

恒逸石化股份有限公司
及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02
与 19 恒逸 01

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100062】

评级对象: 恒逸石化股份有限公司及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02 与 19 恒逸 01

	18 恒逸 R1	18 恒逸 01	18 恒逸 02	19 恒逸 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 18 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 18 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 22 日	—
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 3 月 15 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 4 月 8 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 2 月 13 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.02	0.03	0.03	16.65
刚性债务	-	-	29.88	34.87
所有者权益	96.38	103.32	147.35	176.52
经营性现金净流入量	0.33	-0.33	-1.12	1.21
合并口径数据及指标:				
总资产	275.34	358.04	596.25	648.84
总负债	143.21	181.45	373.58	393.13
刚性债务	112.91	134.99	306.06	324.82
所有者权益	132.13	176.59	222.67	255.71
营业收入	324.19	659.60	849.48	209.76
净利润	8.89	19.07	22.43	5.14
经营性现金净流入量	30.96	23.80	16.75	-3.91
EBITDA	22.59	32.92	42.52	--
资产负债率[%]	52.01	50.68	62.66	60.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	117.02	130.81	73.75	78.72
流动比率[%]	83.06	68.55	69.44	73.43
现金比率[%]	38.68	32.08	42.69	39.51
利息保障倍数[倍]	3.64	6.68	3.54	--
净资产收益率[%]	8.25	12.35	11.24	--
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	20.69	15.28	8.14	--
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.80	-31.73	-38.77	--
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	9.16	4.65	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.27	0.19	--

注: 根据恒逸石化经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算; 2017 年数据根据 2018 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com
何婕妤 hejieyu@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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对恒逸石化股份有限公司(简称恒逸石化、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02 和 19 恒逸 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来恒逸石化在行业复苏、产业链完善及经营风险有所分散等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在短期偿债压力、文莱项目投资风险、衍生品套保等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **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,未来公司将通过文莱炼化项目及聚酯产能的扩张,打造全产业链模式。
- **经营风险有所分散。**恒逸石化推进“石化+”战略,截至 2019 年 3 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。
- **2018 年实施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,并募集配套资金净额 29.11 亿元,聚酯长丝产能明显扩大,权益资本增强。

主要风险:

- **行业景气度波动风险。**PTA、涤纶长丝行业受宏观经济影响具有一定的周期性,下游纺织服

装需求继续保持合理增长，但增速或略有下降。

- 大规模产能建设投入的产出风险。近年来 PX 项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游 PTA 民营企业加速向上游石化行业扩张。2019 年下半年起我国 PX 产能集中释放，PX 利润空间或有所收窄。
- 海外项目风险。随着文莱炼化项目的开展，对恒逸石化的管理能力提出更高要求，且文莱项目以美元结算，汇率波动将对公司业务经营效益产生一定影响。
- 短期偿债压力较大。随着恒逸石化经营规模的扩大，短期债务规模增加，截至 2019 年 3 月末，受限资产占总资产比例为 49.14%，公司面临一定的短期债务压力。
- 衍生品套保风险。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，需要利用期货、外汇远期等锁定风险敞口，但不能完全规避相关风险。
- 债券附特殊条款，存续期存在不确定性。恒逸石化存续的公司债券附公司在存续期第 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

通过对恒逸石化及其发行的上述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，认为上述债券还本付息安全性很强，并给与上述债券 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

及其发行的 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02 与 19 恒逸 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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、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）、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（第二期）和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）（分别简称 18 恒逸 R1、18 恒逸 01、18 恒逸 02 和 19 恒逸 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

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

截至本报告出具日，该公司尚未到期债券本金合计 40 亿元，公司尚未到期偿付的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至本报告出具日公司尚未到期偿付的债务融资工具概况

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

资料来源：恒逸石化

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度的全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；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。

2019年一季度的全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、

分类指导，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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，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协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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。人民币汇率稳中有升，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保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

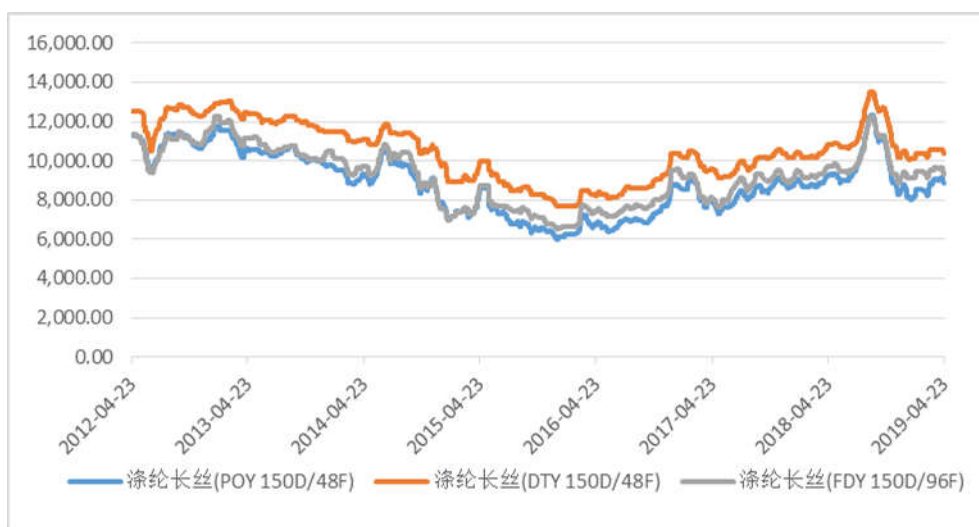
我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

目前PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速有限，行业集中度提高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，供需格局继续改善。行业内的大型涤纶长丝企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，未来PX利润将向下游转移。2018年以来涤纶长丝产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

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

图表 2. 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

2018 年以来涤纶长丝行业开工率保持高位，特别是直纺长丝旺季超过 90%，淡季开工率也保持在 80%以上。2016-2018 年我国涤纶纤维产量分别为 3,959.00 万吨、3,934.26 万吨和 4,014.87 万吨。总的来看，涤纶纤维行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

民用涤纶长丝下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品，其中纺织服装占比最高。销售市场以国内为主，直接出口仅占产量的 5%左右。棉花价格及终端消费的起伏影响涤纶长丝的需求，具有一定的周期波动。2009-2011 年受益于出口提升，我国纺织服装行业景气度走高，随后由于产能集中投放及下游需求放缓，纺织服装行业进入结构深度调整期，纺织服装行业工业增加值同比增长由 2011 年的高点 15.60%下滑至 2016 年的 3.80%。2017 年以来，该增速有所回升，2017-2018 年分别为 5.80%和 4.40%，国内下游需求企稳。出口方面，2016-2018 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元和 3,076.30 亿元，2019 年 1-3 月，我国纺织业出口交货值为 708.90 亿元（上年同期为 715.50 亿元），我国纺织业出口交货值有所下滑。总的来看，短期内纺织服装需求继续保持合理增长，但增速或有所下降。

民用涤纶长丝的原材料主要为 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇），

约 0.855 吨的 PTA 和 0.335 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET(聚对苯二甲酸), PTA、MEG 合计占民用涤纶长丝成本的 85%左右。其中, PTA 是最主要的原材料, 占民用涤纶长丝成本的 60%以上。2011 年以前, 我国 PTA 供不应求, 对国外依存度很高。2012-2014 年行业大规模产能扩张, 下游需求走弱, 使得 PTA 行业开工率降低, PTA 价格下滑, 行业产能过剩。2015 年以来, 随着环保政策的趋严, PTA 落后产能加速淘汰¹, 新增产能有所放缓(2018 年无新增产能), 与此同时, 下游聚酯产能增长, 为 PTA 提供强有力的需求支撑, PTA 供需结构好转。2017 年下半年起, 整个行业库存下降, 供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看, 2015-2016 年 PTA 价格基本在 4,000-5,000 元/吨运行, 除了 2015 年 4 月中旬至 5 月中旬价格突破 5,000 元/吨后, 又回落至 5,000 元/吨之下。2016 年 12 月下旬, PTA 价格突破 5,000 元/吨, 达 5,265 元/吨; 2017 年以来, PTA 价格除季节因素二季度相对较为低迷(低于 5,000 元/吨), 2017 年 7 月中下旬以来均处于 5,000 元/吨之上波动上行, 到 2018 年 9 月价格最高涨至 9,260 元/吨, 2018 年四季度以来, 受原油价格下跌、聚酯企业减产, PTA 价格由高位回落至 2019 年 4 月的 6,500 元/吨左右。

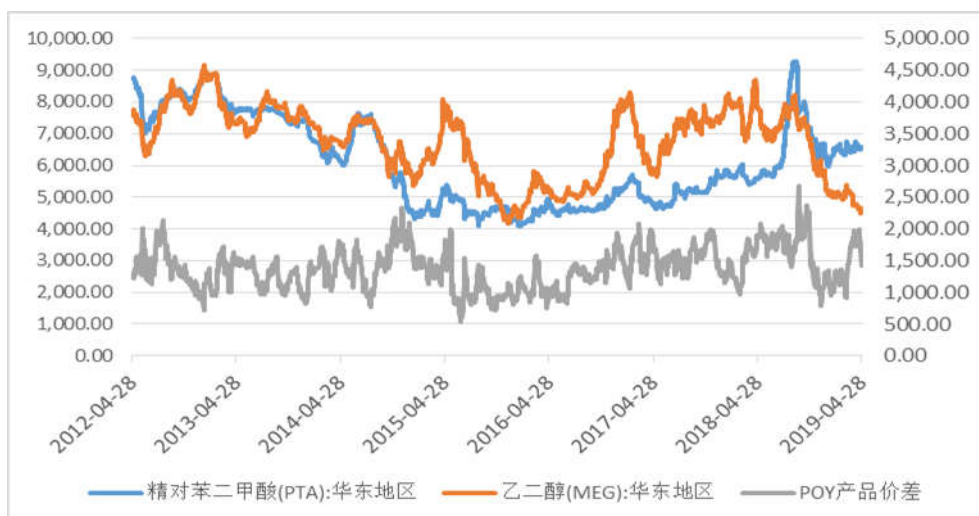
我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国, 2010 年以前我国 MEG 的生产主要采用石油制, 由于国内原油资源短缺, MEG 对外依存度高。随着我国大力推广煤制 MEG, 我国 MEG 产量稳步增长, 对外依存度由 2012 年的 70%以上降至 2018 年的 60%左右。但由于煤制 MEG 在工艺上存在缺陷, 生产连续稳定性较差, 开工率较低, 目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位, 所以我国 MEG 的对外依存度仍较高。2018 年累计进口量达 980.24 万吨, 同比增长 12.03%, 较 2017 年减少 3.79 个百分点。2016 年 11 月以来, 我国华东地区 MEG 市场价(中间价)与 PTA 的价差基本保持在 1000 元/吨以上, 然而至 2018 年 8 月, 两者之间的价差逐步缩减, 此后 PTA 价格超过 MEG, 主要是由于 2018 年三季度煤制新产能集中投产, 库存不断累积, MEG 价格快速下行, 从 2018 年初 7,760 元/吨降至 2019 年 4 月的 4,600 元/吨。

涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步, 从 POY 产品价差²来看, 2018 年伴随着 PTA 价格冲高回落以及 MEG 价格下滑, 价差突破 2,000 元/吨, 最高涨至 2,683.85 元/吨。但随后由于缺乏原材料价格支撑以及春节前后下游需求较弱, 价差回落至 2019 年 4 月的 1,600 元/吨。POY 产品价差的大幅波动, 对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来一定的影响。

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

² 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

图表 3. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势及 POY 产品价差（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

PTA 上游主要原料为对二甲苯（PX），每吨 PTA 生产约消耗 0.655 吨 PX。截至 2018 年末，我国 PX 产能约 1,393 万吨/年，全年装置平均开工率为 75.91%，较上年增加 6.6%。由于聚酯需求增长、PTA 开工率增加，当年 PX 需求增长，进口依存度小幅上升。“十三五”规划中制定“至 2020 年将 PX 自给率将提高至 65%-70%”的战略目标。近年来 PX 项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游 PTA 民营企业加速向上游扩张。2019-2021 年国内 PX 新建及改扩建项目达到 18 个左右，预计新增产能 3,070 万吨/年。2019 年是我国 PX 的产能集中释放期。截至 2019 年 3 月末，恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）450 万吨/年 PX 产能，已经成功投放了 225 万吨/年的生产线。另外，恒逸石化位于文莱的 PX 一期 150 万吨产能、中化弘润石油化工有限公司位于潍坊的 80 万吨产能、中国石油化工集团公司海南炼化二期 100 万吨产能、荣盛石化控股子公司浙江石油化工有限公司一期 400 万吨、东营联合石化有限责任公司一期 100 万吨、中国海洋石油集团有限公司惠州炼化二期 80 万吨，均计划在 2019 年底前试车投产。如果一切进展顺利，2019 年底我国 PX 新增产能将在 1,000 万吨以上。

图表 4. 近年我国 PX 进口概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
PX 进口量（万吨）	1,236.14	1,443.82	1,590.51
表观消费量（万吨）	2,170.48	2,440.32	2,613.34
进口依赖度（%）	56.95	59.17	60.86

资料来源：Wind 资讯

随着我国产能投放加速，PX 对外依存度将有所下降，PX 利润空间或有所收窄。PTA-0.655PX 价差³自 2017 年四季度起不断扩大，未来 PX 利润将向下游转移。

A. 政策环境

³每吨 PTA 消耗 PX0.655 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

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。

B. 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；东方盛虹则主要以 DTY 产品为主。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 5. 行业内核心样本企业 2018 年基本数据概览（万吨、亿元、%）

样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	销售毛利率	产量（芳烃）	产量（PTA）	产量（聚酯）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	914.25	5.83	合计	901.18	261.05	1,214.15	70.53	19.68	48.35
恒逸石化	849.48	3.91	—	496.33	333.18	596.25	62.66	22.43	16.75
恒力股份	600.67	12.74	—	697.72	245.16	1,252.42	77.72	34.02	41.31

样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	销售毛利率	产量（芳烃）	产量（PTA）	产量（聚酯）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
桐昆股份	416.01	11.68	—	1.93	471.70	346.61	53.46	21.31	24.26
新凤鸣	326.59	9.08	—	—	314.25	171.69	51.99	14.23	9.79
东方盛虹	184.40	13.80	—	—	164.88	218.69	40.75	8.47	13.88

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2018 年年报。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

C. 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、非洲等重要炼油产油区。文莱的地理优势明显。

文莱素有“和平之邦”的美称，政局稳定且社会和睦，雇员成本较低，不征收个人所得税、增值税、营业税、工资税、生产税及出口税，当地竞争企业数量少，且对于外国投资者在持股方面的规定灵活多样。

因此，该公司在文莱开展油气资源深加工业务具有一定的优势。

2. 业务运营

该公司产业链较为完善，优势明显，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，收入增长明显。公司通过文莱炼化项目和下游聚酯及配套长丝产能的并购重组，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，其建设导致公司债务有所增加，但负债率水平控制合理水平；后期项目收益虽存在波动，但文莱炼化项目优势明显；此外，公司贸易板块易受行业波动影响，盈利能力较弱。新世

纪评级将持续关注文莱炼化项目建设投产影响、贸易板块运行质量及金融衍生品套保风险管控情况。

该公司系国内领先的 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 6. 公司主业基本情况

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

资料来源：恒逸石化

此外，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。2019 年第一季度，公司产品产能及对浙商银行股权均未发生变化。

该公司主要采取横向规模化及纵向一体化相结合发展模式。2017 年以来，公司主要投资文莱 PMB 石油化工项目（简称“文莱炼化项目”），截至 2019 年 4 月 16 日，项目累计发生建设期投资款 30.10 亿美元，项目总体建设进度累计完成 92.78%。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 145.00 万吨。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计		324.19	659.60	849.48	209.76
其中：核心业务营业收入	金额	323.02	656.08	842.94	207.99
	占比	99.64	99.47	99.23	99.16
其中：（1）PTA 业务	金额	149.36	168.98	174.94	39.72
	占比	46.24	25.76	20.75	19.10
（2）聚酯业务	金额	93.13	139.29	250.09	74.48
	占比	28.83	21.23	29.67	35.81
（3）贸易业务	金额	80.53	347.81	417.91	93.78
	占比	24.93	53.01	49.58	45.09

资料来源：恒逸石化

该公司营业收入主要来自 PTA、聚酯（含切片、POY、FDY 和 DTY 等）

和贸易业务。2016-2018年，公司营业收入分别为324.19亿元、659.60亿元和849.48亿元。其中，2016年以来，随着PTA产能的逐步释放并出清及PTA价格波动上行，公司PTA产品销售收入逐年增长；聚酯产品售价近三年持续上涨，2018年聚酯产能增加，收入规模增长较快；贸易业务收入近年来逐年增长，2017年根据董事会决议，公司将PTA及原料贸易业务定义为主要业务之一。2018年，公司依托原有的经营平台继续扩大贸易业务，加之当年国内MEG进口数量及价格均增长，公司贸易收入较上年增长20.15%至417.91亿元。2019年第一季度，公司实现营业收入209.76亿元，随着公司新增聚酯产能的不断释放，聚酯业务收入占比有所提升。

整体看，该公司主要产品PTA为标准化大宗商品，主要依靠规模化生产和工艺改善降低边际成本以提高竞争优势，下游聚酯主要依靠差异化占领市场，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

2016年以来，该公司主要产品的产能基本稳定。子公司浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）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）。目前聚酯生产子公司包括恒逸有限、浙江恒逸高新材料有限公司（简称“恒逸高新”）、浙江恒逸聚合物有限公司（简称“恒逸聚合物”）等。2018年新增嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料三家全资子公司，并成立了宿迁逸达新材料有限公司（简称“宿迁逸达”）和福建逸锦化纤有限公司（简称“福建逸锦”）两家聚酯公司，聚酯产能合计增加221.15万吨。截至2019年3月末，公司PTA、聚酯、己内酰胺权益产能分别为622.78万吨/年、508.75万吨/年和15.00万吨/年。

图表8. 公司2019年3月末主要产品产能情况（万吨/年，%）

产品	公司	总产能	持股比例	权益产能
PTA	浙江逸盛	550.00	70.00	385.00
	大连逸盛	600.00	25.38	152.28
	海南逸盛	200.00	42.75	85.50
聚酯	恒逸有限	35.00	100.00	35.00
	恒逸高新	160.00	100.00	160.00
	恒逸聚合物	62.00	60.00	37.00
	福建逸锦	30.00	65.00	20.00
	宿迁逸达	40.00	100.00	40.00
	嘉兴逸鹏	25.00	100.00	25.00
	太仓逸枫	25.00	100.00	25.00
	双兔新材料	103.00	100.00	103.00
	海南逸盛	150.00	42.50	63.75
己内酰胺	巴陵己内酰胺	30.00	50.00	15.00

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

近三年，该公司PTA产能保持稳定，产能利用率不断走高，2018年起维持在90%以上。聚酯产品方面，2018年12月公司聚酯产能因资产注入大幅增

加，而全年产量未有大幅变动，导致产能利用率下滑。受 2018 年度注入的关联性资产追溯调整，公司 2017 年产能利用率亦受到一定影响。2019 年起聚酯产能利用率恢复到高位运行。此外，公司已内酰胺依然保持满负荷生产。

图表 9. 公司控股的主要产品生产概况⁴（万吨/年，万吨，%）

项目		PTA	聚酯
2016 年	产能	550.00	170.00
	产量	467.36	165.75
	产能利用率	84.97	97.50
2017 年	产能	550.00	284.50
	产量	491.49	212.74
	产能利用率	89.36	74.48
2018 年	产能	550.00	480.00
	产量	496.33	333.18
	产能利用率	90.24	69.41
2019 年第一季度	产能	550.00	480.00
	产量	127.55	108.87
	产能利用率	92.76	90.73

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

注：以上产能数据为各年年末数。

B. 原料采购

该公司主要原材料 MEG、PX 消耗量较大，是公司生产成本最主要的部分，原材料主要来自于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% 的 PX、90% 的 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。

2016-2018 年，该公司生产用 MEG 采购量分别为 52.11 万吨、59.27 万吨和 110.25 万吨，2018 年采购量大幅增加，主要是 2018 年公司聚酯产能增加，对原材料需求量扩大。同期，公司 MEG 采购价格与市场价格走势基本吻合。PX 方面，随着公司管理优化带动的产能利用率提升，PX 采购量略有增长，近三年采购量分别为 310.56 万吨、318.63 万吨和 324.50 万吨；2016 年以来，受国际原油价格上涨影响，PX 采购价格持续上涨。2019 年第一季度，公司聚酯产能释放，子公司增加至 30 家，原材料采购需求继续增加，受国际原油价格企稳回升影响，PX 采购均价较高，MEG 采购价格随市场价格下降。

⁴ 2019 年第一季度产品产能及产量情况经过年化处理

图表 10. 公司 2016-2018 年及 2019 年第一季度主要生产用原材料采购情况

年度	MEG			PX		
	购入量 (万吨)	金额 (亿元)	采购均价 (元/吨)	购入量 (万吨)	金额 (亿元)	采购均价 (元/吨)
2016 年	52.11	26.93	5,167.91	310.56	168.79	5,435.02
2017 年	59.27	35.97	6,068.16	318.63	186.01	5,837.86
2018 年	110.25	67.74	6,144.33	324.50	233.37	7,191.77
2019 年 第一季度	37.65	16.70	4,437.07	86.81	64.84	7,469.28

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制，不含贸易板块采购量。

该公司原材料年采购规模较大，且均属于大宗商品，原材料价格波动易对公司经营造成影响。同时，海外采购 PX、MEG 等原材料产生了一定规模的美元债务，易受汇率波动影响而出现汇兑损失。公司利用期货市场对冲原材料价格变动及汇率波动，但无法完全规避相关风险。公司衍生金融工具业务主要以远期汇率产品套保为主，2016-2018 年产生的投资收益分别为 0.50 亿元、-0.87 亿元和 0.99 亿元；公允价值变动净损益分别为 0.65 亿元、-1.28 亿元和 1.08 亿元。

C. 产品销售

该公司近年来保持高负荷产能利用率，产销率一直保持在较高水平。公司 PTA 优先满足自用，剩余部分对外销售。PTA 产品出厂价是公司在结合自身成本及 ACP（亚洲合约价）和国内主流大厂⁵均价的基础上确定，结合市场供求状况每月发布。

图表 11. 公司主要产品自用及销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 第一季度		
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价	
PTA	自用	113.32	—	113.47	—	175.14	—	53.14	—
	外销	343.64	4,346.53	379.81	4,449.02	320.48	5,458.71	75.12	5,287.88
PET	自用	26.21	—	16.22	—	26.20	—	7.76	—
	外销	141.62	6,576.02	194.96	7,144.33	299.60	8,347.42	103.77	7,177.71

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

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

D. PTA 及原料贸易业务

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）

⁵ 国内主流大厂主要为中国石油化工集团公司、珠海 BP 化工有限公司和福建石油化工集团有限责任公司（原翔鹭石化股份有限公司）

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。公司开展贸易主要基于业务规模和业务体系较大，通过贸易可以实现统购统销，在谈判中具有更强的话语权和议价权，公司的贸易主要是以满足供应自己体系内生产为主，同时赚取适当利差。根据第十届董事会第一次会议决议，公司调整主营业务披露口径，将 PTA 及原料贸易并入主营业务范畴计算。此后，公司于 2017 年设立浙江恒逸国际贸易有限公司（简称“恒逸国贸”），注册资本 5.00 亿元，以充分发挥内部资源优势，提升贸易业务在公司经营的作用。

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，传统销售客户包括厦门建发股份有限公司、东南新材料（杭州）有限公司、兴惠化纤集团有限公司等相关石化化纤企业。2018 年新增原油贸易业务，贸易规模不断扩大。从前五大客户分布来看，公司 2018 年前五大客户销售额合计 97.75 亿元，前五大客户销售占比 23.15%，较上年下降 1.79%。2019 年第一季度，随着原油贸易业务量的增长，公司前五大客户销售占比大幅增至 52.92%。

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 部分采购来自联营企业大连逸盛投资有限公司（简称“大连逸盛”）下属海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）和逸盛大化石化有限公司（简称“逸盛大化”）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。公司根据库存及市场情况，在满足内部原料 PX、MEG 需求的情况下，将余量对外销售。2018 年起公司原油贸易业务规模有所增加，成为贸易业务主要的销售收入来源。

由于近年来 PTA、MEG、原油等大宗商品价格均波动较大，公司贸易业务盈利较弱，甚至亏损，风险值得关注。

图表 12. 公司 2016-2018 年及 2019 年 1-3 月主要贸易产品销售情况（单位：亿元）

贸易品种	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
PTA	45.48	233.57	187.37	18.89
MEG	32.13	102.93	135.82	15.19
原油	--	--	65.79	56.14
PX 及其他	2.90	11.31	28.93	3.56
合计	80.52	347.81	417.91	93.78

资料来源：根据恒逸石化提供的数据绘制

E. 浙商银行及其他股权投资情况

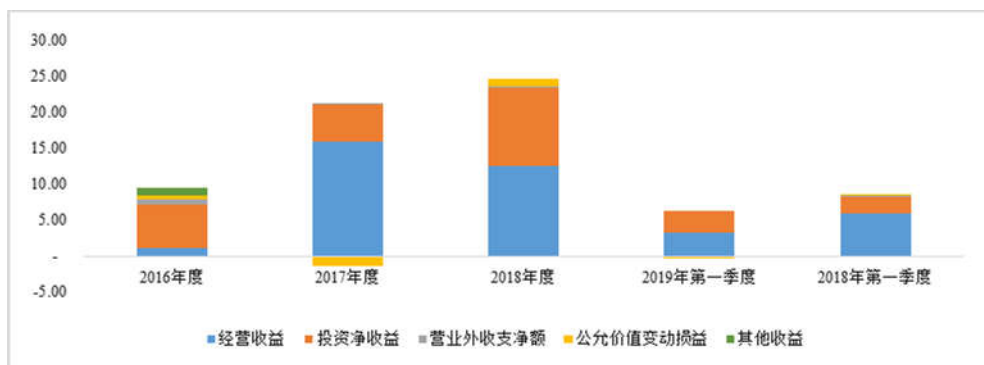
该公司的“石化+金融”双驱动发展模式初具雏形。2016 年 3 月，浙商银行股份有限公司（简称“浙商银行”）在港股上市，股票代码 HK02016。全球发售完成后，公司之全资子公司恒逸有限累计持有浙商银行 748,069,283 股股份，占浙商银行总股本的 4.20%。截至 2019 年 3 月末，公司及子公司共持有浙商银行股份比例为 4.00%，并向浙商银行董事会派有董事，享有实质性参与决策权，该笔股权以权益法计入长期股权投资。根据 2019 年 5 月 6 日收盘价

每股港币 4.29 元，公司持有浙商银行股权总市值为 32.09 亿港元。近年来，浙商银行净利润持续增长，2016-2018 年浙商银行分别实现净利润分别为 101.53 亿元、109.73 亿元和 115.60 亿元，同期公司收到的现金股利分别为 0.97 亿元、1.27 亿元和 1.27 亿元。2018 年 6 月中国证监会官网披露浙商银行首次公开发行股票招股说明书，拟首次公开发行不超过 44.90 亿股，占发行后总股本的 20%，募集资金将用于充实该行核心一级资本。2018 年浙商银行没有进行派息，主要是全力配合浙商银行国内 A 股上市。2019 年一季度浙商银行实现净利润为 44.63 亿元。

除浙商银行外，该公司重要的参股公司还包括海南逸盛、大连逸盛等。2016-2018 年海南逸盛实现净利润分别为 0.44 亿元、0.53 亿元和 4.57 亿元。同期大连逸盛实现净利润分别 0.76 亿元、1.41 亿元和 8.08 亿元。总的来看，重要参股公司 2018 年业绩明显较上年继续改善。

(2) 盈利性

图表 13. 公司盈利来源结构



资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年，该公司综合毛利率分别为 3.43%、3.98%和 3.91%。2018 年公司聚酯产能增加，收入呈现较大的增长，但受到四季度 PTA 价格大幅下滑导致公司贸易业务亏损影响，公司综合毛利率较上年有所下滑。2019 年第一季度，公司实现营业收入 209.76 亿元，同比增长 33.20%，主要系聚酯收入增加；同期，综合毛利率为 4.39%。

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

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

比增长 154.70%，同时汇率波动导致公司发生汇兑损益 1.55 亿元，公司财务费用同比增长 154.46%。此外，公司聚酯规模扩大，配送量增加，导致销售费用中运输费增加，公司销售费用同比增长 93.53%；管理费用⁷方面，公司研发费用由上年 0.61 亿元增至 2.79 亿元，导致公司管理费用同比增长 62.65%。2019 年第一季度，公司期间费用率为 2.59%，主要系融资规模扩大致财务费用增加及研发费用较同期大幅增加所致。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	324.19	659.60	849.48	209.76
毛利率（%）	3.43	3.98	3.91	4.39
其中：PTA 业务（%）	3.61	4.89	6.45	4.04
聚酯业务（%）	7.17	10.11	9.11	8.69
贸易业务（%）	-1.56	0.84	-0.54	0.41
毛利（亿元）	11.12	26.22	33.23	9.20
其中：PTA 业务（亿元）	5.39	8.26	11.28	1.61
聚酯业务（亿元）	6.68	14.08	22.78	6.47
贸易业务（亿元）	-1.26	2.93	-2.26	0.38
期间费用率（%）	2.93	1.42	2.17	2.59
其中：财务费用率（%）	1.35	0.44	0.88	0.83
全年利息支出总额（亿元）	3.76	3.76	9.15	4.70
其中：资本化利息数额（亿元）	--	0.23	2.93	2.29

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

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

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益	6.05	5.16	10.96	2.89	2.35
其中：权益法核算的长期股权投资收益	5.02	6.00	9.97	2.75	1.91
营业外净收入	0.68	0.09	0.15	-0.07	0.15
公允价值变动损益	0.65	-1.28	1.08	-0.22	0.23

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

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

2016-2018 年，该公司净利润分别为 8.89 亿元、19.07 亿元和 22.43 亿元。公司利润主要来自营业毛利，投资收益能够对利润形成一定补充，营业外净收

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

入及公允价值变动净损益规模较小，对公司利润影响有限。同期，公司投资净收益分别为 6.05 亿元、5.16 亿元和 10.96 亿元，主要来自于权益法核算的合、联营企业盈利贡献。其中，2016-2018 年，联营企业经营持续改善，贡献的投资收益逐年增长，但同期公司衍生品⁸交易收益为 0.50 亿元、-0.87 亿元和 0.99 亿元，公司投资收益存在波动。2016-2018 年，公司营业外净收入分别为 0.68 亿元、0.09 亿元和 0.15 亿元。2016 年营业外收入主要系报告期出售土地的收益，不可持续；2017 年以来，受会计准则变更影响，与经营相关的补贴收入计入其他收益科目，导致营业外净收入有所减少。2017-2018 年公司其他收益分别为 0.69 亿元和 1.49 亿元，主要为政府补助。公司公允价值变动主要是远期外汇等衍生品的公允价值变动所致。2019 年第一季度，公司实现净利润 5.14 亿元，同比减少 34.90%，一方面系融资规模上升导致利息支出增加及研发不断投入，导致期间费用高企；另一方面是公司贸易业务量增加，但毛利率较低，导致公司综合毛利率下降。

(3) 运营规划/经营战略

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

A. 文莱 PMB 石油化工项目

文莱 PMB 石油化工项目一期建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，项目建设期为 3 年，总投资 34.50 亿美元，其中自有资金投资 15 亿美元。项目境外实施主体为恒逸实业（文莱）有限公司（简称“恒逸文莱”），由该公司和文莱政府主权基金背景的达迈控股有限公司（简称“达迈控股”）分别持股 70%和 30%。项目建成后将拥有 800 万吨/年原油炼化能力，主要产品的年产能为 PX150 万吨、苯 50 万吨及 500 多万吨汽柴煤油品。

作为国家“一带一路”倡议的重点建设项目，一期项目获得国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团项目贷款 17.50 亿美元或等值境外人民币，贷款期限为 12 年（含 3 年宽限期），用于文莱 PMB 石油化工项目的建设或运营。银团组成方包括国家开发银行、中国进出口银行、中国银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、招商银行股份有限公司。该公司及公司控股股东恒逸集团均为上述项目贷款提供担保（恒逸集团为项目银团贷款提供 6.71 亿股公司股票质押，质押不涉及股票补仓义务，不存在平仓风险）。截至 2019 年 4 月 18 日，公司银团贷款总额为 86.67 亿元人民币。此外，公司通过非公开发行股票及公开发行债券的方式，募集资金用于文莱 PMB 石油化工项目一期。2016 年经中国证券监督管理委员会证监许可【2016】1320 号文核准，并经深圳证券交易所同意，公司向符合条件的投资者非公开发行人民币普通股（A 股）

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

股票 3.17 亿股，共计募集资金 38.00 亿元，扣除承销保荐费用和和相关发行费用后，公司募集资金净额为 37.66 亿元。截至 2018 年末，公司尚未使用募集资金 0.24 亿元，其中 2016-2018 年分别使用募集资金 3.33 亿元、32.08 亿元和 2.35 亿元。2018 年经中国证券监督管理委员会证监许可【2018】88 号核准，并经深圳证券交易所同意，“18 恒逸 R1”于 2018 年 3 月 2 日发行，扣除承销费后募集资金 49,750.00 万元。截至 2018 年末，公司募集资金已全部投入文莱 PMB 石油化工项目。

截至 2019 年 4 月 16 日，一期项目累计投资款 30.10 亿美元（其中银团贷款提款 13 亿美元），项目总体建设进度累计完成 92.78%。文莱一期项目剩余 4.40 亿美元将于年内投资，资金全部来源于银团贷款提款。该项目预计在 2019 年二季度进入投料试车阶段，三季度进入商业运营。投产后，PX 将全部用于海南逸盛或公司内部 PTA 工厂，在确保一期项目顺利投产的同时，公司将同步推进文莱炼化项目二期的规划和可行性研究报告的制定，确定文莱炼化项目二期的主体工艺框架和产能构成。

B. 聚酯纤维项目

截至 2018 年末，该公司在建的聚酯纤维项目主要为嘉兴逸鹏的年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目和海宁恒逸新材料有限公司（简称“海宁新材料”）为主体投资建设项目，两个项目建成后合计将新增 150 万吨聚酯产能。截至 2019 年 4 月末，年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目第一阶段已建成运作，并配套增加 25 万吨差别化功能性精品 FDY。该项目资金由公司自有资金、定向增发股票募集资金、银行项目贷款等方式构成。

海宁新材料项目位于海宁市剑山新区内，规划面积约 1,232 亩，拟新建配套码头、聚酯车间、纺丝车间、加弹车间、PTA 库及配套动力站等，项目投资总额预计 63.60 亿元，建设期 2 年，资金来源为公司自有资金、银行项目贷款、公开发行可转换公司债券等。根据 2019 年 4 月 26 日公司公告显示，公司拟公开发行 20 亿元可转换公司债券，用于海宁新材料项目。截至 2018 年末，公司建设项目进度 12%。

图表 16. 聚酯纤维在建项目情况

项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	截至 2018 年末已投资额 (亿元)	年产量 (万吨)
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	3.05	50.00
智能化环保功能性涤纶 POY 纤维	海宁新材料	63.60	2.58	39.00
智能化环保功能性涤纶短纤维				50.00
智能化环保功能性涤纶 DTY 纤维				11.00
合计	—	73.45	5.63	150.00

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，并扩大下游聚酯及长丝产能。项目投资完成后，公司能够拥有较为完整的石化-化纤产业链，以有效地降低原材料价格波动风险。但是公司仍面临后续资本开支较大以及行业波动等因素可能导致项目投产不及预期的风险。

管理

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。跟踪期内，公司治理与经营管理方面无重大变化。

近三年，该公司产权结构稳定。受定向增发、股票激励计划等事项影响，公司的股本总额由 2014 年末的 11.54 亿元增至 2018 年末的 28.42 亿元。但由于恒逸集团可交换债券换股影响，恒逸集团及其子公司杭州恒逸投资有限公司的持股比例自 2015 年以来逐步降至 2018 年末的 41.06%、6.94%。截至 2019 年 3 月末，恒逸集团直接持有公司 41.06% 的股权（股权结构详见附录一）。

该公司控股股东恒逸集团成立于 1994 年，截至 2018 年末实收资本为 5,180 万元，恒逸集团的核心资产集中在公司。恒逸集团股权较为分散，截至 2018 年末杭州万永实业投资有限公司（简称“万永实业”）持股比例 27.04%，为第一大股东；邱建林、邱奕博持股比例均为 26.19%，其他股东持股比例均不足 10%。2018 年 2 月，邱建林与万永实业、邱祥娟、邱奕博、邱利荣、邱杏娟（合计持有恒逸集团 84.77% 的股权）签署了《一致行动协议》，该协议自各方签署之日生效，并将持续有效，而不论协议各方所持恒逸集团的股权比例是否发生变化。如果任何协议一方不再直接或间接持有恒逸集团股权的，则《一致行动协议》对该方不再具有法律约束力，但对其他方继续有效。并且，邱祥娟及万永实业同意自协议签署日 7 年内未经邱建林同意不会直接或间接转让持有的恒逸集团股份。根据该协议，邱建林为恒逸集团和公司的实际控制人。

根据该公司发布的公告，截至 2019 年 4 月 25 日，恒逸集团累计质押公司股票 8.59 亿股，占所持公司股份总数的 62.96%。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。

该公司关联方交易金额较大，主要是向关联方采购原材料所致，关联方采购价格根据市场价格确定。2018 年，公司向关联方采购合计 49.31 亿元，较上年末增长 64.80%，主要系公司增加贸易规模，向联营企业海南逸盛和逸盛大化加大 PTA 采购规模所致；向关联方销售金额合计 21.62 亿元，较上年增长 502.66%，主要系向浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司（简称“巴陵己内酰胺”）销售能源品和向杭州逸曝化纤有限公司（简称“杭州逸曝”）销售 PTA、能源品、包装物等 MEG 等原料所致。2019 年 1-3 月，公司关联购销交易规模有所下降。其中，关联采购 5.75 亿元，主要系向逸盛大化采购 3.07 亿元 PTA 和向杭州逸曝采购聚酯产品 1.28 亿元；关联销售 2.01 亿元，主要为巴陵己内酰胺 0.79 亿元和杭州逸曝 0.53 亿元。

图表 17. 公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）

关联方名称	关联关系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
采购商品/接受劳务					
巴陵己内酰胺	合营企业	22,401.61	24,343.82	38,048.29	8,740.78
海南逸盛	参股公司	20,302.64	6,528.59	47,467.97	2,570.24

关联方名称	关联关系	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
逸盛大化	参股公司	70,796.69	253,187.68	389,761.81	30,718.14
杭州逸璟	受同一股东控制	--	--	10,134.41	12,771.78
出售商品/提供劳务					
海南逸盛	参股公司	9,417.33	22,370.04	33,975.01	--
巴陵己内酰胺	合营企业	1,105.91	5,357.48	36,497.75	7,902.04
杭州逸璟	受同一股东控制	--	--	123,994.64	5,321.16

资料来源：恒逸石化

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《恒逸石化股份有限公司内部控制审计报告》（瑞华专审字[2019]01090001号），根据相关财务报告内部控制缺陷的认定标准，报告期内公司不存在财务报告内部控制重大、重要缺陷，也未发现内部控制重大、重要缺陷。

根据该公司提供的2019年3月20日的《企业信用报告》，公司无债务违约情况。

财务

随着经营规模的扩大，公司刚性债务规模有所上升，虽然通过发行债券，优化债务结构，但仍面临一定的即期偿付压力。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，随着文莱炼化项目的投产，公司经营现金流会大幅改善。公司资产中有一定规模的股权资产，变现能力较强，能够对公司债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

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

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

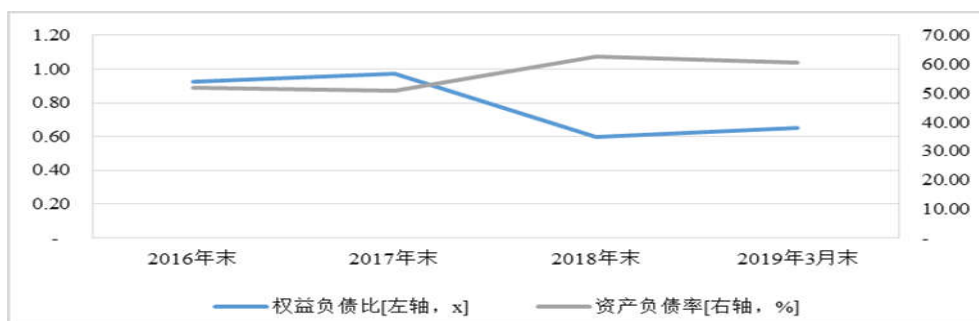
合并范围变化方面，2018年，公司纳入合并范围的子公司共29户，比上年度增加10户，减少2户。公司收购嘉兴逸鹏、太仓逸枫、双兔新材料、浙江恒逸物流有限公司、宁波恒逸物流有限公司五家公司，并新设宿迁逸达、福建逸锦、浙江恒逸工程管理有限公司、浙江恒澜科技有限公司、绍兴神工包装

有限公司五家公司。此外，公司注销福建恒逸化工有限公司和上海逸通国际贸易有限公司。2017年数据根据2018年审计报告年初数进行了追溯调整。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势

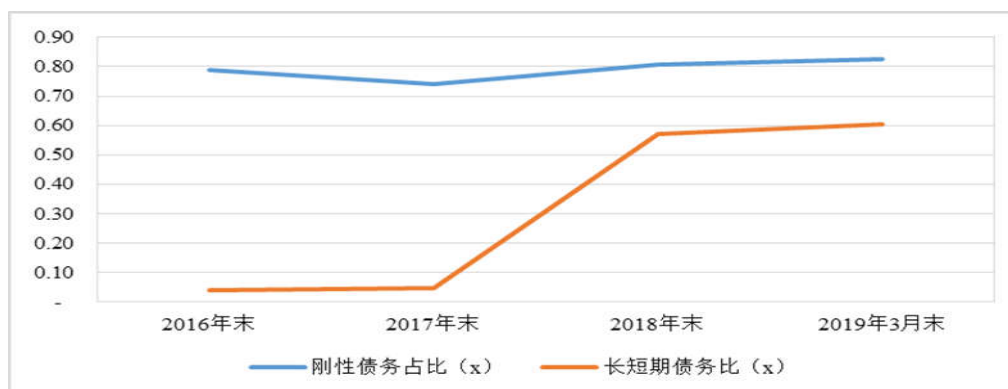


资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制

随着文莱项目建设及聚酯化纤公司收购，2018年该公司负债规模快速上升。截至2018年末，公司负债总额373.58亿元，较上年末增长105.89%；同期公司股票增发，股本增长59.42%至26.28亿元。另外受益于公司持续盈利，未分配利润逐年增加，以及股票增发，同期所有者权益增至222.67亿元，较上年末增长26.09%。2016-2018年末资产负债率分别为52.01%、50.68%和62.66%。随着财务杠杆上升，公司权益负债比有所下降，同期末权益负债比分别为0.92、0.97和0.60。截至2019年3月末，公司文莱项目一期投资及非公开发行股票收购聚酯化纤项目基本完成，股本增至28.42亿元。同期资产负债率小幅降至60.59%，权益负债比为0.65。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
刚性债务 (亿元)	112.87	134.42	306.06	324.82
应付账款 (亿元)	11.67	31.27	46.42	51.21
预收账款 (亿元)	13.84	3.82	5.03	6.32

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
其他应付款 (亿元)	2.93	6.12	4.68	4.13
刚性债务占比 (%)	78.82	74.08	81.93	82.62
应付账款占比 (%)	8.15	17.23	12.42	13.03
预收账款占比 (%)	9.66	2.10	1.35	1.61
其他应付款占比 (%)	2.05	3.37	1.25	1.05

资料来源：根据恒逸石化所提供数据绘制

债务构成方面，该公司负债以刚性债务和应付账款为主，2018 年末分别占负债总额的 81.93%和 12.42%。2018 年末，公司应付账款 46.42 亿元，主要为原材料采购款，近两年随着公司贸易业务规模的扩大，应付账款也呈现上升的趋势；预收账款 5.03 亿元，全部为下游客户的预付货款，一般原材料 PTA、PX、MEG 等价格快速上涨时，预付比例会提高，因此公司近三年预收账款存在一定的波动；其他应付款 4.68 亿元，主要为股权激励回购义务 1.26 亿元、押金及保证金 0.60 亿元等。从债务期限结构来看，公司于 2018 年起发行债券，长期债务规模有所上升。截至 2018 年末，公司长短期债务比由 2016 年末的 4.53%升至 56.99%，债务结构优化。

截至 2019 年 3 月末，公司预收账款较年初增长 25.65%，主要是下游纺织企业备货周期提前，公司预收聚酯货款增加所致。同期受春节与供应商结算影响，应付账款较年初上升 4.79 亿元至 51.21 亿元。2019 年 3 月公司新增 19 恒逸 01 公司债 5 亿元，进一步优化债务结构，截至 3 月末公司长短期债务比上升至 60.44%。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	108.52	127.26	172.62	179.35
其中：短期借款	77.63	100.65	137.23	145.00
一年内到期长期借款	2.01	1.41	4.89	1.33
应付票据	28.66	25.20	30.41	27.45
中长期刚性债务合计	4.35	7.15	133.44	145.47
其中：长期借款	3.08	6.51	94.68	103.31
应付债券	--	--	29.88	34.87
其他中长期刚性债务	1.27	0.64	8.88	7.28

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

截至 2018 年末，该公司刚性债务 306.06 亿元，较上年末增长 126.72%。其中，中长期刚性债务占比为 43.60%。2018 年起债券融资成为公司融资渠道的重要补充。2018 年末公司债券融资占刚性债务比重为 9.76%。

图表 21. 截至本报告出具日公司存续的债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	当期本金余额	本息兑付情况
18 恒逸 R1	5.00	2+1 年	6.47	2018 年 03 月	5.00	正常付息
18 恒逸 01	10.00	2+1 年	6.78	2018 年 03 月	10.00	
18 恒逸 02	15.00	2+1 年	6.43	2018 年 04 月	15.00	
19 恒逸 01	5.00	2+1 年	6.38	2019 年 03 月	5.00	未到付息期
19 恒逸 02	5.00	2+1 年	6.50	2019 年 05 月	5.00	
合计	40.00	--	--	--	40.00	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

该公司主要融资渠道为银行借款，截至 2018 年末，公司银行借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）为 236.79 亿元，同比增长 118.09%。其中短期借款同比增长 36.33%，主要为公司贸易业务发展的需要，增加短期借款 36.57 亿元。长期借款同比增加 88.16 亿元，为公司文莱项目建设，公司银团贷款增加所致。公司银行借款以抵押借款为主，占比 59.55%。此外，同期末公司长期应付款为 8.88 亿元，主要为融资租赁款。

截至 2019 年 3 月末，该公司金融机构借款（含短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款）为 249.65 亿元，以抵押借款为主，公司综合融资成本在 5% 左右。借款期限方面，公司长期借款、长期债券和长期应付款中 1-3 年到期 51.60 亿元，占刚性债务比例为 20.67%；3 年以上到期 93.87 亿元，占刚性债务比例为 37.60%。

图表 22. 2019 年 3 月末公司银行借款构成（单位：亿元）

借款类型	保证	抵押	质押
短期借款	70.46	25.09	49.46
一年内到期的长期借款	0.94	0.39	--
长期借款	1.00	102.31	--
合计	72.40	127.79	49.46

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

整体看，该公司 2018 年起通过发行长期债券，优化债务结构，但是主要受文莱项目集中投入影响，公司刚性债务规模上升较快，且面临较大的即期偿债压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	29.14	17.05	16.57	--
营业收入现金率（%）	111.98	105.82	108.21	116.48

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
业务现金收支净额（亿元）	29.37	22.79	19.82	-3.02
其他因素现金收支净额（亿元）	1.59	1.01	-3.08	-0.90
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	30.96	23.80	16.75	-3.91
EBITDA（亿元）	22.59	32.92	42.52	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.17	0.27	0.19	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.01	9.16	4.65	--

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

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

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

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.30	-5.44	-0.21	-3.42
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-6.42	-70.10	-124.74	-41.35
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.27	0.23	0.61	--
投资环节产生的现金流量净额	-10.99	-75.31	-124.34	-44.77

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

2016-2018年及2019年第一季度，该公司投资性现金流均呈现净流出的态势，2017年以来由于文莱炼化项目及聚酯纤维收购的投资支出增加，投资性现金净流出大幅增长，2019年一季度随着文莱项目一期投资基本完成，投资性现金流有所改善。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
权益类净融资额	38.93	28.09	28.65	34.20
债务类净融资额	-42.68	25.20	106.90	7.86
其中：现金利息支出	3.32	3.41	8.13	2.27

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	5.21	-1.08	0.15	-0.00
筹资环节产生的现金流量净额	1.46	52.21	135.70	42.06

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理

2016-2018年及2019年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为1.46亿元、52.21亿元、135.70亿元和42.06亿元，2018年公司通过发行债券融资，债务类净融资额大幅上升。近三年公司权益类融资主要为非公开发行股票，2019年第一季度通过非公开发行股票募集资金用于聚酯纤维项目建设，权益类净融资额增加。总的来看，公司投资项目所导致的资金缺口，近期主要依赖筹资活动维持现金流平衡。随着公司项目投产，将一定程度上缓解公司的资金周转压力，对此新世纪将持续关注。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	114.45	118.99	165.24	179.93
	41.56	33.23	27.71	27.73
其中：货币资金（亿元）	47.26	47.42	90.14	79.38
应收款项（亿元）	6.64	12.66	13.77	16.52
存货（亿元）	19.50	21.15	27.58	39.41
预付账款（亿元）	13.36	11.21	8.44	12.33
其他应收款（亿元）	1.44	0.31	1.42	0.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	160.90	239.05	431.01	468.91
	58.44	66.77	72.29	72.27
其中：固定资产（亿元）	82.19	90.54	119.85	117.24
在建工程（亿元）	16.75	51.70	174.19	196.28
长期股权投资（亿元）	55.98	66.00	78.14	81.95
无形资产（亿元）	2.53	5.26	10.06	10.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	69.91	67.29	295.69	318.84
受限资产账面余额/总资产（%）	25.39	18.79	49.59	49.14

资料来源：根据恒逸石化所提供数据整理。

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

该公司流动资产包括货币资金、应收账款、存货等。2018年末，货币资金余额为90.14亿元，占流动资产的比例为54.55%，随着公司融资力度的增强，货币资金余额较大，其中受限的货币资金24.90亿元，包括信用证保证金8.45亿元，承兑汇票保证金14.77亿元，保函保证金0.79亿元，票据质押托收款0.51亿元，其他受限资金0.38亿元。随着公司产能快速扩张导致营业

收入扩大，公司应收账款呈现逐年增长的态势，但账期基本在一年以内，风险可控。公司存货中原材料和库存商品占比较大，且均未受限。2018年末，公司存货同比增长30.38%至27.58亿元，主要是公司经营规模扩大，原材料及库存商品均同步增加。

该公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资、无形资产等。公司固定资产以房屋建筑物和机器设备为主，合计占比93.30%，其中，房屋建筑物以生产性用房为主；机器设备为化工产品生产专用设备，因而金额合计占比相对较高。2016-2018年公司固定资产逐年增加，主要是公司聚酯业务的发展，在建工程逐步转为固定资产，2018年末公司固定资产为119.85亿元，其中受限的固定资产为72.26亿元，占比60.29%，主要用于售后租回融资租赁和抵押借款。公司在建工程主要是文莱炼化项目和聚酯生产线改扩建，近年来公司在建工程亦呈大幅增长趋势，同期在建工程为174.19亿元，其中受限的在建工程151.25亿元，占比86.83%，主要用于抵押借款。2018年末，公司长期股权投资为78.14亿元，主要系权益法核算的合营、联营企业股权，包括合营企业巴陵己内酰胺11.23亿元以及联营企业大连逸盛、海南逸盛和浙商银行分别15.30亿元、14.33亿元和34.01亿元的股权投资款等。其中受限的长期股权投资为45.24亿元，占比57.90%，主要为浙商银行股票，用于文莱项目的借款，质押不涉及股票补仓义务，不存在平仓风险。公司无形资产主要是土地使用权，同期无形资产为10.06亿元，其中受限的无形资产为1.09亿元，主要用于抵押借款。

2019年3月末，该公司资产总额为648.84亿元，其中受限资产总计318.84亿元，占资产总额的49.14%。其中，货币资金受限24.77亿元，银行承兑汇票质押2.47亿元，固定资产受限64.57亿元，长期股权投资受限46.63亿元，在建工程及无形资产受限分别为177.95亿元和2.45亿元。总的来看，公司受文莱项目推进影响，受限资产占比较大，存在一定的风险。

此外，2019年3月末该公司商誉为2.22亿元，占总资产的比例为0.34%。公司商誉是由于2018年11月公司以210,500万元的对价发行股份购买双兔新材料100%的股权，合并日被购买方可辨认净资产公允价值份额为188,313.44万元，从而在合并报表中形成商誉22,186.56万元。经减值测试，该商誉及相关资产在2018年末预计未来现金流量现值为260,691.15万元，未发生减值。

整体看，该公司流动资产中现金类资产占比较高，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 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	83.06	68.55	69.44	73.43
速动比率 (%)	59.21	49.90	54.30	52.31
现金比率 (%)	34.70	31.19	44.60	33.00

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较大，流动资产对流动负债保障程度较低。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 83.06%、68.55%、69.44%和 73.43%。随着公司产能扩张，存货逐年上升，速动比率分别为 59.21%、49.90%、54.30%和 52.31%。公司货币资金较为充裕，现金比率处于较好水平，2018 年末为 44.60%，可为债务偿付提供良好支撑。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司有未决诉讼一起，系海盐诣晓针织新材料有限公司等五家客户起诉公司下属双兔新材料，截至 2018 年末，海盐诣晓针织新材料有限公司合同纠纷案件，法院冻结双兔新材料银行存款 30 万元。双兔新材料对根据客户函证通知中尚未收到货物的数量等信息，冲减了收入 0.26 亿元，将对应的货物成本 0.24 亿元计入“其他应收款—王某某”并全额计提坏账损失；同时按同期银行贷款利率计提预计负债 43.39 万元。根据公司与双兔新材料原股东富丽达集团控股有限公司、兴惠化纤集团有限公司签订的《发行股份购买资产协议》及后续相关协议，原股东承诺和同意就双兔新材料争议案件遭受的全部损失向双兔新材料及公司承担连带赔偿责任。故上述事项将不会对公司造成重大影响。除此之外，公司无需要披露的未决诉讼。

截至 2018 年末，该公司对外担保 2 笔，系向联营企业海南逸盛提供 1.25 亿元和 0.72 亿元的项目贷款保证担保，借款到期日分别为 2020 年 7 月 8 日和 2020 年 6 月 6 日。子公司恒逸文莱与文莱经发局签订《土地租赁协议》，明确租金费率及支付方式等具体事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

跟踪期内，该公司本部从事原料贸易业务。截至 2018 年末，公司本部总资产为 179.95 亿元，主要包括 137.40 亿元的长期股权投资、42.52 亿元的其他应收款和 0.03 亿元的货币资金；总负债为 32.61 亿元，主要包括 29.88 亿元的刚性债务及 2.65 亿元的其他应付款；所有者权益为 147.35 亿元。2018 年公司本部实现收入 0.07 亿元，净利润 5.41 亿元；经营性现金净流量为-1.12 亿元。整体来看，公司本部债务偿付能力较弱。2018 年以前，公司本部未开展融资活动，2018 年以来本部连续发行了五期公司债券，募集资金通过往来款形式用于旗下子公司业务运行及项目投资。公司在集中管控上仍继续通过全资子公司恒逸有限进行。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，公司在金融机构的授信额度总额为 526.37 亿元，其中未使用额度 228.94 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。

附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的 4 期公司债券均附有第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，为债券存续期带来不确定性。

跟踪评级结论

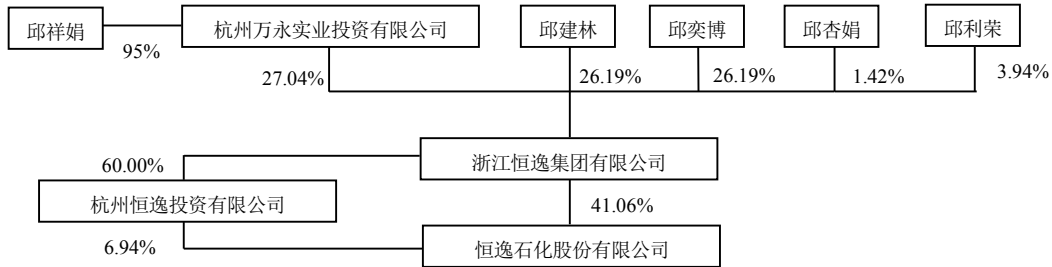
跟踪期内，受益于行业景气度回升及自身竞争力的提升，公司经营业绩明显改善，但受产品价格影响存在波动。2017 年起公司新增贸易业务，营业收入规模上升，但由于贸易业务毛利水平较低，对公司利润带来一定负面影响。公司近年来通过推进文莱炼化项目及下游聚酯的并购重组，打造全产业链模式。但在发展过程中，公司刚性债务规模有所增长，即期偿债压力较大。一旦投产不及预期，将对公司资金周转带来压力。

随着刚性债务规模扩大，该公司近期现金流缺口主要依靠筹资性现金流平衡。公司流动资产中现金类资产占比较高，加之存货为大宗石化原料，较容易变现。截至 2019 年 3 月末，公司合计持有浙商银行 4.00% 的股权，能够获得较为稳定的投资收益，且变现能力较强。公司整体资产流动性尚可，能够为债务偿付提供一定保障。

新世纪评级将持续关注公司在文莱石化项目、贸易规模扩大、关联交易规模增加、债务规模扩大等方面存在的压力。

附录一：

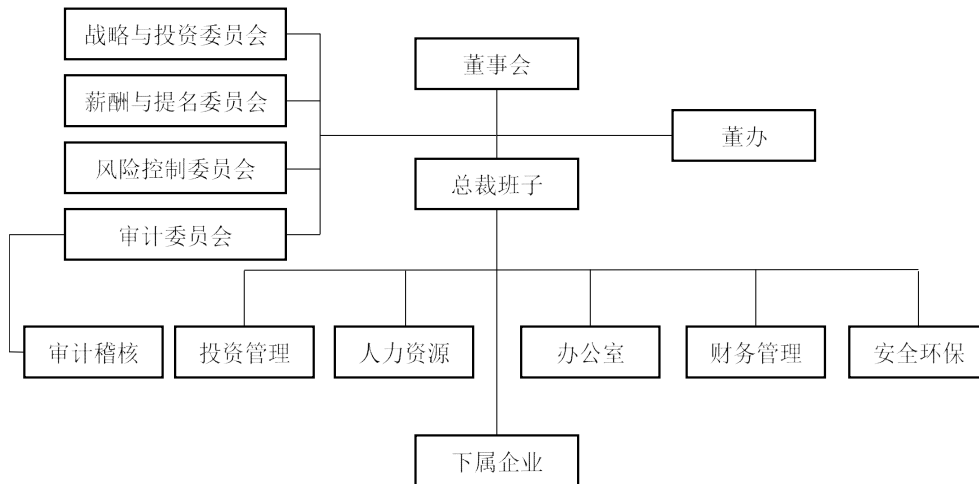
公司与实际控制人关系图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据恒逸石化提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
浙江恒逸集团有限公司	恒逸集团	公司控股股东、集团最高层法人实体	—	控股	404.68	236.93	940.56	16.31	23.55	48.98	
恒逸石化股份有限公司	恒逸石化	本级	—	控股	29.88	147.35	0.07	5.41	-1.12	--	母公司口径
浙江恒逸石化有限公司	恒逸有限	核心子公司	100.00	化学品生产	252.68	167.92	667.80	19.72	17.13	38.75	
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心子公司	70.00	化学品生产	65.04	62.30	370.12	6.49	-1.18	15.51	
嘉兴逸鹏化纤有限公司	嘉兴逸鹏	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	4.82	9.90	22.23	1.10	-1.38	2.03	
太仓逸枫化纤有限公司	太仓逸枫	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	9.09	9.16	23.27	1.27	2.73	2.40	
浙江双兔新材料有限公司	双兔新材料	核心子公司	100.00	聚酯产品生产	14.03	15.69	84.26	2.13	0.49	6.18	

注：根据恒逸石化 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	275.34	358.04	596.25	648.84
货币资金 [亿元]	47.26	47.42	90.14	79.38
刚性债务[亿元]	112.91	134.99	306.06	324.82
所有者权益 [亿元]	132.13	176.59	222.67	255.71
营业收入[亿元]	324.19	659.60	849.48	209.76
净利润 [亿元]	8.89	19.07	22.43	5.14
EBITDA[亿元]	22.59	32.92	42.52	--
经营性现金净流入量[亿元]	30.96	23.80	16.75	-3.91
投资性现金净流入量[亿元]	-10.99	-75.31	-124.34	-44.77
资产负债率[%]	52.01	50.68	62.66	60.59
权益资本与刚性债务比率[%]	117.02	130.81	72.75	78.72
流动比率[%]	83.06	68.55	69.44	73.43
现金比率[%]	38.68	32.08	42.69	39.51
利息保障倍数[倍]	3.64	6.68	3.54	1.86
担保比率[%]	2.37	0.56	0.88	--
营业周期[天]	29.14	17.05	16.57	--
毛利率[%]	3.43	3.98	3.91	4.39
营业利润率[%]	2.85	3.11	3.07	3.05
总资产报酬率[%]	5.19	7.58	6.79	--
净资产收益率[%]	8.25	12.35	11.24	--
净资产收益率*[%]	9.67	13.64	12.43	--
营业收入现金率[%]	111.98	105.82	108.21	116.48
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.69	15.28	8.14	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.80	-31.73	-38.77	--
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	9.16	4.65	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.27	0.19	--

注：表中数据依据恒逸石化经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、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 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。