

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(2022)100567】

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+/2022 年 6 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 24 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 18 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	0.26	0.20	1.03	0.74
刚性债务	41.69	55.06	28.98	18.76
所有者权益	181.51	184.58	178.62	178.23
经营性现金净流入量	5.45	6.09	5.14	10.75
合并口径数据及指标:				
总资产	857.63	922.60	1,055.49	1,080.01
总负债	562.11	619.68	726.09	740.28
刚性债务	446.88	528.19	583.17	628.29
所有者权益	295.52	302.92	329.40	339.73
营业收入	796.21	864.30	1,289.80	332.53
净利润	40.10	38.15	39.58	10.79
经营性现金净流入量	-0.91	50.14	77.55	-38.01
EBITDA	72.83	87.92	93.54	—
资产负债率[%]	65.54	67.17	68.79	68.54
权益资本与刚性债务比率[%]	66.13	57.35	56.49	54.07
流动比率[%]	71.42	70.68	73.69	74.31
现金比率[%]	22.89	27.03	29.51	21.61
利息保障倍数[倍]	3.34	2.97	2.74	—
净资产收益率[%]	15.31	12.75	12.52	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.29	12.65	16.61	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.52	-4.97	0.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.21	4.10	4.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.17	—

注: 根据恒逸石化经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算; 其中 2019 年数据根据 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
钱源 qianyuan@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 2021 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、项目投资、资产流动性、安全环保、可转债转股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。
- **经营性现金净流量持续改善。**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, 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 2022 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:

- **盈利能力易受原油价格波动影响。**恒逸石化产品受原油价格波动影响较大, 2021 年以来原油价格快速攀升, 压缩公司产品销售利润空间。此外公司供应链业务盈利能力弱, 叠加期间费用侵蚀, 公司利润总额同比降幅较大。
- **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。
- **项目投资风险。**目前恒逸石化正在推进文莱炼化项目二期、钦州项目等项目, 项目总投资规模

模大，公司面临较大的资本性支出压力。此外文莱项目为海外项目，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一期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。恒逸转债已经进入转股期，目前股价低于转股价，且转股进度慢，若后续股价持续低迷，公司偿付压力较大。

➤ 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。公司于 2020 年 3 月发行了“20 恒逸 01”，发行规模为 10 亿元。跟踪期内，20 恒逸 01 进入回售期，下调票面利率 39BP，调整后票面利率为 5.50%，根据公司 2022 年 3 月 10 日的公告，“20 恒逸 01”剩余未回售债券余额为 81.10 万元。

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），根据公司 2022 年 4 月 1 日的公告，当前转股价格 11.20 元/股。截至 2022 年 5 月末，恒逸转债未转股余额为 199,983.03 万元。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 2021 年末，募集资金已使用完毕。

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	2021 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 2022 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 20.01 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. 截至 2022 年 5 月末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	0.01	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（目前 0.40）	2020 年 10 月	20 亿元/2020 年 3 月	正常
合计	30.00	20.01	-	-	-	-	-

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步

加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

A. 石化行业

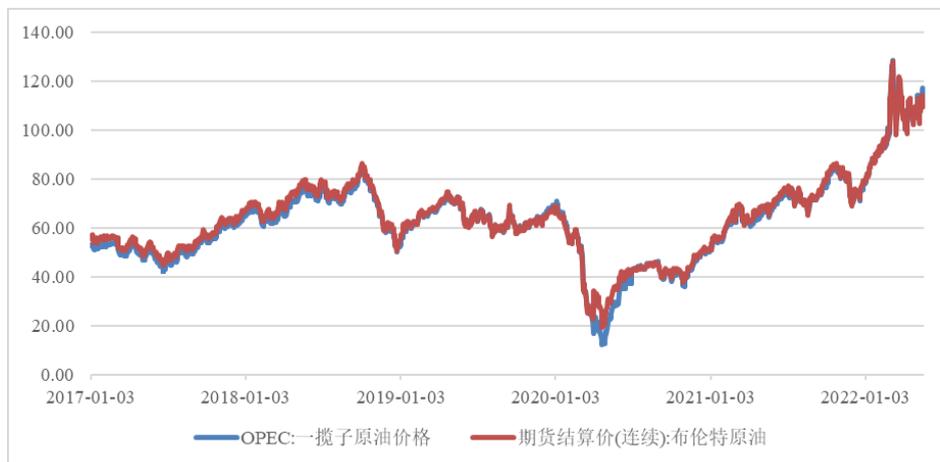
2021年以美国为首的世界主要经济体实施大规模财政刺激和货币宽松政策，原油价格在经济复苏的强烈需求下大幅上扬；2022年以来俄乌冲突等地

缘政治因素进一步大幅推升原油等大宗商品价格。近年来我国炼油能力大幅增长，随着新增产能的释放，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。

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）。

图表 3. 近年来国际原油价格变化情况（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

石油产品是经济的重要基础，是世界经济基本面的“晴雨表”。2021 年以美国为首的世界主要经济体实施大规模财政刺激和货币宽松政策，原油价格在经济复苏的强烈需求下大幅上扬，截至 2021 年 6 月末 OPEC 一揽子原油价格与布伦特原油期货结算价格较当年年初别增长 43.33% 和 47.05% 至 73.60 美元/桶与 75.13 美元/桶，但进入第三季度全球商品供需结构错配显现，推动全球通胀快速上涨，经济发展面临通胀、供应链、能源等多方面压力，经济复苏面临不确定性，原油需求增速放缓，市场价格高位震荡，截至当年末 OPEC 一揽子原油价格与布伦特原油期货结算价格较当年 6 月末分别增长 5.94% 和 3.53% 至 77.97 美元/桶与 77.78 美元/桶。进入 2022 年，货币宽松与财政刺激政策逐步退出，同时全球疫情持续反复，全球经济发展分化较为明显，2022 年 2 月底俄乌爆发武装冲突，地缘政治冲突大幅推升原油等大宗商品价格，布伦特原油结算价格于 2 月 28 日冲突爆发当天突破 100 美元/桶大关，并在 3 月 23 日一度达到 121.60 美元/桶后回落，截至 2022 年 5 月 19 日，OPEC 一揽子原油价格与布伦特原油期货结算价格较年初分别增长 43.90% 和 41.86% 至 112.04 美元

/桶与 112.04 美元/桶。总体来看，原油作为关键能源，在目前全球储备量仍处较低区间，俄乌冲突仍然持续等多种因素的影响下，未来价格或将继续攀升，全球经济复苏及企业经营成本将持续承压。

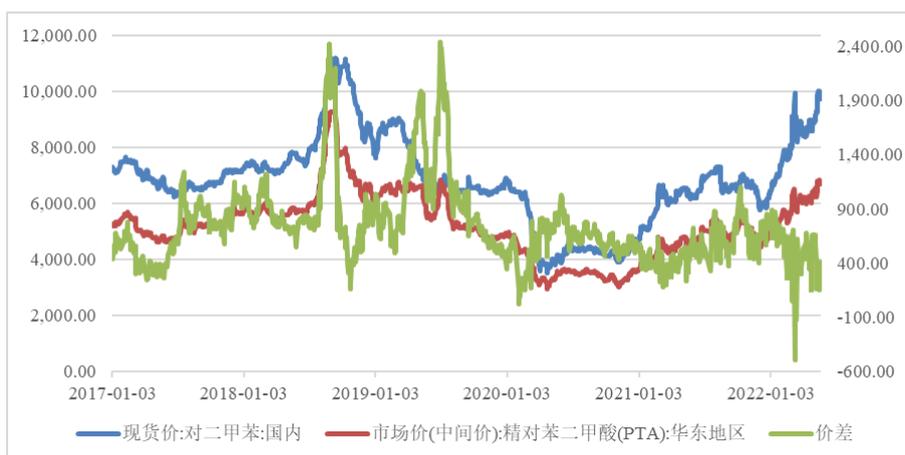
我国原油资源匮乏，长期以来原油依赖进口。根据海关总署统计，2019-2021 年我国原油进口量分别为 5.06 亿吨、5.42 亿吨和 5.13 亿吨，增长率分别为 9.5%、7.3%和-5.4%。我国作为石油化工大国，进口原油仅部分用于提炼成品油，大部分通过有机化工工艺制造石化产品，根据国家发改委统计，同期原油表观消费量分别为 6.96 亿吨、7.37 亿吨和 7.12 亿吨，而全国成品油产量分别为 3.60 亿吨、3.31 亿吨和 3.25 亿吨，整体占比不足 50%。2021 年国际原油价格大涨，国内石油化工企业资源与成本承压，营收增长放缓，原油需求有所下行。进入 2022 年国内疫情反复，对经济发展带来一定冲击，1-4 月我国原油进口量为 1.71 亿吨，同比减少 4.8%，第一季度原油表观消费量为 1.79 亿吨，同比减少 4.79%。

芳烃由煤和石油经过煤干馏生成，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）、乙苯等多个种类，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 80% 以上。2017 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，下游民营石化企业加入芳烃等炼化产品行业。根据百川盈孚统计，截至 2022 年 3 月末全国 PX 主要产能约为 3,192 万吨，主要生产商包括中石化、中国石油集团有限公司、荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）及恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”），其中荣盛石化舟山炼化项目与恒力石化大连炼化项目为近年新增产能，分别具有约 1,180 万吨/年和 450 万吨/年的生产能力。近年来国内 PX 生产受市场因素及疫情影响呈波动态势，根据百川盈孚统计，2019-2021 年末国内 PX 产业开工率分别为 74%、77%和 72%。价格方面，2021 年受原油价格上升影响，PX 价格进入上升通道，截至当年末 PX 国内现货价格较年初上升 35.63%至 6,429 元/吨。2022 年第一季度 PX 行业开工率上升至 79%，PX 市场价格随原油价格飙升而继续上扬，截至 2022 年 5 月 20 日较年初增长 50.81%至 9,720 元/吨。总体来看，近年来国内 PX 产能持续增加，未来对外依存度呈下降趋势，PX 市场价格受原油、市场需求等多方面影响较为明显。

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。根据百川盈孚统计，2019-2021 年国内 PTA 行业开工率持续下降，分别为 83%、81%和 71%，同期 PTA 产量分别为 4,485.40 万吨、4,559.47 万吨和 5,282.85 万吨，而表观消费量分别为 4,236.35 万吨、4,622.83 万吨和 3,947.61 万吨，持续供大于求，其中 2021 年受海外疫情以及国际贸易物流成本大幅上升影响，PTA 需求明显不足，供需态势进一步恶化。价格方面，2021 年以来 PTA 价格跟随国际原油价格上涨，但受

下游需求不足影响，增幅明显小于上游原料价格，截至 2021 年末华东地区 PTA 中间价为 4,950 元/吨，较年初上升 34.44%，价差为 739 元/吨左右。2022 年受原油价格上扬影响，截至 2022 年 5 月 20 日华东地区 PTA 中间价较年初增长 36.32% 至 6,775.00 元/吨，而产品供应仍然过剩，叠加下游需求持续低迷，价差收窄至 408.40 元/吨。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。

图表 4. 近年来 PX、PTA 与其价差¹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，对外依存度有所下降，根据百川盈孚统计，截至 2021 年末我国乙二醇产能约为 2,085.90 万吨，但由于煤制 MEG 在工艺上存在缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高。2019-2021 年我国 MEG 表观消费量分别为 1,690.83 万吨、1,870.70 万吨和 1,666.94 万吨，同期进口量分别为 995 万吨、1,055 万吨和 843 万吨。价格方面，2021 年末百川盈孚 MEG 参考价格较年初增长 15.60% 至 4,892 元/吨。2022 年 5 月 19 日价格较上年末增长 1.14% 至 4,948 元/吨。

b. 政策环境

近年来国务院及有关职能部门相继出台相关政策促进石化行业的健康发展。具体政策见下表所示。

图表 5. 近年来化工行业相关政策整理

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021.02	国务院	关于《加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	健全绿色低碳循环发展的生产体系，推进工业绿色升级。加快实施石化、化工、有色等行业绿色化改造。推行产品绿色设计，建设绿色制造体系。依法在“双超双有高耗能”行业实施强制性清洁生产审核。完善“散乱污”企业认定办法，分类实施关停取缔、整合搬迁、整改提升等措施。加快实施排污许可制度。

¹ 价差=PTA-0.655PX

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021.10	发改委	《石化化工重点行业严格能效约束推动节能降碳行动方案(2021-2025年)》	到 2025 年，通过实施节能降碳行动，炼油、乙烯、合成氨、电石行业达到标杆水平的产能比例超过 30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。
2022.04	发改委等六部委	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	到 2025 年，石化化工行业基本形成自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局，高端产品保障能力大幅提高，核心竞争能力明显增强，高水平自立自强迈出坚实步伐。

资料来源：新世纪评级整理

“十四五”期间，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。未来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

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。截至 2021 年末，行业内仅荣盛石化、恒力石化、恒逸石化及东方盛虹等几家大型民营企业形成全产业链一体化的制造模式。其中，荣盛石化的舟山炼化一体化项目具备 4,000 万吨/年炼油、约 1,180 万吨/年芳烃（PX）、280 万吨/年乙烯及多种精细化工品的生产能力。恒力石化大连炼化 2,000 万吨/年炼化一体化项目包含 500 万吨/年现代煤化工装置、150 万吨/年乙烯项目和 5 套合计 1,160 万吨/年的 PTA 装置。恒逸石化形成“原油-芳烃-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”的一体化产业链，具备炼化设计产能 800 万吨，PTA 产能 1,900 万吨。此外，江苏东方盛虹股份有限公司（简称“东方盛虹”）1,600 万吨/年炼化一体化项目尚未完全投产，达产后将形成 1,600 万吨/年原油，280 万吨/年芳烃（以对二甲苯产量计）及乙烯 110 万吨/年产能。桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）嘉通能源“PTA-聚合-纺丝”一体化项目尚在建设中，未来将形成年产 500 万吨 PTA、240 万吨聚酯纺丝产能。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。

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。近期受地缘政治、通货膨胀等因素影响国际油

价持续高位震荡，炼油及下游化工产品市场价格成本压力上升，炼化企业经营业绩持续承压。

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，行业利润空间持续收缩。

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

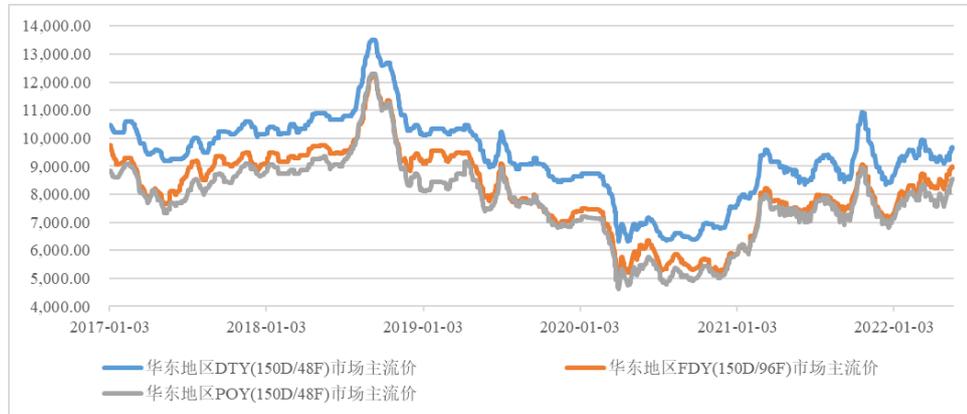
化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性，目前化纤行业行业集中度高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，行业供给较为充足。2021 年以来在国际油价上涨的驱动下，涤纶长丝价格攀升，但化纤产品-原材料价差呈波动下降趋势，行业盈利空间压缩，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击，行业内的大型化纤企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展。

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2019-2021 年我国化学纤维产量分别为 5,883.37 万吨、6,126.50 万吨和 6,708.50 万吨，2021 年行业延续上年开工热度，全国化学纤维产量同比增长 9.10%。2022 年第一季度全国化学纤维产量为 1,660.87 万吨，同比增长 4.50%。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。

民用涤纶长丝市场主要由 POY、DTY 和 FDY 等产品组成，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。目前国内涤纶长丝供应充足，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。2021 年第一季度，国内市场在春节期间生产备货需求较高，下游纺织企业开工率高于预期，同时美国寒潮导致 MEG 等大宗商品价格提升，涤纶长丝价格出现强势上涨；进入第二季度，下游前期补货较多，库存高位，工厂处于消耗库存阶段，涤纶长丝需求不及预期，销售价格有所下行；当年 6 月大宗商品通胀压力加大，传导至下游聚酯行业，涤纶长丝价格上浮，进入 8 月纺织企业库存再次累积，市场需求弱化，长丝价格随之下行；2021 年第四季度初涤纶长丝行情出现强势反弹，主要系江浙等地能耗双控使得下游厂商加大备货力度，各主要涤纶长丝产品市场价格于当年 10 月中旬创下新高，而 10 月下旬国家双控政策放松，大宗商品价格整体出现断崖式下跌，成本端塌陷使得涤纶长丝价格走入下行区间直至年底。截至 2021 年末，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格分别为 8,675 元/吨、7,375 元/吨和 7,150 元/吨，较上年末分别上涨 14.14%、25.53% 和 21.70%，在阶段性供需错配和全球通胀预期下资本市场活跃的驱动下仍然保持

增长态势。2022 年第一季度受地缘冲突影响，原油等大宗商品价格大幅上涨，价格由原料端逐步向下游传导，截至 2022 年 5 月 20 日，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格较上年末分别上涨 11.24%、22.95% 和 19.23% 至 9,650 元/吨、8,975 元/吨和 8,525 元/吨。

图表 6. 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²来看，2021 年上半年原料 PTA、MEG 与 POY 产品价格均大幅攀升，产品价差总体较上年有所扩大，截至当年 6 月末价差约为 2,000 元/吨，而下半年下游需求弱化、原料价格上升、限电限产政策等诸多负面因素出现，POY 行情波动，产品价差整体进入下行通道。2022 年来，地缘政治因素继续拉升大宗商品价格，而下游纺织行业受疫情影响开工率持续较低，产品价差跌入冰点，截至 2022 年 5 月 20 日，POY 产品价差约为 1,000 元/吨。POY 产品价差的大幅波动，同时原料价格持续上升，对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来重大的影响。

² 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

图表 7. 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。2022 年 4 月 21 日，工信部官网发布《两部委关于化纤工业高质量发展的指导意见》，提出到 2025 年，形成一批具备较强竞争力的龙头企业，构建高端化、智能化、绿色化现代产业体系，全面建设化纤强国。围绕发展目标，提出提升产业链创新发展水平、推动纤维新材料高端化发展、加快数字化智能化改造、推进绿色低碳转型、实施增品种提品质创品牌“三品”战略五项重点任务。

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，根据中国化纤协会统计，全国涤纶长丝产量大约在 4,300 万吨左右，根据中国化纤信息网统计，涤纶长丝行业经过近 10 年的整合，行业集中度 CR6 占有率已达到 60% 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、恒力石化、恒逸石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣等大型民营企业已在生产规模上具备优势，并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。从财务指标来看，荣盛石化与恒力石化资产和收入规模处于业界领先地位，但由于近年相关炼化项目建设投入规模大，资产负债率均偏高。产品盈利方面，荣盛石化全产业链布局已完成，抗风险能力较强，盈利能力大幅提升。未来行业内新增产能仍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、清洁生产和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 8. 行业内核心样本企业 2021 年（末）基本数据概览（单位：亿元、%、万吨）

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）			
	成品油及化工品产能	乙烯产能	PTA 产能	聚酯产能	营业收入	销售毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	合计 4,000	280	1,200 (含联营)	405	1,770.24	26.51	3,371.77	71.75	236.48	335.65
恒逸石化	合计 800	-	1,900 (含联营)	776.5	1,289.80	5.72	1,055.49	68.79	39.58	77.55
恒力石化	合计 2,000	150	1,160	320	1,979.97	15.38	2,102.96	72.75	155.38	186.70
东方盛虹	合计 1,600 部分投产	110 部分投产	390	290	517.22	16.72	1,320.03	77.72	50.86	53.34
桐昆股份	-	-	420	860	591.31	11.02	696.95	48.34	73.52	27.94
新凤鸣	-	-	500	660	447.70	10.51	375.08	56.21	22.54	31.43

资料来源：数据来源于各家上市公司 2021 年报，新世纪评级整理。

注 1：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

注 2：浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）与海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）系荣盛石化与恒逸石化联营企业，相关 PTA 产能同时计入两公司。

注 3：聚酯产能包括 POY、FDY、DTY、短纤和切片产品等。

（3）跨国因素（文莱）

根据该公司年报，Platts 数据显示，东南亚现有炼油产能约 2.7 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、印尼和越南有少量增产。过去三年东南亚炼厂新增产能为 2,875 万吨；退出产能为 1,550 万吨；产能净增加 1,325 万吨，其中恒逸文莱项目一期产能占净增加产能的 60.38%。相比国内成品油供给过剩的格局，东南亚成品油市场缺口较大，且成品油需求增长潜力大。分产品来看，汽油方面，东南亚 2021 年进口约 4,092 万吨，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，2021 年进口约 357 万吨。柴油方面，东南亚存在较大缺口，2021 年进口 3,696 万吨，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。2020 年 IMO 新标实施，低硫燃料油的需求增加，新加坡是主要的航运基地，部分 MGO（船用柴油）需要替代船用燃料油，东南亚柴油需求有望继续增加。另外，东南亚距离澳洲比较近，澳洲也需进口成品油，据 wind 数据显示，2021 年澳洲进口精炼油产品约 394 亿升。

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。总的来说，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

该公司已实现“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。跟踪期内，在原油价格上涨支撑下，聚酯产品价格有所上涨，叠加产能增加带动销量提升，业务收入同比增幅较大，但产品盈利空间压缩，PTA 及聚酯产品毛利率跌幅均较大。炼化板块方面，随东南亚疫情有效管控，成品油市场需求复苏，炼油产品收入亦有所增长；2022 年一季度因裂解价差扩大，炼油产品毛利率提升，而化工品因上下游价差缩窄毛利率下降。供应链服务规模逐年增长但毛利率较低，2022 年一季度主要因 PTA 等贸易产品价差为负，业务亏损。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，利润总额逐年下滑。2022 年一季度，在营业毛利减少的情况下，净利润同比有所下降。

该公司系国内领先的炼化-化纤龙头生产企业之一，已实现“从原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式。上游炼化板块经营实体为恒逸实业（文莱）有限公司（简称“文莱公司”），目前文莱 PMB 石油化工项目（简称“文莱炼化项目”）一期已实现 800 万吨炼化产能，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。化纤板块方面，公司主要产品包含 PTA、聚酯（含涤纶丝和切片）及间苯二甲酸（PIA），其中 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。公司供应链服务业务主要包括贸易业务和配套物流相关服务。

图表 9. 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 10. 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		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
营业收入合计		796.21	864.30	1,289.80	332.53
其中：（1）PTA	金额	114.79	47.60	63.89	16.65
	占比	14.42	5.51	4.95	5.01
（2）涤纶丝	金额	326.89	219.78	407.87	82.88
	占比	41.06	25.43	31.62	24.92
（3）切片	金额	47.51	29.57	43.41	12.65
	占比	5.97	3.42	3.37	3.80
（4）PIA	金额	-	2.85	10.71	1.27
	占比	-	0.33	0.83	0.38
（5）供应链服务	金额	281.57	377.06	477.57	117.38
	占比	35.36	43.63	37.03	35.30
（6）炼油产品	金额	22.08	144.59	240.82	84.53
	占比	2.77	16.73	18.67	25.42
（7）化工品	金额	3.36	42.86	45.53	17.16
	占比	0.42	4.96	3.53	5.16
毛利率（%）		7.07	6.92	5.72	5.60
其中：（1）PTA		8.69	11.00	4.61	3.39
（2）涤纶丝		9.22	12.52	9.62	5.94
（3）切片		8.01	12.04	5.40	6.51
（4）PIA		-	26.04	24.96	23.48
（5）供应链服务		1.74	2.10	1.58	-2.17
（6）炼油产品		30.61	3.92	3.61	14.71
（7）化工品		19.74	21.34	22.58	12.30

资料来源：恒逸石化

2019-2021 年，该公司营业收入分别为 796.21 亿元、864.30 亿元和 1,289.80 亿元。从收入构成来看，公司收入主要来自聚酯（涤纶丝及切片，下同）、供应链服务及炼油产品，2021 年三者占收入比重分别为 34.99%、37.03% 和 18.67%，其中聚酯收入较上年大幅增长 80.98%，主要得益于聚酯销量增加及产品价格上升；炼油产品收入较上年增长 66.55%，主要得益于原油价格上涨及东南亚需求的恢复；供应链服务收入较上年增长 26.66%，主要因 PTA、PX 等贸易规模的扩大。PTA、PIA 及化工品收入占比较小，2021 年分别较上年增长 34.22%、275.79% 和 6.23%，其中 PIA 于 2020 年 7 月转产因而 2021 年同比收入增幅较大。2022 年第一季度，在原油价格继续上涨的背景下，公司实现营业收入 332.53 亿元，同比增长 7.80%。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司综合毛利率分别为 7.07%、6.92%、

5.72%和 5.60%，毛利率逐年下降，2020 年主要因成品油裂解价差下降，炼油产品毛利率大幅下滑所致；2021 年以来主要因原油价格涨幅较大，压缩聚酯产品、PTA 的利润空间，同时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。

A. 主要产品生产情况

跟踪期内，该公司 PTA 及聚酯化纤业务规模持续增长，海宁新材料年产 100 万吨差别化环保功能性纤维建设项目、福建逸锦年产 56.60 万吨新型功能性纤维项目装置陆续投产，此外联营企业浙江逸盛新材料有限公司（简称“逸盛新材料”）新增 600 万吨 PTA 产能。截至 2022 年 3 月末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 924.00 万吨/年、832.07 万吨/年和 20.00 万吨/年；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；PIA 产品产能 30 万吨（权益产能 21 万吨）。

图表 11. 公司 2022 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
	逸盛新材料	600.00	49.00	294.00
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
	杭州逸璟	85.00	100.00	85.00
	福建逸锦	55.00	90.00	49.50
	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00
	海宁新材料	136.50	100.00	136.50
聚酯瓶片	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，2019-2021 年该公司 PTA 和聚酯产品产能利用情况良好，但 2022 年一季度因停产检修产能利用率有所下降。PIA 产品主要供给关联工厂，公司根据市场售价灵活调整开工率以优化公司整体效益，目前产能利用率较低，2022 年一季度产能利用率大幅下降主要因原料间二甲苯 MX 供应受阻所致。公司文莱项目始终满负荷运行，炼化产品产能利用率处于较高水平。

图表 12. 公司控股的主要产品生产概况（万吨/年，万吨，%）

项目	PTA	聚酯	PIA	炼化产品	
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 ³
2020 年	产能	500.00	700.00	30.00	800.00
	产量	485.02	650.27	8.67	818.82
	产能利用率	97.00	92.90	69.40	102.35
2021 年	产能	500.00	776.50	30.00	800.00
	产量	451.19	723.38	13.56	795.55

³ 按实际投产天数折算的产能计算所得。

项目		PTA	聚酯	PIA	炼化产品
2022 年 第 一 季 度	产能利用率	90.24	93.16	45.20	99.44
	产能	125.00	194.13	7.50	200.00
	产量	82.07	173.44	1.07	204.85
	产能利用率	65.66	89.35	14.25	102.43

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

注：以上季度产能数据系根据年度数据折算所得。

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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司 PX 购入量分别为 343.55 万吨、317.03 万吨、298.91 万吨和 55.85 万吨⁴，采购均价分别 6,351.58 元/吨、4,025.74 元/吨、5,530.28 元/吨和 6,514.13 元/吨，跟踪期内大幅上涨。2019 年底公司文莱炼化项目一期投产后，新增 150 万吨 PX 产能，2020-2021 年及 2022 年一季度，PX 原料自给率分别为 30.09%、42.23% 和 45.99%。

该公司 MEG 全部从外部采购，其中约 30% 需要进口。目前主要供应商包括 SABIC ASIA PACIFIC PTE LTD、中石化、恒力油化（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。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司 MEG 购入量分别为 205.37 万吨、214.88 万吨、218.68 万吨和 56.74 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 4,012.73 元/吨、3,346.81 元/吨、4,530.08 元/吨和 4,507.11 元/吨，跟踪期内大宗原料价格随油价有所反弹。

文莱原油采购方面，2019-2021 年和 2022 年第一季度该公司原油购入量分别为 494.95 万吨、749.53 万吨、832.52 和 196.08 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、SINOCHEM 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）。

⁴ 包含向文莱公司的采购部分。

图表 13. 公司 2019-2021 年及 2022 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)
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	218.68	99.06	4,530.08	298.91	165.31	5,530.28	832.52	295.60	3,550.65
2022 年 第一季度	56.74	25.57	4,507.11	55.85	36.38	6,514.13	196.08	95.51	4,871.15

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。2021 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-0.57 亿元和-4.23 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⁵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 14. 公司主要产品自用及外销情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 第一季度	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
PTA	自用	274.79	-	335.87	-	290.16	-	46.05	-
	外销	228.85	5,016.02	148.44	3,206.38	160.23	3,987.23	36.10	4,613.27
PET	自用	71.28	-	56.81	-	42.19	-	8.95	-
	外销 ⁶	488.01	7,672.04	548.80	4,900.59	698.50	6,460.66	140.22	6,812.61
炼油产品	自用	-	-	-	-	-	-	-	-
	外销	54.93	4,081.71	583.81	2,476.61	589.78	4,083.13	148.37	5,697.30
化工品	自用	-	-	95.79	-	126.22	-	25.69	-
	外销	12.88	5,062.04	123.39	3,473.72	85.15	5,346.98	26.56	6,462.81

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

该公司 PTA 产品销售采用直销方式，即直接与下游聚酯生产企业签订长期购销合同（通常为 1 年），约定一定期间的供货量。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。跟踪期内在原油价格上涨推动下，PTA 产品价格有所上涨，外销数量增加。

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。近年来公司聚酯产品销售量保持增长，2021 年及 2022 年一季度产品售

⁵ 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）

⁶ 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。

价同比分别上涨 31.83% 和 5.45%，主要系原材料价格推动所致。

该公司炼油产品和化工品销售模式均为直销，签订框架协议，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。

2020 年，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石化有限公司（简称“逸盛大化”）、海南逸盛和下游瓶片厂家等。2021 年和 2022 年一季度销售价格分别为 6,911.14 元/吨和 7,983.54 元/吨，同比分别上涨 32.34% 和 16.11%。

D. 供应链服务

该公司供应链服务包括 PTA 及原料贸易业务和配套物流相关服务。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；PTA 部分采购来自联营企业大连逸盛投资有限公司（简称“大连逸盛”）下属海南逸盛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。

该公司原油贸易经营主体为境外子公司恒逸实业国际有限公司，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，2021 年外汇套期保值实际损益金额为 -0.57 亿元。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司贸易业务分别实现收入 275.31 亿元、370.72 亿元、469.60 亿元和 115.29 亿元，近年来有所增长主要系 PTA 及 MEG 贸易量上升所致。贸易业务毛利率主要受 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 及 MEG 贸易业务也承受一定的亏损风险，2022 年第一季度，PTA 及 MEG 贸易毛利率为负。此外，2021 年及 2022 年第一季度 PX 贸易毛利率为负，主要系公司卖出通过合约提前采购的 PX，因卖出时合约采购部分尚未结算，而大宗商品价格处于上涨通道，导致合约买入价大于销售价所致。

图表 15. 公司 2019-2021 年及 2022 年 1-3 月主要贸易产品销售情况（单位：亿元、%）

贸易品种	2019 年		2020 年		2021 年		2022 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	134.66	1.16	206.33	2.68	256.56	1.73	64.73	-4.28
MEG	39.28	-0.30	94.09	0.02	99.16	0.64	17.22	-0.35
原油	66.74	0.36	6.73	2.79	2.58	0.43	-	-
PX	24.36	6.61	4.44	1.90	22.73	-3.04	8.39	-3.20
其他	10.27	1.37	59.13	2.23	88.58	1.22	24.96	1.21
合计	275.31	1.25	370.72	1.93	469.60	1.16	115.29	-2.42

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

该公司物流业务系为上下游产业提供原料、产品的运输保障服务，业务涵盖原料运输、产品运输、外贸运输和国际运输四个方面。原料运输主要服务于公司体系内的生产工厂，通过自有车辆陆路承运及第三方陆路运输、内河航运等。产品运输主要服务于公司销售公司的业务订单，组织第三方物流公司承运产品运输任务，并由浙江恒逸物流有限公司（简称“恒逸物流”）进行运输业务结算。外贸运输主要通过恒逸物流与公司销售公司协作，与第三方船公司或货代公司合作，以招标方式开展集装箱运输业务，运输模式有海铁联运、海河联运、直运等。国际运输主要服务于文莱 PMB 石油化工项目，大部分由恒逸物流及其海外子公司承担运营。其中，PMB 项目的进口原油和煤炭、出口成品油和苯等产品的运输采取市场第三方船东的船队运力以现货租船的方式承运；而化工品 PX 的运输由于航线上下游港口和批次运量相对稳定，则采用自建期租 MR 化工船队的方式进行运输；部分 LPG 气体产品则采用以上两种方式混合的模式来达到安全保运的目标。目前公司配套物流相关服务业务规模不大。

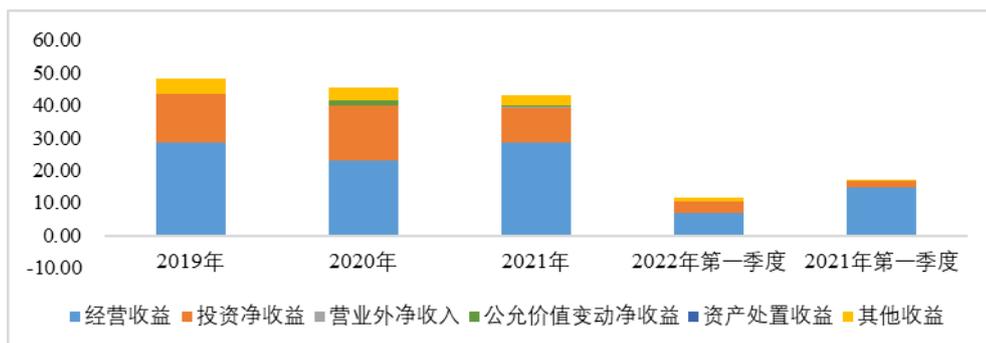
E. 浙商银行及其他股权投资情况

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 2022 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，2019-2021 年及 2022 年 1-3 月，浙商银行分别实现净利润分别为 131.43 亿元、125.59 亿元、129.16 亿元和 52.22 亿元。

除浙商银行外，该公司重要的参股公司还包括大连逸盛、海南逸盛、浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司（简称“巴陵己内酰胺”）及逸盛新材料等。2019-2021年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益分别为10.87亿元、13.27亿元和6.26亿元。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 16. 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。2019-2021年，公司营业毛利分别为56.26亿元、59.80亿元和73.72亿元，逐年增长。公司毛利主要来自聚酯产品、供应链服务和炼化产品，2021年三者占比分别为56.43%、10.20%和25.75%，同期主要因涤纶丝产能逐步释放，营业毛利同比显著增长23.27%。2022年第一季度，公司营业毛利为18.61亿元，同比下降25.55%，主要系原油价格快速上涨，原材料成本上升压缩公司产品利润空间所致，此外当期公司贸易亏损，进一步侵蚀盈利。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年度	2020年度	2021年度	2022年 第一季度
营业收入合计（亿元）	796.21	864.30	1,289.80	332.53
毛利（亿元）	56.26	59.80	73.72	18.61
其中：PTA	9.98	5.24	2.94	0.57
涤纶丝	30.14	27.52	39.25	4.92
切片	3.81	3.56	2.35	0.82
PIA	-	0.74	2.67	0.30
供应链服务	4.91	7.93	7.52	-2.55
炼油产品	6.76	5.66	8.70	12.44
化工品	0.66	9.15	10.28	2.11
期间费用率（%）	3.19	4.10	3.21	3.23
其中：财务费用率（%）	1.27	2.32	1.65	1.80
全年利息支出总额（亿元）	17.30	20.84	23.33	-

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	7.03	2.27	2.34	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2019-2021 年，该公司期间费用率分别为 3.19%、4.10% 和 3.21%，跟踪期内有所下降，主要得益于营业收入增长。公司期间费用主要包括管理费用（含研发费用，下同）和财务费用，其中 2021 年管理费用为 17.74 亿元，较上年增加 4.52 亿元，主要系研发费用增加所致；财务费用为 21.34 亿元，较上年增加 1.30 亿元，主要系因公司融资规模扩大、利息支出增长所致。2022 年第一季度，公司期间费用率为 3.23%，同比微升 0.05 个百分点。

此外，2019-2021 年，该公司资产减值损失（含信用减值损失）分别为 0.46 亿元、0.04 亿元和 1.47 亿元，其中 2021 年金额较大主要系计提存货跌价损失 1.34 亿元所致。

2019 年-2021 年，该公司实现经营收益 28.52 亿元、23.11 亿元和 28.63 亿元，其中 2020 年因期间费用侵蚀有所下降；2021 年得益于营业毛利的增长，同比增长 23.88%。2022 年第一季度，公司经营收益为 6.77 亿元，同比大幅下降 54.33%，主要系营业毛利减少所致。

图表 18. 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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度
投资净收益	15.05	16.92	10.69	3.79
其中：权益法核算的长期股权投资收益	10.87	13.27	6.26	3.07
处置交易性金融资产取得的投资收益	4.09	3.31	4.38	-0.35
营业外净收入及其他收益	4.57	3.65	3.45	1.07
其中：政府补助	4.78	3.71	3.31	1.05
公允价值变动损益	-0.59	1.56	0.43	-0.67

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经营收益，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。2019-2021 年，公司投资净收益分别为 15.05 亿元、16.92 亿元和 10.69 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。此外，公司处置交易性金融资产取得的投资收益分别为 4.09 亿元、3.31 亿元和 4.38 亿元。同期公司营业外净收入及其他收益分别为 4.57 亿元、3.65 亿元和 3.45 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。

2019-2021 年及 2022 年第一季度该公司净利润分别为 40.10 亿元、38.15 亿元、39.58 亿元和 10.79 亿元，主要随经营收益的变动而波动，其中 2021 年同比微增 3.77%；2022 年一季度同比下降 29.04%。

(3) 运营规划/经营战略

2022 年，该公司将继续紧紧围绕“巩固、突出和提升主营业务竞争力”战略发展方针，进一步增强主营竞争能力，同时实现资源共享、系统性打造上下游协同，巩固一体化优势，增强境内外联动，完善“涤纶+锦纶”双“纶”驱动的产业链，深化“石化+”多层次立体产业布局，全面提升综合竞争力。

A. 聚酯纤维项目

截至 2022 年 3 月末，该公司在建的聚酯纤维项目主要为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、杭州逸通新材料有限公司（简称“杭州逸通”）年产 140 万吨功能性纤维新材料升级改造项目（一期）和宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目。

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，已于 2022 年 5 月竣工，于 2022 年 6 月起陆续投产，项目总投资 25.65 亿元。

杭州逸通年产 140 万吨功能性纤维新材料升级改造项目（一期）位于杭州萧山区经济技术开发区益农区块，项目占地 25.06 万平方米，建筑面积为 23.00 万平方米。项目将新建聚合车间、纺丝车间、加弹车间等，建设聚酯生产装置 2 套，配置纺丝生产线 36 条。项目建设期为 2020 年 10 月-2023 年 3 月，总投资 30.00 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 0.42 亿元，资金来源源于该公司自有资金、银行借款或其他融资方式等。

宿迁逸达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。项目建设周期为 3 年，于 2020 年 10 月开工，计划于 2022 年 10 月竣工。项目投资金额预计为 38.50 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 7.37 亿元，资金来源源于自有资金、银行借款和可转债发行。

图表 19. 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 2022 年 3 月末已投资额 (亿元)	年产能 (万吨)
新型功能性纤维技术改造项目	海宁新材料	25.65	20.62	50.00
年产 140 万吨功能性纤维新材料升级改造项目（一期）	杭州逸通	30.00	0.42	140.00
宿迁逸达二期项目	宿迁逸达	38.50	7.37	110.00
合计	—	94.15	28.41	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

B. 文莱炼化项目二期

目前，该公司文莱炼化项目二期已进入发改委审批阶段，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。截至 2022 年 3 月末，已投资 2.48 亿美元。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，建设投资分年投入比例为：第一年 20%，第二年 50%，第三年 30%。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。

C. 年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套项目项目

为进一步加大该公司在己内酰胺（CPL）及聚酰胺（PA6）领域的影响力，子公司广西恒逸新材料有限公司（简称“广西恒逸”）拟投资建设年产 120 万吨己内酰胺-聚酰胺产业一体化及配套工程项目（简称“钦州项目”）。

项目建设地点位于广西钦州港石化园区。钦州位于广西北部湾的中心位置，面向东南亚，依托广西-文莱经济走廊，地理位置优越。项目建成后，产品可辐射东南亚、东盟等市场。

项目将分两期实施，每期将形成年产 60 万吨聚酰胺的规模。目前一期项目已于 2021 年 10 月开工，计划总投资 105.47 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 2.30 亿元，计划于 2024 年 6 月竣工，资金来源于自有资金、银行借款或其他融资方式。一期建设内容包括 2×30 万吨/年环己酮、2×40 万吨/年双氧水、20 万吨/年合成氨、2×30 万吨/年己内酰胺，以及 60 万吨/年聚酰胺聚合等生产装置，同时配套智能仓库、供热设施等。

项目主要原料苯由文莱炼厂直接提供，有利于该公司精准控制成本，进一步降本增效。产品将包括高端锦纶、工程塑料及薄膜，覆盖多个应用领域。项目建成投产后，能够有效延伸芳烃下游产业链条，优化产品结构，增强公司的竞争实力，进一步提升整体盈利能力，公司的一体化战略产业布局也将进一步完善。

整体看，未来该公司将继续完善从上游炼化到下游涤纶双链的产业布局，进一步加强上下游协同，提升公司产业链发展竞争优势。但公司文莱炼化项目二期、钦州项目等项目投资规模较大，公司未来两年面临较大的资金平衡压力，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，公司董监高及组织架构均未发生重大变动。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。公司因业绩承诺补偿股份实施回购注销，2022年3月末股本下降至366,628.00万股。同期末，恒逸集团直接持有公司40.61%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⁷。截至2021年末，恒逸集团经审计的合并口径资产总额为1,275.84亿元，净资产为357.89亿元（其中实收资本为0.52亿元），刚性债务余额756.92亿元。2021年恒逸集团实现营业收入1,383.83亿元，实现净利润35.23亿元。跟踪期内，公司董监高及组织架构均未发生重大变动。

截至2022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11.09亿股，占所持公司股份总数的63.55%，其中8.70亿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；1.30亿股用于可交换债券质押；其余用于公司经营。

关联交易方面，2021年该公司关联购销交易规模略有上升。其中，关联采购108.37亿元，主要系向逸盛大化采购PTA产品37.37亿元、向绍兴恒鸣采购聚酯产品43.98亿元和向逸盛新材料采购PTA产品21.18亿元；关联销售36.46亿元，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13.77亿元和向海南逸盛销售MEG、PX和提供货物运输服务共11.25亿元。关联资金拆借方面，2021年公司向恒逸集团拆借临时营运资金33.70亿元，期末已全部归还；向逸盛新材料提供委托贷款20.78亿元，利率为4.79%。截至2021年末，公司被关联方净占用资金16.43亿元，较上年末减少0.70亿元⁸，主要系应收海南逸盛4.92亿元，应收逸盛新材料12.30亿元（含委托贷款10.80亿元）。

图表 20. 公司与关联方的重大购销概况（单位：亿元）

关联方名称	关联关系	2019年	2020年	2021年
采购商品/接受劳务				
巴陵己内酰胺	合营企业	3.94	4.04	3.96
海南逸盛	参股公司	7.07	3.65	1.63
逸盛大化	参股公司	37.43	32.18	37.37
绍兴恒鸣	最终母公司之控股子公司	12.66	30.23	43.98
逸盛新材料	参股公司	-	-	21.18
出售商品/提供劳务				

⁷ 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份的，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。

⁸ 此处2020年末关联应收应付数据采用2021年年初数。

关联方名称	关联关系	2019年	2020年	2021年
海南逸盛	参股公司	2.26	17.07	11.25
巴陵己内酰胺	合营企业	5.18	7.03	13.77
绍兴恒鸣	最终母公司之控股子公司	1.39	1.06	2.94
逸盛新材料	参股公司	-	-	7.27

资料来源：恒逸石化

根据所提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 1 月 13 日该公司本部无欠贷欠息事项。根据 2022 年 6 月 8 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。文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金流持续改善，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、己锦项目投资建设，未来公司面临较大的投资压力。此外若公司可转换债券不能如期转股，公司偿付压力较大。

1. 数据与调整

中兴华会计师事务所对该公司 2019-2021 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。

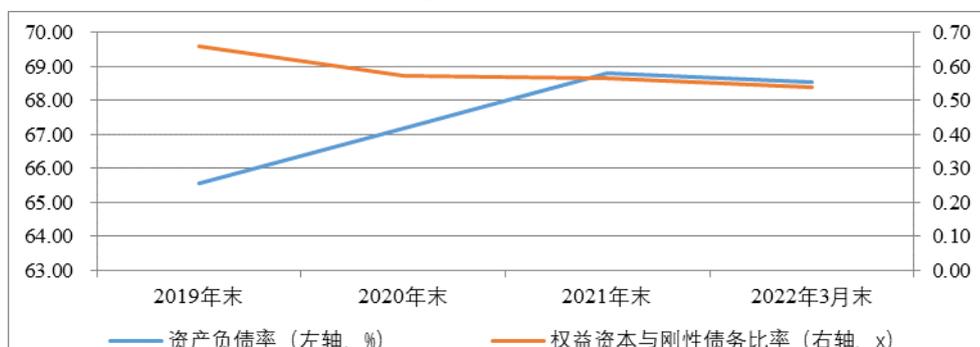
由于 2020 年该公司合并同一控制下企业广西新材料，报告中 2019 年财务数据采用追溯调整后的数据。

合并范围变化方面，2021 年该公司新设浙江小逸供应链管理有限公司、海宁恒骐环保科技有限公司和宁波盛懋贸易有限公司 3 家子公司，此外处置子公司杭州璟昕供应链管理有限公司 11% 股权并丧失控制权、处置宁波恒逸实业有限公司 100% 股权。2022 年第一季度公司合并报表范围没有变化。截至 2022 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 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



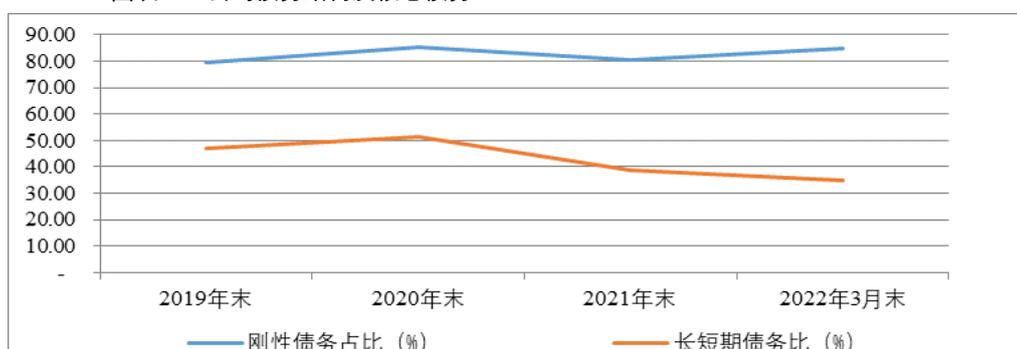
资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

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 2021 年末，公司负债总额为 726.09 亿元，较上年末增长 17.17%。2021 年因业绩承诺补偿股份实施回购注销，期末股本较上年末下降 0.42%至 36.66 亿元。外币财务报表折算差额-10.71 亿元计入其他综合收益。但受益于公司盈利情况良好，未分配利润持续增长，带动公司所有者权益较上年末增长 8.74%至 329.40 亿元。2021 年末公司资产负债率小幅升至 68.79%，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 0.56。

2022 年 3 月末，该公司负债总额为 740.28 亿元，较上年末小幅增长 1.96%，得益于权益资本增长，同期末资产负债率微降至 68.54%，但刚性债务规模增幅大于权益资本增幅，权益资本与刚性债务比降至 0.54。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	446.88	528.19	583.17	628.29

核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年3月末
应付账款（亿元）	96.80	57.41	100.11	76.16
预收款项 ⁹ （亿元）	5.96	14.68	17.24	18.58
其他应付款 ¹⁰ （亿元）	2.19	2.32	2.59	2.98
刚性债务占比（%）	79.50	85.23	80.32	84.87
应付账款占比（%）	17.22	9.26	13.79	10.29
预收款项占比（%）	1.06	2.37	2.37	2.51
其他应付款占比（%）	0.39	0.37	0.36	0.40

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，2021 年末分别占负债总额的 80.32% 和 13.79%。同期末，公司应付账款为 100.11 亿元，较上年末大幅增长 74.39%，主要系原料价格上涨所致；预收款项为 17.24 亿元，全部为下游客户的预付货款，较上年末增加 2.56 亿元，主要系公司预售 PTA 产品增加所致；其他应付款 2.59 亿元，主要包括押金及保证金 1.38 亿元、未结算费用性质款项 0.91 亿元，较上年末变化不大。从债务期限结构来看，2021 年末，公司长短期债务比较上年末的 51.13% 降至 38.64%，主要系公司短期借款增加 72.96 亿元所致。

截至 2022 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 2022 年第一季度新增短期借款 45.90 亿元，同期末公司长短期债务比进一步降至 34.66%。

（3）刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年3月末
短期刚性债务合计	270.82	321.67	387.56	444.47
其中：短期借款	233.24	264.83	337.79	383.69
一年内到期的非流动负债	15.06	44.87	45.35	54.18
应付票据	22.50	11.87	4.41	6.22
交易性金融负债	0.01	0.09	0.02	0.38
中长期刚性债务合计	176.07	206.52	195.61	183.83
其中：长期借款	127.33	166.10	159.96	155.52
应付债券	39.90	35.21	26.12	16.36
其他中长期刚性债务	8.83	5.21	9.52	11.95
综合融资成本（%）	4.78	3.96	3.89	-

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

注：其他中长期刚性债务包括长期应付款及租赁负债。

⁹ 含合同负债，下同。

¹⁰ 不含应付利息及应付股利，下同。

2021 年末，该公司刚性债务 583.17 亿元，较上年末增长 10.41%。其中，中长期刚性债务占比为 33.54%。

2021 年末，该公司短期刚性债务 387.56 亿元，主要包括短期借款 337.79 亿元，较上年末增加 72.96 亿元，主要系经营资金需求；一年内到期的非流动负债 45.35 亿元，较上年末增加 0.47 亿元，包括一年内到期的长期借款（含利息）38.19 亿元、一年内到期的应付债券（含利息）0.51 亿元、一年内到期的长期应付款（含利息）6.54 亿元和一年内到期的租赁负债 0.10 亿元；应付票据为 4.41 亿元，较上年末减少 7.46 亿元，主要系公司票据结算比例下降所致。同期末，公司长期刚性债务 195.61 亿元，主要包括长期借款 159.96 亿元，较上年末减少 6.14 亿元；应付债券为 26.12 亿元，较上年末减少 9.09 亿元，主要系“20 恒逸 01”回售所致；长期应付款为 9.52 亿元，较上年末增加 4.31 亿元，系融资租赁款；租赁负债为 3.80 亿元。

该公司主要融资渠道为银行借款，截至 2021 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）本息合计为 535.94 亿元，较上年末增加 87.44 亿元。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 44.94%、27.30%和 25.03%。此外债券融资是公司融资渠道的重要补充，2021 年末债券融资占刚性债务比重为 4.57%。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增长 7.74%至 628.29 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 582.61 亿元，仍以保证借款和抵质押借款为主。据公司测算，2019-2021 年综合融资成本分别为 4.78%、3.96%和 3.89%。

图表 24. 2022 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	192.64	22.69	150.56	17.47
一年内到期的长期借款	24.03	18.20	0.83	-
长期借款	54.73	100.79	-	-
合计	271.40	141.69	151.39	17.47

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

借款期限方面，该公司 1 年以内到期债务为 437.86 亿元，占比为 70.01%；3 年以上到期债务为 99.85 亿元，占比为 15.97%。

图表 25. 2022 年 3 月末公司刚性债务期限结构情况（单位：亿元）

到期期限	债务金额
1年以内	444.47
1-2年	41.47
2-3年	42.24
3年以上	99.85
合计	628.29

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，随着聚酯产能建设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，加之聚酯项目及钦州项目投资建设，未来公司面临较大的投融资压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	46.68	63.29	47.24	--
营业收入现金率（%）	107.52	108.95	105.00	110.00
业务现金收支净额（亿元）	-3.62	58.41	81.48	-40.87
其他因素现金收支净额（亿元）	2.70	-8.27	-3.93	2.86
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.91	50.14	77.55	-38.01
EBITDA（亿元）	72.83	87.92	93.54	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.18	0.17	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.21	4.10	4.01	--

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。

2019-2021 年该公司营业周期分别为 46.68 天、63.29 天和 47.24 天，其中 2020 年因产品价格较低，公司采取囤货策略，存货周转率有所下降；而 2021 年随产品价格上涨，公司加快存货周转，营业周期有所缩短。2019-2021 年，公司经营性现金净流量分别为-0.91 亿元、50.14 亿元和 77.55 亿元，2020 年以来随着文莱炼化项目及聚酯项目陆续投产，公司经营性现金流大幅改善。2022 年第一季度，主要因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，此外上年末应付货款在一季度支付所致，公司经营性现金净流出 38.01 亿元。

近三年该公司 EBITDA 呈现逐年上升的态势，2019-2021 年分别为 72.83 亿元、87.92 亿元和 93.54 亿元。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，2021 年分别为 0.17 倍和 4.01 倍。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-15.54	-8.93	-25.54	0.18
取得投资收益收到的现金	3.43	5.04	10.51	1.14

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
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	-113.28	-81.70	-59.84	-12.67
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.71	6.06	-0.65	0.83
投资环节产生的现金流量净额	-130.10	-79.52	-75.52	-10.53

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司投资性现金流净流出额分别为130.10亿元、79.52亿元、75.52亿元和10.53亿元，近年来由于文莱炼化项目、聚酯项目及钦州项目的投资支出增加，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 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	39.95	16.43	-8.92	0.41
其中：股利支出	9.33	13.93	12.40	0.10
债务类净融资额	88.30	46.39	41.36	11.23
其中：现金利息支出	15.71	17.54	18.36	4.27
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-18.45	-3.75	-3.04	-1.57
筹资环节产生的现金流量净额	109.80	59.07	29.41	10.07

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为109.80亿元、59.07亿元、29.41和10.07亿元，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39.95亿元、16.43亿元、-8.92亿元和0.41亿元，其中2021年因吸收投资规模小于分红规模，金额为负；债务类融资净额分别为88.30亿元、46.39亿元、41.36亿元和11.23亿元，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 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	273.38	289.82	385.96	408.49
	31.88	31.41	36.57	37.82
其中：货币资金（亿元）	74.40	100.79	143.23	110.97
应收款项（亿元）	58.90	38.80	64.37	65.05
存货（亿元）	91.53	96.51	121.00	162.34
其他流动资产（亿元）	15.90	22.11	16.40	22.14
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	584.25	632.78	669.53	671.52

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
	68.12	68.59	63.43	62.18
其中：固定资产（亿元）	387.76	415.80	461.18	454.38
在建工程（亿元）	36.90	78.02	38.96	41.13
长期股权投资（亿元）	92.60	100.62	120.86	123.33
无形资产（亿元）	16.01	17.81	19.35	19.11
其他非流动资产（亿元）	38.137	9.66	16.75	21.44
期末全部受限资产账面金额（亿元）	338.37	394.59	410.70	501.33
受限资产账面余额/总资产（%）	39.70	42.77	38.91	46.42

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 2021 年末，公司资产总额为 1,055.49 亿元，较上年末增长 14.40%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末占总资产的比重为 63.43%。

该公司流动资产包括货币资金、应收账款、存货等。2021 年末，公司货币资金为 143.23 亿元，较上年末增加 42.44 亿元，其中受限的货币资金 40.78 亿元，主要包括信用证保证金 15.70 亿元、承兑汇票保证金 19.91 亿元、保函保证金 3.78 亿元、票据质押托收款 6.42 亿元、期货保证金 1.14 亿元、司法冻结资金 0.10 亿元和其他受限资金 0.14 亿元等；公司应收账款为 64.37 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，主要因产品售价及销量上涨，较上年末大幅增加 25.57 亿元，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 36.27 亿元，占比 56.28%，集中度较高；公司存货为 121.00 亿元，较上年末增加 24.49 亿元，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 1.34 亿元，主要系库存商品减值；公司其他流动资产为 16.40 亿元，主要包括委托贷款本息 10.80 亿元、留抵进项税 2.94 亿元和待摊费用 1.70 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。2021 年末，公司固定资产为 461.18 亿元，较上年末增加 45.38 亿元，主要系福建逸锦项目二期及海宁新材料项目部分转固所致，公司在建工程则较上年末减少 39.05 亿元至 38.96 亿元；公司长期股权投资为 120.86 亿元，较上年末增加 20.23 亿元，主要系对海南逸盛追加投资 8.73 亿元外加权益法下确认的投资收益 6.27 亿元；公司无形资产为 19.35 亿元，较上年末增加 1.54 亿元，主要系土地使用权和专利权；公司其他非流动资产为 16.75 亿元，主要为预付工程设备款。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 1,080.01 亿元，较上年末增长 2.32%。公司流动资产为 408.49 亿元，占资产总额的 37.82%，其中货币资金为 110.97 亿元，较上年末减少 32.26 亿元；存货为 162.34 亿元，较上年末增加 41.33 亿元，主要系聚酯库存增加，此外国际油价上涨导致原材料及产品价格上升所致；其他流动资产较上年末增加 5.74 亿元至 22.14 亿元，主要系留底进项税增加所致。同期末，公司非流动资产为 671.52 亿元，占资产总额的 62.18%，

其中长期股权投资为 123.33 亿元，较上年末增加 2.47 亿元，主要系权益法下确认的投资收益；在建工程为 41.13 亿元，较上年末增加 2.17 亿元，主要系海宁新材料项目、文莱炼化项目二期及广西己锦项目投入增加所致；其他非流动资产为 21.44 亿元，较上年末增加 4.69 亿元，主要系预付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 2022 年 3 月末，该公司受限资产总额为 501.33 亿元，占总资产的 46.42%。其中，货币资金受限 46.94 亿元，主要系保证金；应收票据及应收款项融资受限 2.07 亿元，主要用于开立承兑汇票；长期股权投资受限 87.29 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 312.89 亿元、18.86 亿元和 6.90 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 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	71.42	70.68	73.69	74.31
速动比率 (%)	45.84	44.99	46.08	38.86
现金比率 (%)	22.89	27.03	29.51	21.61

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2019-2021 年末，该公司流动比率分别为 71.42%、70.68% 和 73.69%；现金比率分别为 22.89%、27.03% 和 29.51%，2021 年因货币资金、应收账款和存货大幅增长，公司流动比率和现金比率均有所提升。2022 年 3 月末，因存货继续增长，公司流动比率进一步提升至 74.31%，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 38.86% 和 21.61%。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 2022 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 3.96 亿元，或有负债风险可控。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料贸易业务。截至 2021 年末，公司本部总资产为 207.80 亿元，主要包括 159.32 亿元的长期股权投资、35.72 亿元的其他应收款和 1.03 亿元的货币资金；总负债为 29.19 亿元，主要包括 28.98 亿元的刚

性债务；所有者权益为 178.62 亿元。2021 年公司本部实现收入 37.07 亿元，净利润 8.48 亿元；经营性现金净流量为 5.14 亿元。整体来看，公司本部债务偿付能力较弱。近年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

2019-2021 年度及 2022 年 1-3 月该公司确认政府补助收入分别为 4.78 亿元、3.71 亿元、3.31 亿元和 1.05 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，杭州逸暎享受 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暎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 2022 年 3 月末，恒逸集团为公司及下属子公司融资提供 105.67 亿元人民币和 15.76 亿美元的担保。

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 2022 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 827.67 亿元，其中未使用额度 220.14 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，跟踪期内已回售金额 9.99 亿元，剩余待偿还余额为 81.10 万元。

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

该公司已实现“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。跟踪期内，在原油价格上涨支撑下，聚酯产品价格有所上涨，叠加产能增加带动销量提升，业务收入同比增幅较大，但产品盈利空间压缩，PTA 及聚酯产品毛利率跌幅均较大。炼化板块方面，随东南亚疫情有效管控，成品油市场需求复苏，炼油产品收入亦有所增长；2022 年一季度因裂解价差扩大，炼油产品毛利率提升，而化工品因上下游价差缩窄毛利率下降。供应链服务规模逐年增长但毛利率较低，2022 年一季度主要因 PTA 等贸易产品价差为负，业务亏损。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，利润总额逐年下滑。2022 年一季度，在营业毛利减少的情况下，净利润同比有所下降。

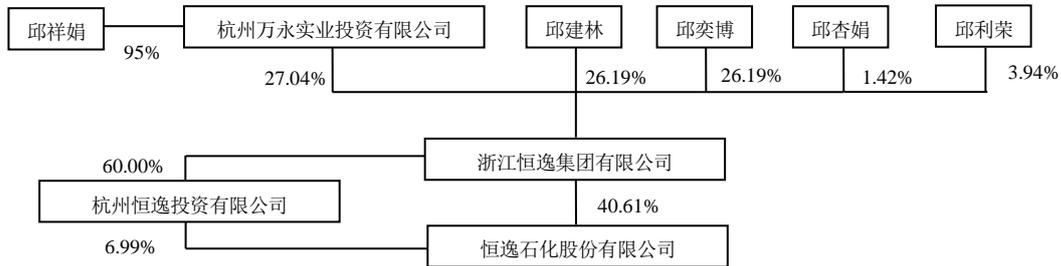
该公司产权结构稳定，但实际控制人直接持股比例不高，通过一致行动协议对公司实施控制，存在实际控制人变更的风险。跟踪期内，公司董监高及组织架构均未发生重大变动。公司关联交易规模有所上升，被关联方占用一定资金。

跟踪期内，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。文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营现金流大幅改善，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、己锦项目投资建设，未来公司面临较大的投资压力。此外若公司可转换债券不能如期转股，将进一步加重公司债务负担。

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：

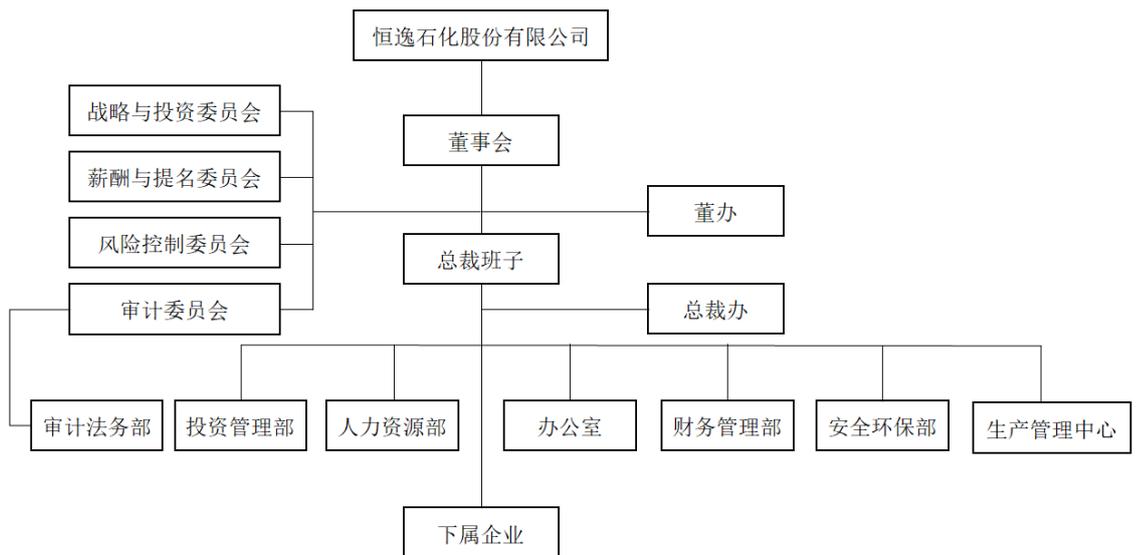
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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)	
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	756.92	357.89	1,383.83	35.23	81.93	合并口径
恒逸石化股份有限公司	恒逸石化	本级	—	控股	28.98	178.62	37.07	8.48	5.14	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	化学品生产	501.92	238.77	1,248.13	34.32	82.01	合并口径
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心子公司	70.00	化学品生产	62.39	91.31	303.08	3.83	2.96	合并口径
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	14.88	28.63	53.01	1.17	3.05	合并口径
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	9.70	11.54	16.14	0.99	1.05	-
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	26.49	19.55	67.79	2.94	-1.38	-
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	17.18	11.77	48.48	0.95	4.29	-
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	10.60	7.18	21.60	-0.12	-1.21	-
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	54.80	33.53	79.24	2.46	10.61	合并口径
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	18.78	9.58	38.10	1.10	8.17	合并口径
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	2.79	8.61	21.97	0.41	4.91	-
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	62.76	49.78	132.07	3.41	13.79	-

注：根据恒逸石化 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
资产总额 [亿元]	857.63	922.60	1,055.49	1,080.01
货币资金 [亿元]	74.40	100.79	143.23	110.97
刚性债务[亿元]	446.88	528.19	583.17	628.29
所有者权益[亿元]	295.52	302.92	329.40	339.73
营业收入[亿元]	796.21	864.30	1,289.80	332.53
净利润[亿元]	40.10	38.15	39.58	10.79
EBITDA[亿元]	72.83	87.92	93.54	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.91	50.14	77.55	-38.01
投资性现金净流入量[亿元]	-130.10	-79.52	-75.52	-10.53
资产负债率[%]	65.54	67.17	68.79	68.54
权益资本与刚性债务比率[%]	66.13	57.35	56.49	54.07
流动比率[%]	71.42	70.68	73.69	74.31
现金比率[%]	22.89	27.03	29.51	21.61
利息保障倍数[倍]	3.34	2.97	2.74	—
担保比率[%]	—	0.99	1.34	1.16
营业周期[天]	46.68	63.29	47.24	—
毛利率[%]	7.07	6.92	5.72	5.60
营业利润率[%]	6.00	5.24	3.33	3.29
总资产报酬率[%]	7.84	7.16	6.47	—
净资产收益率[%]	15.31	12.75	12.52	—
净资产收益率*[%]	15.15	12.87	13.66	—
营业收入现金率[%]	107.52	108.95	105.00	110.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.29	12.65	16.61	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.52	-4.97	0.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.21	4.10	4.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.18	0.17	—

注：表中数据根据恒逸石化经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算；2019 年数据根据 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（含）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（含）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	2021年6月18日	AA+/稳定	何婕妤、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	2022年6月24日	AA+/稳定	何婕妤、钱源	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+	何婕妤、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	2021年6月18日	AA+	何婕妤、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	2022年6月24日	AA+	何婕妤、钱源	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+	何婕妤、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
	前次评级	2021年6月18日	AA+	何婕妤、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	2022年6月24日	AA+	何婕妤、钱源	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、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。