

信用等级通知书

联合评字[2018]1935 号

浙江恒逸集团有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）信用等级为 AA+。

特此通知

联合信用评级有限公司
二零一八年十一月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

信用等级公告

联合[2018]1935 号

浙江恒逸集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江恒逸集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）进行综合分析和评估，确定：

浙江恒逸集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

浙江恒逸集团有限公司拟公开发行的 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十一月九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江恒逸集团有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10.2 亿元（含）

债券期限：3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2018 年 11 月 9 日

主要财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	18年3月
资产总额（亿元）	351.69	379.59	508.07	560.04
所有者权益（亿元）	96.65	145.47	198.72	202.39
长期债务（亿元）	17.33	39.22	44.65	46.43
全部债务（亿元）	232.34	199.39	262.46	312.66
营业收入（亿元）	310.79	338.26	725.14	185.55
净利润（亿元）	1.11	6.05	14.89	7.30
EBITDA（亿元）	21.04	25.22	35.35	--
经营性净现金流（亿元）	1.93	37.14	8.25	1.71
营业利润率（%）	3.65	3.22	3.62	4.84
净资产收益率（%）	1.16	5.00	8.65	3.64
资产负债率（%）	72.52	61.68	60.89	63.86
全部债务资本化比率（%）	70.62	57.82	56.91	60.70
流动比率（倍）	0.64	0.87	0.72	0.66
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.13	0.13	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.26	2.80	3.39	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.06	2.47	3.47	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、其他流动负债中短期融资券、股权质押回购借款和银行理财直融借款已计入短期债务；长期应付款中应付融资租赁款和结构性融资计入长期债务；4、2018 年一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）的评级反映了公司在石化化纤行业处于龙头地位，且 PTA—聚酯产能位于全球前列，其下属控股子公司恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”）在生产规模、研发能力、品牌认可度及产品差异化等方面具备综合竞争优势。近年来，公司收入规模和盈利规模持续提高，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司经营受原料及产品价格影响较大、公司少数股东权益占比较大、短期债务占比较高、长期债务偿付时间较为集中、贸易业务规模持续扩大且盈利水平低对公司整体盈利水平形成抑制、文莱 PMB 石油化工项目投资规模较大使得公司存在一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司文莱 PMB 石油化工项目的逐步达产，将明显增加公司 PX 和 MEG 原材料自给率，可有效降低生产成本，进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望进一步增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 随着化纤行业去产能政策推进，环保政策趋严，以及宏观经济的逐渐复苏，涤纶产品整体供需关系得到改善，景气度逐渐回升，行业内企业经营业绩普遍向好。

2. 公司在石化化纤行业处于龙头地位，且 PTA—聚酯产能位于全球前列，产业链完整，行业知名度高，行业地位突出。

3. 公司整体资产质量较好，流动资产中货币资金占比较大且受限比例较低，现金类资产规模较大。非流动资产中长期股权投资占比较高，以对浙商银行股份有限公司的股权投资为主，且投资收益持续性较强。

4. 近年来，公司收入规模和盈利规模持续提高，经营活动现金流状况较佳，收入实现质量较高。

关注

1. 公司贸易业务收入规模持续扩大，但盈利水平低，对公司整体盈利水平形成抑制。

2. 公司权益结构中少数股东权益占比较大，且归属于母公司所有者权益中，未分配利润规模较大，公司所有者权益稳定性有待提高。

3. 受所有者权益规模持续扩大的因素影响，公司债务负担的指标持续下降，但仍处较高水平。公司债务结构以短期债务为主，一定程度上将加大公司的资金周转压力；同时长期债务偿付时间较为集中，未来公司存在一定的集中偿付压力。

4. 公司文莱 PMB 石油化工项目投资规模较大，随着现阶段相关在建项目建设进程的推进，公司资本支出压力较大。同时，由于不同国家经济政策环境不同且海外项目易在跨国管理、地缘政治及汇率变动等方面面临一定的经营及管理风险。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

周珂鑫

电话：010-85172818

邮箱：zhoukx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

 周婧 周昕

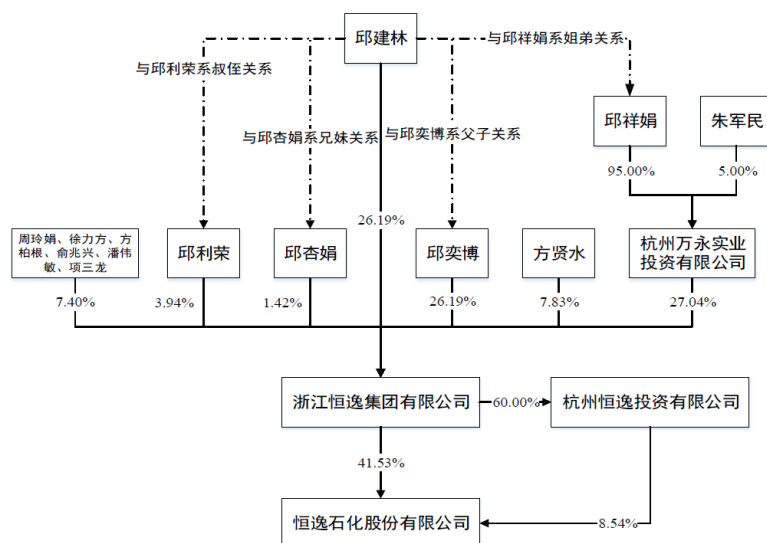
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）于 1994 年 10 月 18 日经浙江省计划经济委员会、浙江省经济体制改革委员会出具浙计经企（1994）871 号《关于建立浙江恒逸集团的批复》批准成立，初始注册资本为 5,180 万元。1999 年 6 月 5 日，根据原萧山市衙前镇人民政府出具衙政（1997）27 号《关于浙江恒逸集团有限公司产权界定的通知》及股东会决议，杭州恒逸实业总公司、隆兴公司、宁波物资公司所持有的恒逸集团股份全部转让给萧山市衙前镇资产经营公司、职工持股会、邱建林、方贤水、陆长水等 17 个单位和个人，公司性质从集体所有制企业转变为民营企业。历经数次股权转让，截至 2010 年 2 月底，邱建林持有恒逸集团 52.38% 的股权。2010 年 3 月 26 日，基于邱建林与其配偶朱丹凤的离婚纠纷诉讼，杭州市萧山区人民法院作出民事判决书（（2009）杭萧民初字第 4599 号），一审判决邱建林与朱丹凤离婚，同时判决邱建林在恒逸集团的股权，由邱建林与朱丹凤各半享有。股权分割完成后，邱建林和朱丹凤均持有 26.19% 的股权。2011 年 11 月 21 日，恒逸集团召开股东会，根据股东会决议，同意股东朱丹凤将其所持公司 26.19% 的股权赠与其子邱奕博。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 5,180 万元；邱建林持有恒逸集团 26.19%股权，并通过与家族成员的一致行动安排¹实际控制恒逸集团 84.77%的股权；公司实际控制人为邱建林。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：实业投资；生产：纺织原料及产品、化工原料及产品（除化学危险及易制毒化学品）；销售：金属材料、机电产品及配件，煤炭（无储存）；经营本企业和本企业成员企业自产产品和生产、科研所需的原材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关的进出口业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 3 月底，公司下设战略投资部、财务管理部、行政办公室、人力资源部和审计部共五个职能部门以及各下属子公司（详见附件 1），其中子公司恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒

1 2018年2月8日，邱建林与杭州万永实业投资有限公司、邱祥娟、邱奕博、邱利荣、邱杏娟签署的《一致行动协议》，邱祥娟控制的杭州万永实业投资有限公司、邱奕博、邱利荣和邱杏娟为邱建林的一致行动人。

逸石化”，证券代码：000703.SZ）为上市公司，在职员工 7,261 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.07 亿元，负债合计 309.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 198.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 81.97 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 725.14 亿元，净利润（含少数股东损益）14.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 560.04 亿元，负债合计 357.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 202.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 79.50 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 185.55 亿元，净利润（含少数股东损益）7.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.86 亿元。

公司注册地址：萧山区衙前镇项漾村；法定代表人：邱建林。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“浙江恒逸集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 10.2 亿元（含 10.2 亿元）。本期债券期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券在存续期内每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券采用固定利率形式。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

三、行业分析

公司以化工板块和贸易业务为主营业务。其中，公司化工板块主要产品为 PTA、PET、DTY、PA6 等产品，可分类为 PTA 产品、涤纶产品、锦纶产品。公司在石化化纤行业处于龙头地位，且 PTA—聚酯产能位于全球前列，同时 PTA 产品为涤纶产品的原材料，因此下文将以化纤行业的细分行业—涤纶行业为主。

1. 行业概况

涤纶是合成纤维的第一大品种，它是以 PTA²和 MEG³为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物——PET⁴，经纺丝和后处理制成的纤维。涤纶具有极优良的定型性能以及结实耐用、弹性好、不易变形、耐腐蚀、绝缘、挺括、易洗快干等特点。

涤纶行业是顺周期行业，受国民经济周期的影响较大。从我国宏观经济运行来看，2008~2009 年，由美国次贷危机引起的全球性金融危机爆发，我国宏观经济出现了剧烈波动，同期涤纶行业指数也

²精对苯二甲酸，为石油的下游产品，是重要的大宗有机原料之一，广泛应用于化纤、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面。

³乙二醇，又名“甘醇”，是一种重要的石油化工基础有机原料，常用作溶剂、防冻剂和合成涤纶的原料。

⁴聚对苯二甲酸乙二醇酯，是热塑性聚酯中最重要的品种，俗称“涤纶树脂”，分为纤维级聚酯切片和非纤维级聚酯切片，用作生产涤纶短纤维和涤纶长丝，瓶类，薄膜等。

由高位急速震荡回落。2010 年以来我国宏观经济增速逐渐放缓，宏观经济景气指数逐年震荡回落，涤纶行业指数处低位震荡运行状态。2014 年，涤纶行业受益于上游原油价格下跌，行业景气度出现一轮短暂回升，但受整体宏观经济状况不佳影响而快速下调。2016 年，涤纶行业正逐步适应新常态，国家供给侧改革，去产能、去库存成效明显，环保政策趋严及 G20 峰会限产造成行业供需关系阶段性改善。得益于 2016 年下半年以来产品价格上行，行业内企业盈利能力均显著增强，行业景气度明显提升。

图 2 2008~2018 年 7 月我国宏观经济景气指数和涤纶行业指数情况（单位：点）



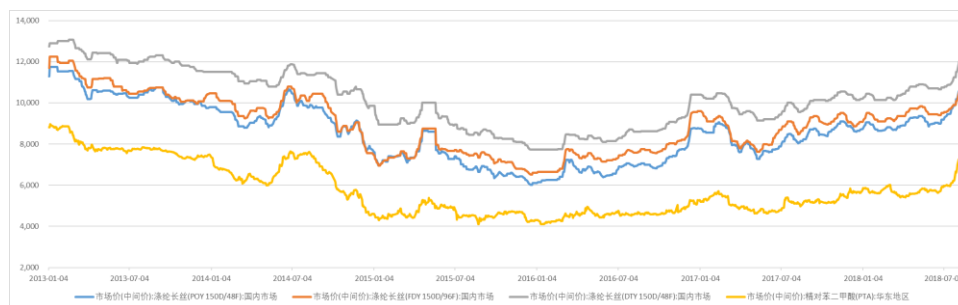
资料来源：Wind

总体看，涤纶行业为周期性行业，近年来受产能增速过快及宏观经济下行影响而产能过剩，景气度不佳；2016 年以来，受供给侧改革影响，供需关系阶段性改善，景气度上行。

2. 产品价格

涤纶丝等轻纺原料以 PTA 为主，而 PTA 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成，与国际原油价格走势相关度高，原料价格的波动直接导致下游涤纶生产企业成本控制压力的增加，并将加大涤纶行业的经营风险。由于产能扩张过快，竞争加剧，需求提升动力不足，以及原油价格不断下跌，2012 年以来涤纶产品价格进入下行周期，价格持续下跌。2014 年下半年国际原油价格断崖式下跌，涤纶价格亦大幅下跌，但受益于 PTA 价格跌幅大于涤纶，涤纶与 PTA 价差仍保持较高水平。2015 年涤纶产品整体处于低位震荡态势，涤纶与 PTA 价差处于窄幅波动状态；2016 年以来国际油价上行，成本端价格提升，涤纶丝价格上升，涤纶产品 POY、DTY、FDY 产品年末价格较年初均保持 40%~50% 左右的价格涨幅。2017 年以来，涤纶产品维持高位运行。截至 2018 年 7 月底，根据主要轻纺原料市场报价情况，POY（150D/48F）平均价格为 9,675.00 元/吨，FDY（150D/96F）平均价格为 9,650.00 元/吨，DTY（150D/48F）平均价格为 10,950.00 元/吨。

图 3 2013~2018 年 7 月我国 PTA、POY、FDY 和 DTY 价格情况（单位：元/吨）



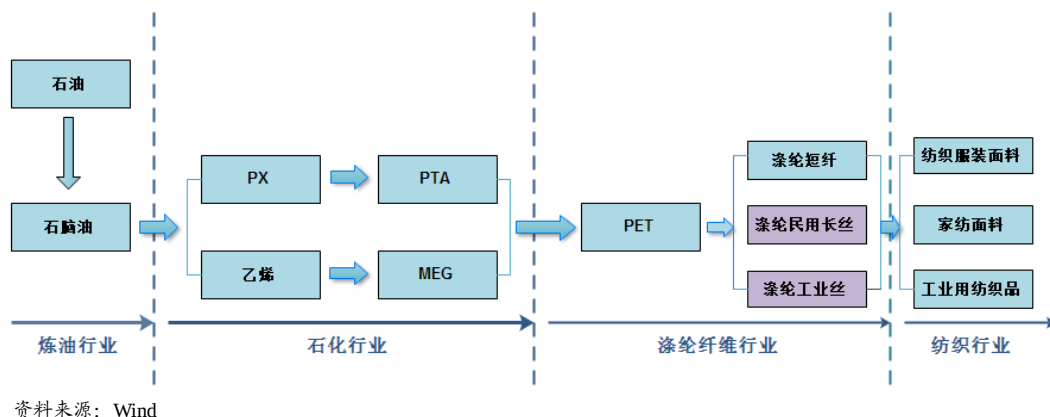
资料来源：Wind

总体看，涤纶价格走势与国际原油价格走势一致性较强，2014年涤纶价格断崖式下跌后处于低位震荡态势，2016年下半年在成本端价格带动以及下游需求提升的双重作用下，涤纶价格逐渐回暖，2017年以来，涤纶价格出现小幅回调，目前价格仍保持高位。

3. 行业上下游

涤纶纤维产业链上下游关系如下图所示。

图 4 涤纶纤维行业产业链



（1）主要产品产业链情况

涤纶长丝行业的上游行业为石化行业，主要原材料PTA、MEG和PET占涤纶长丝生产成本比重较大，平均每吨PET聚酯需0.85到0.86吨的PTA和0.33到0.34吨的MEG。原油价格走向是影响涤纶原材料价格长期走势的根本性因素。鉴于石油能源的战略地位，上游原材料行业的进入门槛较高，集中度和垄断性很强，涤纶长丝企业向上游议价能力较弱。

PTA

PTA的生产地主要集中在亚洲、北美和西欧地区，其中，亚洲地区的产能占全球总产能的80%左右。近年来，涤纶行业龙头企业为更好地控制生产成本，保证原材料的稳定供应，加大了对产业链向上延伸的投入力度。2010年开始，我国PTA产能快速扩张，截至2015年末，我国PTA产能已达到4,693万吨，居全球首位，产量3,364万吨，产能利用率为71.68%，整体产能处于过剩状态。2015年，PTA新增产能约358万吨，增速放缓，开工率大致为65.59%，较2014年基本持平。2016年，我国PTA行业的产能约为4,900万吨，平均开工率提升至68.4%；其中，长期闲置产能约为1,300万吨，扣除长期闲置产能的实际产能约为3,600万吨。去除竞争力较低的长期闲置的产能后，2016年，我国PTA行业开工率约为94%，PTA工厂存货水平也维持低位，PTA行业进入紧平衡的格局。2017年以来，PTA行业去产能继续推进。PTA现有名义产能4,919万吨，有效产能约3,674万吨，增长率继续放缓。由于下游聚酯和纺织需求提升，PTA工厂装置负荷率稳步上升，并维持在80%左右的较高水平。随着2017年10月远东石化120万吨/年的PTA生产线重启试生产，且未来其余长期停车产能存在复产预期，PTA供给端将存在一定的压力。但总体来看，随着未来落后产能的继续淘汰，具有规模优势的行业领先企业将具有更大的竞争优势。国内PTA生产的主要原材料PX对外依存度较高，随着化纤大厂产业链不断向上游延伸，未来PTA行业垄断性将不断增强，行业供需在短期内继续维持紧平衡。

2017年，随着下游需求的回暖以及行业去产能的深化，PTA价格有所上涨，PTA与原材料PX的加工价差有所扩大。

表 1 中国历年 PTA 供求情况统计 (单位: 万吨/年、万吨、%)

年份 项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
PTA 产能	1,636	2,007	3,257	3,332	4,217	4,693	4,912	5,060
PTA 产量	1,262	1,540	2,032	2,550	2,768	3,110	3,253	3,273
进口量	54.4	50.2	71	116.9	274.5	537	645	54.4
出口量	52.3	69.5	62	46.5	12.6	0.92	--	52.3
表观需求	1,759	2,178.40	2,568	2,811.10	2,839.10	3,119	3,138.70	3,273
进口依存度	28.25	29.60	20.91	9.76	4.20	2.28	1.60	1.61

数据来源: PTA 行业协会

MEG

MEG 是涤纶长丝的另外一种重要原材料, 其装置建设大多依托大型石化项目的建设, 进入门槛高, 因此主要供应商为中国石化和中国石油, 国内产能的行业垄断特征明显。近年来, MEG 的消费量持续增长, 2016 年我国 MEG 消耗量达 1,250 万吨, 约占世界总消耗量的 50%。长期以来, 我国 MEG 产量难以满足国内需求, 产品的进口依赖度一直平均保持在 70% 左右, 属对外依存度最高的大宗化工产品之一。

PTA 及 MEG 价格

PTA 与 MEG 均属于大宗石化产品, 价格受原油价格影响较大, 近年来, PTA 与 MEG 价格均处于弱势运行或低位震荡态势。2014 年以来受多重因素影响, 国际原油价格波动较大, 相关石化产品受此影响, 价格有所波动, 但整体呈低位徘徊的局面。2017 年以来, 受行业淘汰落后产能以及下游需求回暖, 带动 PTA 和 MEG 价格大幅回升。期间 PTA 及 MEG 价格经历数次调整, 截至 2018 年 7 月底, PTA 华东地区市场中间价为 6,785.00 元/吨。MEG 华东地区市场中间价为 7,790.00 元/吨。

图 5 2013~2018 年 7 月 PTA、MEG 及原油价格 (单位: 元/吨、美元/吨)



数据来源: Wind

总体看, 2016 年以来, 涤纶行业上游 PTA 工厂装置负荷率稳步上升, 呈现紧平衡的格局; MEG 国内产量供给不足, 对外依存度高; PTA 与 MEG 价格受原油价格影响较大, 且价格波动较大。

(2) 行业下游

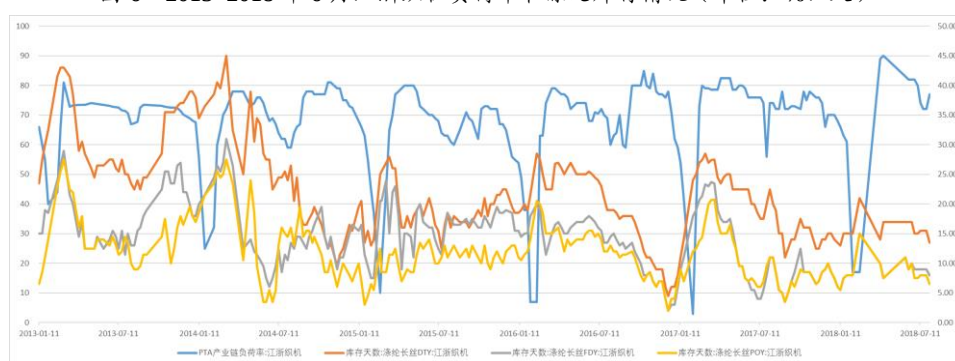
产业链下游方面, 涤纶民用长丝下游行业主要是纺织服装业、家纺业和产业用纺织业。涤纶民用长丝约占面料成本的 80~90%。

受春节期间下游纺织企业停产影响, 每年 1~3 月我国纺织行业集中区域设备开工率低。据 Wind 显示, 在宏观经济下行大环境下, 2013~2015 年, 江浙织机负荷率保持在 70% 左右, 且呈下降趋势; 自

2016年第三季度起，终端纺织服装和家纺市场等景气回升，需求增加；2016年以来，织造工厂开机率逐步提高，全部工厂开机率均6成以上，其中开机率在8成及以上占92%，截至2018年6月底，下游织机负荷率仍保持在80%左右。

从下游涤纶库存情况来看，2013年底~2014年初纺织企业均保持较高的库存，2014年下半年，国际原油价格大幅下跌，纺织企业为规避原材料价格风险，去库存效果明显；之后在原油价格低位震荡情形下，纺织企业均保持较低涤纶库存；2016年涤纶长丝持续去库存，下半年欧佩克减产协议达成，原油价格持续上涨，2017年初纺织企业开始步入加库存周期，涤纶长丝下游各环节分别为涤纶长丝—（加弹）—（贸易商）—织造—贸易商（染整）—服装厂—渠道—终端，产业链长，补库存对价格的提振较为明显。

图 6 2013~2018 年 6 月江浙织机负荷率和涤纶库存情况（单位：%、天）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国纺织企业织机负荷率持续较低，下游对产品的需求不足，但自2016年第三季度起，终端纺织服装和家纺市场等景气回升，拉动产品需求；同时，2017年以来，下游纺织企业开始步入补库存周期，后期涤纶的市场需求有望保持增长，可对涤纶行业景气性的提高形成持续支持。

4. 行业竞争

从世界产业格局看，涤纶制造业的重组整合依然不断，有实力的企业在全球化发展战略下，通过大范围的兼并重组，以快速、低成本的扩张，强强联合来巩固和提高竞争力。韩国、中国台湾地区等地区通过调整常规品种发展战略，开发差别化纤维，以强化产业链整体竞争优势。中国则充分利用国内市场的强劲需求及产业后发优势，快速扩大产能，产业竞争力明显提高。以印度为主的南亚地区，则凭借低廉的劳动力成本和欧美对其宽松的贸易环境，在中低端市场迅速发展。

从国内来看，集中度较低、产能较为分散是我国涤纶长丝行业的主要特征，使得行业竞争十分激烈，整体产业仍有待进一步升级。同时，受原料、运输、劳动力成本以及下游需求量等因素的影响，国内涤纶长丝企业经营压力较大。在产业集中度方面，行业产能目前呈现出向大型民营企业和东部地区集中的趋势，产业集中度提升明显，国内前五大涤纶长丝企业桐昆集团股份有限公司（以下简称“桐昆股份”）、新凤鸣集团股份有限公司（以下简称“新凤鸣”）、盛虹控股集团有限公司（以下简称“盛虹集团”）、恒逸石化、恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力石化”）占总产能32%，较五年前提高了5%。从竞争格局来看，恒逸石化、荣盛石化、恒力化纤股份有限公司、中国石化仪征化纤股份有限公司等大型化纤企业拥有较完善的产业链条，在竞争中处于相对优势地位。

2012年以来，由于下游需求持续低迷，加之行业本身产能的大量释放，造成涤纶产品价格持续

下降，行业的利润率也大幅下降，使得部分企业陷入亏损的境地。在行业低迷的背景下，竞争日趋激烈，部分体量较大，具备规模经营优势和品牌效应的企业尚能保持一定的盈利空间，一批“专、小、特、精”的企业优势明显，而中小企业由于成本较高、销售渠道有限、研发实力较弱、融资渠道不通畅等因素在竞争中惨遭淘汰。

总体看，涤纶长丝行业集中度较低、竞争激烈，技术和规模是行业竞争的核心要素；近年来，产业集中度提升明显，在宏观经济逐渐复苏大环境下，龙头企业有望保持较好的经营效益。

5. 行业政策

《再生化学纤维（涤纶）行业规范条件》

2015年7月1日，工业和信息化部下发《再生化学纤维（涤纶）行业规范条件》，鼓励再生化学纤维（涤纶）高质、高效、高值的综合利用。该规范于2015年7月1日起正式实施。该规范要求严格控制新建或者单纯扩大产能的再生化学纤维（涤纶）项目建设。在“等量置换”或“减量置换”前提下，进行改扩建的再生化学纤维（涤纶）项目，应符合国家产业结构调整指导目录，并逐步淘汰相应落后产能。现有再生化学纤维原料（瓶、片）年生产能力不低于3万吨；再生化学纤维（涤纶短纤维）年生产能力不低于3万吨；再生化学纤维（涤纶长丝）年生产能力不低于2万吨，并鼓励有条件的地区园区化、集约化发展。

《化纤工业“十三五”发展指导意见》

2016年11月，工业和信息化部发布《化纤工业“十三五”发展指导意见》，提出十三五期间化纤工业的发展目标是到2020年，规模以上化纤企业增加值年均增速保持7%左右，化纤产量约为5,700万吨，年均增速3.3%；化纤加工量占纺织纤维加工总量比例为86%；实现结构优化，到2020年，化纤差别化率提高到65%，产业用化纤的比例提高到31%，高性能纤维、生物基纤维有效产能进一步扩大；形成2~3家综合销售收入超过1,500亿的企业和一批具有国际竞争力的企业集团；科技创新能力显著提高，到2020年，大中型企业研发经费支出占主营业务收入比重由目前的1%提高到1.2%，发明专利授权量年均增长15%，产业创新平台建设进一步推进并发挥关键支撑作用。涤纶、锦纶、再生纤维素纤维等常规纤维品种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、生物基化学纤维基本达到国际先进水平。

总体看，国家政策鼓励涤纶化纤行业朝差别化、功能化、高技术方向发展，促进行业产品整体技术水平的升级换代及行业集中度的提高。

6. 行业关注

行业周期性强，易受宏观经济景气度影响

涤纶长丝行业作为化纤行业的细分子行业，介于石化工业和纺织工业之间，石化工业和纺织工业特点均较为鲜明，属典型的周期性行业和出口导向型行业。上下游产业链的不稳定加剧了化纤行业的经营风险。

上游原材料价格波动影响

涤纶长丝产品的主要原材料为石化产品中的PTA、MEG、PET，受PTA产业影响很大，而PTA作为石油的下端产品，与原油价格存在联动性；且上游石油炼化企业集中度和垄断性较强，涤纶长丝企业对上游议价能力较弱。因此石油价格波动会给涤纶长丝行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

产品价格易被实施反倾销措施

从出口来看，我国涤纶长丝出口增长较快，在欧美经济复苏乏力的背景下，主要国家贸易保护倾向明显，欧、美、日等发达经济体以及印度、土耳其等国频繁对我国化纤及其制品的出口采取反倾销、特保等贸易救济措施，加上技术壁垒、知识产权、碳排放等新的贸易保护形式的运用，使我国化纤产品的出口受到了一定影响。

7. 未来发展

产能将进一步集中规模化

涤纶长丝产能目前已经出现向行业领先企业集中的趋势，但是由于涤纶民用长丝技术的逐渐成熟，产品利润空间较小，行业投资规模大等特点，大规模并以较低成本生产已经成为行业发展的必然趋势。再加上涤纶行业盈利水平随上游原材料波动较大，中小型企业技术水平、资金实力等方面均处劣势，将会在市场周期波动过程中逐渐被淘汰，使得产能将进一步集中。

随着聚酯工业技术水平的提高，聚酯装置趋向大型化、自动化和节能化，生产效率不断提高，单位投资、能耗和加工成本不断降低。涤纶长丝生产企业只有具有一定的规模优势，才能在充分竞争的行业中取得竞争优势。

产业链投建重点转移到PX环节

PX—PTA—聚酯产业链中PX国内供给不足，由于进口依赖度高，以日韩为首的PX厂家议价能力较强，获得了产业链大部分利润。受我国PX审批权下放影响，部分民企已开始投建PX装置，加之国内大型炼化一体化项目的顺利推进；后期若能成功建成投产，届时我国PX自给率有望大幅提高。

产品的差异化程度、高科技程度、附加值将显著提高

随着经济全球化进程的加快，世界化纤产业已经向中国转移。美国、日本、欧洲已经退出常规品种的生产，转向发展高科技和高附加值产品，强化高新技术纤维的研发与生产应用。

随着居民消费升级以及涤纶纤维下游行业产业升级，产品差别化将是未来涤纶纤维的发展方向；超细纤维纺丝技术、各种截面纤维纺丝技术、微小粒子混合纺丝技术、聚合物改性技术、复合纤维技术、热处理技术和化学处理技术等新合纤开发的关键技术是未来技术的发展方向。目前，常规丝的竞争日趋激烈，而高附加值的差别化、功能性纤维市场发展空间较大，国内主要涤纶纤维企业已不断地在技术研发上增加投入，加大新产品开发力度，提高产品附加值。未来，我国涤纶长丝行业将致力于提高涤纶长丝产品的差别化、功能化率和附加值。

总体看，为提高原料自给率，行业内企业已开始将投建重点转移至产业链上游；同时产能规模化、产品差异化和功能化、应用广泛化是涤纶长丝行业的主要发展方向。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

目前，公司形成了以化工业务为主，贸易业务为辅的产业布局。截至2018年3月底，公司控股和参股的精对苯二甲酸（PTA）的产能合计达到1,330万吨/年；现有PET产品主要有涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）、切片和涤纶短纤等，目前拥有六套大型的聚合反应装置，聚合能力达到250万吨，居国内同行业前列，涤纶长丝产能达到135万吨；加弹丝产品主要为涤纶变形丝（DTY），产能达到30万吨/年，并形成相对完整的PTA—PET—DTY产业链。未来，随着文莱PMB

石油化工项目的逐步投产，公司产业链结构由现有的 PTA—PET—DTY 产业链进一步延伸至 PX，逐步形成炼化一体化产业格局。

在设备先进性层面，公司为国内首家掌握大容量聚酯熔体直纺技术以及 200 万吨级 PTA 工艺、工程技术企业。其中，公司在 2001 年投产的第一套聚酯装置，是当时国内首家应用大容量熔体直纺技术，单套装置生产规模扩容到 15 万吨，使得单位投资成本下降近 2/3。此外，公司在 2011 年投产的第三套 PTA 装置投产，装置设计产能 200 万吨/年，采用自主化技术及大部分国产设备，生产成本降低明显。

在区位优势层面，在下游消费地方面，公司的 PET 和 DTY 工厂主要位于浙江杭州市萧山区，靠近萧山、绍兴等全国化纤产品下游消费区域。在上游原料供应方面，公司在宁波区域拥有自建码头，其主要原料对二甲苯（PX）、乙二醇（MEG）均由公司自建的液体化工料码头卸料及储存。

在产品差异化层面，公司不断增加产品种类，涤纶变形丝产品覆盖 50D~900D、单丝纤度 0.5D~5D 的各种规格涤纶加弹丝、无扭加弹丝、多孔细旦丝、超细旦涤纶加弹丝、各种弱、中、强网络丝、复合丝以及差别化纤维。公司各种涤纶化纤丝产品中，差别化率达到了 55%，其中功能性、细旦丝等高附加值产品占 20%。

总体看，公司在石化化纤行业处于龙头地位，PTA—聚酯产能位于全球前列，产能规模优势明显，产业链较完善；公司拥有自建码头，主要经营主体靠近全国主要下游消费地，区位优势突出；产品差异化程度高。

2. 人员素质

公司目前拥有高级管理人员 4 人，均在公司或化纤行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

公司董事长邱建林先生，1963 年 8 月出生，工商管理硕士，公共管理博士，高级经济师，曾任萧山色织厂厂长，并先后担任中国化纤工业协会副会长、浙江省工商业联合会常委、萧山区纺织印染行业协会会长、浙江省第十一届人大代表等社会任职。邱建林先生曾先后获得“中国制造业十大领袖、中国优秀民营科技企业家、国家纺织工业系统劳动模范、全国纺织行业企业家创业奖、中国纺织品牌文化建设杰出人物、浙江省优秀中国特色社会主义事业建设者和浙江省劳动模范”等荣誉称号。现任恒逸集团董事长。

公司总经理倪德锋先生，1978 年 1 月出生，金融学硕士，会计学博士（在读），高级经济师，非执业注册会计师（CPA），中国注册金融分析师（CFPA），1998 年 5 月加入中国共产党，2003 年 7 月参加工作。2003 年 7 月至 2004 年 2 月在浙江天健会计师事务所从事审计与税务咨询工作；2004 年 3 月至 2008 年 9 月在浙江恒逸集团有限公司财务部工作，担任财务部经理；2008 年 10 月至 2011 年 4 月，在浙江恒逸集团有限公司投资发展部工作，担任投资发展部经理；2011 年 5 月至 2013 年 4 月，担任浙江恒逸集团有限公司总经理助理兼投资发展部经理；2013 年 5 月至 2017 年 8 月，担任恒逸石化副总裁兼投资总监；现任恒逸集团总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司在职员工总数 7,261 人，按专业构成划分，一线员工占 80.37%、销售人员占 1.13%、管理人员占 9.37%、研发人员占 8.80%、其他人员占 0.33%；按教育程度划分，本科及以上学历占比 12.74%、专科学历占比 15.95%、专科学历以下占比 71.30%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业及管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司系依照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业法人登记管理条例》等法律法规，构建和完善现代企业法人治理结构，设立股东会、董事会、不设监事会，设监事一人。股东会为公司的权力机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事、选举和更换由股东代表出任的监事、审议批准董事会及监事会报告、修改公司章程等职权。

公司设董事会，由5名董事组成，其中独立董事1名。董事会设董事长一名，由公司董事担任，以全体董事的过半数选取产生和罢免。董事会负责召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划、投资方案、风险投资、资产抵押及其他担保事项；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他有价证券及上市方案；拟定公司重大收购或者合并、分立和解散方案；聘任或者解聘公司经理、董事会秘书等；制订公司章程的修改方案等。

公司不设监事会，设监事一人，由非职工代表担任，经股东会委派产生。监事任期每届三年，监事任期届满，连派可以连任。监事主要职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；对董事、总经理和其他高级管理人员行使监督职能等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；提议召开董事会临时会议等。

总体看，公司法人治理结构健全，实际运行情况良好，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司建立了符合生产经营特点的组织结构，各部门独立运行、权责明晰。为加强内部控制，防范经营风险，促进公司规范和可持续发展，公司按照法律法规的要求，建立了较为完善的内部控制制度管理体系。

在子公司管理方面，公司要求子公司根据经营业务的特点和实际经营情况并参照公司管理制度的规定建立健全经营和财务管理等方面的制度。公司对其实施严格统一的财务监督管理制度和审计监察管理，有效形成对控股子公司重大业务事项与风险的监管。公司通过向子公司委派产权代表和职能部门垂直管理相结合的方式对控股子公司进行管理。另外，公司定期取得并分析各控股子公司的季度或月度报告，包括营运报告、产销量报表、资产负债表、利润表、现金流量表、向他人提供资金及对外担保报表等。公司对子公司进行不定期的财务监督、人事监督和审计监察，形成对控股子公司重大事项的管理和控制。

在财务管理方面，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。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。

在融资管理方面，公司制定了《融资管理制度》，公司资金结算中心承担银行融资的统一筹措职能：根据公司及所属各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。

在投资管理方面，公司已成立投资决策委员会，由董事长、总经理、高层管理人员、各下属（控股）子公司的高层管理人员组成。投资决策委员会设主任一名，由董事长担任；同时制定了《投资决策程序》，为规范投资决策，规避投资风险提供了行为规范。投资额度在10万元以上的技改项目、新建项目和土建工程项目划归投资决策程序管理，决策通过后方可进行投资。

在生产管理方面，公司制定了《生产管理操作规程》，通过制定系统的安全管理组织网络，明确了各相关部门的直接责任人。另外针对各体系、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。

在环保管理方面，公司成立了生产主体、车间、班组三级环保管理网，定期召开企业环保情况报告会和专题会议，开展全面、全员、全过程的环保管理和环保技术监督工作。环保管理部门组织企业内部环境监测，掌握原始记录，建立环保设施运行台账。同时，公司针对可能发生的水、大气污染等事故，公司制订完善的《应急预案》，以有效应对突发环境污染与破坏事故。

在质量管理方面，公司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。公司内部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。质检部门会将其发现的生产中带趋势性的信息及时通知生产部门，并将产品质量统计分析以月报的形式提交生产部门，以便生产部门可以采取必要的措施进一步提升产品品质。

在对外担保管理方面，公司制定了《担保控制制度》，对外担保由公司统一管理，未经集团批准，下属子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为子公司提供担保。公司作出的任何担保行为，必须经公司董事长同意或授权。公司不得以公司资产为公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者任何个人债务提供担保。在被担保企业的控制上，要求其银行信用评级应在A级以上，企业资产负债率不得高于70%。

在关联交易管理方面，公司制定了《关联交易管理制度》，要求关联交易的价格以不偏离市场独立第三方的标准，对于难以比较市场价格或定价受到限制的关联交易，应通过合同明确有关成本和利润的标准。同时，公司发生关联交易金额超过3,000万元的款项，由公司董事会审议批准。

总体看，公司在子公司管理、财务管理、融资管理、投资管理、生产管理等方面建立了完善的管理办法和良好的管理机制，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前已形成了以化工业务为主，贸易业务为辅的产业布局。房地产板块已于2015年整体出售，其他业务涉及物流运输等业务。

2015~2017年，公司实现营业收入逐年增长，分别为310.79亿元、338.26亿元和725.14亿元，年均复合增长52.75%。其中，主营业务收入分别占当期营业收入的99.83%、99.69%和99.02%，公司主营业务突出。2015~2017年，公司实现净利润分别为1.11亿元、6.05亿元和14.89亿元，主要系随着石油价格逐步回升以及行业供需关系改善，公司化工板块盈利水平逐步提升，以及公司逐步将美元头寸远期锁定，对汇率的波动风险形成有效控制所致。

从主营业务收入及构成来看，2015~2017 年，化工板块收入波动增长，年均复合增长 14.50%，其中 2016 年化工板块收入较上年下降 5.05%，主要系由于上海地区环保政策趋严，同时上海地区能源与土地成本过高，公司于 2015 年内将上海恒逸聚酯有限公司（以下简称“上海恒逸聚酯”）逐步停产所致；2017 年化工板块收入较上年增长 38.08%，主要系行业景气度回升带动产销规模提升，同时公司合并范围变动，PET 产品产能大幅扩张所致。近三年，随着贸易收入规模逐年大幅增长，化工板块收入占主营业务收入比重逐年下降，分别为 82.78%、72.21%和 46.51%。近三年，贸易板块收入逐年大幅增长，年均复合增长 169.79%，主要系公司为提高市场定价权，同时调控库存的价格波动风险，逐年扩大 PX、PTA 和 MEG 贸易规模所致，贸易收入占营业收入比重由 2015 年的 16.83%提升至 2017 年的 52.51%。2015 年公司已将房地产业务板块整体出售。综合以上因素，2015~2017 年，公司主营业务收入逐年增长，年均复合增长 52.13%，分别为 310.24 亿元、337.21 亿元和 718.00 亿元。

从主营业务毛利率及构成来看，2015~2017 年，化工板块毛利率逐年增长，主要系随着石油价格的逐步回升以及行业落后产能的退出，公司产品盈利水平逐步改善所致。2015~2017 年，贸易板块毛利率持续处低水平，其中 2016 年公司贸易业务毛利率呈成本倒挂态势，主要系公司的贸易商品销售毛利率随市场价格变化而波动所致。此外，公司已于 2015 年剥离房地产板块业务。2015~2017 年，受贸易收入占比逐年增长且贸易业务低毛利率状态的影响，公司综合毛利率波动下降，分别为 3.86%、3.38%和 3.75%。

表 2 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目		2015年			2016年			2017年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	化工板块	257.22	82.78	4.51	244.24	72.21	4.94	337.25	46.51	7.01
	贸易板块	52.31	16.83	0.23	92.97	27.49	-0.77	380.74	52.51	0.80
	房地产板块	0.71	0.23	27.51	--	--	--	--	--	--
	小计	310.24	99.83	3.84	337.21	99.69	3.37	718.00	99.02	3.72
其他业务		0.53	0.17	20.05	1.04	0.31	0.34	7.14	0.98	7.17
合计		310.77	100.00	3.86	338.26	100.00	3.38	725.14	100.00	3.75

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 185.55 亿元，较上年同期增长 80.71%，主要系行业整体回暖，公司产品产销规模进一步提升，同时公司在贸易板块的经营规模扩大所致。同期，实现净利润 7.30 亿元，较上年同期增长 54.53%，主要系行业整体回暖，公司各产品利润均有所回升所致；其中归属于母公司所有者的净利润 2.05 亿元。

总体看，近三年，随着公司贸易规模逐年大幅增长，带动公司实现营业收入逐年增长。同时，化工板块业务随着行业回暖，产销规模及毛利率逐步提升，仍是公司营业利润的主要来源。公司贸易业务收入规模持续扩大，但盈利水平低，对公司整体盈利水平形成抑制。

2. 化工板块

（1）板块概况

从化工板块营业收入及构成来看，2015~2017 年，公司 PTA 产品收入逐年大幅增长，年均复合增长 11.46%，主要系行业部分落后产能的淘汰，使得行业供需改善，带动公司 PTA 销量增长所致。2015~2017 年，PET 产品收入波动增长，年均复合增长 11.13%，其中，2016 年 PET 产品收入较上年

下降 27.97%，主要系由于上海恒逸聚酯于 2015 年底停产，导致公司 PET 产销量大幅下降所致；2017 年 PET 产品收入较上年增长 71.48%，主要系 2017 年，公司收购杭州逸璟化纤有限公司（以下简称“杭州逸璟”）、嘉兴逸鹏化纤有限公司（以下简称“嘉兴逸鹏”）和太仓逸枫化纤有限公司（以下简称“太仓逸枫”），PET 产品产能扩张，产销规模大幅提升所致；2015~2017 年，公司 DTY 产品收入波动增长，年均复合增长 9.92%，其中，2017 年 DTY 产品收入较上年增长 22.71%，主要系公司收购杭州逸璟，DTY 产能扩张，产销规模提升所致；2016~2017 年，公司 PA6 产品收入大幅增长，主要系 2016 年 PA6 产能释放较晚所致；综合上述因素，2015~2017 年，公司化工板块收入波动增长，分别为 257.22 亿元、244.24 亿元和 337.25 亿元。

从化工板块毛利率及构成来看，2015~2017 年，PTA 产品毛利率波动增长，分别为 4.17%、3.61% 和 4.89%，主要系 PTA 毛利率随着 PTA 与 PX 价差波动而波动所致；PET 产品毛利率逐年增长，主要系随着石油价格的逐步回升以及行业落后产能的退出，公司 PET 产品盈利水平提升所致。2015~2017 年，DTY 产品毛利率逐年增长，其中主要系随着行业供需关系改善，公司 DTY 产品盈利水平提升所致。2017 年，公司 PA6 产品毛利率较上年小幅增长至 5.89%。综合上述因素，2015~2017 年，公司化工板块毛利率逐年上升，分别为 4.51%、4.97% 和 7.01%。

表 3 公司化工板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
PTA	136.01	43.77	4.17	149.36	44.16	3.61	168.98	23.30	4.89
PET	99.16	31.91	5.05	71.42	21.11	6.61	122.47	16.89	8.57
DTY	22.05	7.10	4.10	21.71	6.42	9.01	26.64	3.67	14.09
PA6	--	--	--	1.75	0.52	4.57	19.17	2.64	5.89
合计	257.22	82.78	4.51	244.24	72.21	4.97	337.25	46.51	7.01

资料来源：公司提供

总体看，公司化工板块产品种类较多，一定程度上平抑了由于个别产品收入规模及盈利水平波动对整体板块带来的影响。行业景气度不断回升以及产能扩张，使得近三年公司化工板块收入呈逐年上升态势，盈利水平逐步提高。

（2）产品生产

PTA 产品

截至 2018 年 3 月底，公司 PTA 产品的生产主体包括浙江逸盛石化有限公司（以下简称“浙江逸盛石化”）、逸盛大化石化有限公司（以下简称“逸盛大化”）和海南逸盛石化有限公司（以下简称“海南逸盛石化”）三家企业，其中浙江逸盛石化为恒逸石化控股子公司，逸盛大化、海南逸盛石化为公司参股企业。浙江逸盛石化位于宁波市北仑区，拥有四条大型 PTA 生产线。截至 2018 年 3 月底，浙江逸盛石化 PTA 年产能达 540.00 万吨。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司 PTA 产品的经营主体产能概况

公司名称	产能情况
浙江逸盛石化	2005 年 9 月投产第一条生产线，产能为 53 万吨/年，后扩容到 70 万吨/年； 2006 年 12 月投产第二条生产线，产能为 70 万吨/年； 2011 年 11 月份投产第三条生产线，产能为 200 万吨/年； 2014 年 11 月份投产第四条生产线，产能为 200 万吨/年；
逸盛大化	2009 年 4 月投产，产能达到 150 万吨/年，2011 年扩建达 225 万吨/年， 2013 年扩建达 525 万吨/年，2014 年扩建达 600 万吨/年。
海南逸盛石化	2015 年投产，产能 210 万吨/年。

资料来源：公司提供

从产能来看，2015~2017 年，公司 PTA 产品产能无变动。从产能利用率来看，2015~2017 年，随着行业产能集中度的提高，公司 PTA 产能利用率逐步改善，分别为 86.27%、86.55%和 91.00%。受此影响，近三年公司 PTA 产品产量逐年增长，年均复合增长 2.71%，分别为 465.88 万吨、467.36 万吨和 491.49 万吨。

表 5 公司 PTA 产品生产概况（单位：万吨、%）

类型	2015 年	2016 年	2017 年
产能	540.00	540.00	540.00
产量	465.88	467.36	491.49
产能利用率	86.27	86.55	91.00

资料来源：公司提供

总体看，公司参控股 PTA 产能规模较大。近三年，随着行业内淘汰落后产能以及新建生产线产能释放，PTA 产品行业集中度的提升，公司 PTA 产量逐年增长，同时产能利用率逐步提高。

PET 及 DTY 产品

PET 聚酯是由 PTA 和 MEG 为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物，可以通过熔体直纺直接纺丝，也可以经聚酯切片干燥和再熔融得到熔体纺丝。公司聚酯纺丝相关产品主要包括涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵伸丝（FDY）、加弹丝（DTY）、涤纶短纤、聚酯瓶片及纤维级切片等。

截至 2018 年 3 月底，公司 PET 生产实体为浙江恒逸高新材料有限公司（以下简称“恒逸高新”）、浙江恒逸聚合物有限公司（以下简称“恒逸聚合物”）、浙江恒逸石化有限公司（以下简称“浙江恒逸石化”）、太仓逸枫、嘉兴逸鹏和杭州逸璟共 5 家，合计 PET 产能 330.00 万吨/年、DTY 产能 40.00 万吨/年。2017 年新增产能的子公司包括恒逸高新、太仓逸枫、嘉兴逸鹏和杭州逸璟，合计新增 PET 产品产能 190 万吨/年，DTY 产品产能 10 万吨/年。其中，太仓逸枫、嘉兴逸鹏和杭州逸璟为 2017 年新纳入公司合并范围的子公司。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司聚酯纤维的经营主体产能概况

产品类型	公司名称	产能情况
PET	恒逸高新	2009 年 11 月投产第一套新型聚酯生产装置，产能达 40 万吨/年； 2012 年 12 月投入第二套聚酯生产装置，产能为 40 万吨/年； 2017 年 10 月，对原有两套生产装置施行改扩建，分别扩充产能 10 万吨/年，并投入第三套聚酯生产装置，产能为 50 万吨/年。
	恒逸聚合物	2001 年 5 月投产第一条聚酯熔体生产线； 2002 年 8 月投产第二条聚酯熔体生产线； 2003 年 10 月投产第三条聚酯熔体生产线；
	太仓逸枫	2017 年 10 月份正式投产，产能为 25 万吨/年。
	嘉兴逸鹏	2017 年 6 月份正式投产，产能为 20 万吨/年。
	杭州逸璟	2017 年 10 月份投产第一套装置，产能为 50 万吨/年； 2018 年投产第二套装置，产能为 25 万吨/年。
DTY	浙江恒逸石化	加弹机 175 台，年涤纶加弹产能 30 万吨。
	杭州逸璟	2017 年 10 月份正式投产，产能为 10 万吨/年

资料来源：公司提供

从产能来看，在 PET 产品方面，2016 年，PET 产品产能较上年下降 44.00%至 140 万吨，主要系上海恒逸聚酯已于 2015 年底停产所致；2017 年，PET 产品产能较上年增长 135.71%至 330 万吨，主要系公司 PET 产能扩张所致。在 DTY 产品方面，2015~2016 年，DTY 产品产能未发生变动。2017

年，DTY 产品产能较上年增加 10 万吨至 40 万吨/年，主要系公司杭州逸曝的 DTY 产能小幅扩张所致。

从产能利用率来看，在 PET 产品方面，2015~2017 年，PET 产品产能利用率波动增长。其中，2016 年 PET 产品产能利用率较上年增长 21.86 个百分点至 98.41%，主要系上海恒逸聚酯已于 2015 年停产，同时随着石油价格的逐步回升以及行业落后产能的退出，PET 产品供需关系改善所致。2017 年产能利用率维持较高水平。在 DTY 产品方面，2015~2017 年，DTY 产品产能利用率相对较为稳定，同时产能利用率均处于较高水平。综合上述因素影响，2015~2017 年，PET 产品产量波动增长，年均复合增长 0.83%。DTY 产品产量波动增长，年均复合增长 5.57%，基本保持稳定。

表 7 公司聚酯纤维生产概况（单位：万吨/年、万吨、%）

年份	产品类型	产能	产量	产能利用率 ⁵
2015 年	PET	250.00	191.38	76.55
	DTY	30.00	28.64	95.45
2016 年	PET	140.00	137.78	98.41
	DTY	30.00	27.97	93.24
2017 年	PET	330.00	194.57	95.88
	DTY	40.00	31.92	98.20

资料来源：公司提供

总体看，子公司上海恒逸聚酯由于经营效益较差，已于 2015 年底停产，导致公司 2016 年 PET 产能大幅下降，但产能利用率大幅提升。2017 年大幅新增 PET 产品产能，同时产能利用率保持较高水平；公司 DTY 产能利用率较为稳定处于较高水平。

PA6 产品

截至 2018 年 3 月底，公司 PA6 业务主要经营主体为浙江恒逸锦纶有限公司（以下简称“恒逸锦纶”），产能为 16.50 万吨/年。

从产能来看，2016 年 9 月，恒逸锦纶 PA6 项目逐步调试投运。2017 年，PA6 产品产能利用率为 79.47%，较上年小幅提升；产量为 13.11 万吨，较上年增长 414.12%，主要系 2016 年公司 PA6 产能投产较晚所致。

表 8 公司 PA6 生产概况（单位：万吨、%）

年份	2015 年	2016 年	2017 年
产能	--	16.50	16.50
产量	--	2.55	13.11
产能利用率 ⁶	--	61.82	79.47

资料来源：公司提供

总体看，2016 年三季度，恒逸锦纶 PA6 项目逐步调试投运，但受制于投运时间较短，产能利用率与产量均处于较低水平。2017 年，随着生产线逐步投运，产能利用率与产量均有所提升。

（3）原材料采购

公司对外采购主要原材料主要为对二甲苯（PX）、乙二醇（MEG）和己内酰胺（CPL）。

在采购模式方面，公司对二甲苯（PX）、乙二醇（MEG）、己内酰胺（CPL）等大宗原材料，

⁵产能利用率已年化

⁶产能利用率已年化

采用参、控股公司统一采购模式。在辅料方面，由子公司自行采购，子公司在采购的招投标过程中，统一受到公司招投标委员会在价格、质量和供应商资质等方面的监督。

在大宗原材料采购方面，公司通过 PX 和 MEG 原材料采取捆绑谈判，获取较大的优惠力度，同时采购协议以长约协议合同采购为主，合同覆盖率达 90% 以上。与现货采购相比，PX 长约协议合同采购平均有下浮 15 美元/吨的优惠。

在采购定价方面，PX 供应商的价格结算通常以 ACP⁷ 和 CFR⁸（或 SPOT⁹）为基础，各乘以一定比例系数，部分供应商在此基础上还提供一定现金折扣。公司采用定期与供应商签订长期框架性采购协议的方式，约定未来一段时期（1~2 年）内采购数量、货运方式、结算价格计算方法等，每月根据市场价格再进行一次小合约签署。

在采购区域及采购供应商方面，在 PX 原材料方面，公司目前主要从宁波中金石化有限公司（以下简称“宁波中金石化”）采购 PX 原材料，少部分原材料通过进口满足生产经营需要。在 MEG 原材料方面，公司 MEG 原材料目前主要通过进口满足生产经营需要，供应商均为大型石化企业，主要包括 SABIC、浙江前程石化、中国石化及日本住友等。在 CPL 原材料方面，全部由参股公司恒逸巴陵己内酰胺公司（以下简称“巴陵己内酰胺”）通过管道直接送到聚合生产线。

从采购量来看，2015~2017 年，公司 PX 原材料采购量逐年增长，年均复合增长 2.66%，主要系公司 PTA 产品产量逐年增长所致。2015~2017 年，公司 MEG 原材料采购量波动增长，年均复合增长 4.97%；其中，2016 年公司采购 MEG 原材料采购量较上年下降 13.19%，主要系 2015 年上海恒逸聚酯逐步停产，原材料需求下降所致；2017 年公司采购 MEG 原材料采购量较上年增长 26.94%，主要系公司 PET 产能扩张所致。2016~2017 年，公司 CPL 原材料采购量大幅增长，主要系公司 PA6 产品产量大幅增长所致。

从采购均价来看，2015~2017 年，公司 PX 原材料采购均价年均复合下降 0.39%；MEG 原材料采购均价年均复合增长 4.49%；2016~2017 年，公司 CPL 原材料采购均价大幅增长 29.08% 至 14,832.78 元/吨。

表 9 公司化工业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料名称	项目	2015 年	2016 年	2017 年
PX	采购量 ¹⁰	305.45	310.56	321.93
	采购均价	5,233.26	5,435.02	5,192.35
MEG	采购量 ¹¹	60.03	52.11	66.15
	采购均价	4,945.86	5,167.91	6,887.54
CPL	采购量	--	2.75	13.11
	采购均价	--	11,490.91	14,832.78

资料来源：公司提供

采购结算方面，公司进口原料均以美元结算，主要以 90 天远期信用证方式支付；对国内供应商付款则主要以银行承兑汇票方式支付，并以人民币结算，账期为 180 天。

在采购集中度方面，2016 年，公司化工板块前五大供应商变动较大，主要系 2016 年以前，公司 PX 原材料主要通过进口满足生产经营需要，供应商均为大型石化企业，如三井物产、三菱商事、埃

⁷ACP 为货物交付当月主要出版物（亚洲合约价）

⁸CFR 为成本加运费（CFR=Cost+Freight）

⁹SPOT 为 PLATTS 统计报价

¹⁰PX 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量

¹¹MEG 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量

克森美孚、中国石化、中国石油等，进入 2016 年后，随着宁波中金石化等国内 PX 原材料供应商逐步投产，公司开始大量从宁波中金石化采购 PX 原材料所致。由于 2016 年公司加大对宁波中金石化采购力度，公司前五大供应商采购集中度较上年大幅增长 12.59 个百分点至 50.09%。2017 年，公司贸易业务收入大幅增长，公司供应商范围变动较大且集中度有所降低，公司前五大供应商集中度较上年大幅下降 23.22 个百分点至 26.87%。

表 10 公司五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	序号	供应商名称	种类	金额	占比	是否关联方
2015 年	1	MITSUI&CO.,LTD	PX	33.83	13.77	否
	2	中国石化化工销售有限公司宁波经营部	PX	22.90	9.32	否
	3	宁波中金石化有限公司	PX	18.27	7.44	否
	4	福建联合石油化工	PX	10.02	4.08	否
	5	SKNETWORKSCo.,Ltd	PX	7.08	2.88	否
合计			PX	92.10	37.50	--
2016 年	1	宁波中金石化有限公司	PX	55.43	23.88	否
	2	中国石化化工销售有限公司宁波经营部	PX	19.40	8.36	否
	3	MITSUI&CO.,LTD	PX	16.09	6.93	否
	4	福建联合石油化工	PX	14.94	6.44	否
	5	浙江前程石化股份有限公司	MEG	10.40	4.48	否
合计			PX+MEG	116.26	50.09	--
2017 年	1	宁波中金石化有限公司	PX	76.30	10.93	否
	2	厦门象屿物流集团有限责任公司	PTA	31.18	4.47	否
	3	上海纺投贸易有限公司	PTA	28.90	4.14	否
	4	MITSUI&CO.,LTD	PX	25.81	3.70	否
	5	逸盛大化石化有限公司	PTA	25.32	3.63	否
合计			PTA+PX	87.51	26.87	--

资料来源：公司提供

总体看，公司对于大宗原材料采用参、控股公司统一采购模式，拥有较强的议价能力以及明显的成本优势。随着 PTA 行业供需逐步改善，公司 PTA 产量逐年增长，带动 PX 原材料采购量逐年增长；受 2015 年部分产品产能的停产以及 2017 年新增产能，公司 MEG 原材料采购量波动增长；2016 年公司开始大量从宁波中金石化采购 PX 原材料，前五大供应商变动较大且供应商集中度有明显提高；2017 年公司贸易规模大幅增长，供应商范围变动较大且集中度有所降低。

（4）产品销售

公司已成立营销采购中心，目前已覆盖国内市场二十多个省份及地区，其中公司 PTA 产品主要客户集中于长三角和福建地区；聚酯纤维产品的主要客户集中在浙江萧绍地区和上海，邻近江浙纺织产业集群地。在海外市场方面，公司主要出口产品为 DTY，占总 DTY 销量的 20%左右，出口国家集中在欧美地区。

在销售模式方面，公司大部分产品均通过公司销售部门直接和客户签订合同进行销售，仅有少量产品通过经销商销售。

在产品定价方面，公司生产的所有化工品均属于大宗商品，各产品定价均与公开市场报价相对一致。在产品议价能力上，由于公司产能规模明显，具备一定议价能力。

从 PTA 销量来看，2015~2017 年，公司 PTA 产品销量波动增长，年均复合增长 2.56%。其中，

2017 年，公司 PTA 产品销量较上年增长 5.86%至 493.28 万吨。由于公司拥有 PTA-聚酯产业链，聚酯产品的生产需使用公司 PTA 产品作为原材料。

从其他产品销量来看，2015~2017 年，公司 PET 产品销量波动下降，年均复合下降 0.02%。其中，2016 年公司 PET 产品销量为 138.92 万吨，较上年大幅下降 28.04%，主要系上海恒逸聚酯已于 2015 年底停产所致；2017 年公司 PET 产品销量较上年大幅增长 38.91%，主要系公司合并范围变动，新增 PET 产能所致；2015~2017 年，公司 DTY 产品销量逐年增长，年均复合增长 4.78%，较为稳定。2016~2017 年，公司 PA6 产品销量大幅增长，主要系 2016 年公司 PA6 产能投产较晚所致。

从产销率来看，2015~2017 年，公司 PTA、PET 和 DTY 产品产销率均稳定保持较高水平。

表 11 公司产品销量情况（单位：亿元、%）

年份	产品类型	销量 ¹²	产销率
2015 年	PTA	468.96	100.66
	PET	193.04	100.87
	DTY	28.22	98.54
	PA6	--	--
合计		690.22	99.37
2016 年	PTA	465.96	99.70
	PET	138.92	100.83
	DTY	28.92	103.38
	PA6	2.42	94.90
合计		636.32	99.91
2017 年	PTA	493.28	99.64
	PET	192.97	99.18
	DTY	30.98	97.08
	PA6	13.08	99.75
合计		730.31	100.11

资料来源：公司提供

在 PTA 销售模式中，公司在经历了 PTA 价格下行周期与面临 PTA 产能过剩的市场状况，于 2015 年引入点价模式。公司利用点价交易、利差交易和价差套保模式等创新经营策略，主要通过卖出 PTA 期货的同时确定一定的上浮基点报给下游客户，再根据某一时期的期货价格协商确定交易价格。一旦达成交易，公司通过与国际大型 PX 生产商签订远期合约，即在远期市场锁定 PX 成本，从而锁定一定的价差。上述措施，在市场行情低迷及面临价格大幅波动风险的情况下，公司通过锁定一定的价差，有利于 PTA 产品盈利水平的稳定。

在销售结算方面，公司主要产品结算模式均为款到发货或款货两讫，通常以承兑汇票或信用证结算。同时，对于极少数合作时间长、采购量大且在其所处行业中有代表性的优质客户有时会给予一定的授信额度，但相关货款均需在年末结清。

在销售集中度方面，2015~2017 年，公司前五名客户销售金额占比分别为 37.50%、50.09%和 26.87%，公司客户集中风险持续较低。

总体看，近年来公司化工板块主要产销率均稳定保持较高水平，加之在具体产品销售过程中，部分产品销售引入点价模式，有利于 PTA 产品盈利水平的稳定。由于行业部分落后产能的淘汰，带

¹²PTA 销量统计口径包含自用及对外销售量

动行业集中度的提升，公司 PTA 销售规模大幅增长，同时由于 2015 年上海恒逸聚酯的关停及 2017 年 PET 产能扩张，公司 PET 产品销量波动幅度较大。公司客户集中风险持续较低。

3、贸易板块

公司依托内部 PTA—聚酯产业所形成的渠道和规模优势，利用香港提供转口贸易及融资成本低等优惠条件，以及为调控库存的价格波动风险，通过香港贸易平台开展 PX、MEG 原料贸易和自身生产的 PTA、PET 贸易。

由于公司 PX、MEG 原料大部分以进口为主，长期与国外供应商合作，可以签署较市场优惠的采购合约，为公司开展石化贸易不仅提供了货源，而且成本较市场价低。公司开展石化贸易主要是配合生产原料库存管理需要，自身生产用料多余部分，对外进行贸易，所以结构相对简单。近年来公司贸易量逐步增加，2017 年和 2018 年 1~3 月，公司 PTA 贸易量分别为 233.55 亿元和 40.13 亿元；MEG 贸易量分别为 119.35 亿元和 24.89 亿元。公司为了适应行业的周期转变做出的主动经营调整，利用贸易业务平衡公司在生产端产品价格波动而导致的收益波动，因此业务量有所增长。

2015~2017 年，受公司的贸易商品毛利率随市场价格变化而波动的影响，公司贸易板块毛利率持续处低水平，其中 2016 年公司贸易业务毛利率呈成本倒挂态势。

对外销售客户主要是石化化纤企业，销售集中度一般。销售价格采用市场价格，结算主要以信用证为主，一般向国外供应商开立 90 天信用证。公司对外开立信用证融资均用于企业进口生产用原料结算。

总体看，由于公司为提高市场定价权，同时调控库存的价格波动风险，逐年扩大贸易规模，贸易板块收入及占营业收入占比逐年大幅增长，但盈利水平低，不利于公司整体盈利水平的提升。

4. 重大事项

（1）恒逸石化非公开发行股票募集文莱 PMB 石油化工项目资金

2016 年 3 月，公司下属子公司恒逸石化发布《恒逸石化股份有限公司 2015 年度非公开发行股票预案》，拟向不超过十名特定投资者募集不超过 380,000 万元，全部用于文莱 PMB 石油化工项目募集资金。

2016 年 7 月 21 日，恒逸石化收到中国证券监督管理委员会关于核准恒逸石化股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2016〕1320 号），核准恒逸石化非公开发行不超过 393,782,383 股股份。

2016 年，恒逸石化发布《恒逸石化股份有限公司非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书》公告，最终发行价格确定为 12.00 元/股，发行股票数量 316,666,666 股，募集资金总额为 3,799,999,992.00 元，发行对象分别为中信证券股份有限公司、浙江浙银资本管理有限公司、天津信祥企业管理合伙企业（有限合伙）等 7 家机构投资者。

本次非公开发行股票发行完成后，恒逸石化实际控制人仍为邱建林。本次非公开发行股票发行不会导致恒逸石化实际控制人的变更。

根据瑞华出具的《关于恒逸石化股份有限公司募集资金年度存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至 2017 年 12 月 31 日，恒逸石化募集资金专户实际结存余额为 23,713.82 万元（含存款利息收益、理财收益），募集资金承诺投资项目投资进度为 93.20%。

（2）可交换债券的换股情况

恒逸集团于 2016 年 10 月 18 日发行了浙江恒逸集团有限公司 2016 年非公开发行可交换公司债

券（第一期）（以下简称“可交换公司债券”），债券简称“16 恒逸 01”、债券代码“117045.SZ”。可交换公司债券自 2017 年 4 月 21 日进入换股期。因恒逸石化实施了 2016 年度权益分派，向权益分派登记日的全体股东每 10 股派发现金股息（含税）人民币 1.00 元。根据《浙江恒逸集团有限公司 2016 年非公开发行可交换公司债券（第一期）》的约定，当恒逸石化派送现金股利时，应对“16 恒逸 01”的换股价格进行相应调整。因此，换股价格自 2017 年 4 月 21 日起由 15.00 元/股调整为 14.90 元/股。

自可交换公司债券进入换股期至 2018 年 1 月 3 日，恒逸集团可交换债券投资人已累计完成换股 132,818,792 股，占恒逸石化总股本比例为 8.06%。本次换股完成后，恒逸集团仍持有公司股份 685,275,175 股，占恒逸石化总股本的 41.57%。恒逸石化控股股东及实际控制人未发生变化。

（3）恒逸石化拟非公开发行股票购买资产并募集配套资金

2018 年 1 月 5 日，恒逸石化发布《关于筹划发行股份购买资产停牌的公告》；3 月 15 日发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要》公告，恒逸石化拟以发行股份的方式购买恒逸集团所持嘉兴逸鹏 100%股权和太仓逸枫 100%股权、购买富丽达集团控股有限公司（以下简称“富丽达集团”）和兴惠化纤集团有限公司（以下简称“兴惠化纤”）合计所持浙江双兔新材料有限公司（以下简称“双兔新材料”）100%股权，同时拟采用询价方式向不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过 30 亿元，且募集配套资金发行股份数量不超过本次发行前上市公司总股本的 20%。

募集配套资金扣除中介费用及相关税费后，将用于由嘉兴逸鹏实施的“年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目”、“智能化升级改造项目”和“差别化纤维节能降耗提升改造项目”及太仓逸枫实施的“年产 25 万吨环保功能性纤维升级改造项目（二期）”和“智能化升级改造项目”。募集配套资金总额未超过发行股份购买资产交易价格的 100%。

根据恒逸石化于 5 月 18 日发布《购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，公告显示本次发行股份购买资产的定价基准日为上市公司第十届董事会第十次会议决议公告日，发行价格为 19.81 元/股。2018 年 5 月 15 日，上市公司召开 2017 年年度股东大会审议通过了每 10 股派发 2 元现金并转增 4 股的权益分派方案，并于 2018 年 5 月 24 日进行除权除息，本次发行股份购买资产的发行价格相应调整为 14.01 元/股。

参考资产评估报告的评估结果并经交易各方友好协商，本次交易的总对价确定为 449,500 万元。

表 12 交易对价情况（单位：亿元、%）

序号	交易对象	事项	发行股份数量（股）
1	恒逸集团	发行股份购买嘉兴逸鹏 100%股权	94,932,191
		发行股份购买太仓逸枫 100%股权	75,660,242
		小计	170,592,433
2	富丽达集团	发行股份购买双兔新材料 50%股权	75,124,910
3	兴惠化纤	发行股份购买双兔新材料 50%股权	75,124,910
合计			320,842,253

资料来源：《购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》

截至 10 月 16 日，恒逸石化股本总额为 2,307,794,106 股。按照本次交易方案，公司发行股份购买资产预计发行股份数为 320,842,253 股，同时拟向不超过 10 名（含 10 名）特定投资者非公开发行股份募集配套资金。本次交易完成后，在不考虑募集配套资金的情况下，恒逸集团将持有上市公司 1,128,568,447 股股份，占本次交易完成后上市公司总股本的 42.93%；邱建林先生通过恒逸集团及恒

逸投资能够控制上市公司 50.43% 股权，仍为上市公司实际控制人。本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变化。

截至 2018 年 10 月 16 日，本次交易方案已经恒逸集团、富丽达集团和兴惠化纤内部决策审议通过；已经标的公司嘉兴逸鹏、太仓逸枫和双兔新材料内部决策机构审议通过；已经恒逸石化第十届董事会第九次会议、第十届董事会第十次会议及第十届董事会第十四次会议审议通过；已经恒逸石化 2018 年第四次临时股东大会决议审议通过；国家市场监督管理总局反垄断局已对本次交易涉及的经营者集中事项作出《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》；经中国证监会上市公司并购重组审核委员会于 2018 年 11 月 1 日召开的 2018 年第 54 次并购重组委工作会议审核，公司发行股份购买资产暨关联交易事项获得无条件通过。

（4）恒逸石化已开始有序提取文莱 PMB 石油化工项目银团贷款

2018 年 8 月 20 日，恒逸石化发布《关于文莱 PMB 石油化工项目银团贷款相关事项的公告》，恒逸石化拟近期提取国家开发银行和中国进出口银行联合牵头银团（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）对文莱项目的贷款，提取金额为不超过 17.5 亿美元或等值境外人民币。为落实银团贷款以增加资金流动性，加快文莱项目的建设进度，恒逸石化、恒逸文莱及恒逸集团等相应主体为上述项目贷款提供相应担保。其中，恒逸集团为项目银团贷款提供 6.71 亿股恒逸石化股票质押担保。恒逸集团已在办理该次质押前解除了部分质押给金融机构的股权。同时，恒逸集团将其直接持有的浙商银行股权全部质押给该笔借款银团作为担保。截至 2018 年 9 月底，恒逸石化已开始有序提取文莱 PMB 石油化工项目银团贷款。

截至 2018 年 9 月底，恒逸集团直接及间接持有恒逸石化（000703.SZ）的股票 11.55 亿股，其中 9.22 亿股已质押给各金融机构用于开展股票质押融资及借款担保。

表 13 截止 2018 年 9 月底恒逸集团持有的恒逸石化股权质押情况（单位：万股、万元）

序号	股数	限制方式	托管机构	融资金额	质押时间	解除质押时间
1	700	质押	海通证券	5,000	2018/1/24	2019/1/24
2	2,940	质押	中国银行	10,700	2017/5/8	2019/5/2
3	2,660	质押	中国银行	9,000	2016/1/19	2018/11/7
4	6,300	质押	国开证券	45,000	2018/3/22	2019/3/22
5	6,500	质押	信达资产	145,000	2018/8/27	2020/6/26
6	5,950	质押	信达资产		2018/9/5	2020/6/26
7	67,125.73	质押	国家开发银行	17.5 亿美金	--	--
合计	92,176.73	--	--	--	--	--

资料来源：恒逸石化公告

总体看，2016 年，恒逸石化完成非公开发行股票发行，将进一步推动文莱 PMB 石油化工项目的工程建设进度。2018 年，恒逸石化拟非公开发行股票购买资产并募集配套资金，将用于收购三家聚酯工厂及募集配套资金，有利于公司进一步扩大经营规模，截至目前公司发行股份购买资产暨关联交易事项已获得中国证监会无条件通过；恒逸石化已开始有序提取文莱 PMB 石油化工项目银团贷款，有利于文莱项目的稳步推进。

5. 在建项目

为提升公司原材料自给率以及进一步提升公司的盈利能力，公司投资文莱 PMB 石油化工项目，

其中总投资额为 34.45 亿美元，其中 30% 为资本金。建设内容为 800 万吨/年常减压装置、220 万吨/年加氢裂化装置、150 万吨/年芳烃联合装置、150 万吨/年柴油加氢装置、100 万吨/年航煤加氢装置、4 万吨/年硫磺回收装置，及配套公用工程，预计一期工程将于 2019 年上半年建成达产。

项目建成后，可直接形成 150 万吨/年的 PX 和 50 万吨/年的苯的生产能力，相关产品计划销往中国；形成欧规 IV 汽油、柴油各 40 万吨/年、20 万吨/年的航煤油的生产能力，相关产品供应文莱国内；形成 150 万吨/年的轻石脑油、80 万吨/年的航煤油、110 万吨/年的柴油的生产能力，相关产品直接销往国际市场。

表 14 截至 2018 年 3 月底在建或计划新建项目情况（单位：亿美元）

项目名称	规划总投资		2018 年 3 月底 累计投资	未来投资计划		
	金额	其中： 自筹		2018 年 3 月~12 月	2019 年	2020 年 (质保金)
文莱 PMB 石油化工项目	34.45	10.00	11.51	12.32	7.22	3.44

资料来源：公司提供

总体看，随着公司文莱 PMB 石油化工项目稳步推进，公司将打通石化上下游产业链，同时逐步形成炼化一体化产业格局，公司的盈利能力将有望得到提升。

6. 经营效率

2015~2017 年，应收账款周转率逐年增长，分别为 32.94 次、37.80 次和 53.94 次，整体周转效率高；其中，2017 年应收账款周转率较上年大幅增长，主要系公司贸易业务规模大幅增长，带动营业收入大幅增长所致；公司存货周转率分别为 18.26 次、17.42 次和 30.19 次，呈波动增长趋势。其中，2017 年公司存货周转率较上年有所增长，主要系公司贸易规模大幅增长带动营业成本大幅增长所致；同时，受营业收入规模快速增长的影响，公司总资产周转率呈逐年增长趋势，分别为 0.87 次、0.93 次和 1.63 次。

与同行业企业对比，公司存货和总资产周转效率较高，应收账款周转效率处行业一般水平。

表 15 2017 年主要同行业企业经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
新凤鸣	140.00	28.01	2.33
桐昆股份	63.58	12.37	1.44
恒力股份	406.55	9.03	1.13
恒逸石化	68.11	31.96	2.11

资料来源：Wind

注：1、为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异；2、公司收入主要来自于恒逸石化，为增加可比性，此表主要选取恒逸石化的数据进行比较。

总体看，公司整体经营效率较高。

7. 经营关注

产业链延伸和拓展的风险

公司已形成 PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链，并不断通过扩建项目优化产品结构。产业链的延伸和拓展对公司的管理、营销、技术等方面提出了更高要求，目前，公

司在建项目规模较大，后续的资金投入压力较大。同时，相关项目的产能释放程度以及项目能否实现预期收益存在一定不确定性。

原材料和产品价格波动的风险

涤纶行业是石化产业链的中端行业，经营业绩受国际原油价格波动影响明显。影响国际油价的因素较多，虽然公司可以将部分原材料价格波动的风险转移给下游客户，但原材料和产品价格宽幅波动仍将增大公司存货管理的难度，以致面临存货跌价损失的风险，进一步影响公司盈利稳定性。

贸易业务毛利率波动风险

近年来，公司贸易业务规模逐年大幅增长，但贸易业务毛利率低，对于公司整体盈利水平产生一定抑制，同时贸易业务对公司资金产生一定占用。

安全及环保风险

涤纶在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本，此外，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。PTA 工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。

汇率波动风险

近几年，公司在化工板块的采购、销售以及贸易板块均涉及海外市场，同时公司海外市场均以美元、欧元等币种结算。目前，人民币汇率呈现震荡趋势，汇率波动对公司盈利状况存在一定影响。

海外投资损失风险

截至 2018 年 3 月末，公司在境外投资设立香港逸天、香港天逸、佳柏国际、恒逸实业、恒逸新加坡公司和恒逸日本公司六家子公司。其中香港逸天、香港天逸主要开展国际贸易业务；佳柏国际为香港天逸的全资子公司，并主要作为股东方持有逸盛石化 13.93% 股权；恒逸实业主要在文莱投资建设石油化工项目。公司的境外投资受到海外的政治环境、经济环境、市场利率、汇率和货币政策等因素的影响，因此公司存在海外投资损失的风险。

8. 未来发展

公司制订了《浙江恒逸集团有限公司“五五”战略规划纲要（2016~2020 年）》，力争五至十年建立形成石化产业、石化金融、石化贸易和石化物流的“石化+”产业战略布局。

未来，公司将继续巩固 PTA 和聚酯行业地位，提升 CPL 和锦纶市场份额，优化和壮大贸易和物流，主动融入“一带一路”国家战略，加快推进文莱项目建设，打通石化全产业链。其次，丰富和扩大金融、产业大数据、互联网等新兴产业投资合作，坚持多元化投资与专业化经营的有机结合，采取股权投资或参与合作的方式介入，促进“三元产业¹³”的良性互动、优势互补。同时，公司要积极运用并购、重组等整合手段实现产业扩张，重大投资项目积极借助资本运作，进行产业整合。

总体看，公司发展战略清晰可行。随着各项目的稳步推进，规模效益将继续增强，公司整体竞争力有望进一步增强。

¹³三元产业：核心业务（PTA-聚酯产业、CPL-锦纶产业、石油炼化产业以及石化并购、高新技术纤维），成长业务（金融、贸易、物流），新兴业务（大数据平台/智能制造、新兴产业股权投资）

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2015~2017 年度审计报告已经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。2018 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表依据财务部 2006 年颁布的《企业会计准则》及 2014 年新颁布和修订的各项具体会计准则及相关规定编制。

从合并范围看，2015~2017 年，随着公司经营及投资规模扩大，以及进行产业布局部分调整，公司合并范围有所变化（具体变动见下表）。2015~2016 年，每年公司新纳入合并范围的主体及不再纳入合并范围的主体的合计资产规模和利润规模均较小，导致公司合并范围变动对公司资产规模和利润规模等影响较小，对财务数据可比性影响较小；2017 年，公司合并范围变动较大，同时部分产品产能实现大幅扩张，对公司资产规模和利润规模产生一定影响，但考虑公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

表 16 2015~2017 年底公司财务报表合并范围变化情况

新纳入合并范围的主体情况		
年份	公司名称	取得方式
2015 年	恒逸 JAPAN 株式会社	收购
	杭州鑫君睿康贸易有限公司	新设立或投资
	香港逸盛石化投资有限公司	新设立或投资
2016 年	上海恒逸纺织原料发展有限公司	收购
2017 年	浙江恒逸石化销售有限公司	新设立或投资
	浙江逸昕化纤有限公司	新设立或投资
	海宁恒逸新材料有限公司	新设立或投资
	海宁恒逸热电有限公司	新设立或投资
	浙江恒逸国际贸易有限公司	新设立或投资
	浙江恒凯能源有限公司	新设立或投资
	恒逸实业国际有限公司	新设立或投资
	杭州河广投资管理合伙企业（有限合伙）	新设立或投资
	宁波恒逸天闻股权投资合伙企业（有限合伙）	新设立或投资
	杭州逸曝化纤有限公司	新设立或投资
	嘉兴逸鹏化纤有限公司	新设立或投资
	杭州信恒投资合伙企业（有限合伙）	新设立或投资
	太仓逸枫化纤有限公司	新设立或投资
	杭州逸旭股权投资合伙企业（有限合伙）	新设立或投资
不再纳入合并范围的主体情况		
年份	公司名称	股权处置方式
2015 年	浙江恒逸房地产开发有限公司	股权转让
	宁波逸天置业有限公司	股权转让
	宁波逸荣达置业有限公司	股权转让
2017 年	天津恒融达科技有限公司	处置子公司

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.07 亿元，负债合计 309.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 198.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 81.97 亿元。2017 年，公司实现合并

营业收入 725.14 亿元，净利润（含少数股东损益）14.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.25 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 560.04 亿元，负债合计 357.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 202.39 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 79.50 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 185.55 亿元，净利润（含少数股东损益）7.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.86 亿元。

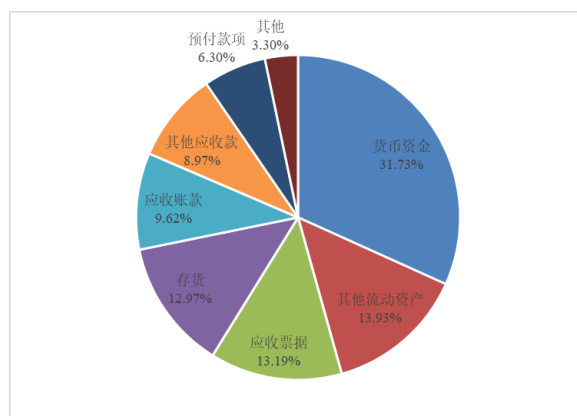
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 20.19%。截至 2017 年底，公司资产总额 508.07 亿元，较年初增长 33.85%，主要系非流动资产增长所致；公司资产总额中流动资产占 37.25%，非流动资产占 62.75%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 11.62%。截至 2017 年底，公司流动资产为 189.25 亿元，较年初增长 12.27%，主要系其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 31.73%）、应收票据（占 13.19%）、应收账款（占 9.62%）、预付款项（占 6.30%）、其他应收款（占 8.97%）、存货（占 12.97%）和其他流动资产（占 13.93%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 20.90%。截至 2016 年底，公司货币资金为 61.44 亿元，较年初增长 49.57%，主要系恒逸石化收到非公开发行股票募集资金所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 60.05 亿元，较年初下降 2.27%；其中，公司货币资金主要为银行存款（占 78.03%），同时含存放在境外的款项总额为 6.41 亿元，占当期货币资金的 10.67%。截至 2017 年底，公司使用权受到限制的货币资金为 12.57 亿元，占当期货币资金的 20.93%，所占比重相对较小，主要为承兑汇票保证金和信用证保证金。

2015~2017 年，公司应收票据波动下降，年均复合下降 2.85%。截至 2016 年底，公司应收票据余额为 15.57 亿元，较年初下降 41.11%，主要系公司调整融资结构，增加票据贴现融资方式所致；截至 2017 年底，公司应收票据余额为 24.96 亿元，较年初增长 60.29%，主要系公司从事原材料贸易业务规模增多，贸易业务主要以票据结算所致；其中，公司应收票据主要由银行承兑汇票（占 40.69%）、商业承兑汇票（占 36.06%）和国内信用证（占 23.25%）构成。商业承兑汇票大部分为公司下游中型

聚酯客户，与公司有多年的经营往来，属于信誉较好的客户，票据回收风险相对较小。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 40.53%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 8.66 亿元，较年初下降 6.07%，主要系行业供需逐步改善，公司调整销售策略，多采用现款报价所致。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 18.21 亿元，较年初增长 110.24%，主要系公司出口贸易业务增长，出口商品发货至收到货款期间的信用证账期导致应收外汇账款余额增加所致。在坏账准备计提方面，公司对应收款按账龄特征及风险特征进行了划分，其中，采用按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 67.43%；单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 32.57%。账龄组合的账龄主要集中于 1 年以内（占 99.96%），账龄较短。截至 2017 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 48.57 万元，计提比例为 0.03%。从集中度来看，截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户余额总计 10.38 亿元，占比为 56.99%，集中度较高。

2015~2017 年，公司预付款项逐年下降，年均复合下降 30.47%，主要系公司 PX 的国内采购量增加，预付款项资金减少所致。截至 2016 年底，公司预付款项为 18.44 亿元，较年初下降 25.25%。截至 2017 年底，公司预付款项为 11.92 亿元，较年初下降 35.33%。其中，公司预付款项账期主要集中于一年以内（占 99.83%）。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 12.34%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 17.52 亿元，较年初下降 20.68%，主要系 2016 年公司剥离房地产板块所致。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 16.97 亿元，较年初下降 3.12%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额中经营性往来占款和非经营性往来占款分别占比 34.30%和 65.70%，其中非经营性往来占款主要由非关联方、股东以及参股公司的资金拆借构成。截至 2017 年底，公司其他应收款中非经营性往来占款前五大欠款方合计金额占非经营性往来占款账面余额的 85.79%，集中度较高。在坏账准备计提方面，公司对其他应收款按账龄特征及风险特征进行了划分，其中，采用按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收账款占 55.57%；单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收账款占 44.43%。账龄组合的账龄主要集中于 1 年以内（占 88.95%）。截至 2017 年底，公司其他应收账款累计计提坏账准备 0.58 亿元，计提比例为 3.33%。从集中度来看，截至 2017 年底，公司其他应收账款前五名欠款方余额总计 10.33 亿元，占比 58.61%，集中度较高。整体看，考虑公司其他应收款账龄较短，同时其中非经营性往来占款主要由非关联方、股东以及参股公司的资金拆借构成，且非关联方企业信用情况较高，其他应收款回收风险较小。

表 17 截至 2017 年底公司其他应收款中非经营性往来占款前五大欠款方情况

名称	与公司关系	金额	期限	回款安排
大连逸盛元置业有限公司	非关联方 (以前为参股公司)	3.87	1 年内	按照借款时间， 一年内清偿一次
杭州万永实业投资有限公司	股东	3.35	1 年内	按照借款时间， 一年内清偿一次
浙江中领投资有限公司	非关联方	1.60	1 年内	一年内清偿
杭州际红贸易有限公司	非关联方	0.76	1 年内	按照借款时间， 一年内清偿一次
杭州萧山合和纺织有限公司	关联方	0.32	1 年内	按照借款时间， 一年到两年清一次
合计		9.89	1 年内	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 25.82%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 21.69 亿元，较年初增长 39.93%，主要系 2016 年原油价格逐步回升，公司加大生产力度，库存商

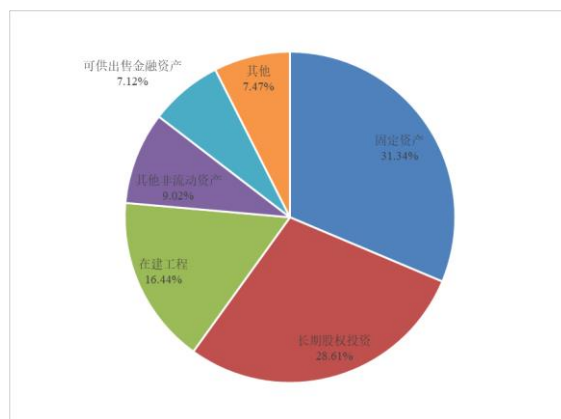
品大幅增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 24.54 亿元，较年初增长 13.13%，主要系公司合并范围变动，库存量增长所致。其中，公司存货主要由原材料（占 65.87%）和库存商品（占 24.54%）构成。由于公司认为目前国际原油价格在中期企稳趋势比较明朗，同时 PTA 行业的新增产能有限，而聚酯端需求一直保持稳步增长，PTA 产品跌价风险较小，因此公司未对存货计提跌价准备。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 63.55%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 13.34 亿元，较年初增长 35.39%，主要系 2016 年新增对海南逸盛石化委托贷款所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 26.35 亿元，较年初增长 97.58%，主要系公司对海南逸盛石化委托贷款新增 8.00 亿元，同时公司期末理财产品增加所致。其中，公司其他流动资产主要由委托贷款本金及利息（占 35.81%）、留抵进项税（占 19.35%）和理财产品（占 43.83%）构成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 26.33%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 318.82 亿元，较年初增长 51.09%，主要系在建工程增长所致。其中，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.12%）、长期股权投资（占 28.61%）、固定资产（占 31.34%）、在建工程（16.44%）和其他非流动资产（9.02%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 334.97%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 11.19 亿元，较年初增加 10.00 亿元，主要系子公司上海恒逸纺织原料发展有限公司（以下简称“上海恒逸纺织”）年末货币资金较多，上海恒逸纺织利用闲置资金购买短期理财产品所致；截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 22.70 亿元，较年初增长 102.90%，主要系是入股浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）的产融基金所致；其中，公司可供出售金融资产主要由按成本计量的可供出售权益工具（占 93.57%）构成。

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 14.98%，主要系公司对浙商银行追加投资，并确认相应的投资收益所致；截至 2016 年底，公司长期股权投资为 76.22 亿元，较年初增长 10.47%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 91.22 亿元，较年初增长 19.68%。其中，公司长期股权投资主要由对浙商银行股份有限公司的投资（占 55.72%）、对浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司的投资（占 10.49%）、对大连逸盛投资有限公司的投资（占 14.46%）和对海南逸盛石化有限公司的投资（占 12.04%）构成。其中，公司对浙商银行采取按照权益法计量。截至 2017 年底，公司持有浙商银行 6.92%的股权，为浙商银行并列第三大股东。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.35%。截至 2016 年底，公司固定资产

账面价值为 85.94 亿元，较年初下降 11.64%，主要系 2016 年上海聚酯纤维停产，相关固定资产协议出售所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 99.91 亿元，较年初增长 16.25%，主要系公司合并范围变动所致。其中，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 13.71%）、构筑物（占 7.36%）和机器设备（占 78.06%）构成。截至 2017 年底，公司已累计计提折旧 72.71 亿元，固定资产成新率为 57.88%，成新率一般。

为进一步延伸产业链以及提升公司盈利能力，2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 114.62%，主要系增加对文莱 PMB 石油化工项目投资建设支出所致。截至 2016 年底，公司在建工程为 16.92 亿元，较年初增长 48.73%；截至 2017 年底，公司在建工程为 52.42 亿元，较年初增长 209.71%。其中，在建工程占比较大的项目为文莱 PMB 石油化工项目（占 69.60%）和高新扩产技改项目（占 16.97%）。

2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 776.28%，主要系预付工程设备款增长所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 28.76 亿元，主要由预付工程设备款（占 87.11%）和委托投资款（占 11.82%）构成。

截至 2017 年，公司各类受限资产合计 80.66 亿元，占总资产的比例为 15.88%，受限资产所占比重较小。

表18 截至2017年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	12.57	保证金
应收票据	0.30	质押开立承兑汇票
固定资产	53.93	抵押借款
无形资产	0.71	抵押借款
长期股权投资	13.15	股权质押 回购借款
合计	80.66	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 560.04 亿元，较年初增长 10.23%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产 204.27 亿元，较年初增长 7.94%，非流动资产 355.77 亿元，较年初增长 11.59%；流动资产和非流动资产分别占比 36.47%和 63.53%，资产构成较年初变动不大。

总体看，近三年，公司资产总额波动增长，资产结构以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金占比较大且受限比例较低，非流动资产中长期股权投资占比较高，以对浙商银行股权投资为主；在建工程规模较大，主要为文莱 PMB 石油化工项目，项目建成后将进一步延伸公司产业链条，增益经营业绩。整体看，公司资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

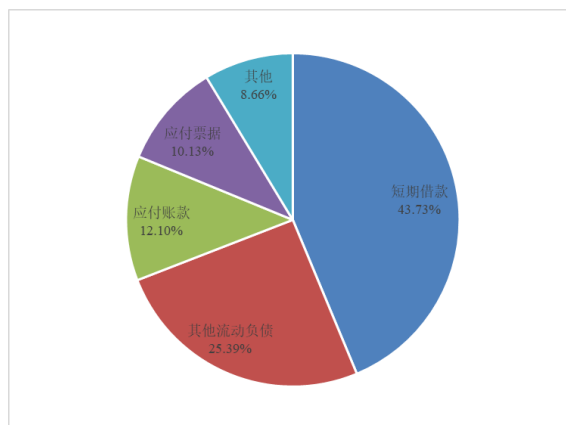
2015~2017 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 10.13%。截至 2017 年底，公司负债规模为 309.35 亿元，较年初增长 32.14%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 85.32%，非流动负债占 14.68%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 5.81%。截至 2017 年底，公司流动负债

为 263.93 亿元，较年初增长 36.16%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致。其中，公司流动负债主要由短期借款（占 43.73%）、应付票据（占 10.13%）、应付账款（占 12.10%）和其他流动负债（占 25.39%）构成。

图 9 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动减少，年均复合下降 1.82%。截至 2016 年底，公司短期借款为 87.90 亿元，较年初下降 26.59%，主要系公司偿还部分美元贷款所致。截至 2017 年底，公司短期借款为 115.40 亿元，较年初增长 31.29%，主要系公司融资需求大幅增长所致。其中，公司短期借款中质押借款占 7.51%、抵押借款占 38.31%、保证借款占 53.05%。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 1.92%。截至 2016 年底，公司应付票据为 31.33 亿元，较年初增长 21.76%，主要系公司增加国内原料采购，同时通过银行承兑汇票支付国内原料款所致。截至 2017 年底，公司应付票据为 26.73 亿元，较年初下降 14.69%，主要系部分应付票据到期支付，导致存量票据减少所致。其中，公司应付票据主要由银行承兑汇票（占 81.07%）和国内信用证（占 18.93%）构成。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 47.64%。截至 2016 年底，公司应付账款为 14.10 亿元，较年初下降 3.75%。截至 2017 年底，公司应付账款为 31.92 亿元，较年初增长 126.49%，主要系 PMB 石油化工项目土建工程和设备的应付账款增加所致。其中，公司应付账款主要集中于一年以内（占 98.27%）。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 23.69%。截至 2016 年底，公司其他流动负债为 32.90 亿元，较年初下降 24.87%，主要系偿还部分到期的短期融资券所致。截至 2017 年底，公司其他流动负债为 67.00 亿元，较年初增长 103.65%，主要系公司新发行短融、超短融等短期债券所致。其中，公司其他流动负债主要由短期融资券（占 74.63%）和股权质押回购借款（占 22.39%）构成。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 53.42%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 45.42 亿元，较年初增长 12.76%，主要系长期应付款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 23.80%）、应付债券（占比 38.20%）和长期应付款（占 36.30%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 42.51%。截至 2017 年底，公司长期借款为 10.81 亿元，较年初增长 103.91%，主要系公司改扩建项目增加，项目贷款新增较大所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 18.13%）和保证借款（占 94.38%）构成。从长期借款期限来看，1~2 年

为 2.11 亿元（占 19.50%）、2~3 年为 2.98 亿元（占 27.60%）和 3 年以上为 5.72 亿元（占 52.91%），长期借款期限以 3 年以上为主。

2015~2017 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 20.25%。截至 2016 年底，公司应付债券为 32.64 亿元，较年初增长 172.00%，主要系新发行可交换公司债券（债券简称“16 恒逸 01”）所致。截至 2017 年底，公司应付债券为 17.35 亿元，较年初下降 46.84%，主要系应付债券剩余期限转至一年内所致。截至 2017 年底，公司应付债券具体情况如下表所示。其中，公司应付债券主要集中于 2019 年，且应付债券到期金额为 7.4 亿元。

表 19 截至 2017 年底公司应付债券构成情况（单位：亿元、%）

债券名称	债券期限	余额	发行利率
16 恒逸 MTN001	2016.01.15~2019.01.15	7.00	5.8300
17 恒逸 MTN001	2017.11.14~2020.11.14	5.00	6.5000
17 恒逸债 01	2017.07.28~2024.07.28	5.00	7.8000
16 恒逸 01	2016.10.21~2019.10.21	0.40	--
合计		17.40	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 8,392.89%。截至 2016 年底，公司长期应付款为 1.27 亿元，较年初增加 1.27 亿元，主要系公司开展融资租赁融资方式所致。截至 2017 年底，公司长期应付款为 16.49 亿元，较年初增加 15.22 亿元，主要系 2017 年公司新增结构性融资 15.85 亿元，主要为公司以并购基金的形式收购太仓逸枫、杭州逸暘和嘉兴逸鹏，合作方出资款计入长期应付款产生的结构性融资款所致。公司长期应付款主要由结构性融资（占 96.14%）构成。从长期应付款期限来看，长期应付款均为 1~2 年。

2015~2017 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 6.28%。截至 2016 年底，公司全部债务 199.39 亿元，较上年下降 14.18%，主要系公司偿还到期短期债务所致。截至 2017 年底，公司全部债务 262.46 亿元，较上年增长 31.63%，主要系公司短期借款及其他流动负债规模增长所致。其中，短期债务 217.81 亿元，较年初增长 35.98%，主要系公司营运周转资金需求增长，同时公司新发行短融及超短融等债券所致；长期债务 44.65 亿元，较年初增长 13.86%，主要系公司采取结构性融资方式，长期应付款大幅增长所致。从长期债务期限结构来看，公司长期债务期限以 1~2 年（占 58.22%）为主，长期债务偿付时间较为集中。债务结构上，2017 年，公司短期债务占比较年初增长 2.65 个百分点至 82.99%，长期债务占比 17.01%，短期债务占比进一步提升，且处于较高水平。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 72.52%、61.68%和 60.89%；全部债务资本化率分别为 70.62%、57.82%和 56.91%，呈逐年下降趋势，主要系公司资本公积及少数股东权益大幅增长，带动所有者权益大幅增长所致。公司长期债务资本化比率分别为 15.20%、21.23%和 18.35%，呈波动增长趋势，公司债务负担一般，但公司债务结构中，短期债务所占比重较大，短期偿债压力较大，债务结构有待完善。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 357.65 亿元，较年初增长 15.61%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 310.47 亿元，较年初增长 36.16%，主要系公司 2018 年一季度国开行等银团向公司提供了文莱项目建设期短贷，作为提取银团贷款前的暂时性项目资金周转，导致公司短期借款大幅增长所致。非流动负债 45.42 亿元，较年初增长 3.87%；负债结构仍以流动负债为主。公司全部债务为 312.66 亿元，较年初增长 19.13%，主要系其他流动负债中短期融资券大幅增长，带动短期债务增加所致；其中短期债务为 266.23 亿元（占 85.15%），长期债务为 46.43 亿元（占 14.85%）。公司债务结构仍以短期债务为主。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为

63.86%、60.70%和 18.66%，较年初分别增长 2.97 个百分点、3.79 个百分点、0.31 个百分点。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担一般，但公司债务结构中，短期债务所占比重大，短期偿债压力较大，债务结构有待完善；长期债务偿付时间较为集中，未来公司存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 43.39%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 145.47 亿元，较年初增长 50.52%，主要系恒逸石化完成非公开发行股票所致。截至 2017 年底，公司所有者权益为 198.72 亿元，较年初增长 36.60%，主要系资本公积大幅增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益为 81.97 亿元，占比为 41.25%；归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占比 0.63%、30.68%、-1.98%、1.61%和 69.06%。其中，未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

2015~2017 年，公司股本无变动。2015~2017 年，公司资本公积逐年增加，年均复合增长 124.46%，其中截至 2016 年底，公司资本公积同比增加 10.71 亿元至 15.70 亿元，主要系恒逸石化完成非公开发行股票所致。截至 2017 年底，公司资本公积同比增加 9.45 亿元至 25.15 亿元，主要系公司发行的“16 恒逸 01”可交债投资者换股所致。2015~2017 年，公司盈余公积无变动。2015~2017 年，公司未分配利润逐年增加，年均复合增长 7.19%；截至 2017 年底，公司未分配利润 56.61 亿元，较年初增长 9.93%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 202.39 亿元，较年初增长 1.85%。归属于母公司所有者权益 79.50 亿元（占 39.28%），其中股本占 0.65%，资本公积占 27.99%，盈余公积占 1.66%和未分配利润占 73.79%。

总体看，得益于公司利润的积累、恒逸石化非公开发行股票和可交换公司债券换股，公司所有者权益持续增长，所有者权益结构中归属于母公司所有者权益占比较小，且以未分配利润为主，公司所有者权益结构的稳定性有待提高。

4. 盈利能力

从 2014 年下半年开始，公司所处行业进入行业周期调整，产品价格及产销量均处低位。2016 年以来，随着行业供需关系逐步改善，主营产品价格及产销量增长。同时受公司贸易收入规模逐年大幅增长影响，2015~2017 年，公司营业收入逐年增加，年均复合增长 52.75%。2017 年，公司营业收入同比增长 114.38%至 725.14 亿元。同时，营业成本逐年增长，年均复合增长 52.84%；2017 年，公司营业成本同比增长 113.56%至 697.93 亿元。受此影响，2015~2017 年，公司实现净利润分别为 1.11 亿元、6.05 亿元和 14.89 亿元。

2015~2017 年，公司期间费用波动下降，年均复合下降 4.65%，分别为 19.45 亿元、15.09 亿元和 17.68 亿元。2015~2017 年，公司财务费用波动下降，年均复合下降 15.75%，分别为 13.74 亿元、9.25 亿元和 9.75 亿元，财务费用对公司盈利侵蚀较明显。其中，2016 年公司财务费用较上年大幅下降，主要系公司在 2015 年 9 月份逐步已将美元头寸远期锁定，对汇率波动风险形成良好控制，并且公司采用远期外汇衍生品工具对冲美元负债产生的汇率风险所致。2015~2017 年，公司销售费用分别为 1.49 亿元、1.25 亿元和 1.96 亿元，年均复合增长 14.74%。其中，2016 年销售费用下降 16.00%，主要系 2016 年开始由客户自行选择物流公司，运输费用下降所致；2017 年销售费用增长 56.72%，主要系公司营业收入规模大幅增长，带动销售费用增长所致。2015~2017 年，公司管理费用分别为 4.22 亿元、4.60 亿元和 5.97 亿元，年均复合增长 18.92%，主要系文莱 PMB 石油化工项目投入建设

及公司营业规模逐年扩大，组织架构和人员编制扩充所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 6.26%、4.46%和 2.44%，公司费用控制能力逐步提升。其中，2017 年费用收入比大幅下降主要系公司贸易收入大幅增长，带动营业收入大幅增长所致。

2015~2017 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 0.45%。2016 年，公司投资收益 8.44 亿元，较上年下降 11.02%，主要系 2016 年公司无股权转让收益所致。2017 年，公司投资收益 9.57 亿元，较上年增长 13.41%，主要系参股公司逸盛大化、巴陵己内酰胺等效益上升。所致。其中，2015~2017 年，被投资单位浙商银行确认的投资收益分别为 6.26 亿元、7.03 亿元和 7.13 亿元，浙商银行投资收益占比较高。随着浙商银行业务规模扩大，可产生的投资收益具备良好的持续性。2015~2017 年，公司投资收益占当期营业利润的比例分别为 697.53%、173.72%和 57.17%，投资收益对公司营业利润影响大。

2015~2017 年，公司营业外收入波动减少，年均复合下降 43.40%，分别为 0.64 亿元、0.90 亿元和 0.21 亿元，其中 2017 年营业外收入大幅下降主要系由于会计政策变化，政府补助计入其他收益所致。2015~2017 年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为 35.86%、12.70%和 1.28%，营业外收入对公司利润总额影响一般。2017 年，公司其他收益 0.96 亿元，主要由政府补助（占 44.46%）和增值税返还（占 55.54%）构成。

从盈利指标来看，由于公司贸易规模及收入大幅增长，但贸易业务毛利率较低，2015~2017 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 3.65%、3.22%和 3.62%。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均逐年增长，主要系随着行业供需关系改善，化工板块盈利水平逐步改善所致。2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.22%、5.90%和 8.65%。与同行业上市公司 2017 年相关盈利指标比较来看（见下表），公司盈利处于行业较低水平。

表 20 主要同行业上市公司 2017 年盈利能力比较（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售净利率
桐昆股份	14.46	10.85	5.39
新凤鸣	30.96	21.29	6.59
恒力股份	32.29	10.85	9.53
恒逸石化	14.17	7.39	2.87

资料来源：Wind

注：1、Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用 Wind 数据；2、公司收入主要来自恒逸石化，为增加可比性，此表主要选取恒逸石化的数据进行比较。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 185.55 亿元，较上年同期增长 80.71%，主要系行业整体回暖，公司产品产销规模进一步提升，同时公司在贸易板块的经营规模扩大所致。同期，实现净利润 7.30 亿元，较上年同期增长 54.53%，主要系行业整体回暖，公司各产品利润均有所回升所致；其中归属于母公司所有者的净利润 2.05 亿元。

总体看，公司业务规模持续扩张，收入逐年增长，成本费用控制能力逐步提升但财务费用对盈利侵蚀较明显；在行业景气度回升带动下，公司整体的盈利能力明显增强，但公司盈利能力仍属较弱，且利润留存对非经常性损益的依赖程度性强。

5. 现金流

2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 44.34%，分别为 364.22 亿元、443.27 亿元和 758.81 亿元，主要系随着行业景气度回升，公司调整销售策略，多采用现款报价所致；公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 43.93%，分别为 362.30 亿元、406.12 亿元和 750.57

亿元，主要系随着宁波中金石化有限公司等厂商 PX 产能陆续释放，公司原材料采购逐步转向国内，由于国内供应商在公司以电汇方式结清货款的情况下给予更多价格优惠，公司在原材料采购过程中主动增加了现金支付的比例，付款周期减短，使得公司经营性现金流支出有所增加。受上述因素影响，经营活动产生的现金流量净额分别为 1.93 亿元、37.14 亿元和 8.25 亿元。其中，2016 年公司经营活动产生现金流量净额较上年增加 35.22 亿元，主要系随着行业景气度回升，公司调整销售结算方式，多采用现款报价所致；2017 年公司经营活动产生现金流量净额较上年减少 28.90 亿元，主要系公司从事原材料贸易业务规模增多，贸易业务主要以票据结算，导致公司 2017 年度经营活动相关现金净流入减少所致；近三年，公司现金收入比波动下降，分别为 112.92%、113.85%和 102.60%，公司收入实现质量较好。

2015~2017 年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 56.68%；其中，2016 年，公司投资活动现金流入 19.38 亿元，较上年大幅增长 16.95%，主要系收回海南逸盛石化的委托贷款及收回房地产业务出让现金，带动收到其他与投资活动有关的现金所致；2017 年，公司投资活动现金流入 40.68 亿元，较上年大幅增长 109.90%，主要系收回投资收到的现金大幅增长所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 140.11%，分别为 26.40 亿元、35.21 亿元和 152.21 亿元，其中 2017 年较上年大幅增加 332.30%，主要系公司推进在建工程及投资支付的现金增加所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金均呈净流出态势，净流出规模分别为 9.83 亿元、15.83 亿元和 111.53 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 6.62%，分别为 269.01 亿元、256.23 亿元和 305.79 亿元；其中，2016 年公司筹资活动现金流入较上年小幅下降，主要系 2016 年公司盈利能力改善，融资需求降低所致；2017 年公司筹资活动现金流入较上年大幅增加，主要系公司运营规模扩张，融资需求增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出量逐年减少，年均复合减少 12.21%，分别为 263.65 亿元、257.41 亿元和 203.21 亿元，主要系偿债规模逐年下降所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 5.36 亿元、-1.18 亿元和 102.58 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.71 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -37.26 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 23.14 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -12.86 亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流呈净流入态势，整体收入实现质量较好；公司经营活动产生的现金流量净额尚不能满足公司投资活动需求，同时考虑到公司在建工程规模较大、短期债务规模较大以及公司存在债务置换需求，公司仍存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率和速动比率均呈波动上升趋势。其中，2016 年流动比率和速动比率较上年分别由 0.64 倍和 0.58 倍提高至 0.87 倍和 0.76 倍，主要系公司盈利能力改善，偿还部分短期债务所致；2017 年流动比率和速动比率较上年下降至 0.72 倍和 0.62 倍，主要系公司融资需求增长，流动负债规模大幅增长所致；现金短期债务比分别为 0.32 倍、0.48 倍和 0.39 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 21.04 亿元、25.22 亿元和 35.35 亿元，年均复合增长 29.62%，主要系公司利润总额增长所致；2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 45.31%）、计入财务费用的利息支出（占 28.73%）和折旧（占 24.46%）构成。

2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.13 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度偏低；EBITDA 利息倍数分别为 2.26 倍、2.80 倍和 3.39 倍，EBITDA 对全部债务利息的保障能力一般，综合看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对合并范围以外的企业提供担保金额 22.10 亿元，占同期净资产的 10.92%，担保对象多数为杭州萧山地区大型企业，如浙江荣盛控股集团有限公司（以下简称“荣盛控股”）、浙江东南网架集团有限公司（以下简称“东南网架集团”）、兴惠化纤集团有限公司（以下简称“兴惠化纤”）和昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司（以下简称“昌江棋子湾”），上述四家公司担保金额约占总司对外总担保金额的 80%。其中，荣盛控股和兴惠化纤为公司下游客户；东南网架集团为浙江东南网架股份有限公司（股票代码：002135.SZ）的控股股东，为杭州市萧山地区的龙头企业；昌江棋子湾曾为公司的参股子公司，后因房地产业务剥离而成为外部单位。上述企业多属于公司下游客户或同区域龙头企业，信用良好，资产规模较大。同时上述公司也对公司提供担保，每年签订一个总的互保金额。整体看，公司代偿风险相对较小。

表 21 公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保企业名称	担保金额	起止时间
1	浙江荣盛控股集团有限公司	45,000	2017.5~2018.6
2	兴惠化纤集团有限公司	31,900	2017.7~2018.7
3	浙江金洋控股集团有限公司	7,500	2017.11~2018.11
4	杭州萧山合和纺织有限公司	3,670	2017.11~2018.11
5	浙江城建集团股份有限公司	9,000	2018.2~2019.2
6	浙江东南网架集团有限公司	72,850	2017.11~2018.11
7	杭州际红贸易有限公司	18,475	2017.9~2018.9
8	杭州聚唯食品有限公司	400	2017.10~2018.10
9	杭州晨昊纺织整理有限公司	2,585	2017.8~2018.8
10	昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	29,640	2011.11~2021.11
合计		221,020	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司不存在任何对公司财务状况、经营成果、未来经营业绩可能产生较大影响的未决诉讼、仲裁事项及行政处罚案件。

截至 2018 年 3 月底，公司共获银行授信额度 318.65 亿元，尚未使用额度为 130.32 亿元，公司间接融资渠道畅通；且下属子公司恒逸石化作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033010900176130J），截至 2018 年 8 月 24 日，公司无未结清不良或关注类信贷记录。存在两笔在已结清的不良或关注类信贷记录，主要系银行系统切换阶段，数据不稳定，银行报送偶有错误发生所致。

总体看，公司整体偿债能力指标表现一般，但综合考虑公司在石化化纤行业处于龙头地位，且 PTA—聚酯产能位于全球前列，在产能规模，行业地位，产业链完善程度等方面所具备的经营优势，加之国内化纤行业景气度回暖等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月底，公司债务总额 312.66 亿元，本期拟发行债券规模为 10.2 亿元，占公司全

部债务总额的 3.26%，本期债券发债额度适中，对公司债务负担的影响一般。

以 2018 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.2 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.51%、61.47%和 21.86%，分别提高了 0.65 个百分点、0.76 个百分点和 3.20 个百分点，对公司负债水平及债务压力的影响一般。考虑到募集资金将用于偿还现有债务，本期债券发行对公司债务影响将小于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 35.35 亿元，为本期公司债券发行额度 10.2 亿元的 3.47 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流入 758.81 亿元，为本期公司债券发行额度 10.2 亿元的 74.39 倍，对本期债券覆盖程度很高；2017 年经营活动现金净流量为 8.25 亿元，为本期公司债券发行额度 10.2 亿元的 0.81 倍，对本期债券覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司在产能规模、行业地位等方面所具备的综合竞争优势；以及随着公司文莱 PMB 石油化工项目的逐步达产，可为公司收入及盈利增长带来的积极影响，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

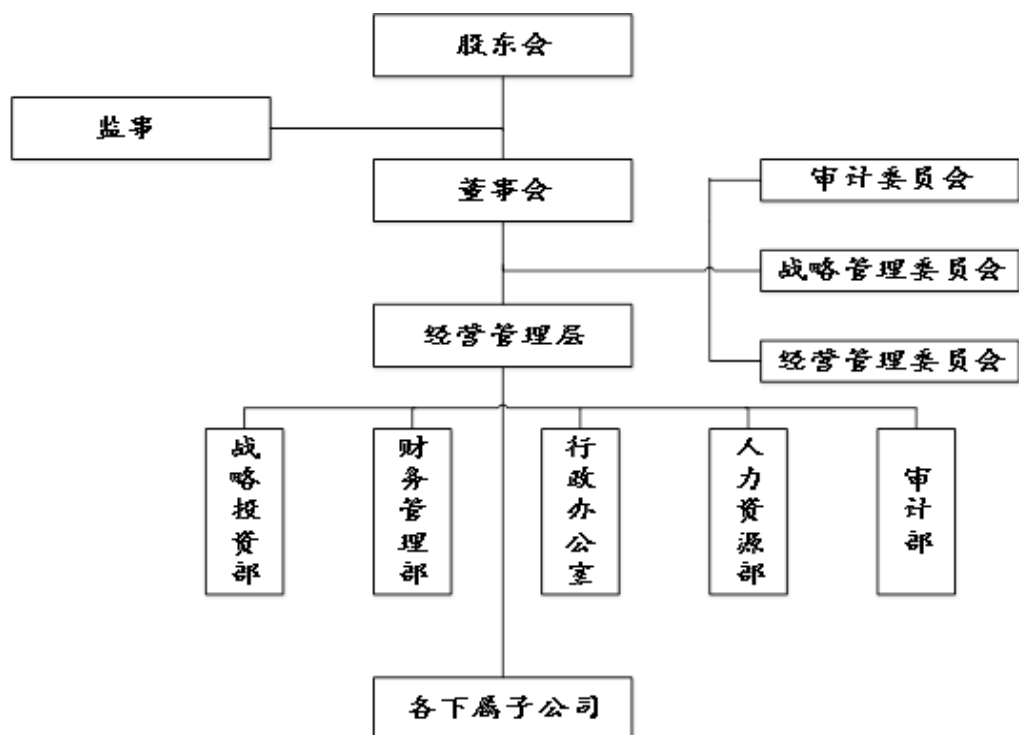
九、综合评价

公司在石化化纤行业处于龙头地位，且 PTA—聚酯产能位于全球前列，其下属控股子公司恒逸石化在生产规模、研发能力、品牌认可度及产品差异化等方面具备综合竞争优势。近年来，公司收入规模和盈利规模持续提高，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司经营受原料及产品价格影响较大、公司少数股东权益占比较大、短期债务占比较高、长期债务偿付时间较为集中、贸易业务规模持续扩大且盈利水平低，对公司整体盈利水平形成抑制、文莱 PMB 石油化工项目投资规模较大使得公司存在一定资本支出压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司文莱 PMB 石油化工项目的逐步达产，将明显增加公司 PX 和 MEG 原材料自给率，可有效降低生产成本、进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望进一步增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 浙江恒逸集团有限公司
组织结构图



附件 2 浙江恒逸集团有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额（亿元）	351.69	379.59	508.07	560.04
所有者权益（亿元）	96.65	145.47	198.72	202.39
短期债务（亿元）	215.02	160.18	217.81	266.23
长期债务（亿元）	17.33	39.22	44.65	46.43
全部债务（亿元）	232.34	199.39	262.46	312.66
营业收入（亿元）	310.79	338.26	725.14	185.55
净利润（亿元）	1.11	6.05	14.89	7.30
EBITDA（亿元）	21.04	25.22	35.35	--
经营性净现金流（亿元）	1.93	37.14	8.25	1.71
应收账款周转次数（次）	32.94	37.80	53.94	--
存货周转次数（次）	18.26	17.42	30.19	--
总资产周转次数（次）	0.87	0.93	1.63	0.35
现金收入比率（%）	112.92	113.85	102.60	114.46
总资本收益率（%）	3.25	4.47	6.22	--
总资产报酬率（%）	3.12	4.39	5.90	--
净资产收益率（%）	1.16	5.00	8.65	3.64
营业利润率（%）	3.65	3.22	3.62	4.84
费用收入比（%）	6.26	4.46	2.44	2.39
资产负债率（%）	72.52	61.68	60.89	63.86
全部债务资本化比率（%）	70.62	57.82	56.91	60.70
长期债务资本化比率（%）	15.20	21.23	18.35	18.66
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	2.80	3.39	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.13	0.13	--
流动比率（倍）	0.64	0.87	0.72	0.66
速动比率（倍）	0.58	0.76	0.62	0.53
现金短期债务比（倍）	0.32	0.48	0.39	0.28
经营现金流动负债比率（%）	0.82	19.16	3.12	0.55
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.06	2.47	3.47	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2018 年一季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 浙江恒逸集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期） 跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年浙江恒逸集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江恒逸集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江恒逸集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江恒逸集团有限公司的相关状况，如发现浙江恒逸集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如浙江恒逸集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江恒逸集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送浙江恒逸集团有限公司、监管部门等。

