

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）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020) 010220】

评级对象: 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)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020 年 2 月 26 日

计划发行: 不超过 30 亿元(含)

本期发行: 不超过 10 亿元(含)

发行目的: 偿还公司债务和补充流动资金(包括防疫用品原材料相关的流动资金)

存续期限: 3(2+1) 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.02	0.03	0.03	0.26
刚性债务	--	--	29.88	39.88
所有者权益	96.38	103.32	147.35	168.81
经营性现金净流入量	0.33	-0.33	-1.12	0.82
合并口径数据及指标:				
总资产	275.34	358.04	596.25	766.62
总负债	143.21	181.45	373.58	493.58
刚性债务	112.80	135.82	313.14	406.99
所有者权益	132.13	176.59	222.67	273.04
营业收入	324.19	659.60	849.48	622.05
净利润	8.89	19.07	22.43	27.29
经营性现金净流入量	30.96	23.80	16.75	20.89
EBITDA	22.59	32.92	42.52	--
资产负债率[%]	52.01	50.68	62.66	64.38
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.14	130.02	71.11	67.09
流动比率[%]	83.06	68.55	69.44	54.63
现金比率[%]	38.68	32.08	42.69	27.81
利息保障倍数[倍]	3.64	6.68	3.54	--
净资产收益率[%]	8.25	12.35	11.24	--
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	20.69	15.28	8.14	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.80	-31.73	-38.77	--
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	9.16	4.65	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.26	0.19	--

注 1: 根据恒逸石化经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算; 2017 年数据根据 2018 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

注 2: 新世纪评级将公司 18 恒逸 R1 和 18 恒逸 01 回售金额合计 7.53 亿元及 18 恒逸 02 债券本息余额 14.95 亿元, 从应付债券调整至一年内到期的非流动负债。

分析师

何婕妤 hejieyu@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

何婕妤

杨亿

评级观点

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。目前已逐步形成“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链, 并不断通过文莱炼化项目及聚酯产能的扩张, 打造全产业链均衡发展模式。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略, 截至 2019 年 9 月末持有浙商银行股权 4.00%; 浙商银行近年来盈利增速较快, 公司能够获得较稳定的投资收益, 在一定程度上分散平滑主业的经营风险和盈利波动。
- **经营性现金流充足。**恒逸石化经营性现金流持续保持净流入, 随着文莱炼化项目一期和聚酯项目建成投产, 公司稳定的经营活动现金流入, 可以为公司债券本息偿付提供保障。
- **2019 年定向增发股份上市, 权益资本增强。**恒逸石化非公开发行募集配套资金净额 29.11 亿元, 新增股份 2.14 亿股, 权益资本增强。

风险:

- **行业景气度波动风险。**PTA、涤纶长丝行业受宏观经济影响具有一定的周期性, 下游纺织服装需求继续保持合理增长, 但增速波动会影响行业盈利波动。
- **大规模产能建设投入的产出风险。**近年来 PX 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 PTA 民营企业加速向上游石化行业扩张。2019 年下半年起我国 PX 产能集中释放, PX 利润空间向下游涤纶长丝端转移。
- **海外项目风险。**随着文莱炼化项目一期建成

投产，对恒逸石化的管理能力提出更高要求，国际化经营对公司产生一定影响。

- **刚性债务规模大，存在即期偿债压力。**随着恒逸石化文莱项目和聚酯项目的投资，刚性规模逐年增长，2020 年上半年公司债券集中回售，即期偿债压力较大。
- **安全环保风险。**化工产品的生产具有较高的安全和环保要求。作为化纤企业，恒逸石化在生产过程中面临一定的安全和环保风险。

评级关注

- **新冠疫情对生产经营产生一定影响。**恒逸石化目前生产正常开工，但下游纺织企业开工延迟，短期内面临配套物资采购、订单量减少、库存积压等影响。新世纪将持续关注新冠疫情对公司所造成的影响情况。

➤ 未来展望

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

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）

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。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。截至 2019 年 9 月末，公司股本增至 28.42 亿元，其中恒逸集团及其子公司持有 48.00% 的股份，公司的控股股东仍为恒逸集团。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、邱祥娟、邱奕博、邱利荣和邱杏娟签署了《一致行动协议》，通过与家族成员的一致行动安排，邱建林实际控制恒逸集团 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，公司将 PTA 贸易及原料贸易纳入主营业务

范围。截至 2019 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 33 家，核心业务主体情况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司申请发行不超过 30 亿元人民币（含）的公司债券，本期计划发行不超过 10 亿元人民币（含），债券期限为不超过 3 年期（含）。

图表 1. 本期拟发行的债券概况

债券名称:	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）
总发行规模:	不超过 30 亿元人民币（含）
本期发行规模:	不超过 10 亿元人民币（含）
本期债券期限:	3 年期，在第 2 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：恒逸石化

截至 2019 年末，该公司存续期内债券如图所示。公司于 2018 年 12 月 21 日收到中国证券监督管理委员会下发的《关于核准恒逸石化股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可【2018】2141 号），核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元的公司债券。公司于 2019 年 3 月和 5 月分别发行了 19 恒逸 01 和 19 恒逸 02，合计发行规模 10 亿元，尚未使用发行额度为 20 亿元。

图表 2. 截至 2019 年 9 月末公司存续期内的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 恒逸 R1	5.00	3(2+1)年	6.47	2018 年 3 月	30 亿元/2018 年 1 月	正常
18 恒逸 01	10.00	3(2+1)年	6.78	2018 年 3 月		
18 恒逸 02	15.00	3(2+1)年	6.43	2018 年 4 月		
19 恒逸 01	5.00	3(2+1)年	6.38	2019 年 3 月	30 亿元/2018 年 12 月	未到付息期
19 恒逸 02	5.00	3(2+1)年	6.50	2019 年 5 月		

资料来源：恒逸石化

(2) 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司及下属子公司有息债务和补充流动资金，其中，不低于募集资金总额的 10% 用于支持疫情防护防控相关业务，包括但不限于与抗击新型冠状病毒肺炎疫情相关产品所需原材料的生产、设备采购、物流运输等。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化；为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，保证了经济增长在目标区间内运行。因2020年初爆发的新冠肺炎疫情影响，我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击，但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优

化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会出现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

目前PTA、涤纶长丝行业相互渗透,相关产能增速有限,行业集中度提高,企业头部效应明显,下游需求继续保持合理增长,供需格局继续改善。行业内的大型涤纶长丝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,未来PX利润将向下游转移。2018年四季度以来,涤纶长丝产品价格震荡回落,涤纶长丝产品-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。

A. 行业概况

涤纶长丝行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2011年四季度起,涤纶长丝行业的景气度逐步回落,行业进入结构性深度调整期,至2013年到达行业景气度谷底,之后受行业短期供需影响有所波动,总体处于低位徘徊。2016年以来,随着行业供需格局的改善,涤纶长丝行业景气度有所回升。价格方面,涤纶长丝价格近年来持续下行,于2015年四季度形成价格筑底,2016年以来价格受供给端的供给侧调整、环保约束等影响呈现明显反弹,到2018年9月POY、DTY和FDY价格最高分别达12,325元/吨、13,500元/吨和12,250元/吨。2018年第四季度受原油价格下跌影响,涤纶长丝价格快速回落。2019年初涤纶长丝企稳后,又于4月开始震荡下跌,12月末涤纶长丝POY、DTY和FDY价格降至7,100元/吨、8,700元/吨和7,475元/吨。

图表 3. 我国涤纶长丝市场价(中间价)走势(元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2019年以来涤纶长丝行业开工率保持高位,特别是直纺长丝旺季超过90%,淡季开工率也保持在80%以上。2016-2018年我国涤纶纤维产量分别为3,959.00万吨、3,934.26万吨和4,014.87万吨。2019年1-10月涤纶纤维产量3,920万吨,同比增长14.4%。总的来看,涤纶纤维行业的产量有所增长,行业供给较为充足。

民用涤纶长丝下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品,其中纺织服装占比最高。销售市场以国内为主,直接出口仅占产量的5%左右。棉花价格及终端消费的起伏影响涤纶长丝的需求,具有一定的周期波动。2009-2011年受益于出口提升,我国纺织服装行业景气度走高,随后由于产能

集中投放及下游需求放缓，纺织服装行业进入结构深度调整期，纺织服装行业工业增加值同比增长由 2011 年的高点 15.60% 下滑至 2016 年的 3.80%。2017 年以来，该增速有所回升，2017-2018 年分别为 5.80% 和 4.40%。2019 年 1-11 月，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 1%，同比下降 3.5 个百分点。出口方面，2016-2018 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元和 3,076.30 亿元，2019 年 1-11 月，我国纺织业出口交货值为 3,264.80 亿元，同比减少 6.30%。总的来看，2019 年以来我国纺织服装内销增速明显放缓，需求端压力增大。2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段协议正式签署。截至 2020 年 1 月末，美国贸易代表办公室（USTR）已公布的 8 批 2000 亿美元加征关税商品排除清单，共涉及 32 个纺织服装产品纺织服装产品税号。被排除产品在出口美国时将不再被加征 301 关税。该协议的达成将提升我国纺织品的价格竞争力，为出口带来改善。

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。其中，PTA 是最主要的原材料，占民用涤纶长丝成本的 60% 以上。2011 年以前，我国 PTA 供不应求，对国外依存度很高。2012-2014 年行业大规模产能扩张，下游需求走弱，使得 PTA 行业开工率降低，PTA 价格下滑，行业产能过剩。2015 年以来，随着环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰¹，新增产能有所放缓（2018 年无新增产能），与此同时，下游聚酯产能增长，为 PTA 提供强有力的需求支撑，PTA 供需结构好转。2017 年下半年起，整个行业库存下降，供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看，2015-2016 年 PTA 价格基本在 4,000-5,000 元/吨运行，除了 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后，又回落至 5,000 元/吨之下。2016 年 12 月下旬，PTA 价格突破 5,000 元/吨，达 5,265 元/吨；2017 年以来，PTA 价格除季节因素二季度相对较为低迷（低于 5,000 元/吨），2017 年 7 月中下旬以来均处于 5,000 元/吨之上波动上行，到 2018 年 9 月价格最高涨至 9,260 元/吨，2018 年四季度以来，受原油价格下跌、聚酯企业减产等因素影响，PTA 价格由高位回落至 2019 年末的 4,945 元/吨左右。

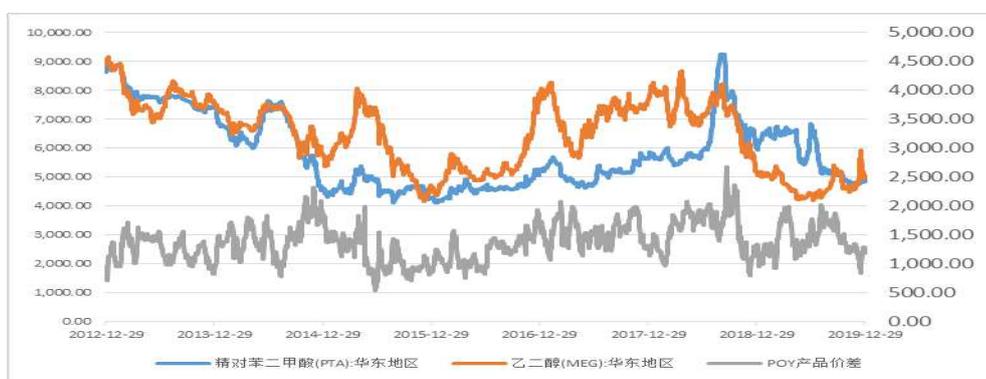
我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国，2010 年以前我国 MEG 的生产主要采用石油制，由于国内原油资源短缺，MEG 对外依存度高。随着我国大力推广煤制 MEG，我国 MEG 产量稳步增长，对外依存度由 2012 年的 70% 以上降至 2018 年的 60% 左右。但由于煤制 MEG 在工艺上存在缺陷，生产连续稳定性较差，开工率较低，目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高。2018 年累计进口量达 980.24 万吨，同比增长 12.03%，较 2017 年减少 3.79 个百分点。2016 年 11 月以来，我国华东地区 MEG 市场价（中间价）与 PTA 的价差基本保持在 1000 元/吨以上，然而至 2018 年 8 月，两者之间的价差逐步缩减，此后 PTA 价格超过 MEG，主要是由于 2018

¹ 2015 年绍兴远东石化有限公司因长时间亏损严重，最终宣布破产重组，320 万吨/年的装置全部停产，古雷腾龙芳烃（漳州）有限公司 PX 工厂发生爆炸，导致翔鹭石化股份有限公司 450 万吨/年的 PTA 装置停产。

年三季度煤制新产能集中投产，库存不断累积，MEG 价格快速下行，从 2018 年初 7,760 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，价格一度超过 PTA，但随后又快速回落，12 月末价格为 4,960 元/吨。

涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步，从 POY 产品价差²来看，2018 年伴随着 PTA 价格冲高回落以及 MEG 价格下滑，价差突破 2,000 元/吨，最高涨至 2,683.85 元/吨。但随后由于缺乏原材料价格支撑以及春节前后下游需求较弱，POY 价格震荡下滑，2019 年 5 月价差一度小于 1,200 元/吨，6 月-9 月 POY 价格企稳回升，而 PTA 价格大幅下跌，POY 价差逐步回升至 1,800 元/吨左右，但 10 月以来随着产品价格的回落，价差又逐步缩小，到 12 月末 POY 价差回落到 1,200 元/吨附近。POY 产品价差的大幅波动，对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来一定的影响。

图表 4. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势及 POY 产品价差（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

PTA 上游主要原料为对二甲苯（PX），每吨 PTA 生产约消耗 0.655 吨 PX。近年来 PX 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 PTA 民营企业加速向上游扩张。截至 2019 年末，我国 PX 产能为 2,053 万吨/年，同比增长近一半，全年装置平均开工率为 82.60%，较上年增加 6.89%。2019 年是 PX 产能集中释放期，其中，恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）装置新增产能 450 万吨、中化弘润石油化工有限公司新增产能 60 万吨、中国石油化工集团公司海南炼化二期装置增产 100 万吨、恒逸石化文莱的大炼化一期全面投产，涉及 PX 产能 150 万吨等。随着 PX 产能的释放，PX 价格出现大幅下滑。截至 2019 年末，PX 价格为 6,700 元/吨，较年初下降 21.18%。与此同时，PX 进口替代步伐加快，2019 年进口依赖度降至 43% 左右。2020 年 PX 预计新增产能 568 万吨，加之 2019 年新增产能逐步量产后，PX 自给率将提高。PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，PTA-0.655PX 价差³在 2019 年冲高后于下半年回落。

² 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

³ 每吨 PTA 消耗 0.655 吨 PX，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

图表 5. 近年我国 PX 进口概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
PX 进口量 (万吨)	1,236.14	1,443.82	1,590.51	1,132.46
表观消费量 (万吨)	2,170.48	2,440.32	2,613.34	2,584.93
进口依赖度 (%)	56.95	59.17	60.86	43.81

资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

环保约束是化解化工行业过剩产能行之有效的手段；环保法规体系日益完善，环保成本上升加速化工行业产能出清。2018 年 1 月 1 日起施行的《环境保护税法》承接了行政式的环保督察，通过环保成本的差异化继续推动化工行业的整合。

国内多项行业政策的推出，鼓励差别化、功能化纤维发展，有利于行业内产品结构调整及优化。2016 年 9 月工信部编制发布的《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》提及，增强化纤行业创新开发能力，包括实现聚酯、锦纶等通用纤维高效柔性化与功能化，丰富涤纶、粘胶、锦纶、腈纶等功能化、差别化产品，提高产品性能及品质等。2016 年 12 月，工信部、发改委印发《化纤工业“十三五”发展指导意见》（简称“指导意见”），在发展目标中提到，“十三五”期间化纤工业继续保持稳步健康增长，化纤差别化率每年提高 1 个百分点，高性能纤维、生物基化学纤维有效产能进一步扩大；涤纶、锦纶等常规纤维品种技术水平继续保持世界领先地位，碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维等基本达到国际先进水平，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。

2019 年财政部和国家税务总局以及海关总署联合发布自 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。

C. 竞争格局/态势

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。

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有限公司等在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。就国内而言，行业逐步呈现寡头竞争格局。恒逸石化、桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）、荣盛石化股份有限公司（简称“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。行业内极少大型民营企业有机会进入上游行业，目前部分领先的民营企业已逐步向上游渗透，在产业完整度上优于同类竞争对手。截至 2019 年末，荣盛石化 4,000 万

吨/年炼化一体化项目一期项目已投产；恒力股份 2,000 万吨/年炼化一体化项目全流程打通，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX 等产品，生产运行稳定；恒逸石化文莱一期项目全面满产运行，包括 800 万吨/年的原油加工能力，以及 150 万吨/年 PX、50 万吨/年苯、600 万吨/年成品油产能。

图表 6. 行业内核心样本企业产业链一体化主要在建项目（单位：%、万吨）

样本企业名称	项目名称	总投资	截至 2019 年末进展
荣盛石化	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	计划建设
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	9.85 亿元	已投产
	智能化环保功能性涤纶 POY 纤维、涤纶短纤维、涤纶 DTY 纤维	63.60 亿元	计划于 2020 年投产
恒力股份	2,000 万吨/年炼化一体化项目	562.06 亿元	全面投产
	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产
	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	计划 2020 年二季度投产
桐昆股份	公司年产 30 万吨功能性纤维项目	9.10 亿元	计划于 2021 年投产
	公司年产 20 万吨高功能全差别化纤维项目	8.56 亿元	计划于 2021 年投产
	公司年产 30 万吨绿色智能化纤维项目	9.40 亿元	计划于 2021 年投产
	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划于 2021 年投产
新凤鸣	年产 220 万吨 PTA 项目（一期）	40.00 亿元	试产阶段
	年产 120 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	67.30 亿元	计划于 2021 年投产
东方盛虹	盛虹炼化一体化项目	774.74 亿元	投资总额减至 676.64 亿元，计划于 2021 年底投产
	港虹纤维 CP5-20 万差别化纤维项目及 12 万吨加弹项目	18.74 亿元	计划于 2021 年底投产

资料来源：各家上市公司 2018 年年报，新世纪评级整理（截至 2018 年末）

目前国内尚未有一家涤纶长丝企业可以覆盖市场上所有规格涤纶长丝产品，化纤企业一般在不同产品上形成差异化的竞争优势。桐昆股份和恒逸石化 POY 生产规模大于同行业其他竞争对手，拥有明显的规模优势；恒力股份 FDY 销售规模位列行业第一；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，毛利率高于同行业其他龙头企业。可见产品差异化成为行业龙头企业的重要竞争手段之一。

图表 7. 行业内核心样本企业 2018 年基本数据概览（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	产量（芳烃）	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	914.25	5.83	—	901.18	261.05	1,214.15	70.53	19.68	48.35
恒逸石化	849.48	3.91	—	496.33	333.18	596.25	62.66	22.43	16.75
恒力股份	600.67	12.74	—	697.72	245.16	1,252.42	77.72	34.02	41.31
桐昆股份	416.01	11.68	—	1.93	471.70	346.61	53.46	21.31	24.26
新凤鸣	326.59	9.08	—	—	314.25	171.69	51.99	14.23	9.79
东方盛虹	184.40	13.80	—	—	164.88	218.69	40.75	8.47	13.88

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2018 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。

D. 风险关注

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。

新世纪评级将持续关注：（1）原油价格波动风险及其对化纤价格的影响；

(2) 各家企业向上下游产业链延伸的进度；(3) 外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；(4) 下游行业包括纺织等需求的变化；(5) 化纤行业竞争不断加剧，行业并购重组对行业竞争格局可能的影响；(6) 供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等；(7) 新冠疫情对公司生产销售方面带来的影响及企业的应对措施。

(3) 跨国因素（文莱）

文莱每天出产约原油 20 万桶，其中出口石油量达到 19 万桶左右，是东南亚地区第四大产油国，是亚洲第三大液化天然气生产国，也是世界第四大天然气出口国。

文莱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。

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

该公司产业链完善，优势明显，2019 年收入和盈利主要来源于 PTA、聚酯和原料贸易等。公司主业易受行业环境波动影响，2016 年四季度以来行业环境持续改善，同时公司新增较大规模的原材料贸易业务，收入增长明显。公司通过文莱炼化项目和下游聚酯及配套长丝产能的投资，进一步完善公司产业链布局。新世纪评级将持续关注文莱炼化项目建设投产影响、贸易板块运行质量及金融衍生品套保风险管控情况。

该公司系国内领先的炼化-化纤龙头生产企业之一，目前已逐步形成“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链和“石化+”多层次立体产业布局。公司以石化、化纤产业链为核心业务，石化金融、石化贸易为成长业务，化纤产业大数据、智能制造为新兴业务。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
自产 PTA 及其他聚酯产品销售	国内	规模/资本/成本/管理等
PTA 及原料贸易	国内	规模/资本/成本等

资料来源：恒逸石化

该公司主要采取横向规模化及纵向一体化相结合发展模式。2017 年以来，

公司主要投资文莱 PMB 石油化工项目（简称“文莱炼化项目”），截至 2019 年末，项目已满产运行。同时，公司积极在聚酯长丝行业进行产能投资并购，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，截至 2018 年末相关资产已全部过户，公司增加聚酯纤维产能 145.00 万吨。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
营业收入合计		324.19	659.60	849.48	622.05
其中：核心业务营业收入	金额	323.02	656.08	842.94	617.90
	占比	99.64	99.47	99.23	99.33
其中：（1）PTA 业务	金额	149.36	168.98	174.94	138.06
	占比	46.24	25.76	20.75	22.34
（2）聚酯业务	金额	93.13	139.29	250.09	273.49
	占比	28.83	21.23	29.67	44.26
（3）贸易业务	金额	80.53	347.81	417.91	206.35
	占比	24.93	53.01	49.58	33.40

资料来源：恒逸石化

该公司营业收入主要来自 PTA、聚酯（含切片、POY、FDY 和 DTY 等）和贸易业务。2016-2018 年，公司营业收入分别为 324.19 亿元、659.60 亿元和 849.48 亿元。其中，2016 年以来，随着 PTA 产能的逐步释放并出清及 PTA 价格波动上行，公司 PTA 产品销售收入逐年增长；聚酯产品售价近三年持续上涨，2018 年聚酯产能增加，收入规模大幅增长；2017 年根据董事会决议，公司将 PTA 及原料贸易业务定义为主要业务之一，当年贸易业务规模迅速扩张。2018 年，公司依托原有的经营平台继续扩大贸易业务，加之当年国内 MEG 进口数量及价格均增长，公司贸易收入较上年增长 20.15% 至 417.91 亿元。2019 年前三季度，公司实现营业收入 622.05 亿元，同比减少 6.37%，主要系受 PTA 和 MEG 产品价格波动较大影响，公司减少了两个产品的贸易业务，贸易业务收入较上年同期大幅下降。聚酯业务方面，随着公司新增聚酯产能的不断释放，聚酯业务收入占比不断提升。

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

A. 主要产品生产情况

2016年以来，该公司主要产品的产能基本稳定。子公司浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）作为PTA的生产主体，位于宁波北仑区，拥有4条大型的PTA生产线。目前聚酯生产子公司包括恒逸有限、浙江恒逸高新材料有限公司（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。2018年公司新增嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料三家全资子公司，并成立了宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）和福建逸锦化纤有限公司（简称“福建逸锦”）两家聚酯公司，聚酯产能合计增加221.15万吨。2019年前三季度公司通过全资子公司宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）竞得江苏翔盛高新材料有限公司名下的全部资产，新增聚酯产能40万吨。另外，公司通过以现金支付方式收购控股股东恒逸集团持有的杭州逸曠化纤有限公司（简称“杭州逸曠”）100%股权，新增总产能85万吨。截至2019年9月末，公司PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为622.78万吨/年、620.75万吨/年和20.00万吨/年。

图表 10. 公司 2019 年 9 月末主要产品产能情况（万吨/年，%）

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能	
PTA	浙江逸盛	550.00	70.00	385.00	
	大连逸盛	600.00	25.38	152.28	
	海南逸盛	200.00	42.75	85.50	
聚酯	恒逸有限	35.00	100.00	35.00	
	恒逸高新	160.00	100.00	160.00	
	恒逸聚合物	60.00	60.00	37.00	
	嘉兴逸鹏	50.00	100.00	50.00	
	太仓逸枫	25.00	100.00	25.00	
	双兔新材料	105.00	100.00	105.00	
	杭州逸曠	85.00	100.00	85.00	
	福建逸锦	30.00	65.00	20.00	
	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00	
	聚酯瓶片	海南逸盛	150.00	42.50	63.75
	己内酰胺	巴陵己内酰胺	40.00	50.00	20.00

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

2016年以来，该公司PTA产能保持稳定，产能利用率不断走高，2018年起维持在90%以上。聚酯产品方面，2018年12月公司聚酯产能因资产注入大幅增加，而并入的资产产量未在当年总产量中体现，导致产能利用率与公司实际生产情况不匹配。受2018年度注入的关联性资产追溯调整，公司2017年产能及产能利用率亦受到一定影响。2019年起聚酯产能利用率恢复到高位运行。此外，公司已内酰胺依然保持满负荷生产。2020年新冠疫情期间，公司生产正常开工，未停工停产。

图表 11. 公司控股的主要产品生产概况⁴（万吨/年，万吨，%）

项目	项目	PTA	聚酯
2016年	产能	550.00	170.00
	产量	467.36	165.75
	产能利用率	84.97	97.50
2017年	产能	550.00	284.50
	产量	491.49	212.74
	产能利用率	89.36	74.48

⁴ 2019年前三季度产品产能及产量情况经过年化处理

项目		PTA	聚酯
2018 年	产能	550.00	480.00
	产量	496.33	333.18
	产能利用率	90.24	69.41
2019 年前三季度	产能	550.00	590.00
	产量	374.93	398.46
	产能利用率	90.89	90.05

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

注：以上产能数据为各年年末数。

B. 原料采购

该公司主要原材料 MEG、PX 消耗量较大，是公司生产成本最主要的部分，原材料主要来自于 SABIC Asia Pacific PTE. LTD（新加坡）、Shell Eastern PTE. LTD 和中国石化化工销售有限公司、厦门象屿股份有限公司等，其中约 55% 的 PX 依靠进口，在原料采购上对国外供应商有一定的依赖。公司原材料采购通常和生产厂家直接协商，选择国际上有竞争力的供应商建立长期稳定的合作关系，并在此基础上根据市场状况决定交易价格。公司进口原料以美元结算为主，主要以 90 天远期信用证方式支付；对国内供应商以人民币结算，付款主要采用银行承兑汇票方式。

2016-2018 年，该公司生产用 MEG 采购量分别为 52.11 万吨、59.27 万吨和 110.25 万吨，2018 年采购量大幅增加，主要是 2018 年公司聚酯产能增加，对原材料需求量扩大。同期，公司 MEG 采购价格与市场价格走势基本吻合。PX 方面，随着公司管理优化带动产能利用率提升，PX 采购量略有增长，近三年采购量分别为 310.56 万吨、318.63 万吨和 324.50 万吨；2016 年以来，受国际原油价格上涨影响，PX 采购价格持续上涨。2019 年前三季度，公司聚酯产能释放，原材料采购需求继续增加，受国际原油价格下跌影响，PX 和 MEG 采购价格均随市场价格下降。

图表 12. 公司 2016-2018 年及 2019 年前三季度主要生产用原材料采购情况

年度	MEG			PX		
	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)
2016 年	52.11	26.93	5,167.91	310.56	168.79	5,435.02
2017 年	59.27	35.97	6,068.16	318.63	186.01	5,837.86
2018 年	110.25	67.74	6,144.33	324.50	233.37	7,191.77
2019 年 前三季度	120.53	49.00	4,065.38	259.39	169.77	6,544.97

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 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变动及汇率波动，但汇率波动仍会对公司盈利产生一定影响。公司衍生金融工具业务主要以远期汇率产品套保为主，2016-2018 年及 2019 年前三季度产生的投资收益分别为 0.50 亿元、-0.87 亿元、0.99 亿元和 0.98 亿元；公允价值变动净损益分别为 0.65 亿元、-1.28 亿元、1.08 亿元和 0.82 亿元。

C. 产品销售

该公司近年来保持高负荷产能利用率，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。

图表 13. 公司主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 前三季度	
		数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
PTA	自用	113.32	—	113.47	—	175.14	—	127.99	—
	外销	343.64	4,346.53	379.81	4,449.02	320.48	5,458.71	246.46	5,601.48
PET	自用	26.21	—	16.22	—	26.20	—	19.45	—
	外销	141.62	6,576.02	194.96	7,144.33	299.60	8,347.42	365.37	7,485.08

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

该公司 PTA 产品销售采用直销方式，即直接与下游聚酯生产企业签订长期购销合同（通常为 1 年），约定一定期间的采购数量。PTA 产品销售的结算模式为款到发货或款货两讫，通常以承兑汇票或信用证进行结算。公司在收到客户的货款后直接从公司仓库发货。公司聚酯产品主要为 POY、FDY、DTY 等长丝产品，产品全部直销，款到发货。公司客户众多，产销率一直维持在 100% 左右，客户主要为国内外下游客户。

D. PTA 及原料贸易业务

2017 年以来，该公司依托 PTA——聚酯产业链优势，主要开展石化产品 MEG（乙二醇）和 PTA 的商贸业务。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。根据第十届董事会第一次会议决议，公司调整主营业务披露口径，将 PTA 及原料贸易并入主营业务范畴计算。此后，公司于 2017 年设立浙江恒逸国际贸易有限公司（简称“恒逸国贸”），注册资本 5.00 亿元，以充分发挥内部资源优势，提升贸易业务在公司经营的作用。

该公司 PTA、MEG、PX 等原料贸易主要由子公司宁波恒逸实业有限公司、浙江逸盛负责。贸易业务的采购模式参照主业板块的上游采购和定价政策，公司 PX、MEG 货源以进口为主，与国外供应商有着长期稳定的合作关系，采购成本较市场低，PTA 部分采购来自联营企业大连逸盛投资有限公司（简称“大连逸盛”）下属海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）和逸盛大石化有限公司（简称“逸盛大化”）及其他国内主要 PTA 生产企业。公司根据库存及市场情况，在满足内部原料 PX、MEG 需求的情况下，将余量对外销售。传统销售客户包括厦门建发股份有限公司、东南新材料（杭州）有限公司等相关石

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）

化纤企业。公司原料贸易一般采用直销方式，与客户直接订立销售合同，结算模式款到交货（货权转移）。公司境外购销商品一般以信用证方式结算；国内购销一般采用电汇方式结算，少量采用票据方式结算。2018 年以来，公司新增原油贸易，经营主体为境外子公司恒逸实业国际有限公司（简称“恒逸实业国际”）负责，主要为公司提前与全球各大原油供应商、成品油客户、相关贸易商等各方建立联系，打通业务流程，建立商业信用和银行信用，为文莱 PMB 石油化工项目开工后采购原油和销售产品做好充分准备。公司原油贸易的销售区域为东南亚地区。公司油品贸易业务一般采用直销方式，与客户、供应商直接订立购销合同，交易标的的交割方式通常为货权交割，结算模式款到交货（货权转移），结算方式一般为信用证。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合约。

该公司贸易业务毛利率波动主要受 PTA 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。2016 年和 2018 年公司贸易业务均为亏损，同期公司衍生品交易收益分别为 0.50 亿元和 0.99 亿元。2019 年前三季度 MEG 产品价格出现较大幅度下滑，MEG 贸易业务亏损，但受益于 PTA 贸易毛利率大幅增加，公司贸易业务综合毛利率处于 2016 年以来最好水平。

图表 14. 公司 2016-2018 年及 2019 年 1-9 月主要贸易产品销售情况（单位：亿元）

贸易品种	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 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	47.36	-3.20	233.57	1.06	187.37	-2.07	90.79	1.15
MEG	29.08	0.36	102.93	0.19	135.82	0.55	37.52	-0.24
原油	--	--	--	--	65.79	0.01	66.36	0.30
PX	0.96	0.69	7.41	2.92	14.46	4.53	6.07	12.43
其他	3.12	4.65	3.90	0.68	14.47	1.46	5.61	5.61
合计	80.53	-1.56	347.81	0.84	417.91	-0.54	206.35	1.00

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

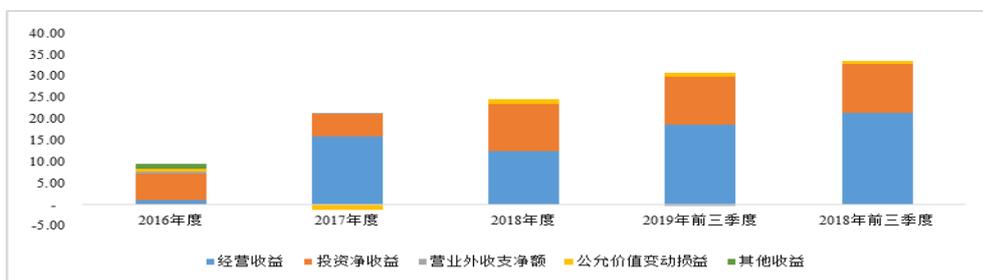
该公司的“石化+金融”立体发展模式初具雏形。2016 年 3 月，浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”）在港股上市，股票代码 HK02016。全球发售完成后，公司之全资子公司恒逸有限累计持有浙商银行 748,069,283 股股份，占浙商银行总股本的 4.20%。截至 2019 年 9 月末，公司及子公司共持有浙商银行股份比例为 4.00%，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权，该笔股权以权益法计入长期股权投资。2019 年 11 月，浙商银行在上海证券交易所上市，股票代码 601916.SH。根据 2020 年 2 月 20 日收盘价每股人民币 4.39 元，公司持有浙商银行股权总市值为人民币 32.84 亿元。近年来，浙商银行净利润持续增长，2016-2018 年浙商银行分别实现净利润分别为 101.53 亿元、109.73 亿元和 115.60 亿元，同期公司收到的现金股利分别为 0.97 亿元、1.27 亿元和 1.27 亿元。2018 年 6 月中国证监会官网披露浙商银行首次公开发

行股票招股说明书，拟首次公开发行不超过 44.90 亿股，占发行后总股本的 20%，募集资金将用于充实该行核心一级资本。2018 年浙商银行没有进行派息，主要是全力配合浙商银行国内 A 股上市。2019 年前三季度浙商银行实现净利润为 114.08 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。2016-2018 年海南逸盛实现净利润分别为 0.44 亿元、0.53 亿元和 4.57 亿元。同期大连逸盛实现净利润分别 0.76 亿元、1.41 亿元和 8.08 亿元。总的来看，重要参股公司 2018 年业绩明显较上年继续改善。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构



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

2016-2018 年及 2019 年前三季度，该公司综合毛利率分别为 3.43%、3.98%、3.91% 和 5.80%。分产品看，PTA 方面，随着行业景气上行以及行业落后产能的退出，公司 PTA 产品价格上升，价差增加，进而带动了 PTA 毛利率逐年上升；聚酯方面，2016 年以来公司聚酯产品毛利率有所波动，主要系一方面 2017、2018 年行业景气度持续回升，但 2018 年四季度起涤纶长丝价格下跌，毛利率回落。2019 年前三季度公司聚酯产品主要原料 PTA 受部分 PTA 生产厂商检修因素等影响处于供应偏紧状态，成本较高，同时受 2019 年二季度原油价格下跌因素影响，聚酯产品销售价格在二季度下降较大。另一方面，近两年公司聚酯收购聚酯纤维工厂，生产经营正处于稳定磨合期，毛利率增长放缓，未来公司计划通过研发、生产统一管理、智能制造及采购销售集中管理等方式以提高产品毛利率；贸易业务方面，毛利率波动主要受 PTA 贸易业务毛利率波动影响。

2016-2018 年，该公司期间费用率分别为 2.93%、1.42% 和 2.17%，存在波动。其中，2017 年，销售费用同比增长 20.50%，主要系公司为了更好地服务客户，聚酯化纤产品销售运输由自提改成公司配送致使公司物流费大幅增长；财务费用较上年减少 33.12%，一方面系公司借款平均余额同比减少，使利息支出减少，另一方面系汇率波动导致公司发生汇兑损益-0.12 亿元⁶。同时，当年贸易规模扩大导致营业收入大幅增长，2017 年期间费用率较上年下降。2018

⁶公司采购产生美元债务，人民币贬值时产生汇兑损失，上年由于人民币升值，汇兑损益为 5.53 亿元。

年，公司期间费用率较上年同期上升，主要系公司融资规模扩大，利息支出同比增长 154.70%，同时汇率波动导致公司发生汇兑损失 1.55 亿元，公司财务费用同比增长 154.46%。此外，公司聚酯规模扩大，配送量增加，导致销售费用中运输费增加，公司销售费用同比增长 93.53%；管理费用⁷方面，公司研发费用由上年 0.61 亿元增至 2.79 亿元，导致公司管理费用同比增长 62.65%。2019 年前三季度，公司期间费用率为 2.60%，主要系研发费用较同期大幅增加所致。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
营业收入合计（亿元）	324.19	659.60	849.48	622.05
毛利率（%）	3.43	3.98	3.91	5.80
其中：PTA 业务（%）	3.61	4.89	6.45	9.97
聚酯业务（%）	7.17	10.11	9.11	6.93
贸易业务（%）	-1.56	0.84	-0.54	1.00
毛利（亿元）	11.12	26.22	33.23	36.10
其中：PTA 业务（亿元）	5.39	8.26	11.28	13.76
聚酯业务（亿元）	6.68	14.08	22.78	18.94
贸易业务（亿元）	-1.26	2.93	-2.26	2.07
期间费用率（%）	2.93	1.42	2.17	2.60
其中：财务费用率（%）	1.35	0.44	0.88	0.84
全年利息支出总额（亿元）	3.76	3.76	9.15	12.97
其中：资本化利息数额（亿元）	--	0.23	2.93	6.32

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

如前所述，公司产品盈利主要受市场供需影响，2016 年下半年以来，行业供需结构持续改善，未来 1-2 年预计行业能够继续保持较高的景气度。作为相关行业的龙头企业之一，公司有一定的规模化优势，在当前行业景气度背景下，公司核心业务有望保持一定的盈利水平。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
投资净收益	6.05	5.16	10.96	11.40	11.48
其中：权益法核算的长期股权投资收益	5.02	6.00	9.97	10.34	10.17
营业外净收入	0.68	0.09	0.15	-0.20	0.15
公允价值变动损益	0.65	-1.28	1.08	0.82	0.52

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

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

2016-2018 年，该公司净利润分别为 8.89 亿元、19.07 亿元和 22.43 亿元。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

⁷ 由于 2016 年研发费用计入管理费用，为了可比性，将 2017 年和 2018 年研发费用计入管理费用进行分析

入及公允价值变动净损益规模较小，对公司利润影响有限。同期，公司投资净收益分别为 6.05 亿元、5.16 亿元和 10.96 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业盈利贡献。其中，2016-2018 年，联营企业经营持续改善，贡献的投资收益逐年增长，但同期公司衍生品⁸交易收益为 0.50 亿元、-0.87 亿元和 0.99 亿元，公司投资收益存在波动。2016-2018 年，公司营业外净收入分别为 0.68 亿元、0.09 亿元和 0.15 亿元。2016 年营业外收入主要系报告期出售土地的收益，不可持续；2017 年以来，受会计准则变更影响，与经营相关的补贴收入计入其他收益科目，导致营业外净收入有所减少。2017-2018 年公司其他收益分别为 0.69 亿元和 1.49 亿元，主要为政府补助。公司公允价值变动主要是远期外汇等衍生品的公允价值变动所致。此外，2018 年公司资产减值损失 1.25 亿元，主要系原材料价格大幅下降导致存货跌价损失较大。2019 年前三季度，公司实现净利润 27.29 亿元，同比减少 4.22%，主要系研发支出增加。

(3) 运营规划/经营战略

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

A. 文莱 PMB 石油化工项目

文莱 PMB 石油化工项目一期建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，项目建设期为 3 年，总投资 34.50 亿美元，其中自有资金投资 15 亿美元。项目境外实施主体为恒逸实业（文莱）有限公司（简称“恒逸文莱”），由该公司和文莱政府主权基金背景的达迈控股有限公司（简称“达迈控股”）分别持股 70% 和 30%。项目建成后将拥有 800 万吨/年原油炼化能力，主要产品的年产能为 PX150 万吨、苯 50 万吨及 600 万吨汽柴煤油品。

作为国家“一带一路”倡议的重点建设项目，一期项目获得国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团项目贷款 17.50 亿美元或等值境外人民币，贷款期限为 12 年（含 3 年宽限期），用于文莱 PMB 石油化工项目的建设或运营。银团组成方包括国家开发银行、中国进出口银行、中国银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、招商银行股份有限公司。该公司及公司控股股东恒逸集团均为上述项目贷款提供担保（恒逸集团为项目银团贷款提供 6.71 亿股公司股票质押，质押不涉及股票补仓义务，不存在平仓风险）。此外，公司通过非公开发行股票及公开发行债券的方式，募集资金用于文莱 PMB 石油化工项目一期。2016 年经中国证券监督管理委员会证监许可【2016】1320 号文核准，并经深圳证券交易所同意，公司向符合条件的投资者非公开发行人民币普通股（A 股）股票 3.17 亿股，共计募集资金 38.00 亿元，扣除承销保荐费用和和相关发行费用后，公司募集资金净额为 37.66 亿元。截至 2018 年末，公

⁸为对冲美元债务风险，该公司通过远期外汇衍生工具对冲汇率风险，2017 年人民币持续升值，导致当年衍生品交易亏损。

司尚未使用募集资金 0.24 亿元，其中 2016-2018 年分别使用募集资金 3.33 亿元、32.08 亿元和 2.35 亿元。2018 年经中国证券监督管理委员会证监许可【2018】88 号核准，并经深圳证券交易所同意，“18 恒逸 R1”于 2018 年 3 月 2 日发行，扣除承销费后募集资金 49,750.00 万元。截至 2018 年末，公司募集资金已全部投入文莱 PMB 石油化工项目。

截至 2019 年 9 月末，该公司文莱一期项目累计投资款 33.82 亿美元，已于 2019 年 11 月实现全面投产，并顺利产出合格汽油、柴油、航空煤油、PX、苯等产品，项目正式进入商业运营，逐步为公司贡献效益。其中，150 万吨 PX 将分别用于海南逸盛和浙江逸盛。文莱项目二期目前处于可行性研究报告阶段，计划于 2023 年左右完成文莱项目二期的建设及投产。

B. 聚酯纤维项目

截至 2019 年 9 月末，该公司在建的聚酯纤维项目主要为嘉兴逸鹏的环保功能性纤维提升改造项目、福建逸锦的年产 25 万吨短纤、L4 线项目和以海宁恒逸新材料有限公司（简称“海宁新材料”）为主体投资建设的项目，预计新增 175 万吨聚酯产能。2019 年 4 月，年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目第一阶段已建成运作，并配套增加 25 万吨差别化功能性精品 FDY。该项目资金由公司自有资金、定向增发股票募集资金、银行项目贷款等方式构成。年产 25 万吨长丝、L4 线项目建设期 2 年，于 2019 年 7 月开工，项目资金由公司自有资金、银行项目贷款等方式构成。

海宁新材料项目位于海宁市剑山新区内，规划面积约 1,232 亩，拟新建配套码头、聚酯车间、纺丝车间、加弹车间、PTA 库及配套动力站等，项目投资总额预计 63.60 亿元，建设期 2 年，2020 年 2 月建设完工投产。资金来源为公司自有资金、银行项目贷款、公开发行可转换公司债券等。根据 2019 年 4 月 26 日公司公告显示，公司拟公开发行 20 亿元可转换公司债券，用于海宁新材料项目。同时，2019 年 5 月 9 日，公司 2018 年度股东大会审议通过《关于变更部分募集资金用途暨关联交易的议案》，取消使用募集资金用于年产 25 万吨环保功能性纤维升级改造项目（二期）和智能化升级改造项目（太仓逸枫），将该两项目剩余募集资金 15.63 亿元投入新项目海宁新材料年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目和收购杭州逸璟 100% 股权。

图表 18. 聚酯纤维在建项目情况

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	截至 2019 年 9 月末已投资额 (亿元)	年产量 (万吨)
智能化环保功能性涤纶 POY 纤维	海宁新材料	63.60	30.07	39.00
智能化环保功能性涤纶短纤维				50.00
智能化环保功能性涤纶 DTY 纤维				11.00
环保功能性纤维提升改造项目	嘉兴逸鹏	7.87	6.22	--
年产 25 万吨长丝、L4 线	福建逸锦	15.88	0.94	25.00
合计	--	87.35	37.23	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，该公司计划通过文莱项目向上游石化行业扩张，并扩大下游聚酯及长丝产能。项目投资完成后，公司能够拥有较为完整的石化-化纤产业链，

以有效地降低原材料价格波动风险。但是公司目前在建项目主要集中于 2020 年和 2021 年建成投产，仍面临后续资本开支较大以及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、股票激励计划等事项影响，公司的股本总额由 2014 年末的 11.54 亿元增至 2018 年末的 28.42 亿元。但由于恒逸集团可交换债券换股影响，恒逸集团及其子公司杭州恒逸投资有限公司的持股比例自 2015 年以来逐步降至 2018 年末的 41.06%、6.94%。截至 2019 年 9 月末，恒逸集团直接持有公司 41.06% 的股权（股权结构详见附录一）。

该公司控股股东恒逸集团成立于 1994 年，截至 2018 年末实收资本为 5,180 万元，恒逸集团的核心资产集中在公司。恒逸集团股权较为分散，截至 2018 年末杭州万永实业投资有限公司（简称“万永实业”）持股比例 27.04%，为第一大股东；邱建林、邱奕博持股比例均为 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、邱祥娟、邱奕博、邱利荣、邱杏娟（合计持有恒逸集团 84.77% 的股权）签署了《一致行动协议》，该协议自各方签署之日生效，并将持续有效，而不论协议各方所持恒逸集团的股权比例是否发生变化。如果任何协议一方不再直接或间接持有恒逸集团股权的，则《一致行动协议》对该方不再具有法律约束力，但对其他方继续有效。并且，邱祥娟及万永实业同意自协议签署日 7 年内未经邱建林同意不会直接或间接转让持有的恒逸集团股份。根据该协议，邱建林为恒逸集团和公司的实际控制人。

截至 2019 年末，恒逸集团及其一致行为人所持有的公司股份累计被质押 8.69 亿股，占所持公司股份总数的 63.72%，其中 6.71 亿股用于国家开发银行向文莱项目银团贷款的股权质押，该质押不补仓不平仓。

(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。2018 年，公司向关联方采购合计 49.31 亿元，较上年增长 64.80%，主要系公司增加贸易规模，向联营企业海南逸盛和逸盛

大化加大 PTA 采购规模所致；向关联方销售金额合计 21.62 亿元，较上年增长 502.66%，主要系向浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司（简称“巴陵己内酰胺”）销售能源品和向绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司（简称“绍兴恒鸣”）销售聚酯所致。2019 年 1-9 月，公司关联购销交易规模有所下降。其中，关联采购 36.52 亿元，主要系向逸盛大化采购 22.92 亿元 PTA 和向海南逸盛采购 PTA 产品 5.60 亿元；关联销售 9.61 元，主要为巴陵己内酰胺销售能源品 3.48 亿元和绍兴恒鸣销售聚酯、机配件等 3.61 亿元。

图表 19. 公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）

关联方名称	关联关系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
采购商品/接受劳务					
巴陵己内酰胺	合营企业	22,401.61	24,343.82	38,048.29	29,846.85
海南逸盛	参股公司	20,302.64	6,528.59	47,467.97	55,974.45
逸盛大化	参股公司	70,796.69	253,187.68	389,761.81	229,189.44
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	--	--	1,884.25	49,877.14
出售商品/提供劳务					
海南逸盛	参股公司	9,417.33	22,370.04	33,975.01	10,620.79
巴陵己内酰胺	合营企业	1,105.91	5,357.48	36,497.75	34,826.37
绍兴恒鸣	同一控制下关联企业	--	--	4,439.41	36,084.02

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。

该公司已建立较完善的信息披露制度且执行情况较好，近三年公司未出现财务报表披露延期、重大差错等问题。

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 2019 年 9 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、审计法务部、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》，资金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

该公司本部提供了 2019 年 9 月 12 日查询的《企业征信报告》(银行版), 2016 年以来无信贷违约记录。截至 2019 年 9 月末, 公司已发行债券付息正常。

新世纪评级于 2020 年 2 月 20 日查询了证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局重大税收违法案件信息公布栏和最高人民法院失信被执行人信息查询平台, 未发现 2016 年以来恒逸集团、公司本部及下属核心子公司存在重大不良记录。

财务

随着经营规模的扩大, 公司刚性债务规模有所上升, 随着 2018 年发行的公司债券将于 2020 年上半年集中回售, 公司面临一定的即期偿付压力。公司经营活动现金流持续净流入, 但 2017 年以来投资活动现金流出增加, 导致现金流平衡对筹资活动依赖性上升。公司资产中有一定规模的股权资产, 变现能力较强, 能够对公司债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定, 并按照中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号》(2015 修订版) 的披露规定编制财务报表。

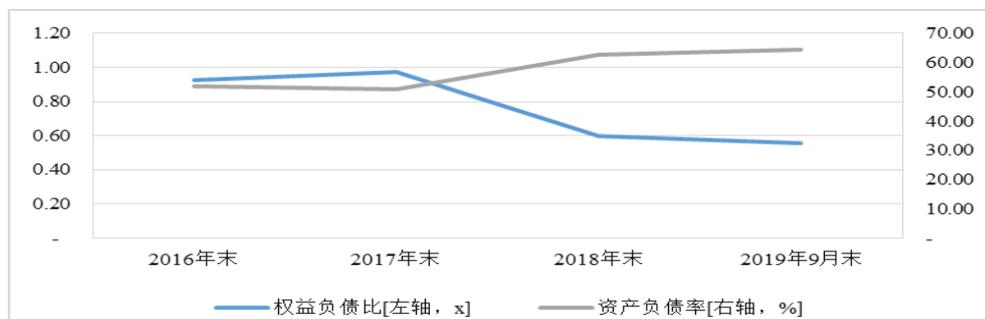
2017 年, 该公司会计政策变更包括《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修改印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30 号)。

合并范围变化方面, 2018 年, 公司纳入合并范围的子公司共 29 户, 比上年度增加 10 户, 减少 2 户。公司收购嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料、浙江恒逸物流有限公司、宁波恒逸物流有限公司五家公司, 并新设宿迁逸达、福建逸锦、浙江恒逸工程管理有限公司、浙江恒澜科技有限公司、绍兴神工包装有限公司五家公司。此外, 公司注销福建恒逸化工有限公司和上海逸通国际贸易有限公司。2017 年数据根据 2018 年审计报告年初数进行了追溯调整。2019 年前三季度公司下属子公司投资设立浙江逸智信息科技有限公司、香港恒逸物流有限公司、恒逸国际物流有限公司, 同时公司完成对杭州逸暎的同一控制下企业合并, 故截至 2019 年 9 月末, 纳入合并报表范围的控股公司增至 33 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势

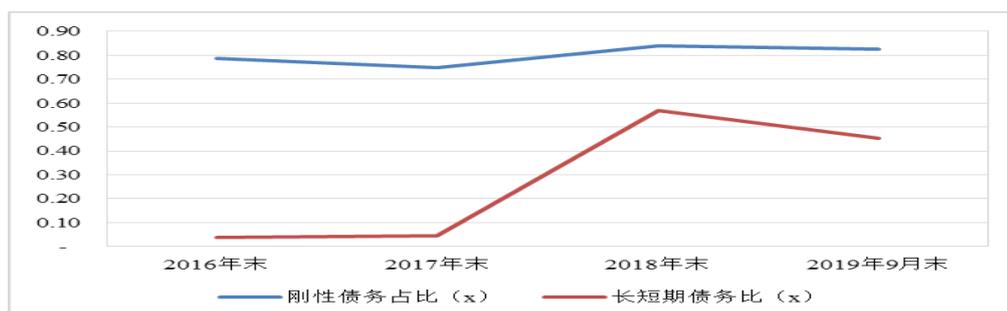


资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制

随着文莱项目建设及聚酯化纤公司收购，2018年该公司负债规模有所上升。截至2018年末，公司负债总额373.58亿元，较上年末增长105.89%；同期公司股票增发，股本增长59.42%至26.28亿元。另外受益于公司持续盈利，未分配利润逐年增加，以及股票增发，同期末所有者权益增至222.67亿元，较上年末增长26.09%。2016-2018年末资产负债率分别为52.01%、50.68%和62.66%。随着财务杠杆上升，公司权益负债比有所下降，同期末权益负债比分别为0.92、0.97和0.60。截至2019年9月末，公司文莱项目一期投资及非公开发行股票收购聚酯化纤项目基本完成，股本增至28.42亿元。同期末，受文莱项目投资及收购聚酯项目资本支出增加，公司资产负债率小幅升至64.38%，权益负债比为0.55。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年9月末
刚性债务 (亿元)	112.91	136.01	313.14	406.99
应付账款 (亿元)	11.67	31.27	46.42	64.13
预收账款 (亿元)	13.84	3.82	5.03	8.79
其他应付款 (亿元)	2.93	5.93	2.16	1.91
刚性债务占比 (%)	78.84	74.96	83.82	82.46
应付账款占比 (%)	8.15	17.23	12.42	12.99

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
预收账款占比 (%)	9.66	2.10	1.35	1.78
其他应付款占比 (%)	2.05	3.27	0.58	0.39

资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务和应付账款为主，2018 年末分别占负债总额的 83.82%和 12.42%。2018 年末，公司应付账款 46.42 亿元，主要为原材料采购款，近两年随着公司贸易业务规模的扩大，应付账款也呈现上升的趋势；预收账款 5.03 亿元，全部为下游客户的预付货款，一般原材料 PTA、PX、MEG 等价格快速上涨时，预付比例会提高，因此公司近三年预收账款存在一定的波动；其他应付款 4.68 亿元，主要为股权激励回购义务 1.26 亿元、押金及保证金 0.60 亿元等。从债务期限结构来看，公司于 2018 年起发行债券，长期债务规模有所上升。截至 2018 年末，公司长短期债务比由 2016 年末的 4.53%升至 56.99%，债务结构优化。

截至 2019 年 9 月末，公司预收账款较年初增长 74.66%，主要系 2019 年原材料价格波动较大，预付比例提高所致。同期应付账款同比增长 38.16%，主要系文莱项目试运营阶段应付原料款及工程款增加。2019 年前三季度公司新增 19 恒逸 01 公司债 5 亿元和 19 恒逸 02 公司债 5 亿元，进一步优化债务结构，截至 9 月末公司长短期债务比小幅降至 45.21%。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期刚性债务合计	108.56	128.85	179.69	256.61
其中：短期借款	77.63	100.65	137.23	184.93
一年内到期长期借款	1.39	1.41	4.89	5.04
应付票据	28.66	25.20	30.41	35.94
中长期刚性债务合计	4.35	7.15	133.44	172.86
其中：长期借款	3.08	6.51	94.68	127.37
应付债券	--	--	29.88	17.40
其他中长期刚性债务	1.27	0.64	8.88	5.61

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

截至 2018 年末，该公司刚性债务 313.14 亿元，较上年末增长 130.55%。其中，中长期刚性债务占比为 42.62%。2018 年起债券融资成为公司融资渠道的重要补充。2018 年末公司债券融资占刚性债务比重为 9.54%。截至 2019 年 9 月末，公司 18 恒逸 R1 和 18 恒逸 01 将于 2020 年 3 月回售，回售金额合计 7.53 亿元；18 恒逸 02 将于 2020 年 4 月回售，债券本息余额 14.95 亿元。2020 年上半年是公司债券集中回售期，需关注公司债务滚动及流动性安排。

该公司主要融资渠道为银行借款，截至 2018 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 236.79 亿元,同比增长 118.09%。其中短期借款同比增长 36.33%,主要为公司贸易业务发展的需要,增加短期借款 36.57 亿元。长期借款同比增加 88.16 亿元,为公司文莱项目建设,公司银团贷款增加所致。公司银行借款以抵押借款为主,占比 59.55%。此外,同期末公司长期应付款为 8.88 亿元,主要为融资租赁款。

截至 2019 年 9 月末,该公司金融机构借款(含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款)为 317.34 亿元,以抵押借款为主,公司综合融资成本在 5%左右。借款期限方面,公司长期借款、长期债券和长期应付款中 1-3 年到期 52.65 亿元,占刚性债务比例为 12.94%;3 年以上到期 120.21 亿元,占刚性债务比例为 29.54%。

图表 23. 2019 年 9 月末公司银行借款构成(单位:亿元)

借款类型	保证	抵押	质押	信用
短期借款	70.67	41.93	69.39	2.94
一年内到期的长期借款	0.58	4.46	--	--
长期借款	4.51	122.86	--	--
合计	75.77	169.24	69.39	2.94

资料来源:根据恒逸石化所提供数据整理

整体看,该公司 2018 年起通过发行长期债券,优化债务结构,但是主要受文莱项目集中投入影响,公司刚性债务规模上升较快,随着 2018 年发行的公司债券于 2020 年上半年可能进入集中回售期,公司面临较大的即期偿债安排。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
营业周期(天)	29.14	17.05	16.57	--
营业收入现金率(%)	111.98	105.82	108.21	98.10
业务现金收支净额(亿元)	29.37	22.79	19.82	28.30
其他因素现金收支净额(亿元)	1.59	1.01	-3.08	-7.41
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	30.96	23.80	16.75	20.89
EBITDA(亿元)	22.59	32.92	42.52	--
EBITDA/刚性债务(倍)	0.17	0.27	0.19	--
EBITDA/全部利息支出(倍)	6.01	9.16	4.65	--

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。

2016-2018年该公司营业周期分别为29.14天、17.05天和16.57天，近三年随着贸易业务的发展，营业周期有所缩短。同期公司原材料采购支出扩大，业务现金收支净额逐年下降，但仍保持良好的净流入，2016-2018年及2019年前三季度经营性现金净流量分别为30.96亿元、23.80亿元、16.75亿元和20.89亿元。

近三年该公司EBITDA受益于行业环境的改善，呈现逐年上升的态势。2016-2018年EBITDA分别为22.59亿元、32.92亿元和42.52亿元。但2018年公司刚性债务规模增长较快，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖能力减弱，分别为0.19和4.65。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.30	-5.44	-0.21	-12.48
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	-6.42	-70.10	-124.74	-107.73
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.27	0.23	0.61	0.24
投资环节产生的现金流量净额	-10.99	-75.31	-124.34	-119.97

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2016-2018年及2019年前三季度，该公司投资性现金流均呈现净流出的态势，2017年以来由于文莱炼化项目及聚酯纤维收购的投资支出增加，投资性现金净流出大幅增长。目前文莱项目一期已建成投产，未来公司投资主要为文莱炼化二期及聚酯项目的改扩建，仍存在一定的资本支出。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年前三季度
权益类净融资额	38.93	28.09	28.65	30.75
债务类净融资额	-42.68	25.20	106.90	58.27
其中：现金利息支出	3.32	3.41	8.13	11.68
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	5.21	-1.08	0.15	-14.47
筹资环节产生的现金流量净额	1.46	52.21	135.70	74.54

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2016-2018年及2019年前三季度，该公司筹资性现金净流量分别为1.46亿元、52.21亿元、135.70亿元和74.54亿元，2018年公司通过发行债券融资，债务类净融资额大幅上升。近三年公司权益类融资主要为非公开发行股票，2019年第一季度通过非公开发行股票募集资金用于聚酯纤维项目建设，权益类净融资额增加。总的来看，公司投资项目所导致的资金缺口，近期主要依赖筹资活动维持现金流平衡。随着公司项目投产，将一定程度上缓解公司的资金周转压力。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	114.45	118.99	165.24	185.70
	41.56	33.23	27.71	24.22
其中：货币资金（亿元）	47.26	47.42	90.14	76.61
应收款项（亿元）	6.64	12.66	13.77	13.17
存货（亿元）	19.50	21.15	27.58	42.21
预付账款（亿元）	13.36	11.21	8.44	14.44
其他应收款（亿元）	1.44	0.31	1.42	1.50
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	160.90	239.05	431.01	580.92
	58.44%	66.77	72.29	75.78
其中：固定资产（亿元）	82.19	90.54	119.85	136.01
在建工程（亿元）	16.75	51.70	174.19	292.63
长期股权投资（亿元）	55.98	66.00	78.14	92.53
无形资产（亿元）	2.53	5.26	10.06	11.74
期末全部受限资产账面金额（亿元）	69.91	67.29	295.69	353.07
受限资产账面余额/总资产（%）	25.39	18.79	49.59	46.06

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

随着该公司文莱炼化项目的建设，资产规模不断扩大。截至 2018 年末，公司资产总额为 596.25 亿元，同比增长 66.53%。由于炼化项目为重资产业务，随着业务的推进，公司非流动资产占比上升。同期末非流动资产占总资产的比重为 72.29%。

该公司流动资产包括货币资金、应收账款、存货等。2018 年末，货币资金余额为 90.14 亿元，占流动资产的比例为 54.55%，随着公司融资力度的增强，货币资金余额较大，其中受限的货币资金 24.90 亿元，包括信用证保证金 8.45 亿元，承兑汇票保证金 14.77 亿元，保函保证金 0.79 亿元，票据质押托收款 0.51 亿元，其他受限资金 0.38 亿元。2019 年 9 月末，货币资金较上年末下降 15.01%，一方面系存货储备，经营性资金占用增加；另一方面系公司提取募集资金，以现金方式于 2019 年 5 月完成杭州逸曠的收购。随着公司产能快速扩张导致营业收入扩大，2016-2018 年末应收账款呈现逐年增长的态势，但账期基本在一年以内，风险可控。2019 年 9 月末，公司应收账款小幅下降，主要系公司信用证应收票据增加以及预收账款比例增加。公司存货中原材料和库存商品占比较大，且均未受限。2018 年末，公司存货同比增长 30.38%至 27.58 亿元，主要是公司经营规模扩大，原材料及库存商品均同步增加。2019 年 9 月末，随着公司聚酯业务规模增加，公司存货增至 42.21 亿元。其中，原材料和库存商品分别为 20.32 亿元和 18.37 亿元。受 2020 年新冠疫情影响，公司聚酯产品库存存在一定压力，主要系下游纺织厂延期至 3 月全面恢复生产。对此公司提前将检修计划安排至 2 月-3 月，降低开工负荷率。待下游纺织厂陆续开工后，公司库存压力将得到有效释放。

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。公司固定资产以房屋建筑物和机器设备为主，合计占比 93.30%，其中，房屋建筑物以生产性用房为主；机器设备为化工产品生产专用设备，因而金额合计占比相对较高。2016-2018 年公司固定资产逐年增加，主要是公司聚酯业务的发展，在建工程逐步转为固定资产，2018 年末公司固定资产为 119.85 亿元，其中受限的固定资产为 72.26 亿元，占比 60.29%，主要用于售后租回融资租赁和抵押借款。2019 年 9 月末，公司固定资产较 2018 年末增长 13.49%，主要系嘉兴逸鹏二期项目完工转固和宿迁逸达购入拍卖的资产。公司在建工程主要是文莱炼化项目和聚酯生产线改扩建，近年来公司在建工程亦呈大幅增长趋势，同期在建工程为 174.19 亿元，其中受限的在建工程 151.25 亿元，占比 86.83%，主要用于抵押借款。2019 年 9 月末，随着文莱一期项目和海宁新材料项目投入增加，在建工程较 2018 年末增加 118.45 亿元。2018 年末，公司长期股权投资为 78.14 亿元，主要系权益法核算的合营、联营企业股权，包括合营企业巴陵己内酰胺 11.23 亿元以及联营企业大连逸盛、海南逸盛和浙商银行分别 15.30 亿元、14.33 亿元和 34.01 亿元的股权投资款等。其中受限的长期股权投资为 45.24 亿元，占比 57.90%，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。2019 年 9 月末，公司长期股权投资较上年末增加 14.39 亿元，主要系对浙江逸盛新材料有限公司增资和权益法下计提的投资收益的增加；公司无形资产主要是土地使用权，2018 年末无形资产为 10.06 亿元，其中受限的无形资产为 1.09 亿元，主要用于抵押借款。2019 年 9 月末，公司无形资产较上年末增加 1.67 亿元，主要系土地资产增加。

2019 年 9 月末，该公司资产总额为 766.62 亿元，其中受限资产总计 353.07 亿元，占资产总额的 46.06%。其中，货币资金受限 0.07 亿元，银行承兑汇票质押 3.82 亿元，固定资产受限 67.61 亿元，长期股权投资受限 50.42 亿元，在建工程及无形资产受限分别为 227.19 亿元和 3.96 亿元。总的来看，公司受文莱项目推进影响，受限资产占比较大，存在一定的风险。

此外，2019 年 9 月末该公司商誉为 2.22 亿元，占总资产的比例为 0.29%。公司商誉是由于 2018 年 11 月公司以 210,500 万元的对价发行股份购买双兔新材料 100% 的股权，合并日被购买方可辨认净资产公允价值份额为 188,313.44 万元，从而在合并报表中形成商誉 22,186.56 万元。根据公司与双兔新材料的股东富丽达集团控股有限公司（简称“富丽达集团”）及兴惠化纤集团有限公司（简称“兴惠化纤”）达成的《恒逸石化股份有限公司与富丽达集团控股有限公司、兴惠化纤集团有限公司发行股份购买资产协议》及其补充协议，富丽达集团及兴惠化纤承诺双兔新材料于 2018 年度、2019 年度、2020 年度三个会计年度实现的净利润数（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 2.15 亿元、2.25 亿元和 2.40 亿元。如果双兔新材料实现净利润累计数未达到协议的规定，利润差额由富丽达集团及兴惠化纤以恒逸石化股份方式补偿，不足部分以现金方式补偿。2018 年度双兔新材料实现扣非经常性损益净利润 2.23 亿元，高于承诺净利润。同时经减值测试，

该商誉及相关资产在 2018 年末预计未来现金流量现值为 260,691.15 万元, 未发生减值。

整体看, 该公司存货为大宗石化原料, 较容易变现; 非流动资产中长期股权投资, 尤其是浙商银行优质股权, 变现能力较强。但公司受限资产比例高, 公司整体资产流动性较弱。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率 (%)	83.06	68.55	69.44	54.63
速动比率 (%)	59.21	49.90	54.30	37.97
现金比率 (%)	38.68	32.08	42.69	27.81

资料来源: 根据恒逸石化所提供数据整理

近年来随着该公司文莱项目及聚酯项目的投资, 短期刚性债务规模逐年增长, 2018 年受益于行业景气度回升和发行长期债券, 公司资产流动性有所改善, 但截至 2019 年 9 月末, 公司 2018 年发行的债券将于 2020 年上半年集中回售, 导致公司流动负债同比增长 42.84%, 资产流动性有所减弱。2016-2018 年末及 2019 年 9 月末, 公司现金比率分别为 38.68%、32.08%、42.69% 和 27.81%。

6. 表外事项

截至 2019 年 9 月末, 该公司有未决诉讼一起, 系海盐诣晓针织新材料有限公司等五家客户起诉公司下属双兔新材料。截至 2018 年末, 海盐诣晓针织新材料有限公司合同纠纷案件, 法院冻结双兔新材料银行存款 30 万元。双兔新材料对根据客户函证通知中尚未收到货物的数量等信息, 冲减了收入 0.26 亿元, 将对应的货物成本 0.24 亿元计入“其他应收款—王某某”并全额计提坏账损失; 同时按同期银行贷款利率计提预计负债 43.39 万元。根据公司与双兔新材料原股东富丽达集团控股有限公司、兴惠化纤集团有限公司签订的《发行股份购买资产协议》及后续相关协议, 原股东承诺和同意就双兔新材料争议案件遭受的全部损失向双兔新材料及公司承担连带赔偿责任。故上述事项将不会对公司造成重大影响。除此之外, 公司无需要披露的未决诉讼。

截至 2019 年 9 月末, 该公司对外担保 2 笔, 系向联营企业海南逸盛提供 0.08 亿元和 0.50 亿元的项目贷款保证担保, 借款到期日分别为 2020 年 7 月 8 日和 2020 年 6 月 6 日。

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 2018 年末, 公司本部总资产为 179.95 亿元, 主要包括 137.40 亿元的长期股权投资、42.52 亿元的其他应收款和 0.03 亿元的货币资金; 总负债为 32.61 亿元, 主要包括 29.88

亿元的刚性债务及 2.65 亿元的其他应付款；所有者权益为 147.35 亿元。2018 年公司本部实现收入 0.07 亿元，净利润 5.41 亿元；经营性现金净流量为-1.12 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三期公司债券，募集资金通过往来款形式用于旗下子公司业务运行及项目投资。公司在集中管控上仍继续通过全资子公司恒逸有限进行。

外部支持因素

1. 政府支持

2016-2018 年度及 2019 年 1-9 月确认政府补助收入分别为 0.67 亿元、0.12 亿元、0.13 亿元和 3.00 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，公司子公司恒逸聚合物因安置残疾人就业享受增值税即征即退优惠政策；根据浙江省人民政府办公厅文件（浙政办发〔2018〕99 号），自 2018 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日，提高 A 类、B 类企业的城镇土地使用税差别化减免幅度，A 类企业减免幅度为 100%、B 类企业减免幅度为 80%。公司子公司恒逸有限、恒逸高新、恒逸聚合物享受 100%减免；根据《浙江省地方税务局关于促进我省加快经济发展方式转变的实施意见》（浙地税发〔2010〕30 号）、《浙江省地方税务局税政三处关于修订房产税城镇土地使用税减免政策内部把握口径的通知》（浙地税三便〔2016〕号），高新公司享受购置并实际使用环境保护、节能节水和安全生产专用设备的次年可给予适当减征房产税的照顾，减征金额不超过购置设备金额的 30%；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 2018 年末，恒逸集团为公司及下属子公司融资提供的担保为 58.58 亿元人民币和 8.70 亿美元。

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 2019 年 9 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 573.88 亿元，其中未使用额度 219.38 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. 本期债券特定条款

本期债券未设置特别条款。

2. 其他偿付保障措施

(1) 盈利保障分析

2016-2018 年和 2019 年前三季度，该公司营业毛利分别为 11.12 亿元、26.22 亿元、33.23 亿元和 36.10 亿元；同期，投资净收益分别 6.05 亿元、5.16 亿元、10.96 亿元和 11.40 亿元；同期，净利润分别为 8.89 亿元、19.07 亿元、22.43 亿元和 27.29 亿元。2016 年以来，公司盈利能力有明显改善，可为本期债券本息偿付提供保障。

此外，该公司持有有一定比例的浙商银行股权，能够获得较稳定的投资收益。随着浙商银行完成港股上市，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

2016-2018 年和 2019 年前三季度，该公司营业收入现金率保持较高水平，分别为 111.98%、105.82%、108.21% 和 98.10%；同期，经营活动产生的现金流保持净流入，分别为 30.96 亿元、23.80 亿元、16.75 亿元和 20.89 亿元。且作为上市公司预计能够保持较强的再融资能力，为本期债券的到期偿付提供有力保障。

评级结论

该公司主要从事炼化产品（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，是炼化-化纤行业龙头企业之一。近年来受益于行业景气度回升及自身竞争力的提升，公司经营业绩明显改善，但受产品价格影响存在波动。2017 年起公司新增贸易业务，营业收入规模上升，但由于贸易业务毛利水平较低，对公司利润带来一定影响。公司近年来通过推进文莱炼化项目及下游聚酯的并购重组，打造全产业链模式。但在发展过程中，公司刚性债务规模有所增长，即期偿债压力较大。随着文莱炼化项目已实现全面投产，公司流动性安排进一步加强。

该公司控股股东为恒逸集团，实际控制人为自然人邱建林，股权结构清晰、稳定。公司治理结构健全，组织机构设置较为合理，经营管理较为规范，并形成对各项业务的制度化管理。公司是恒逸集团重要的经营主体，恒逸集团在融资担保等方面给予公司支持。公司与关联企业业务往来主要为采购销

售 PTA、聚酯产品等，符合规范性运作要求。

随着该公司经营规模的扩张，刚性债务规模扩大，但整体负债率处在同行企业偏下水平。公司资产受限比例较高，2018 年发行的公司债券可能集中于 2020 年上半年进入回售期，目前 18 恒逸 R1 和 18 恒逸 01 两期债券回售比例约为 50%。且公司流动资产中存货为大宗石化原料，较容易变现。截至 2019 年 9 月末，公司合计持有浙商银行 4.00% 的股权，能够获得较为稳定的投资收益，且变现能力较强。总体上，本期债券还本付息能力很强。

跟踪评级安排

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

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

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

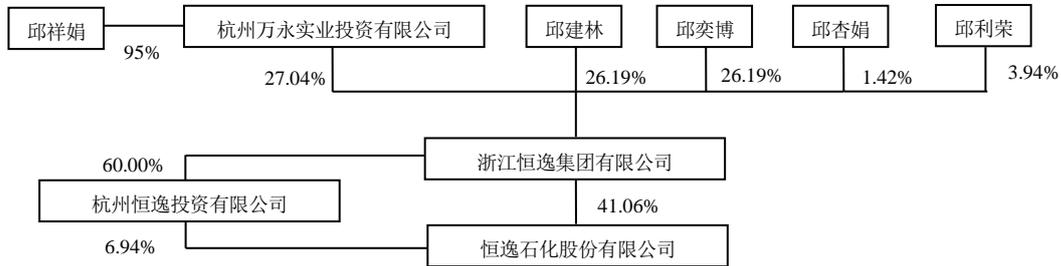
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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

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

附录一：

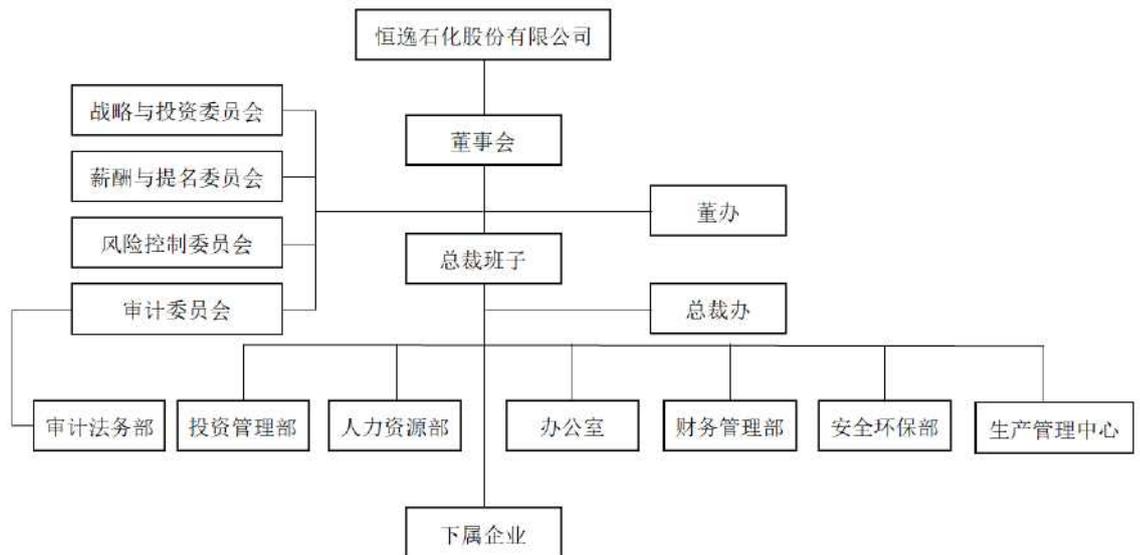
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2019 年 9 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 2019 年 9 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	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者 权益 (亿元)	营业收 入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入 量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
浙江恒逸集团有限公司	恒逸集团	公司控股股东、集团最 高层法人实体	—	控股	404.68	236.93	940.56	16.31	23.55	48.98	
恒逸石化股份有限公司	恒逸石化	本级	—	控股	29.88	147.35	0.07	5.41	-1.12	--	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	252.68	167.92	667.80	19.72	17.13	38.75	
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	65.04	62.30	370.12	6.49	-1.18	15.51	
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	4.82	9.90	22.23	1.10	-1.38	2.03	
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	9.09	9.16	23.27	1.27	2.73	2.40	
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	14.03	15.69	84.26	2.13	0.49	6.18	

注：根据恒逸石化 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
资产总额 [亿元]	275.34	358.04	596.25	766.62
货币资金 [亿元]	47.26	47.42	90.14	76.61
刚性债务[亿元]	112.80	135.82	313.14	406.99
所有者权益[亿元]	132.13	176.59	222.67	273.04
营业收入[亿元]	324.19	659.60	849.48	622.05
净利润[亿元]	8.89	19.07	22.43	27.29
EBITDA[亿元]	22.59	32.92	42.52	—
经营性现金净流入量[亿元]	30.96	23.80	16.75	20.89
投资性现金净流入量[亿元]	-10.99	-75.31	-124.34	-119.97
资产负债率[%]	52.01	50.68	62.66	64.38
权益资本与刚性债务比率[%]	117.14	130.02	71.11	67.09
流动比率[%]	83.06	68.55	69.44	54.63
现金比率[%]	38.68	32.08	42.69	27.81
利息保障倍数[倍]	3.64	6.68	3.54	--
担保比率[%]	2.37	0.56	0.88	--
营业周期[天]	29.14	17.05	16.57	--
毛利率[%]	3.43	3.98	3.91	5.80
营业利润率[%]	2.85	3.11	3.07	5.44
总资产报酬率[%]	5.19	7.58	6.79	--
净资产收益率[%]	8.25	12.35	11.24	--
净资产收益率*[%]	9.67	13.64	12.43	--
营业收入现金率[%]	111.98	105.82	108.21	98.10
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.69	15.28	8.14	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.80	-31.73	-38.77	--
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	9.16	4.65	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.26	0.19	--

注1：表中数据依据恒逸石化经审计的2016-2018年度及未经审计的2019年前三季度财务数据整理、计算；2017年数据根据2018年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

注2：新世纪评级将公司18恒逸R1和18恒逸01回售金额合计7.53亿元及18恒逸02债券本息余额14.95亿元，从应付债券调整至一年内到期的非流动负债。

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

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

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本期评级所依据的评级技术文件

- 新世纪评级方法总论（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。