

恒逸石化股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

## 概述

编号:【新世纪债评(2018)010929】

**评级对象:** 恒逸石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2019 年 02 月 13 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

**存续期限:** 不超过 3 年期(含)

**偿还方式:** 按年单利计息, 每年付息一次

**增级安排:** 无

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	-	0.02	0.03	0.19
刚性债务	0.13	0.04	0.58	29.87
所有者权益	56.75	96.38	103.32	99.75
经营性现金净流入量	-0.60	0.33	-0.33	-0.39
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	252.09	275.34	332.68	547.54
总负债	168.81	143.21	174.17	357.80
刚性债务	148.77	112.80	132.29	305.12
所有者权益	83.28	132.13	158.51	189.74
营业收入	303.18	324.19	642.84	608.29
净利润	1.62	8.89	18.44	26.14
经营性现金净流入量	4.10	30.96	23.63	16.66
EBITDA	16.65	22.59	31.28	-
资产负债率[%]	66.96	52.01	52.35	65.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	55.98	117.14	119.82	62.19
流动比率[%]	54.80	83.06	65.44	85.38
现金比率[%]	21.19	38.68	30.69	44.38
利息保障倍数[倍]	1.45	3.64	6.50	-
净资产收益率[%]	2.11	8.25	12.69	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	2.38	20.69	15.37	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.10	12.80	-22.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.51	6.01	8.87	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.17	0.26	-

注: 根据恒逸石化经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘云 liuyun@shxsj.com

胡颖 huying@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 评级观点

#### 优势:

- **行业景气度有所恢复。**2016 年下半年以来, 主要受供需结构改善等影响, PTA、涤纶长丝价格及价差均有一定幅度上涨, 行业内企业经营情况有所改善。
- **市场地位明显, 产业链完整均衡。**恒逸石化是 PTA 行业龙头之一, 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”双轮驱动的产业链和“石化+”多层次立体产业布局, 目前公司正通过文莱炼化项目及聚酯产能的扩张积极向产业链上、下游拓展。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略, 截至 2018 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压力。
- **并购重组及募集配套资金, 权益资本增强。**恒逸石化通过发行股份购买嘉兴逸鹏、太仓逸枫和双兔新材料 100% 股权, 该方案已于 2018 年 12 月完成, 公司聚酯长丝产能明显扩大; 30 亿元配套募集资金已到位, 即将完成新股上市。

#### 风险:

- **即期偿债压力大。**恒逸石化资产负债率水平适中, 但短期刚性债务规模较大; 同时, 公司流动比率偏低, 流动资产对流动负债的覆盖偏低, 公司面临一定的短期偿债压力。
- **文莱项目风险。**文莱炼化项目总投资规模较大, 恒逸石化面临投融资压力, 后续财务杠杆有上升的可能, 同时项目预期收益能否完全实现存在一定的不确定性。

- **衍生品投资风险。**恒逸石化生产原料价格易受国际大宗商品价格波动影响，同时公司外币债务存量规模较大，需要利用外汇远期、期货等锁定风险敞口，但不能完全规避相关风险。

## ➤ 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 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 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

### 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 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”）前身是北海四川国际经济开发招商中心（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。此后公司经历了多次更名，经营范围变动、控股股东及实际控制人变化。

2011 年 4 月，该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”）所持有的浙江恒逸石化有限公司（简称“浙江恒逸”）的全部股权，该次重大资产重组结束后，恒逸集团持有公司 71.71% 的股份，成为公司的控股股东，自然人邱建林成为公司的实际控制人。2011 年 5 月，公司更名为现名。2015 年以来，公司进行了三次增发，分别募得资金净额 9.95 亿元、37.66 亿元和 29.17 亿元。截至 2018 年末，公司股本 26.28 亿元，其中恒逸集团及其子公司持有 51.90% 的股份，恒逸集团为公司的控股股东，自然人邱建林为公司的实际控制人。

该公司主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯产品和涤纶产品研发、生产和销售等，是国内 PTA 行业龙头之一。2017 年，公司将 PTA 及原料贸易纳入主营业务范围。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 25 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. 本期拟发行的本期债券概况

债券名称：	恒逸石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
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：	不超过 3 年期（含）

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 2018 年 9 月末，该公司存续期内债券如图所示。公司于 2018 年 1 月 12 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】88 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 2018 年 3 月和 4 月分别发行了 18 恒逸 R1、18 恒逸 01 和 18 恒逸 02，发行规模分别为 5 亿元、10 亿元和 15 亿元，全部发行额度已使用完毕，目前无其他可使用信用债发行额度。

**图表 2. 截至 2018 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	均未进入 付息期
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		

资料来源：恒逸石化

## (2) 募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除各种费用后，拟用偿还公司债务和补充公司流动资金。

## (3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

# 业务

## 1. 外部环境

### (1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形

成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产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；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减

税降费和基建补短板力度不断加大,在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用;地方政府债务置换基本完成,防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大,地方政府举债融资机制日益规范化、透明化,地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大,政策的独立性和灵活性提升,市场流动性合理充裕,但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善,金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度,影子银行、非标融资等得以有效控制,长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进,我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下,我国依然坚持继续扩大改革开放,外商投资准入进一步放松,金融业对外开放步伐明显加快,“引进来”和“走出去”并重,正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进,人民币跨境结算量明显扩大,国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年,“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大,但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看,随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化,我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时,在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和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

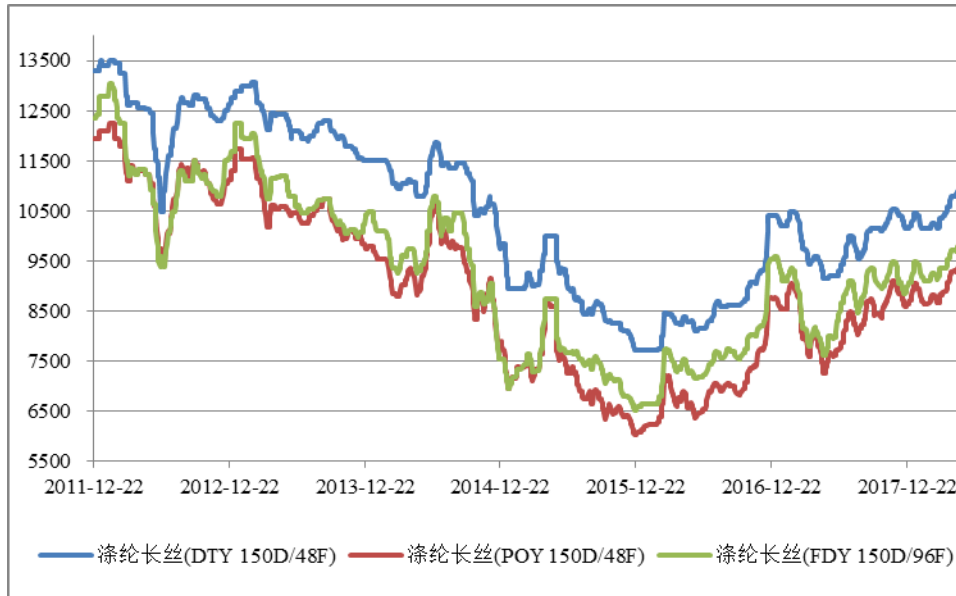
目前PTA、涤纶长丝行业相互渗透,相关产能处于紧平衡状态,行业竞争较为激烈。行业内的大型企业多向上游行业扩张,以纵向一体化战略谋求市场优势地位。2016年四季度以来,行业景气度继续回升,行业盈利能力有明显好转。

### 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 5 月 DTY、POY 和 FDY 价格最高分别达 10,900 元/吨、9,350 元/吨和 9,825 元/吨，较 2016 年末有明显上涨。

**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

2016 年，化纤行业运行质量明显好转，主要产品新增产能投放放缓，产量中速增长，整体开工率较 2015 年有所提升，当年我国化纤行业累计完成产量 4,943.7 万吨。2017 年化纤行业产量为 4,919.60 万吨，近三年化学化纤产量变化不大。其中，2014-2016 年我国涤纶纤维生产量分别为 3,580.99 万吨、3,945.20 万吨和 3,959.00 万吨；2017 年涤纶纤维生产量为 3,934.26 万吨，略低于上年水平。由此可见，化学纤维（含涤纶纤维）行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

我国民用涤纶长丝主要用于服装、家纺和产业用纺织品等行业，直接出口仅占产量的 5% 左右。由于上述下游行业的生产企业数量多，规模相对较小，涤纶长丝生产企业对下游行业有一定的议价能力。近年来，服装、家纺和产业用纺织品等行业的需求变化不断影响着涤纶长丝行业的发展方向。

2011 年以来，国内外经济下行、市场需求放缓、劳动力成本提升，我国纺织服装业进入去产能、去库存的调整转型期，2013-2015 年我国布、纱、服装的复合增长率分别为 3.45%、8.74% 和 4.94%。2016 年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速出现分化。2016-2017 年，纱产量分别为 3,732 万吨和 4,050 万吨，同比增长率分别为 5.50% 和 8.50%；同期，布产量分别为 906.75 亿米和 868.10 亿米，同比增长率分别为 1.59% 和 -4.26%。另外，2016 年以来，与化工行业有关的纺织材料价格指数开始回升，化纤材料价格指数也呈现类似的走势。2018 年 1 月 5 日中国纺织材料价值指数（化纤）回升至 85.06。出口方面，2015-2017 年纺织业出口交货值分别为

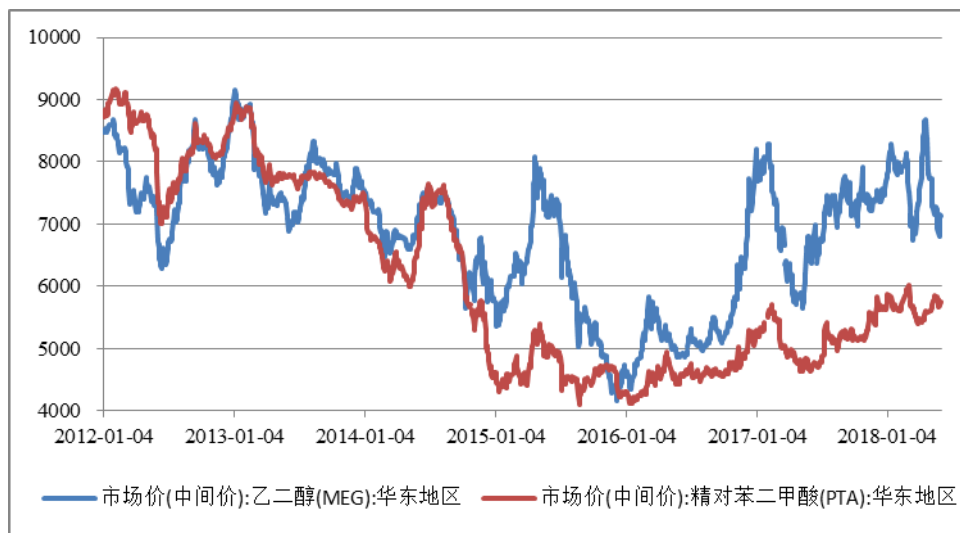


3,803.3 亿元、3,654.9 亿元和 3,445.2 亿元，2018 年 1-9 月，我国纺织业出口交货值为 2,351.50 亿元（上年同期为 2,778.30 亿元），我国纺织业出口交货值有所下滑。

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），两者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。2015 年以前，我国 PTA 扩产迅速，导致 PTA 供过于求，迅速增加的供应无法被下游疲软的需求消化，使得 PTA 行业开工率降低，PTA 价格下滑。2015 年以来，PTA 落后产能淘汰加速，PTA 供需失衡得到较大缓解。从 PTA 价格走势看，2015 年年初 PTA 为 4,600 元/吨，此后到 2016 年底价格整体处于 4,000~5,000 元/吨的价格区间内波动运行，少数月份如 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后有回落至 5,000 元/吨之下。2016 年四季度，PTA 价格开始反弹，到 2016 年 12 月价格突破 5,000 元/吨，达 5,220 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，但到 2018 年 11 月价格又回落到 6,770 元/吨，但仍处于高位。

我国 MEG 进口依赖度仍很高，2016 年进口依存度为 68.8%。但是，煤制乙二醇进口替代有所加快，2016 年煤制乙二醇产能占比 32%。2017 年，MEG 进口量为 871.62 万吨，同比增长 15.82%。2012 年以来，我国华东地区 MEG 市场价（中间价）走势波动下行，2015 年四季度下滑至近年来低点（2015/12/8，4,160 元/吨），之后价格开始波动上行，在 2018 年 4 月 19 日达到阶段性价格高点 8,500 元/吨。

图表 4. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势（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 0.65 吨 PX。截至 2017 年末，我国 PX 产能约 1,387 万吨/年，全年装置平均开工率为 70%，较上年相比提升 2.9%。由于聚酯需求增长、PTA 开工率增加，当年 PX 需求增

长，进口有所增加，进口依存度小幅上升。“十三五”期间，我国将重点建设大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷等七大石化基地，多个大型炼化项目正在建设或处于规划中。据预测，到2020年，国内PX产能将达1,870~2,140万吨/年。

**图表 5. 近年我国 PX 进口概况**

项目	2015年	2016年	2017年
PX 进口量（万吨）	1,168.71	1,236.13	1,404.57
PX 进口金额（亿美元）	98.56	96.84	121.64
进口依赖度（%）	54.67	56.95	59.17

资料来源：Wind 资讯

整体看，随着产能投放加速，PX 供求关系有望缓解，PX 利润空间或有所收窄。PTA-0.655PX 价差<sup>1</sup>在2017年有所扩大，但PX产品的超额盈利或将随着产能集中释放逐步缩小。

## 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《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。指导意见提及，化纤行业“十三五”期间的主要任务包括：（1）推动行业发展模式由“成本+规模”向“高附加值、专业化与系统化”转变，由生产型制造向服务型制造转变，加大淘汰落后产能力度，严格控制常规化纤产品新增产能，化解部分过剩产能，为优化供给结构提供空间；（2）支持行业企业横向联合与垂直整合，对规模大、实力强的精对苯二甲酸-聚酯企业、己内酰胺-锦纶企业可通过产业链延伸，实现炼化、化纤及纺织的一体化生产，提高产业链掌控能力和综合竞争力；形成一批产品技术含量高、品种丰富、具有较强综合竞争力的大型化纤集团；同时发展一批“专、精、特、强”中小型企业，提供个性化、差异化和多功能的产品和服务等。

<sup>1</sup>每吨 PTA 耗 PX0.655 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

### 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公司在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。就国内而言，行业逐步呈现寡头竞争格局。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”）、恒力石化股份有限公司（简称“恒力股份”）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。

目前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。桐昆股份和该公司 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。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 6. 行业内核心样本企业 2017 年基本数据概览（万吨、亿元、%）

样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）					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	705.31	5.41	合计 873.46		221.27	620.54	58.51	20.71	40.33
恒逸石化	642.84	3.72	—	491.49	191.40	332.68	52.35	18.44	23.63
桐昆股份	328.14	10.36	—	0.26	393.59	265.58	49.42	17.69	21.90
新凤鸣	229.63	12.33	—	—	271.34	110.51	40.63	15.12	17.74
恒力股份	222.88	16.27	—	—	235.01	196.84	62.63	17.45	1.56

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2017 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采用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影响；（2）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（3）下游行业包括纺织等需求的变化；（4）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影响；（5）供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等。

#### （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

该公司产业链优势较为明显，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，公司新增较大规模的原材料贸易业务，主业经营持续改善，收入及利润增长明显。公司目前重点推进文莱炼化项目和下游聚酯及配套长丝产能的并购重组，一旦完成将有利于进一步完善公司产业链布局。但上述投资，尤其是文莱炼化项目资金需求很大，其建设将导致公司承担较大的债务负担，且预期收益存在不确定性；此外，公司贸易板块盈利能力弱，易受行业波动影响，且占用公司营运资金。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投资风险管控情况。

该公司系国内领先的 PTA、涤纶生产企业之一，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 7. 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（2017 年新增）	国内	规模/资本/成本等

资料来源：恒逸石化。

该公司 PTA 及聚酯化纤产能规模位居行业前列。截至 2017 年末，公司精对苯二甲酸（PTA）参控股产能达到 1,350 万吨；己内酰胺（CPL），产能 30 万吨；聚酯（PET）切片、瓶片以及涤纶预取向丝（POY）、涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶加弹丝（DTY）等差别化产品，参控股产能共 390 万吨，截至 2018 年 9 月末增至 410 万吨。此外，截至 2018 年 9 月末公司持有浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”）4.00% 股权，能够获得较为稳定的投资收益。

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 2018 年 9 月末，项目累计发生建设期投资款 21.42 亿美元，同时签署合同数完成 99.32%，项目总体建设进度累计完成 69.67%。同时，公司积极在聚酯长丝行业进行产能并购，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 144.5 万吨。

### （1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度
营业收入合计		303.18	324.19	642.84	608.29
其中：核心业务营业收入	金额	298.60	323.02	640.93	604.97
	占比	98.49	99.64	99.71	99.45
其中：（1）PTA 业务	金额	136.01	149.36	168.98	124.83
	占比	45.55	46.24	26.36	20.63
（2）聚酯业务	金额	121.21	93.13	124.14	147.02
	占比	40.59	28.83	19.37	24.30
（3）贸易业务	金额	41.38	80.53	347.81	333.12
	占比	13.86	24.93	54.27	55.06

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）、PTA 及原料贸易业务。2015~2017 年，公司营业收入分别为 303.18 亿元、324.19 亿元和 642.84 亿元；综合毛利率分别为 4.36%、3.43% 和 3.72%。其中，2015 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；聚酯产品销售收入呈先降后增，其中产品售价近三年持续上涨，但公司产能波动受上海产能停产影响而 2016 年产量有所减少；贸易业务收入近年来逐年增长，2017 年根据公司董事会决议，公司将 PTA 及原料贸易业务定义为主要业务之一。2017 年，公司依托原有的经营平台大幅扩大贸易业务，加之当年国内 MEG 进口数量及价格大幅增长，公司贸易收入较上年增长 431.90% 至 347.81 亿元。2018 年前三季度，公司实现营业收入 608.29 亿元，其中公司聚酯产能增加导致 PTA 消耗量扩大，PTA 对外销量有所减少，前三季度 PTA 收入为 124.83 亿元；聚酯及贸易收入规模增长较快，分别为 147.02 亿元、333.12 亿元。

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降低边际成本以获得利润，下游聚酯主要依靠差别化占领市场，提升产品附加值。所以，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。根据公司规划，未来将重点围绕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

2015 年以来，该公司主要产品的产能基本稳定。子公司浙江逸盛为 PTA 的生产主体，位于宁波北仑区，拥有 4 条大型的 PTA 生产线（一条停止运营，2014 年新增 220 万吨产能）。目前聚酯生产子公司包括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。截至 2018 年 9 月末，公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 622 万吨/年、279.75 万吨/年和 15 万吨/年。

图表 9. 公司 2018 年前三季度主要产品产能情况（万吨/年）

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
PTA	浙江逸盛	550	70.00%	385
	逸盛大化（参股）	600	25.38%	152
	海南逸盛（参股）	200	42.50%	85
聚酯	恒逸高新	150	100.00%	150
	恒逸有限	30	100.00%	30
	恒逸聚合物	60	60.00%	36
	海南逸盛	150	42.50%	63.75
己内酰胺	巴陵己内酰胺	30	50.00%	15

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

近三年，该公司 PTA 保持了较高的产能利用率。聚酯产品产能利用率由于子公司出售及新建产能投产有所波动。

图表 10. 公司 2015-2017 年及 2018 年前三季度公司控股的主要产品生产概况（万吨/年，万吨，%）

项目		PTA	聚酯
2015 年	产能	550	280
	产量	465.88	220.71
	产能利用率	84.71	78.84
2016 年	产能	550	170
	产量	467.36	165.75
	产能利用率	84.97	97.50
2017 年	产能	550	240
	产量	491.49	191.40
	产能利用率	89.36	86.02
2018 年前三季度	产能	550	310
	产量	373.79	203.22
	产能利用率	69.22	65.56

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

### 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，原材料主要来自于厦门象屿股份有限公司、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等，其中约 55%PX、90%MEG 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，主要以九十天远期信用证方式支付；对国内供应商以人民币结算，付款主要采取银行承兑汇票方式。

2015~2017 年，该公司生产用 MEG 采购量分别为 60.03 万吨、52.11 万吨

和 59.27 万吨，主要与公司聚酯产量变化有关。2017 年公司新建产能投产及 MEG 价格持续上涨，公司加大了采购量。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 PTA 产能的逐步释放，公司 PX 采购量略有增长，近三年采购量分别为 305.45 万吨、310.56 万吨和 318.63 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。2018 年前三季度，公司新成立子公司福建逸锦、宿迁逸达等运营投产，恒逸高新材料产能增加 50 万吨，对原材料需求量扩大，MEG 以及 PX 采购量较去年同期均有所上升。受国际原油价格持续上涨以及中美贸易摩擦造成的汇率变动等影响，原材料采购均价较高。

**图表 11. 公司 2015-2017 年及 2018 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)
2015 年	60.03	29.69	4,945.86	305.45	159.85	5,233.26
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 前三季度	67.05	42.75	6,375.76	234.80	163.76	6,974.55

注：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不利影响。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，但无法完全规避相关风险。公司衍生金融工具投资主要以远期汇率产品投资为主，2015~2017 年产生的投资收益分别为 0.28 亿元和 0.50 亿元和-0.87 亿元；公允价值变动净损益分别为 0.29 亿元和 0.31 亿元、-0.18 亿元和 0.52 亿元。

### C. 产品销售

该公司采取以销定产的策略，因此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 产品出厂价主要在综合中石化、珠海 BP 和翔鹭石化三家结算价的基础上，结合市场供求状况每月发布。

**图表 12. 公司 2015-2017 年及 2018 年前三季度主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）**

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 前三季度		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
PTA	自用	145.60	—	113.32	—	113.47	-	234.18	-
	外销	323.36	4,206.21	354.04	3,979.00	378.02	4,448.97	289.68	5,276.17
PET	自用	21.02	—	26.21	—	16.22	-	64.60	-
	外销	196.92	5,478.13	139.54	6,017.00	175.18	7,708.70	265.13	7,929.63

注：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

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。2017 年以来，公司依托原有的经营平台，扩大贸易业务，贸易性收入大幅增长，贸易在日常经营中的作用日益突出，是公司未来主要的业务发展方向之一。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 12 月公告称，拟投资设立浙江恒逸国际贸易有限公司（暂定名称，以工商注册核准登记为准，以下简称恒逸国贸），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。

贸易业务的经营主体包括子公司宁波恒逸贸易有限公司、宁波恒逸实业有限公司等。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，传统销售客户包括浙江双兔新材料有限公司、东南新材料（杭州）有限公司、宁波禾元控股公司等相关石化化纤企业。2017 年以来公司贸易量增长，客户新增了厦门国贸集团股份有限公司、万向资源有限公司等企业，且贸易规模较大。从前五大客户分布来看，公司 2018 年前三季度前五大客户销售额合计 93.17 亿元，前五大客户销售占比 15.32%，较年初下降 9.62%。

**图表 13. 公司 2018 年前三季度前五大销售客户情况（单位：亿元、%）**

客户名称	销售额	占年度贸易总额比例
Yancoal International (Singapore) Pte Ltd	22.20	3.65%
浙江双兔新材料	21.49	3.53%
Shandong Energy Interantional (Singapore) Pte Ltd	20.25	3.33%
厦门建发轻工有限公司	15.21	2.50%
东南新材料	14.03	2.31%
合计	93.17	15.32%

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

该公司 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 部分采购自联营企业大连逸盛及其他国内主要 PTA 生产企业。2017 年起，公司改变经营策略，将贸易作为主业之一，当年各贸易品种销售规模均大幅增长，收入主要来源于 PTA 及 MEG。

**图表 14. 公司 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月主要贸易产品销售情况（单位：亿元）**

贸易品种	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
PTA	28.76	45.48	233.57	145.05
MEG	5.33	32.13	102.93	118.98
PX	2.67	0.96	7.41	5.11
其他	9.20	1.94	3.90	63.98
合计	45.95	80.52	347.81	333.12

注：根据恒逸石化提供的数据绘制。

整体看，该公司在原材料价格上涨周期大幅扩张贸易业务，并将该业务定位为未来重点发展的业务之一。但目前来看该业务盈利能力偏弱，且应收账款的规模上升，资金沉淀规模较大。



## E. 浙商银行及其他股权投资情况

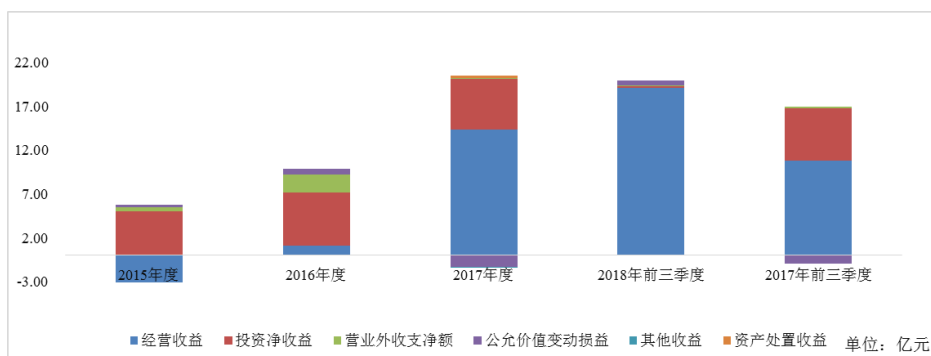
该公司的“石化+金融”双驱动发展模式初具雏形。2016年3月，浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”）在港股上市，股票代码HK02016。全球发售完成后，公司之全资子公司浙江恒逸石化有限公司（简称“浙江恒逸”）累计持有浙商银行股份4.17%，取得成本合计13.92亿元。截至2018年9月末，公司及子公司共持有浙商银行股份比例为4.00%，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权，该笔股权以权益法计入长期股权投资。近年来，浙商银行净利润持续增长，2015~2017年浙商银行分别实现净利润分别为70.51亿元、101.53亿元和109.73亿元，现金分红分别为23.35亿元、30.53亿元和30.53亿元。2018年前三季度，浙商银行实现投资收益4.01亿元。

2017年3月，浙商银行启动国内A股上市计划，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44.9亿股。

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。主要参股公司2017年业绩明显较上年继续改善。

## (2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（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。

2015~2017年，该公司营业收入分别为303.18亿元、324.19亿元和642.84亿元；综合毛利率分别为4.36%、3.43%和3.72%。2016年，尽管下半年起行业回暖，公司营业收入保持增长，但原材料、能源的成本上升更快，导致当年综合毛利率水平仍下降。2017年，行业供需继续改善，PTA、聚酯产品毛利率较上年有所上升，加之规模大幅扩大的贸易业务也在当年实现盈利，公司综合毛利率较上年有所回升。2018年前三季度，公司实现营业收入608.29亿元，同比增长29.18%，主要系贸易及聚酯收入呈现较大的增长；同期，综合毛利率为5.06%。

2015~2017年，该公司期间费用率分别为5.33%、2.93%和1.37%，呈现逐年下降的趋势。其中，2016年，公司PTA销售运费改由客户承担，销售费用较上年下降59.48%，是导致当年期间费用率大幅下降的主要原因。2017年，

销售费用同比增长 20.44% 主要系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，同时人民币持续升值导致公司发生汇兑损益-1.19 亿元<sup>2</sup>，公司当年财务费用较上年减少 28.18%，加之当年贸易规模扩大导致营业收入大幅增长，期间费用率较上年继续下降。2018 年前三季度，公司期间费用率为 1.80%，较上年同期略有增长，主要系聚酯业务销售结算政策改变，由自提改成公司配送使得运费增加，公司销售费用同比增长 150.11%。

**图表 16. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度
营业收入合计（亿元）	303.18	324.19	642.84	608.29
毛利率（%）	4.36	3.43	3.72	5.06
其中：PTA 业务（%）	5.53	3.61	4.89	9.60
聚酯业务（%）	4.84	7.17	9.54	11.49
贸易业务（%）	-1.90	-1.56	0.84	0.17
毛利（亿元）	13.22	11.12	23.94	30.78
其中：PTA 业务（亿元）	7.52	5.39	8.26	11.98
聚酯业务（亿元）	5.87	6.68	11.84	16.90
贸易业务（亿元）	-0.79	-1.26	2.92	0.57
期间费用率（%）	5.33	2.93	1.37	1.80
其中：财务费用率（%）	3.10	1.35	0.49	0.94
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>4.74</b>	<b>3.76</b>	<b>3.76</b>	<b>4.59</b>
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.00	0.23	1.44

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

如前所述，该公司产品盈利主要受市场供需影响大，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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度	2017 年前三季度
投资净收益	5.03	6.05	5.77	11.48	5.95
其中：权益法核算的长期股权投资收益	4.74 <sup>3</sup>	5.02	6.60	10.17	5.70
营业外净收入	0.48	2.11	0.12	0.14	0.18
公允价值变动损益	0.29	0.65	-1.28	0.52	-0.93

资料来源：根恒逸石化所提供数据整理。

注：营业外收入 2017 年及 2018 年前三季度因会计政策变更不含经营性补贴收入（其计入其他收益）。

2015~2017 年，该公司净利润分别为 1.62 亿元、8.89 亿元和 18.44 亿元。

<sup>2</sup>公司采购产生美元债务，人民币贬值时产生汇兑收益，上年由于人民币升值，汇兑损益为 5.53 亿元。

<sup>3</sup>含当年公司对浙商银行股权改为权益法核算产生的投资收益 5.29 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 5.03 亿元、6.05 亿元和 5.77 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业盈利贡献。其中，2015 年，公司对浙商银行持股比例增加改为权益法核算，贡献投资收益 5.29 亿元；2016~2017 年，联营企业经营持续改善，贡献的投资收益逐年增长，但 2017 年，受衍生品<sup>4</sup>交易亏损 0.87 亿元（上年盈利 0.50 亿元）影响，公司投资收益较上年减少 4.68%。2015~2017 年，公司营业外净收入分别为 0.48 亿元、2.11 亿元和 0.12 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。2018 年前三季度，公司实现净利润 26.14 亿元，同比上升 72.54%。

### (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. 文莱炼化项目

文莱炼化项目建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，项目建设期为 3 年，总投资 34.45 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%。项目拟建设 800 万吨/年原油炼化能力；可年产 PX150 万吨、苯 48 万吨、汽油 262 万吨、航煤 117 万吨、柴油 174 万吨、LPG56 万吨等产品。

截至 2018 年 8 月 21 日，文莱炼化项目自有资金 10 亿美元已经到位，项目的债务融资正有序推进。截至 2018 年 9 月末，国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团已向恒逸文莱提供不超过 17.50 亿美元或等值境外人民币的项目贷款，贷款期限为 12 年（含 3 年宽限期），公司及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 亿股股票质押）。此外，公司控股股东恒逸集团于 2017 年 4 月 18 日获得国家发改委的核准的批复（发改企业债券【2017】130 号），根据该批复，恒逸集团能够发行不超过 15 亿元人民币的公司债券，所筹资金全部用于恒逸石化文莱项目，目前上述债券已完成两期合计 10 亿元发行。

2018 年前三季度，文莱炼化项目进入快速的全面施工阶段，项目基础设计全面完成，详细设计基本完成，现场桩基、土建和地下地管等基本完工，重要设备及材料基本订货，长周期设备已采购，部分设备完成了现场安装，配套热电站、码头即将投用，文莱 PMB 跨海已开通。截至 2018 年 9 月末，文莱炼化

<sup>4</sup>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。

项目累计发生建设期投资款 21.42 亿美元，同时签署合同数完成 99.32%，项目总体建设进度累计完成 69.67%，后续资金将在 2019 年集中投入，年内计划投入资金 7.22 亿美元。

## B. 化纤并购整合

该公司通过并购、整合、受托经营等方式推进化纤业务高质量发展。公司成立了福建逸锦化纤有限公司（简称福建逸锦）、宿迁逸达新材料有限公司（简称宿迁逸达）用于并购整合相关聚酯短纤资产。同时绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司和杭州逸曠化纤有限公司由于暂不具备被公司收购的条件，由上市公司进行委托管理。

### 发行股票购买资产并募集配套资金

根据该公司于 2018 年 11 月 28 日公告的《恒逸石化:发行股份购买资产暨关联交易新增股份变动及上市公告书》，公司以发行股份购买资产——购买恒逸集团所持嘉兴逸鹏、太仓逸枫 100% 股权及富丽达集团控股有限公司和兴惠化纤集团有限公司合计所持双兔新材料 100% 股权，标的资产交易价格为 44.95 亿元，按发行价 14.01 元/股计算，向交易对手共发行 3.21 亿股股票，占发行后上市公司总股本的 12.21%。公司采取定向发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 30 亿元（且不超过本次发行股票购买资产交易价格的 100%、发行股数不超过发行前公司总股份的 20%），募投项目概况见下表所示。截至本报告出具日，标的资产已全部完成过户。

图表 18. 标的公司概况及发行股份

标的公司	产能情况	评估价值 (亿元)	交易对手方	发行股份 (亿股)
嘉兴逸鹏化纤有限公司	20 万吨聚酯+配套 FDY 产能	13.3	恒逸集团	0.95
太仓逸枫化纤有限公司	24.5 万吨聚酯+配套 POY 产能	10.6	恒逸集团	0.76
浙江双兔新材料有限公司	100 万吨聚酯+配套 POY、FDY 产能	21.05	富丽达集团及兴惠化纤各持有 50%	各 0.75
合计	聚酯产能 144.5 万吨+配套长丝	44.95	-	3.21

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

图表 19. 募集配套资金用途概况

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	使用募集资金
年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	嘉兴逸鹏	9.85	不超过 9.35 亿元
智能化升级改造项目	嘉兴逸鹏	2.82	不超过 2.82 亿元
差别化纤维节能降耗提升改造项目	嘉兴逸鹏	0.85	不超过 0.85 亿元
年产 25 万吨环保功能性纤维升级改造项目（二期）	太仓逸枫	14.50	不超过 14.15 亿元
智能化升级改造项目	太仓逸枫	2.05	不超过 2.05 亿元
合计	-	30.07	不超过 29.22 亿元

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

b) 年产 100 万吨智能化环保功能性纤维项目。该公司以海宁恒逸新材料有限公司（简称海宁新材料）为主体投资建设上述项目。项目位于海宁市剑山

新区内，规划面积约 1232 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，资金来源为公司自有资金、银行借款或其他融资方式等。公司 2018 年 8 月 27 日公告称，为加快项目建设，引入新股东参与项目建设，具体为，拟同意恒逸有限对海宁新材料增资，同时引入得基投资有限公司对海宁新材料增资，分别增资额为 5.90 亿元、5.30 亿元，本次增资后海宁新材料注册资本由 10 亿元增至 21.20 亿元，恒逸有限持股比例为 75%。

**图表 20. 项目产品方案概况**

序号	产品名称	年产量（万吨）
1	智能化环保功能性涤纶 POY 纤维	39.00
2	智能化环保功能性涤纶短纤维	50.00
3	智能化环保功能性涤纶 DTY 纤维	11.00
合计		100.00

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，还计划通过并购扩大下游聚酯及长丝产能，并进行差异化升级改造。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，能够比较有效的对冲原材料价格波动风险。但是，文莱项目总投资规模很大，在 2018 及 2019 年仍需投入较大的资金，债务融资规模相应很大，将导致公司负债压力存在继续上升的可能。

## 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 9 月末的 23.08 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 1 月 4 日的 41.53%、8.54%。截至 2018 年 9 月末，恒逸集团直接持有公司 41.51% 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 9 月末实收资本为 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 9 月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%。

该公司实际控制人或存在变更的风险。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。

根据该公司发布的公告，截至 2018 年 12 月 25 日，恒逸集团累计质押公司股票 9.37 亿股，占公司总股本的 40.62%，其中，6.71 亿股股票为文莱炼化项目银团贷款提供增信担保，上述增信不涉及股票补仓和平仓义务。

## (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。2017 年，公司向关联方采购合计 29.92 亿元，较上年末增长 146.07%；向关联方销售金额合计 4.54 亿元，较上年增长 275.26%。关联采购及销售增长主要系当年公司增加贸易规模，系向联营企业逸盛大化加大 PTA 采购规模及向海南逸盛销售 MEG 等原料所致。2018 年前三季度，公司关联购销交易规模有所增长。其中，关联采购方面，与逸盛大化关联采购由上年同期 7.16 亿元减至 3.89 亿元，海南逸盛关联采购额由上年同期 0.65 亿元增至 2.53 亿元，巴陵己内酰胺的关联采购额由上年同期 1.06 亿元增至 1.86 亿元；关联销售方面，向杭州逸曝销售 2.46 亿元，向巴陵己内酰胺销售额由上年同期 0.37 亿元增至 2.00 亿元。

图表 21. 2015~2017 年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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
<b>采购商品/接受劳务</b>					
巴陵己内酰胺	合营企业	23,418.05	22,401.61	243,43.82	28,983.43
海南逸盛	参股公司	147,121.21	20,302.64	6,528.59	33,947.05
逸盛大化	参股公司	118,340.64	70,796.69	253,187.68	13,080.51
宁波恒逸物流有限公司	受同一股东控制	9,992.27	4,121.90	5,861.62	6,016.75
浙江恒逸物流有限公司	受同一股东控制	8,447.39	3,621.00	8,207.31	14,669.75
<b>出售商品/提供劳务</b>					
海南逸盛	参股公司	17,366.26	9,417.33	22,370.04	2,996.40
巴陵己内酰胺	合营企业	18,901.75	1,105.91	5,357.48	25,621.47
逸盛大化	参股公司	115.44	12.98	9,571.99	172.82

资料来源：恒逸石化。

### (3) 公司治理

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。方贤水担任董事长，邱奕博任副董事长兼副总裁。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，2015年~2018年9月，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浙江恒逸，负责管控旗下子公司，本部承担投融资管控职能。截至2018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。质检部门与采购、生产及销售部门配合，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。公司每周均会召开一次由质检部门、生产部门、采购部门及销售部门代表出席的生产例会，会上各相关部门会就产品品质的有关情况进行讨论及交流。

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

该公司本部提供了 2018 年 8 月 16 日查询的《企业征信报告》（银行版），2015 年以来无信贷违约记录。截至 2018 年 9 月末，公司已发行债券尚未进入付息期。

新世纪评级于 2019 年 2 月 11 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 2015 年以来公司本部存在重大不良记录。

## 财务

2015 年定向增发后，该公司财务杠杆水平适中，但公司刚性债务以短期银行借款为主，面临较大的即期偿付压力。随着化工行业景气度改善，公司经营活动现金流逐年增长，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。未来，随着文莱炼化项目，预计公司刚性债务规模仍将扩大。公司资产中可动用货币资金规模较大，且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基础保障。

### 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 2015~2017 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。

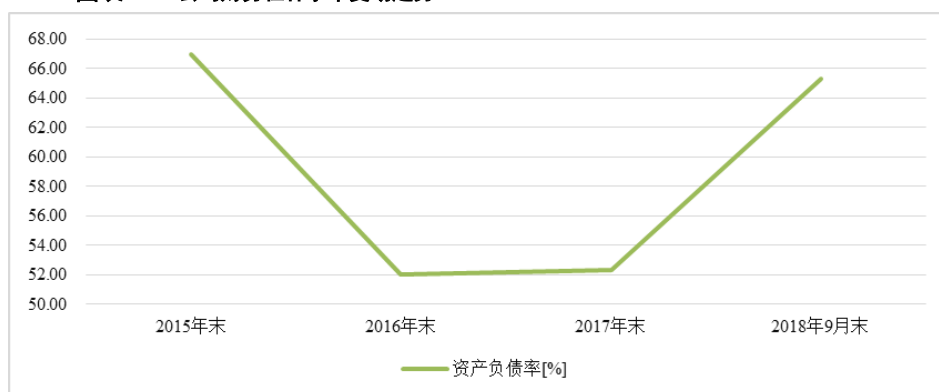
2017 年，该公司会计政策变更包括《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修改印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）。

合并范围变化方面，2016 年该公司合并范围减少了 2 家，减少的上海恒逸和恒逸 JAPAN 株式会社，对公司合并报表影响不大。2017 年，公司根据业务需要新设了 7 家子公司，合并范围内企业增加至 21 家。2018 前三季度，公司新增 4 家子公司，为浙江恒逸工程管理有限公司、浙江恒澜科技、福建逸锦和宿迁逸达。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 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。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末，该公司资产负债率分别为 66.96%、52.01%、52.35%和 65.35%，财务杠杆水平呈先降后升变化。同期末，公司负债总额分别为 168.81 亿元、143.21 亿元、174.17 亿元和 357.80 亿元，除 2016 年负债规模略有下降外，2017 年末及 2018 年 9 月末均保持了增长趋势，尤其 2018 年前三季度债务增速较快。同期末，公司所有者权益持续增长，分别为 83.28 亿元、132.13 亿元、158.51 亿元和 189.74 亿元，增长主要来自股票发行及持续的盈利积累。

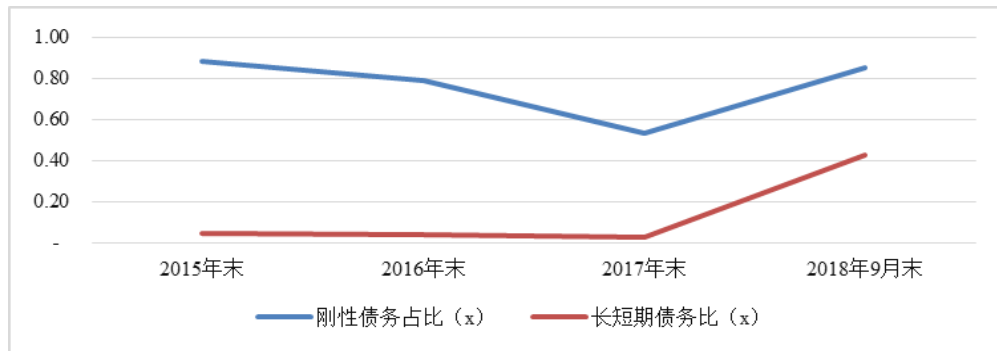
作为上市公司，该公司有较强的权益资本补充能力。如前所述，目前公司推进的非公开发行股票收购资产及募集配套资金计划已完成，权益资产规模有较大增加。

该公司目前重点投资方向为文莱炼化项目及下游聚酯及配套长丝产能的兼并重组等。文莱炼化项目目前资本金已到位，后续资金主要通过银团项目贷款（17.50 亿美元额度）解决且投入集中于 2018 及 2019 年，将可能一程

度上抬升公司财务杠杆水平。聚酯产能的兼并重组及配套项目资金主要依靠非公开发行股票进行，如按草案实施，公司权益资本会显著增强。此外，公司计划大力拓展贸易业务，预计营运资金需求将有所加大。整体看，未来公司资金支出持续增加，财务杠杆水平面临继续上升的压力。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	148.77	112.80	132.29	305.12
应付账款 (亿元)	13.98	11.67	30.14	37.88
预收账款 (亿元)	2.04	13.84	3.50	8.24
其他应付款 (亿元)	0.92	2.93	4.53	2.04
刚性债务占比 (%)	88.13	78.77	75.95	85.28
应付账款占比 (%)	8.28	8.15	17.30	10.59
预收账款占比 (%)	1.21	9.66	2.01	2.30
其他应付款占比 (%)	0.55	2.05	2.60	0.57

资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制。

该公司负债以刚性债务为主，还有部分应付账款和预收账款，三者在总负债中的占比合计在 95% 以上。具体而言，2015-2017 年末和 2018 年 9 月末，公司刚性债务分别为 148.77 亿元、112.80 亿元、132.29 亿元和 305.12 亿元，主要为银行借款，自 2018 年起，公司开始发行债券融资。2015-2017 年年末及 2018 年 9 月末应付账款分别为 13.98 亿元、11.67 亿元、30.14 亿元和 37.88 亿元，2017 年以来应付账款增幅较大，主要是当年贸易规模增加，供应商欠款增加所致；预收款项分别为 2.04 亿元、13.84 亿元、3.50 亿元和 8.24 亿元，其中 2016 年和 2018 年前三季度规模较大，主要是因为当期原材料 PTA、PX、MEG 等价格快速上涨，下游客户增加预付比例所致。

## (3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	143.44	108.45	128.08	198.83
其中：短期借款	110.28	77.63	100.15	146.26

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
应付票据	25.73	28.66	25.20	48.35
交易性金融负债	0.13	0.04	0.58	0.00
一年内到期长期负债	7.10	2.01	1.99	2.71
其他短期刚性债务	0.19	0.11	0.16	1.51
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>5.33</b>	<b>4.35</b>	<b>4.21</b>	<b>106.29</b>
其中：长期借款	5.32	3.08	3.57	74.37
应付债券	-	-	-	29.87
其他中长期刚性债务	-	1.27	0.64	2.05

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末，该公司短期刚性债务分别为 143.44 亿元、108.45 亿元和 128.08 亿元和 198.83 亿元，主要为银行借款。其中，2016 年，公司由于经营环节现金流入改善及增发完成等原因，偿还了部分有息债务，当年短期刚性债务较上年末有所下降。2017 年以来，随着文莱炼化项目投资增加及营运资金占款增加，公司短期刚性债务规模继续上升。2015-2017 年，公司中长期刚性债务规模很小，而 2018 年以来公司本部先后发行了 3 期公司债券，合计金额 30 亿元，导致中长期刚性债务 9 月末增至 106.29 亿元。

从银行融资方式看，该公司银行借款以抵押借款和保证借款为主，抵押借款主要以固定资产作为抵押物，保证借款系关联方为公司担保以及子公司互保，2018 年 9 月末公司对外担保为 9,287 万元（被担保方为海南逸盛），接受的关联方担保合计 53.56 亿元人民币。

借款期限方面，该公司刚性债务期限分布较不合理，以合计未折现现金流量<sup>5</sup>计，1 年内到期的刚性债务未折现现金流量占比最高，达 98.20%。2018 年以来，公司长期债务规模有所扩大，但 9 月末短期刚性债务继续上升至 198.83 亿元，其中 2018 年上半年已有 81.64 亿元债务到期。然而，公司整体即期偿债压力仍比较大。

图表 25. 2017 年末公司银行借款到期情况

项目	6 个月以内	7-12 个月	1-3 年
应收票据	12.61	0.02	-
短期借款	42.16	57.99	-
应付票据	25.20	-	-
一年到期的长期借款	0.67	0.67	-
长期借款	1.00	-	2.57
<b>合计</b>	<b>81.64</b>	<b>58.68</b>	<b>2.57</b>

资料来源：恒逸石化。

整体看，该公司 2017 年以前融资以短期的银行借款为主，2018 年发行了一定规模的长期债券，目前已经积累了较大规模的刚性债务，且面临较大的即期偿债压力。此外，公司文莱炼化项目 2018 年进入加速投入期，或将带来公司负债规模进一步上升。

<sup>5</sup>考虑了刚性债务的应付本金及利息但未进行贴现处理，与账面余额存在差异。

### 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业周期(天)	30.36	29.68	17.69	27.87
营业收入现金率(%)	112.85	111.98	105.90	108.83
业务现金收支净额(亿元)	6.85	29.37	22.90	19.58
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.75	1.59	0.73	-2.92
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	4.10	30.96	23.63	16.66
EBITDA(亿元)	16.65	22.59	31.28	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.11	0.17	0.26	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	3.51	6.01	8.87	-

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。

2015~2017 年及 2018 年前三季度，该公司营业周期分别为 30.36 天、29.68 天、17.69 天和 27.87 天。其中，2017 年公司增大了贸易业务规模，应收账款及存货均较上年有所增长。但由于收入增长更快，营业周期较上年明显缩短。

2015~2017 年及 2018 年前三季度，该公司经营环节产生的现金流量净额分别为 4.10 亿元、30.96 亿元、23.63 亿元和 16.66 亿元，主要是业务现金收支净额，其他因素影响较小。其中，2016 年下半年起，公司主业盈利大幅改善，加之当年应付及预收账款规模大幅增长，当年经营环节现金净流入增幅明显；2017 年公司主业经营继续改善，但原料采购类现金支出大幅扩大，经营环节现金净流入较上年有所下降。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 16.65 亿元、22.59 亿元和 31.28 亿元，主要受益于主业改善而逐年增长。公司 2015-2017 年 EBITDA/全部利息支出分别为 3.51 倍、6.01 倍和 8.87 倍，能够对借款利息形成较好覆盖。

#### (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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-11.93	-10.04	-5.82	-2.82
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	-2.60	-6.42	-53.85	-83.67
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.08	5.46	0.66	0.20
投资环节产生的现金流量净额	-13.44	-10.99	-59.00	-86.29

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年前三季度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-13.44 亿元、-10.99 亿元、-59.00 亿元和-86.29 亿元，持续呈现净流出状态，2017 年以来投资性现金净流出大幅增长主要系文莱炼化项目等的投入大幅增加所致。公司投资支出包括投资和购建固定资产两方面，同期回收投

资与投资支付净流入额分别为-11.93亿元、-10.04亿元、-5.82亿元和-2.82亿元，主要投向合营、联营企业以及投资金融衍生品进行套期保值等，2017年公司向合营企业浙江逸盛新材料有限公司、联营企业海南逸盛分别追加投资1.50亿元和3.75亿元。同期，公司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分别为-2.60亿元、-6.42亿元、-53.85亿元和-83.67亿元，自2017年开始大幅增长，主要系文莱炼化项目投资增加所致。

整体看，2017年以来，随着文莱炼化项目投资增加，该公司投资环节现金净流出规模大幅增加，预计在项目建设期（预计2019年开始试生产）将持续面临很大的资本性支出压力。

### （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	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
筹资环节产生的现金流量净额	2.56	1.46	33.77	110.39

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017年及2018年前三季度，该公司非筹资环节现金净流入分别为-9.34亿元、19.97亿元、-35.38亿元和-69.63亿元。其中，2016年，由于经营改善，公司非筹资环节现金呈现净流入。2017年，随着文莱炼化项目投资增加，公司非筹资环节现金流出规模大幅增加，当年现金流平衡对筹资活动的依赖性增加。同期，公司筹资环节现金净流量分别为2.56亿元、1.46亿元、33.77亿元和110.39亿元。

随着文莱炼化项目的继续投入及投产后也面临运营资金缺口上升的可能，预计该公司非筹资环节将继续面临一定的资金缺口，将依赖筹资活动维持现金流平衡。一旦文莱炼化项目如期投产，公司资金将会加快回笼。

## 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	2015年末	2016年末	2017年末	2018年 9月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	88.51	114.45	111.02	214.32
其中：货币资金（亿元）	35.11	41.56	33.37	39.14
应收账款（亿元）	26.18	47.26	45.07	102.07
存货（亿元）	8.89	6.64	12.24	15.89
预付账款（亿元）	15.49	19.50	19.23	44.50
其他流动资产（亿元）	19.32	13.36	11.11	28.83
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	0.76	11.77	10.37	10.31
其中：固定资产（亿元）	163.57	160.90	221.66	333.22
在建工程（亿元）	64.89	58.44	66.63	60.86
长期股权投资（亿元）	96.27	82.19	77.71	86.63
其中：所持非控股上市公司股权（亿元）	9.28	16.75	48.07	110.70
无形资产（亿元）	50.72	55.98	66.09	76.46
	25.59	28.14	30.63	33.30
	6.13	2.53	2.51	5.12

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	86.21	69.91	67.29	137.04
受限资产账面余额/总资产 (%)	34.20	25.39	20.23	25.03

资料来源：根恒逸石化所提供数据整理。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末，该公司资产总额分别为 252.09 亿元、275.34 亿元、332.68 亿元和 547.54 亿元。作为生产型的化工企业，公司非流动资产占比较高，2017 年占总资产的 66.63%。2017 年末，公司流动资产合计 111.02 亿元，货币资金存量规模很大，年末为 45.07 亿元，受限资金规模不高。2017 年末，公司存货为 19.23 亿元，其中原材料 13.76 亿元，库存商品 4.15 亿元，存货规模及构成与上年末基本一致，2018 年 9 月末存货规模较大，主要系进入生产旺季原材料备货增加所致。2015~2017 年末，公司应收账款分别为 8.89 亿元、6.64 亿元和 12.24 亿元，自 2017 年起应收账款大幅增长，主要系当年贸易业务大幅增加所致。公司其他非流动资产主要系 2016 年向海南逸盛拆出的委托贷款 8.00 亿元，当年对外委托贷款取得的损益为 0.28 亿元，截至 2017 年末其他流动资产为 10.37 亿元。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末，该公司非流动资产分别为 163.57 亿元、160.90 亿元、221.66 亿元和 333.22 亿元。其中，2015 年，公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资构成，2016 年以来在建工程规模有所上升。2017 年末，公司固定资产为 77.71 亿元，近三年呈逐年减少主要系计提折旧所致。2017 年末，公司长期股权投资为 66.09 亿元，主要系权益法核算的合营、联营企业股权，包括合营企业巴陵恒逸己内酰胺公司 9.57 亿元以及联营企业大连逸盛、海南逸盛和浙商银行分别 13.19 亿元、10.99 亿元和 30.63 亿元的股权投资款等。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 67.29 亿元，其中货币资金受限 12.36 亿元，主要用于开具银行承兑汇票和信用证保证金；固定资产受限金额 53.93 亿元，主要用于抵押融资。截至 2018 年 9 月末，公司受限资产账面价值 137.04 亿元，占当期末总资产的 25.03%，受限资产主要由固定资产及长期股权投资组成，用于银行借款抵质押。公司存在受限资产占比较大的风险。

整体看，该公司流动资产中现金类资产占比较高且受限比例不高，加之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。公司整体资产流动性尚可，能够为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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	54.80	83.06	65.44	85.38

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
速动比率 (%)	33.25	59.21	47.56	56.17
现金比率 (%)	21.19	38.68	30.69	44.38

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

该公司流动负债规模很大，流动资产难以对其形成有效覆盖，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司流动比率分别为 54.80%、83.06%、65.44% 和 85.38%。

## 6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司有未决诉讼一起，系公司起诉其他公司，目前，法院已一审判决公司获赔资金约 0.29 亿元。除此之外，公司无需要披露的未决诉讼。

截至 2018 年 9 月末，该公司对外担保 1 笔，系向联营企业海南逸盛提供 0.12 亿美元的债务担保，借款到期日为 2020 年 7 月 8 日。子公司文莱恒逸与文莱经发局签订《土地租赁协议》，明确租金费率及支付方式等具体事项。公司 2016 年参与宁波金候联盟产业投资合伙企业（有限合伙）的合伙协议的签订，约定认缴出资 5950 万元，截至 2018 年 9 月末，公司尚未履行上述出资承诺。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部不涉及具体的业务经营。2018 年以前，公司本部也未开展融资活动，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。公司在集团管控上仍继续通过全资子公司浙江恒逸进行。公司本部财务质量一般。

## 外部支持因素

该公司获得较大规模的银行授信，目前可用授信充足。截至 2018 年 9 月末，该公司已使用银行授信 291.81 亿元，剩余可使用授信 138.45 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

本次债券未设置特别条款。

## 2. 其他偿付保障措施

### (1) 盈利保障分析

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司营业毛利分别为 13.22 亿元、11.12 亿元、23.94 亿元和 30.78 亿元；同期，投资净收益分别 5.03 亿元、6.05 亿元、5.77 亿元和 11.48 亿元；同期，净利润分别为 1.62 亿元、8.89 亿元、18.44 亿元和 26.14 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基础保障。

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

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司营业收入现金率保持较高水平，分别为 112.85%、111.98%、105.90%和 108.83%；同期，经营活动产生的现金净流量有所波动，分别为 4.10 亿元、30.96 亿元、23.63 亿元和 16.66 亿元。公司持续实现一定规模的经营性现金净流入，加之自身的融资能力及财务弹性等均成为公司偿债资金的重要来源与保障。

## 评级结论

受益行业景气度持续复苏，该公司主业绩效明显改善，加之贸易规模扩大导致公司营业收入大幅增长，公司利润有明显增长，并继续保持较大的经营性现金净流入。同时，截至 2018 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。未来几年，公司核心任务为推动文莱炼化项目及下游聚酯产能的并购重组。完成后，公司产业链能够有效的向上、下游延伸，进一步提升抗风险能力。

该公司融资渠道较通畅，整体上财务弹性较好。但 2017 年以来，公司刚性债务增速较快且期限分布严重偏短期，即期偿债压力较大。此外，公司文莱炼化项目总投资规模较大，将导致公司承担较重的债务负担，且项目预期收益存在不确定性。但随着文莱炼化项目长期银团贷款的提取及启动了发行股票购买资产暨配套项目融资的工作，公司债务结构有望得到显著改善。新世纪评级将持续关注文莱炼化项目能否顺利投产。总体上，本次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。

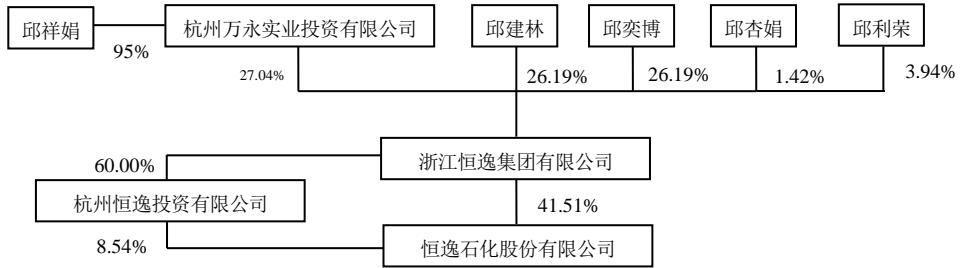
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

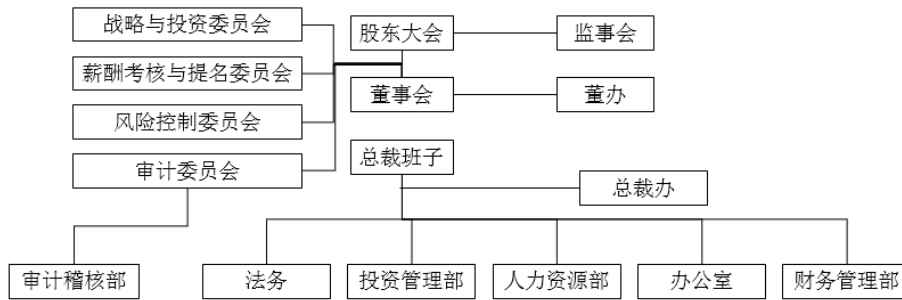
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至2018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2018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	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)
浙江恒逸集团有限公司	恒逸集团	公司控股股东、集团最高层法人实体	—	控股	—	198.72	725.14	14.89	8.25
<b>恒逸石化股份有限公司</b>	<b>恒逸石化</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>控股</b>	<b>—</b>	<b>103.32</b>	<b>—</b>	<b>7.79</b>	<b>-0.33</b>
浙江恒逸石化有限公司	恒逸有限	核心子公司	100	化学品生产	12.57	70.92	86.60	7.21	37.71
浙江恒逸高新材料有限公司	恒逸高新	核心子公司	100	化学品生产	11.15	40.96	87.33	4.89	1.14
浙江逸盛石化有限公司	逸盛石化合并	核心子公司	70	化学品生产	41.04	55.54	403.68	3.43	-1.59
浙江恒逸聚合物有限公司	恒逸聚合物	核心子公司	60	化学品生产	11.28	9.59	38.76	2.35	-6.80
香港天逸国际控股有限公司	香港天逸	核心子公司	100	投资等	13.07	52.24	37.86	0.14	-7.94
恒逸实业(文莱)有限公司	文莱实业	核心子公司	70	石油炼化	9.80	57.53	-	-0.10	-1.83

注：根据恒逸石化2017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]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	252.09	275.34	332.68	547.54
货币资金 [亿元]	26.18	47.26	45.07	102.07
刚性债务[亿元]	148.77	112.80	132.29	305.12
所有者权益 [亿元]	83.28	132.13	158.51	189.74
营业收入[亿元]	303.18	324.19	642.84	608.29
净利润 [亿元]	1.62	8.89	18.44	26.14
EBITDA[亿元]	16.65	22.59	31.28	-
经营性现金净流入量[亿元]	4.10	30.96	23.63	16.66
投资性现金净流入量[亿元]	-13.44	-10.99	-59.00	-86.29
资产负债率[%]	66.96	52.01	52.35	65.35
权益资本与刚性债务比率[%]	55.98	117.14	119.82	62.19
流动比率[%]	54.80	83.06	65.44	85.38
现金比率[%]	21.19	38.68	30.69	44.38
利息保障倍数[倍]	1.45	3.64	6.50	-
担保比率[%]	-	2.37	0.63	0.49%
营业周期[天]	30.36	29.14	16.78	27.87
毛利率[%]	4.36	3.43	3.72	5.06
营业利润率[%]	0.55	2.41	3.03	5.16
总资产报酬率[%]	2.65	5.19	7.54	-
净资产收益率[%]	2.11	8.25	12.69	-
净资产收益率*[%]	3.27	9.67	14.17	-
营业收入现金率[%]	112.85	111.98	105.90	108.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.38	20.69	15.37	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.10	12.80	-22.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.51	6.01	8.87	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.17	0.26	-

注：表中数据依据恒逸石化经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

**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、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本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》（发布于 2014 年 06 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。