元、%)

贸易品种	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	收入金额	毛利率	收入金额	毛利率	收入金额	毛利率	收入金额	毛利率
PTA	233.57	1.06	187.37	-2.07	134.66	1.16	24.25	2.30
MEG	102.93	0.19	135.82	0.55	39.28	-0.30	11.02	1.69
原油	--	--	65.79	0.01	66.74	0.36	-	-
PX	7.41	2.92	14.46	4.53	24.36	6.61	2.36	5.83
其他	3.90	0.68	14.47	1.46	10.27	1.37	2.15	10.83
<b>合计</b>	<b>347.81</b>	<b>0.84</b>	<b>416.49</b>	<b>-0.55</b>	<b>275.31</b>	<b>1.25</b>	<b>39.78</b>	<b>2.80</b>

资料来源:根据恒逸石化提供的数据绘制

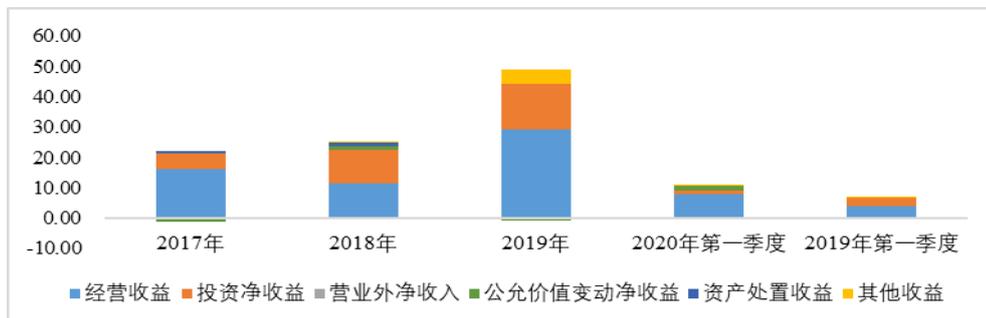
#### E. 浙商银行及其他股权投资情况

该公司的“石化+金融”立体发展模式初具雏形。2016年3月,浙商银行股份有限公司(简称“浙商银行”)在港股上市,股票代码HK02016。2019年11月,浙商银行在上海证券交易所上市,股票代码601916.SH。截至2020年3月末,公司及子公司共持有浙商银行股份比例为3.52%,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,2017-2019年浙商银行分别实现净利润分别为109.73亿元、115.60亿元和131.43亿元,2017-2018年公司收到的现金股利分别为1.27亿元和1.27亿元。

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。2017-2019年海南逸盛实现净利润分别为0.53亿元、4.57亿元和5.60亿元。同期大连逸盛实现净利润分别1.41亿元、8.08亿元和11.65亿元。总的来看,重要参股公司2019年业绩明显较上年继续提升。

## (2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：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

该公司形成了以经营收益为主，投资收益为重要补充的盈利结构。跟踪期内，随着公司产业链完善，毛利率持续提升。公司毛利主要来自 PTA、聚酯产品和成品油，2019 年三者占比分别为 17.74%、60.34%和 12.01%。2020 年第一季度，随着文莱炼化项目一期全面投产，炼化产能逐步释放，当期业务毛利同比显著增长。

相比同行业，该公司 PTA-POY 产能较为均衡，产能优势向下游释放的趋势明显。未来随着 PX 利润空间向下游涤纶长丝端转移，公司盈利的实现依赖涤纶长丝行业的需求稳定性和价差。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	659.60	880.66	796.21	188.73
毛利（亿元）	26.22	33.03	56.26	16.41
其中：PTA	8.26	10.57	9.98	1.10
聚酯	14.08	23.46	33.95	9.84
贸易	2.93	-2.31	3.43	1.11
成品油	-	-	6.76	3.25
化工品	-	-	0.66	0.78
期间费用率（%）	1.42	2.18	3.19	4.33
其中：财务费用率（%）	0.44	0.88	1.27	2.07
全年利息支出总额（亿元）	3.59	9.49	17.30	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.23	2.93	7.03	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2017-2019 年，该公司期间费用率分别为 1.42%、2.18%和 3.19%，呈上升趋势。其中，2019 年公司销售费用同比增长 35.19%至 4.56 亿元，主要系经营规模增长，运输费用、销售人员职工薪酬增加；管理费用同比增长 32.66%至 10.76 亿元，主要系公司加大研发力度所致；财务费用同比增长 30.45%至 10.12

亿元，主要系公司融资规模扩大，利息支出增加所致。2020 年第一季度，公司期间费用率为 4.33%，其中销售费用及财务费用较同期有所增长。

图表 15. 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益	5.16	10.96	15.05	1.06
其中：权益法核算的长期股权投资收益	6.00	9.97	10.87	1.63
处置交易性金融资产取得的投资收益	-0.87	0.99	4.09	-
营业外净收入及其他收益	0.79	1.65	4.57	0.44
其中：政府补助	0.81	1.62	4.78	0.39
公允价值变动损益	-1.28	1.08	-0.59	1.45

资料来源：根恒逸石化所提供数据整理

注：营业外收入 2017 年起因会计政策变更不含经营性补贴收入（其计入其他收益）

该公司利润主要来自营业毛利，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。2017-2019 年，公司投资净收益分别为 5.16 亿元、10.96 亿元和 15.05 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业投资收益和衍生品交易收益。近年来，合、联营企业经营持续改善，贡献的投资收益逐年增长。此外，公司衍生品<sup>6</sup>交易收益分别为-0.87 亿元、0.99 亿元和 4.09 亿元，2019 年大幅增长。同期公司营业外净收入及其他收益分别为 0.79 亿元、1.65 亿元和 4.57 亿元，主要来自政府补助。公司公允价值变动损益主要来自远期外汇等衍生品的公允价值变动。此外，2017-2019 年公司资产减值损失分别为 0.01 亿元、1.39 亿元和-0.20 亿元，其中 2019 年主要系原材料价格大幅下降导致的存货跌价损失。

总体来看，该公司整体盈利能力较好，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司净利润分别为 19.07 亿元、21.54 亿元、40.21 亿元和 8.82 亿元。随着文莱炼化项目一期完全投产，公司全产业链优势逐步得到体现，预计未来经营业绩将有所增长。

### （3）运营规划/经营战略

未来，该公司着力巩固、突出及优化主业核心竞争力，做大、做强石化产业链，完善“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链和“石化+”多层次立体产业布局，持续推进科研创新工程、大数据应用技术，逐步实现全流程智能化、数字化管理，力争发展成为国内领先、国际一流的石化产业集团之一。2020 年公司主要的资本支出是聚酯和 PTA。

#### A. PTA 项目

截至 2020 年 3 月末，该公司在建的 PTA 项目主要为参股公司浙江逸盛新

<sup>6</sup>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。

材料有限公司<sup>7</sup>（简称“逸盛新材料”）负责建设的年产 600 万吨 PTA 工程。项目分两期实施，预计总投资 67.31 亿元，已投资 26.61 亿元，其中 2020 年下半年和 2021 年分别计划投资 35.00 亿元和 5.70 亿元。项目资金由公司自有资金、银行借款、委托贷款、融资租赁等多种融资方式筹措。项目位于宁波石化经济技术开发区内，规划面积约 362.60 亩，建设 PTA 生产装置 2 套，形成年产 PTA 600 万吨的生产能力。建成后，公司新增 PTA 权益产能 300 万吨，新增产能在满足下游聚酯公司生产同时视市场情况以市场价开展部分外卖。

### B. 聚酯纤维项目

截至 2020 年 3 月末，该公司在建的聚酯纤维项目主要为嘉兴逸鹏的年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目、福建逸锦的年产 35 万吨新型功能性纤维项目和海宁恒逸新材料有限公司（简称“海宁新材料”）100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目。2020 年 4-10 月拟投放聚酯产能共 160 万吨。

根据公司 2020 年 6 月 3 日的公告，嘉兴逸鹏年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目已建成运作，共配套新增 75 万吨差别化功能性精品 FDY 生产及运营能力。福建逸锦的年产 35 万吨新型功能性纤维项目建设期 2 年，于 2019 年 7 月开工，项目投资总额预计 15.88 亿元，项目资金由公司自有资金、银行项目贷款等方式构成。海宁新材料项目位于海宁市剑山新区内，规划面积约 1,232 亩，拟新建配套码头、聚酯车间、纺丝车间、加弹车间、PTA 库及配套动力站等，项目投资总额预计 63.60 亿元，建设期 2 年，其中第一套生产线 G 线（产能 25 万吨/年）及相关配套工程已于 2020 年 2 月投产。资金来源为公司自有资金、银行项目贷款、公开发行可转换公司债券等。

图表 16. 聚酯纤维在建项目情况

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	截至 2020 年 3 月末已投资额 (亿元)	年产量 (万吨)
智能化环保功能性涤纶 POY 纤维	海宁新材料	63.60	20.29	39.00
智能化环保功能性涤纶短纤维				50.00
智能化环保功能性涤纶 DTY 纤维				11.00
差别化功能性纤维提升改造项目	嘉兴逸鹏	22.72	8.86	50.00
年产 35 万吨新型功能性纤维项目	福建逸锦	15.88	1.43	75.00
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>102.20</b>	<b>30.58</b>	<b>--</b>

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，未来该公司计划促进聚酯、PTA 提质增效。项目投资完成后，与现有中下游产品形成配套，提升公司产业链发展竞争优势。公司目前在建项目主要集中于 2020-2021 年建成投产，文莱炼化项目一期投产后，公司资本开支压力有所减轻，但仍需关注行业波动等因素可能导致项目投产不及预期的风险。

<sup>7</sup> 公司持股比例 50%

## 管理

该公司产权结构稳定，但实际控制人直接持股比例不高，通过一致行动协议对公司实施控制，存在实际控制人变更的风险。跟踪期内，公司治理与经营管理方面无重大变化。

跟踪期内，该公司产权结构稳定。公司因非公开发行股票，股本增加至 2,841,725,474 股。截至 2020 年 3 月末，恒逸集团直接持有公司 40.86% 的股权（股权结构详见附录一）。邱建林仍为恒逸集团和公司的实际控制人<sup>8</sup>。截至 2019 年末，恒逸集团经审计的合并口径资产总额为 1,047.53 亿元，净资产为 314.64 亿元（其中实收资本为 0.52 亿元），刚性债务余额 615.88 亿元。当年恒逸集团实现营业收入 869.49 亿元，实现净利润 38.57 亿元。2019 年朱菊珍因个人原因申请卸任公司财务总监职务，公司聘任毛应担任公司副总裁兼财务总监。此高管变动对公司经营管理不存在实质影响。

截至 2020 年 3 月末，恒逸集团及其一致行为人所持有的公司股份累计被质押 8.69 亿股，占所持公司股份总数的 74.48%，其中 6.71 亿股用于国家开发银行向文莱项目银团贷款的股权质押，该质押不补仓不平仓。

关联交易方面，2019 年该公司关联购销交易规模有所上升。其中，关联采购 61.74 亿元，主要系向逸盛大化采购 PTA 产品 37.43 亿元和向绍兴恒鸣采购聚酯产品 12.66 亿元；关联销售 9.39 亿元，主要为向巴陵己内酰胺销售能源品、苯及提供货物运输、维保服务共 5.18 亿元和向海南逸盛销售 MEG、PX 和提供货物运输服务共 2.26 亿元。2020 年第一季度，公司关联采购 22.37 亿元，主要系分别向逸盛大化和绍兴恒鸣采购商品及接受劳务共 11.82 亿元和 8.92 亿元；公司关联销售 6.67 亿元，主要系分别向海南逸盛和巴陵己内酰胺销售商品及提供劳务共 4.99 亿元和 1.42 亿元。

图表 17. 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
<b>采购商品/接受劳务</b>					
巴陵己内酰胺	合营企业	24,343.82	38,197.84	39,446.18	9,014.94
海南逸盛	参股公司	6,528.59	47,467.97	70,714.48	5,956.85
逸盛大化	参股公司	253,187.68	389,761.81	374,251.94	118,202.80
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	--	1,967.78	126,562.57	89,236.37
<b>出售商品/提供劳务</b>					
海南逸盛	参股公司	22,370.04	38,988.75	22,551.04	49,875.62
巴陵己内酰胺	合营企业	5,357.48	38,742.43	51,828.06	14,185.03

<sup>8</sup> 2018 年 2 月，邱建林与万永实业、邱祥娟、邱奕博、邱利荣、邱杏娟（合计持有恒逸集团 84.77% 的股权）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。如果任何协议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。并且，邱祥娟及万永实业同意自协议签署日 7 年内未经邱建林同意不会直接或间接转让持有的恒逸集团股份。根据该协议，邱建林为恒逸集团和公司的实际控制人。

关联方名称	关联关系	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	--	5,202.52	13,852.37	1,820.18

资料来源：恒逸石化

根据所提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 10 日该公司本部无欠贷欠息事项。根据 2020 年 6 月 10 日的国家企业信用信息公示系统查询结果，公司本部及主要下属子公司无行政处罚、经营异常和严重违约的情形。

## 财务

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司刚性债务规模有所上升，但随着文莱炼化项目一期完工，短期内公司面临的投融资压力有所减轻，债务规模增速有所放缓。公司资产受限比例较高，但公司流动资产中存货为大宗石化原料，较容易变现。且公司作为上市公司融资渠道畅通，跟踪期内通过非公开发行股票增强资本实力、缓解资金压力。此外公司合计持有浙商银行 3.52% 的股权，能够获得较为稳定的投资收益，且变现能力较强。受文莱炼化项目投产后公司日常生产支出增加且产品销售采用信用证结算影响，2019 年公司经营性现金流呈净流出，但公司持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供良好保障。

### 1. 数据与调整

瑞华会计师事务所对该公司的 2017-2018 年财务报表进行了审计，因瑞华会计师事务所正在接受中国证监会调查，部分业务受限，根据公司业务和未来发展审计的需要将审计机构更换为中兴华会计师事务所。中兴华会计师事务所对公司 2019 年财务报表进行了审计，均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）及其他补充规定。公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2019】6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会【2019】16 号）和企业会计准则的要求编制 2019 年度财务报表。

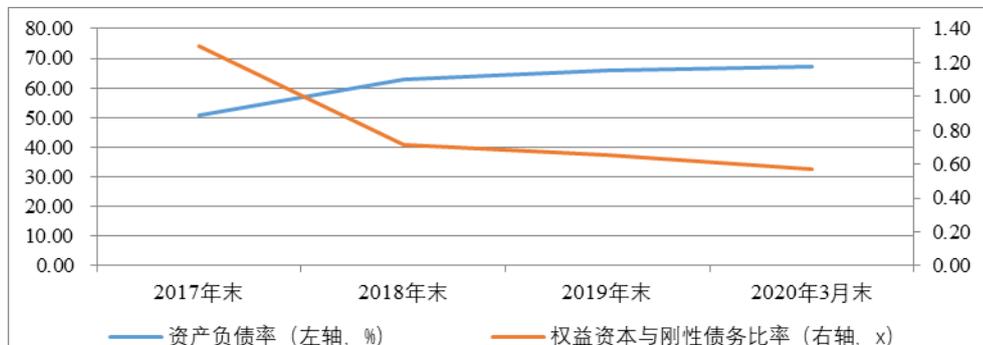
由于 2019 年该公司合并同一控制下企业杭州逸曩，报告中 2018 年财务数据采用追溯调整后的数据。

合并范围变化方面，2019 年，该公司收购杭州逸曩、并新设 4 家子公司。2020 年第一季度公司合并报表范围没有变化。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 34 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



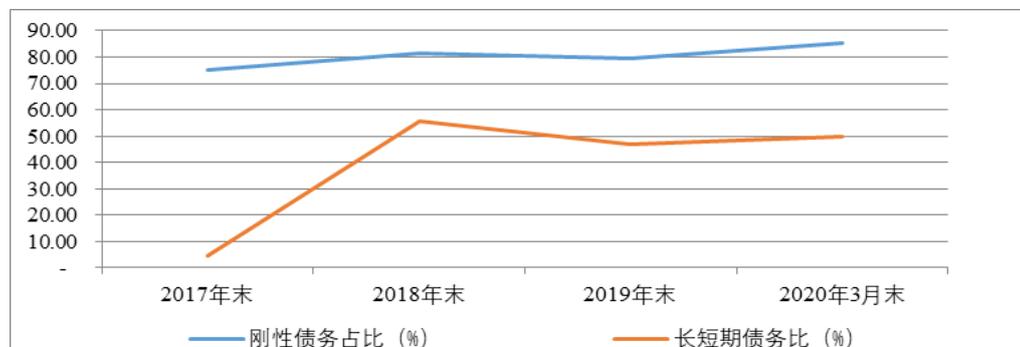
资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

由于文莱项目建设及聚酯化纤公司收购投入，跟踪期内该公司负债规模有所上升。截至 2019 年末，公司负债总额为 561.67 亿元，较上年末增长 43.99%。2019 年由于公司非公开发行股票，期末股本较上年末增长 8.13% 至 28.42 亿元，同时产生资本溢价 26.99 亿元，期末资本公积较上年末增长 26.18% 至 99.93 亿元。此外受益于公司盈利情况良好，跟踪期内未分配利润继续增长。在公司股本、资本公积、未分配利润增长带动下，2019 年末公司所有者权益较上年末增长 27.32% 至 290.63 亿元。2019 年末公司资产负债率小幅升至 65.90%，随着财务杠杆上升，公司权益债务比有所下降，同期末权益资本与刚性债务比率为 0.65。

随着该公司文莱炼化项目一期建成投产，负债规模增速放缓，截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 617.60 亿元，较上年末小幅增长 9.96%，资产负债率小幅升至 67.24%，权益债务比为 0.57。

### (2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	135.82	318.57	446.88	528.08
应付账款 (亿元)	31.27	47.15	96.59	68.64

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年3月末
预收款项（亿元）	3.82	5.47	5.96	8.93
其他应付款（亿元）	5.93	11.42	1.98	2.25
刚性债务占比（%）	74.96	81.67	79.56	85.51
应付账款占比（%）	17.23	12.09	17.20	11.11
预收款项占比（%）	2.10	1.40	1.06	1.45
其他应付款占比（%）	3.27	2.93	0.35	0.36

资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

债务构成方面，跟踪期内该公司负债仍以刚性债务和应付账款为主，2019 年末分别占负债总额的 79.56% 和 17.20%。同期末，公司应付账款 96.59 亿元，较上年末大幅增长 104.85%，主要系公司文莱炼化项目投产后，新增应付恒逸实业(文莱)有限公司（简称“恒逸文莱”）账款所致；预收账款 5.96 亿元，全部为下游客户的预付货款，较上年末基本持平；其他应付款 1.98 亿元，主要包括股权激励回购义务 0.55 亿元、押金及保证金 0.84 亿元等，较上年末大幅下降 82.66%，主要系与恒逸集团、绍兴恒鸣的往来款减少及股权激励到期支付 0.70 亿元所致。从债务期限结构来看，2019 年末，公司长短期债务比较上年末的 55.55% 降至 46.91%，主要系公司短期借款大幅增加 95.43 亿元所致。

截至 2020 年 3 月末，该公司预收账款较年初增长 49.77% 至 8.93 亿元，主要系公司预售 PTA 产品增加所致；应付账款较年初下降 28.93% 至 68.64 亿元，一方面系 2019 年末应付恒逸文莱账款账期到期结算，另一方面系文莱炼化项目原油采购执行浮动计价，2020 年一季度原油价格暴跌导致应付账款下降；其他应付款较年初增长 13.57% 至 2.25 亿元主要系正常经营性未结算费用及押金保证金变动所致。此外 2020 年第一季度公司新增长期借款 25.28 亿元同时新发公司债 20 恒逸 01，优化债务结构，期末公司长短期债务比小幅升至 50.03%。

### （3）刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年3月末
短期刚性债务合计	128.67	181.67	270.82	325.64
其中：短期借款	100.65	137.81	233.24	297.55
一年内到期的非流动负债	2.05	12.80	15.06	14.16
应付票据	25.20	30.96	22.50	13.93
交易性金融负债	0.58	0.10	0.01	-
应付利息	0.19	-	-	-
中长期刚性债务合计	7.15	136.90	176.07	202.44
其中：长期借款	6.51	97.14	127.33	152.61
应付债券	--	29.88	39.90	42.35

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其他中长期刚性债务	0.64	9.88	8.83	7.48

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司刚性债务 446.88 亿元，较上年末增长 40.28%。其中，中长期刚性债务占比为 39.40%。截至 2020 年 3 月末，公司刚性债务增至 528.08 亿元，较上年末增长 18.17%。

截至 2019 年末，该公司短期刚性债务 325.64 亿元，主要包括短期借款 297.55 亿元，较上年末增加 95.43 亿元；一年内到期的非流动负债 15.06 亿元，较上年末增加 2.26 亿元，包括一年内到期的长期借款 6.52 亿元、一年内到期的应付债券 1.80 亿元、一年内到期的长期应付款 6.74 亿元；应付票据 22.50 亿元，较上年末减少 8.46 亿元，主要系公司结算方式调整所致。同期末，公司长期刚性债务 176.07 亿元，主要包括长期借款 127.33 亿元，较上年末增加 30.19 亿元；应付债券为 39.90 亿元，较上年末增加 10.02 亿元，主要系公司新发公司债券“19 恒逸 01”和“19 恒逸 02”所致；长期应付款为 8.83 亿元，较上年末减少 1.04 亿元，系融资租赁款。

该公司主要融资渠道为银行借款，截至 2019 年末，公司银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）为 367.09 亿元，较上年末增长 52.80%。公司银行借款以抵押借款和保证借款为主，分别占比 42.25% 和 33.57%。此外 2018 年起债券融资成为公司融资渠道的重要补充。2019 年末公司债券融资占刚性债务比重为 8.93%。

截至 2020 年 3 月末，该公司银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）本息为 456.22 亿元，以抵押借款为主，公司综合融资成本在 5% 左右。借款期限方面，1 年以内到期刚性债务为 210.01 亿元，占刚性债务比例为 53.92%；3 年以上到期刚性债务为 139.41 亿元，占刚性债务比例为 35.79%。

图表 21. 2020 年 3 月末公司银行借款（仅包含本金）构成（单位：亿元）

借款类型	保证	抵押	质押	信用
短期借款	142.48	43.05	-	5.49
一年内到期的长期借款	0.73	5.11	-	-
长期借款	9.54	143.07	-	-
<b>合计</b>	<b>152.76</b>	<b>191.22</b>	<b>-</b>	<b>5.49</b>

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，该公司 2018 年起通过发行长期债券，优化债务结构，但是主要受文莱炼化项目集中投入影响，公司刚性债务规模上升较快，随着 2019 年 11 月文莱炼化项目一期建成投产，公司债务规模增速有所放缓。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	17.05	16.53	46.68	--
营业收入现金率（%）	105.82	108.12	107.52	130.92
业务现金收支净额（亿元）	22.79	19.10	-3.62	12.28
其他因素现金收支净额（亿元）	1.01	-3.03	2.49	-6.85
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	23.80	16.07	-1.12	5.44
EBITDA（亿元）	32.92	42.45	72.98	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.26	0.19	0.19	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.16	4.46	4.22	--

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。

2017-2019 年该公司营业周期分别为 17.05 天、16.53 天和 46.68 天，跟踪期内，因文莱炼化项目一期建成投产，存货大幅增长，此外产品销售采用信用证结算，应收账款随之大幅增长，公司营业周期有所拉长。2017-2019 年，公司经营性现金净流量分别为 23.80 亿元、16.07 亿元和-1.12 亿元，其中因文莱炼化项目投产后日常生产支出增加且产品销售采用信用证结算导致公司 2019 年经营性现金流净流出。2020 年第一季度，文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金净流量为 5.44 亿元，同比大幅增长。

近三年该公司 EBITDA 呈现逐年上升的态势。2017-2019 年 EBITDA 分别为 32.92 亿元、42.45 亿元和 72.98 亿元，2019 年受益于文莱炼化项目投产公司盈利能力大幅提升。但 2019 年公司刚性债务规模增长较快，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力减弱，分别为 0.19 和 4.22。

#### (2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.87	-2.80	-15.54	-3.09
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	-70.10	-127.19	-113.07	-30.37
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.23	0.61	0.29	-0.29
投资环节产生的现金流量净额	-75.31	-126.79	-124.89	-33.32

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资性现金流均呈现净流出的状态，2017 年以来由于文莱炼化项目及聚酯纤维收购的投资支出增加，投资性现金净流出大幅增长。目前文莱项目一期已建成投产，短期内公司投资主

要为聚酯和 PTA 项目，资本支出压力有所减轻。

### (3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	28.09	28.65	34.95	9.96
债务类净融资额	25.20	107.89	88.30	47.86
其中：现金利息支出	-3.41	-8.27	-15.71	-4.88
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-1.08	2.00	-18.45	-0.66
筹资环节产生的现金流量净额	52.21	138.54	104.80	57.15

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 52.21 亿元、138.54 亿元、104.80 亿元和 57.15 亿元，呈持续净流入状态。近年来公司权益融资渠道主要非公开发行股票及子公司吸收少数股东投资，同期公司权益类净融资额分别为 28.09 亿元、28.65 亿元、34.95 亿元和 9.96 亿元；同期债务类融资净额分别为 25.20 亿元、107.89 亿元和 88.30 亿元，因新增债务规模大于偿还债务规模而持续为正。总的来看，公司投资项目所导致的资金缺口主要依赖筹资活动维持现金流平衡。随着公司文莱炼化项目投产，将一定程度上缓解了公司的资金周转压力。

## 4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	118.99	171.84	268.53	314.14
	33.23	27.79	31.51	34.20
其中：货币资金（亿元）	47.42	90.52	74.40	116.11
应收款项（亿元）	12.66	13.78	58.90	34.66
存货（亿元）	21.15	30.20	91.53	109.74
应收票据（亿元）	13.90	11.08	11.71	8.69
其他应收款（亿元）	0.31	1.42	2.12	1.36
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	239.05	446.51	583.78	604.32
	66.77	72.21	68.49	65.80
其中：固定资产（亿元）	90.54	132.26	387.76	387.81
在建工程（亿元）	51.70	174.95	36.90	47.33
长期股权投资（亿元）	66.00	78.14	92.60	95.86
无形资产（亿元）	5.26	11.40	15.58	15.44
期末全部受限资产账面金额（亿元）	67.29	297.66	338.37	350.57
受限资产账面余额/总资产（%）	18.79	48.14	39.70	38.17

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

随着文莱炼化项目的建设，该公司资产规模不断扩大。截至 2019 年末，

公司资产总额为 852.31 亿元，同比增长 37.84%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末占总资产的比重为 68.49%。

该公司流动资产包括货币资金、应收账款、存货等。2019 年末，公司货币资金为 74.40 亿元，占流动资产的比例为 27.71%，公司以现金于 2019 年 5 月完成对杭州逸暻的收购，货币资金较上年末下降 17.81%，其中受限的货币资金 29.67 亿元，包括信用证保证金 7.53 亿元，承兑汇票保证金 10.39 亿元，保函保证金 0.25 亿元，票据质押托收款 0.19 亿元，司法冻结资金 0.11 亿元<sup>9</sup>和其他受限资金 1.20 亿元；公司应收账款为 58.90 亿元，主要包括信用证结算的货款和战略合作伙伴的应收账款，较上年末大幅增长 327.38%，主要系公司文莱炼化项目产品销售采取信用证结算，未到期信用证计入应收账款科目所致；公司存货为 91.53 亿元，较上年末大幅增长 203.11%，主要系聚酯业务规模增加及文莱项目投产后在途物资和原材料等的增加，其中计提存货跌价准备 0.20 亿元。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产等。2019 年末，公司固定资产为 387.76 亿元，较上年末大幅增长 193.17%，主要系文莱炼化项目、嘉兴逸鹏（B 线）等聚酯项目完工转固和宿迁逸达购入拍卖的资产所致，其中受限的固定资产为 248.81 亿元，占比 64.17%，主要用于售后租回融资租赁和抵押借款；随着在建项目完工转固，公司在建工程较上年末减少 78.91 亿元至 36.90 亿元；公司长期股权投资为 92.60 亿元，较上年末增长 18.51%，主要系公司追加对逸盛新材料的投资 5.45 亿元和权益法下确认的投资收益共 12.08 亿元，其中受限的长期股权投资为 50.33 亿元，占比 54.35%，主要为浙商银行股票，用于文莱项目的借款，质押不涉及股票补仓义务，不存在平仓风险；公司无形资产为 15.58 亿元，较上年末增长 36.62%，主要系土地使用权，其中受限的无形资产为 6.75 亿元，主要用于抵押借款。此外，2019 年末公司商誉为 2.22 亿元，与上年末持平。根据公司与双兔新材料的股东富丽达集团控股有限公司（简称“富丽达集团”）及兴惠化纤集团有限公司（简称“兴惠化纤”）达成的《恒逸石化股份有限公司与富丽达集团控股有限公司、兴惠化纤集团有限公司发行股份购买资产协议》及其补充协议，富丽达集团及兴惠化纤承诺双兔新材料于 2018 年度、2019 年度、2020 年度三个会计年度实现的净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 2.15 亿元、2.25 亿元和 2.40 亿元。如果双兔新材料实现净利润累计数未达到协议的规定，利润差额由富丽达集团及兴惠化纤以恒逸石化股份方式补偿，不足部分以现金方式补偿。2019 年度双兔新材料实现扣非经常性损益净利润 2.48 亿元，高于承诺净利润。同时经减值测试，该商誉及相关资产在 2019 年末预计未来现金流量现值为 246,429.39 万元，未发生减值。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 918.45 亿元，较上年末增长 7.76%。

<sup>9</sup> 主要为双兔的王一士案件 41 万、浙江维新贸易案件 584 万，高新的慧芯智识科技案件 428 万。

公司流动资产为 314.14 亿元，占资产总额的 34.20%，其中货币资金为 116.11 亿元，较上年末增长 56.06%，主要系疫情期间公司为保障运营、补充流动性资金所致，其中受限金额 41.80 亿元；受益于公司销售回笼情况良好，应收账款较上年末减少 41.16% 至 34.66 亿元；存货 109.74 亿元，较上年末增长 19.89%，主要系受新冠疫情影响下游纺织厂延期至 3 月全面恢复生产，公司聚酯产品库存存在一定压力。公司非流动资产为 604.32 亿元，占资产总额的 65.80%，其中在建工程为 47.33 亿元，较上年末增长 28.27%，主要系海宁新材料项目及嘉兴逸鹏项目（C、D 线）投入增加所致。公司其他资产较上年末变化不大。

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产总额为 350.57 亿元，占总资产的 38.17%。其中，货币资金受限 41.80 亿元；应收票据及应收款项融资受限 1.96 亿元；长期股权投资受限 51.56 亿元；固定资产受限 248.24 亿元；无形资产受限 7.01 亿元。

整体看，该公司存货为大宗石化原料，较容易变现，但公司受限资产比例高，公司整体资产流动性较弱。

## 5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	68.55	68.53	70.24	76.31
速动比率 (%)	49.90	52.72	44.62	46.91
现金比率 (%)	32.08	41.01	22.91	30.64

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 68.55%、68.53% 和 70.24%；现金比率分别为 32.08%、41.01% 和 22.91%。跟踪期内因应收账款和存货的大幅增长，公司流动比率有所提升，但速动比率和现金比率依然有所下降。2020 年一季度末，受益于货币资金的增长，公司资产流动性指标有所改善，流动比率、速动比率和现金比率分别提升至 76.31%、46.91% 和 30.64%。

## 6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保共 20 笔，均系向关联企业提供的贷款保证担保，对外担保金额合计 44.51 亿元，担保期限以一年为主。

担保对象	担保金额	担保期限
浙江恒逸石化有限公司	2.14	一年
	1.50	一年
	1.00	一年
浙江恒逸新材料有限公司	4.59	一年
	1.50	一年

担保对象	担保金额	担保期限
	1.57	一年
浙江恒逸聚合物有限公司	2.67	一年
	1.12	一年
嘉兴逸鹏化纤有限公司	1.00	一年
浙江逸盛石化有限公司	3.72	一年
	3.45	一年
宁波恒逸实业有限公司	1.27	一年
太仓逸枫化纤有限公司	0.20	一年
宿迁逸达化纤有限公司	1.89	五年
	0.50	一年
杭州逸曝化纤有限公司	2.00	一年
香港天逸国际控股有限公司	0.71	一年
	1.11	一年
海宁恒逸新材料有限公司	6.59	十年
恒逸实业（文莱）有限公司	5.98	一年
合计	44.51	-

资料来源：恒逸石化

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部自 2018 年起从事原料贸易业务。截至 2019 年末，公司本部总资产为 223.79 亿元，主要包括 155.20 亿元的长期股权投资、68.31 亿元的其他应收款和 0.26 亿元的货币资金；总负债为 42.28 亿元，主要包括 41.69 亿元的刚性债务和 0.58 亿元的其他应付款；所有者权益为 181.51 亿元。2019 年公司本部实现收入 0.60 亿元，净利润 12.61 亿元；经营性现金净流量为-5.45 亿元。整体来看，公司本部债务偿付能力较弱。2018 年以前，公司本部未开展融资活动，2018 年以来本部连续发行了 6 期公司债券，募集资金通过往来款形式用于旗下子公司业务运行及项目投资。公司在集中管控上仍继续通过全资子公司恒逸有限进行。

## 外部支持因素

### 1. 政府支持

2017-2019 年度及 2020 年 1-3 月确认政府补助收入分别为 0.81 亿元、1.62 亿元、4.78 亿元和 0.39 亿元。政府补助项目包括重大产业项目专项奖励资金、销售量提升补贴、促进产业调整专项资金、环保补助等。虽然金额不大，但能给公司盈利带来一定补充。

税收方面，根据国家税务总局“关于发布《促进残疾人就业增值税优惠

政策管理办法》的公告（国家税务总局总局公告 2016 年第 33 号）”文件，公司子公司恒逸聚合物因安置残疾人就业享受增值税即征即退优惠政策；根据浙江省人民政府办公厅文件（浙政办发〔2018〕99 号），自 2018 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日，提高 A 类、B 类企业的城镇土地使用税差别化减免幅度，A 类企业减免幅度为 100%、B 类企业减免幅度为 80%。公司子公司恒逸有限、恒逸聚合物享受 100%减免；公司子公司恒逸高新、浙江恒澜科技有限公司（以下简称“恒澜公司”）于 2019 年 12 月 4 日，取得了由浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、国家税务总局浙江省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，被认定为高新技术企业，有效期三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》以及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》规定，恒逸高新材料、恒澜公司自 2019 年 01 月 01 日至 2021 年 12 月 31 日企业所得税减按 15%征收；公司子公司恒逸文莱因文莱 PMB 石油化工项目满足“先锋企业”的条件，可享受 11 年的免税优惠，即免征公司所得税且进口器械和进口原料免税。

## 2. 集团/控股股东支持

该公司是恒逸集团重要的经营主体，截至 2019 年末，恒逸集团为公司及下属子公司融资提供的担保为 113.27 亿元人民币和 15.98 亿美元。

## 3. 金融机构支持

该公司获得较大规模的银行授信，目前可用授信充足。截至 2020 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 738.86 亿元，其中未使用额度 258.77 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 6 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（其中 3 期债券——18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02 已回售完毕）为债券存续期带来不确定性。

## 跟踪评级结论

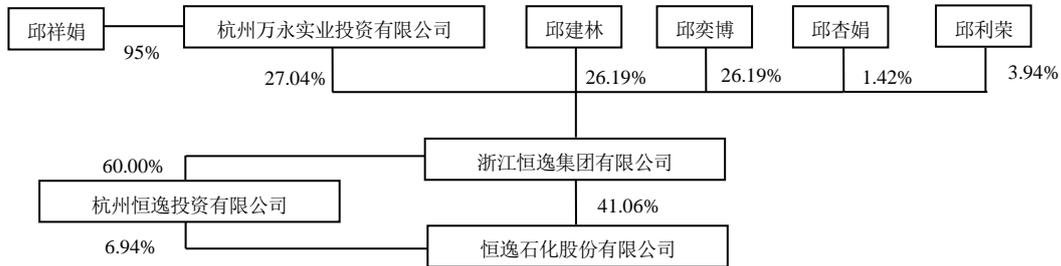
跟踪期内，该公司通过推进文莱炼化项目、收购及新建下游聚酯产能，完善全产业链模式。随着 2019 年 11 月文莱炼化项目一期全面投产，该公司实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式，优势明显。公司新增成品油及化工品板块收入，但贸易业务量及 PTA 外销量受原料自用量增加影响有所下降，导致 2019 年营业收入小幅下降。随着文莱炼化项目全面投产，公司营业利润明显提升。

随着该公司经营规模的扩张，刚性债务规模持续扩大，但随着文莱炼化项目一期完工，短期内公司面临的投融资压力有所减轻，债务规模增速有所放缓。公司资产受限比例较高，但公司流动资产中存货为大宗石化原料，较容易变现。且公司作为上市公司融资渠道畅通，跟踪期内通过非公开发行股票增强资本实力、缓解资金压力。此外公司合计持有浙商银行 3.52% 的股权，能够获得较为稳定的投资收益，且变现能力较强。受文莱炼化项目投产后公司日常生产支出增加且产品销售采用信用证结算影响，2019 年公司经营性现金流呈净流出，但公司持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供良好保障。

新世纪评级将持续关注：（1）原油及化纤行业波动风险；（2）PX 产能释放情况；（3）文莱项目运营情况；（4）在建拟建项目投融资及资金平衡能力；（5）即期偿债资金安排；（6）安全环保压力。

附录一：

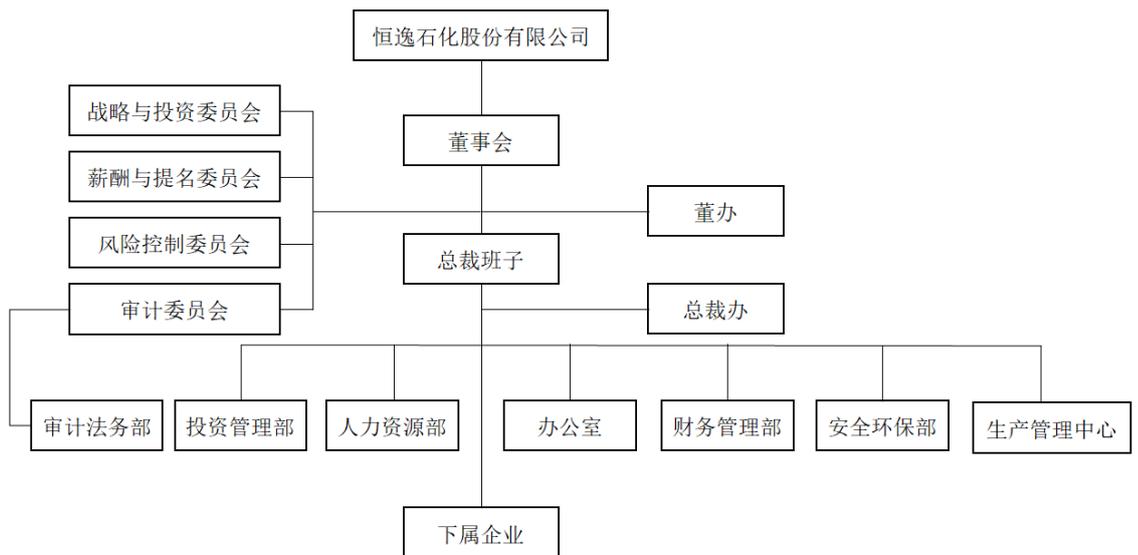
### 公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					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)	EBITDA (亿元)	
浙江恒逸集团有限公司	恒逸集团	公司控股股东、集团最 高层法人实体	—	控股	615.86	314.64	869.49	38.57	1.92	81.00	
<b>恒逸石化股份有限公司</b>	<b>恒逸石化</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>控股</b>	<b>44.00</b>	<b>181.55</b>	<b>0.60</b>	<b>12.61</b>	<b>0.52</b>	<b>--</b>	<b>母公司口径</b>
浙江恒逸石化有限公司	恒逸有限	核心子公司	100.00	化学品生产	370.81	202.55	818.93	36.27	-2.16	62.31	
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心子公司	70.00	化学品生产	57.06	76.48	326.17	14.14	3.74	25.38	
嘉兴逸鹏化纤有限公司	嘉兴逸鹏	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	6.58	25.61	32.36	0.71	1.97	2.20	
太仓逸枫化纤有限公司	太仓逸枫	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	11.03	10.52	26.79	1.35	-5.58	2.69	
浙江双兔新材料有限公司	双兔新材料	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	15.27	16.23	76.32	2.54	0.07	6.08	
杭州逸暎化纤有限公司	杭州逸暎	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	11.63	10.12	51.31	1.01	6.37	2.93	

注：根据恒逸石化 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
资产总额 [亿元]	358.04	618.35	852.31	918.45
货币资金 [亿元]	47.42	90.52	74.40	116.11
刚性债务[亿元]	135.82	318.57	446.88	528.08
所有者权益 [亿元]	176.59	228.28	290.63	300.85
营业收入[亿元]	659.60	880.66	796.21	188.73
净利润 [亿元]	19.07	21.54	40.21	8.82
EBITDA[亿元]	32.92	42.45	72.98	—
经营性现金净流入量[亿元]	23.80	16.07	-1.12	5.44
投资性现金净流入量[亿元]	-75.31	-126.79	-124.89	-33.32
资产负债率[%]	50.68	63.08	65.90	67.24
权益资本与刚性债务比率[%]	130.02	71.66	65.04	56.97
流动比率[%]	68.55	68.53	70.24	76.31
现金比率[%]	32.08	41.01	22.91	30.64
利息保障倍数[倍]	6.68	3.31	3.35	—
担保比率[%]	0.56	0.86	—	14.79
营业周期[天]				
毛利率[%]	3.98	3.75	7.07	8.69
营业利润率[%]	3.11	2.82	6.01	5.82
总资产报酬率[%]	7.58	6.46	7.89	—
净资产收益率[%]	12.35	10.64	15.50	—
净资产收益率*[%]	13.64	11.65	15.39	—
营业收入现金率[%]	105.82	108.12	107.52	130.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.28	7.57	-0.35	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.73	-38.75	-26.48	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.16	4.43	4.22	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.26	0.19	0.19	—

注：表中数据根据恒逸石化经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算；2017 年和 2018 年数据根据 2018 年和 2019 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

**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 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。

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、准确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、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（2012）
- 基础化工行业信用评级方法（2018）
- 基础化工行业评级模型（2019）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。