

恒逸石化股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”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(2017)010874】

评级对象: 恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2017 年 10 月 24 日

计划发行: 不超过 30 亿元(含 30 亿元)

本次发行: 基础规模 3 亿元,可超额配售不超过 2 亿元(含 2 亿元)

发行目的: 项目投资

存续期限: 3 年(附 2 年末发行人调整票面利率及投资者回售选择权)

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 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年前 三季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | | |
| 母公司数据: | | | | |
| 货币资金 | — | — | 0.02 | 0.03 |
| 刚性债务 | — | — | — | — |
| 所有者权益 | 46.85 | 56.75 | 96.38 | 94.70 |
| 经营性现金净流入量 | -0.01 | -0.60 | 0.33 | -1.83 |
| 合并数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 267.33 | 252.09 | 275.34 | 314.39 |
| 总负债 | 197.18 | 168.81 | 143.21 | 153.70 |
| 刚性债务 | 152.94 | 148.77 | 112.80 | 117.54 |
| 所有者权益 | 70.14 | 83.28 | 132.13 | 160.69 |
| 营业收入 | 280.63 | 303.18 | 324.19 | 470.90 |
| 净利润 | -3.96 | 1.62 | 8.89 | 15.15 |
| 经营性现金净流入量 | 18.81 | 4.10 | 30.96 | 2.91 |
| EBITDA | 9.07 | 16.65 | 22.59 | — |
| 资产负债率[%] | 73.76 | 66.96 | 52.01 | 48.89 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 45.86 | 55.98 | 117.14 | 136.71 |
| 流动比率[%] | 65.06 | 54.80 | 83.06 | 76.33 |
| 现金比率[%] | 17.16 | 16.36 | 34.70 | 39.20 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.04 | 1.45 | 3.64 | — |
| 净资产收益率[%] | -5.51 | 2.11 | 8.25 | — |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | 10.41 | 2.24 | 19.85 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.13 | -5.10 | 12.80 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 1.86 | 3.51 | 6.01 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.07 | 0.11 | 0.17 | — |

注:根据恒逸石化经审计的 2014~2016 年度财务数据及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师



刘云 liuyun@shxsj.com

周文哲 zwz@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/机遇:

- **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。
- **产业链较完整。**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。公司基本完成了从 PTA 到涤纶长丝的产业链布局,正通过文莱石化项目积极向上游拓展 PX 产能。
- **资本实力增强。**2015 年以来,恒逸石化完成两次定增,合计募得资金净额 47.61 亿元,权益资本实力进一步增强,财务杠杆水平明显下降。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略,截至 2017 年 6 月末持有浙商银行股权 4.17%;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,并在一定程度上分散平滑主业的经营风险和盈利压力。

➤ 主要风险/关注:

- **主业盈利及现金流波动风险。**恒逸石化所处的 PTA 行业产能过剩严重,尽管供需关系有所改善,但行业运营压力仍较大,公司主业盈利能力易受市场环境波动影响。此外,2017 年以来,受原材料采购支出增加影响,公司经营活动现金净流入规模大幅减少。
- **即期偿债压力较大。**恒逸石化刚性债务,尤其短期刚性债务规模较大,加之自身资产流动性偏弱且项目投入面临较大的资金压力,即期偿债压力不断加大;同时,公司流动比率偏低,资产流动性偏弱。

- **文莱项目预期收益的不确定性。**恒逸石化文莱项目将持续面临项目所在国的政策和法律风险。同时，随着国内PX产能扩张，项目建成后能否达到预期收益存在不确定性。
- **汇率、原材料价格波动风险。**恒逸石化生产原料价格易受国际大宗商品价格波动影响。此外，公司外币债务存量规模较大，尽管利用外汇远期、期货等锁定风险敞口，但仍未能完全规避相关风险。
- **实际控制人变化的风险。**自然人股东邱建林先生通过一致行动协议取得恒逸集团和恒逸石化的实际控制权，协议执行不确定使得无法排除公司实际控制人变化的可能。
- **债券附特殊条款，存续期存不确定性。**本次债券附发行人在存续期第2年末调整票面利率的选择权及投资者回售选择权，为债券存续期带来不确定性。

➤ 未来展望

通过对恒逸石化股份有限公司及其发行的本次债券信用风险要素的分析，本评级机构认为公司具有很强的债务偿付能力，并给予公司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



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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《基础化工行业信用评级方法（2016版）》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行“一带一路”公司债券

信用评级报告

一、公司概况

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，公司进行了两次定向增发，分别募得资金净额 9.95 亿元和 37.66 亿元，截至 2017 年 6 月末，公司股本 16.48 亿元，其中恒逸集团及其子公司持有 58.17% 的股份，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。截至 2017 年 6 月末，公司的 PTA 控股产能 550 万吨/年、参股产能 800 万吨/年，PTA 权益产能达 612 万吨/年；聚酯的控股产能 170 万吨/年，参股产能 100 万吨/年，权益产能达 183.5 万吨/年。截至 2017 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 14 家，核心业务主体情况详见附录三。

二、债项概况

（一）本次债项概况

2017 年 8 月 28 日，该公司召开董事会会议，审议通过了发行不超过 30 亿元公司债券的议案。2017 年 9 月 15 日，公司召开股东大会审议通过了公司债券发行议案。本次债券的募集资金在扣除各种费用后拟用于文莱 PMB 石油化工项目（简称“文莱石化项目”、“本项目”）。

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 2018 年面向合格投资者公开发行“一带一路”公司债券 |
| 总发行规模: | 不超过 30 亿元(含 30 亿元) |
| 本期发行规模: | 基础发行规模为 3 亿元, 可超额配售不超过 2 亿元(含 2 亿元) |
| 本次债券期限: | 3 年期, 附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权 |
| 债券利率: | 单利按年计息, 不计复利 |
| 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: | 未安排增级 |

资料来源: 恒逸石化

截至 2017 年 6 月末, 该公司无存续债券。

(二) 本次债券募集资金用途

本次债券的募集资金 5.00 亿元在扣除各种费用后拟全部用于文莱石化项目。为解决上游 PX 供给瓶颈, 提升抗风险能力, 该公司推动了文莱石化项目的建设, 该项目是公司与文莱政府合作的以原油、凝析油为原料的炼油化工一体化项目。

(1) 项目概况

文莱石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, 计划于 2018 年建成, 2019 年投产。项目境外实施主体为恒逸实业(文莱)有限公司(简称“文莱恒逸”), 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%, 成立于 2011 年 8 月。截至 2017 年 6 月末, 文莱恒逸注册资本 59,670.64 万美元, 总资产为 39.81 亿元、净资产 39.33 亿元, 上半年实现净利润-715.54 万元。

本项目拟建设 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。

原料供应方面, 本项目建成后原油需求 800 万吨/年, 其中文莱当地采购轻油 300 万吨/年、卡塔尔原油 330 万吨/年、中东凝析油 170 万吨/年。以上原油全部通过本项目建设的码头经中转原油库管输进厂。公司于 2011 年 11 月与文莱壳牌签订意向书, 保障项目生产料供应。同时, 项目考虑从中东、俄罗斯、西非、南美以及马来西亚、印尼等市场采购原油, 或从新加坡采购或进口石脑油, 分散原油供应风险。

本项目目标市场, PX 主要满足该公司下游涤纶长丝产业的原料需要, 苯主要满足公司之合营企业浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司(简称“巴陵己内酰胺”)原料需要。汽油、煤油、柴油等其他产品结合石化产品区域消费能力、运输半径等因素综合考虑, 主要销往文莱当地及东南亚等周边市场国家。本项目达产后年营业收入估算为 74.46 亿美元、利润总额平均值为 4.75 亿元, 所得税后内部收益率约为 15.81%, 投资回收期 8.27 年(含建设期 3 年)。

(2) 资金筹措

本项目计划总投资 34.45 亿美元, 其中建设投资 31.83 亿美元, 建设期利息 0.95 亿美元, 铺底流动资金 1.67 亿美元。目前, 本项目自有资金 10 亿美元已经基本到位, 项目的债务融资正有序推进, 拟申请银行贷款 23.80 亿美元(公司与文莱方按照投资比例分别承担)的项目贷款, 上半年已于国开行达成项目投资贷款意向, 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首期发行, 发行规模 5 亿元人民币。

具体到项目自有资本金来源, 根据该公司与达迈控股签订的投资协议, 公司与达迈控股合计需向项目公司投入资金 10 亿美元, 投入比例分别为 70% 和 30%。公司于 2016 年发布增资公告称, 拟向文莱恒逸增资 5.62 亿美元¹。

(3) 项目建设进度

文莱石化项目建设全面启动至今, 已获得中国和文莱政府的全部审批文件。随着在项目设计工作、采购招标、现场施工方面进度加快, 项目基础设计工作完成 2017 年上半年详细设计已完成过半, 设备采购合同签出超过 80%, 快速推进现场施工、建设, 已建成投用一个万吨码头和一个两千吨大件码头。

2017 年以来, 文莱石化项目建设速度加快, 截至 2017 年 6 月末文莱石化项目已投资 4.60 亿美元, 预计下半年投入资金 4.80 亿美元; 2018、2019 年项目分别计划支出 12 亿美元、7 亿美元。

(4) 项目主要优势

¹2016 年 10 月公司董事会审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》, 同意公司使用不超过 25 亿元闲置募集资金暂时补充流动资金, 使用期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月。

文莱原油资源丰富，每天出产原油 22 万桶，其中出口石油量达到 10 万桶左右，是东南亚地区第四大产油国，仅次于印度尼西亚、越南和马来西亚。同时，文莱位于连接南中国海和印度洋以及太平洋的海峡附近，区位优势明显。

本项目享受税收优惠。根据文莱国相关政策，本项目在文莱国内销售部分不考虑增值税、营业税等。所产 PX、苯计划销往中国，根据中国-东盟自由贸易区协定，关税税率为零，只会产生部分进口环节增值税。本项目自盈利年最长可免 19 年企业所得税。

该项目建设完成后，能够显著增强该公司的原材料保障能力，进一步完善其石化产业链，提升公司的抗风险能力。

(5) 项目主要风险

尽管近年来文莱政局稳定，但仍不能完全避免项目的国外投资风险。另外，项目以美元投资，还面临汇率波动风险，公司目前对美元投资进行了一年期锁汇操作。此外，项目投产后面临 PX 产能释放风险。

整体来看，文莱石化项目符合“一带一路”规划，并得到了国家的大力支持。同时，现阶段我国 PX 对外依存度较高，文莱石化项目有望获得较高的回报率，并能够有效的向上延伸公司石化产业链，提高抗风险能力。但是，国内企业对外投资面临难以避免的政策和法律风险；其次，目前国内已有数个 PX 项目在建，文莱石化项目建成后，PX 的供需结构或将有所改变，项目能否达到预期收益仍存在不确定性。

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持

续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在 2017 年全年财政赤字率维持 3% 的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

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。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、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和保持中高速稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，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因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

近三年，该公司化工相关的营业收入占比超过 90%，其中 PTA 产品占比最高，经营主要受到化工行业运行情况的影响。

2017 年上半年，化工行业经营规模保持平稳，而收入及盈利有一定提升和改善，总体经济效益有所恢复；行业分化明显，亏损企业家数仍很多，但亏损面减小。随着环保监督进一步趋严，落后产能陆续停产、退出市场，行业分化将加快，部分大中型企业面临一定的发展机遇。

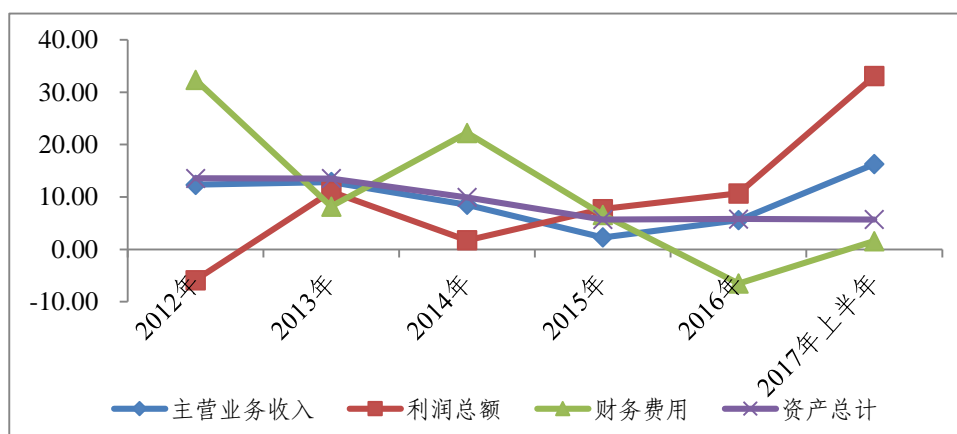
“十三五”期间，我国经济发展正处于工业化中期向工业化后期转变的过渡时期。我国工业化阶段性变化，对基础化工工业的内部结构会形成影响，体现为传统产业比重下降、高端及新型产业快速发展。在转

型时期，包括基础化工行业在内的化学工业的结构调整将进一步加快，以适应国内相关产业升级对基础化工产品的更高需求。

近年来化工行业发展趋势主要有三，首先，高能耗产品的生产基地逐步向中西部资源富集区的转移；其次，多数化工产品产能过剩问题突出，供给侧优化、产业结构升级是大势所趋；最后，我国环境形势日趋严峻，严格的环保法令客观上有利于挤出部分环保不达标的中小型企业，加速行业整合。

近年来，我国基础化工行业经营压力较大，主要与宏观经济景气度低迷、下游需求增长放缓及行业产能过剩等有关。2016年以来，随着主要原材料价格回暖，以及供给侧改革初见成效，部分行业产品价格有所回升，行业经营有所改善。2016年12月末行业资产总额7.57万亿元，同比增长4.80%，增速加快了0.1个百分点；全年行业实现主营业务收入8.77万亿元，同比增长5.6%，增速较上年回升3.3个百分点；行业盈利情况较程度的好转，全年实现利润总额4983亿元，同比增长10.7%，较上年增速提高了3个百分点。截至2017年6月末，我国基础化工行业企业单位数为2.46万个，较2016年12月末减少了355个；6月末行业资产总额7.53万亿元，较年初减少0.54%；上半年行业实现营业收入4.68万亿元，同比增长14.12%；行业盈利情况出现较程度的好转，上半年实现利润总额2,985亿元，同比增长31.39%，较上年增速提高了20.69个百分点，尽管亏损企业家数较年初3,155家上升到3,548家，但亏损总额较上年同期减少98.3亿元至318亿元。

图表 2. 化工行业资产总额、收入、利润总额等累计增减变化（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017年以来，我国环保监管进一步加强，自2月7日国务院《关于划定并严守生态保护红线的若干意见》发布以来，多项意见和管理办法密集发布，使得环保督查工作更加市场化，并具有更强的长效影响。从

化工行业来看，行业内的大型企业普遍已进行了较大规模的环保投入，环保监管加强导致“小散乱污”企业关停且难以复产，有利于大型企业获得稳定的利润空间。

整体来看，2016年下半年以来，受供给侧改革以及环保监管趋严影响，基础化工行业供需结构有所改善，行业内企业经营压力减小。同时，原油、煤炭价格的回升也带动基础化工行业企业整体收入、毛利率小幅上升，行业盈利水平呈复苏态势。

2015年以来，受去产能以及行业内大企业暂时性停产影响，PTA行业企业经营压力有所缓解。长期来看，尽管PX产能逐步扩张有利于PTA行业降低生产成本，但下游纺织品增速趋缓、部分PTA停产装置有望在2017年复产等因素也为PTA行业走势带来不确定性。

2012~2014年是我国PTA产能的高速增长期，期间PTA产能峰值约为4,600万吨/年，过度投资导致产能利用率严重不足。2015年以来，PTA落后产能淘汰加速，且下游有所回暖，行业供需失衡得到较大缓解。2015年4月，古雷腾龙芳烃(漳州)有限公司（简称“古雷腾龙”）PX工厂发生爆炸，导致翔鹭石化股份有限公司（简称“翔鹭石化”）年产能450万吨装置停产；南京扬子石化炼化有限责任公司（简称“南京扬子石化”）乙二醇装置发生爆炸，年产能135万吨PTA装置停产；7月，绍兴远东石化有限公司宣布破产，旗下年产能330万吨的装置已停产。截至2017年6月末，国内PTA产能约4,890万吨，受上述企业停产及部分落后产能盈利能力偏弱长期停产影响，实际有效产能为3,710万吨。

行业内PTA产能较高的企业包括恒力股份660万吨/年、逸盛大化600万吨/年、浙江逸盛550万吨/年、海南逸盛210万吨/年等，其中浙江逸盛为该公司控股公司，逸盛大化和海南逸盛均为公司的联营企业²。目前，行业逐步呈现寡头竞争格局，2016年起，行业企业联合推行“成本+加工费用”定价模式。从竞争力角度看，依托于PX业务的高毛利率，荣盛石化无论在规模还是盈利能力方面均处于行业领导地位；恒力股份和桐昆股份下游涤纶长丝业务毛利率水平较高，综合毛利率尚可；公司综合毛利率偏低，但受益于其持有的浙商银行股权，公司净利润水平较高（详见下表）。

² “恒力股份”全称为恒力石化股份有限公司、“逸盛大化”全称为逸盛大石化有限公司、“浙江逸盛”或“逸盛石化”全称为浙江逸盛石化有限公司、“海南逸盛”全称海南逸盛石化有限公司。文中的产能数据如未特别指明，均为控股产能。

图表 3. 2016 年（末）主要 PTA 上市公司财务概况（单位：亿元、%）³

| 公司简称 | 总资产 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润 | 销售毛利率 | 流动比率 | 经营活动现金净流量 |
|------|--------|-------|--------|-------|-------|------|-----------|
| 荣盛石化 | 406.41 | 63.63 | 455.01 | 19.57 | 10.34 | 0.76 | 28.20 |
| 恒逸石化 | 275.34 | 52.01 | 324.19 | 8.89 | 3.43 | 0.83 | 0.75 |
| 恒力股份 | 196.99 | 69.37 | 192.40 | 11.45 | 13.46 | 0.74 | 7.30 |
| 桐昆股份 | 190.01 | 42.01 | 225.82 | 11.43 | 8.82 | 1.15 | 30.41 |

资料来源：Wind 资讯

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 2016 年末，我国 PX 产能约 1,439.60 万吨/年，且由于国内石脑油供应偏紧、2015 年腾龙芳烃爆炸等因素影响，行业开工率不高，PX 进口依存度较高。“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。但我国 PX 新建装置布局与下游需求不匹配、原料不落实，因此装置负荷可能较低。整体上，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。

图表 4. 2014~2016 年我国 PX 进口概况

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|---------------|----------|----------|----------|
| PX 进口量（万吨） | 997.27 | 1,168.71 | 1,236.13 |
| PX 进口金额（亿美元） | 125.55 | 98.56 | 96.84 |
| PX 进口均价（美元/吨） | 1,258.94 | 843.32 | 783.41 |
| 进口依赖度（%） | 53.00 | 54.67 | 56.95 |

资料来源：Wind 资讯

PTA 的下游主要是涤纶长丝行业。近年来，我国化纤行业持续快速发展，产业结构进一步优化。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。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，年均复合增长率为 5.15%。2017 年 1-5 月我国涤纶纤维生产量为 1,647.63 万吨，同比增长 3.90%。

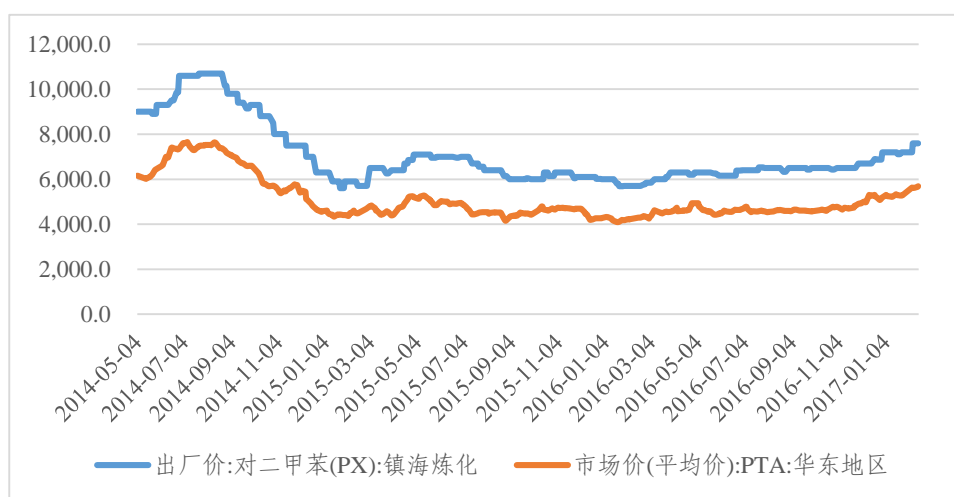
化纤行业下游需求主要为纺织服装行业，2011 年以来，国内外经济下行、市场需求放缓、劳动力成本提升，我国纺织服装业进入去产能、

³ “荣盛石化”全称为荣盛石化股份有限公司、“桐昆股份”全称为桐昆集团股份有限公司。

去库存的调整转型期，2011-2015 年布、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，主要产品产量增速进一步放缓。2016 年，纱、布产量分别为 715.00 亿米和 4,039.50 万吨，同比增长分别为 2.70%和 3.50%，增速分别较上年下降 0.40 个百分点和 1.20 个百分点。2017 年上半年纺织行业的企业家数较年初有所减少，但收入及资产规模较上年同期（或上年末）有一定的增长，利润总额也有所增加。与化工行业有关的纺织材料价格指数要高于上年同期，除化学纤维布的产量下滑外，其他产品包括棉混纺布、印染布等在内的多数纺织材料的产量较上年同期有一定增长。出口方面，上半年纺织行业出口内销两旺，纺织业出口交货值 1800.50 亿元，同比增长 4.06%；纺织行业主营业务收入为 2.03 万亿元，同比增长 8.56%。整体来看，在国内宏观经济下行的背景下，短期内我国纺织行业需求有所恢复，但内需消费缺乏有力支撑，纺织行业将进入紧平衡供求格局。

产品价格方面，PTA 产品的主要成本来自于 PX，故 PTA 与 PX 价格走势呈高度一致的状态。随着原油价格下跌，PTA 的价格自 2014 年起持续下跌，一度跌至 4,400 元/吨，2015 年有所反弹，至 2016 年末 PTA 价格稳定为 5,000 元/吨左右。与 PTA 类似，PX 价格 2014 年来持续下跌，最低跌至 5,600 元/吨，至 2017 年价格已回升至 7,600 元/吨左右。

图表 5. PX 与 PTA 价差变化 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

整体来看，目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，行业竞争不断加剧，同质化竞争严重。行业内的大型企业均通过向上游 PX 生产扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，但大量炼化项目的同时上马使得未来的产能释放存在不确定性。此外，部分停产产能将在 2017

年复产⁴，考虑到下游需求在短期内难有快速增长，上述企业的复产为PTA后续价格走势带来不确定性。

常态化、制度化的环保督查将进一步加大高污染的化工行业的环保投入压力，但也使得落后产能加快出清，部分化工品的供给可能出现减少，部分化工子行业的景气度有望得到维持。

环保督察机制是在2015年7月1日中央全面深化改革领导小组第十四次会议审议通过的《环境保护督察方案（试行）》中正式建立。2016年7月首批中央环保督查组开展督查以来，截至目前第三批中央环境保护督查反馈已结束，第四批全部启动了包括山东、浙江和新疆在内重点化工产业大省等八省（区）的环保督查。

常态化、制度化的中央环保督查，使得地方政府面临更为严格的环保整治要求和环保问责压力，将进一步影响到高污染的化工行业运营，行业环保投入压力加大，且将面临较大的监管压力。同时，供给侧结构性改革的持续推进，若干化工品很可能面临落后产能出清、供给减少的局面。上述督查省份的中小型化工企业生产会受到影响，部分落后产能将出清或环保投入压力加大，而环保设施充分投入、装置运行规范的化工企业将有望获益。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

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。

近三年，该公司产权结构稳定。公司于2016年进行了定向增发，发行股票3.17亿股。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的验资报告，截至2016年9月末，公司实际募得资金37.66亿元，其中新增股本3.17亿元，新增资本公积34.49亿元。2017年6月，公司实施第二期限限制性股票激励计划，限制性股票授予数量2,855万股，6月末公司股本增至16.48亿元（股权结构详见附录一）。

⁴ 重庆市蓬威石化有限责任公司（简称“蓬威石化”）90万吨装置于2017年2月份重启复产，四季度桐昆股份新建120万吨PTA计划投产，华彬石化(远东石化重组)140万吨装置计划年内复产。

恒逸集团成立于 1994 年，截至 2017 年 6 月末实收资本为 5180 万元。恒逸集团的核心资源主要集中在该公司。截至 2017 年 6 月末，恒逸集团持有公司 49.63% 的股份，并通过浙江恒逸投资有限公司（简称“恒逸投资”，恒逸集团持股 60%）间接持有公司 8.54% 的股份，成为公司的控股股东。恒逸集团股权较为分散，截至 2017 年 6 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、邱奕博分别持股 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。2010 年 3 月，邱建林与万永实业、邱祥娟、邱正南、邱杏娟⁵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。根据该协议，邱建林为恒逸集团和公司的实际控制人。

2015 年 3 月邱祥娟、万永实业与邱建林签订了《关于同意继续履行〈一致行动协议〉的说明》⁶，自愿在原协议到期后继续延长十年，即从原协议签署日起的十五年内，未经邱建林同意，将不会直接或间接转让所持恒逸集团的股权，并会继续完全履行协议中的其他各项约定。

此外，截至 2017 年 9 月 11 日，恒逸集团质押该公司股份 43,080 万股，占公司总股份的 26.13%，占其持有公司股份的 55.28%。⁷

（二）公司法人治理结构

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

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。方贤水担任董事长兼总裁、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。2016 年，公司向关联方采购合计 12.16 亿元，占当期营业成本的 3.88%，（上年数为 10.60%），大幅减少主要是上

⁵ 协议签署方合计持股比例 58.55%，但邱正南将所持股份赠与其子邱利荣后不再受协议约束，剩余一致行动人持股比例为 54.65%，仍能对公司实施控制。

⁶ 邱建林和万永实业合计持股比例为 53.19%。

⁷ 2017 年 9 月 13 日公告，恒逸集团持有公司股份 779,373,967 股，占公司股份总数的 47.28%。

海恒逸聚酯纤维有限公司（简称“上海恒逸”）剥离后不需再向关联方采购 PTA 及 PET 所致。此外，代销关联企业 PTA 产品是公司关联采购规模较大的原因之一。2014 年以来，公司关联销售额逐年下降，2016 年关联销售额为 1.45 亿元，占当期营业收入的 0.45%，其中最大关联销售的客户为海南逸盛，销售额为 0.94 亿元，较上年减少 45.77%。

图表 6. 2014~2016 年公司与关联方间的重大购销概况（单位：万元）

| 关联方名称 | 关联关系 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|------------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 采购商品/接受劳务 | | | | |
| 巴陵己内酰胺 | 子公司之合营企业 | 23,606.63 | 23,418.05 | 22,401.61 |
| 海南逸盛 | 参股公司 | 69,326.68 | 147,121.21 | 20,302.64 |
| 逸盛大化 | 参股公司 | 12,678.30 | 118,340.64 | 70,796.69 |
| 宁波恒逸物流有限公司 | 母公司的其他子公司 | 9,576.42 | 9,992.27 | 4,121.90 |
| 浙江恒逸物流有限公司 | 母公司的其他子公司 | 10,438.91 | 8,447.39 | 3,621.00 |
| 出售商品/提供劳务 | | | | |
| 杭州萧山合和纺织有限公司 | 股东控制的企业 | 4,713.33 | 3,010.97 | 2,398.60 |
| 海南逸盛 | 参股公司 | 24,258.92 | 17,366.26 | 9,417.33 |
| 巴陵己内酰胺 | 子公司之合营企业 | 30,978.73 | 18,901.75 | 1,105.91 |
| 逸盛大化 | 参股公司 | 5,632.09 | 115.44 | 12.98 |

资料来源：恒逸石化

该公司与关联方之间应收款项和应付款项的余额较小，与关联方的资金往来规模也不大，但关联方资金拆借规模较大。2016 年，公司向恒逸集团陆续拆入资金 103.09 亿元（截至 2017 年 6 月末已逐笔全额偿还），对海南逸盛的委托贷款 8.00 亿元（2017 年 8 月已到期）。另外，2014~2016 年，公司与关联方之间共发生 5 起股权转让事项，详见下表。

图表 7. 2015~2016 年公司与关联方间的资产转让情况（单位：亿元）

| 关联方 | 关联交易内容 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|----------------------|----------|--------|--------|--------|
| 海南恒盛元国际旅游发展有限公司 | 股权转让 | 4.38 | — | — |
| 大连逸盛投资有限公司（简称“大连逸盛”） | 股权转让 | 3.35 | — | — |
| 香港逸天有限公司 | 股权转让 | 0.05 | — | — |
| 恒逸集团 | 购买浙商银行股权 | — | 7.22 | — |
| 巴陵己内酰胺 | 股权转让 | — | — | 0.21 |

资料来源：恒逸石化

截至 2017 年 6 月末，该公司子公司浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）分别向巴陵己内酰胺和海南逸盛提供金额为 3,400 万元人民币和 1,922 万美元的担保，属于关联担保，详情如下表所示。与此同时，2017

年 6 月末，公司接受关联方的担保余额合计为 16.05 亿人民币和 600 万美元，担保方主要为恒逸集团。

图表 8. 2017 年 6 月末公司对关联方提供的担保概况

| 担保单位 | 被担保单位 | 担保金额 | 到期日 | 备注 |
|------|--------|-------------|------------|------|
| 浙江逸盛 | 巴陵己内酰胺 | 3,400 万元人民币 | 2017-12-10 | 项目贷款 |
| | 海南逸盛 | 1,922 万美元 | 2020-06-06 | 项目贷款 |

资料来源：恒逸石化

（三）公司管理水平

该公司建立并逐步完善了覆盖财务管理制度、存货管理、对外投资管理、对外担保管理、采购与付款管理等较为全面的管控制度体系，管理基础得到进一步夯实。

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，公司及控股子公司均具有相应的安全生产许可证，均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。

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《远期外汇交易业务管理制度》和《期货业务管理制度》，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。

该公司制定了《担保控制制度》，要求被担保企业的银行信用评级应在 A 级以上，企业资产负债率不得高于 70%。近三年，公司对外担保规模有所下降，担保风险可控。

（四）公司经营状况

该公司专注于主业，产业链优势明显，但受市场环境影响，近年来主业经营效益波动较大。公司收入和盈利来源于 PTA、聚酯和原料贸易等，2014 年下半年起 PTA 新增产能逐步释放，收入和利润贡献逐步提升。公司目前重点推进文莱石化项目，投资规模很大，建成后有利于完善公司产业链布局，盈利受投产时点市场环境影响很大，能否达到预期存在不确定性。

该公司营业收入主要来自 PTA、聚酯（含切片、POY、FDY 和 DTY 等）、原料贸易等。2014~2016 年，公司营业收入分别为 280.63 亿元、303.18 亿元和 324.19 亿元；综合毛利率分别为 4.13%、4.36%和 3.43%。其中，随着 PTA 产能的逐步释放，公司 PTA 产品销售收入逐年增长；而聚酯产品受产品价格下降及剥离不良资产影响等，销售收入逐年减少。

图表 9. 公司近三年一期营业收入构成及毛利率变化

| 营业收入 (亿元) | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 | 2017 年 上半年度 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| PTA | 107.23 | 164.77 | 194.81 | 188.86 |
| 聚酯 | 156.73 | 121.21 | 93.13 | 56.21 |
| 原料贸易 | 15.27 | 15.77 | 35.10 | 38.37 |
| 其他 | 1.40 | 1.43 | 1.16 | 1.25 |
| 合计 | 280.63 | 303.18 | 324.19 | 284.69 |
| 毛利率 (%) | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 | 2017 年 上半年度 |
| PTA | 2.70 | 3.97 | 2.03 | 2.08 |
| 聚酯 | 5.56 | 4.88 | 7.17 | 9.40 |
| 原料贸易 | 0.02 | 1.40 | 0.50 | 1.63 |
| 其他 | -2.33 | 37.82 | 27.32 | 41.81 |
| 综合毛利率 | 4.13 | 4.36 | 3.43 | 3.64 |

注：根据恒逸石化提供的数据整理

具体而言，该公司 2016 年 PTA 产品产量较上年小幅减少，但产品价格反弹使得当年 PTA 收入同比增长 18.23% 至 194.81 亿元；同期，PTA 原材料成本大幅上升导致毛利率下降 1.94 个百分点，至 2.03%。

该公司聚酯业务以 PET 切片、POY、DTY 为主⁸，2016 年聚酯业务开工率下降以及转让上海恒逸导致公司聚酯产出、销量同比减少，使得聚酯收入同比减少 23.17% 至 93.13 亿元。聚酯毛利率受到原材料和能源成本下降影响较上年上升 2.29 个百分点至 7.17%。

图表 10. 公司近三年一期的营业收入分类结构及变化趋势

| 营业收入占比 (%) | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年 | 2017 年 上半年度 |
|------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| PTA | 38.21 | 54.35 | 60.09 | 66.34 |
| 聚酯 | 55.85 | 39.98 | 28.73 | 19.74 |
| 原料贸易 | 5.44 | 5.20 | 10.83 | 13.48 |
| 其他 | 0.50 | 0.47 | 0.36 | 0.44 |
| 合计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注：根据恒逸石化提供的数据绘制

2017 年以来，涤纶长丝、PTA 价格随 PX 价格一路走高，该公司营业收入较上年同期大幅增长，尽管公司毛利率小幅下降，但营业毛利仍大幅增长。2017 年上半年度，公司实现营业收入 284.69 亿元，较上年同期增长 107.90%；毛利率较上年同期下降 0.17 个百分点至 3.64%。

1. 生产

截至 2017 年 6 月末，该公司 PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为 612 万吨/年、183.5 万吨/年和 10 万吨/年（如图表 11 所示）。

⁸ PET，聚对苯二甲酸乙二酯（简称涤纶）(Polyethylene Terephthalate)，也称聚酯；POY，涤纶预取向丝（Pre-oriented Yarn）；DTY，涤纶变形丝（Draw Textured Yarn）。

图表 11. 公司最新的主要产品产能情况 (单位: 万吨)⁹

| 产品 | 公司 | 总产能 | 持股比例 | 权益产能 |
|------|--------|-----|--------|------|
| PTA | 浙江逸盛 | 550 | 70% | 385 |
| | 逸盛大化 | 600 | 25.38% | 152 |
| | 海南逸盛 | 200 | 37.5% | 75 |
| 聚酯纤维 | 恒逸高新 | 80 | 100% | 80 |
| | 恒逸聚合物 | 60 | 60% | 36 |
| | 恒逸有限 | 30 | 100% | 30 |
| 聚酯瓶片 | 海南逸盛 | 100 | 37.5% | 37.5 |
| 己内酰胺 | 巴陵己内酰胺 | 20 | 50% | 10 |

注: 根据恒逸石化提供的数据绘制

2014 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)。目前生产聚酯纤维的子公司包括恒逸高新、恒逸聚合物等, 2016 年 3 月出售了上海恒逸¹⁰全部股权, 聚酯产能大幅下降至 170 万吨/年。尽管因出售上海恒逸股权使得公司的聚酯产能大幅减少, 但是上海恒逸自身的产能利用率、盈利不佳, 对公司生产经营经营与财务的影响不大。

图表 12. 公司 2014 年以来控股的主要产品生产概况

| 项目 | | PTA | 聚酯 |
|----------------|-----------|--------|--------|
| 2014 年 | 产能 (万吨) | 550 | 280 |
| | 产量 (万吨) | 345.84 | 219.02 |
| | 产能利用率 (%) | 62.88 | 78.22 |
| 2015 年 | 产能 (万吨) | 550 | 280 |
| | 产量 (万吨) | 465.88 | 220.71 |
| | 产能利用率 (%) | 84.71 | 78.84 |
| 2016 年 | 产能 (万吨) | 550 | 170 |
| | 产量 (万吨) | 467.36 | 165.75 |
| | 产能利用率 (%) | 84.97 | 97.50 |
| 2017 年上半 年度 | 产能 (万吨) | 275 | 85 |
| | 产量 (万吨) | 237.51 | 85.15 |
| | 产能利用率 (%) | 86.37 | 101.18 |

注: 根据恒逸石化提供的数据绘制

近三年, 该公司 PTA 产能利用率整体上处于行业内较好的水平, 而 2014 年 PTA 产能偏低主要系 2014 年上半年 PTA 节能减排项目、下半年新增产能释放所致。聚酯方面, 2014 年起工厂大规模检修和行业不景气, 产能利用率有所下滑, 2016 年市场需求转旺, 产能利用率率大幅回升。

⁹恒逸高新的全称为“浙江恒逸新材料有限公司”、恒逸聚合物的全称为“浙江恒逸聚合物有限公司”。

¹⁰上海恒逸的聚酯总产能 110 万吨/年, 近年来开工率较低, 产品效益不佳, 目前已停产。2016 年 3 月末, 公司将持有的上海恒逸 100% 股权经审计评估后转让给海南恒盛元国际旅游发展有限公司, 上海恒逸不再计入合并报表范围。

2. 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，其中约 60%PX、90%MEG 依靠进口，在原料采购上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。

2014~2016 年，该公司 MEG 采购量分别为 64.48 万吨、60.03 万吨和 52.11 万吨。其中，2016 年 MEG 采购量大幅下降主要是出售上海恒逸导致 PET 产能下降，MEG 消耗减少所致；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 采购量逐年增长，近三年采购量分别为 230.68 万吨、305.45 万吨和 310.56 万吨。2015 年以来，受国际原油价格下跌以及国内 PX 产能逐步扩张影响，PX 采购价格较 2014 年大幅下降。2016 年，公司前五大供应商采购总金额 120.15 亿元，占采购总额的比重为 38.38%。

图表 13. 公司最近三年主要原材料采购情况

| 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) |
| 2014 年 | 64.48 | 35.84 | 5558.31 | 230.68 | 171.31 | 7426.30 |
| 2015 年 | 60.03 | 29.69 | 4945.86 | 305.45 | 159.85 | 5233.26 |
| 2016 年 | 52.11 | 26.93 | 5167.91 | 310.56 | 168.79 | 5435.02 |
| 2017 年 上半年度 | 28.96 | 18.13 | 6260.15 | 153.40 | 90.50 | 5899.61 |

注：根据恒逸石化提供的数据绘制

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。尽管公司利用期货市场对冲原材料价格变动风险，但未能完全规避相关风险。近三年，公司衍生金融工具产生的公允价值变动收益分别为-0.18 亿元、0.26 亿元和 0.31 亿元，其中，2016 年公司 PTA 期货主要通过子公司浙江逸盛进行操作，年内 PTA 期货购入金额为 1.78 亿元，售出金额 1.35 亿元，期末投资余额 0.42 亿元，当年实际损益 0.07 亿元。

2017 年上半年，该公司主要原材料 PX、MEG 采购均价较上年涨幅较大，其中 MEG 采购均价较上年增长 21.14% 至 6,260.15 元/吨，采购额 18.13 亿元；PX 采购均价较上年增长 8.55% 至 5,899.61 元/吨，采购额 90.50 亿元。

3. 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 产品出厂价主要通过综合中石化、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。袋装料结算价格（不含包装费）为结算价基础上下浮 100-150 元。

图表 14. 公司最近三年主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年上半年度 | | |
|-----|--------|--------|---------|--------|---------|--------|------------|--------|---------|
| | 数量 | 均价 | 数量 | 均价 | 数量 | 均价 | 数量 | 均价 | |
| PTA | 自用 | 113.36 | — | 145.60 | — | 113.32 | — | 48.99 | — |
| | 外销 | 228.89 | 5632.17 | 323.36 | 4206.21 | 354.04 | 3979.00 | 189.41 | 5080.89 |
| PET | 自用 | 18.33 | — | 21.02 | — | 26.21 | — | 10.87 | — |
| | 外销 | 202.34 | 7519.03 | 196.92 | 5478.13 | 139.54 | 6017.00 | 60.63 | 6965.01 |

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。2014 年 6 月起，PTA 厂商联合推行成本定价模式，按“PX 成本价+720 元”定价，保证了公司的利润空间。PTA 产品销售的结算模式为款到发货或款货两讫，通常以承兑汇票或信用证进行结算。公司在收到客户的货款后直接从公司仓库发货。

该公司聚酯产品主要为 POY、FDY、DTY 等长丝产品，产品全部直销，款到发货。公司客户众多，产销率一直维持在 100% 左右，客户主要为国内外下游客户。

4. 原料贸易业务

该公司依托 PTA——聚酯产业链优势，开展石化产品 PX、MEG（乙二醇）和 PTA 的商贸业务。贸易板块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，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。公司 PX、MEG 货源以进口为主，与国外供应商有着长期合作关系，采购成本较市场低。2014 年以来，公司贸易规模波动，2014-2016 年和 2017 年上半年原料贸易收入分别为 15.27 亿元、15.77 亿元、35.10 亿元和 38.37 亿元，分别占当期营业收入的 5.44%、5.20%、10.83% 及 13.48%；原料贸易毛利率分别为 0.02%、1.40%、0.50% 及 1.63%。

5. 浙商银行股权投资情况

该公司的“石化+金融”双驱动发展模式初具雏形。2014年末，浙江恒逸持有浙商银行股权比例为2.09%，取得时成本合计3.82亿元。2015年4月，恒逸高新以3.8亿元自有资金认购了浙商银行增资扩股所发行的2.88亿股股票，公司持股比例增至3.64%。2015年10月，恒逸高新以自有资金7.22亿元受让恒逸集团所持有的2.2亿股浙商银行股份，受让完成后，公司持股比例增至5.16%，并向浙商银行派驻董事一名，能够对其实施重大影响。2016年3月，浙商银行在港股上市，股票代码02016。全球发售完成后，公司累计持有浙商银行股份4.17%，市值约30亿元人民币¹¹，所持股票全部未质押。截至2017年6月末，公司持有浙商银行股份比例为4.17%，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权。

近年来，浙商银行业务及资产规模增长较快。2014~2016年末，浙商银行总资产分别为6,699.57亿元、10,316.50亿元和13,548.55亿元，所有者权益分别为331.50亿元、496.57亿元和674.75亿元。2014~2016年浙商银行分别实现营业总收入173.97亿元、251.30亿元和336.53亿元；净利润分别为50.96亿元、70.51亿元和101.53亿元。2017年6月末，浙商银行总资产14,532.90亿元，所有者权益843.55亿元；2017年上半年度，浙商银行实现营业总收入179.49亿元，净利润56.13亿元。所持浙商银行的股票预计能够为该公司带来稳定的投资收益。

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年，公司将逸盛大化13.65%股权转让给大连逸盛，当期确认投资收益-0.02亿元。主要参股化工公司2016年业绩明显较上年有大幅改善（全部实现盈利），其中海南逸盛2015~2016年和2017年上半年净利润分别为-2.42亿元、0.44亿元和0.61亿元。

图表 15. 公司主要参股子公司 2016 年财务概况（单位：亿元、%）

| 主体 | 持股比例 | 总资产 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 |
|------|------|-----------|--------|--------|--------|
| 大连逸盛 | 30 | 149.42 | 49.06 | 289.81 | 0.93 |
| 海南逸盛 | 37.5 | 102.76 | 19.07 | 104.65 | 0.44 |
| 浙商银行 | 4.17 | 13,548.54 | 674.75 | 336.53 | 101.53 |

注：根据恒逸石化提供的数据绘制

¹¹ 按照浙商银行2017年3月24日收盘价格4.39港元/股估算。

（五）公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年至 2016 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。

合并报表范围变化上，2014~2015 年该公司各新增合并 2 家子公司、2016 年减少了 2 家，2017 年上半年无变化。其中 2016 年减少的上海恒逸和恒逸日本，对公司合并报表影响不大。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 275.34 亿元，所有者权益为 132.13 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 109.24 亿元）；2016 年公司实现营业收入 324.19 亿元，净利润为 8.89 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 8.30 亿元）；经营性现金流量净额为 30.96 亿元。截至 2017 年 6 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 306.25 亿元，所有者权益为 152.60 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 120.65 亿元）；2017 年上半年度，公司实现营业收入 284.69 亿元，净利润为 9.54 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 8.52 亿元）；经营性现金流量净额为 1.80 亿元。

整体看，该公司营业收入及资产规模较大，2016 年以来，受行业景气度改善影响，公司主业经营大幅改善。公司持有浙商银行优质股权，能够获得稳定的投资收益，整体盈利能力尚可。公司债务规模大，且以短期刚性债务为主，面临较大的即期债务偿付压力。近三年公司非筹资环节资金缺口很大，正在推进文莱石化项目将持续加大了公司的投融资压力。2017 年上半年，公司主要产品盈利空间有所扩大，盈利继续改善，营业毛利对净利润的贡献进一步提升。

按恒逸石化要求，本评级报告中三季度数据仅在报告概要页及附录中简要披露。公司 2017 年前三季度经营状况较 2017 年上半年度未发生重大不利变化，未对公司债务偿付能力造成实质性影响。

六、公司财务分析

(一) 公司盈利能力

该公司主业盈利能力较弱，2016 年来有所改善；2015 年起公司对浙商银行的长期股权投资有所增加，并对其产生重大影响，改为权益法计量。未来，浙商银行的盈利贡献将成为公司重要的利润来源。

2014~2016 年，该公司营业收入分别为 280.63 亿元、303.18 亿元和 324.19 亿元；毛利率分别为 4.13%、4.36% 和 3.43%。2014 年四季度，公司新增 PTA 产能达产，2015 年产能逐步释放，当年 PTA 产量同比增长 34.71%，公司收入有所增长。2016 年，主要得益于行业回暖，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下降。

2014~2016 年，该公司期间费用率分别为 4.10%、5.33% 和 2.93%，逐年增长。2016 年，公司销售费用 1.33 亿元，较上年下降 59.48%，主要是 PTA 销售策略改变，运费由客户承担所致；管理费用 3.78 亿元，同比增长 8.66%。2016 年公司财务费用 4.38 亿元，较上年减少 53.39% 大幅减少主要系 2015 年美元债务规模较大且人民币大幅贬值导致公司发生汇兑损失 4.90 亿元，全年财务费用达 9.40 亿元。

图表 16. 近三年一期公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

| 项目 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年 上半年度 |
|-----------|-------------|--------------|--------------|----------------|
| 营业毛利 | 11.58 | 13.22 | 11.12 | 10.36 |
| 投资净收益 | -3.79 | 5.03 | 6.05 | 3.56 |
| 公允价值变动损益 | -0.31 | 0.29 | 0.65 | -0.49 |
| 营业外净收入 | 0.36 | 0.48 | 2.11 | 0.14 |
| 合计 | 7.84 | 19.01 | 19.94 | 13.57 |

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理、绘制。

2014~2016 年，该公司营业毛利分别为 11.58 亿元、13.22 亿元和 11.12 亿元。同期，投资净收益分别为 -3.79 亿元、5.03 亿元和 6.05 亿元，其中，2014 年，联营企业逸盛大化和海南逸盛出现大幅亏损，导致投资收益为负；2015 年，联营企业亏损 0.47 亿元，但当年公司对浙商银行持股比例增加，改为权益法核算，导致投资收益增加 5.29 亿元；2016 年，权益法核算的长期股权投资收益 5.02 亿元。2014~2016 年，营业外净收入分别为 0.36 亿元、0.48 亿元和 2.11 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；净利润分别为 -3.96 亿元、1.62 亿元和 8.89 亿元。

图表 17. 2014-2016 年度公司盈利能力指标

| 指标 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 |
|--------|---------|---------|---------|
| 营业利润率 | -1.62% | 0.55% | 2.41% |
| 总资产报酬率 | 0.07% | 2.65% | 5.19% |
| 净资产收益率 | -5.51% | 2.11% | 8.25% |

注：根据恒逸石化经审计的 2014-2016 年财务数据计算、绘制

2017 年以来，该公司营业收入较上年同期大幅增长 107.90% 至 284.69 亿元，但综合毛利率较上年同期下降 0.17 个百分点至 3.64%。同期，实现营业利润 10.00 亿元，较上年同期增长 147.20%；净利润 9.54 亿元，较上年同期增长 138.89%。

整体而言，该公司主业盈利能力大幅改善。此外，2015 年以来，公司参股浙商银行并采取权益法核算有关，其“石化+”战略初见成效，公司盈利得到较好的支持。

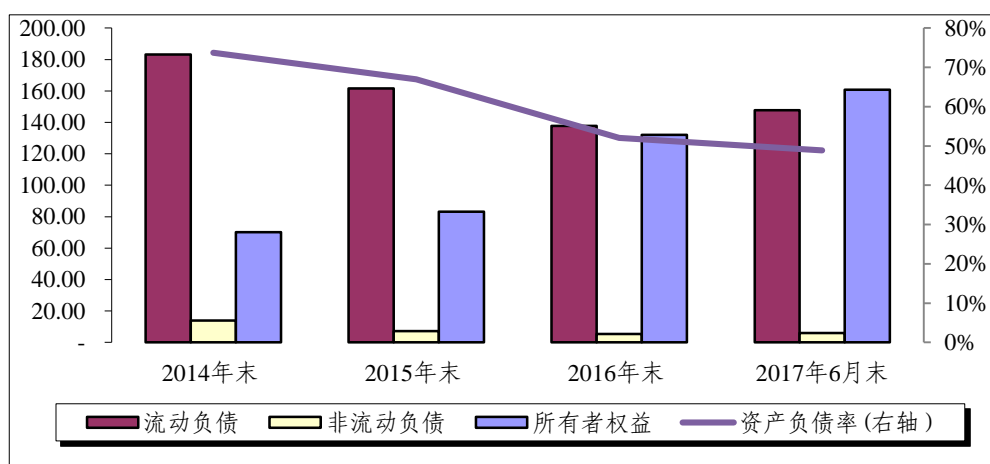
（二）公司偿债能力

该公司短期刚性债务占比高、规模大，加之资产流动性弱、受限资产规模大，整体流动性压力较大。近三年公司经营活动净现金流受主业盈利情况影响有所波动，加之投资支出较大，公司依赖融资活动弥补资金缺口。2016 年，公司定向增发完成，杠杆水平显著下降，但债务期限结构无明显改善。

1. 债务分析

2014~2016 年末，该公司负债总额分别为 197.18 亿元、168.81 亿元和 143.21 亿元，资产负债率分别为 73.76%、66.96% 和 52.01%。具体而言，2014 年末，公司经营压力加大，应付票据（主要是银行承兑汇票）较上年末增长 198.46% 至 31.09 亿元，导致当年公司杠杆水平大幅升高；2015 年末，尽管短期借款较上年末有所增长，但长期借款和应付票据减少，公司负债总额有所减少；2016 年末，短期借款规模继续下降，加之公司定向增发募集大量现金，资产负债率继续下降。

图表 18. 公司财务杠杆水平变化趋势 (单位: 亿元)



| 资金来源构成 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年 6 月末 |
|--------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动负债 | 183.25 | 161.51 | 137.79 | 148.50 |
| 非流动负债 | 13.93 | 7.30 | 5.42 | 5.15 |
| 所有者权益 | 70.14 | 83.28 | 132.13 | 152.60 |
| 资产负债率 | 73.76% | 66.96% | 52.01% | 50.17% |

资料来源: 根据恒逸石化所提供资料整理、绘制。

从债务期限结构来看, 该公司负债几乎全为流动负债, 2014~2016年末, 流动负债占总负债的比重分别为 92.93%、95.68%和 96.22%; 同期末, 长短期债务比分别为 7.60%、4.52%和 3.93%, 公司债务期限欠合理, 短期偿债压力很大。

该公司负债以刚性债务为主, 2016 年末刚性债务为 112.80 亿元, 占负债总额的 78.77%。其中短期、中长期刚性债务分别为 108.45 亿元和 4.35 亿元。从构成来看, 短期刚性债务主要为短期借款 77.63 亿元(其中含 5.06 亿美元和 0.08 亿欧元的外币债务)和应付票据 28.66 亿元等; 中长期刚性债务主要是长期借款 3.08 亿元。

图表 19. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)

| 资金来源构成 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年 上半年度 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 短期借款 | 107.17 | 110.28 | 77.63 | 84.32 |
| 应付票据 | 31.09 | 25.73 | 28.66 | 32.44 |
| 交易性金融负债 | 0.13 | 0.13 | 0.04 | 0.19 |
| 一年内到期的长期刚性债务 | 2.18 | 7.10 | 2.01 | 2.02 |
| 其他短期刚性债务 | 0.26 | 0.19 | 0.11 | 0.10 |
| 长期借款 | 12.11 | 5.32 | 3.08 | 3.31 |
| 其他中长期刚性债务 | 0.00 | 0.02 | 1.27 | 0.97 |
| 刚性债务合计 | 152.94 | 148.77 | 112.80 | 123.35 |

资料来源: 根据恒逸石化所提供资料整理、绘制。

从借款方式上来看，该公司最主要的借款方式为保证借款，其次为抵押借款和信用借款。具体而言，2016年末，公司短期借款中保证、抵押和质押借款的占比分别为55.17%、35.98%和8.85%。公司抵押借款主要利用固定资产和无形资产进行抵押，2016年末固定资产和无形资产受限金额分别为57.25亿元和0.81亿元；质押借款主要通过应收票据质押取得，2016年末应收票据受限金额0.23亿元。

2017年以来，该公司投资支出较大，加之经营环节现金净流入规模减小，公司资金需求有所增加，短期借款规模有所增长，但受益于权益规模增加，资产负债率小幅下降。截至2017年6月末，公司负债总额153.66亿元，较上年末增长7.29%，债务构成未有明显变化；其中短期借款84.32亿元，较上年末增长8.62%；应付票据较上年末增长13.19%；长期借款3.31亿元，较上年末增长7.59%，其他负债科目变动不大。

截至2017年6月末，该公司对外担保余额为1.15亿元，其中为海南逸盛提供担保的余额为0.91亿元，到期日2020年6月。其他或有事项方面，恒逸聚合物（第一原告）和浙江恒逸（第二原告）向杭州萧山区法院提出起诉浙江省火电建设公司（已更名为中国能源建设集团浙江火电建设有限公司）（第一被告）及其分包方，因施工中发生重大事故导致公司产生各项损失0.45亿元及相关期间的利息。该案已与2017年8月受理立案，将于10月开庭审计。由于涉案金额占公司净资产的比例很小，不会对公司经营和财务产生重大影响。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的2017年8月29日的《企业信用报告》，公司无债务违约情况。

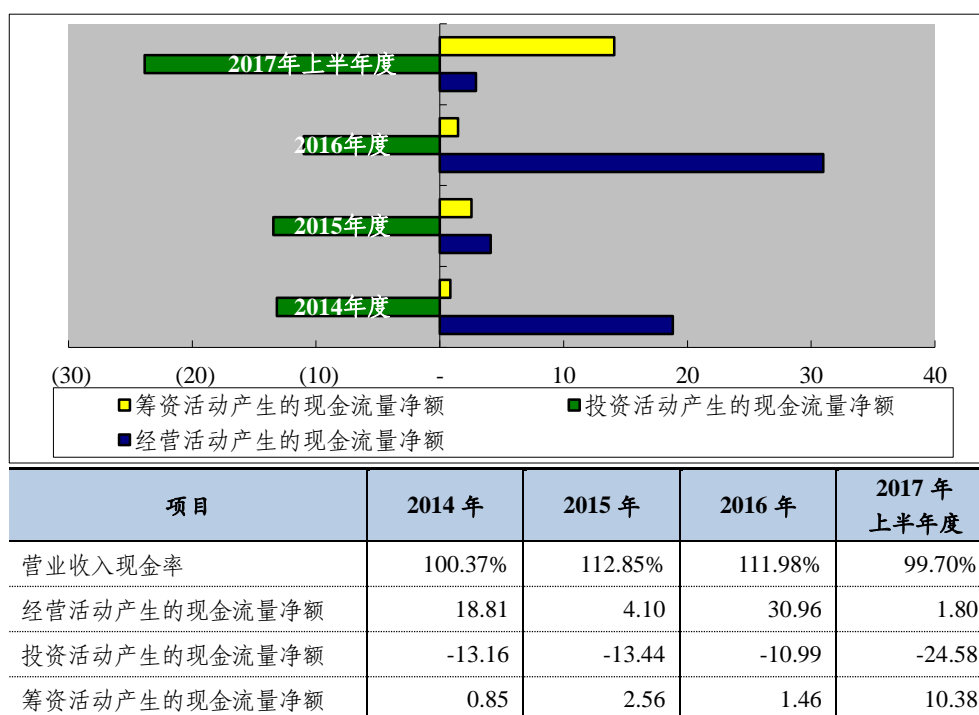
2. 现金流分析

尽管化工行业景气度有所波动，该公司仍旧保持了较强的现金回笼能力，2014~2016年，公司营业收入现金率保持较高水平，分别为100.37%、112.85%和111.98%；同期，经营活动产生的现金净流量有所波动，分别为18.81亿元、4.10亿元和30.96亿元。具体而言，2014年，公司应付票据大幅增长，导致经营性现金净流量较上年大幅增长；2015年，随着应付账款和应收票据规模下降，公司经营性现现金净流量较上年大幅回落；2016年，公司改变销售政策，销售回款改善，经营活动现金流入大幅增长，导致公司经营性现金净流量较上年大幅增长。

近年来,该公司保持了一定的投资力度,致使其投资性现金流量一直呈现净流出状态。2014~2016年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.16亿元、-13.44亿元和-10.99亿元。

该公司资本性支出规模较大,加之经营环节资金占用比例逐年升高,非筹资环节存在一定的资金缺口。公司依赖债务融资渠道弥补资金缺口,2014~2016年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.85亿元、2.56亿元和1.46亿元。

图表 20. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



| 项目 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年上半年度 |
|---------------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入现金率 | 100.37% | 112.85% | 111.98% | 99.70% |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 18.81 | 4.10 | 30.96 | 1.80 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -13.16 | -13.44 | -10.99 | -24.58 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.85 | 2.56 | 1.46 | 10.38 |

资料来源: 根据恒逸石化提供资料整理、绘制。

2014~2016年该公司EBITDA分别为9.07亿元和16.65亿元和22.59亿元,波动较大,主要由于盈利波动所致。同期,刚性债务规模持续增长,导致EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖有所波动。

图表 21. 公司现金流对债务的覆盖情况

| 指标名称 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|--------------------|-------|-------|-------|
| EBITDA(亿元) | 9.07 | 16.65 | 22.59 |
| EBITDA/利息支出(倍) | 1.86 | 3.51 | 6.01 |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 0.07 | 0.11 | 0.17 |
| 经营性现金净流入与负债总额比率(%) | 10.41 | 2.24 | 19.85 |
| 经营性现金净流入与刚性债务比率(%) | 13.95 | 2.72 | 23.67 |

资料来源: 根据恒逸石化所提供资料整理、绘制。

2017 年上半年度，该公司经营活动现金净流量 1.80 亿元，较上年同期减少 90.12%，主要系当期票据回笼增加，日常经营现金支付增加所致；投资活动现金净流出 24.58 亿元，净流出较上年同期增加 23.90 亿元，主要系文莱项目投资支出；当期，公司银行借款增加，筹资性现金净流入 10.38 亿元（上年同期为-18.79 亿元）。

整体看，2014~2016 年，尽管受市场状况影响而有所波动，但该公司保持了一定规模的经营活动现金净流入，非筹资环节资金缺口不大。2017 年以来，公司经营活动现金净流入规模大幅下滑，与营业收入的改善匹配度较差，加之投资活动现金流出规模扩大，公司非筹资活动现金缺口有所扩大，现金流平衡较依赖于筹资活动。

3. 资产质量分析

2014~2016 年及 2017 年 6 月末，该公司所有者权益分别为 70.14 亿元、83.28 亿元、132.13 亿元和 152.60 亿元。同期，公司实收资本分别为 11.54 亿元、13.06 亿元、16.20 亿元和 16.48 亿元；资本公积分别为 0.41 亿元、9.47 亿元、43.67 亿元和 51.50 亿元。其中 2015 年末及 2016 年末，实收资本及资本公积较上年末均有所增长，主要是年内分别完成定向增发所致；2017 年 6 月末，公司完成第二期限制性股票激励计划限制性股票授予登记，股本增至 16.48 亿元，资本公积亦有所增加。但公司未分配利润规模较大，2014~2017 年 6 月末未分配利润分别占所有者权益的 49.74%、44.10%、34.08%及 34.03%，面临所有者权益结构不稳定的风险。

图表 22. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元、%）

| 项目 | 2014 年末 | | 2015 年末 | | 2016 年末 | | 2017 年 6 月末 | |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 固定资产 | 31.43 | 11.76 | 26.18 | 10.39 | 47.26 | 17.16 | 35.36 | 11.55 |
| 长期股权投资 | 47.24 | 17.67 | 25.33 | 10.05 | 16.75 | 6.08 | 30.24 | 9.87 |
| 应收账款及应收票据 | 20.32 | 7.60 | 19.32 | 7.66 | 13.36 | 4.85 | 19.58 | 6.39 |
| 货币资金 | 14.82 | 5.54 | 15.49 | 6.15 | 19.50 | 7.08 | 18.43 | 6.02 |
| 预付款项 | 104.51 | 39.09 | 96.27 | 38.19 | 82.19 | 29.85 | 79.78 | 26.05 |
| 存货 | 25.97 | 9.72 | 50.72 | 20.12 | 55.98 | 20.33 | 67.83 | 22.15 |
| 在建工程 | 6.50 | 2.43 | 6.13 | 2.43 | 2.53 | 0.92 | 2.62 | 0.86 |
| 其他 | 23.05 | 8.62 | 18.77 | 7.44 | 40.31 | 14.64 | 55.03 | 17.97 |
| 资产总计 | 267.33 | 100.00 | 252.09 | 100.00 | 275.34 | 100.00 | 306.25 | 100.00 |

资料来源：根据恒逸石化提供资料整理。

2014~2016 年末，该公司总资产分别为 267.33 亿元、252.09 亿元和 275.34 亿元，2015 年末资产规模有所下降主要是当年以货币资金偿还应

付款项所致。具体而言，2016 年末公司流动资产 114.45 亿元，较上年末增长 29.30%；非流动资产 160.90 亿元，较上年末减少 1.46%。

从流动资产构成看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款及票据、预付账款和存货等构成。其中，2016 年末货币资金 47.26 亿元（受限 11.62 亿元），较上年末增长 80.50%，主要与当年完成了非公开增发股票募得资金有关；应收账款及应收票据合计为 16.75 亿元，期限以一年以内为主；预付款项为 13.36 亿元，主要为预付的原材料以及设备款；存货余额为 19.50 亿元，主要为产业链上游 PX 和聚酯类产品等，部分产品价格较易波动，存在一定的存货减值计提不充分的风险。

该公司的非流动资产集中于固定资产、长期股权投资和在建工程。2016 年末公司固定资产净额为 82.19 亿元，主要由房屋建筑物和机器设备构成；在建工程余额为 16.75 亿元，其中文莱石化项目年末账面余额 14.53 亿元，较年初增加 6.87 亿元；长期股权投资余额 55.98 亿元，较上年末增长 10.38%，主要为恒逸己内酰胺、浙商银行、逸盛大化等股权投资。

2017 年 6 月末，该公司受限资产账面价值 65.29 亿元，占期末总资产的 21.32%。公司受限资产规模较大，对资产变现存在不利影响。

该公司短期债务规模很大，资产流动性较差，短期偿债能力较弱。2014~2016 年末，公司流动比率分别为 65.06%、54.80% 和 83.06%；速动比率分别为 45.89%、33.25% 和 59.21%。2016 年，公司通过定向增发募得大量货币资金，短期偿债能力有所改善，另外，公司持有的浙商银行股权变现能力较强，对即期偿债能力形成有力补充。

随着该公司经营规模的高速扩张，经营效率有所波动，2014~2016 年公司应收账款周转速度分别为 31.54 次、32.34 次和 41.76 次；存货周转速度分别为 17.13 次、19.13 次和 17.90 次。

图表 23. 2014-2016 年度公司经营效率指标（单位：次）

| 指标 | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 |
|----------|---------|---------|---------|
| 应收账款周转速度 | 31.54 | 32.34 | 41.76 |
| 存货周转速度 | 17.13 | 19.13 | 17.90 |
| 固定资产周转速度 | 3.04 | 3.02 | 3.63 |
| 总资产周转速度 | 1.11 | 1.17 | 1.23 |

注：根据恒逸石化经审计的 2014-2016 年财务数据计算、绘制

2017 年 6 月末，该公司总资产增至 306.25 亿元，较上年末增长 11.23%。受文莱石化项目投入加速影响，公司在建工程较上年末增长

96.96%至 32.99 亿元，货币资金和其他流动资产分别相应减少 25.19%和 16.66%，至 35.36 亿元和 9.81 亿元。同期末，公司应收票据较上年末增长 101.31%至 20.35 亿元，应收账款较上年末增长 49.03%至 9.89 亿元，公司应收款项规模扩大主要与营业收入扩张且票据回笼增加有关。

整体看，随行业景气度恢复，该公司运营效率有所改善；随着增发完成短期偿债能力有所提升，浙商银行股权变现能力较强，对公司即期偿付能力形成有力补充。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司主业突出。作为国内 PTA 龙头企业之一，近年来公司的市场地位稳固。公司积极向上游炼化产业发展，投资了文莱石化项目，一旦建成后将完善公司的产业链布局，抗风险能力也有望得以提升。

该公司自成立以来一直专注于主业，目前其 PTA 产能、技术均处于国内领先地位。为向上延伸产业链，公司目前大力推动文莱石化项目，项目建成后，能够有效的提升公司原材料保障能力。2016 年，公司定增完成，获得募集资金净额 37.66 亿元，保证了文莱石化项目的顺利推进。

（二）外部支持

截至 2017 年 6 月末，该公司在各家银行授信总额 270.55 亿元，尚余授信 126.82 亿元，可用授信额度充足。此外，作为上市公司，公司能够以股票发行和债券发行等方式获得资金，从而保证营运资金的正常周转。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014~2016 年，该公司营业毛利分别为 11.58 亿元、13.22 亿元和 11.12 亿元；投资净收益分别为-3.79 亿元、5.03 亿元和 6.05 亿元；净利润分别为-3.96 亿元、1.62 亿元和 8.89 亿元。2016 年以来，公司盈利有所改善，浙商银行的盈利贡献将成为公司重要的利润来源。公司盈利改善将为本次债券本息偿付提供基础保障。

（二）偿债资金来源保障分析

2014~2016年,该公司营业收入现金率保持较高水平,分别为100.37%、112.85%和111.98%;同期,经营活动产生的现金净流量有所波动,分别为18.81亿元、4.10亿元和30.96亿元。公司持续实现一定的经营性现金净流入,加之凭借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。

九、结论

受行业景气度复苏上行影响,该公司主业绩有所改善,至2016年主业盈利,2017年上半年度盈利大幅增长。公司持有浙商银行4.17%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石化项目的建设。项目建成后,公司产业链能够有效的向上游延伸,进一步提升抗风险能力。

该公司融资渠道通畅,财务弹性较好,近年来刚性债务规模基本保持稳定。但公司债务期限分布严重偏短期,短期偿债压力很大。同时,公司文莱项目计划投入资金规模较大,给公司带来较大的投融资压力,且该项目能较大程度地完善公司的产业链布局,但项目预期能否实现受到投产时机及未来行业供需关系的不确定性影响很大。整体上,本次债券本息偿付能力较有保障。

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。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。

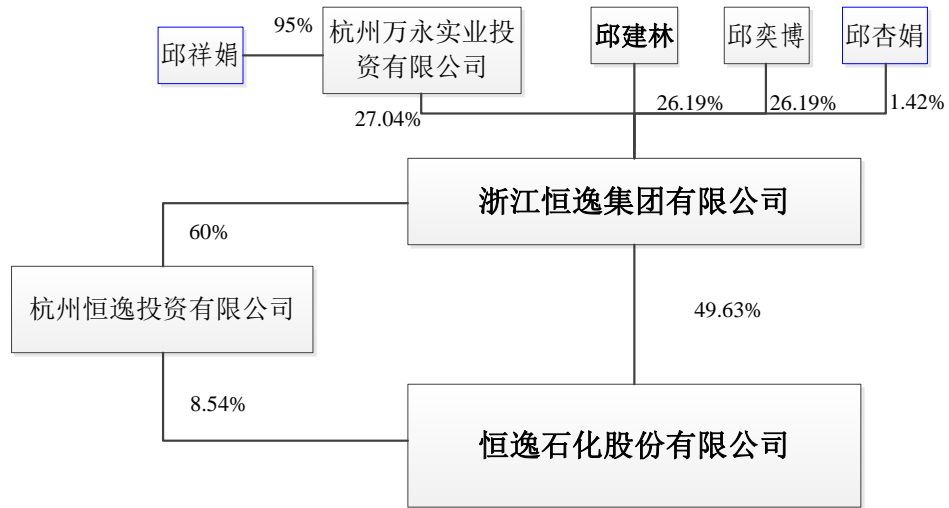
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

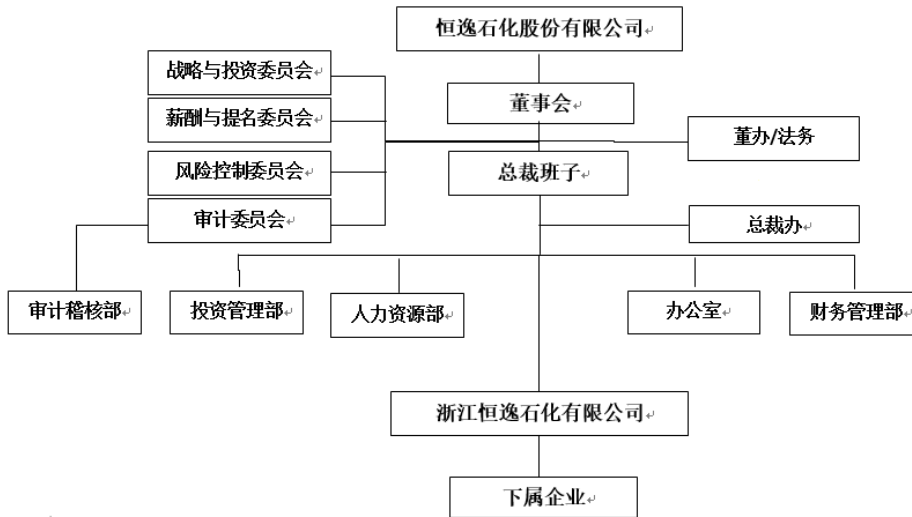
公司股权结构图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至2017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 2017 年 6 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

| 名称 | | 母公司 持股比例 (%) | 2016年(末)主要财务数据(亿元) | | | | |
|--------------|-------|--------------------|--------------------|--------|-------|--------------|-------|
| 全称 | 简称 | | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营性现金 净流量 | 刚性债务 |
| 恒逸石化股份有限公司 | 恒逸石化 | — | 96.38 | — | 1.94 | 0.33 | — |
| 浙江恒逸石化有限公司 | 恒逸有限 | 100 | 73.48 | 39.08 | -0.02 | -21.81 | 35.76 |
| 浙江恒逸高新材料有限公司 | 恒逸高新 | 100 | 36.48 | 62.43 | 3.69 | 9.91 | 14.34 |
| 浙江逸盛石化有限公司 | 逸盛石化 | 70 | 52.63 | 215.90 | 1.32 | 18.64 | 57.09 |
| 浙江恒逸聚合物有限公司 | 恒逸聚合物 | 60 | 7.24 | 31.93 | 0.61 | 4.44 | 11.48 |

注：根据恒逸石化提供的数据整理

附录四：

主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 上半年度 | 2017年 前三季度 |
|----------------------|---------|-----------|---------|---------------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 267.33 | 252.09 | 275.34 | 306.25 | 314.39 |
| 货币资金 [亿元] | 31.43 | 26.18 | 47.26 | 35.36 | 44.24 |
| 刚性债务[亿元] | 152.94 | 148.77 | 112.80 | 123.35 | 117.54 |
| 所有者权益[亿元] | 70.14 | 83.28 | 132.13 | 152.60 | 160.69 |
| 营业收入[亿元] | 280.63 | 303.18 | 324.19 | 284.69 | 470.90 |
| 净利润[亿元] | -3.96 | 1.62 | 8.89 | 9.54 | 15.15 |
| EBITDA[亿元] | 9.07 | 16.65 | 22.59 | — | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 18.81 | 4.10 | 30.96 | 1.80 | 2.91 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -13.16 | -13.44 | -10.99 | -24.58 | -23.84 |
| 资产负债率[%] | 73.76 | 66.96 | 52.01 | 50.17 | 48.89 |
| 长期资本固定化比率[%] | 176.14 | 180.59 | 116.97 | 119.89 | 120.99 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 45.86 | 55.98 | 117.14 | 123.71 | 136.71 |
| 流动比率[%] | 65.06 | 54.80 | 83.06 | 78.87 | 76.33 |
| 速动比率 [%] | 45.89 | 33.25 | 59.21 | 53.28 | 49.16 |
| 现金比率[%] | 17.16 | 16.36 | 34.70 | 37.79 | 39.20 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.04 | 1.45 | 3.64 | — | — |
| 有形净值债务率[%] | 310.16 | 219.10 | 110.56 | 102.51 | 97.24 |
| 营运资金与非流动负债比率[%] | -459.47 | -1,000.52 | -430.72 | -609.09 | -589.66 |
| 担保比率[%] | 25.31 | 6.13 | 2.37 | 0.75 | — |
| 应收账款周转速度[次] | 31.54 | 32.34 | 41.76 | — | — |
| 存货周转速度[次] | 17.13 | 19.13 | 17.90 | — | — |
| 固定资产周转速度[次] | 3.04 | 3.02 | 3.63 | — | — |
| 总资产周转速度[次] | 1.11 | 1.17 | 1.23 | — | — |
| 毛利率[%] | 4.13 | 4.36 | 3.43 | 3.64 | 3.83 |
| 营业利润率[%] | -1.62 | 0.55 | 2.41 | 3.51 | 3.46 |
| 总资产报酬率[%] | 0.07 | 2.65 | 5.19 | — | — |
| 净资产收益率[%] | -5.51 | 2.11 | 8.25 | — | — |
| 净资产收益率*[%] | -6.71 | 3.27 | 9.67 | — | — |
| 营业收入现金率[%] | 100.37 | 112.85 | 111.98 | 99.05 | 114.22 |
| 营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 11.22 | 2.38 | 20.69 | — | — |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | 10.41 | 2.24 | 19.85 | — | — |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | 3.37 | -5.42 | 13.34 | — | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.13 | -5.10 | 12.80 | — | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 1.86 | 3.51 | 6.01 | — | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.07 | 0.11 | 0.17 | — | — |

注：表中数据依据恒逸石化经审计的 2014~2016 年度财务数据及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|----------------------|--|
| 资产负债率(%) | 期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 长期资本固定化比率(%) | 期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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% |
| 速动比率(%) | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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) |
| 有形净值债务率(%) | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100% |
| 营运资金与非流动负债比率(%) | (期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100% |
| 担保比率(%) | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 应收账款周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转速度(次) | 报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 固定资产周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2] |
| 总资产周转速度(次) | 报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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% |
| 经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100% |
| 非筹资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+报告期投资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

附录六：

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。