

恒逸石化股份有限公司
公开发行可转换公司债券
信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2021)011432】

评级对象: 恒逸石化股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

计划发行: 不超过 30 亿元 (含)

本次发行: 不超过 30 亿元 (含)

存续期限: 6 年

增级安排: 无

评级时间: 2021 年 9 月 26 日

发行目的: 项目投资

偿还方式: 对未转股按年付息, 到期归还本金和最后一年利息

主要财务数据及指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 上半年
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	25.90
所有者权益	147.35	181.51	184.58	183.59
经营性现金净流入量	-1.12	5.45	6.09	-0.63
合并口径数据及指标:				
总资产	618.35	852.31	922.60	1,059.08
总负债	390.07	561.67	619.68	727.57
刚性债务	318.57	446.88	528.19	602.47
所有者权益	228.28	290.63	302.92	331.50
营业收入	880.66	796.21	864.30	609.23
净利润	21.54	40.21	38.15	26.47
经营性现金净流入量	16.07	-1.12	50.14	17.60
EBITDA	42.45	72.98	87.92	—
资产负债率[%]	63.08	65.90	67.17	68.70
权益资本与刚性债务 比率[%]	71.66	65.04	57.35	55.02
流动比率[%]	68.53	70.24	70.68	75.63
现金比率[%]	41.01	22.91	27.03	28.53
利息保障倍数[倍]	3.29	3.35	2.97	—
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	4.10	—
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 年半年报财务数据整理、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
杨亿

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

评级观点

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 6 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:

- **盈利下滑风险。**恒逸石化成品油产品面向东南亚并采取市场化销售, 2020 年以来原油价格波动较大, 叠加东南亚疫情影响需求不足, 公司成品油业务毛利率大幅下滑。此外公司期间费用高企, 侵蚀利润。2020 年公司盈利出现下滑。
- **刚性债务规模大, 即期偿债压力较大。**随着文莱炼化项目和聚酯项目的投资建设, 恒逸石化刚性规模逐年增长, 且短期债务占比较高, 截至 2021 年 6 月末为 66.51%, 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。
- **再融资压力大。**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，再融资压力大。

- **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，但仍存在一定的安环生产风险。
- **本次债券未转股风险。**本次可转债发行规模较大，一旦转股期内股价持续低迷等导致转股情况不理想，则恒逸石化需偿付本次债券本息，或加重公司债务负担。

➤ 未来展望

通过对恒逸石化及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司主体信用等级AA⁺，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券信用等级AA⁺。

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

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

恒逸石化股份有限公司（简称“恒逸石化”、“该公司”、“公司”）前身是世纪光华科技股份有限公司。该公司股票于 1997 年在深交所上市交易，股票代码：000703.SZ。

2011 年 4 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准世纪光华科技股份有限公司重大资产出售及向浙江恒逸集团有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可【2011】540 号）文件核准，该公司将全部资产和负债向河南汇诚投资有限公司（简称“河南汇诚”）出售，河南汇诚以现金支付对价。公司以定向增发股票的方式收购浙江恒逸集团有限公司（简称“恒逸集团”）、天津鼎晖股权投资一期基金（有限合伙）、天津鼎晖元博股权投资基金（有限合伙）所持有的浙江恒逸石化有限公司（简称“恒逸有限”）的全部股权；同时河南汇诚以协议方式将其所持有的公司 1,223.71 万股股份转让给恒逸集团，恒逸集团以现金支付对价。该次重大资产重组完成后，恒逸集团持有公司 71.17% 的股份，为公司的控股股东。2011 年 6 月，公司变更工商登记为现名，主营业务变更为生产和销售精对苯二甲酸（PTA）和聚酯纤维（涤纶）等相关产品。2015 年以来，公司进行了三次非公开发行股票，分别于 2015 年、2016 年和 2019 年 1 月募得资金净额 9.95 亿元、37.66 亿元和 29.17 亿元。2020 年 5 月，因资本公积转增股本，公司股本增至 36.94 亿元。2020 年 6 月，公司因业绩补偿回购注销股份 12,597,709 股。截至 2021 年 6 月末，公司股本为 36.82 亿元，其中恒逸集团及其子公司持有 47.82% 的股份，公司的控股股东为恒逸集团。恒逸集团股权较为分散，其中杭州万永实业投资有限公司（简称“万永实业”，实际控制人为邱祥娟）持股比例为 27.04%，为第一大股东；邱建林、邱奕博分别持股 26.19%，其他股东持股比例均不足 10%。2018 年 2 月，邱建林与万永实业、邱奕博、邱利荣和邱杏娟签署了《一致行动协议》。截至 2021 年 6 月末，邱建林及其家庭成员一致行为人持有恒逸集团 84.78% 的股权，因此公司的实际控制人为自然人邱建林。

该公司主要从事炼化产品（如 px、苯、成品油）、精对苯二甲酸（PTA）、聚酯涤纶纤维产品、己内酰胺（CPL）等的研发、生产和销售等，是国内炼化-化纤行业龙头企业之一。2017 年起，公司将 PTA 贸易及原料贸易纳入主营业

务范围。截至 2021 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 42 家，核心业务主体情况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

本次债券的发行经该公司 2021 年 5 月 31 日召开的第十一届董事会第十次会议和 2021 年 6 月 16 日召开的 2021 年第三次临时股东大会审议通过。本次债券拟发行金额为不超过 30 亿元人民币（含），拟发行期限为 6 年，募集资金拟扣除发行费用后全部用于募投项目建设。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	恒逸石化股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 30 亿元人民币（含）
本次发行规模:	不超过 30 亿元人民币（含）
本次债券期限:	6 年期
债券利率:	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
还本付息方式:	对未转股按年付息，到期归还本金和最后一年利息
转换标的:	公司 A 股股票（000703.SZ）
转股期限:	自本次债券发行结束日满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次债券到期日止
转股价格:	本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将进行转股价格的调整。 本次债券存续期间，当该公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决，该方案须经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。
赎回条款:	①到期赎回条款 在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定 ②有条件赎回条款 a. 在转股期内，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含）； b. 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款:	①有条件回售条款 在本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司 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可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次。 ②附加回售条款 若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与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。

定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 恒逸石化, 涉及到本次可转换公司债券发行条款均以最终公告的发行公告和募集说明书为准。

(2) 募集资金用途

本次债券拟发行的募集资金总额不超过 30 亿元(含), 所募集资金扣除发行费用后将全部用于年产 50 万吨新型功能性纤维技术改造项目和年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目(简称“募投项目”), 详见下表。

图表 2. 募投项目计划投资情况(单位: 亿元)

实施单位	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
海宁恒逸新材料有限公司	年产 50 万吨新型功能性纤维技术改造项目	25.65	7.00
宿迁逸达新材料有限公司	年产 110 万吨新型环保差别化纤维项目	38.50	23.00
合计	-	64.15	30.00

资料来源: 恒逸石化

在本次募集资金到位前, 该公司以自筹资金先行投入上述项目建设, 并在募集资金到位后按照相关法律、法规予以置换。在最终确定的本次募投项目(以有关主管部门备案文件为准)范围内, 公司董事会可根据项目的实际需求, 对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。募集资金到位后, 若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入募集资金总额, 不足部分由公司以自筹资金解决。

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 6 月末已投资 16.10 亿元。

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。

整体看, 该公司募投项目围绕主业开展, 符合国家相关产业政策, 投产后

将增加公司聚酯产品产能，进一步打造全产业链模式，提升公司抗风险能力。公司技术储备能够支撑募投项目的正常开工生产，相关生产用原料获取也较为便利。但新世纪评级关注到：（1）聚酯产业竞争激烈，常规产能过剩；（2）目前国内聚酯下游纺织服装短期内需求增长或较为有限；（3）聚酯价格受 PTA 等原材料影响波动较大。若上述因素导致募投项目产品售价和原材料成本大幅偏离预期，可能导致募投项目收益不达预期。

（3）信用增级安排

本次发行的可转换公司债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2021 年以来，随着疫苗接种持续推进，全球经济不断恢复，发达与新兴国家间表现分化，全球的通胀风险明显上升；部分新兴经济体率先加息、美联储货币政策宽松力度减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；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平稳恢复，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，在疫苗接种持续推进及宽松政策的支持下，全球经济不断恢复，发达经济体修复节奏明显快于大多数新兴经济体，全球的通胀风险明显上升。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下加息，美联储货币政策宽松力度也有所减弱，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。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。

我国经济保持平稳恢复，内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。规模以上工业企业增加值保持较快增长且高技术制造业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但面临的成本上升压力较大，而小型企业及部分消费品行业生产活动仍有待加强。消费增速离正常水平的差距进一步缩小，消费升级类商品零售增长相对较快，餐饮消费依然

偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资温和增长，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势的同时增速有所回落。人民币汇率在经历大幅升值后逐步调整，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。央行实行灵活精准的稳健货币政策，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，推进绿色金融发展和坚持发展普惠金融，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，实体融资增速放缓。金融监管持续强化，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平稳恢复：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持续恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落将导致房地产开发投资增速放缓但韧性不减，基建投资表现预计平稳；在外需恢复的支持下出口贸易延续强势表现但持续的时间将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。2019 年以来受国际原油价格震荡下跌影响，成品油及下游石化产品价格持续下行。2020 年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，而受石化产品的供需及各交易方议价能力影响，石化产品价格下行压力较小。2020 年 4 月以来随着国内外复工复产、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，石化产品价格随之反弹。2021 年以来因主要产油国减产以及对燃料需求回暖的乐观情绪支撑了能源市场，国际油价续创新高。

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。

图表 3. 近年来国际原油与油价变化情况（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”。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

¹ 包括主营炼厂与独立炼厂产量。

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%。进入2021年,经济复苏成为全球各国摆脱疫情影响提振信心的主要目标,在此大环境下原油供需行情大幅提振。国内行情方面,根据国家统计局数据,2021年上半年我国成品油产量17,320.30万吨,同比上涨10.41%,其中汽油产量7,412.00万吨,柴油产量7,624.90万吨,同期航空煤油产量2,283.40万吨,分别同比增长21.91%、减少1.11%和增长20.44%。同期我国成品油表观消费量14,829.70万吨,同比增长11.73%,其中汽油表观消费量6,476.20万吨,随着国内疫情的逐步缓和同比增长21.37%,已接近疫情前水平;柴油表观消费量同比减少4.33%至6,361.60万吨,自2020年下半年以来国内经济刺激政策大幅推升运输、基建等行业柴油需求量,目前仍处高位;航空煤油表观消费量1,992.00万吨,同比增长5.47%。价格方面,根据Wind资讯,截至2021年9月10日国内国6标准92号、95号汽油与0号柴油价格分别为7,623.80元/吨、7,861.50元/吨和6,379.10元/吨,较上年末分别增长27.62%、26.36%和19.24%。

图表4. 近年来我国油价变化情况(单位:元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

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,每吨PTA生产约消耗0.655吨PX。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2019年末我国PX产能为2,053万吨;截至2020年末全国PX产能约为2,604.65万吨,生产商主要是中国石油化工集团公司(简称“中石化”)、荣盛石化、恒力石化和中国石油集团公司。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 8 月 6 日国内现货价格较年初上升 54.01%至 7,300 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。2020 年东营威联化学有限公司 100 万吨，中化泉州石化有限公司炼化一体化项目 60 万吨，恒力石化四期 220 万吨、新凤鸣集团股份有限公司（简称“新凤鸣”）220 万吨等新建产能释放，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，在原油价格不断上涨的支撑，PTA 市场价格持续回升，同时 PTA 新产能按预期投产，PTA 供应量有所增加，截至 2021 年 9 月 19 日，华东地区 PTA 市场中间价较上年末增长 35.99%至 4,872.50 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，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 5. 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

² 价差=PTA-0.655PX

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，较上年末下降 13.21%。2021 年 MEG 价格随原油价格持续上涨，截至 2021 年 9 月 18 日华东地区 MEG 市场中间价为 5,535 元/吨，较年初上升 28.57%。

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《石油和化工行业“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 and 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，其中恒逸石化与荣盛石化的合营企业浙江逸盛新材料有限公司（简称“逸盛新材料”）预计新增 300 万吨，东方盛虹新增 240 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。

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，炼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，

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”。

行业持续面临相关政策管控压力。

安全生产压力。炼化产品多为易燃、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。炼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，炼化生产装置规模大，一旦出现事故，对行业的冲击较大。

B. 化纤行业

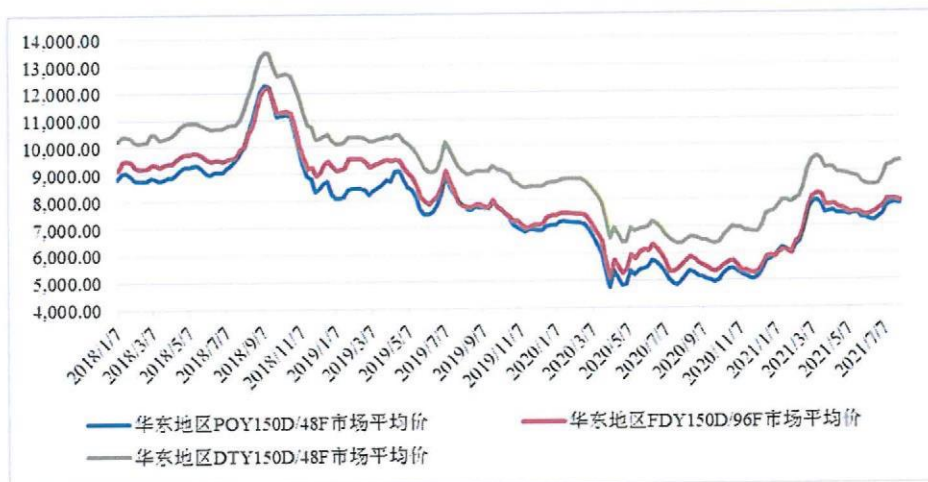
化纤行业行业集中度高，企业头部效应明显，行业内的大型化纤企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展。2018 年四季度以来，化纤产品价格震荡回落，2019 年涤纶长丝价差有所收窄，2020 年初新冠疫情的蔓延加剧了化纤产品需求面的疲软，涤纶长丝价格承压，进入第二季度后涤纶长丝下游需求逐步恢复使产销回暖，2021 年以来下游需求继续保持合理增长，供需格局继续改善。化纤产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，该行业受宏观经济影响具有一定的周期性。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，当年全国化学纤维产量为 6,167.90 万吨，同比增长 340%，全年增长率为 4.13%，增速放缓。2021 年上半年，全国化学纤维产量为 3,337 万吨，同比增长 17.10%。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，较上年末分别下跌 12.14%、20.61%和 16.96%。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，2021 年第一季度原油等大宗商品价格大幅上涨，带动涤纶长丝各主要产品价格上涨，截至 2021 年 3 月末华东地区 DTY、FDY 和 POY 市场均价分别为 9,150 元/吨、7,750 元/吨和 7,475 元/吨；但自 4 月以来受国内经济

调控政策、疫情反复等多方面因素影响，市场行情持续处于震荡期，截至 2021 年 9 月 19 日，华东地区 DTY、FDY 和 POY 市场均价分别为 8,604.17 元/吨、7,541.67 元/吨和 7,220.83 元/吨，较 3 月末小幅下跌。

图表 6. 近年来我国涤纶长丝市场价评级价走势（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，2020 全年纺织服装业行情受较大影响。2021 年国内经济形式逐步恢复，涤纶长丝行业企业生产顺畅，2021 年上半年全国纺织类企业实现营业收入 1.17 万亿元，同比增长 18.9%，同期全国纺织业出口交货值为 1,333 亿元，同比增长 17.30%。

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

⁴ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

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 月随着产品价格的回落, 价差又逐步缩小, 到 12 月末 POY 价差回落到 1,200 元/吨附近。2019 年 POY 产品平均价差为 1,431 元/吨, 较上年缩减约 13.8%。2020 年以来, 随着原油价格的大幅下跌, POY 产品价格回落滞后于 PTA 与 MEG 价格, 价差呈现“倒 V”型波动, 由年初的约 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。进入 2021 年, POY 产品价格基本与原材料原油价格波动保持一致, 产品价差方面, 第一季度下游涤纶长丝需求的快速回升带动产品价差大幅扩大, 当年 3 月一度增至约 2,460 元/吨, 而随着国内新增 POY 产能的释放, 产品价差有所回落, 截至 2021 年 9 月 19 日约为 1,200.62 元/吨。POY 产品价格与价差的大幅波动, 对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来较大的影响。

图表 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

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, 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，化纤行业企业多为民营企业，固定资产投资规模大，重资产及规模化运行是行业的重要特征。行业内大中型企业多向产品差异化等方向发展，行业并购重组较频繁。少数企业向上游炼化方向发展，但因为项目投资规模很大，企业一般面临较大的财务压力。

从全球范围来看，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份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。恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化、恒力石化等行业先入者已经在生产规模上具备优势，并已具备自己的核心生产技术，且在工艺成熟度、产品稳定性以及生产成本控制方面具备了较强的竞争力。

产业链完整度是控制企业成本、凸显规模优势的重要方面。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，其中恒力石化预计新增 500 万吨，荣盛石化与恒逸石化的合营企业逸盛新材料预计新增 300 万吨，东方盛虹新增 240 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。涤纶长丝产品方面，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，其中新凤鸣新增 60 万吨，荣盛石化新增 20 万吨，恒逸石化新增 50 万吨。未来行业内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 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 (外销部分)	656.74	469.89	45.19	28.56	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：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2020 年年报。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

(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

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。近年来随着聚酯产能增加，公司增加 PTA 自用量、减少外销量，PTA 收入占比逐年下降。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。公司供应链业务规模随生产需要呈现波动。

盈利方面，公司 PTA 和聚酯产品毛利率保持增长，但 2020 年受原油价格波动影响，公司炼油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 年上半年，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，率先在行业内实现从“原油炼化到涤纶双链”的均衡发展模式。

图表 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		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年上半年
营业收入合计		880.66	796.21	864.30	609.23
其中：(1) PTA	金额	163.97	114.79	47.60	22.25
	占比	18.62	14.42	5.51	3.65
(2) 涤纶丝	金额	237.95	326.89	219.78	183.27
	占比	27.02	41.06	25.43	30.08
(3) 切片	金额	56.65	47.51	29.57	21.92
	占比	6.43	5.97	3.42	3.60
(3) PIA	金额	-	-	2.85	6.73
	占比	-	-	0.33	1.11
(4) 供应链服务	金额	422.09	281.57	377.06	250.97
	占比	47.93	35.36	43.63	41.20
(5) 炼油产品	金额	-	22.08	144.59	103.73
	占比	-	2.77	16.73	17.03
(6) 化工产品	金额	-	3.36	42.86	20.36
	占比	-	0.42	4.96	3.34
毛利率（%）		3.75	7.07	6.92	7.34
其中：(1) PTA		6.45	8.69	11.00	3.25
(2) 涤纶丝		8.61	9.22	12.52	15.55
(3) 切片		5.25	8.01	12.04	10.82

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 上半年
(4) PIA	-	-	26.04	32.16
(5) 供应链服务	-0.24	1.74	2.10	0.74
(6) 炼油产品	-	30.61	3.92	4.21
(7) 化工品	-	19.74	21.34	23.14

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 年炼化产品和化工品收入占比分别为 16.73% 和 4.96%。2021 年上半年，公司实现营业收入 609.23 亿元，同比大幅增长 54.57%，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 年上半年，该公司综合毛利率分别为 3.75%、7.07%、6.92% 和 7.34%，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 年上半年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异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

该公司 PTA 产品的主要生产主体为子公司浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”），拥有 4 条大型的 PTA 生产线。此外，参股公司逸盛大化石化有限公司（简称“逸盛大化”）、海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）和逸盛新材料也系 PTA 生产主体。聚酯方面，公司致力于通过外延并购和自建扩产，快速扩大聚酯规模。公司于 2018 年 12 月发行股份购买嘉兴逸鹏化纤有限公司（简称“嘉兴逸鹏”）、太仓逸枫化纤有限公司（简称“太仓逸枫”）及浙江双兔新材料有限公司（简称“双兔新材料”）的 100% 的股权，并成立了宿迁逸达和福建逸锦化纤有限公司（简称“福建逸锦”）两家聚酯公司，聚酯产能合计增加 224.50 万吨；于 2019 年 4 月公司通过宿迁逸达竞拍和收购杭州逸璟化纤有限公司（简称“杭州逸璟”）分别新增聚酯产能 40 万吨和 85 万；

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，公司于 2020 年及 2021 年上半年分别新增控股聚酯产能 65 万吨和 77 万吨。公司聚酯生产子公司还包括恒逸有限、浙江恒逸高新材料有限公司（简称“恒逸高新”）、浙江恒逸聚合物有限公司（简称“恒逸聚合物”）等。CPL 方面，合营公司浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司（简称“巴陵己内酰胺”）为主要生产主体。截至 2021 年 6 月末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 780.00 万吨/年、818.32 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 11. 公司 2021 年 6 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	300.00	50.00	150.00
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	65.00	35.75
	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00
	海宁新材料	136.50	100.00	136.50
	海南逸盛	200.00	50.00	100.00
	聚酯瓶片			
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 12. 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
	产量	503.38	562.71
	产能利用率	91.52	88.62
2020 年	产能	500.00	700.00
	产量	485.02	650.27

⁵ 按实际投产天数折算的产能计算所得。

项目		PTA	聚酯	炼化产品
2021 年上半年	产能利用率	97.00	92.90	102.35
	产能	500.00	776.50	800.00
	产量	237.61	366.91	393.26
	产能利用率	95.04	94.50	98.32

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 年上半年，公司 PX 购入量分别为 324.50 万吨、343.55 万吨、317.03 万吨和 154.31 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 5,184.90 元/吨，随原油价格变化呈现波动。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 年上半年，PX 原料自给率分别为 30.09%和 34.23%。

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。2018-2020 年及 2021 年上半年，公司 MEG 购入量分别为 110.25 万吨、205.37 万吨、214.88 万吨和 110.75 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 4,939.10 元/吨，2020 年大宗原料价格下跌至历史地位，2021 年有所回升。

文莱原油采购方面，2019-2020 年和 2021 年上半年该公司原油购入量分别为 494.95 万吨、749.53 万吨和 350.32 万吨。公司 40%的原油由文莱直接供应，其余向国外外部非关联方采购，供应商包括 SHELL、Tengizchevroil LLP、SINOCHEN 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）。

⁶ 包含向恒逸文莱的采购部分。

图表 13. 公司 2018-2020 年及 2021 年上半年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 上半年	110.76	54.71	4,939.10	154.31	80.01	5,184.90	350.32	110.52	3,154.89

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 14. 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 上半年	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
PTA	自用	193.27	-	274.79	-	335.87	-	175.50	-
	外销	320.35	5,423.29	228.85	5,016.02	148.44	3,206.38	62.97	3,532.58
PET	自用	41.25	-	71.28	-	56.81	-	30.87	-
	外销 ⁸	349.54	8,428.18	488.01	7,671.99	548.80	4,543.51	316.88	6,475.24
PIA	自用	-	-	-	-	0.07	-	0.08	-
	外销	-	-	-	-	5.45	5,222.29	9.45	7,124.65
炼油产品	自用	-	-	-	-	-	-	-	-
	外销	-	-	54.93	4,019.46	583.81	2,476.61	286.75	3,617.57
化工品	自用	-	-	-	-	95.79	-	53.75	-
	外销	-	-	12.88	2,608.71	123.39	3,473.72	46.96	4,335.29

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

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）

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。

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。近年来公司 PTA 自用数量逐年增长，外销数量随之下降。此外受原油价格波动及市场需求不足影响，2020 年公司 PTA 产品价格同比下降 33.49%，2021 年上半年虽有所回升，但仍处于近年来较低水平。

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，但 2020 年售价较上年大幅下降 36.12%，亦系原油价格波动及市场需求不足所致。2021 年上半年，随聚酯行情回暖，公司聚酯产品价格较上年末上涨 42.52%。

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。

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化、海南逸盛和下游瓶片厂家等。2020 年和 2021 年上半年销售价格分别为 5,222.29 元/吨和 7,124.65 元/吨。

D. PTA 及原料贸易业务

该公司供应链服务主要包括 PTA 及原料贸易业务。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负责。贸易业务的采购模式参照主业板块的上游采购和定价政策，公司 PX、MEG 货源以进口为主，与国外供应商有着长期稳定的合作关系，采购成本较市场低；PTA 部分采购来自联营企业大连逸盛、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（货款转移）。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（新加坡）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 年上半年，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 248.53 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。贸易业务毛利率呈上升趋势，但 2021 年上半年 PX 贸易毛利率大幅为负，主要系公司卖出通过合约提前采购的大于实际生产所需用量的 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 2018-2020 年及 2021 年上半年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 年上半年	
	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	154.68	0.15
MEG	135.82	0.55	39.28	-0.30	94.09	0.02	48.12	0.74
原油	65.79	0.01	66.74	0.36	6.73	2.79	-	-
PX	14.46	4.53	24.36	6.61	4.44	1.90	12.87	-4.45
其他	14.47	1.46	10.27	1.37	59.13	2.23	32.86	3.10
合计	416.49	-0.55	275.31	1.25	370.72	1.93	248.53	0.42

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

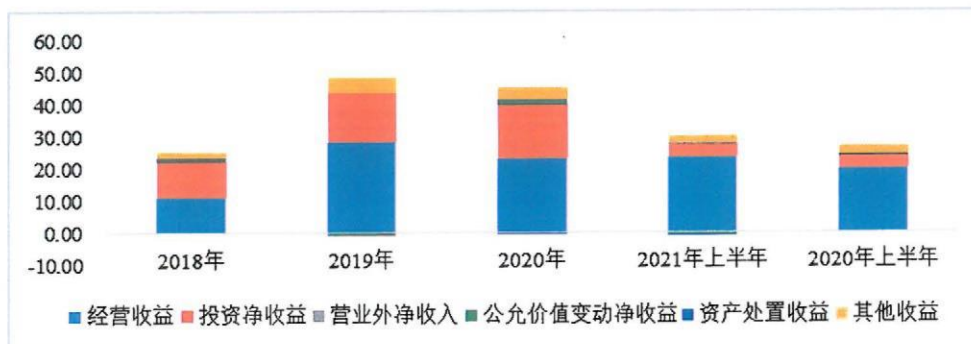
该公司的“石化+金融”立体发展模式初具雏形。2016 年 3 月，浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”）在港股上市，股票代码 HK02016。2019 年 11 月，浙商银行在上海证券交易所上市，股票代码 601916.SH。截至 2021 年 6 月末，公司及子公司共持有浙商银行股份比例为 3.52%，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权，该笔股权以权益法计入长期股权投资。浙商银行盈利能力较强，2018-2020 年及 2021 年上半年，浙商银行分别实现净利润分别为 115.60 亿元、131.43 亿元、125.59 亿元和 69.88 亿元。

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，其中 2020 年有所下降主要系 PTA 价格下跌压缩营业毛利所致。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) 盈利性

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。2018-2020 年及 2021 年上半年，公司营业毛利分别为 33.03 亿元、56.26 亿元、59.80 亿元和 44.71 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 17. 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 上半年
营业收入合计（亿元）	880.66	796.21	864.30	609.23
毛利（亿元）	33.03	56.26	59.80	44.71
其中：PTA	10.57	9.98	5.24	0.72
涤纶丝	20.49	30.14	27.52	28.51
切片	2.98	3.81	3.56	2.37
PIA	-	-	0.74	2.16
供应链服务	-1.00	4.91	7.93	1.87
炼油产品	-	6.76	5.66	4.36
化工品	-	0.66	9.15	4.71
期间费用率（%）	2.18	3.19	4.10	3.35
其中：财务费用率（%）	0.88	1.27	2.32	1.74
全年利息支出总额（亿元）	9.49	17.30	21.46	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.93	7.03	2.88	-

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 年上半年，公司期间费用率为 3.35%，同比下降 0.33 个百分点，主要系受益于规模的增长。

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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 上半年
投资净收益	10.96	15.05	16.92	4.23
其中：权益法核算的长期股权投资收益	9.97	10.87	13.27	3.65
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.99	4.09	3.31	0.55
营业外净收入及其他收益	1.65	4.57	3.65	2.29
其中：政府补助	1.62	4.78	3.59	2.14
公允价值变动损益	1.08	-0.59	1.56	-0.28

资料来源：根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 年及 2021 年上半年，公司投资净收益分别为 10.96 亿元、15.05 亿元、16.92 亿元和 4.23 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、3.31 亿元和 0.55 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、3.65 亿元和 2.29 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。2021 年上半年公司未计提资产减值准备。

2018-2020 年及 2021 年上半年该公司净利润分别为 21.54 亿元、40.06 亿元、38.15 亿元和 26.47 亿元，2021 年上半年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。

（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 6 月末，该公司在建的 PTA 项目主要为参股公司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 6 月末已投资 66.07 亿元，其中 2021 年下半年和 2022 年分别计划投资 13.00 亿元和 7.50 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 6 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、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和杭州逸通年产 140 万吨功能性纤维新材料升级改造项目（一期）。

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 6 月末已投资 13.75 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 6 月末已投资 16.10 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 2021 年 6 月末已投资 0.53 亿元，资金来源于该公司自有资金、银行借款或其他融资方式等。该项目建成后，可形成年产 140 万吨功能性纤维的综合产能。

图表 19. 截至 2021 年 6 月末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 6 月末已投资额 (亿元)	年产量 (万吨)
新型功能性纤维技术改造项目	海宁新材料	25.65	16.10	50.00
新型功能性纤维项目	福建逸锦	33.50	13.75	56.60
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	0.53	140.00

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	截至 2021 年 6 月末已投资额 (亿元)	年产量 (万吨)
合计	--	89.15	30.38	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

截至 2021 年 6 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 32.92 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，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。

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

1. 产权关系与公司治理

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。公司按照相关法律法规建立了较为完善的公司管理制度体系。公司股东依照相关法律和公司制度对公司进行管理。

(1) 产权关系

近三年，该公司产权结构稳定。受定向增发、股票激励计划、权益分派、可转债转股等事项影响，截至 2021 年 6 月末公司股本增至 36.82 亿元，其中恒逸集团直接持有公司 40.61% 的股权（股权结构详见附录一）。邱建林为恒逸集团和公司的实际控制人⁹。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。

截至 2021 年 8 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 10.64 亿股，占所持公司股份总数的 60.97%，其中 8.73 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。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联方交易金额较大，主要是向关联方采购原材料所致，关联方采购价格根据市场价格确定。公司关联方采购主要系向逸盛大化采购 PTA 产品和向绍兴恒鸣采购聚酯产品等；关联销售主要为向巴陵己内酰胺销售能源品、苯及提供货物运输、维保服务和向海南逸盛销售 MEG、PX 和提供货物运输服务等。截至 2021 年 6 月末，公司占用关联方净资金净额为 0.82 亿元。

图表 20. 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 年上半年
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	16,679.57
海南逸盛	参股公司	47,467.97	70,714.48	36,452.89	6,385.75
逸盛大化	参股公司	389,761.81	374,251.94	321,768.78	165,635.79
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	1,967.78	126,562.57	302,262.89	176,851.13
出售商品/提供劳务					
海南逸盛	参股公司	38,988.75	22,551.04	170,739.46	48,948.46
巴陵己内酰胺	合营企业	38,742.43	51,828.06	70,292.08	61,291.44
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	5,202.52	13,852.37	10,553.80	7,394.57

资料来源：恒逸石化

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》和国家其它有关法律、行政法规制定公司《章程》，并不断完善公司法人治理结构，规范公司运作，切实维护公司及全体股东利

⁹ 2018 年 2 月，邱建林与王永实业、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，邱祥娟及王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。

益。公司股东大会、董事会、监事会、各经营层职责明确，各董事、监事和高级管理人员勤勉尽责，确保了公司安全、稳定、健康、持续的发展。

该公司设立了股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构，董事会是公司经营决策机构、监事会是其内部监督机构。2020年1月17日，经公司第十届董事会选举，公司董事长由方贤水先生变更为邱奕博先生，方贤水先生担任公司副董事长。同时聘任赵东华先生、吴中先生担任公司副总裁。邱奕博先生系恒逸集团实际控制人邱建林之子，持有恒逸集团股份 26.19%。恒逸集团的股东参与公司的经营管理程度较高，能对公司经营决策形成重大影响。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。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

自该公司 2011 年借壳上市以来，该公司保留了原体系内控股子公司恒逸有限，负责管控旗下子公司，本部承担投融资管控职能。截至 2021 年 6 月末，公司本部共设有多个部室，包括投资管理部、财务管理部、审计稽查部、人力资源部和办公室等。公司通过外派高管、财务经理等措施加强下属子公司的管控。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》和中国证监会有关其他规范性文件等的要求，不断地完善法人治理结构，建立健全内部管理和控制制度，规范公司运作。公司内控体系日益健全，治理水平的规范化程度持续提高。

在产供销管理方面，该公司制定了《销售管理制度》、《采购与付款内部控制制度》、《销售与收款内部控制制度》等措施来控制下属子公司在采购、销售阶段风险。公司物资采购采用招投标方式。公司主要大宗原材料由本部统一管理并负责统一采购。

该公司高度重视产品质量，并实施全方位的质量管理制度。生产管理中心统筹安排，在原料采购、产品生产及销售流程进行全方位的质量管理及控制。

该公司重视安全生产，公司建立了安全生产制度，采取了自动控制技术对主要生产过程进行了 24 小时集中监控。公司针对各体系、各层级、各岗位制定了明确的工作职责和权限，并在生产、经营等各个环节实行流程化管理，制订了《生产管理操作规程》，根据事先拟定的生产计划安排生产，保证生产计划的安全性。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司制定了《财务管理制度》、《年度预算编制制度》、《内部审计管理制度》等各项财务制度。公司细化预算编制的内容、分工，建立完善的预算执行监督体系，通过良好的预算管理控制公司的经营风险，完善公司内部考核机制，规范各项考核目标，提高资金流转的畅通性和资金使用效率，加强财务风险防范，并通过内部审计实施内部监督。

在融资管理上，根据该公司制定的《融资管理制度》，财务管理部承担银行融资的统一筹措职能：根据公司及所属子公司的资金需求及缺口，调剂各公司资金余缺，并通过银行借款、承兑汇票贴现、商票贴现、进口项下贸易融资、出口项下贸易融资等金融品种来筹集资金融通，确保公司现金流安全。

该公司董事会已审议批准了《外汇衍生品交易业务管理制度》和《商品衍生品交易管理制度》，规定公司从事衍生品投资业务，以套期保值为主要目的，禁止投机和套利交易。制度就公司业务操作原则、审批权限、内部审核流程、责任部门及责任人、信息隔离措施、内部风险报告制度及风险处理程序等做出了明确规定。

(4) 不良行为记录

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 9 月 3 日的国家企业信用信息公示系统查询结果，公司本部及主要下属子公司无行政处罚、经营异常和严重违约的情形。

财务

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，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。

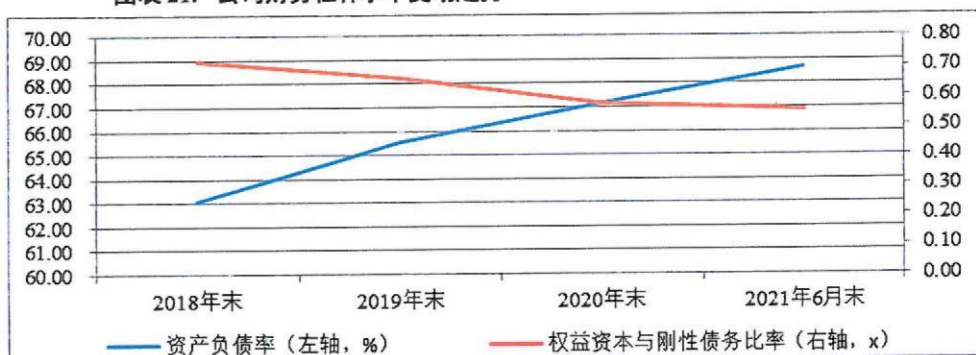
由于 2019 年该公司合并同一控制下企业杭州逸曝、2020 年合并同一控制下企业广西恒逸新材料有限公司（简称“广西新材料”），报告中 2018 年及 2019 年财务数据采用追溯调整后的数据。

合并范围变化方面，2018 年，该公司通过收购和新设新增 10 家子公司；注销 2 家子公司。2019 年，公司收购杭州逸曝、并新设 4 家子公司。2020 年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 年上半年公司投资设立子公司浙江小逸供应链管理有限公司，处置宁波恒逸实业有限公司、杭州璟昕供应链管理有限公司和海宁逸昕物流有限公司。截至 2021 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 42 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，该公司负债规模持续增长。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，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 6 月末，该公司负债总额为 727.57 亿元，较上年末增长 17.41%，资产负债率进一步升至 68.70%，权益债务比进一步降至 0.55。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



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，该公司负债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 6 月末，该公司除刚性债务外，应付账款较上年末增长 40.46%，主要因原料价格上涨，公司应付原料采购款增加所致；预收账款较上年末增长 89.36%，主要因产品价格上涨，公司预收货款增加所致；其他应付款较上年末增长 82.41%，主要系当期增加库存股股权收益权转让款 2.64 亿元所致。由于公司短期借款大幅增加，故长短期债务比降至 39.20%。

¹⁰ 含合同负债，下同。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
短期刚性债务合计	181.67	270.82	321.67	400.68
其中：短期借款	137.81	233.24	264.83	335.40
一年内到期的非流动负债 ¹¹	12.80	15.06	44.87	40.83
应付票据	30.96	22.50	11.87	23.98
交易性金融负债	0.10	0.01	0.09	0.47
中长期刚性债务合计	136.90	176.07	206.52	201.79
其中：长期借款	97.14	127.33	166.10	166.74
应付债券	29.88	39.90	35.21	25.68
其他中长期刚性债务	9.88	8.83	5.21	9.37
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，主要系随着嘉兴逸鹏、福建逸锦、海宁新材料等聚酯项目产能释放，公司整体产能扩大需匹配相应的流动资金需求所致；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 6 月末，该公司刚性债务较上年末增长 14.06%至 602.47 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 535.68 亿元，仍以保证借款和抵质押借款为主。据公司测算，2018-2020 年综合融资成本分别为 5.33%、4.78%和 3.96%。

¹¹ 不含一年内到期的租赁负债。

图表 24. 2021 年 6 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	161.84	25.96	144.63	2.76
一年内到期的长期借款	9.60	21.72	1.97	
长期借款	26.22	139.92	0.60	-
合计	197.66	187.60	147.20	2.76

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

若不考虑交易性金融负债和应付利息，借款期限方面，该公司 1 年以内到期债务为 400.21 亿元，占比为 65.08%；3 年以上到期债务为 110.34 亿元，占比为 19.08%。

图表 25. 2021 年 6 月末公司债务期限结构情况（单位：亿元）¹²

到期期限	债务金额
1年以内	400.21
1-3年	91.58
3年以上	110.34
合计	602.13

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。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 上半年
营业周期（天）	16.53	46.68	63.29	--
营业收入现金率（%）	108.12	107.52	108.95	111.11
业务现金收支净额（亿元）	19.10	-3.62	58.41	17.67
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.03	2.70	-8.27	-0.07
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	16.07	-0.91	50.14	17.60
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。

¹² 不包含应付利息和交易性金融负债。

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 年及 2021 年上半年，公司经营性现金净流量分别为 16.07 亿元、-0.91 亿元、50.14 亿元和 17.60 亿元，2020 年以来文莱炼化项目效益逐步体现，公司经营性现金流大幅改善。

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 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
回收投资与投资支付净流入额	-2.80	-15.54	-8.93	-6.66
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	-29.08
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.61	-4.71	6.06	1.84
投资环节产生的现金流量净额	-126.79	-130.10	-79.52	-29.63

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年上半年，该公司投资性现金净流出额分别为 126.79 亿元、130.10 亿元、79.52 亿元和 29.63 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 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
权益类净融资额	28.65	39.95	16.43	1.47
其中：股利支出	3.30	9.33	13.93	1.15
债务类净融资额	107.89	88.30	46.39	33.75
其中：现金利息支出	8.27	15.71	17.54	9.62
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	2.00	-18.45	-3.75	-8.08
筹资环节产生的现金流量净额	138.54	109.80	59.07	27.14

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年上半年，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 27.14 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 1.47 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 33.75 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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	171.84	273.38	289.82	395.29
	27.79	31.88	31.41	37.32
其中：货币资金（亿元）	90.52	74.40	100.79	132.82
应收款项（亿元）	13.78	58.90	38.80	49.16
存货（亿元）	30.20	91.53	96.51	149.71
应收票据（亿元）	11.08	11.71	7.52	14.42
其他流动资产（亿元）	14.15	15.90	22.11	21.36
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	446.51	584.25	632.78	663.78
	72.21	68.12	68.59	62.68
其中：固定资产（亿元）	132.26	387.76	415.80	427.18
在建工程（亿元）	174.95	36.90	78.02	73.45
长期股权投资（亿元）	78.14	92.60	100.62	17.62
无形资产（亿元）	11.40	16.01	17.81	25.97
其他非流动资产（亿元）	43.73	38.137	9.66	427.18
期末全部受限资产账面金额（亿元）	297.66	338.37	394.59	380.24
受限资产账面余额/总资产（%）	48.14	39.70	42.77	35.90

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。此外，公司其他应收款为 1.14 亿元，主要系合并范围外单位代垫款等往来款项、保证金及押金、应收税收返还、员

工借款及备用金。

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 6 月末，该公司资产总额为 1,059.08 亿元，较上年末增长 14.79%。公司流动资产为 395.29 亿元，占资产总额的 36.39%，其中货币资金为 132.82 亿元，较上年末增长 31.78%；存货 149.71 亿元，较上年末增长 55.12%，主要系受库存商品价格上涨所致；其他应收款 1.87 亿元，较上年末增长 63.09%，主要系往来款项、保证金及押金因经营活动需要增加所致。同期末，公司非流动资产为 663.78 亿元，占资产总额的 62.68%，其中长期股权投资为 109.56 亿元，较上年末增长 8.88%，主要系权益法下确认的投资收益；在建工程为 73.45 亿元，较上年末减少 5.85%，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 25.97 亿元，较上年末增长 168.72%，主要系预付工程设备款和土地款增加所致。公司其他资产较上年末变化不大。

截至 2021 年 6 月末，该公司受限资产总额为 380.24 亿元，占总资产的 35.90%。其中，货币资金受限 46.30 亿元，主要系保证金；应收票据及应收款项融资受限 6.51 亿元，主要用于开立承兑汇票；长期股权投资受限 78.70 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 210.02 亿元、32.20 亿元和 6.50 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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 6 月末
流动比率 (%)	68.53	71.42	70.68	75.63
速动比率 (%)	52.72	45.84	44.99	44.02
现金比率 (%)	41.01	22.89	27.03	28.53

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6月末，因存货的大幅增长，公司流动比率提升至75.63%，但因短期刚性债务的进一步增长，公司速动比率降至44.02%，受益于货币资金的增加，公司现金比率升至28.53%，但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6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4.79亿元，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1-6月该公司确认政府补助收入分别为1.62亿元、4.78亿元、3.59亿元和2.14亿元。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/控股股东支持或干预

该公司是恒逸集团重要的经营主体，截至 2020 年末，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. 国有大型金融机构支持

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 6 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 793.25 亿元，其中未使用额度 239.78 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。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，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，本次债券还设置了有条件赎回条款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何一种出现时，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，若本次发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。

本次可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，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

2. 其他偿付保障措施

(1) 盈利保障分析

2018-2020 年及 2021 年上半年，该公司营业毛利分别为 33.03 亿元、56.26 亿元、59.80 亿元和 44.71 亿元，逐年增长。同期，公司投资净收益分别 10.96 亿元、15.05 亿元、16.92 亿元和 4.23 亿元；净利润分别为 21.54 亿元、40.06 亿元、38.15 亿元和 26.47 亿元。整体来看，公司盈利能力可为本次债券本息偿付提供一定保障。

此外，该公司持有一定比例的浙商银行股权，能够获得较稳定的投资收益。随着浙商银行完成 A+H 股上市，该笔股权的变现能力大幅改善，能够为公司债务偿付提供一定保障。

(2) 偿债资金来源保障分析

2018-2020 年和 2021 年上半年，该公司营业收入现金率保持较高水平，分别为 108.12%、107.52%、108.95%和 111.11%；同期，经营活动产生的现金净流量分别为 16.07 亿元、-0.91 亿元和 50.14 亿元和 17.60 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。此外作为上市公司预计能够保持较强的再融资能力，为本次债券的到期偿付提供有力保障。

评级结论

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 年上半年，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。公司按照相关法律法规建立了较为完善的公司管理制度体系。公司股东依照相关法律和公司制度对公司进行管理。

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。

跟踪评级安排

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

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

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

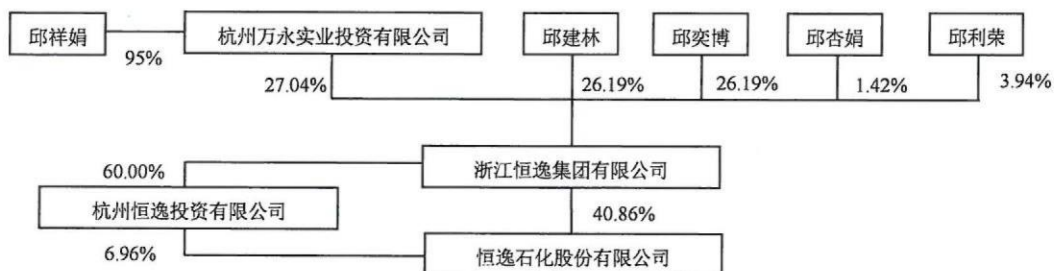
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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

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

附录一：

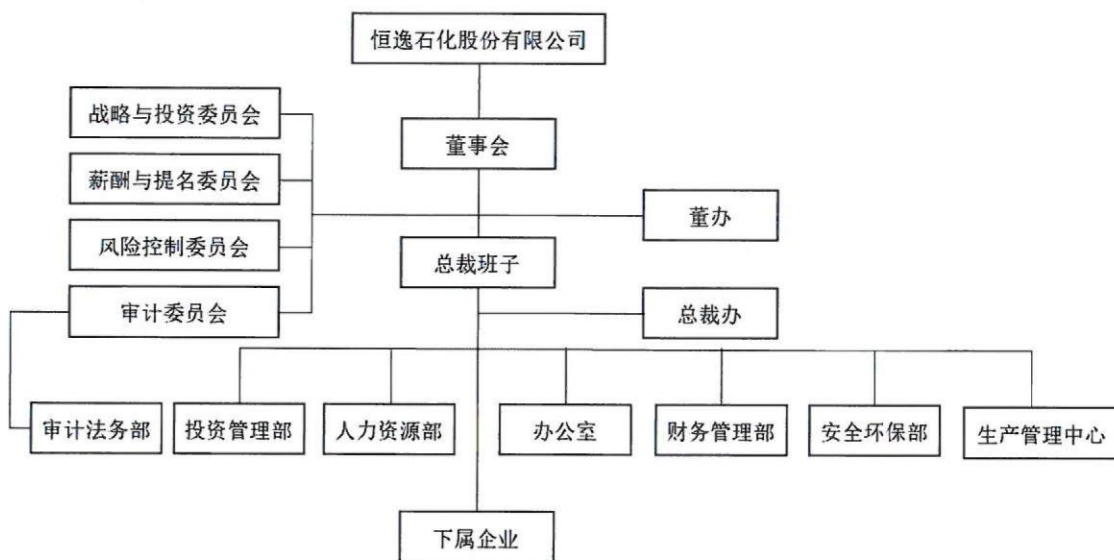
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至2021年6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6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)	经营环节现金流量 (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	
杭州逸暖化纤有限公司	杭州逸暖	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 年上半年
资产总额 [亿元]	618.35	852.31	922.60	1,059.08
货币资金 [亿元]	90.52	74.40	100.79	132.82
刚性债务[亿元]	318.57	446.88	528.19	602.47
所有者权益[亿元]	228.28	290.63	302.92	331.50
营业收入[亿元]	880.66	796.21	864.30	609.23
净利润[亿元]	21.54	40.21	38.15	26.47
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	17.60
投资性现金净流入量[亿元]	-126.79	-124.89	-79.52	-29.63
资产负债率[%]	63.08	65.90	67.17	68.70
权益资本与刚性债务比率[%]	71.66	65.04	57.35	55.02
流动比率[%]	68.53	70.24	70.68	75.63
现金比率[%]	41.01	22.91	27.03	28.53
利息保障倍数[倍]	3.29	3.35	2.97	—
担保比率[%]	0.86	—	0.99	1.44
营业周期[天]	16.53	46.68	63.29	—
毛利率[%]	3.75	7.07	6.92	7.34
营业利润率[%]	2.82	6.01	5.24	4.83
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	111.11
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	4.10	—
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 年半年报财务数据整理、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（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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 新世纪评级方法总论（2012）
- 基础化工行业信用评级方法（2018）
- 基础化工行业评级模型（2019）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
法定代表人 朱荣恩
注册资本 人民币 3000.0000 万元整
成立日期 1992 年 7 月 30 日
营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供
投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 08 月 18 日





营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
类型 有限责任公司(国内合资)
住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
法定代表人 朱荣恩
注册资本 人民币 3000.0000 万元整
成立日期 1992 年 7 月 30 日
营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016 年 08 月 18 日

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司：

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：

上海市工商行政管理局
浦东分局档案室
材料证明

上海市工商行政管理局
2004年07月27日

附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司、上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，可延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不超过6个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查。申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：

顾景景

签收日期：2004年8月2日

中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 资信评估 通知

抄 送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送：办公厅、发行司、银行司、稽核局、条法司

行 长：刘 燕 校 对：卢志峰 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

征信管理局

Credit Information System Bureau

信息公开

新闻发布
人民币

统计披露
金融统计

货币政策
国际交往

信贷政策
人员招录

征信业务
征信系统

金融知识
征信知识

征信统计
征信工作

征信会计
征信工作

支付体系
征信工作

金融科技
金融标准化

服务互动

公开目录
办事指南

公告信息
征信申报

在线投诉
下载中心

征求意见
征信系统

征信业务
征信系统

金融知识
征信知识

征信统计
征信工作

征信会计
征信工作

支付体系
征信工作

金融科技
金融标准化

首页 2014年4月30日 星期三

我的位置: 首页 / 征信业务 / 征信系统 / 征信系统

搜索 正在搜索

评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

序号 五五五

2014-07-15 17:28:40

大公国际资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

联合资信评估有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

东方金诚国际信用评级有限公司

Email: 信评

发送

打印本页 关闭窗口

中国证券监督管理委员会

仅股评级项目使用
证监机构字[2007]250号

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司从事证券市场资信评级业务的批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评〔总〕[2007]19号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，现批复如下：

一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。

二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到重大问题，应当及时向我会报告。

主题词：证券市场 资信评级 批复

抄送：国家工商总局，中国人民银行，上海证监局，上海、深圳专员办，各证券、期货交易所，中国证券登记结算公司，中国证券业协会、期货业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司部，市场部，机构部，上市部，基金部，期货部，稽查一局、稽查二局，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2007年10月9日印发

打字：屈晓光

校对：张 倩

共印40份

中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：朱荣恩
注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
编号：ZPJ003

中国证券监督管理委员会(公章)
2012 年 11月2 日

中国保险监督管理委员会文件

保监发[2003]133号

关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二节的有关规定，经研究决定，增加新世纪投资服务有限公司为公司认可的信用评级机构，该公司可以买卖经该公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布日期: 2013-10-17 访问量: 10000 关键字: 信用评级 信用评级项目使用

根据《中国保监会关于加强信用评级机构使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2013〕4号)要求,中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估,现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

- 大公国际资信评估有限公司
- 东方金诚国际信用评级有限公司
- 联合信用评级有限公司
- 联合资信评估有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司
- 中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理,配合中国保监会对相关信用评级业务的调查和检查,依法依规履行义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会 信用评级机构信用评级能力认可备案表

报告单位 (加盖公章)	信用评级机构信用评级能力认可备案表	
报告事项	信用评级机构信用评级能力认可备案表	
报告日期	2013年10月15日	文件齐备日期
材料清单	公司报送	
1. 营业执照	✓	
2. 公司章程	✓	
3. 信用评级业务资质证书	✓	
4. 信用评级业务开展情况说明	✓	
5. 证明材料	✓	
6. 证明文件	✓	
7. 报送材料电子文档光盘	✓	
备注	中国保监会资金运用 备案表 2013年10月15日	

注:文件齐备日期及备注栏,由中国保监会填写。



中国银行间市场交易商协会

National Association of Financial Market Institutional Investors

地址：北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng District, Beijing 100033, P.R.China
电话: 86 10 66538000 传真/Fax: 86 10 66533100
网站: www.nafmi.org.cn

中国银行间市场交易商协会 2016 年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位：

协会 2016 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议（见附件 1），协会决定自 2016 年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员，会费标准由 55 万元/年调整为 63 万元/年，请于 2016 年 4 月 30 日前缴纳本年度会费陆拾叁万元整。缴费后请登录协会会员信息管理系统（<http://huiyuan.nafmii.org.cn>）填写会费缴纳回执。工作中如有疑问，可参阅《会费缴纳常见问题》（见附件 2）。

账户名称：中国银行间市场交易商协会

开户银行：招商银行北京金融街支行

账 号：866580226510001

联 系 人：吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379

附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议
2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

中国银行间市场交易商协会
二〇一六年二月二十六日





全国性社会统一票据

国财 01403 电子票号: 1600272492 数字指纹: 000819731A1A8368
收款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 2016 年 08 月 03 日

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
00001	会费			630,000 元 1	630,000.00
金额合计					630,000.00
金额合计(大写)					陆拾叁万元整

收款单位(盖章):

(章):

管理岗

支票号:

签名:

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅供系统内使用

姓名：何婕好

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070218120007

证书取得日期 2018-12-25



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：杨忆

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070218100003

证书取得日期：2018-10-17



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。