

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（第二期）

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)011054】

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(第二期)

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2020 年 07 月 07 日

计划发行: 不超过 40 亿元(含)

本期发行: 不超过 10 亿元(含)

发行目的: 项目建设及补充流动资金或偿还公司债务

存续期限: 不超过 5 年(含)

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

增级安排: 浙江荣盛控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

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				
母公司口径数据:				
货币资金	2.31	4.26	3.48	8.13
刚性债务	74.99	73.34	92.15	100.10
所有者权益	86.77	146.05	147.20	146.90
经营性现金净流入量	25.49	-0.78	34.23	6.83
合并口径数据及指标:				
总资产	630.21	1,214.15	1,825.87	1,927.75
总负债	371.37	856.36	1,410.32	1,479.12
刚性债务	269.00	643.43	1,013.32	1,171.91
所有者权益	258.84	357.79	415.68	448.63
营业收入	720.39	914.25	825.00	210.53
净利润	20.93	19.68	29.57	20.55
经营性现金净流入量	41.09	48.35	-20.52	-21.29
EBITDA	47.44	50.07	57.57	-
资产负债率[%]	58.93	70.53	77.23	76.73
权益资本与刚性债务 比率[%]	96.22	55.61	41.02	38.28
流动比率[%]	60.32	58.44	68.49	68.71
现金比率[%]	31.95	27.70	16.24	18.72
利息保障倍数[倍]	2.81	1.44	0.95	-
净资产收益率[%]	9.56	6.38	7.65	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	16.13	11.15	-3.01	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-45.54	-56.92	-32.84	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.09	2.14	1.38	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.11	0.07	-
担保方数据				
总资产	811.91	1,392.85	2,049.64	2,162.62
营业收入	795.54	967.49	880.05	228.43
资产负债率[%]	64.83	72.82	78.17	77.73
经营性现金净流入量	51.21	62.06	1.45	-15.51

注: 根据荣盛石化经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算, 其中 2017 年数据采用 2018 年审计追溯调整数。担保方数据根据荣盛控股经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

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

评级观点

主要优势:

- **市场地位显著。**荣盛石化目前 PX、PTA 权益产能和聚酯产能均位于国内前列, 规模优势明显, 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。
- **政府、银行支持力度大。**舟山炼化项目获得地方政府及国有大型银行在基础设施配套、融资等方面支持。目前项目配套设施完善, 融资渠道通畅, 银行授信充足, 银团贷款可用额度高。
- **产业链完整, 区位优势明显。**荣盛石化拥有“原油—芳烃(PX)、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链, 具备产业链竞争优势, 提高了公司的持续盈利能力和抗风险能力。公司炼化和 PTA 生产基地位于沿海的舟山、宁波和大连, 各基地毗邻港口, 并靠近下游市场, 大宗物料运输较为便利; 聚酯产品生产线位于浙江杭州萧山区, 周边产业集聚, 运输成本较低。公司业务发展具有一定的区位优势。
- **技术装备优势明显。**荣盛石化的舟山炼化项目一期具备 2,000 万吨/年炼油、约 520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯以及 40 多种化工产品生产能力, 规模及技术优势明显, 可根据调节各产品产量以匹配市场需求。
- **主业创现能力强。**荣盛石化主营业务收现能力强, 货币资金较充裕, 可为到期债务偿付提供良好保障。
- **本期绿色公司债由荣盛控股提供担保。**荣盛控股为本期绿色公司债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。荣盛控股系荣盛石化的母公司, 运营较稳定, 资本实力强, 财务较为稳健, 可为本期绿色公司债的偿付提供进一步保障。

主要风险/关注:

- 负债规模大，投资压力持续增加。荣盛石化为建设舟山炼化项目已积聚了较多刚性债务，面临较大的流动性压力。目前舟山炼化项目二期正处于建设阶段，项目投资规模巨大，公司未来两三年仍面临很大的投资压力。
- 原油价格波动风险。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，公司成品油、芳烃、PTA 和聚酯产品的主要原料均为原油，产品市场价格受此影响或有所下跌，经营业绩或受影响。
- 安全环保生产风险。化工生产具有易燃易爆且污染性强等特点。虽然荣盛石化严格遵守安全环保生产准则，但仍存在一定的安环生产风险。

评级关注

非公开发行股票。荣盛石化非公开发行股票议案于 2020 年 1 月 6 日获证监会核准批复，但截至报告出具日仍未发行。如发行成功，公司所有者权益将增加约 80 亿元，将从一定程度上缓解公司资金压力。

➤ 未来展望

通过对荣盛石化及其发行的本期绿色公司债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，本期绿色公司债由荣盛控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，认为本期绿色公司债还本付息安全性极强，并给予本期绿色公司债 AAA 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（第二期）

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 2020 年 3 月末，公司股本为 62.91 亿元，其中荣盛控股持有 65.59% 的股份，李水荣先生持有荣盛控股 60.88% 的股份，并直接持有公司 6.82% 的股份，为公司实际控制人。

图表 1. 截至 2020 年 3 月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，核心业务为各类化工品、油品、化纤、瓶片和薄膜的研发、生产和销售，产品种类丰富，其中主要产品芳烃、PTA¹、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（PX）、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

¹ PTA：精对苯二甲酸，是聚酯涤纶产品的主要原料之一。

志着公司构建“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链的目标完成，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。目前公司主要产品规模优势明显，行业地位突出。公司主业主要经营实体见附录三。

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，计划分期发行。其中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）（简称“19 荣盛 G1”）已于 2019 年 11 月 26 日成功发行，发行金额 10.00 亿元，票面利率 5.42%，发行期限 2 年；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）（简称“20 荣盛 G1”）已于 2020 年 4 月 22 日成功发行，发行金额 10.00 亿元，票面利率 4.77%，发行期限 2+2 年，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期绿色公司债券拟发行额度不超过 10 亿元人民币（含 10 亿元），期限为不超过 5 年（含）。本期债券主要条款如图表 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（第二期）
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 10 亿元人民币（含 10 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:	荣盛控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：荣盛石化

截至 2020 年 6 月末，该公司存续期内债券发行情况如下图表 3 所示，待偿还债券本金 20.00 亿元。目前公司存续债券均未到付息期。

图表 3. 公司截至 2020 年 6 月末存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	注册额度/注册时间	本息兑付情况
19 荣盛 G1	10.00	2 年	5.42	2019-11-26	40 亿元/2018 年 11 月	未到付息期
20 荣盛 G1	10.00	2+2 年	4.77	2020-04-22		未到付息期

资料来源：荣盛石化

(2) 募集资金用途

本期公司债券募集资金拟将不低于 70%用于浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设，剩余部分用于补充公司流动资金或偿还公司债务。

图表 4. 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 日注册成立，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%。

截至 2019 年末，舟山炼化项目一期完全投产，形成 2,000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯（PX）、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。

(3) 信用增进安排

本期绿色公司债由荣盛控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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

自 2019 年 12 月舟山炼化项目一期 2,000 万吨/年炼化装置完全投产后，该公司形成石化和化纤为主的业务模式。

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。

A. 行业概况

石油和化学工业是国民经济的重要支柱产业和基础产业，经济总量大，产业关联度高，与经济发展、人民生活和国防军工密切相关，在我国工业体系中占有重要地位。石油和化学工业主要产品为石油产品（燃料油、润滑油、液化天然气、石油焦炭、沥青等）、基本化工原料（烯烃、芳烃等）、有机化工原料

(烷烃、醛类、醇类、酮类、酚类、有机酸等)及合成材料(塑料、合成纤维、合成橡胶)。

经过多年的快速发展,我国石油化工产业的经济总量已居世界前列,是全球第二石化大国,但是大而不强。目前行业发展仍存在不少问题,如低端产品过剩而高端产品短缺的结构性矛盾较为突出,国内多数石化产品产能过剩,但对二甲苯、乙二醇和苯乙烯等部分有机原料仍大量依赖进口。我国原油的对外依存度不断升高,原油供应安全压力大。近年新增产能连续投产导致市场竞争趋于激烈,同时中东石化产品凭借价格优势大量涌入中国市场,使得国内市场竞争进一步加剧。

2019年,在宏观经济下行压力不断加大、国际国内环境更加严峻复杂的情况下,我国石油和化工行业运行稳中有进,经济增长结构不断优化。据中国石油和化学工业联合会数据,2019年全行业实现营业收入12.27万亿元,同比增长1.3%。其中,炼油业营业收入4.02万亿元,同比增长4.6%;化学工业营业收入6.89万亿元,同比下降0.9%。当年全行业实现利润总额6683.7亿元,下降14.9%。其中炼油业利润总额947.0亿元,同比下降42.1%;化学工业利润总额3978.4亿元,同比下降13.9%。

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2,000万吨/年炼化项目及12月该公司舟山炼化项目一期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。截至2020年5月末OPEC一揽子原油价格为36.83美元/桶,较上年末下降45.81%。

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，恒力石化股份有限公司（简称“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²，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³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。

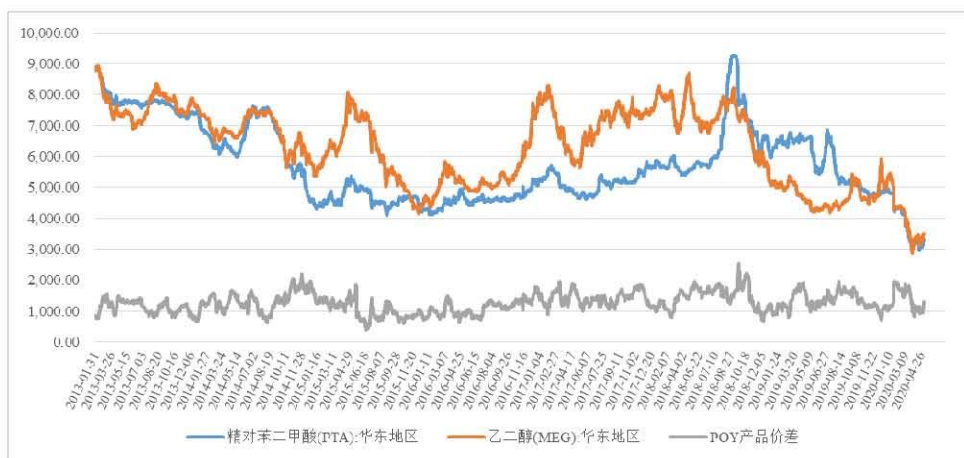
MEG（又称乙二醇）是炼化产业链中乙烯的产出物，与PTA经过缩聚反应后可产出聚酯化纤产品。我国是全球最大的MEG生产国和消费国，MEG的生产有石油制和煤制两种，随着我国大力推广煤制MEG，我国MEG产量稳步增长，对外依存度由2012年的70%以上降至2018年的60%左右。2019年我国乙二醇新增产能为35万吨，总产能突破1,000万吨。但由于煤制MEG在工艺上存在缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，所以我国MEG的对外

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 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。

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。

图表 5. 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

B. 政策环境

2015 年 6 月国家发改委发布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号，简称“方案”）和 2016 年 9 月工业和信息化部发布的《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》（简称“规划”）对我国近几年石化行业的快速发展形成了巨大的推动力。其中，方案提出：优化调整布局，推动产业集聚发展，重点建设七大石化产业基地⁴，推进炼油厂和化工的一体化建设，建设工业园区，推动石化产业绿色、安全、高效发展，同时简化项目审批程序，对《方案内》炼油扩建、新建乙烯、新建对二甲苯项目审批权限下放至省级政府核准，强化项目全程监管。规划目标主要包括：传统化工产品产能过剩矛盾有效缓解，烯烃、芳烃等基础原料和化工新材料保障能力显著提高，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团、世界级化工园区和以石化化工为主导产业的新型工业化产业示范基地；以创新驱动发展，突破一批重大关键共性技术和重大成套装备；推进智能工厂和智慧化工园区发展，规范化工园区建设。

2019 年，国家发布一系列政策，鼓励民资、外资进入国内石化领域。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

⁴ 七大石化产业基地包括：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。

励外资进入中国石油产业的勘探开发领域。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。2019年12月发布的《中共中央 国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》提出：支持民营企业进入油气勘探开发、炼化和销售领域，建设原油、天然气、成品油储运和管道输送等基础设施，支持符合条件的企业参与原油进口、成品油出口。相关政策的出台将进一步推动我国石化产业开放。

C. 竞争格局/态势

石化产业具有投资规模大的特点，行业内企业大多为大型企业集团。近年国内石化行业投资明显升温，特别是民营企业的加快扩张，导致了投资多元化竞争局面的出现。拥有较完整产业链的企业在竞争中占据较大优势地位。

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，该公司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，公司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。预计随着新增产能的释放，国内石化行业结构性产能过剩问题将进一步凸显，行业竞争将愈加激烈。

图表 6. 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
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

样本企业名称	项目名称	总投资	项目进展
	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）

D. 风险关注

原油价格波动频繁。我国原油进口依赖度不断提高，国际原油价格波动对国内炼化企业的经营影响重大。近期国际油价不断刷新低点，炼油及下游化工产品市场价格受此影响或有所下跌，炼化企业经营业绩或受影响。

行业竞争激烈。近年民营化纤企业不断向上游延伸产业链，国内炼油、芳烃、PTA等新增产能不断释放，供应不断上升，市场竞争加剧，PX等产品售价下降，行业利润减少。

安全生产压力。石化产品多为易燃、易爆和有毒物质，生产过程多处在高温、高压或低温、负压等苛刻条件下，潜在风险很大。石化产业的生产工艺技术复杂，运行条件苛刻，如受意外事故影响造成停产对生产经营影响较大。此外，石化生产装置规模大，一旦出现事故，对行业的冲击较大。

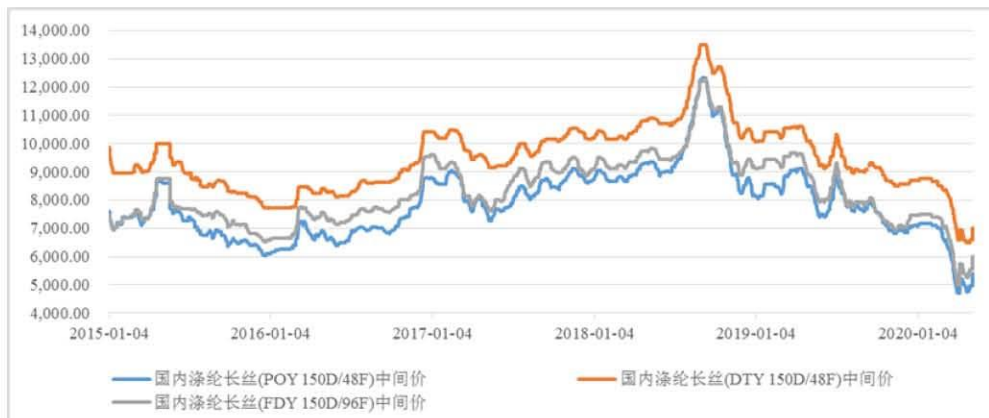
化纤行业

目前化纤行业行业集中度高，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 7. 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⁵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、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

⁵ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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，该公司、恒逸石化、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；公司则以完整的产业链见长。从财务指标来看，公司资产和收入规模处于业界领先地位，但由于近年舟山炼化项目投入规模大，资产负债率偏高。产品盈利方面，由于公司全产业链布局已基本完成，增强了公司的抗风险能力，盈利能力有所提升。

图表 8. 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
荣盛石化	825.00	6.83	600	554.61	225.85	1,825.87	77.23	29.57	-20.52
恒逸石化	796.21	7.07	150	503.38	562.71	852.31	65.90	40.21	-1.12
恒力股份	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。

2. 业务运营

随着 2019 年 12 月舟山炼化项目一期完全投产，该公司形成了“原油—芳烃 (PX)、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，主要产品 PX、PTA、聚酯等产能位于全国前列，规模优势明显，行业地位突出。虽然近年公司营业收入随各子行业景气度波动而有所波动，但毛利率持续提升，净利润总体呈增长态势；2020 年一季度舟山炼化项目一期开始体现效益，公司盈利明显提升。随着舟山炼化项目二期建设的推进，公司未来两三年仍将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，目前已形成“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，处于行业龙头地位。2019年12月完全投产的舟山炼化项目一期具备2,000万吨/年炼油、约520万吨/年芳烃、140万吨/年乙烯的生产能力，使公司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，极大的增强公司的市场地位及经营的稳定性。目前舟山炼化项目一期所有装置均实现了满负荷运行，所生产产品质量稳定，销量较好，2020年第一季度公司效益明显提升。目前公司PX、苯乙烯、乙二醇产能约占国内同类产品2019年末总产能的27.28%、15.17%和9.00%，规模优势较明显。

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		2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计		720.39	914.25	825.00	210.53	164.61
其中：（1）炼油芳烃系列产品	金额	142.27	190.77	204.97	91.44	48.04
	占比	19.75	20.87	24.85	43.44	29.18
（2）化工系列产品	金额	-	-	-	24.15	-
	占比	-	-	-	11.47	-
（3）PTA	金额	191.96	221.44	200.19	34.66	52.26
	占比	26.65	24.22	24.27	11.47	31.75
（4）化纤产品	金额	95.35	110.28	102.74	15.39	23.47
	占比	13.24	12.06	12.45	7.31	14.26
（5）化工品贸易	金额	289.98	389.89	315.15	44.12	40.49
	占比	40.25	42.65	38.20	20.96	24.60
毛利率（%）		5.48	5.83	6.83	17.77	5.29
其中：（1）炼油芳烃系列产品		12.88	12.80	13.25	26.22	10.05
（2）化工系列产品		-	-	-	29.65	-
（3）PTA		3.73	7.47	8.11	1.17	4.58
（4）化纤产品		12.07	8.80	8.62	12.29	5.40
（5）化工品贸易		0.88	0.55	1.21	8.48	0.06

资料来源：荣盛石化

2020年以前，该公司营业收入主要来自芳烃、PTA、化纤产品（含PET切片、POY、FDY、DTY、薄膜等）和化工品贸易业务。2017-2019年公司营业收入分别为720.39亿元、914.25亿元和825.00亿元。其中2017年原油价格显著上升，支撑石化及化纤类产品价格上涨，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；2019 年原油价格下行逐步传导至下游，公司各化工产品销售价格下滑导致当年营业收入有所下降。

该公司其他业务主要是化工品贸易，包括 PTA、燃油等其他相关原料贸易，虽然收入规模大，但由于毛利率很低，对公司盈利贡献小。2017-2019 年公司化工品贸易收入分别为 289.98 亿元、389.89 亿元和 315.15 亿元。2019 年化工品贸易收入中 PTA 贸易收入为 74.05 亿元，占比约 23.50%。

2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，该公司 PTA 及化纤产品业务因下游停工及物流运输受阻等因素影响，收入分别同比下降 53.79%和 34.43%。但随着舟山炼化项目一期炼化一体产能逐步释放，形成完整的上下游产业链，公司的营收结构改变，带来营力能力的提振，当期公司营业收入同比增长 27.89%至 210.53 亿元，毛利率较上年同期大幅上升 10.94 个百分点。

A. 炼油石化板块

1. 炼油芳烃系列产品

该公司炼油芳烃系列产品主要是成品油及芳烃系列。舟山炼化项目一期 2,000 万吨/年生产线可产出达到国 VI 标准的汽油和柴油并对外销售；所产航空煤油在 4 月 16 日浙石化收到中国民用航空局颁发的航煤技术标准规定项目批准书(CTSOA)，标志着浙石化获得航煤生产、销售资质，将正式进入国内民用航空燃料市场。

原油采购方面，该公司从中东、俄罗斯等地区采购原油，其中来自中东的原油占比 80%以上，采用长短约配合和多渠道采购实现原油的稳定供应。公司原油采购价格参照普氏油价，主要供货方是沙特阿拉伯国家石油公司（简称“沙特阿美”），付款方式为信用证。另外，为确保未来浙江自贸区及舟山炼化项目原料端的稳定供应，2019 年 9 月浙江省政府与沙特阿美签署了合作备忘录，计划向沙特阿美转让浙石化 9.00%股权⁶，预计沙特阿美未来将在原油供给方面为浙石化提供有力保障。

生产方面，舟山炼化项目为炼化一体化项目，工艺流程配置偏重于化工产品（重化少油），芳烃、乙烯等产能是同业中类似产能的 2-3 倍。一期达产后每年可生产 92#汽油 227 万吨、95#汽油 150 万吨、煤油 284 万吨、柴油 172 万吨、PX400 万吨、苯乙烯 120 万吨，以及乙二醇、苯和聚丙烯等 20 多种化工产品。一期 2,000 万吨/年炼化一体化项目于 2019 年 5 月将第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行，随后炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置等陆续投料试车，12 月打通全流程全面投产，实现稳定运行并生产出合格产品。

目前该公司成品油的主要销售市场为以浙江省为主的华东地区及华南地

⁶ 舟山市政府控股的舟山海洋综合开发投资有限公司拟转让浙石化 9%的股权，占浙石化注册资本的比例较低，因此本次股权转让不会影响浙石化前三大股东的股权结构和公司对于浙石化的控股权。

区，汽柴油的客户主要为中石化、中石油、中海油等国有大型石化集团，航空煤油及喷气燃料的客户为中国航油和中石化。公司成品油销售回款方式为货到付款，截至 2020 年 3 月末 公司 92#汽油平均销售单价 6,104 元/吨，0 号车用柴油（国VI）平均销售单价 5,932 元/吨，3 号喷气燃料平均销售单价 4,453 元/吨。此外，根据公司 2020 年 4 月 29 日公告显示，浙石化获得商务部 2020 年第一批低硫船用燃料油出口配额中的 100 万吨，成为首家获得成品油非国营贸易出口配额的企业，公司成品油销售空间得以拓展。2019 年公司炼油产品销量为 53.93 万吨，同期分别实现收入 26.21 亿元，毛利率为 27.07%。

主要为促进成品油销售，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”），在浙江省内自建加油站进行成品油销售。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%，截至 2020 年 3 月实缴资本 10.00 亿元，其中浙石化已出资 4.00 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。截至 2020 年 3 月末已运营加油站 2 座，销售成品油 0.01 万吨，实现月收入 78.29 万元。在建加油站 99 座，预计于 2022 年末全部建成后可出售汽油和柴油共计 300 万吨/年。

2020 年以前该公司的芳烃系列（主要系 PX）由子公司宁波中金石化有限公司（简称“中金石化”）负责经营。中金石化芳烃产能为 200 万吨/年，2017-2019 年芳烃产量分别为 301.92 万吨、368.57 万吨和 382.40 万吨，全部对外销售，同期销量分别为 314.94 万吨、367.32 万吨和 382.39 万吨，产销率分别为 115.33%、104.31%和 99.66%。由于国内芳烃供不应求，公司芳烃产能利用率维持在高位。

2020 年第一季度，舟山炼化项目一期建成投产后，该公司新增 400 万吨/年 PX 产能。舟山炼化项目装置规模大，可形成较大的规模优势，有利于公司控制生产成本。2020 年第一季度浙石化一期项目产出炼油芳烃系列产品 314.07 万吨，产能利用率为 100.80%，当期销量为 140.43 万吨，实现销售收入 55.91 亿元。中金石化芳烃系列产量为 92.25 万吨，产销率为 91.10%。

图表 11. 2017 年以来中金石化芳烃系列产品产销情况

芳烃	折合产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能 利用率	销量 (万吨)	产销率	销售均价 (元/吨)
2017 年	200	301.92	150.96%	314.94	104.31%	4,517.22
2018 年	200	368.57	184.29%	367.32	99.66%	5,193.39
2019 年	200	382.40	191.20%	382.39	100.00%	4,674.99
2020 年第一季度	50	92.25	184.45%	87.54	94.89%	-

资料来源：荣盛石化

注：2020 年第一季度各产品产能为年化产能*1/4，下同

该公司芳烃产品主要销售给浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”，截至 2020 年 3 月末公司持股 30%）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。2017-2019 年中金石化芳烃系列产品实现销售收入 142.27 亿元、190.77 亿元和 178.77 亿元，毛利率分别为 12.88%、12.80%和

11.22%。其中 2017 年芳烃市场价格处于高位，芳烃业务毛利率较高，而 2018 年以来原油价格持续下行，芳烃系列产品价格难以维持，芳烃系列业务毛利率持续下滑。

2020 年第一季度，该公司炼油芳烃系列业务受新冠肺炎疫情影响较小，同时市场需求在 3 月末疫情有所缓解时逐步恢复，当期实现收入 91.44 亿元，其中中石化芳烃系列收入为 35.54 亿元。毛利率方面，在疫情及国际原油价格大幅下跌双重影响下，公司芳烃等炼化产品下游需求仍在，价格整体维持，炼油芳烃系列产品毛利率较上年末大幅上升 12.97 个百分点至 26.22%。

2. 化工系列产品

随着舟山炼化项目一期顺利投产，该公司化工产品多样性大幅提高，2020 年第一季度新增化工系列产品，目前公司拥有 140 万吨/年乙烯、170 万吨/年纯苯、120 万吨/年苯乙烯、90 万吨/年乙二醇的生产能力，以及产能不等的聚乙烯、聚丙烯、丙烯晴等 20 多种炼化产品，全产业链优势明显。目前公司苯乙烯和乙二醇产能约占国内同类产品 2019 年末总产能的 10.00% 和 9.00%。2020 年第一季度公司乙烯等产量为 70.90 万吨，其中 1.09 万吨自用，对外销售 48.27 万吨，实现销售收入 24.15 亿元。

3. 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。公司 PTA 产能沿海岸线从北到南布局于辽宁大连、浙江宁波和海南洋浦，分别对应子公司逸盛大石化有限公司（简称“逸盛大化”，公司持股）、联营企业浙江逸盛和海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”，截至 2020 年 3 月末公司持股 42.50%），截至 2020 年 3 月末上述 3 家子公司 PTA 年产能分别为 600 万吨/年、540 万吨/年和 210 万吨/年，合计占国内 2019 年末 PTA 总产能的 23.68%。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，元/吨）

PTA	年产能	产量	产能利用率	自用	销量	产销率	销售均价
2017 年	600	571.54	95.26%	114.17	439.54	96.10%	4,367.29
2018 年	600	532.62	88.77%	132.68	397.79	99.46%	5,566.76
2019 年	600	554.61	92.44%	145.84	404.64	98.99%	4,947.36
2020 年第一季度	150	128.61	85.74%	28.42	89.63	89.46%	3,866.72

资料来源：荣盛石化

注 1：2020 年第一季度产能为年化产能*1/4

注 2：产销率=100%*销量/（产量-自用）

该公司生产的 PTA 销售以外销为主，近三年一期 PTA 自用比例均小于 30%，主要用于进一步加工成聚酯产品。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，2017-2019 年及 2020 年第一季度收入分别为 191.96 亿元、221.44 亿元、200.19 亿元和 24.15 亿元。同期，公司 PTA 业务毛利率分别为 3.73%、7.47%、8.11% 和 1.17%。近年来行业内落后产能淘汰加速及部分

生产商因事故而停产，行业供需矛盾有所缓解，公司 PTA 盈利能力持续改善。2018 年下半年以来，受原油市场价格影响，原料价格下跌，而 PTA 市场价格降幅较小，PTA 毛利率持续上升，2019 年公司 PTA 毛利率升至 8.11%。公司 PTA 下游客户集中度较高，前五大客户合计销量为总销售量的 43.23%，同时客户需求较为稳定，订单可持续性较强。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。随着舟山炼化项目一期完全投产，公司芳烃实现完全自给，PTA 的原料供应和生产更为稳定，公司 PTA 盈利能力或将有所上升。

图表 13. 2019 年公司 PTA 前五名客户销售情况

客户	金额（万元）	数量（万吨）	均价（元/吨）
浙江恒逸石化有限公司	268,157.45	55.41	4,839.29
航天长城贸易有限公司	195,414.70	39.50	4,946.68
浙江华瑞集团有限公司	174,350.78	34.60	5,039.52
升华集团控股有限公司	118,103.02	21.16	5,582.55
上海纺投贸易有限公司	109,376.40	21.59	5,065.95

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。目前逸盛大化与各供应商按年签订芳烃采购协议，采购合同以定量浮价的方式确定交易金额，即约定一定期间内的采购数量，以市场价格为基准进行结算。

B. 化纤板块

该公司化纤产品板块以聚酯涤纶产品为主，辅以少量的薄膜产品，主要产能集中于本部及其下属的子公司浙江盛元化纤有限公司、浙江永盛科技有限公司。经过多年发展，公司聚酯产业链相对完整，目前拥有 5 套聚酯-纺丝-加弹一体化生产线，设计产能为 PET130 万吨/年、FDY 及 POY 合计 94 万吨/年、DTY35 万吨/年，产能利用率超过 85%，产销率超过 90%。聚酯薄膜产能 25 万吨/年，2019 年产能利用率为 157.32%。

随着行业内新产能投放以及落后产能退出，聚酯行业供需情况已基本稳定。2017-2019 年，该公司聚酯业务分别实现收入 95.35 亿元、110.28 亿元和 102.74 亿元，总体较为稳定。2018 年公司聚酯产品销量大幅增长，带动业务收入同比增长 15.66%；2019 年行业景气度下行，产品价格下跌，聚酯业务收入同比下降 6.84%。2017-2019 年公司聚酯业务毛利率分别为 12.07%、8.80% 和 8.62%，盈利空间压缩主要系近年来原材料 PTA 价格持续走低传导至聚酯行业所致。

图表 14. 2019 年度及 2020 年第一季度公司化纤产品产销情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

2019 年度						
产品名称	产量	自用	销量	销售收入	销售均价	收入同比增长
PET	105.46	85.34	20.65	12.99	6,288.39	-1.22%
POY	35.86	34.58	1.02	0.66	6,433.98	-8.33%
FDY	49.34	-	50.22	38.18	7,602.69	-8.75%
DTY	35.19	-	35.41	30.19	8,526.93	-14.89%
聚酯薄膜	39.33	14.29	25.24	20.72	8,211.60	8.42%
2020 年第一季度						
产品名称	产量	自用	销量	销售收入	销售均价	收入同比增长
PET	31.16	24.66	3.96	2.09	5,272.36	-24.73%
POY	11.48	9.35	0.16	0.08	4,878.06	-61.32%
FDY	13.02	-	7.97	5.05	6,335.79	-44.57%
DTY	9.23	-	5.24	3.94	7,513.36	-43.28%
聚酯薄膜	10.25	3.70	5.40	4.24	7,842.59	-4.64%

资料来源：荣盛石化

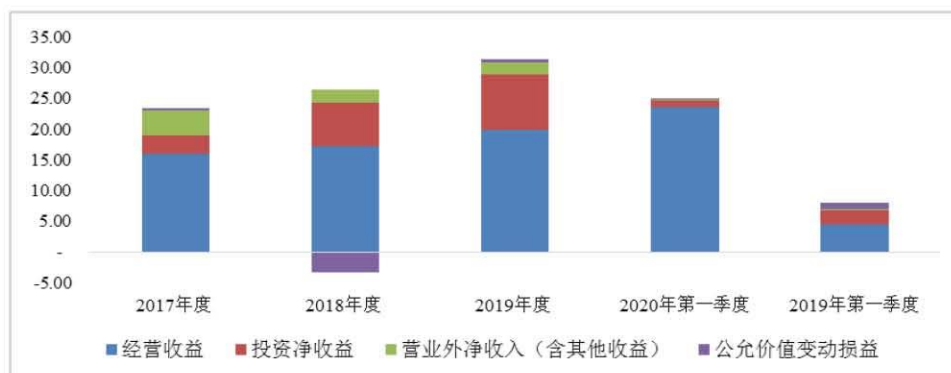
该公司聚酯产品的主要原料之一 PTA 主要由子公司逸盛大化和联营企业浙江逸盛提供。2019 年公司从逸盛大化采购 PTA187.28 万吨，金额（去税，下同）为 90.79 亿元；从浙江逸盛采购 PTA 10.76 万吨，金额为 4.85 亿元。聚酯产品的另一种主要原料 MEG 主要从沙伯亚太有限公司（简称“沙伯亚太”）采购，同期 MEG 采购量为 73.47 万吨，采购金额为 28.41 亿元，其中采购自沙伯亚太 21.10 万吨，金额为 8.78 亿元。

该公司聚酯产品采用直销为主、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。

2020 年第一季度新冠疫情导致下游纺织企业纷纷停工停产，同时部分订单因物流运输受阻而无法正常交付，该公司聚酯产品成交量减少，当期实现业务收入 15.39 亿元，同比大幅下降 52.50%；而当期毛利率较年初上升 3.67 个百分点至 12.29%，主要系原材料 PTA 价格跌幅超过聚酯产品价格跌幅所致。

(2) 盈利能力

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, 投资收益为重要补充的盈利结构。随着公司产业链逐步完善, 近年来毛利率持续提升, 带动毛利持续增长 (见图表 16)。公司毛利中, 炼油芳烃系列产品和 PTA 的毛利占总毛利的比例较高, 2019 年两者占比分别为 48.23% 和 28.83%。2020 年第一季度, 随着舟山炼化项目完全投产, 炼油产能逐步释放, 当期炼油芳烃业务毛利显著增长, 成为当期毛利的最大贡献者。

图表 16. 公司营业利润结构分析 (单位: 亿元、%)

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	720.39	914.25	825.00	210.53	164.61
毛利率	5.48	5.83	6.83	17.77	5.29
期间费用率	2.92	3.69	3.75	4.63	2.47
其中: 财务费用率	0.61	1.46	1.14	2.83	-0.07
全年利息支出总额	11.59	23.45	41.71	-	-
其中: 资本化利息数额	2.48	12.65	33.48	-	-

资料来源: 根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司近三年一期的期间费用分别为 21.03 亿元、33.71 亿元、30.91 亿元和 9.74 亿元。其中财务费用增长较快, 主要是舟山炼化项目开工后⁷公司银行借款规模持续扩大, 其中 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, 2017-2019 年及 2020 年第一季度分别为 5.09 亿元、7.40 亿元、7.78 亿元和 1.97 亿元。公司经营收益持续增长, 2017-2019 年和 2020 年第一季度分别为 15.89 亿元、17.23 亿元、19.90 亿元和 23.61 亿元。

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。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	3.03	7.06	9.01	0.96	2.24
其中：联营企业	2.15	5.37	8.29	0.36	1.94
期货及远期外汇	0.48	1.29	1.57	0.54	0.22
委托贷款收益	0.40	0.35	0.29	0.06	0.08
营业外净收入&其他收益	4.17	2.04	1.90	0.25	0.14
其中：政府补助	4.18	1.86	1.84	0.25	0.14
公允价值变动损益	0.36	-3.40	0.62	0.23	1.11
其中：期货及远期外汇	0.36	-3.40	0.62	0.23	1.11

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资净收益分别为 3.03 亿元、7.06 亿元、9.01 亿元和 0.96 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，近年盈利状况良好，和浙江萧山农村商业银行股份有限公司⁸（简称“萧山农商行”）一起为公司贡献了较大的投资收益。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司其他收益分别为 4.17 亿元、1.86 亿元、1.84 亿元和 0.24 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，同期公司公允价值变动损益分别为 0.36 亿元、-3.40 亿元、0.62 亿元和 0.23 亿元，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，2017-2019 年及 2020 年第一季度公司净利润分别为 20.93 亿元、19.68 亿元、29.57 亿元和 20.55 亿元。随着舟山炼化项目一期完全投产，公司全产业链优势将逐步得到体现，预计未来经营业绩将大幅增长。

（3）运营规划/经营战略

自 2017 年起，该公司投资重点为在舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建设的 4000 万吨/年炼化一体化项目。该项目分二期建设，其中一期建设拥有 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年 PX、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。项目建设主体为控股子公司浙石化，计划投资总额 1,730.85 亿元人民币，其中一期投资 901.56 亿元，二期投资 829.29 亿元。项目完全建成后，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，极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。一期已于 2019 年末完全投产。截至 2020 年 3 月末二期已投资 184.81 亿元，预计 2021 年第一季度完全建成。

⁸ 该公司持有萧山农商行 9.71% 的股份，并在萧山农商行董事会中派有代表，享有实质性的参与决策权，可以通过该代表参与萧山农商行财务和经营政策的制定，达到对其施加重大影响。

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⁹，期限为 12 年，宽限期 2 年，可用余额充足；项目二期的银团贷款融资规模暂定为 580 亿元，期限为 12 年，相关工作目前正在推进中。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，公司将在年内择机发行。

该公司还有一些在建项目，如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 56.31 亿元，投融资规模较小，截至 2020 年 3 月末尚需投入 27.43 亿元。

在环保改造方面，2017-2019 年该公司累计投入 14.09 亿元用于环保技改，其中在废气治理投资 3.94 亿元，在废水处理投资 7.60 亿元。预计公司后续每年仍将有一定额度的环保投入。

另外，该公司参股的浙石油注册资本为 110.00 亿元，目前实缴资本 10.00 亿元，其中公司已出资 4.00 亿元。按公司 40% 的参股比例，在浙石油规模完全形成之前，公司还需投入一定资金。

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 2020 年 3 月末，荣盛控股持有公司 65.59% 的股权，李水荣先生持有荣盛控

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。

股 60.88%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 3 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荣盛控股采购原料煤、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”）采购 PTA 和浙江荣通物流有限公司（简称“荣通物流”）运输服务。公司关联销售主要是向浙江逸盛和海南逸盛销售芳烃等。2019 年公司关联购销金额分别为 27.19 亿元和 107.58 亿元。公司关联购销的主要产品为原油、煤、芳烃、PTA 等大宗商品，有明确的市场价格可参照。

图表 18. 2019 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	52,000.00
应付账款	向关联方采购商品或服务	1,971,634.15
预收账款	向关联方销售商品或服务	6,665.06
其他应付款	关联方提供资金拆借	143,349.00

注：根据荣盛石化 2019 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，子公司逸盛大化近三年持续对海南逸盛提供一年期的委托贷款，本年度提供委托贷款 6.50 亿元，采用固定利率 4.785%按季计息，截至 2019 年末余额为 5.20 亿元，经公司单项测试该款项收回不存在风险。2019 年，荣盛控股向公司提供资金 13.98 亿元，年末合计本息 14.33 亿元。此外，2019 年 9 月浙石化转让其下属子公司舟山辰和宇贸易有限公司 60%股权给荣盛控股，交易对价合计 3.60 亿元，上述企业已不纳入公司合并范围。

2019 年末该公司为关联方提供担保金额为 4.60 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

该公司设立了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等方面的管理。

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 05 月 14 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 06 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

舟山炼化项目的建设导致该公司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总体良好，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

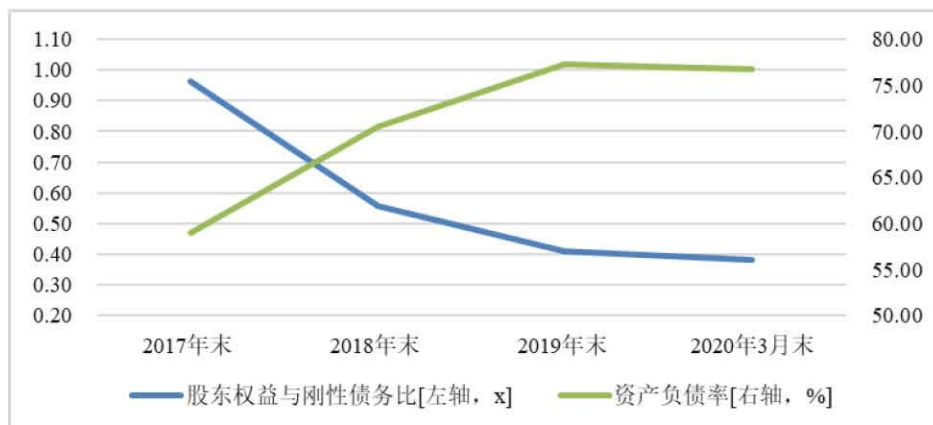
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2019 年公司执行了《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）以及财政部的新金融工具准则¹⁰。

2019 年该公司合并范围减少 2 家子公司，减少原因为出售；新设立 3 家子公司，系为舟山炼化项目设立的配套业务公司。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围包括子公司 22 家。上述增减的子公司资产及经营规模相对较小，对公司财务状况的影响有限。

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。

随着舟山炼化项目的建设，近年来该公司刚性债务持续扩张，带动负债总额增长，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债总额分别为 371.37 亿元、856.36 亿元、1,410.19 亿元和 1,479.12 亿元。公司资产负债率水平亦呈总体上升态势，同期末分别为 58.93%、70.53%、77.23%和 76.73%，目前已处于较高水平。

¹⁰ 新金融工具准则包括 2017 年 3 月 31 日财政部修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》（财会[2017]8 号）、《企业会计准则第 24 号——套期会计》（财会[2017]9 号）及 2017 年 5 月 2 日修订的《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）。

近年来该公司定向增发股票，同时经营效益较好，权益资本实力持续增强，所有者权益由2017年末的258.84亿元增至2019年末的415.68亿元。2018年，公司非公开发行股票567,107,750股，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建设。截至2020年3月末，公司所有者权益为448.63亿元，较上年末增长7.93%，主要系经营积累增加所致。2017-2019年末和2020年3月末公司股东权益与刚性债务比分别为0.96、0.56、0.41和0.38，股东权益对刚性债务的覆盖程度持续弱化。

由于建设中的舟山炼化项目二期投资规模大，未来两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



资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

该公司负债偏重于短期，2017-2019 年末长短期债务比分别为 16.91%、55.82%和 73.73%。自 2018 年以来，舟山炼化项目投资规模大幅增加，融资方式以长期借款为主，公司债务期限结构逐步改善，长短期债务比持续上升。

¹¹ 不包括应付利息及应付股利。

2020年3月末公司非流动负债增长幅度大于流动负债的增长速度，长短期债务比继续提升至76.69%。

该公司负债结构以刚性债务为主，2017-2019年末刚性债务占负债总额的比重分别为72.44%、75.13%和71.86%。除此之外，应付账款比重也较大。2019年末应付账款较上年末大幅增加178.48亿元至355.67亿元，一方面系应付材料采购款随舟山炼化项目一期投产备料而支出增大；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。2019年末其他应付款为18.65亿元，其中14.45亿元系与大股东荣盛控股的往来款。2020年3月末，随着舟山炼化项目融资规模扩大，公司刚性债务占负债总额比重升至79.23%；因支付部分设备购置款应付账款下降至262.06亿元；预收账款随经营规模扩大而增至21.84亿元；当期公司关联往来款项减少，期末其他应付款下降至11.29亿元。

(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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	217.56	340.17	419.28	534.45
其中：短期借款	173.46	250.30	300.42	413.40
一年内到期非流动负债	23.17	37.10	70.83	69.44
应付票据	19.02	48.00	47.79	45.71
交易性金融负债	1.52	3.53	0.24	0.97
其他短期刚性债务	0.39	1.23	-	4.95
中长期刚性债务合计	51.45	303.26	594.03	637.45
其中：长期借款	51.45	303.26	584.03	627.31
应付债券	-	-	10.00	10.14
综合融资成本（年化，%）	4.87	5.14	5.04	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算，综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]*100%。

随着舟山炼化项目建设的推进，该公司刚性债务规模持续扩大，2017-2019年及2020年3月末刚性债务总额分别为269.00亿元、643.43亿元、1,013.32亿元和1,171.91亿元，其中短期刚性债务分别为217.56亿元、340.17亿元、419.28亿元和534.45亿元。具体来看，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。2019年末，短期借款为300.42亿元，以保证借款为主，较上年末增加50.12亿元，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14.45亿元为美元借款¹²，面临一定的汇兑损益风险；应付票据为47.79亿元，全部为银行承兑汇票，较上年末变化不大；一年内到期的非流动负债较上年末增加33.73亿元至70.83亿元，主要系子公司浙石化部分长期借款即将到期转入所致；交

¹² 折算汇率为6.9762人民币/美元。

易性金融负债和其他短期刚性债务规模较小，分别由期货市场衍生品和应付利息组成。2020年3月末，公司短期刚性债务较上年末增加115.17亿元，其中短期借款增加112.98亿元，其他科目较上年末变化不大。

2017-2019年末该公司中长期刚性债务分别为51.45亿元、303.26亿元和594.03亿元，以长期借款为主。2019年末长期借款为584.03亿元，较上年末增加280.77亿元，主要为用于舟山炼化项目建设的银团贷款；当年19荣盛01绿色公司债成功发行，年末新增应付债券10.00亿元。2020年3月末，公司中长期刚性债务较上年末增加43.42亿元至637.45亿元，主要系长期借款增加所致。

截至2020年3月末，该公司银行借款合计1,110.15亿元，借款期限结构分布较为平均，利率区间在5%左右。

图表 22. 公司 2020 年 3 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%）	343.02	130.12	10.10	19.03
5%及以上	7.13	7.25	-	41.99
合计	350.15	137.37	10.10	61.02

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	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业周期（天）	21.32	28.21	87.32	-	-
营业收入现金率（%）	106.74	107.48	114.19	113.25	145.77
业务现金收支净额（亿元）	39.20	60.79	-3.77	-16.27	25.00
其他因素现金收支净额（亿元）	1.90	-12.44	-16.74	-5.01	-6.55
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	41.09	48.35	-20.52	-21.29	18.45
EBITDA（亿元）	47.44	50.07	57.57	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.11	0.07	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.09	1.78	1.38	-	-

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。

该公司营业周期较短，2017-2019年营业周期分别为21.32天、28.21天和87.32天。2019年因舟山炼化项目投产备料带动存货同比显著增加，导致当年营业周转速度明显下降，预计随着新增产能释放产品完成销售，公司营业周期将下降。公司产品主要采用款到发货的结算方式，整体资金回笼情况良好，2017-2019年及2020年3月末公司营业收入现金率分别为106.74%、

107.48%、114.19%和 113.25%。

2017-2019 年及 2020 年第一季度该公司经营性现金净流量分别为 41.09 亿元、48.35 亿元、-20.52 亿元和-21.29 亿元。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，经营性现金净流量较上年增长 17.66%；2019 年公司 PTA、涤纶长丝等主营业务收到的现金数额有所增加，但 5 月起舟山炼化项目开始投料生产，需储备石油等原材料，导致当年经营性现金流呈大额净流出。2020 年第一季度，因原油价格下跌，公司加大原油储备，经营性现金净流量较上年同期减少 39.74 亿元至-21.29 亿元。

该公司盈利情况持续向好，EBITDA 持续增长。公司 EBITDA 中利润总额和固定资产折旧占比较大，2019 年末两者占比分别为 54.61%和 29.96%。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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-31.03	-8.82	-2.10	-1.59	1.30
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	-149.99	-371.69	-368.61	-100.71	-144.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-5.65	-17.27	19.04	-1.52	10.93
投资环节产生的现金流量净额	-186.68	-397.78	-351.67	-103.82	-132.15

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

近年该公司新建、扩建生产线等活动导致投资环节现金处于大额净流出状态。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-186.68 亿元、-397.78 亿元、-351.67 亿元和-103.82 亿元。2017 年以来舟山炼化项目处在大规模集中投入期，导致投资环节大额净流出。未来两年，公司投资方向以舟山炼化项目二期为主，预计投资规模仍将维持高位，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舟山炼化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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
权益类净融资额	88.70	89.51	34.50	12.00	6.00
债务类净融资额	63.42	312.72	326.02	142.31	143.19
其中：现金利息支出	10.11	19.30	39.18	11.95	8.29
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	18.13	-12.24	-4.69	-7.27	-12.62
筹资环节产生的现金流量净额	170.25	389.99	355.83	147.04	136.57

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，该公司通过权益和债务融资渠道筹集资金。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资环节现金净流入分别为 170.25 亿元、389.99 亿元、355.83 亿元和 147.04 亿元。权益类融资方面，2017 年主要是舟山炼化项目主体浙石化吸收少数股东投资；2018 年主要系公司增发股票；2019 年主要系浙石化股东增资。债务类融资方面，近年的融资主要为满足舟山炼化项目的建设投入和生产投入；其他业务的现金流基本能自行平衡，融资规模很小。未来两年，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。公司新一次的增发工作正在进行中，计划募集资金不超过 80 亿元，用于舟山炼化项目二期建设。

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	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%）	191.62	321.17	555.96	575.21
其中：货币资金（亿元）	30.40	26.45	30.45	29.84
预付款项（亿元）	83.16	148.53	128.78	151.12
其他应收款（亿元） ¹³	16.73	31.53	34.43	32.14
存货（亿元）	15.18	13.71	10.35	24.87
其他流动资产（亿元）	44.23	65.02	265.85	260.44
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.99	39.51	91.39	88.71
其中：固定资产（亿元）	438.60	892.98	1,269.91	1,352.54
在建工程 ¹⁴ （亿元）	69.60	73.55	69.55	70.16
长期股权投资（亿元）	209.32	208.81	712.67	770.20
期末全部受限资产账面金额（亿元）	147.45	515.04	422.48	397.44
受限资产账面余额/总资产（%）	41.56	54.35	67.32	69.60
期末全部受限资产账面金额（亿元）	133.76	614.01	965.52	970.60
受限资产账面余额/总资产（%）	21.22	50.57	52.88	50.35

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

¹³ 不包括应收股利，该公司 2019 年末应收股利 1.66 亿元，其中应收海南逸盛的 1.28 亿元，应收恒逸贸易的 0.38 亿元。

¹⁴ 不包括工程物资。

随着舟山炼化项目的建设投入，该公司资产规模快速增长，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末总资产分别为 630.21 亿元、1,214.15 亿元、1,825.87 亿元和 1,927.75 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。2019 年末公司流动资产为 555.96 亿元，其中，货币资金为 128.78 亿元（其中受限货币资金 33.04 亿元），较上年末减少 19.75 亿元，主要因舟山炼化项目持续资金投入所致；预付款项为 34.43 亿元，较上年末增加 2.90 亿元，主要因逸盛大化预付原料款增加，其中过半为海关保证金；其他应收款主要为委托贷款（5.20 亿元）、借款保证金（2.10 亿元）、应收退税（1.18 亿元）及期货保证金（0.99 亿元），较上年末减少 3.36 亿元，系委托贷款和期货保证金减少所致；存货 265.85 亿元，主要为原材料，占比达 68.75%，较上年末大幅增加 200.83 亿元，主要系子公司浙石化原料储备增加所致；其他流动资产较上年末增加 51.88 亿元至 91.39 亿元，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。2020 年 3 月末，公司流动资产较上年末增加 19.25 亿元至 575.21 亿元，其中货币资金增加 22.34 亿元至 151.12 亿元；由于子公司中金石化本期应收退税增加，其他应收款增加 14.52 亿元至 24.87 亿元，其他科目较上年末变化不大。

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。2019 年末固定资产较上年末大幅增加 503.86 亿元至 712.67 亿元，主要系舟山炼化项目一期部分炼化生产线投产转固所致；在建工程较上年末下降 92.56 亿元至 422.38 亿元，主要由舟山炼化项目一期尚未结转部分及二期组成；长期股权投资为 67.32 亿元，较上年末增加 12.97 亿元，主要系对逸盛新材料追加投资 5.45 亿元和浙江逸盛、海南逸盛、萧山农商行等联营企业的投资损益增加所致。2020 年 3 月末，公司非流动资产较上年末增加 82.63 亿元至 1,352.54 亿元，其中舟山炼化项目一期生产线陆续投产转固，在建工程由上年末的 422.48 亿元降至 397.44 亿元，固定资产同步上升至 770.20 亿元。

受限资产方面，该公司融资需求大，相应的保证金和资产抵质押规模大，目前资产受限比例较高。2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 970.60 亿元，其中货币资金为 35.89 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（含应收款项融资）为 0.90 亿元，用于银行承兑汇票质押；固定资产 635.70 亿元、在建工程中 262.25 亿元和无形资产中 35.85 亿元资产均用于银行借款抵押。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	60.32	58.44	68.49	68.71
速动比率 (%)	41.13	40.87	31.50	33.76
现金比率 (%)	31.95	27.70	16.24	18.72

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，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末流动比率分别为 60.32%、58.44%、68.49%和 68.71%，同期现金比率分别为 31.95%、27.70%、16.24%和 22.38%。公司应收账款逐年增加，资产可变现能力稍有增强，但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。2020 年 3 月末公司对外担保余额为 4.73 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。2019 年末本部资产总额为 312.89 亿元；负债总额为 165.69 亿元，其中刚性债务为 92.15 亿元。2019 年本部营业收入为 85.00 亿元；净利润为 7.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 34.23 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

1. 股东支持

该公司系控股股东荣盛控股的核心子公司，能得到荣盛控股在融资方面的支持。2019 年末荣盛控股及其股东给予公司提供的担保余额为 1,047.41 亿元。

2. 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。公司正在建设的舟山炼化项目系浙江省重点建设工程，具有战略性地位，能得到多家银行组成的银团贷款支持。截至 2020 年 3 月末公司获得银行授信额度共计 1,743.60 亿元，其中未使用授信额度为 590.08 亿元。

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）	1,743.60	1,153.52	1.08%-5.39%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	514.50	491.34	1.20%-5.39%
工农中建交五大商业银行（亿元）	617.30	399.58	1.29%-5.39%
其中：大型国有金融机构占比（%）	64.91	77.23	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

债项信用分析

1. 增信措施及效果

本期绿色公司债由荣盛控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

荣盛控股系该公司的控股股东。除拥有公司的控股权外，荣盛控股还持有上市公司宁波联合集团股份有限公司（简称“宁波联合”）的控股权（截至 2020 年 6 月末持股 29.08%），为宜宾天原集团股份有限公司（简称“天原集团”）的第二大股东（截至 2020 年 6 月末持股 9.58%）。其中，宁波联合主要从事房地产开发和热电供应业务，热电供应业务在宁波经济技术开发区联合区域具有相对垄断的竞争优势，房地产开发业务开发项目主要分布在宁波、舟山和温州，近年宁波联合经营状况较稳定，盈利状况较好；天原集团是西南地区最大的氯碱化工企业，已形成了上游煤田、电石等资源开发，中游 PVC、烧碱等化工原料生产，下游精细化工产品（包括 80%水合肼、三聚磷酸钠和三氯乙烯等）生产销售的产业链体系，并利用 PVC 生产过程中产生的电石废渣和热电联产过程中产生的煤渣生产水泥，2019 年天原集团实现营业收入 231.03 亿元，毛利率为 6.07%。

荣盛控股形成了以经营收益为主，投资收益为重要补充的盈利结构。2017-2019 年及 2020 年第一季度荣盛控股营业收入分别为 795.54 亿元、967.49 亿元、880.05 亿元和 228.43 亿元，综合毛利率分别为 6.46%、6.18%、7.56% 和 19.20%，其中 2019 年原油价格下行逐步传导至下游，各化工产品销售价格下滑导致当年营业收入有所下降，但综合毛利率因成本下降而有所提升；投资净收益分别为 10.10 亿元、16.20 亿元、12.94 亿元和 1.60 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，近年盈利状况良好，和萧山农商行一起为公司贡献了较大的投资收益。同期荣盛控股净利润分别为 21.42 亿元、22.10 亿元、30.95 亿元和 21.54 亿元。

得益于近年的利润留存，同时通过引入新股东及荣盛石化定向增发股票，荣盛控股权益资本实力持续增强，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末所有者权益分别为 285.56 亿元、378.59 亿元、447.53 亿元和 481.51 亿元。负债总额分别为 526.35 亿元、1,014.25 亿元、1,602.11 亿元和 1,681.11 亿元，随舟山炼

化项目的建设持续扩张。为满足舟山炼化项目所需的资金需求，荣盛控股主要通过发行中长期债券、长期借款的方式筹集资金，债务期限结构较为合理，分别为 30.85%、52.64%、67.74%和 70.55%。同期末荣盛控股资产负债率分别为 64.83%、72.82%、78.17%和 77.73%。

2017-2019 年及 2020 年第一季度荣盛控股经营性现金净流量分别为 51.21 亿元、62.06 亿元、1.45 亿元和 -15.51 亿元。2019 年公司 PTA、涤纶长丝等主营业务收到的现金数额有所增加，但 5 月起舟山炼化项目开始投料生产，需储备石油等原材料，导致当年经营性现金流出大幅增加。2020 年第一季度，因原油价格下跌，公司加大原油储备，经营性现金流由上年同期的净流入 11.46 亿元转为净流出 15.51 亿元。综合看，荣盛控股经营性现金流状况较好。

另外，荣盛控股与多家大型国有银行建立了紧密的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2020 年 3 月末，公司综合授信合计 1,800.80 亿元，尚未使用额度 611.22 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。荣盛控股持有该公司、宁波联合和天原集团等上市公司股权及其他股权投资资产，融资渠道多元，资产可变现能力较强，可为其债务偿付提供一定程度的保障。

经新世纪评级信用评审委员会评定，荣盛控股主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。[详见 2020 年 6 月 29 日出具的新世纪跟踪 [2020]100582《浙江荣盛控股集团有限公司及其发行的 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02 与 17 荣盛 03 跟踪评级报告》]

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

该公司经过多年发展，已经形成“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”的一体化全产业链结构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全投产，预计公司业绩将大幅提升。2017-2019 年及 2020 年第一季度公司利润总额分别为 23.45 亿元、22.94 亿元、31.44 和 25.08 亿元，总体呈增长的态势，其中 2020 年第一季度舟山炼化项目一期投产后利润规模明显增加。未来随着新增产能的陆续释放，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持续得到提升。

(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，业务收现比例持续较高。同时公司货币资金较为充足，2019 年末和 2020 年 3 月末可动用的货币资金余额分别为 95.74 亿元和 115.23 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 2020 年 3 月末,各家银行给予该公司的授信额度共计 1,743.60 亿元,其中未使用授信额度为 590.08 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,公司权益资本将得到增强,资本结构将会得到改善。

评级结论

随着 2019 年 12 月舟山炼化项目一期完全投产,该公司形成了“原油—芳烃(PX)、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链,主要产品 PX、PTA、聚酯等产能位于全国前列,规模优势明显,行业地位突出。虽然近年公司营业收入随各子行业景气度波动而有所波动,但毛利率持续提升,净利润总体呈增长态势;2020 年一季度舟山炼化项目一期开始体现效益,公司盈利明显提升。随着舟山炼化项目二期建设的推进,公司未来两三年仍将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。

舟山炼化项目的建设导致该公司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总体良好,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。

本期绿色公司债由该公司控股股东荣盛控股提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。荣盛控股运营较为稳定,资本实力强,对本期绿色公司债担保具有增级效果。

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，且不晚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：

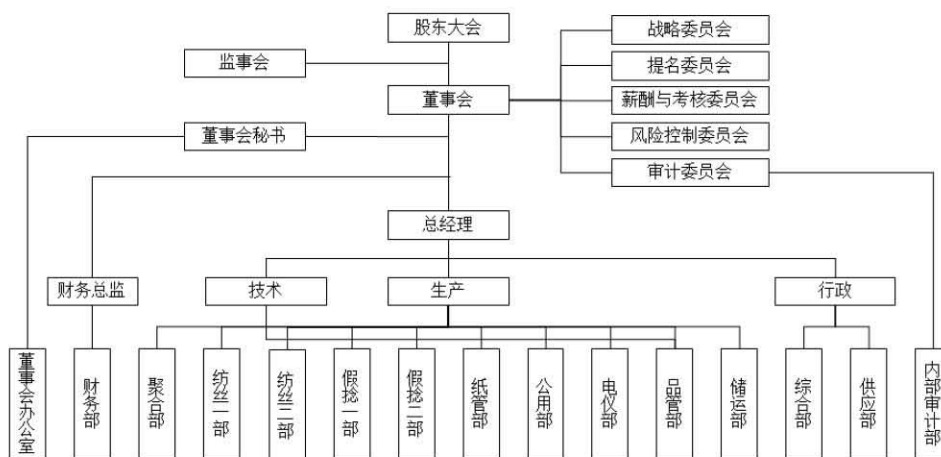
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛石化提供的资料绘制（截至 2020 年 3 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 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
					资产总额 (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)	
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	2,049.64	447.53	880.05	30.95	1.45	合并口径
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	本级	—	石化、化纤	312.89	147.20	85.00	7.34	34.23	母公司口径
浙江盛元化纤有限公司	盛元化纤	核心子公司	100.00	化纤	46.27	15.67	45.43	0.52	9.89	
宁波中金石化有限公司	中金石化	核心子公司	100.00	芳烃	233.95	71.90	179.97	5.86	26.03	
逸盛大化石化有限公司	逸盛大化	核心子公司	59.21	PTA	158.73	63.34	390.14	9.25	12.38	
浙江石油化工有限公司	浙石化	核心子公司	51.00	炼油、石化	1302.87	331.32	33.05	6.65	-120.87	
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	153.88	76.48	326.17	14.14	3.74	联营企业
海南逸盛石化有限公司	海南逸盛	核心 参股公司	间接 42.50	PTA	105.41	36.82	197.63	5.60	18.54	联营企业

注：根据荣盛石化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]	630.21	1,214.15	1,825.87	1,927.75
货币资金 [亿元]	83.16	148.53	128.78	151.12
刚性债务[亿元]	269.00	643.43	1,013.32	1,171.91
所有者权益 [亿元]	258.84	357.79	415.68	448.63
营业收入[亿元]	720.39	914.25	825.00	210.53
净利润 [亿元]	20.93	19.68	29.57	20.55
EBITDA[亿元]	47.44	50.07	57.57	--
经营性现金净流入量[亿元]	41.09	48.35	-20.52	-21.29
投资性现金净流入量[亿元]	-186.68	-397.78	-351.67	-103.82
资产负债率[%]	58.93	70.53	77.23	76.73
权益资本与刚性债务比率[%]	96.22	55.61	41.02	38.28
流动比率[%]	60.32	58.44	68.49	68.71
现金比率[%]	31.95	27.70	16.24	18.72
利息保障倍数[倍]	2.81	1.44	0.95	--
担保比率[%]	2.68	1.70	1.11	1.05
营业周期[天]	21.32	28.21	87.32	--
毛利率[%]	5.48	5.83	6.83	17.77
营业利润率[%]	3.26	2.49	3.80	11.91
总资产报酬率[%]	6.04	3.66	2.61	--
净资产收益率[%]	9.56	6.38	7.65	--
净资产收益率*[%]	14.09	9.11	10.15	--
营业收入现金率[%]	106.74	107.48	114.19	113.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.13	11.15	-3.01	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-45.54	-56.92	-32.84	--
EBITDA/利息支出[倍]	4.09	2.14	1.38	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.11	0.07	--

注：表中数据依据泰盛石化经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。其中 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]+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：

担保方主要财务数据及指标表

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]	811.91	1,392.85	2,049.64	2,162.62
货币资金 [亿元]	111.20	163.63	152.89	183.96
刚性债务[亿元]	407.52	769.20	1,149.17	1,313.66
所有者权益 [亿元]	285.56	378.59	447.53	481.51
营业收入[亿元]	795.54	967.49	880.05	228.43
净利润 [亿元]	21.42	22.10	30.95	21.54
EBITDA[亿元]	59.08	65.62	70.60	-
经营性现金净流入量[亿元]	51.21	62.06	1.45	-15.51
投资性现金净流入量[亿元]	-174.35	-398.30	-377.59	-110.51
资产负债率[%]	64.83	72.82	78.17	77.73
长短期债务比[%]	30.85	52.64	67.74	70.55
权益资本与刚性债务比率[%]	70.07	49.22	38.94	36.65
流动比率[%]	77.08	65.01	72.42	72.66
速动比率 [%]	49.16	42.69	34.42	36.91
现金比率[%]	32.33	25.37	16.60	19.41
利息保障倍数[倍]	2.20	1.45	1.01	-
有形净值债务率[%]	212.48	301.81	404.20	390.33
担保比率[%]	14.69	13.77	8.98	12.01
毛利率[%]	6.46	6.18	7.56	19.20
营业利润率[%]	3.31	2.74	3.78	11.54
总资产报酬率[%]	5.93	4.23	2.81	-
净资产收益率[%]	9.03	6.65	7.49	-
净资产收益率*[%]	9.22	7.46	8.54	-
营业收入现金率[%]	103.34	108.83	117.06	118.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.34	11.64	0.18	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.61	8.06	0.11	-
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.49	-63.04	-46.45	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.51	-43.65	-28.75	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.05	2.03	1.47	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.11	0.07	-

注：表中数据依据荣盛控股经审计的2017-2019年度及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

附录六：

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

除因本期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。

本期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。

本期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。