

恒逸石化股份有限公司
及其发行的 20 恒逸 01 与恒逸转债

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(2021)100312】

评级对象: 恒逸石化股份有限公司
及其发行的 20 恒逸 01 与恒逸转债

	20 恒逸 01	恒逸转债
	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+/2021 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 18 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 24 日	—
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2020 年 2 月 26 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 9 月 4 日

主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.03	0.26	0.20	0.25
刚性债务	31.28	41.69	55.06	41.56
所有者权益	147.35	181.51	184.58	183.45
经营性现金净流入量	-1.12	5.45	6.09	14.54
合并口径数据及指标:				
总资产	618.35	852.31	922.60	1,000.26
总负债	390.07	561.67	619.68	681.43
刚性债务	318.57	446.88	528.19	594.78
所有者权益	228.28	290.63	302.92	318.83
营业收入	880.66	796.21	864.30	308.46
净利润	21.54	40.21	38.15	15.21
经营性现金净流入量	16.07	-1.12	50.14	-4.71
EBITDA	42.45	72.98	87.92	—
资产负债率[%]	63.08	65.90	67.17	68.13
权益资本与刚性债务 比率[%]	71.66	65.04	57.35	53.60
流动比率[%]	68.53	70.24	70.68	72.29
现金比率[%]	41.01	22.91	27.03	23.64
利息保障倍数[倍]	3.29	3.35	3.06	—
净资产收益率[%]	10.64	15.50	12.85	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	7.57	-0.35	12.66	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-38.75	-26.48	-4.98	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.43	4.22	4.22	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.19	0.18	—

注: 根据恒逸石化经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算; 其中 2018 年及 2019 年数据根据 2019 年及 2020 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

分析师

何婕妤 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 20 恒逸 01 与恒逸转债的跟踪评级反映了 2020 年以来恒逸石化在经营性现金流方面取得积极变化, 在市场地位、全产业链优势、优质股权资产等方面继续保持优势, 同时也反映了公司在原油价格波动、即期偿债、海外项目、资产流动性、安全环保等方面继续面临压力。

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。
- **经营性现金净流量改善。**恒逸石化文莱炼化项目效益逐步体现, 同时随着聚酯产能增加, 2020 年公司经营性现金净流量大幅增长。
- **优质股权资产带来稳定投资收益。**恒逸石化推进“石化+”战略, 截至 2021 年 3 月末持有浙商银行股权 3.52%, 公司能够获得较稳定的投资收益。

主要风险:

- **原油价格波动风险。**2020 年以来原油价格波动较大, 恒逸石化油品面向东南亚并采取市场化销售。若原油价格下跌将大幅压缩公司炼化产品销售利润空间。此外, 原油价格波动会传导至公司产业链下游产品价格, 一旦公司产品的价格调整不能有效降低或消化原油价格波动的负面影响, 将导致公司经营业绩下滑。
- **刚性债务规模大, 存在即期偿债压力。**随着文莱炼化项目和聚酯项目的投资建设, 恒逸石化刚性债务规模逐年增长, 且短期债务占比较高, 公司即期偿债压力较大。

- **文莱炼化项目二期投资风险。**目前恒逸石化正在推进文莱炼化项目二期，项目总投资规模大，公司面临较大的资本性支出压力。该项目为海外项目，受原油供应及价格稳定性影响较大，此外还面临政治及汇率波动等风险。
- **资产流动性弱。**恒逸石化资产以非流动资产为主，且因公司为文莱炼化项目银团贷款提供股权质押担保，叠加银行借款抵押，公司资产受限比例较高。
- **安全环保风险。**化工生产具有易燃易爆且污染性强等特点。虽然恒逸石化严格遵守安全环保生产准则，但仍存在一定的安全生产风险。
- **可转债未转股风险。**恒逸石化可转债发行规模较大，一旦转股期内转股情况不理想，将加重公司债务负担。

➤ 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，并给与上述债券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 20 恒逸 01 与恒逸转债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照恒逸石化股份有限公司发行的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）与恒逸石化股份有限公司公开发行可转换公司债券（分别简称“20 恒逸 01”与“恒逸转债”）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2018 年 12 月 21 日收到中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）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（已到期）、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，19 恒逸 02 进入回售期，下调票面利率 70BP，调整后票面利率为 5.80%，根据公司 2021 年 6 月 2 日的公告，19 恒逸 02 已全额回售。

此外，该公司于 2020 年 3 月 31 日收到证监会出具的《关于核准恒逸石化股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可【2020】522 号），核准公司向社会公开发行面值总额 20 亿元可转换公司债券，期限 6 年。公司于 2020 年 10 月发行恒逸转债，债券采取了累进利率，第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 0.60%、第四年 1.20%、第五年 1.50%、第六年 2.00%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息，转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2021 年 4 月 22 日至 2026 年 10 月 15 日），当前转股价格 11.50 元/股。截至 2021 年 5 月末，恒逸转债未转股余额为 20.00 亿元。恒逸转债所涉及募投项目为“年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目”，已于 2021 年 2 月竣工投产，募集资金净额为 198,737.74 万元，用于置换预先投入募投项目的自筹资金。截至 2020 年 12 月末，已从募集资金专户拨付 198,662.00 万元，尚余 75.74 万元暂未拨付。尚未使用募集资金 239.77 万元，包括暂未划转中介机构其他发行费用 162.26 万元、待拨付置换资金 75.74 万元、利息收入 1.77 万元。

图表 1. 本次债券所涉募投项目的投资计划（单位：万元）

项目名称	总投资	2020 年末已投资	拟投入募集资金	募集资金已使用额
年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目	460,615.72	460,615.72	198,737.74	198,737.74

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

截至 2021 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 30.00 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 2 所示。

图表 2. 公司注册发行债务融资工具概况（单位：亿元，年，%）

债项名称	发行金额	待偿还本金余额	期限	发行利率	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 恒逸 01	10.00	10.00	3(2+1)	5.89	2020 年 3 月	30 亿元/2018 年 12 月	正常
恒逸转债	20.00	20.00	6	累进利率	2020 年 10 月	20 亿元/2020 年 3 月	未到付息期
合计	30.00	30.00	-	-	-	-	-

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金

融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(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。2020年初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。2020年4月以来随着复工复产、经济刺激政策与产油国坚持执行减产的推动下，供应端和需求端共同推动油价持续上涨，石化产品价格缓慢回升。

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。

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/年炼油等项目投产带动，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年新冠疫情席卷全球，世界各国实施了严格的限制出行措施，商品物流

等日常贸易活动严重受阻，导致了石油消费需求断崖式下跌，根据卓创资讯统计，2020年中国主营炼厂的平均开工负荷仅为71.40%，同比下跌7.55个百分点，其中最低值57.11%出现在当年4月，最高值76.78%在8月。当年我国成品油产量¹合计为4.24亿吨，同比减少1.93%。价格方面，2020年上半年国际原油价格大幅下挫，2020年4月28日OPEC一揽子原油价格一度跌至12.41美元/桶，较年初下降81.51%。随着各国逐步启动复工复产以及经济刺激政策，另外欧佩克+联合会议达成减产协议，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，石油供需有所改善，国际油价缓慢回升。2020年末OPEC一揽子原油价格回升至51.36美元/桶，仍较上年末下降24.12%。据国家统计局统计，2020年石油、煤炭及其他燃料加工业实现营业收入4.16万亿元，同比减少13.40%。当年行业实现利润总额868.50亿元，下降26.5%。

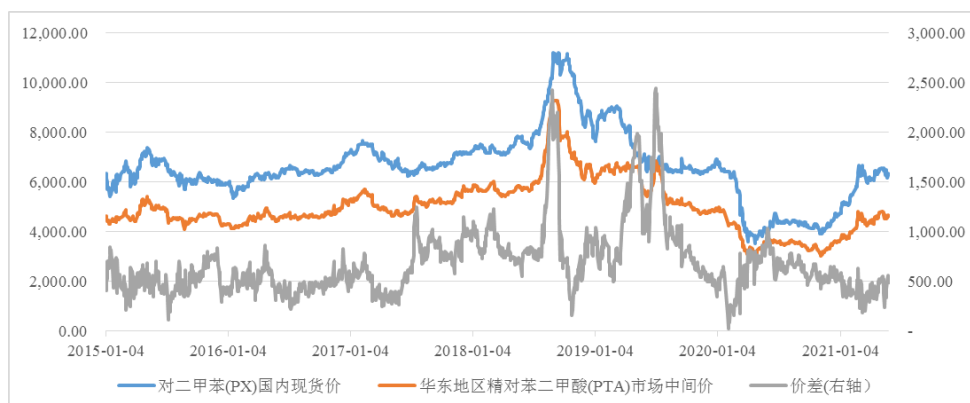
芳烃是芳香烃的简称，是石油化工的基本产品和基础原料之一，主要包括苯、甲苯和间二甲苯、邻二甲苯、对二甲苯（简称“PX”）、乙苯等，其中PX是生产PTA的主要原料，从全球产能分布来看，目前PX的主要产能集中在亚洲、北美以及中东地区，其中亚洲地区产能占比在79.4%以上。近年来我国芳烃项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游民营石化企业加速向上游扩张。2019年是PX产能集中释放期，当年国内新增PX产能合计超1,000万吨/年，截至2020年末全国PX产能约为2,604.65万吨。2020年装置平均开工率为83.10%，较上年提升0.50个百分点。与此同时，PX进口替代步伐加快，进口依赖度从2018年的56%降至2020年的41%左右。2020年初受疫情影响国内PX价格快速下降，至4月下旬降至年内最低点约3,500元/吨，后随复工复产震荡回升，至2020年末的4,730元/吨，较2019年末下降31.35%。2021年得益于原油价格上升，PX价格进入上升通道，截至2021年5月27日国内现货价格较年初上升33.12%至6,310元/吨。未来我国PX对外依存度仍呈下降趋势，同时新增产能或大于国内净增需求量，PX利润空间或将收窄。

PTA是PX的主要产出物，近年来随着国家环保政策的趋严，PTA落后产能加速淘汰，但与此同时民营大炼化设备集中投放，PTA进入新的产能扩张周期，叠加新冠疫情影响，PTA市场持续承压。具体来看，自2018年第四季度开始，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，截至2019年末为4,860元/吨左右，较2018年9月9,260元/吨的阶段高点下降约48%，同期末全国PTA总产能约为5,700万吨，产量为4,485.40万吨，表观消费量为4,511.71万吨，供需紧平衡。截至2020年末国内PTA产能增至5,763万吨，根据智研咨询统计，当年全国PTA产量同比增长1.65%至4,559.47万吨，需求量同比增长0.5%至4,536.39万吨，同期PTA出口数量为84.68万吨，同比增加15.51万吨。在PX价格承压下，PTA价格亦出现下滑，截至2020年末华东地区PTA市场中间价为3,615元/吨，同比下降25.62%；PTA-0.655PX价

¹ 包括主营炼厂与独立炼厂产量。

差在上半年冲高后于下半年回落，2020 年末约为 516 元/吨。2021 年以来 PTA 价格跟随国际原油价格上涨，截至 2021 年 5 月 24 日为 4,545 元/吨，较年初上升 23.33%，而价差收窄至 400 元/吨左右。整体来看，未来 PTA 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。

图表 3. 近年来 PX、PTA 与其价差²走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，对外依存度有所降低。截至 2020 年末我国乙二醇产能约为 1,850 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，2020 年累计进口量达 1,054.80 万吨，同比增长 6.04%，增速较 2019 年增加 4.54 个百分点。价格方面，由于 2018 年第三季度煤制新产能集中投产，库存不断累积，MEG 价格从 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国际原油增产影响持续下滑，3 月末降至 2013 年以来最低价 2,875 元/吨，4 月以来价格缓慢爬升，截至 2020 年末市场价格为 4,305 元/吨，同比下降 13.21%。2021 年 MEG 价格随原油价格持续上涨，截至 2021 年 4 月 27 日为 4,770 元/吨，较年初上升 6.47%。

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，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

² 价差=PTA-0.655PX

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。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。

2020年3月，中国石油和化工行业联合会编制《石油和化工工业“十四五”发展规划》，从政策规划中可看出，“十四五”期间，我国石化化工行业以去产能、补短板为核心，以调结构、促升级为主线，着力推进供给侧结构性改革，推进行业发展由高速增长向高质量发展转变。中国石油和化工行业联合会表示，2020年起，除国务院《石化产业规划布局方案》规划部署的国家重点基地和重大项目外，新建和扩建炼油项目以及新建PX和乙烯项目将一律严控、不得违规审批，石化行业的工作重点是继续深化供给侧结构性改革，把石化产业的创新和高质量发展放在更加突出的位置。

2021年是我国“十四五”计划首年，在石化产业政策方面，国家计划在炼油炼化产能布局、资源配置结构、下游产业质量等多方面颁布政策推动炼油产业转型发展，并促进国内石化企业提前布局国际市场潜力国家石化项目，带动国内石化产业转移接续，抢占新兴市场先机。相关政策的出台将进一步推动我国石化产业开放。

此外，2020年9月22日，国家主席习近平在第75届联合国大会期间提出，中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现“碳中和”³，同年12月12日习近平主席在气候峰会上进一步宣布：到2030年中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右等一系列新举措。可以预见，“十四五”期间将是我国实现能源等领域深度低碳转型的关键期，国家将推行强有力的碳减

³ “碳中和”是指企业、团体或个人在一定时间内，直接或间接产生的温室气体排放总量，通过节能减排、植树造林、碳补集等方式，抵消自身产生的二氧化碳排放，实现二氧化碳的“零排放”。

排政策。

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。根据百川资讯统计，2021 年预计全国新增 PTA 产能 2,440 万吨。随着新增产能的释放，未来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 4. 行业内核心企业产业链一体化主要在建项目

样本企业名称	项目名称	总投资	项目进展
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目二期	136.54 亿美元	筹备中
	福建逸锦 25 万吨新型功能性纤维项目	33.50 亿元	部分装置已于 2021 年 4 月 9 日投产
	宿迁逸达 110 万吨/年短纤项目	38.50 亿元	筹备中
	年产 50 万吨新型功能性纤维技术改造项目	25.65 亿元	建设中
荣盛石化	年产 20 万吨差别化纤维技改项目	5.50 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
恒力石化	135 万吨/年多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	部分投产
	2*250 万吨/年 PTA 项目	114.95 亿元	筹建中
新凤鸣	独山能源年产 60 万吨功能性差别化纤维项目	21.80 亿元	建设中
	中益化纤年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	53.00 亿元	建设中
	中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料智能生产线项目	9.94 亿元	建设中
	中磊化纤年产 60 万吨功能柔性定制化短纤新材料项目	19.40 亿元	建设中
桐昆股份	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	建设中
	年产 240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目	150.00 亿元	建设中
	恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂项目	12.80 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
	虹港石化 240 万吨/年 PTA 扩建项目	38.58 亿元	试生产阶段
	芮邦科技年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目	35.38 亿元	建设中
	虹威化工 POSM 及多元醇项目	60.34 亿元	筹建中

资料来源：各家上市公司最新公告，新世纪评级整理（截至 2021 年 5 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。若国际油价下跌，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。

碳排放政策管控压力。根据生态环境部相关部署，石化行业已被纳入全国碳排放权交易市场，未来能源消耗、碳排放标准等方面的政策与监管要求趋严，行业持续面临相关政策管控压力。

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。

B. 化纤行业

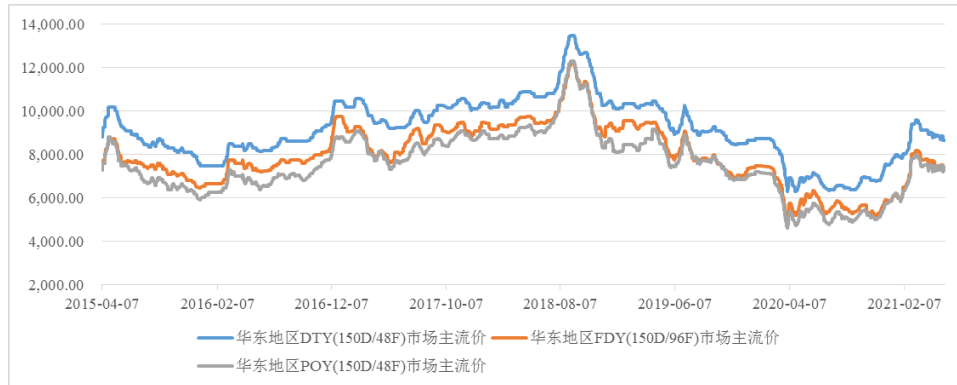
化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性，目前化纤行业行业集中度高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，行业供给较为充足。2018 年第四季度涤纶长丝价格高位回落，2019 年价格震荡下行，主要产品价差收窄，2020 年初新冠疫情的蔓延使得化纤产品需求面疲软，涤纶长丝价格承压，自当年第二季度涤纶长丝下游需求逐步提升，产销回暖，但全年行情仍未恢复至同期水平，2021 年以来在国际宏观经济形势的驱动下，涤纶长丝价格进一步攀升。化纤产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击，行业内的大型化纤企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展。

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。2018-2020 年我国化学纤维产量分别为 5,011.10 万吨、5,883.37 万吨和 6,126.50 万吨，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；2020 年初受疫情影响，第一季度纤维产量同比大幅下降，自 4 月复工复产后涤纶长丝企业开工逐步恢复，2020 全年增长率为 4.13%，增速仍小于去年同期。2021 年第一季度，全国化学纤维产量为 2,169.80 万吨，同比增长 22.10%。总的来看，近年涤纶纤维行业的产量持续增长，行业供给较为充足。

涤纶长丝市场规模大，POY、DTY 和 FDY 等产品供应充足，产品价格随行就市，同时价格易受原油等上游原料价格波动传导影响。2018 年第四季度，受国际争端引起的原油价格下跌影响，涤纶长丝价格由历史高位快速回落，2019 年初涤纶长丝价格企稳，后又于 4 月开始震荡下跌，其中 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，第一季度涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。进入第二季度，得益于国内疫情的控制带动下游需求恢复与原油价格反弹，涤纶长丝价格有所回升；7 月至 8 月为涤纶长丝淡季，市场成交气氛偏淡，下游企业逢低采购，第三季度涤纶长丝价格低位波动；2020 年第四季度，纺织市场行情回暖，下

游厂商开工率回升，加之国际原油价格持续反弹，涤纶长丝市场价格稳步上升，但仍未恢复至去年同期水平。截至 2020 年末，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格分别为 7,600 元/吨、5,875 元/吨和 5,875 元/吨，同比分别下跌 12.14%、20.61%和 16.96%。在国际宏观经济形势的驱动下，2021 年以来原油等大宗商品价格一路上涨，截至 2021 年 5 月 24 日，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格较上年末分别增长 13.82%、25.96%和 25.11%至 8,650 元/吨、7,400 元/吨和 7350 元/吨。

图表 5. 近年来我国涤纶长丝市场价主流价走势（单位：元/吨）



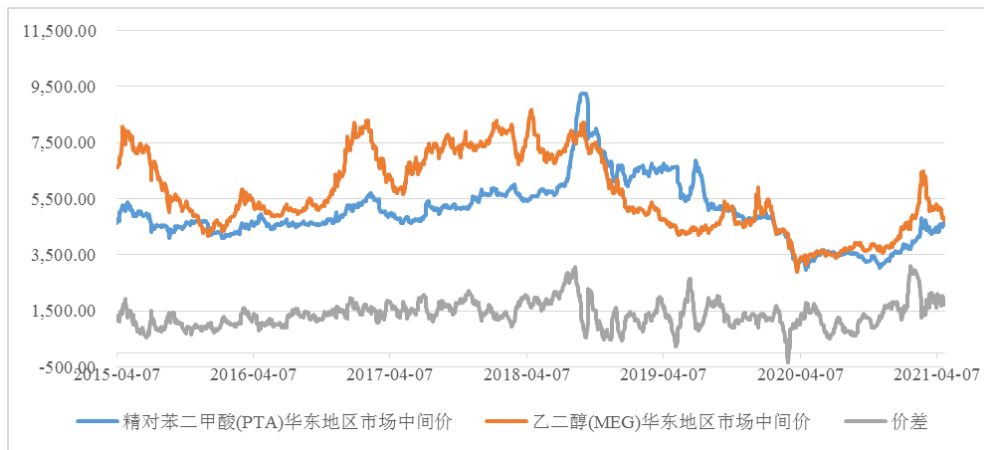
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，此外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。2020 年新冠疫情在全球肆虐，多数纺织服装企业订单减少，企业效益受挫，根据国家统计局统计，2020 年全国纺织类企业营业收入合计 2.28 万亿元，同比减少 6.7%。出口方面，2018-2020 年纺织业出口交货值分别为 3,076.30 亿元、2,842.70 亿元和 2,596.20 亿元，呈逐年下降趋势，其中 2020 年受新冠疫情爆发，物流停转影响贸易出口，纺织业出口交货值同比减少 8.9%。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，同期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，预计 2020 全年纺织服装业行情仍将受较大影响。2021 年 1-4 月全国纺织类企业实现营业收入 0.73 万亿元，同比增长 22.4%。纺织业出口交货值较上年同期增长 22.1%至 859.40 亿元。

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⁴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,当年 10 月随着产品价格回落,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,由年初的约 1,200 元/吨最高升至约 1,810 元/吨,随后高位回落,截至 2020 年 12 月 15 日,价差收窄至约 1,200 元/吨。2021 年以来,原料 PTA、MEG 与 POY 产品价格均大幅攀升,产品价差扩大,截至 2021 年 4 月末价差约为 2,000 元/吨。POY 产品价差的大幅波动,对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来较大的影响。

图表 6. PTA 和 MEG 价格走势及下游主要产品 POY 产品价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

注: 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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。根据《化纤工业“十三五”发展指导意见》,未来要着力提高常规化纤多种改性技术和新产品研发水平,重点改善涤纶、锦纶、再生纤维素纤维等常规纤维的阻燃、抗菌、耐化学品、抗紫外等性能,提高功能性、差别化纤维品种比重;加快发展定制性产品,满足市场差异化、个性化需求。研究并掌握新合纤开发的关键技术,提高涤纶长丝产品的功能化、差别化率,提升市场竞争力,增加产品经济附加值成为涤纶长丝市场发展的必然趋势。2019 年 10 月国家发改委发布《产业结构调整指导目录(2019 年本)》,纺织产业鼓励类目录:智能化、高效率、低能耗纺织机械,关键专用基础件、计量、检测仪器及试验装备开发与制造。税收政策方面,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,

⁴ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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，行业市场集中度持续上升，根据中国化纤信息网统计，涤纶长丝行业经过 2011 年至 2020 年近 10 年的整合，行业集中度 CR6 占有率从 32% 提升至 66% 左右，但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。荣盛石化、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。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。根据百川盈孚统计，2021 年全国预计净增加涤纶长丝产能 232 万吨。未来行业内主要新增产能主要来自于业内前六家企业，中小型聚酯工厂缺乏技术创新的能力，将逐步退出行业竞争，聚酯行业的市场集中度将会进一步提升。此外，“十四五”期间国家环保政策法规趋严，业内企业或将进一步关注绿色制造、节能减排、清洁生产 and 循环利用等方面技术革新，具备创新能力、持续发展能力和资源配置能力的企业将持续提升其核心竞争力。

图表 7. 行业内核心样本企业 2020 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	1,072.65	19.71	560	553.01	357.99	2,415.15	71.07	133.72	175.07
恒逸石化	864.30	6.92	150	485.02	650.27	922.60	67.17	30.72	50.14
恒力石化	1,523.73	18.54	450	961.50	266.44	1,910.29	75.38	134.62	241.43
桐昆股份	458.33	6.32	-	60.15	656.74	469.89	45.19	28.47	33.47
新凤鸣	369.84	4.96	-	166.13	462.17	284.03	57.60	6.03	31.83
东方盛虹	227.77	5.95	-	152.72	188.34	629.34	64.17	3.16	20.61

资料来源：数据来源于各家上市公司 2020 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。根据该公司年报，Platts 数据显示，东南亚现有产能约 2.77 亿吨/年，亚洲计划新增产能集中在中国和印度，东南亚仅有文莱、印尼和马来西亚有少量增产。而成品油需求增长潜力大。分产品来看，汽油方面，东南亚 2020 年进口约 4,850 万吨/年，主要

进口国为印度尼西亚、马来西亚、新加坡、菲律宾、缅甸等地，主要出口国为新加坡和泰国。航空煤油方面，因为各国对航空业都比较自给自足，以贸易流转为主，东南亚主要进口国为马来西亚、和其他几个炼厂规模较小的国家，如菲律宾、斯里兰卡等地，2020年进口约400万吨/年。柴油方面，东南亚存在较大缺口，2020年进口3,800万吨/年，主要进口国为越南、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，据澳洲能源局数据显示，2020年进口汽柴煤约690万吨/年。另外，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550万吨/年，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，2020年疫情期间，成品油裂解价差处于历史最低点水平，2021年以来，随着疫情恢复，下游需求启暖，当前各项成品油产品裂解价差处在恢复向上通道。

该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。文莱每天出产原油约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，随着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。公司营业收入主要来源于聚酯、供应链服务和炼化产品等。2020年公司增加PTA自用量、减少外销量，PTA收入占比大幅下降。此外受产品价格下跌影响，公司PTA和聚酯产品营业收入同比均出现下滑。炼化产品收入占比较为稳定。盈利方面，受原油价格波动影响，公司炼化产品毛利率大幅下滑，且由于毛利率较低的供应链服务业务规模不断增长，进一步拉低公司综合毛利率。公司重要参股公司业绩较好，对盈利形成补充，但公司期间费用较高，侵蚀利润，2020年净利润有所下降。2021年第一季度，随着炼油及聚酯行情回暖，公司收入和盈利均有所回升。

该公司系国内领先的炼化-化纤龙头生产企业之一，2019年11月公司文莱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，实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式。

图表 8. 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
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

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 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		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计		880.66	796.21	864.30	308.46
其中：(1) PTA	金额	163.97	114.79	47.60	9.24
	占比	18.62	14.42	5.51	2.99
(2) 聚酯	金额	294.60	374.40	249.35	93.70
	占比	33.45	47.02	28.85	30.38
(3) PIA	金额	-	-	2.85	3.43
	占比	-	-	0.33	1.11
(4) 供应链服务	金额	422.09	281.57	377.06	144.01
	占比	47.93	35.36	43.63	46.69
(5) 炼油产品	金额	-	22.08	144.59	51.01
	占比	-	2.77	16.73	16.54
(6) 化工品	金额	-	3.36	42.86	7.07
	占比	-	0.42	4.96	2.29
毛利率 (%)		3.75	7.07	6.92	8.10
其中：(1) PTA		6.45	8.69	11.00	8.22
(2) 聚酯		7.96	9.07	12.46	13.68
(3) PIA		-	-	26.04	39.57
(3) 供应链服务		-0.24	1.74	2.10	3.89
(4) 炼油产品		-	30.61	3.92	5.51
(5) 化工品		-	19.74	21.34	23.27

资料来源：恒逸石化

该公司营业收入主要来自 PTA、聚酯（含涤纶丝和切片）、供应链服务等，2020 年新增间苯二甲酸（PIA）产品收入。2018-2020 年，公司营业收入分别为 880.66 亿元、796.21 亿元和 864.30 亿元。从收入构成来看，2020 年 PTA 和聚酯收入占比分别为 5.51% 和 28.85%，较上年分别下降 8.91 个百分点和 18.17

个百分点，一方面公司文莱炼化项目逐步投产及聚酯产能增加后 PTA 外销量下降，另一方面受产品价格下跌影响，公司聚酯产品收入有所下滑。此外，文莱炼化项目一期投产后，2020 年炼油产品和化工品收入占比分别为 16.73% 和 4.96%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 308.46 亿元，同比大幅增长 63.44%，主要系炼油及聚酯行情回暖，产品价格上升所致。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司综合毛利率分别为 3.75%、7.07%、6.92% 和 8.10%，2020 年公司毛利率下降，主要受原油价格波动影响，炼化产品毛利率大幅下滑，且由于毛利率较低的供应链服务业务规模不断增长，进一步降低公司综合毛利率。2021 年一季度随着炼油及聚酯行情回暖，公司综合毛利率有所回升。

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，以提升综合竞争力。

A. 主要产品生产情况

嘉兴逸鹏、福建逸锦、海宁新材料及海南逸盛聚酯项目投产后，该公司于 2020 年及 2021 年一季度分别新增控股聚酯产能 65 万吨和 50 万吨。截至 2021 年 3 月末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 630.00 万吨/年、791.82 万吨/年和 20.00 万吨/年。2019 年 11 月，文莱炼化项目一期全面投产，新增炼化产能 800 万吨（权益产能 560 万吨），包括 PX150 万吨、苯 50 万吨，汽柴煤等油品约 500 多万吨。此外，2020 年公司对年产 50 万吨 PTA 装置实施转型升级技术改造，通过对主体装置设备和管道进行更新改造，形成 PIA 产品产能 30 万吨，其中公司权益产能 21 万吨。PIA 具有较强的耐热、耐水解性和耐化学性，在醇酸树脂涂料、聚酯(PET)树脂、不饱和（UPR）树脂、特种纤维、热熔粘合剂、印刷油墨、聚酯纤维染色改性、树脂增塑及医药等方面具有防范用途。相对 PTA，PIA 进口依存度依然偏高，存在较大的供应缺口，转产有望提升公司产品综合毛利率。

图表 10. 公司 2021 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	500.00	70.00	350.00
	大连逸盛	600.00	30.00	180.00
	海南逸盛	200.00	50.00	100.00
聚酯	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	75.00	100.00	75.00
	太仓逸枫	25.00	100.00	25.00
	双兔新材料	105.00	100.00	105.00
	杭州逸暻	85.00	100.00	85.00
	福建逸锦	55.00	65.00	35.75

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
聚酯瓶片	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00
	海宁新材料	110.00	100.00	110.00
	海南逸盛	200.00	50.00	100.00
己内酰胺	巴陵己内酰胺	40.00	50.00	20.00
PIA	浙江逸盛	30.00	70.00	21.00

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

产能利用率方面，该公司 PTA 和炼化产品产能利用率均维持在较高水平，聚酯产品产能利用率因公司产线改造升级、淘汰落后产能，叠加近年来投产的新建项目均采用国际高端设备、生产效率较高而逐年提升。

图表 11. 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
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	800.00
	产量	503.38	562.71	77.37
	产能利用率	91.52	88.62	89.27 ⁵
2020 年	产能	500.00	700.00	800.00
	产量	485.02	650.27	818.82
	产能利用率	97.00	92.90	102.35
2021 年第一季度	产能	500.00	750.00	800.00
	产量	118.56	178.82	191.39
	产能利用率	94.85	95.37	95.70

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 PX、MEG 消耗量较大，是公司生产成本最主要的部分。公司原材料采购通常和生产厂家直接协商，选择国际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。公司进口原料均以美元结算，主要以 90-180 天远期信用证方式支付；对国内供应商付款则主要以 3-6 个月银行承兑汇票方式或现款支付，并以人民币结算。

该公司 PX 供应商包括荣盛石化下属宁波中金石化有限公司、浙江石油化工有限公司、中石化、MITSUI & CO., LTD、福建联合石油化工有限公司等石化企业。公司与供应商签定长期供应合同，价格参照市场价格（ACP 和 CFR）为基础，协商定价。公司进口 PX 原料以美元结算为主，主要以 90 天远期信用证方式支付；对国内供应商则以人民币结算，付款主要采用银行承兑汇票方式。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司 PX 购入量分别为 324.50 万吨、343.55 万吨、317.03 万吨和 81.48 万吨⁶，采购均价分别为 7,191.77 元/吨、6,351.58 元/吨、4,025.74 元/吨和 4,556.56 元/吨，跟踪期内大幅下滑。2019 年底公司文莱炼化项目一期投产后，新增 150 万吨 PX 产能，2020 年及 2021 年一季度，PX 原料自给率分别为 30.09% 和 38.43%。

⁵ 按实际投产天数折算的产能计算所得。

⁶ 包含向恒逸文莱的采购部分。

该公司 MEG 全部从外部采购，其中 30% 需要进口。目前主要供应商包括 SABIC ASIA PACIFIC PTE LTD、中石化、恒力石化（苏州）有限公司及 SHELL EASTERN CHEMICALS (S) 等。公司定期与供应商签订长期框架性采购协议，约定未来一段时间（通常为 1-2 年）内采购数量、货运方式、结算价格计算方法等，每月根据市场价格再进行一次小合约签署。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司 MEG 购入量分别为 110.25 万吨、205.37 万吨、214.88 万吨和 54.18 万吨，随着聚酯产能的扩张而逐年增长。同期公司 MEG 采购均价分别为 6,144.33 元/吨、4,012.73 元/吨、3,346.81 元/吨和 4,323.75 元/吨，跟踪期内大宗原料价格下跌至历史地位。

文莱原油采购方面，2019-2020 年和 2021 年第一季度该公司原油购入量分别为 494.95 万吨、749.53 万吨和 195.81 万吨。公司 40% 的原油向文莱当地直接采购，其余向国外外部非关联方采购，供应商包括 SHELL、Tengizchevroil LLP、SINOCEM 等，长期合约占比超过 50%，以美元结算、电汇支付，采购价格按照到岸的布伦特远期价格（即国际通用原油结算方式）。

图表 12. 公司 2018-2020 年及 2021 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)
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	214.88	71.92	3,346.81	317.03	127.63	4,025.74	749.53	166.99	2,227.92
2021 年 第一季度	54.18	23.43	4,323.75	81.48	37.13	4,556.56	195.81	62.69	3,201.71

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。2020 年公司外汇套期保值和商品套期保值实际损益金额分别为-0.02 亿元和 4.90 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⁷均价的基础上确定，结合市场供求状况每月发布。公司 PIA、炼油产品和化工品等均按市场价进行销售。

图表 13. 公司主要产品自用及外销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 第一季度		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
PTA	自用	175.14	-	274.79	-	335.87	-	93.76	-

⁷ 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	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 第一季度		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
外销	320.48	5,423.29	228.85	5,016.02	148.44	3,206.38	25.74	3,588.64	
PET	自用	26.20	-	71.28	-	56.81		16.22	
	外销 ⁸	299.60	8,347.42	488.01	7,672.04	548.80	4,900.59	142.77	6,563.01
炼油产品	自用	-	-	-	-				
	外销	-	-	54.93	4,081.71	583.81	2,476.61	142.82	3,571.52
化工品	自用	-	-	-	-	95.79		30.32	
	外销	-	-	12.88	5,062.04	123.39	3,473.72	15.27	4,631.21

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，产销率一直维持较高水平，客户主要为国内外下游客户。

该公司炼油产品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。

跟踪期内，该公司新增 PIA 产品，销售模式为直销，结算方式为电汇和承兑，按月结算。销售对象主要包括关联方逸盛大化、海南逸盛和下游瓶片厂家等。

D. 供应链服务

该公司供应链服务包括 PTA 及原料贸易业务、物流运输服务等其他和主业相关的配套服务。公司依托 PTA—聚酯产业链优势，主要开展石化产品如 PX、MEG、PTA 等产品及原料贸易。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。

该公司贸易业务主要由子公司宁波恒逸贸易有限公司和宁波恒逸实业有限公司等负责。贸易业务的采购模式参照主业务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

⁸ 其中 2020 年外销数据含试生产部分，不在主营业务收入中体现。

连逸盛”) 下属海南逸盛和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, 在满足内部原料需求的情况下, 将余量对外销售。销售价格采用市场价格, 下游客户提出采购合约, 合约中确定总采购量及每月交货数量, 交易价格按交货当月的月均价格加升水成交, 公司根据下游客户采购需求, 分期分批从采购商买入产品, 按照客户约定期间分期交货。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。销售客户主要为江浙、福建等地相关化纤纺织企业。

2018 年该公司新增原油贸易, 经营主体为境外子公司恒逸实业国际有限公司负责, 主要系为熟悉国际原油采购规则、了解交易对手和交割方式而进行的预贸易。文莱炼化项目一期全面投产后, 原油贸易量大幅减少。公司原油贸易的销售区域为东南亚地区, 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, 结算模式为款到交货(货权转移), 结算方式一般为信用证。

该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。2018-2020 年及 2021 年第一季度, 公司贸易业务分别实现收入 416.49 亿元、275.31 亿元、370.72 亿元和 142.60 亿元, 其中 2020 年公司贸易业务收入有所增长, 主要系 PTA 及 MEG 贸易量上升所致。跟踪期内贸易业务毛利率呈上升趋势。

图表 14. 公司 2018-2020 年及 2021 年 1-3 月主要贸易产品销售情况(单位: 亿元、%)

贸易品种	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	187.37	-2.07	134.66	1.16	206.33	2.68	58.43	2.01
MEG	135.82	0.55	39.28	-0.30	94.09	0.02	20.22	2.62
原油	65.79	0.01	66.74	0.36	6.73	2.79	51.67	6.85
其他	28.93	2.99	34.63	5.06	63.56	2.21	12.28	-1.83
合计	416.49	-0.55	275.31	1.25	370.72	1.93	142.60	3.52

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

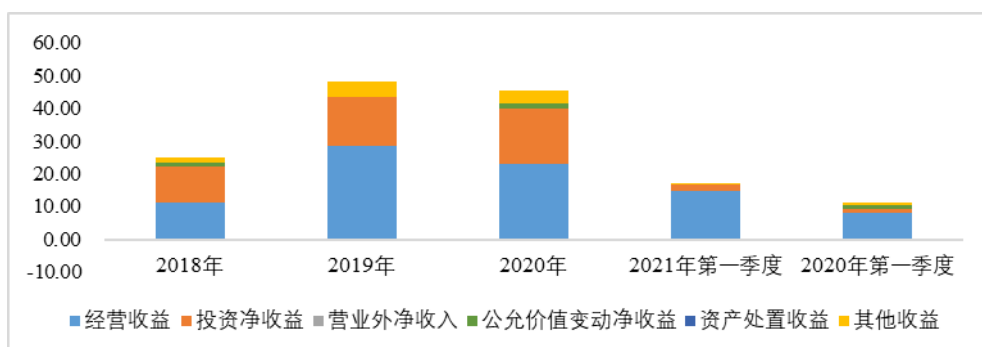
该公司的“石化+金融”立体发展模式初具雏形。2016 年 3 月, 浙商银行股份有限公司(简称“浙商银行”)在港股上市, 股票代码 HK02016。2019 年 11 月, 浙商银行在上海证券交易所上市, 股票代码 601916.SH。截至 2021 年 3 月末, 公司及子公司共持有浙商银行股份比例为 3.52%, 并向浙商银行董事会派有董事, 享有实质性参与决策权, 该笔股权以权益法计入长期股权投资。

浙商银行盈利能力较强，2018-2020 年及 2021 年 1-3 月，浙商银行分别实现净利润分别为 115.60 亿元、131.43 亿元、125.59 亿元和 46.57 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。2018-2020 年海南逸盛实现净利润分别为 4.57 亿元、5.60 亿元和 9.83 亿元。同期大连逸盛实现净利润分别为 8.08 亿元、11.65 亿元和 10.92 亿元。总的来看，重要参股公司业绩较好，对公司盈利形成良好补充。

(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。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司营业毛利分别为 33.03 亿元、56.26 亿元、59.80 亿元和 24.99 亿元，逐年增长。公司毛利主要来自聚酯产品、供应链服务和化工品，2020 年三者占比分别为 51.97%、13.26% 和 15.30%。随着文莱炼化项目一期全面投产，炼化产能逐步释放，营业毛利同比显著增长。

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 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	880.66	796.21	864.30	308.46
毛利（亿元）	33.03	56.26	59.80	24.99
其中：PTA	10.57	9.98	5.24	0.76
聚酯	23.46	33.95	31.08	12.82
PIA	-	-	0.74	1.36
供应链服务	-1.00	4.91	7.93	5.60
炼油产品	-	6.76	5.66	2.81
化工品	-	0.66	9.15	1.65
期间费用率（%）	2.18	3.19	4.10	3.18

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
其中：财务费用率（%）	0.88	1.27	2.32	1.48
全年利息支出总额（亿元）	9.49	17.30	20.84	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.93	7.03	2.27	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2018-2020 年，该公司期间费用率分别为 2.18%、3.19%和 4.10%，呈上升趋势，主要系管理费用和财务费用增长所致。2020 年公司销售费用下降主要系新收入准则下将转让商品而发生的运输费用转入营业成本所致；管理费用增长主要系新收入准则下将与产品相关的运输费、租赁费和仓储费纳入管理费用、文莱项目投产运营后相关管理用途的固定资产折旧和管理人员薪酬增加所致；财务费用为 20.04 亿元，较上年增加 9.93 亿元，主要系因公司融资规模扩大、利息支出增长所致。2021 年第一季度，公司期间费用率为 3.18%，同比下降 1.12 个百分点。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益	10.96	15.05	16.92	1.75
其中：权益法核算的长期股权投资收益	9.97	10.87	13.27	2.26
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.99	4.09	3.31	-0.51
营业外净收入及其他收益	1.65	4.57	3.65	0.29
其中：政府补助	1.62	4.78	3.71	0.23
公允价值变动损益	1.08	-0.59	1.56	-0.13

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

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。2018-2020 年，公司投资净收益分别为 10.96 亿元、15.05 亿元和 16.92 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业投资收益和处置交易性金融资产取得的投资收益。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，公司处置交易性金融资产取得的投资收益分别为 0.99 亿元、4.09 亿元和 3.31 亿元。同期公司营业外净收入及其他收益分别为 1.65 亿元、4.57 亿元和 3.65 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，金额不大。此外，2018-2020 年公司资产减值损失（含信用减值损失）分别为 1.39 亿元、0.46 亿元和 0.04 亿元，主要系原材料价格大幅下降导致的存货跌价损失。

2018-2020 年及 2021 年第一季度该公司净利润分别为 21.54 亿元、40.06 亿元、38.15 亿元和 15.21 亿元。随着炼油及聚酯行情回暖，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，该公司将继续坚持巩固、突出和优化主营业务的核心竞争力，推行智能制造，实施精益生产，加大科研创新提升产品质量，提高运营效率，做大、做强石化化纤产业链，完善“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链，深化“石化+”多层次立体产业布局。2021年，公司将依托战略发展规划，进一步巩固提升石化的主营竞争能力，实现资源共享、产业协同，全面提升综合竞争力，努力把公司建设成为国际一流的石化产业集团之一。

A. PTA 项目

截至2021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材料有限公司⁹（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，截至2021年3月末已投资60.88亿元，其中2021年4-12月和2022年分别计划投资5.20亿元和1.23亿元。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PTA600万吨的生产能力。建成后，公司将新增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对外出售。

B. 聚酯纤维项目

截至2021年3月末，该公司在建的聚酯纤维项目主要为福建逸锦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”）年产50万吨新型功能性纤维技术改造项目。

福建逸锦新型功能性纤维项目建设期2年，于2019年7月开工，部分装置已于2021年4月投产。项目投资总额预计33.50亿元，截至2021年3月末已投资10.38亿元。

海宁新材料项目位于海宁市尖山新区内，项目利用现有厂房，建设聚酯生产装置2套（2×25万吨/年），引进高速FDY卷绕机以及配套的国产生产装置及公用工程设备，采用国产化大容量柔性化聚合技术、聚酯熔体直纺技术、共聚共混在线添加技术、智能制造技术以及绿色制造技术等先进工艺技术，形成年产新型功能性纤维50万吨的生产能力。项目于2020年12月开工，计划于2021年下半年竣工。项目总投资25.65亿元，截至2021年3月末已投资12.09亿元。

图表 18. 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2021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 ¹⁰	63.60	58.42	50.00
智能化环保功能性涤纶 FDY 纤维				50.00

⁹ 公司持股比例 50%

¹⁰ 截至2021年2月末，海宁新材料100万吨智能化环保功能性纤维建设项目产能已全部建成投产。

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	截至 2021 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 DTY 纤维				10.00
新型功能性纤维技术改造项目	海宁新材料	25.65	12.09	50.00
新型功能性纤维项目	福建逸锦	33.50	10.38	25.00
合计	—	122.75	80.89	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

截至 2021 年 3 月末，该公司拟建的聚酯纤维项目主要为子公司宿迁逸达年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目。项目位于江苏省宿迁高新技术产业开发区京杭大道 96 号公司厂区，项目利用厂区土地约 500 亩，新建聚酯车间、纺丝车间、PTA 库以及配套动力站、污水处理等建（构）筑物面积约为 46.34 万平方米。项目主要采用聚合、熔体直纺工艺、综合智能制造及绿色制造技术，新建 3 套聚酯生产装置，引进国内外先进的短纤生产设备，新增年产 110 万吨新型环保差别化纤维的生产能力。项目投资金额预计为人民币 38.50 亿元，资金来源于自有资金、银行借款和其他融资方式。项目建设周期为 3 年。经公司初步测算，项目税后内部收益率为 15.75%，税后投资回收期（含建设期）为 8.09 年。

C. 文莱炼化项目二期

目前，该公司文莱炼化项目二期已进入前期筹建阶段，项目计划总投资 136.54 亿美元，其中资本金比例为 30%，来自自有资金，剩余 70% 来自银行贷款。文莱炼化项目二期设计新增原油加工能力 1,400 万吨/年，建成投产后，公司将新增“乙烯-丙烯-聚丙烯”产业链，有利于提升文莱炼化一体化项目集约化、规模化和一体化水平。工程预计建设期 3 年，据公司公告预测，项目建成落地后，工厂年均新增营业收入可达 110.45 亿美元，平均每年可新增净利润 17.16 亿美元。同时，据公司测算，该项目的财务内部收益率 18.67%，投资回收期 7.25 年。该海外项目拟投规模大且风险较高，受原油供应及价格稳定性影响较大，此外还面临政治及汇率波动等风险。

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。此外，随着文莱炼化项目二期推进，公司未来两年面临较大的投资压力，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。

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，公司董事长及总裁变更为邱奕博，据公司公告，该人事调整不会对公司正常生产经营和偿债能力产生不利影响。公司关联交易规模有所上升，被关联方占用一定资金。

跟踪期内，该公司产权结构稳定。公司因资本公积转增股本，2021 年 3

月末股本增加至 368,164.54 万股。同期末，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¹¹。截至 2020 年末，恒逸集团经审计的合并口径资产总额为 1,135.75 亿元，净资产为 327.17 亿元（其中实收资本为 0.52 亿元），刚性债务余额 592.21 亿元。当年恒逸集团实现营业收入 925.85 亿元，实现净利润 34.62 亿元。跟踪期内，公司董事长及总裁变更为邱奕博（邱建林之子）。据公司公告，该人事调整不会对公司正常生产经营和偿债能力产生不利影响。

截至 2021 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 11.86 亿股，占所持公司股份总数的 78.84%，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，2020 年该公司关联购销交易规模略有上升。其中，关联采购 70.78 亿元，主要系向逸盛大化采购 PTA 产品 32.18 亿元和向绍兴恒鸣采购聚酯产品 30.23 亿元；关联销售 25.81 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 7.03 亿元和向海南逸盛销售 MEG、PX 和提供货物运输服务共 17.07 亿元。2021 年第一季度，公司关联采购 14.99 亿元，主要系分别向逸盛大化和绍兴恒鸣采购商品 5.51 亿元和 8.74 亿元；公司关联销售 4.42 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 0.52 亿元和 3.29 亿元。此外，截至 2020 年末，公司被关联方净占用资金 8.11 亿元。

图表 19. 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
采购商品/接受劳务					
巴陵己内酰胺	合营企业	38,197.84	39,446.18	40,377.48	6,967.42
海南逸盛	参股公司	47,467.97	70,714.48	36,479.91	-
逸盛大化	参股公司	389,761.81	374,251.94	321,768.78	55,113.85
绍兴恒鸣	最终母公司之控股子公司	1,967.78	126,562.57	302,262.89	87,358.65
出售商品/提供劳务					
海南逸盛	参股公司	22,370.04	38,988.75	170,739.46	5,190.94
巴陵己内酰胺	合营企业	5,357.48	38,742.43	70,292.08	32,887.18
绍兴恒鸣	最终母公司之控股子公司	5,202.52	13,852.37	10,553.80	3,553.97

资料来源：恒逸石化

根据所提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 1 月 18 日该公司本部无欠贷欠息事项。根据 2021 年 5 月 31 日的国家企业信用信息公示系统查询结果，跟踪期内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

¹¹ 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。

形。

财务

跟踪期内，随着经营规模的扩大，该公司刚性债务规模持续上升，且期限结构偏向短期，即期偿债压力大。2020 年文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金流大幅改善，公司作为上市公司直接融资渠道畅通，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，对公司债务到期偿付提供一定程度的保障。但目前文莱炼化项目二期已在筹建中，加之聚酯项目投资建设，未来公司面临较大的投资压力。如果公司可转换债券不能如期转股，将加重公司债务负担。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所对该公司的 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 2019-2020 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。

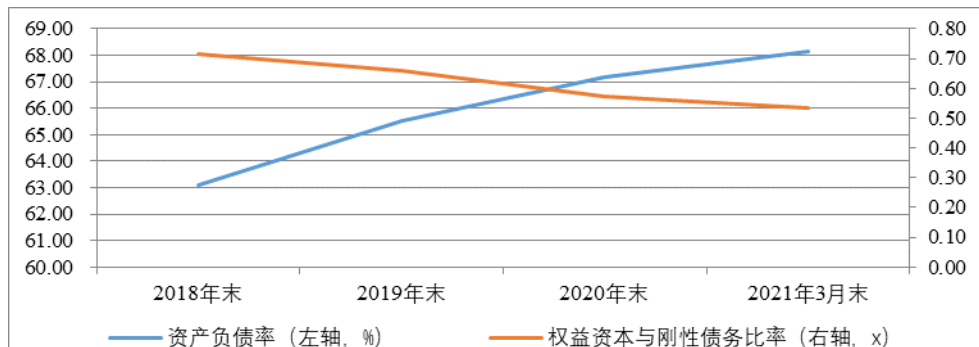
由于 2019 年该公司合并同一控制下企业杭州逸曩、2020 年合并同一控制下企业广西恒逸新材料有限公司（简称“广西新材料”），报告中 2018 年及 2019 年财务数据采用追溯调整后的数据。

合并范围变化方面，2020 年该公司收购广西新材料、新设 10 家子公司，此外处置子公司宁波恒逸物流有限公司。2021 年第一季度公司合并报表范围没有变化。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 44 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



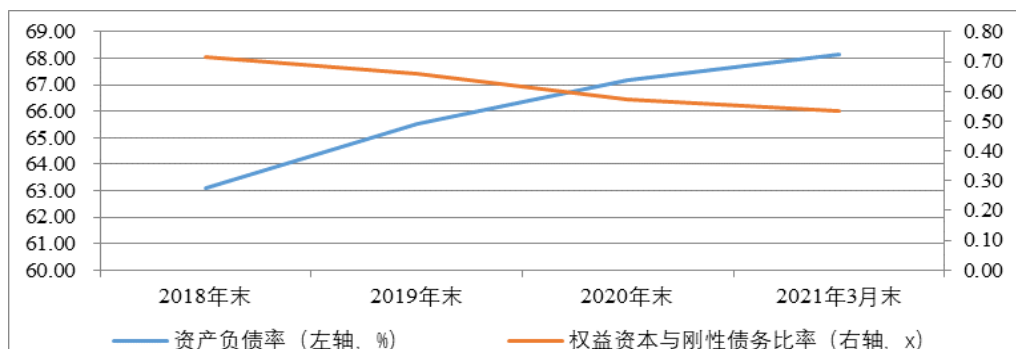
资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

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 2020 年末，公司负债总额为 619.68 亿元，较上年末增长 10.24%。2020 年由于公司资本公积转增股本，期末股本较上年末增长 29.56% 至 36.82 亿元，资本公积较上年末下降 12.65% 至 91.65 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，带动公司所有者权益较上年末增长 1.12% 至 240.07 亿元，占所有者权益的 37.64%。2020 年末公司资产负债率小幅升至 67.17%，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 0.57。

2021 年 3 月末，该公司负债总额为 681.43 亿元，较上年末小幅增长 9.97%，资产负债率进一步升至 68.13%，权益债务则进一步降至 0.54。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	318.57	446.88	528.19	594.78
应付账款 (亿元)	47.15	96.80	57.41	57.26
预收款项 ¹² (亿元)	5.47	5.96	14.68	13.11

¹² 含合同负债，下同。

核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年3月末
其他应付款（亿元）	11.42	2.19	2.32	2.67
刚性债务占比（%）	81.67	79.50	85.23	87.28
应付账款占比（%）	12.09	17.22	9.26	8.40
预收款项占比（%）	1.40	1.06	2.37	1.92
其他应付款占比（%）	2.93	0.39	0.37	0.39

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，2020 年末分别占负债总额的 85.23% 和 9.26%。同期末，公司应付账款 57.41 亿元，较上年末大幅下降 40.69%，主要系文莱炼化项目一期投产后，应付设备工程款等下降所致；预收账款 14.68 亿元，全部为下游客户的预付货款，较上年末增加 8.72 亿元，主要系公司预售 PTA 产品增加所致；其他应付款 2.32 亿元，主要包括押金及保证金 1.23 亿元、未结算费用性质款项 0.75 亿元，较上年末变化不大。从债务期限结构来看，2020 年末，公司长短期债务比较上年末的 46.86% 升至 51.13%，主要系公司长期借款增加 38.77 亿元所致。

截至 2021 年 3 月末，该公司除刚性债务外其余负债科目较上年末变动不大。此外因 2021 年第一季度新增短期借款 57.00 亿元，同期末公司长短期债务比降至 45.41%。

（3）刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年3月末
短期刚性债务合计	181.67	270.82	321.67	385.34
其中：短期借款	137.81	233.24	264.83	321.83
一年内到期的非流动负债	12.80	15.06	44.87	40.31
应付票据	30.96	22.50	11.87	22.87
交易性金融负债	0.10	0.01	0.09	0.33
中长期刚性债务合计	136.90	176.07	206.52	209.43
其中：长期借款	97.14	127.33	166.10	167.60
应付债券	29.88	39.90	35.21	30.44
其他中长期刚性债务	9.88	8.83	5.21	11.39
综合融资成本（%）	5.33	4.78	3.96	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2020 年末，该公司刚性债务 528.19 亿元，较上年末增长 18.19%。其中，中长期刚性债务占比为 39.10%。

2020 年末，该公司短期刚性债务 321.67 亿元，主要包括短期借款 264.83 亿元，较上年末增加 31.59 亿元；一年内到期的非流动负债 44.87 亿元，较上年末增加 29.81 亿元，包括一年内到期的长期借款（含利息）17.57 亿元、一

年内到期的应付债券（含利息）19.85 亿元、一年内到期的长期应付款（含利息）7.46 亿元；应付票据 11.87 亿元，较上年末减少 10.63 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 206.52 亿元，主要包括长期借款 166.10 亿元，较上年末增加 38.77 亿元；应付债券为 35.21 亿元，较上年末减少 4.68 亿元，主要系“18 恒逸 R1”、“18 恒逸 01”及“18 恒逸 02”将于一年内到期转入流动负债所致；长期应付款为 5.21 亿元，较上年末减少 3.63 亿元，系融资租赁款。

该公司主要融资渠道为银行借款，截至 2020 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 448.50 亿元，较上年末增长 22.18%。公司银行借款以保证借款、抵押借款和质押借款为主，分别占比 42.52%、30.65%和 23.29%。此外 2018 年起债券融资成为公司融资渠道的重要补充，2020 年末债券融资占刚性债务比重为 10.42%。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增长 12.61%至 594.78 亿元，其中银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）本息合计为 511.15 亿元，仍以保证借款和抵押借款为主。据公司测算，2018-2020 年综合融资成本分别为 5.33%、4.78%和 3.96%。

图表 23. 2021 年 3 月末公司银行借款（不含应付利息）构成（单位：亿元）

借款类型	保证	抵押	质押	信用
短期借款	158.78	19.61	136.95	6.27
一年内到期的长期借款	1.88	19.56	-	-
长期借款	22.31	145.29	-	-
合计	182.97	184.46	136.95	6.27

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

若不考虑应付票据和交易性金融负债，借款期限方面，该公司 1 年以内到期债务为 362.14 亿元，占比为 63.36%；3 年以上到期债务为 147.26 亿元，占比为 25.76%。

图表 24. 2021 年 3 月末公司债务期限结构情况（单位：亿元）¹³

到期期限	债务金额
1年以内	362.14
1-3年	62.17
3年以上	147.26
合计	571.57

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，随着聚酯产能并购及文莱炼化项目集中投入，近年来该公司刚性债务持续增长，且期限结构偏向短期，面临较大的即期偿债压力。目前公司文莱炼化项目二期已在筹备建设中，加之聚酯项目投资建设，未来公司面临较大的投融资压力。

¹³ 不包含应付票据和交易性金融负债。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期（天）	16.53	46.68	63.29	--
营业收入现金率（%）	108.12	107.52	108.95	109.36
业务现金收支净额（亿元）	19.10	-3.62	58.41	6.87
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.03	2.70	-8.27	-11.58
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	16.07	-0.91	50.14	-4.71
EBITDA（亿元）	42.45	72.83	87.92	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.19	0.18	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.46	4.21	4.10	--

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。

2018-2020 年该公司营业周期分别为 16.53 天、46.68 天和 63.29 天，其中 2019 年以来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。2018-2020 年，公司经营性现金净流量分别为 16.07 亿元、-0.91 亿元和 50.14 亿元，其中 2020 年文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金流大幅改善。2021 年第一季度，因公司春节期间积累库存，外加原油价格上涨带动原材料成本上升导致预付原辅料款增加，公司经营性现金净流出 4.71 亿元。

近三年该公司 EBITDA 呈现逐年上升的态势。2018-2020 年 EBITDA 分别为 42.45 亿元、72.98 亿元和 87.92 亿元，2019 年以来受益于文莱炼化项目投产，公司盈利能力大幅提升。但同时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持续下降，2020 年分别为 0.18 倍和 4.10 倍。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.80	-15.54	-8.93	-27.99
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	-127.19	-113.28	-81.70	-25.73
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.61	-4.71	6.06	0.12
投资环节产生的现金流量净额	-126.79	-130.10	-79.52	-52.46

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资性现金流净流出额分别为 126.79 亿元、130.10 亿元、79.52 亿元和 52.46 亿元，近年来由于文莱炼化项

目及聚酯纤维收购的投资支出增加，投资性现金净流出规模较大。目前文莱炼化项目二期已在筹建中，未来公司仍面临较大的投资压力。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
权益类净融资额	28.65	39.95	16.43	0.03
其中：股利支出	3.30	9.33	13.93	0.80
债务类净融资额	107.89	88.30	46.39	30.85
其中：现金利息支出	8.27	15.71	17.54	4.94
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	2.00	-18.45	-3.75	5.98
筹资环节产生的现金流量净额	138.54	109.80	59.07	36.86

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 138.54 亿元、109.80 亿元、59.07 亿元和 36.86 亿元，呈持续净流入状态，但净流入规模逐年下降。近年来公司权益融资渠道主要为非公开发行股票及子公司吸收少数股东投资等，同期公司权益类净融资额分别为 28.65 亿元、39.95 亿元、16.43 亿元和 0.03 亿元；同期债务类融资净额分别为 107.89 亿元、88.30 亿元、46.39 亿元和 30.85 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。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	171.84	273.38	289.82	338.78
	27.79	31.88	31.41	33.87
其中：货币资金（亿元）	90.52	74.40	100.79	97.21
应收款项（亿元）	13.78	58.90	38.80	37.87
存货（亿元）	30.20	91.53	96.51	123.15
应收票据（亿元）	11.08	11.71	7.52	11.63
其他流动资产（亿元）	14.15	15.90	22.11	45.26
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	446.51	584.25	632.78	661.48
	72.21	68.12	68.59	66.13
其中：固定资产（亿元）	132.26	387.76	415.80	413.28
在建工程（亿元）	174.95	36.90	78.02	85.42
长期股权投资（亿元）	78.14	92.60	100.62	106.91
无形资产（亿元）	11.40	16.01	17.81	18.40
其他非流动资产（亿元）	43.73	38.137	9.66	26.85
期末全部受限资产账面金额（亿元）	297.66	338.37	394.59	399.76

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
受限资产账面余额/总资产 (%)	48.14	39.70	42.77	39.97

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 2020 年末，公司资产总额为 922.60 亿元，较上年末增长 7.58%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末占总资产的比重为 66.13%。

该公司流动资产包括货币资金、应收账款、存货等。2020 年末，公司货币资金为 100.79 亿元，较上年末增长 35.47%，其中受限的货币资金 28.93 亿元，主要包括信用证保证金 12.04 亿元，承兑汇票保证金 11.64 亿元，保函保证金 2.90 亿元和其他受限资金 2.26 亿元等；公司应收账款为 38.80 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，受益于公司文莱炼化项目销售回笼情况良好较上年末大幅下降 34.13%，公司应收账款账龄基本在 6 个月以内，应收账款前五名单位汇总金额为 18.81 亿元，占比 48.48%，集中度较高；公司存货为 96.51 亿元，较上年末增长 5.44%，主要系公司经营规模扩大，原材料及库存商品均同步增加所致，其中计提存货跌价准备 0.18 亿元，公司存货价值与原油价格挂钩，若油价下跌公司存货将面临跌价风险；公司其他流动资产为 22.11 亿元，主要包括委托贷款 10.01 亿元、留抵进项税 5.54 亿元和被套期项目 4.55 亿元等。

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。2020 年末，公司固定资产为 415.80 亿元，较上年末增长 7.23%，主要系嘉兴逸鹏 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目及 PIA 项目完工转固所致；随着福建逸锦年产 56.6 万吨新型功能性纤维项目及海宁新材料项目建设投入，公司在建工程较上年末增长 111.42%至 78.02 亿元；公司长期股权投资为 100.62 亿元，较上年末增长 8.66%，主要系权益法下确认的投资收益共 13.28 亿元；公司无形资产为 17.81 亿元，较上年末增长 11.24%，主要系土地使用权和专利权；公司其他非流动资产为 9.66 亿元，主要为预付工程设备款。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 1,000.26 亿元，较上年末增长 8.42%。公司流动资产为 338.78 亿元，占资产总额的 33.87%，其中货币资金为 97.21 亿元，较上年末下降 3.56%；存货 123.15 亿元，较上年末增长 27.61%，主要系公司春节期间满负荷运营但下游需求淡季导致库存增加，此外国际油价上涨导致原材料成本上升所致；其他流动资产较上年末增长 104.72%至 45.26 亿元，主要系委托贷款、留底进项税和被套期项目增加所致。同期末，公司非流动资产为 661.48 亿元，占资产总额的 66.13%，其中长期股权投资为 106.91 亿元，较上年末增长 8.77%，主要系权益法下确认的投资收益；在建工程为 85.42 亿元，较上年末增长 9.49%，主要系海宁新材料、福建逸锦项目投入增加所致；其他非流动资产为 26.85 亿元，较上年末增长 177.83%，主要系预付子公司技改项目、总部大楼项目工程设备款增加所致。公司其他资产较上年末变化不大。

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产总额为 399.76 亿元，占总资产的 39.97%。其中，货币资金受限 45.78 亿元，主要系保证金；应收票据及应收款项融资受限 6.13 亿元，主要用于开立承兑汇票；长期股权投资受限 54.09 亿元，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；固定资产、在建工程和无形资产分别受限 254.10 亿元、34.80 亿元和 4.85 亿元，主要用于融资租赁担保和抵押借款。

整体看，该公司资产流动性较弱且受限比例较高，但公司货币资金较为充裕，且存货为大宗石化原料，较容易变现。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，能为到期债务偿付提供一定保障。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	68.53	71.42	70.68	72.29
速动比率 (%)	52.72	45.84	44.99	43.25
现金比率 (%)	41.01	22.89	27.03	23.64

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2018-2020 年末，该公司流动比率分别为 68.53%、71.42% 和 70.68%；现金比率分别为 41.01%、22.89% 和 27.03%，2020 年因短期刚性债务增长，公司流动比率和速动比率均有所下降，但因货币资金的增长，公司现金比率有所提升。2021 年 3 月末，因存货的大幅增长，公司流动比率提升至 72.29%，但因货币资金的下降和短期刚性债务的进一步增长，公司速动比率和现金比率分别降至 43.25% 和 23.64%。公司货币资金受限比率较高，实际现金比率弱于指标表现。

6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司对外担保共 1 笔，系向关联企业逸盛新材料提供的融资租赁保证担保，对外担保金额合计 3.00 亿元，或有负债风险较低。

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 2020 年末，公司本部总资产为 239.69 亿元，主要包括 157.82 亿元的长期股权投资、81.68 亿元的其他应收款和 0.20 亿元的货币资金；总负债为 55.11 亿元，主要包括 55.06 亿元的刚性债务；所有者权益为 184.58 亿元。2020 年公司本部实现收入 25.87 亿元，净利润 12.46 亿元；经营性现金净流量为 6.09 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多期公司债券，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

2018-2020 年度及 2021 年 1-3 月该公司确认政府补助收入分别为 1.62 亿元、4.78 亿元、3.71 亿元和 0.23 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，该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；杭州市萧山区人民政府办公室为促进城镇土地集约节约利用，在全区实行分类分档的城镇土地使用税减免政策，2021 年 12 月 31 日前，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，杭州逸璟享受 80% 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 日被认定为高新技术企业，自 2019 年 01 月 01 日至 2021 年 12 月 31 日企业所得税减按 15% 征收；公司子公司嘉兴逸鹏、双兔新材料和杭州逸璟被认定为高新技术企业，自 2020 年 1 月 1 日至 2023 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 2021 年 3 月末，恒逸集团为公司及下属子公司融资提供的担保为 178.25 亿元人民币。

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 2021 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 762.03 亿元，其中未使用额度 227.70 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 20 恒逸 01 附有第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，为债券存续期带来不确定性。

本评级报告跟踪的恒逸转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，还设置了有条件赎回和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

恒逸转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，恒逸转债还可能面临存续期缩短的风险。

跟踪评级结论

跟踪期内，随着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。公司营业收入主要来源于聚酯、供应链服务和炼化产品等。2020 年公司增加 PTA 自用量、减少外销量，PTA 收入占比大幅下降。此外受产品价格下跌影响，公司 PTA 和聚酯产品营业收入同比均出现下滑。炼化产品收入占比较为稳定。盈利方面，受原油价格波动影响，公司炼化产品毛利率大幅下滑，且由于毛利率较低的供应链服务业务规模不断增长，进一步拉低公司综合毛利率。公司重要参股公司业绩较好，对盈利形成补充，但公司期间费用较高，侵蚀利润，2020 年净利润有所下降。2021 年第一季度，随着炼油及聚酯行情回暖，公司收入和盈利均有所回升。

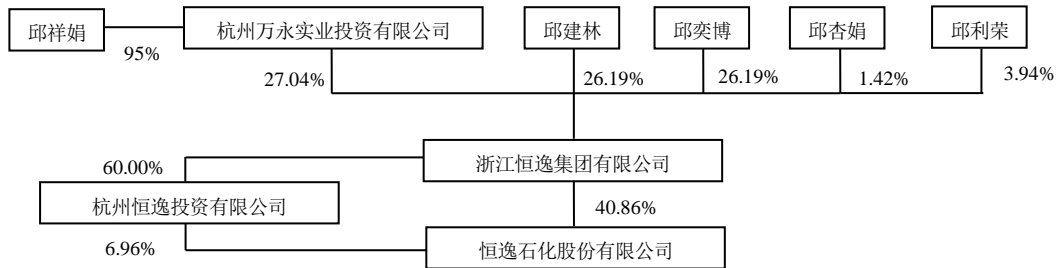
该公司产权结构稳定，但实际控制人直接持股比例不高，通过一致行动协议对公司实施控制，存在实际控制人变更的风险。跟踪期内，公司董事长及总裁变更为邱奕博（邱建林之子），据公司公告，该人事调整不会对公司正常生产经营和偿债能力产生不利影响。公司关联交易规模上升，被关联方占用一定资金。

跟踪期内，随着经营规模的扩大，该公司刚性债务规模持续上升，且期限结构偏向短期，即期偿债压力大。2020年文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金流大幅改善，公司作为上市公司直接融资渠道畅通，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，对公司债务到期偿付提供一定程度的保障。但目前文莱炼化项目二期已在筹建中，加之聚酯项目投资建设，未来公司面临较大的投资压力。如果公司可转换债券不能如期转股，将加重公司债务负担。

新世纪评级将持续关注：(1) 原油及化纤行业景气度下降风险；(2) 文莱项目运营情况；(3) 在建拟建项目投融资及资金平衡能力；(4) 即期偿债资金安排；(5) 安全环保压力；(6) 可转债未转股风险。

附录一：

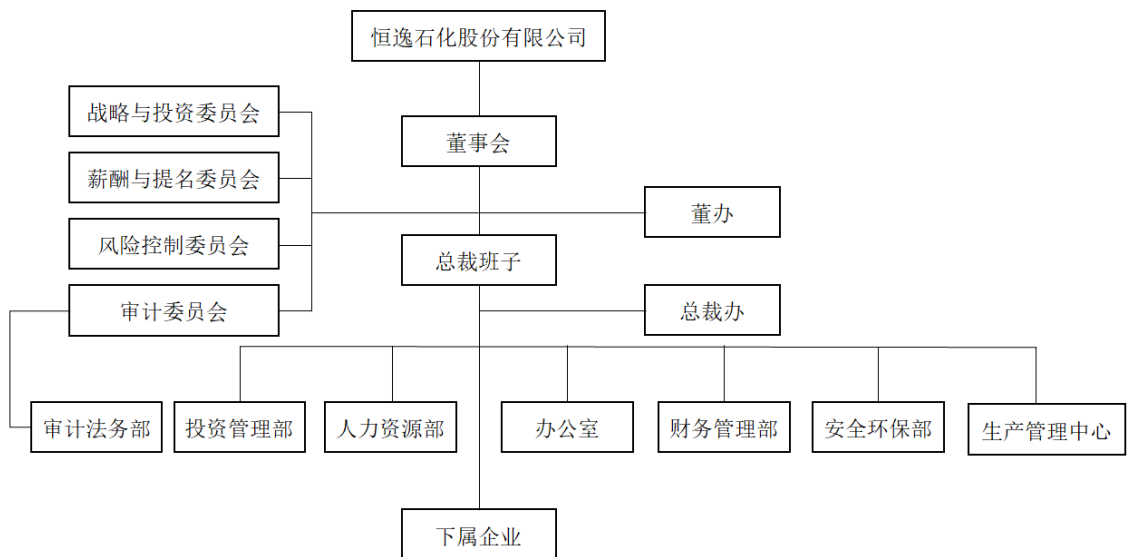
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020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	592.21	327.17	925.85	34.62	41.95	96.57	合并口径
恒逸石化股份有限公司	恒逸石化	本级	—	控股	55.06	184.58	25.87	12.46	6.09	--	母公司口径
浙江恒逸石化有限公司	恒逸有限	核心子公司	100.00	化学产品生产	438.08	211.20	842.43	31.36	47.24	74.44	
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心子公司	70.00	化学产品生产	57.58	87.15	235.25	10.96	22.26	21.13	
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	8.40	27.60	35.47	1.50	2.16	3.86	
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	10.38	10.91	24.54	1.09	1.84	2.20	
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	16.04	17.01	59.98	2.78	7.68	6.08	
杭州逸暻化纤有限公司	杭州逸暻	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	16.56	10.82	33.74	0.70	-0.31	2.59	
福建逸锦化纤有限公司	福建逸锦	核心子公司	65.00	聚酯产品生产	6.04	7.31	9.65	0.19	0.64	0.59	
海宁恒逸新材料有限公司	海宁新材料	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	49.29	21.70	22.73	0.71	-23.02	1.33	
浙江恒逸聚合物有限公司	恒逸聚合物	核心子公司	60.00	聚酯产品生产	13.40	10.48	34.95	1.08	-1.55	2.28	
宿迁逸达新材料有限公司	宿迁逸达	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	4.80	4.40	18.49	0.53	0.37	1.17	
浙江恒逸高新材料有限公司	恒逸高新	核心子公司	90.67	聚酯产品生产	55.65	49.54	98.84	3.23	-18.61	8.32	

注：根据恒逸石化 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
资产总额 [亿元]	618.35	852.31	922.60	1,000.26
货币资金 [亿元]	90.52	74.40	100.79	97.21
刚性债务[亿元]	318.57	446.88	528.19	594.78
所有者权益[亿元]	228.28	290.63	302.92	318.83
营业收入[亿元]	880.66	796.21	864.30	308.46
净利润[亿元]	21.54	40.21	38.15	15.21
EBITDA[亿元]	42.45	72.98	87.92	—
经营性现金净流入量[亿元]	16.07	-1.12	50.14	-4.71
投资性现金净流入量[亿元]	-126.79	-124.89	-79.52	-52.46
资产负债率[%]	63.08	65.90	67.17	68.13
权益资本与刚性债务比率[%]	71.66	65.04	57.35	53.60
流动比率[%]	68.53	70.24	70.68	72.29
现金比率[%]	41.01	22.91	27.03	23.64
利息保障倍数[倍]	3.29	3.35	3.06	—
担保比率[%]	0.86	—	0.99	0.94
营业周期[天]	16.53	46.68	63.29	—
毛利率[%]	3.75	7.07	6.92	8.10
营业利润率[%]	2.82	6.01	5.24	5.41
总资产报酬率[%]	6.46	7.89	7.19	—
净资产收益率[%]	10.64	15.50	12.85	—
净资产收益率*[%]	11.65	15.39	13.00	—
营业收入现金率[%]	108.12	107.52	108.95	109.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.57	-0.35	12.66	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-38.75	-26.48	-4.98	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.43	4.22	4.22	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.19	0.18	—

注：表中数据根据恒逸石化经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算；2018年和2019年数据根据2019年和2020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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	6
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	6
		流动性	6
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2017年10月24日	AA ⁺ /稳定	刘云、周文哲	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2015） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020年9月4日	AA ⁺ /稳定	何婕好、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月18日	AA ⁺ /稳定	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	-
20恒逸01	历史首次评级	2020年2月26日	AA ⁺	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月24日	AA ⁺	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月18日	AA ⁺	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	-
恒逸转债	历史首次评级	2020年9月4日	AA ⁺	何婕好、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月18日	AA ⁺	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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，并非是某种决策的结论、建议。

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

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