

恒逸石化股份有限公司

2018 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)010198】

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公司债券(第一期)(本期债券/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: 2018 年 3 月 15 日

计划发行: 不超过 30 亿元(含 30 亿元)

本期发行: 基础规模 5 亿元, 可超额配售不超过 10 亿元

发行目的: 补充流动资金, 偿还有息债务

存续期限: 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

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 1-9 月
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

吴迪妮 wdn@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。**恒逸石化是国内 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, 间接持有浙商银行股权 4.17%, 能够获得较稳定的投资收益, 并在一定程度上分散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。**公司主业盈利能力易受市场环境波动影响。2017 年以来, 公司经营活动现金净流入规模同比有所减少。
- **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, 偿债压力不断加大。
- **文莱项目风险。**恒逸石化文莱项目的持续推进将为公司带来较大的债务负担, 且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，协议执行情况或造成公司实际控制人变化的风险。
- **债券附特殊条款，存续期存不确定性。**本期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期债券信用风险要素的分析，本评级机构认为公司债务偿付能力很强，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



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》。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、出售或以其他方式外传。

恒逸石化股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）

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 2018 年 1 月 4 日，公司股本 16.48 亿元，其中恒逸集团及其子公司持有 50.08% 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。截至 2017 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 18 家，核心业务主体情况详见附录三。

二、债项概况

（一）本期债项概况

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（含已发行的“18 恒逸 R1”）。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。2018 年 1 月 12 日，公司收到中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）下发的《关于核准恒逸石化股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2018〕88 号），核准公司公开发行总额不超过 30 亿元

的公司债券。本期公司债券采取分期发行方式，“18 恒逸 R1”已于 2018 年 3 月 5 日发行 5 亿元，期限为 3（2+1）年（如图表 2 所示）。

本期债券的募集资金在扣除各种费用后拟用于补充流动资金和偿还公司有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

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公司债券（第一期）
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 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）
本期债券期限:	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 3 月 12 日，该公司尚在存续期内的债券 1 支，为“18 恒逸 R1”。详情如下表所示。

图表 2. 公司待偿还债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券期限 (年)	发行利率 (%)	起息日期	到期日期	兑付情况
18 恒逸 R1	5.00	2+1	6.47	2018-03-05	2021-03-05	正常存续

资料来源：恒逸石化

（二）本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除各种费用后拟用 5.00 亿元补充公司流动资金，其余部分用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，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。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下，整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进，稳增长、促改革、

调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，通胀预期走高，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强韧，美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地，经济增长有望保持强劲，需谨防地产和资本市场泡沫风险；欧盟经济复苏势头良好且前景乐观，但内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松缩减，或为继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，增长基础仍不稳固，超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中，相关央行普遍降息刺激经济，其中印度经济仍保持中高速增长，增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转；俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017 年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和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”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风

风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

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。2018年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。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及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

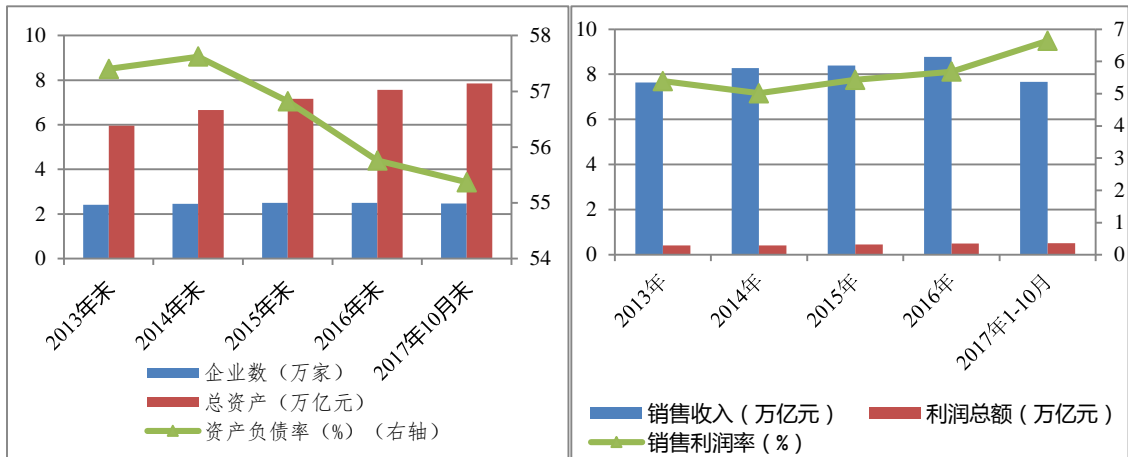
四、公司所处行业及区域经济环境

我国政府将持续推进供给侧调整，基础化工行业的产业结构调整将进一步加快，环保督查有望常态化、制度化，落后产能将加快出清，行业景气度有望维持，但也将持续面临不断加大的安环压力。

A. 行业概况

自2016年四季度以来，随着主要原材料价格回暖，以及供给侧改革初见成效，行业经营业绩有所改善。截至2017年10月末，我国基础化工行业企业单位数为2.47万个，较上年末减少210个；10月末行业资产总额7.85万亿元，较年初增加3.69%；1-10月，行业实现营业收入7.67万亿元，同比增长8.68%；行业盈利情况出现较大程度的好转，1-10月实现利润总额5096.4亿元，同比增长31.31%；亏损企业家数较年初3155家上升到3250家，但亏损总额较上年同期减少195.2亿元至494.4亿元。

图表 3. 基础化工行业主要的规模、绩效指标值变化



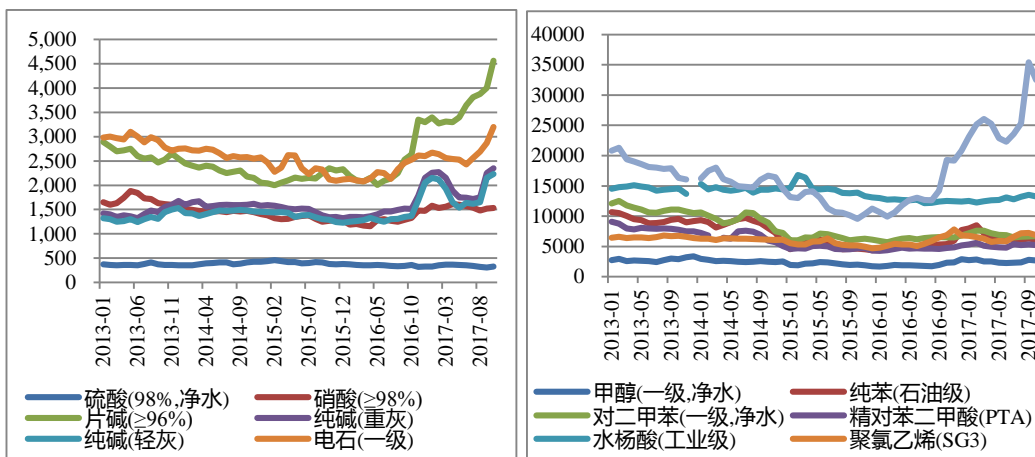
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

基础化工行业的“基础”特性, 决定其下游需求分布尤其广泛, 包括纺织业、房地产业、汽车业等。2017 年以来, 主要下游行业保持发展态势。

行业内主要化工品的自给率普遍很高, 存在产品同质化竞争的压力。2017 年 1-10 月, 国内主要无机类产品的自给率均超过 95%。有机类产品自给率普遍要低于无机化学品, 部分产品的自给率偏低。

从价格走势看, 2017 年以来, 多数基础化工产品价格呈现波动上涨行情, 价格水平高于近三年平均水平, 但也有部分化工品种经过 2016 年以来较长时间的上涨后开始面临价格下跌压力。

图表 4. 中国主要化工品市场价 (月平均) 走势变化 (单位: 元/吨)

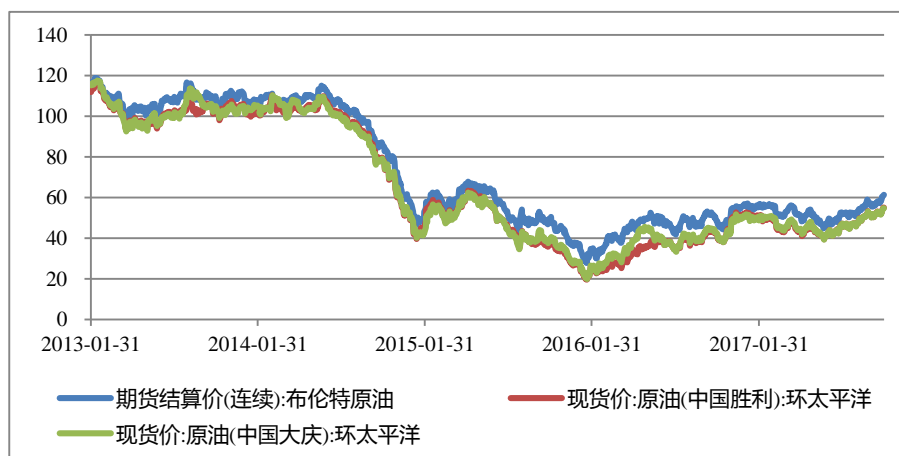


资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

原油、天然气及煤炭等资源端价格波动风险一直是化工企业成本管控的重心。在资源端议价能力普遍较弱背景下, 大中型企业主要通过采取套期保值、强化库存管理等措施防范、缓解产业链最上端的价格波动

风险。我国的油气改革政策性影响正在深化，部分民营企业获得进口指标，利于其增强资源保障能力。

图表 5. 原油期货价格指数变化 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

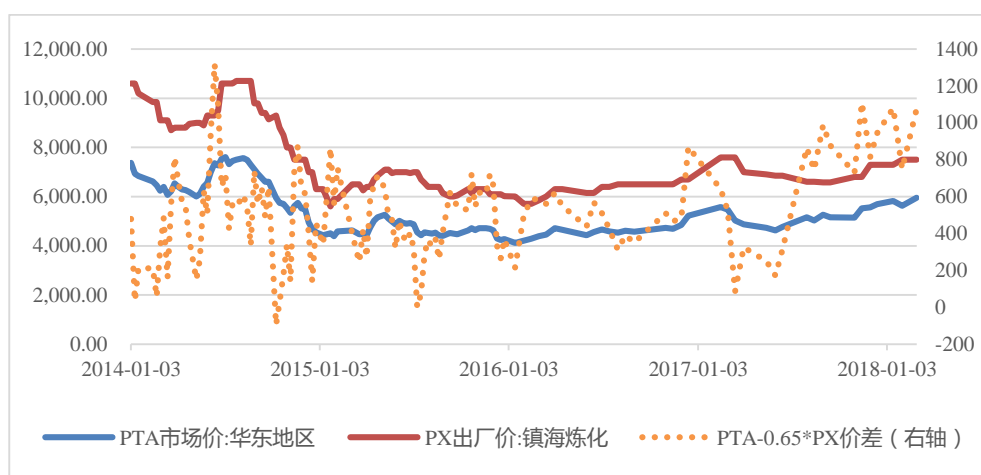
具体到化纤行业, 2015 年以来, 受去产能以及行业内大企业暂时性停产影响, PTA 行业企业经营压力有所缓解。长期来看, 尽管 PX 产能逐步扩张有利于 PTA 行业降低生产成本, 但下游纺织品增速趋缓、部分 PTA 停产装置有望在 2017 年复产等因素也为 PTA 行业走势带来不确定性。

2012~2014 年我国 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。截至 2017 年 6 月末, 国内 PTA 产能约 4,890 万吨, 受部分企业停产及部分落后产能长期停产影响, 实际有效产能为 3,710 万吨。

PTA 主要用于生产涤纶长丝。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, 对涤纶及 PTA 的价格形成一定支撑。

产品价格方面, PTA 产品的主要成本来自于 PX, 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 2017 年末 PTA 价格稳定为 5,690 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 年末价格已回升至 7,300 元/吨左右。

图表 6. 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

B. 政策环境

化工行业一直是污染的重要源头, 三废(废水、废气、固废)排放量在工业领域稳居前列, 因此通过环保手段设置门槛是化工行业淘汰落后产能的有效的手段。环境保护已经成为各级政府十分重视的问题。随着环保政策趋严, 加大环保设施投入, 成为基础化工企业的长期发展必然选择。2015 年起, 随着新《环保法》的正式实施及多项规定的颁布, 我国环保法规体系日趋完善。同时, 连续启动四批中央环保督查、“2+26”城市专项中央环保督查等。环保成本上升加速了化工行业落后产能的出清。2016 年 11 月《控制污染物排放许可制实施方案》正式出台, 配合 2018 年全面开征的“环保税”, 税收手段成为倒逼企业减排, 也强化环保成本的方式来确定企业竞争优势。

图表 7. 基础化工行业主要政策变化

政策名称	发布机构	发布时间
安全生产责任保险实施办法	国家安全监管总局、保监会、财政部	2017.12
生态环境损害赔偿制度改革方案	中共中央办公厅、国务院办公厅	2017.08
粘胶纤维行业规范条件(2017 版)	工业和信息化部	2017.07
关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见	工信部等十六部门	2017.03
现代煤化工产业创新发展布局方案	发改委、工信部	2017.03
京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案	环保部	2017.03
“十三五”节能减排综合工作方案	国务院	2017.01
化纤工业“十三五”发展指导意见	工信部、发改委	2016.12
控制污染物排放许可制实施方案	国务院办公厅	2016.11
石化和化学工业“十三五”发展规划(2016-2020 年)	工业和信息化部	2016.09
关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见	国务院办公厅	2016.07
盐业体制改革方案	国务院	2016.04

政策名称	发布机构	发布时间
关于汞的水俣公约	全国人大常委会	2016.04
关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见	环保部	2016.04
环境保护督察方案（试行）	中央深化改革组	2015.07
中国制造 2025	国务院	2015.05
推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动	国家发展改革委、外交部、商务部	2015.03
国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知	国家发改委	2015.02
关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知	商务部	2015.02
石化产业规划布局方案	国务院	2015.
电石行业准入条件（2014 年修订）	工信部	2014.02

资料来源：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

规模和成本成为化纤行业竞争优势的关键，竞争格局上逐步走向寡头化。涤纶聚酯产业链上的企业往上游炼化业务延伸时更倾向于新建装置的方式；向下游扩张聚酯产能，一般多采取收购方式。

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 200 万吨/年等¹，目前，行业逐步呈现寡头竞争格局。从各企业的竞争力比较看，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。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。

根据《石化与化学工业“十三五”发展规划（2016-2020 年）》提出了结构调整目标、创新驱动目标、绿色发展目标及两化融合（信息化和智能化融合）目标，为化工行业向创新、技术、环保等方面的发展定下

¹ “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。

了基调，行业内拥有规模及技术优势的企业预计将面临较好外部发展环境。

D. 风险关注

➤ 行业周期性波动风险

基础化工行业属于周期性波动行业，在国民经济高速增长时，下游需求旺盛，反之需求萎缩。因此，经济增长的周期性波动会直接影响到下游行业对本行业产品需求及价格，进而影响行业盈利状况。

尽管当前我国基础化工行业的景气程度有所恢复，但仍将持续受到国际经济大环境和国内宏观经济环境、政策变动的的影响，也继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

➤ 供给结构性失衡风险

我国部分产品产量位居全球前列，多数产品自给率超过 90%，但部分产品（如聚乙烯树脂、ABS 树脂等）自给率偏低。行业内多数产品面临较严重的同质化竞争问题。

➤ 下游需求变化风险

主要化工品的消费量总体保持增长，与主要下游行业保持发展态势有关。但是，国际贸易环境尚未出现全面改观，下游以出口导向型行业仍会面临压力。

➤ 主要化工品价格波动风险

行业主要化工品成本中核心原料如原油、煤炭的成本占比很高，原材料与化工产品之间价格关联度也较高。2017 年以来主要化工品价格总体表现优于上年同期，使得行业盈利状况改善，但是部分产品经历了 2016 年以来长时间的价格上涨也开始面临价格下跌压力。

➤ 大宗原料价格波动风险

2017 年以来，国际原油价格呈现盘整态势，其期货价与现货价走势基本一致，企业主要通过套期保值、控制库存以缓解主要原料的价格风险。同时，我国煤炭价格反弹力度较大，加大行业能源成本及煤化工企业的直接材料成本的管控压力。掌控资源、控制原材料成本也是化工企业增强综合竞争力的重要手段。不少企业积极采取兼并、收购等方式积极将业务向上游延伸。

► 环保投入压力加大风险

行业持续面临节能减排和环境保护压力。“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。预计，行业的产业结构调整将进一步加快，持续面临产业升级压力，同时节能减排和环境保护压力也将不断增加。

常态化、制度化的环保督查，将会影响到高污染的化工企业运营环保投入压力将继续加大。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。

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。受定增增发、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 2017 年 9 月末的 16.48 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%。（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 2017 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 2017 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。

此外，截至 2018 年 2 月末，恒逸集团累计质押公司股票 251,800,000 股，占公司股份的 15.28%，占其持有公司股份的 36.78%。

（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，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。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 8. 2014~2016 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	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（目前已逐笔全额偿还），对海南逸盛的委托贷款 8.00 亿元（2017 年 8 月已到期，又于 9 月续期至 2018 年 9

月)。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 9. 2014~2016 年公司与关联方的资产转让情况 (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

(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股权转让等因素影响等，销售收入逐年减少。

图表 10. 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 前三季度
PTA	107.23	164.77	194.81	283.25
聚酯	156.73	121.21	93.13	88.01
原料贸易	15.27	15.77	35.10	97.77
其他	1.40	1.43	1.16	1.87
合计	280.63	303.18	324.19	470.90

毛利率 (%)	2014 年度	2015 年度	2016 年	2017 年 前三季度
PTA	2.70	3.97	2.03	2.48
聚酯	5.56	4.88	7.17	10.28
原料贸易	0.02	1.40	0.50	0.83
其他	-2.33	37.82	27.32	59.80
综合毛利率	4.13	4.36	3.43	3.83

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增加，但产品价当年 PTA 收入同比增长 18.23% 至 194.81 亿元；同期，PTA 原材料成本上升，全年销售均价下跌导致毛利率下降 1.94 个百分点至 2.03%。

该公司聚酯业务以 PET 切片、POY、DTY 为主，2016 年聚酯业务开工率下降以及转让上海恒逸股权导致公司聚酯产出、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 11. 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 前三季度
PTA	38.21	54.35	60.09	60.15
聚酯	55.85	39.98	28.73	18.69
原料贸易	5.44	5.20	10.83	20.76
其他	0.50	0.47	0.36	0.40
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，加之供需结构改善，PTA 盈利情况大幅改善。该公司营业收入及毛利润较上年同期大幅增长。2017 年前三季度，公司实现营业收入 470.90 亿元，较上年同期增长 112.74%；毛利率较上年同期上升 0.61 个百分点至 3.83%。

1. 生产

截至 2017 年 9 月末，该公司的 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。

图表 12. 2017 年 9 月末公司主要产品产能情况 (单位: 万吨/年)²

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³全部股权, 公司控股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 13. 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 前三季度	产能 (万吨)	550	170
	产量 (万吨)	365.77	138.06
	产能利用率 (%)	88.67	108.28

注: 根据恒逸石化提供的数据绘制; 前三季度产能利用率经过年化处理

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 产量偏低主要系 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,

²恒逸高新的全称为“浙江恒逸高新材料有限公司”、恒逸聚合物的全称为“浙江恒逸聚合物有限公司”。己内酰胺一期项目 (30 万吨/年扩能改造) 于 2017 年 11 月 25 日投产; 二期项目 (40 万吨/年扩能改造项目) 预计 2018 年底完工, 揭示己内酰胺产能将实现翻一番的目标。

³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, 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。

产能利用率有所下滑，2016 年 PTA 供需结构改善，公司产能利用率大幅回升。

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，付款主要采取银行承兑汇票方式。

由于采购量较大，该公司采购的 MEG 和 PX 除自用外还有部分销售给国内小型的 PTA 加工企业赚取差价，贸易规模大小是影响公司上述原料采购的主要原因。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，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，受国际原油价格波动以及国内 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 14. 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 前三季度	71.57	41.88	5850.97	237.86	137.98	5801.12

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 年前三季度，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 13.22% 至 5850.97 元/吨，采购额 41.88 亿元；PX 采购均价较上年增长 6.74% 至 5801.12 元/吨，采购额 137.98 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）为结算价基础上上浮 100-150 元。

图表 15. 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		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
PTA	自用	113.36	—	145.60	—	113.32	—
	外销	228.89	5632.17	323.36	4206.21	354.04	3979.00
PET	自用	18.33	—	21.02	—	26.21	—
	外销	202.34	7519.03	196.92	5478.13	139.54	6017.00

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。

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。

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，公司与国外供应商有着长期合作关系，享有采购优惠政策。2014 年以来，公司贸易规模波动，2014-2016 年和 2017 年前三季度原料贸易收入分别为 15.27 亿元、15.77 亿元、35.10 亿元和 97.77

亿元，分别占当期营业收入的 5.44%、5.20%、10.83% 及 20.76%；原料贸易毛利率分别为 0.02%、1.40%、0.50% 及 0.83%。

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 年以来，全资子公司恒逸高新多次以自有资金认购了浙商银行增资发行的股票，持股比例增至 5.16%。2016 年 3 月，浙商银行在港股上市，股票代码 2016.HK。截至 2017 年 9 月末，公司持有浙商银行股份比例为 4.17%⁴，股票未质押，公司向浙商银行董事会派有董事一名，实质性参与决策。

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 6699.57 亿元、10316.50 亿元和 13548.55 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 172.80 亿元、250.05 亿元和 335.02 亿元；净利润分别为 50.96 亿元、70.51 亿元和 101.53 亿元。2017 年 9 月末，浙商银行总资产 14889.69 亿元，所有者权益 892.83 亿元；2017 年前三季度，浙商银行实现营业总收入 265.27 亿元，净利润 90.92 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。受益 PTA 行业供需结构改善，公司主要参股的 PTA 企业 2016 年下半年以来业绩大幅改善。

图表 16. 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	13548.54	674.75	336.53	101.53

注：根据恒逸石化提供的数据绘制

6. 文莱石化项目

为解决上游原料 PX 供给问题，该公司推动了文莱石化项目建设。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

⁴ 公司控股股东恒逸集团另持有 2.75% 的浙商银行股权

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 9 月末，文莱恒逸注册资本 7.97 亿美元，总资产为 8.03 亿美元、净资产 7.83 亿美元，1-9 月实现净利润 106.38 万美元。

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。

本项目产出的 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。按市场价格估算，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)。

(1) 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。具体到项目自有资金来源，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%。

项目的债务融资正有序推进。据公司公告(编号 2017-136)称，国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团拟向文莱恒逸提供 17.5 亿美元或等值境外人民币的项目贷款，贷款期限 12 年(含 3 年宽限期)，用于文莱石化项目的建设及运营。此外，公司及控股股东恒逸集团于 2017 年以来发行了多期债券，用于文莱石化项目债务融资。

(2) 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。截至

2018年2月末，项目总体进度累计完成45.03%，其中，设计进度累计完成90.2%，采购进度累计完成74.3%，施工进度累计完成25.6%。截至2017年9月末，文莱石化项目已累计投资5.84亿美元；2018、2019年项目分别计划支出14.82亿美元、6.78亿美元。

(3) 项目主要优势

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。

(4) 项目主要风险

尽管近年来文莱政局稳定，但仍面临所在国政局动荡，政府履约情况及相关优惠政策的落实情况等方面存在的不确定性。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锁汇操作。此外，目前，我国重点建设连云港、宁波等七大石化基地，2018-2020年国内新投产的PX产能约在1,380万吨左右，而未来1-2年国内几乎没有计划的PTA新增产能，届时PX将面临产能过剩，项目投产后或面临盈利不能达到预期的风险。

(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。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。当前，公司股票因筹划发行股份购买资产而处于停牌中，新世纪评级将持续关注该事项进展及对合并范围变化的影响。

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 9 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 314.39 亿元，所有者权益为 160.69 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 124.33 亿元）；2017 年前三季度，公司实现营业收入 470.90 亿元，净利润为 15.15 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 13.51 亿元）；经营性现金流量净额为 2.91 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。公司债务规模大，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公司投融资压力。2017 年前三季度，公司主要产品盈利空间扩大，盈利继续改善，营业毛利对净利润的贡献进一步提升。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司主业盈利能力自 2016 年下半年来有大幅改善；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利润形成有效支撑。

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%

主要系 2015 年汇改导致公司大额美元债务发生汇兑损失 4.90 亿元，全年财务费用达 9.40 亿元。

图表 17. 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 前三季度
营业毛利	11.58	13.22	11.12	18.01
投资净收益	-3.79	5.03	6.05	5.95
公允价值变动损益	-0.31	0.29	0.65	-0.93
营业外净收入	0.36	0.48	2.11	0.18
合计	7.84	19.01	19.94	23.21

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 18. 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 年前三季度，该公司营业收入较上年同期大幅增长 112.74% 至 470.90 亿元，毛利率较上年同期上升 0.61 个百分点至 3.83%。同期，实现营业利润 16.31 亿元，较上年同期增长 188.99%；净利润 15.15 亿元，较上年同期增长 168.66%。

整体而言，2016 年下半年以来，该公司主业盈利能力大幅改善，浙商银行权益法核算后，其“石化+”战略初见成效，公司盈利得到较好的支撑。

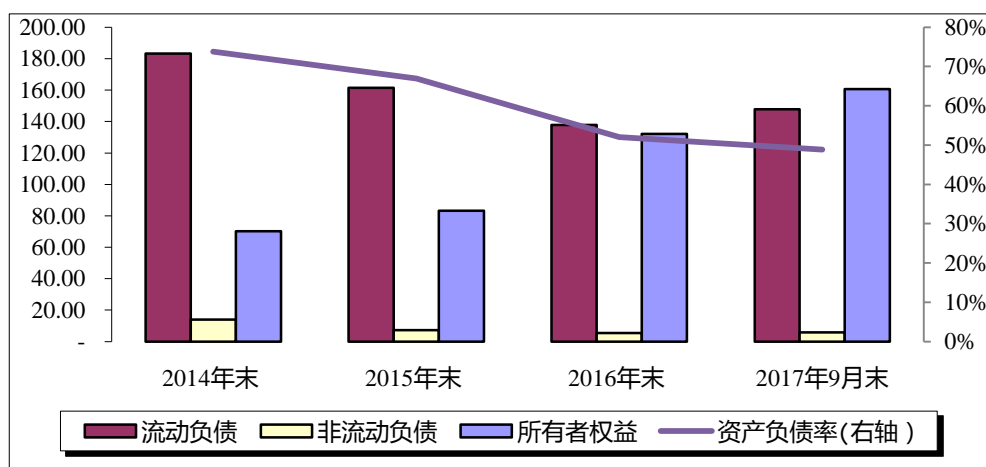
（二）公司偿债能力

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 19. 公司资金来源及财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



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，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。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，同期末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 20. 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 前三季度末
短期借款	107.17	110.28	77.63	85.74
应付票据	31.09	25.73	28.66	24.04
交易性金融负债	0.13	0.13	0.04	0.52
一年内到期的长期借款及长期应付款	2.18	7.10	2.01	1.99
其他短期刚性债务	0.26	0.19	0.11	0.16
长期借款	12.11	5.32	3.08	4.28
其他中长期刚性债务	0.00	0.02	1.27	0.80
刚性债务合计	152.94	148.77	112.80	117.54

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，持续的项目投资导致该公司资金需求有所增加，短期借款规模有所增长，但受益于权益资本增加，资产负债率小幅下降。截至 2017 年 9 月末，公司负债总额 153.70 亿元，较上年末增长 7.32%，债务构成未有明显变化。但是，公司未来资金需求很大，已获批合计 30 亿元的公司债券发行额度（2018 年 3 月已使用 5 亿元），并向国家开发银行申请借入合计 17.50 亿美元（约 110 亿人民币）的项目贷款，如不相应补充权益资本，一旦获得上述借款将导致公司债务水平大幅增长，负债率上升。截至 2017 年 9 月末，该公司对外担保余额为 1,922.50 万美元。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2018 年 3 月 11 日的《企业信用报告》，公司无债务违约情况。

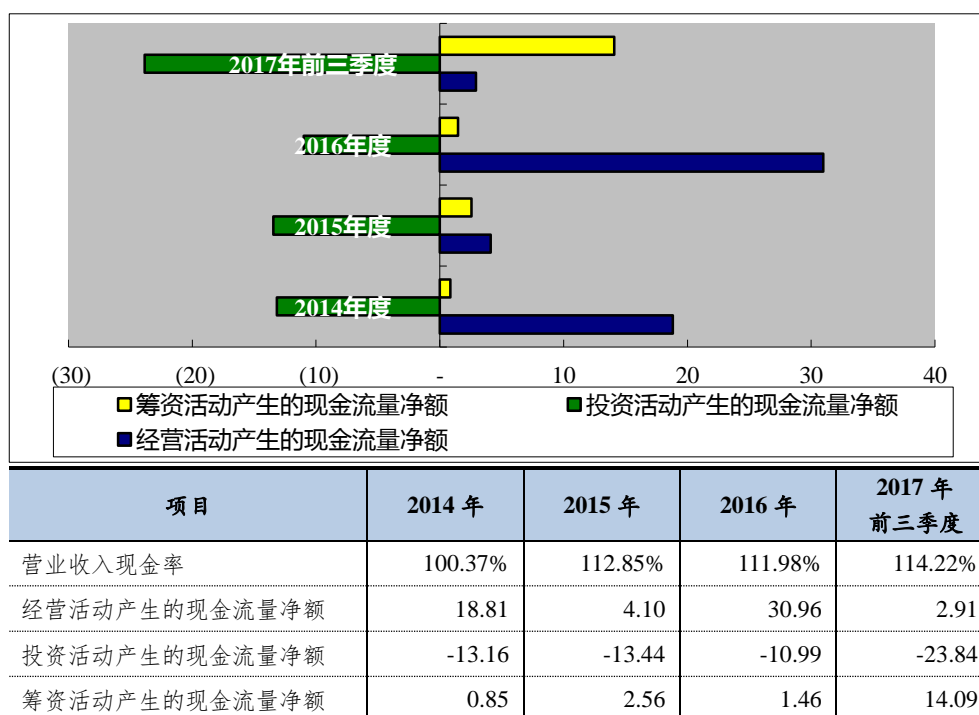
2. 现金流分析

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，公司经营性现金净流量较上年大幅回落；2016年，公司应收项目减少导致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 21. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



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，随利润增长逐年改善。同期，刚性债务规模持续减少，导致EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖小幅增强。

图表 22. 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 年前三季度，该公司经营活动现金净流量 2.91 亿元，较上年同期减少 87.67%，主要系应收及预付项目增加所致；投资活动现金净流出 23.84 亿元，净流出较上年同期增长 129.48%，主要系文莱项目投资支出；同期，公司筹资性现金净流入 14.09 亿元，较上年同期减少 17.28%。

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。2017 年以来，由于文莱项目持续投入，公司非筹资环节面临较大的资金缺口，考虑到公司较大的计划投资规模，预计公司未来将持续面临较大的资金压力。

3. 资产质量分析

2014~2016 年及 2017 年 9 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 160.69 亿元。同期末，公司股本分别为 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，2015 及 2016 年末，公司股本及资本公积增长，主要是年内分别完成定向增发所致；2017 年前三季度，公司完成第二期限制性股票激励计划股票授予登记，股本增至 16.48 亿元，资本公积亦有所增加。公司未分配利润规模较大，2014~2017 年 9 月末未分配利润分别占所有者权益的 49.74%、44.10%、34.08% 及 35.42%，面临所有者权益结构不稳定的风险。

图表 23. 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 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.43	11.76	26.18	10.39	47.26	17.16	44.24	14.07
应收账款	9.86	3.69	8.89	3.53	6.64	2.41	12.33	3.92
应收票据	37.38	13.98	16.44	6.52	10.11	3.67	13.60	4.33
预付款项	20.32	7.60	19.32	7.66	13.36	4.85	18.31	5.82
存货	14.82	5.54	15.49	6.15	19.50	7.08	21.84	6.95
其他流动资产	5.28	1.98	0.76	0.30	11.77	4.27	1.55	0.49
长期股权投资	25.97	9.72	50.72	20.12	55.98	20.33	70.17	22.32
固定资产	104.51	39.09	96.27	38.19	82.19	29.85	78.29	24.90

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
在建工程	5.84	2.18	9.28	3.68	16.75	6.08	37.34	11.88
无形资产	6.50	2.43	6.13	2.43	2.53	0.92	2.55	0.81
其他非流动资产	0.05	0.02	0.07	0.03	2.08	0.75	7.01	2.23
其他	5.42	2.03	2.59	1.03	9.26	3.36	14.17	4.51
资产总计	267.33	100.00	252.09	100.00	275.34	100.00	314.39	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 1.64%。

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，账龄以一年以内为主；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，价格易出现波动，持续面临减值风险。

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 82.19 亿元，主要由房屋建筑物和机器设备构成；在建工程 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。

该公司短期债务规模很大，加之资产流动性弱，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一定补充。

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 24. 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

指标	2014 年度	2015 年度	2016 年度
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 9 月末, 该公司资产总额 314.39 亿元, 较上年末增长 14.18%, 其中应收账款较上年末增长 85.78% 至 12.33 亿元; 预付款项较上年末增长 37.06% 至 18.31 亿元; 持续投资导致在建工程较上年末增长 122.94% 至 37.34 亿元; 其他非流动资产较上年末增长 237.0% 至 7.01 亿元, 主要是理财产品。同期末, 公司受限资产 66.65 亿元, 其中受限货币资金 15.92 亿元, 受限无形资产 0.96 亿元, 受限固定资产 49.48 亿元。

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一定补充。但公司未来计划融资规模较大, 或面临较大的资本不足压力, 财务杠杆水平也进一步上升的可能。

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 9 月末, 该公司在各家银行授信总额 274.39 亿元, 尚余授信 123.82 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、本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014~2016 年和 2017 年前三季度，该公司营业毛利分别为 11.58 亿元、13.22 亿元、11.12 亿元和 18.01 亿元；同期，投资净收益分别为-3.79 亿元、5.03 亿元、6.05 亿元和 5.95 亿元；同期，净利润分别为-3.96 亿元、1.62 亿元、8.89 亿元和 15.15 亿元。2016 年以来，公司盈利有所改善，可为本期债券本息偿付提供基础保障。

此外，该公司持有一定比例的浙商银行股权，能够获得较稳定的利润分成，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。

（二）偿债资金来源保障分析

2014~2016 年和 2017 年 9 月末，该公司营业收入现金率保持较高水平，分别为 100.37%、112.85%、111.98%和 114.22%；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、30.96 亿元和 2.91 亿元。公司持续实现一定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。

九、结论

受行业景气度复苏上行影响，该公司主业绩效有明显改善，至 2016 年主业盈利，2017 年前三季度盈利大幅增长。此外，公司持有浙商银行 4.17%的股权，能够对公司业绩形成有力支撑。未来一年内，公司将继续推动文莱石化项目的建设并计划通过收购扩大聚酯产能以增强产业链一体化优势，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小幅波动，但随文莱项目建设加速，预计公司负债将有所增加。同时，公司债务期限严重偏短期，短期偿债压力很大。但公司持有的优质股权能够为债务偿付提供一定保障。

整体看，该公司债务偿付能力较强。但仍需关注，公司文莱石化项目的投资进展，及对公司负债经营程度的不利影响、项目投产后预期业绩实现不确定性等。

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。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。

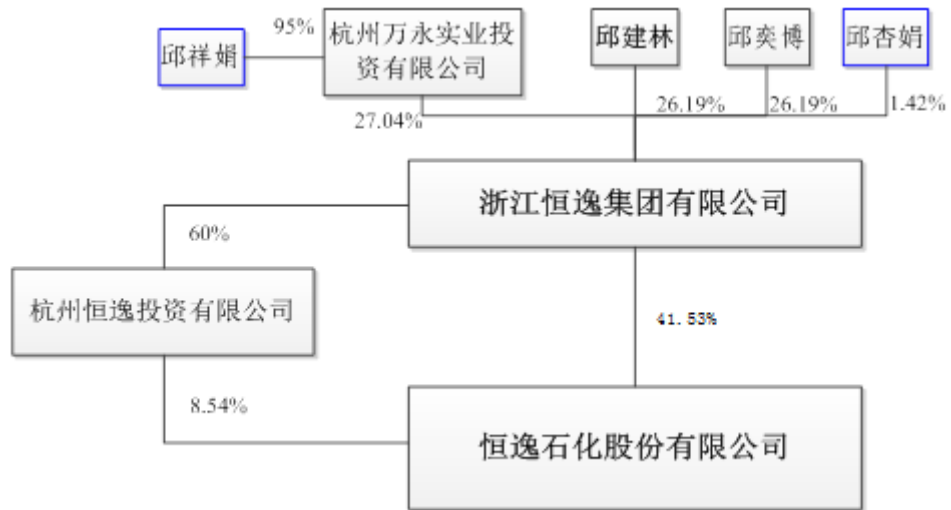
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

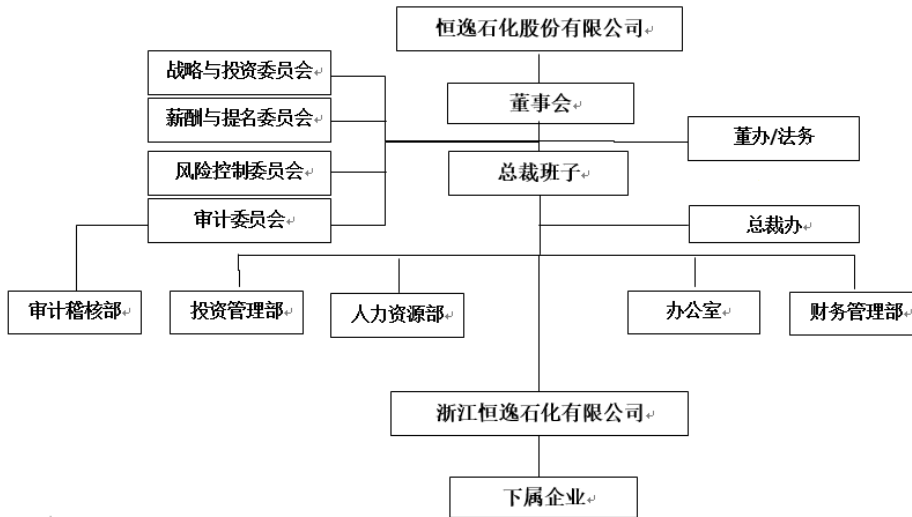
公司股权结构图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2018 年 1 月 4 日）

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 9 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 前三季度
资产总额 [亿元]	267.33	252.09	275.34	314.39
货币资金 [亿元]	31.43	26.18	47.26	44.24
刚性债务[亿元]	152.94	148.77	112.80	117.54
所有者权益[亿元]	70.14	83.28	132.13	160.69
营业收入[亿元]	280.63	303.18	324.19	470.90
净利润[亿元]	-3.96	1.62	8.89	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	2.91
投资性现金净流入量[亿元]	-13.16	-13.44	-10.99	-23.84
资产负债率[%]	73.76	66.96	52.01	48.89
长期资本固定化比率[%]	176.14	180.59	116.97	120.99
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
速动比率 [%]	45.89	33.25	59.21	49.16
现金比率[%]	29.21	21.19	38.68	—
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	97.24
营运资金与非流动负债比率[%]	-459.47	-1,000.52	-430.72	-589.66
担保比率[%]	25.31	16.74	2.37	—
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	3.83
营业利润率[%]	-1.62	0.55	2.41	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	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。