信用等级公告

联合[2018] 2096 号

联合资信评估有限公司通过对浙江恒逸集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将浙江恒逸集团有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，“18 恒逸 MTN002”信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望由正面调整为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

浙江恒逸集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：正面

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 恒逸 MTN002	5 亿元	2020/6/25	AA+	AA

评级时间：2018 年 7 月 30 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	67.76	77.57	85.18	74.42
资产总额(亿元)	351.58	379.59	508.07	560.04
所有者权益(亿元)	96.55	145.47	198.72	202.39
短期债务(亿元)	215.02	160.18	151.69	196.71
长期债务(亿元)	17.33	39.21	44.65	44.85
全部债务(亿元)	232.35	199.39	196.35	241.56
营业收入(亿元)	310.77	338.26	725.14	185.55
利润总额(亿元)	1.79	7.07	16.02	8.86
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(%)	1.15	4.16	7.50	--
资产负债率(%)	72.54	61.68	60.89	63.86
全部债务资本化比率(%)	70.64	57.82	49.70	54.41
流动比率(%)	64.42	86.97	71.71	65.79
经营现金流动负债比(%)	0.82	19.16	3.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.04	7.91	5.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.26	2.80	3.41	--

注：1..2018 年 1~3 月财务报表未经审计；2. 已将其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款分别计入短期和长期债务核算。

分析师

张 博　李博文

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”）主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等产品的生产和销售，形成了 PTA-PET-DTY，CPL-PA6 双产业链发展格局，在产业规模、装备技术、成本控制、区位优势和品质管理等方面在同类企业中处于领先地位。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到，公司短期债务规模较大、盈利水平对投资收益依赖程度较大、在建项目资本支出压力较大等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

近期，受益于国际原油市场复苏及 PTA 市场价格反弹，公司经营状况有所改善，2017 年公司实现营业收入和利润总额分别同比增长 114.38%和 126.63%，所有者权益同比增长 36.60%，盈利能力逐步提升，债务负担有所下降；公司打造并完善双产业链模式，进一步优化上下游的产能结构；同时，公司的战略重点是文莱炼化一体化项目，实现产业链一体化战略布局，文莱项目建设有利于公司解决 PX 原料保障问题，并增加成品油等新盈利增长点。

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA+，评级展望由正面调整为稳定，将“18 恒逸 MTN002”的信用等级由 AA 调整为 AA+。

优势

1. 公司市场地位显著。公司主要产品精对苯二甲酸、聚酯产品等产能居国内同行业前列，在产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面处于行业领先水平。
2. 公司区位优势显著。公司主要生产基地位于浙江宁波、杭州，靠近华东消费市场，具有较明显的区位优势。

3. 公司产业链一体化布局，行业竞争能力强。公司文莱 PMB 项目预计 2018 年底完工，投产后，公司产业链将进一步完善，有利于增强公司核心竞争力。
4. 行业景气度回升，公司盈利能力增强。受益于石化及化纤行业景气度显著回升，公司产品收入规模呈上升态势，双产业链协调发展，促使公司 2017 年收入和盈利水平明显提升。

关注

1. 公司贸易收入占比较高，其毛利率较低，导致主营业务综合毛利率被摊薄；同时盈利水平对投资收益依赖程度较大。
2. 公司短期债务规模较大，存在一定的短期支付压力，债务结构有待调整。
3. 公司文莱 PMB 石油化工项目投资金额较大，未来面临一定的资本支出压力。
4. 公司对外担保金额较大，在经济下行的情况下，面临一定的或有负债风险。
5. 公司实收资本小，未分配利润占比大，所有者权益稳定性弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江恒逸集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江恒逸集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江恒逸集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）成立于 1994 年 10 月 18 日，前身为 1974 年创办的萧山县衙前公社针织厂。公司于 2011 年 6 月 8 日完成重组世纪光华科技股份有限公司（股票简称“世纪光华”，股票代码“000703”），由此实现主营业务整体上市，成立恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”，股票代码“000703”）。恒逸石化于 2016 年 10 月 18 日完成非公开发行股票事项，共发行 316666666 股普通股，募集资金 37.66 亿元，公司持有恒逸石化股份数量不变，持股比例由 62.78%下降至 50.50%，仍为恒逸石化第一大股东及实际控制人。经过多年发展，公司已成为一家专业从事化纤与化纤原料生产的现代大型民营企业。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 5180.00 万元，公司股东包括邱建林等 11 位自然人和杭州万永实业投资有限公司（以下简称“万永实业”），其中邱建林和邱奕博持股比例同为 26.19%，方贤水持股比例为 7.83%，其他 8 位自然人邱利荣、周玲娟、徐力方、方伯根、俞兆兴、邱杏娟、潘伟敏和项三龙合计持股 12.75%，万永实业持股 27.04%。万永实业股东为邱祥娟和朱军民，分别持有其 95.00%和 5.00%的股权，邱祥娟女士是邱建林先生的姐姐。邱建林与一致行动人邱奕博、万永实业、邱杏娟、邱利荣合计所持公司的股权比例为 84.17%。公司实际控制人为邱建林。

公司主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等产品的生产和销售，形成了 PTA-PET-DTY，CPL-PA6 双产业链发展格局。

公司下设审计委员会、战略管理委员会、经营管理委员会三大委员会，同时经营管理层下设战略投资部、财务管理部、行政办公室、人力资源部和审计部等职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.07 亿元，所有者权益 198.72 亿元（含少数股东权益 116.75 亿元）；2017 年公司实现营业收入 725.14 亿元，利润总额 16.02 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 560.04 亿元，所有者权益 202.39 亿元（含少数股东权益 122.90 亿元）；2018 年 1~3 月实现营业收入 185.55 亿元，利润总额 8.86 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市萧山区衙前镇项漾村；法定代表人：邱建林。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 6 月发行 5 亿元的“18 恒逸 MTN002”，募集资金用于补充流动资金和偿还借款。跟踪期内，存续债券尚未到付息时点。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 恒逸 MTN002	5	5	2018/6/25	2020/6/25

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017

年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进

口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

公司涉及产业包括石化和化纤两个产业链，精对苯二甲酸（PTA）产品和己内酰胺（CPL）产品均属于石油化工产业链的中间产品；聚酯化纤和锦纶切片属于化学纤维制造业的产品。

PTA-聚酯纤维产业链

精对苯二甲酸（PTA）是重要的大宗有机原料之一，其主要用途是生产聚酯纤维（涤纶）、聚酯薄膜和聚酯瓶，PTA 被广泛用于与化学纤维、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面，与人民生活水平的高低密切相关。PTA 的应用比较集中，世界上 90%以上的 PTA 用于生产聚酯（PET）。PTA 的原料是 PX（对二甲苯），PX 的原料是石油，PTA 的下游产品主要为涤纶长丝、短纤、切片，主要用于生产纺织品。

（1）PX

从 2001 年到 2010 年，中国 PX 产能发展较为迅速，平均增速在 20%附近。2009 年，由于福佳大化、中海油惠州以及上海石化二期集中投产，PX 产能增速达到了 63%的高位，中国的 PX 产能占全球 PX 总产能的 28%左右，占亚洲 PX 总产能的 33%左右。在 2011 年至 2016 年，中国 PX 产能增速放缓，主要是环保压力较大，而且目前多数 PX 项目是炼油一体化的联合芳烃装置，审批及建设周期较长，产能增速有限。近几年国内 PTA 需求持续走高，PX 表观消费量的不断上升，进口依赖度逐渐提高。截至 2017 年底，中国 PX 产能 1399 万吨/年，对 PX 需求量 2440.32 万吨/年，进口依赖程度达 59.17%。

表 2　近年中国 PX 产能、产量等情况

（单位：万吨、%）

年份	产能	产量	进口数量	表观消费量	进口依赖度
2012	1036.00	770.00	620.00	1355.00	45.76
2013	1110.80	770.00	905.29	1657.18	54.63

2014	1221.50	860.00	997.27	1846.92	53.00
2015	1391.50	910.00	1164.89	2062.88	56.47
2016	1440.00	940.00	1236.14	2170.48	56.95
2017	1399.00	1000.00	1443.82	2440.32	59.17

资料来源：Wind

（2）PTA

目前，中国是全球最大的 PTA 生产国和消费国，中国 PTA 产能占全球 PTA 产能的 60%左右，占亚洲 PTA 产能的 65%左右。从供需情况来看，上世纪 80 年代之后，中国先后引进了十多套 PTA 装置，同时化纤行业逐步进入快速发展期，到 2000 年底 PTA 产能已达 210 万吨/年。2005 年以后，随着外企以及恒逸集团等民企大量进入 PTA 领域，国内 PTA 行业呈现出齐头并进、超常发展的趋势，截至 2005 年底，国内 PTA 产能已经迅速增加到近 600 万吨/年，中国 PTA 领域逐步从进口与国企垄断各占半壁江山的情形演变了进口、国企以及民营多元化竞争且民营合资占主导的局面，大大降低了 PTA 的进口依存度。在经历了 2006~2007 年连续两年的高速增长之后，2008 年国内 PTA 产能已经超过 1200 万吨/年。目前中国 PTA 主要生产企业有 16 家。2009 年逸盛大化、重庆蓬威石化的相继投产，中国 PTA 产能历史性突破 1470 万吨，已连续 7 年保持亚洲乃至世界最大 PTA 生产国的地位。截至 2016 年底，中国 PTA 产能占整个亚洲地区产能的 65%，世界产能的一半以上。此外，由于近年来国内 PTA 项目逐步投产，国内 PTA 表观需求量增长较 PTA 产量增长缓慢，PTA 进口量逐年递减，进口量呈下降趋势。由于 PX 与 PTA 存在关税、运费等方面的差异（PX 进口关税 2%，PTA 进口关税 6.5%），以及中国生产成本较低的优势，在同等条件下，国产 PTA 成本优势明显。

从 PTA 生产情况来看，PTA 的生产过程如下：石油经过一定的工艺过程生产出石脑油（别名轻汽油），从石脑油中提炼出 MX（混二甲苯），再提炼出 PX。PTA 以 PX（配方占 65%~67%）为原料，以醋酸为溶剂，在催化剂的作用下经空气氧化（氧气占 35%~33%），生成粗对苯二甲酸。然后对粗对苯二甲酸进行加氢精制，去除杂质，再经结晶、分离、干燥、制得精对苯二酸产品，即 PTA 成品。

表 3　近年中国 PTA 产能、产量等情况

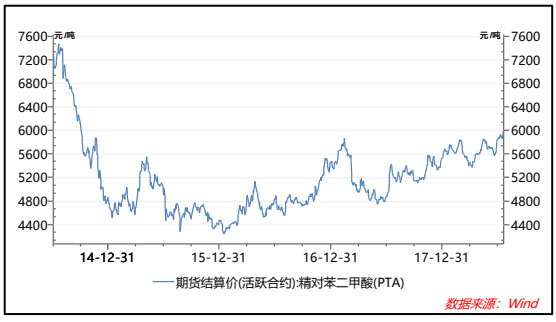
（单位：万吨、%）

年份	产能	产量	表观消费量	进口依赖度
2012	3146.00	2050.00	2610.00	21.46
2013	3293.50	2700.00	2901.05	7.36
2014	4335.00	2655.00	2707.00	3.62
2015	4693.00	3086.00	3092.47	2.22
2016	4909.00	3164.00	3141.18	1.49
2017	5060.00	3273.00	3273.31	1.61

资料来源：Wind

近年来，随着 PTA 需求的增长，PTA 产能也在快速增长，中国 PTA 产能基本能满足国内需求，进口依赖度逐年降低。截至 2017 年底，PTA 产能 5060.00 万吨，产量 3273.00 万吨，进口依赖度 1.61%。在供给侧改革背景下，PTA 去产能正在推进，中小装置，竞争力偏弱的产能在被淘汰。2015 年，远东石化因破产重组，320 万吨/年的 PTA 装置全部停产，翔鹭石化因上游 PX 装置事故，450 万吨/年装置长时间停产，PTA 去产能取得阶段性进展，但是产能过剩问题仍然存在，随着大型装置的重启，PTA 去产能之路将变得漫长而曲折。

图 1　近年来 PTA 期货结算价



资料来源：Wind 资讯

2016 年，随着化纤市场的火热，PTA 价格也有所上涨，2016 年年底较年初上涨约 22%，但仍处于历史较低水平。与此同时，PTA 和 PX 的加工差基本保持了稳定，在 400-500 元/吨左右。截至 2016 年底，加工差随着 PTA 价格的上涨而增加至约 800 元/吨。总体来看，PTA 利

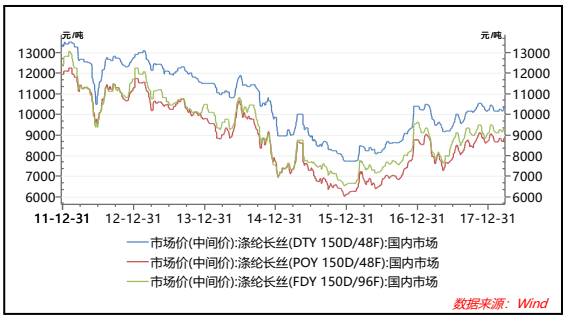
润和价格变动趋势一致，2017 年总体较为稳定，年末有所增加。从当前的走势看，PTA 的利润仍然处在较低水平，未来景气程度复苏值得期待。

（3）聚酯纤维

公司从事的聚酯纤维业务属于化学纤维制造业。化学纤维制造业是指以天然高分子化合物（纤维素、淀粉、蛋白质、木质素、天然橡胶）或人工合成的高分子化合物（以煤、石油、天然气等低分子化合物为原料，经过有机合成与聚合而成的）为原料，经过制备纺丝原液、纺丝和后处理等工序制得的具有纺织性能的纤维的行业，通常简称为化纤行业。化纤行业主要产品分为人造纤维和合成纤维两大类。其中，合成纤维是石油化工行业的衍生产品，主要品种包括涤纶、锦纶、丙纶、腈纶、维纶、氨纶等。

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。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。2016 年以来涤纶丝整体行情处于上升趋势。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，2016 年以来国际油价上行，成本端价格提升，涤纶丝价格上升。从涤纶产品价格来看，由于产能快速释放，需求提升动力不足，加之原油价格不断上行，2016 年主要涤纶产品 POY（涤纶预取向丝）、DTY（拉伸变形丝）、FDY（全拉伸丝）产品价格涨势良好，2016 年底较年初涨幅均在 40%~50%左右。2017 年一季度价格出现一定幅度回调后又开始上升，截至 2018 年 3 月 26 日，POY 平均价格为 8850.00 元/吨，FDY 平均价格为 9350.00 元/吨，DTY 平均价格为 10350.00 元/吨。

图 2 近年来 POY、FDY、DTY 市场价格



资料来源：Wind 资讯

从需求方面来看，涤纶长丝特别是民用涤纶丝下游需求主要来自服装、家纺。其中服装需求占比超过五成。2016 年终端纺织服装和家纺市场等景气回升，需求增加，2016 年 12 月织造工厂开机率比 2015 年同期整体提高，全部工厂开机率在 6 成以上，开机率在 8 成及以上占 92%。其中服装鞋帽、针、纺织品类零售额较 2015 年增长 6.55%，服装类零售额较 2015 年增长 6.16%。在出口方面，虽然纺织品服装 2016 年出口金额较上年略有下降 1%左右，但幅度较小，对总体需求变动影响较小。

己内酰胺（CPL）-锦纶产业链

（1）己内酰胺

己内酰胺（CPL）的分子式是 C6H11NO，外观为白色粉末或结晶体，有油性手感。己内酰胺是重要的有机化工原料之一，主要用途是通过聚合生成聚酰胺切片（通常叫尼龙-6 切片，或锦纶-6 切片），可进一步加工成锦纶纤维、工程塑料、塑料薄膜。尼龙-6 切片随着质量和指标的不同，有不同的侧重应用领域。

中国的己内酰胺生产起步于 20 世纪 50 年代，尽管起步较早，但最初 40 年发展比较缓慢。1990 年以前全国已有 6 套生产装置，年生产能力共计 2 万吨。到 1992 年这 6 套装置仅能生产 9320 吨，开工率不足 50%。随着中国先后引进国外先进生产技术，全国 CPL 产能才有较为明显的提升。2011 年至今中国己内酰胺产能呈现

稳步、快速增长态势，2011 年中国己内酰胺产能为 58.5 万吨/年，到了 2016 年己内酰胺产能已经高达 268 万吨/年，产能较 2011 年增长 3.6 倍，其中 2012 年、2013 年的产能增加较多，均有 60 万吨/年以上的产能增加，而 2014-2016 年均有 25~40 万吨/年的增长。

表 4 近几年中国己内酰胺产能情况

（单位：万吨、%）

序号	产能	产量	产能利用率
2012 年	121.00	72.00	59.50
2013 年	181.00	117.00	64.64
2014 年	212.00	153.70	72.84
2015 年	236.00	183.00	77.54
2016 年	268.00	211.00	78.73
2017 年	363.00	241.70	66.58

数据来源：CCFEI

最近几年随着国内己内酰胺产能增加，国内己内酰胺的产量大幅增加，2011 年国内己内酰胺产量在 54.4 万吨，2012 年因国内巴陵恒逸、山东海力、山东方明己内酰胺装置投产，国内产量大幅增加至 70 万吨，而 2013 年新增产能加上 2012 年的产能释放，产量大幅度增加，全年己内酰胺产量在 117 万吨左右，到了 2014 年，由于新增产能的投放，己内酰胺产量大幅增加至 153.7 万吨，较 2010 年产量翻了三番，2015 年国内产量继续增加，至 2015 年底国内产量大约在 183 万吨左右，2016 年国内产量继续大幅增加至 211 万吨左右。2017 年产能为 363.00 万吨，产量为 241.70 万吨。

（2）锦纶

锦纶是合成纤维 nylon 的中文译名，学名为 polyamide fiber，即聚酰胺纤维。锦纶是世界上最早研制成功的合成纤维，由于性能优良、耐磨度高且原料资源丰富，一直被广泛使用。锦纶 6 可制成纺织品、工业丝和地毯用丝等，锦纶 6 工程塑料主要用于汽车、船舶、电子电器、工业机械和日用消费品的构件和组件等。

锦纶主要集中在亚洲地区，尤其是中国地区。而在中国华东地区占比最高，华南其次，华北第三。从统计看，中国国内尼龙 6 切片需求复合增长率在 2011-2016 这 5 年间达 10.2%，受益于此，锦纶聚合厂家在产能方面一直保持积极的扩张态势，总产能从 2011 年的 168.5 万吨/年，至 2015 年大增至 308 万吨/年。而在 2016 年，尽管国内高速纺切片和常规纺切片市场景气程度稍弱，扩张数量下降，但企业经营亏损尚不大，尼龙聚合行业在一些龙头大厂如中锦新材料、海阳化纤、恒逸集团、弘盛新材料等的带领下产能有继续积极增长态势，截至年底，国内大小聚合工厂实际规模已经达到 345-346 万吨/年，同比增长 12%，小于去年的 20.4%，其中 304.4 万吨/年产能是民用聚合，占总规模近 88%，工业帘布聚合在 41 万吨/年，相对去年 43.7 万吨有小幅萎缩。

2. 行业关注

公司主要涉及 CPL、PTA、聚酯纺丝以及化纤加弹业务。除 CPL 和 PTA 行业因投资、技术和政策门槛较高外，外部竞争者进入聚酯及化纤行业政策性壁垒较低，虽然近年来加大了在上游 PTA 和聚酯行业的投资力度，并逐步增大在 PTA 和聚酯市场的份额，但仍然面临激烈的市场竞争。如果不能在成本控制、技术水平和产品差异化等方面持续改进，盈利水平可能受到不利影响。

涤纶行业运行仍需关注原油价格波动。原油生产国限产消息对油价的驱动作用明显，但全球经济低迷，短期原油消费需求难以有效提振，加之美国页岩油产量提升，抵消了部分减产效果，未来原油走势仍不明朗，从而影响 PX 及下游整个产业链，因此，原油价格波动仍将是影响涤纶企业经营的重要不确定因素。此外，行业结构性、阶段性产能过剩仍然存在，国内企业创新能力不足，新品率和差别化率有待提高。

3. 行业前景

未来，随着国民经济快速发展，中国对涤纶产品的需求量快速上升，2016 年涤纶长丝下游需求增长在 6.68%，2017 年随着海外经济的复苏，下游订单继续增长，预计 2018 年需求将

保持平稳。国内 PTA 企业产能过剩仍将维持，行业内淘汰、破产、重组、兼并等加速，产能的集中度将提高，并将支撑 PTA 几大龙头企业重新定义市场格局，企业将更加注重通过提高新品率和走差别化产品路线提高产品附加值，提升企业整体盈利水平。

六、基础素质分析

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 5180.00 万元，公司股东包括邱建林等 11 位自然人和万永实业。邱建林、邱奕博、万永实业、邱杏娟及邱利荣为一致行动人，公司实际控制人为邱建林。

公司主要从事精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等产品的生产和销售，形成了 PTA-PET-DTY，CPL-PA6 双产业链发展格局。在产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面在同类企业中处于领先地位。

公司控股和参股的精对苯二甲酸（PTA）的产能合计达到 1350 万吨/年；聚酯纺丝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，聚合能力达到 330 万吨，居国内同行业前列；加弹丝产品主要为涤纶变形丝（DTY），产能达到 40 万吨/年。2012 年，公司和中石化合资建设的年产 20 万吨己内酰胺项目投产成功，成为国内首家民营己内酰胺生产企业。

公司在中国企业联合会和中国企业家协会发布的“2017 中国企业 500 强”和“2017 中国制造业 500 强”中分别排名第 200 位和第 82 位。

七、管理分析

跟踪期内，公司公司高管人员和管理制度等未发生变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事 PTA、PET 和 DTY 等产品的生产和销售，从业务板块上划分可分为化纤产品板块（包括 PTA、PET、DTY 和 PA6）、贸易板块和房地产板块。

收入规模及构成方面，2015~2017 年，公司营业收入逐年上升，三年来分别为 310.77 亿元、338.26 亿元、725.14 亿元，2017 年营业收入同比大幅增长 114.37%，主要系行业复苏导致的产品销量和价格上涨以及贸易业务的扩大所致。分业务板块来看，2016 年在国际原油市场复苏及 PTA 市场部分产能淘汰、关停的影响下，PTA 市场价格触底反弹，公司 PTA 产品收入逐年增长；PET 和 DTY 产品属于 PTA 的下游，在价格传导上有一定时滞，受国际原油价格下跌和 PTA 产能过剩的影响，PET 和 DTY 产品市场价格一路走低，而 2016 年原油和 PTA 市场复苏后并未迅速传导到 PET 和 DTY 产品价格，同时公司关停了上海恒逸聚酯纤维有限公司 110 万吨/年低效率 PET 产能，2016 年公司 PET 产销量同比有所下降，2017 年 PET 和 DTY 产品收入有所增长；2017 年 PTA、PET 和 DTY 产品分别实现收入 168.98 亿元、120.39 亿元和 26.64 亿元。公司于 2016 年开始销售 PA6 产品，2017 年实现收入 19.17 亿元。公司贸易业务品种主要为 PTA、PX、MEG 等石化产品，公司为提高市场占有率和调控库存价格波动风险，逐年加大了贸易板块的业务规模，2015~2017 年，公司贸易板块分别实现收入 52.31 亿元、92.97 亿元和 387.74 亿元。公司于 2015 年 12 月将子公司浙江恒逸房地产开发有限公司（以下简称“恒逸房地产”）100%股权对外转让，2016 年起公司不再经营房地产业务。公司其他板块主要为围绕公司主业开展的物流业务，规模较小，2015~2017 年，公司其他板块分别实现收入 0.53 亿元、1.04 亿元和 2.23 亿元。

毛利率方面，2015~2017 年，公司整体毛利率分别为 3.86%、3.38%和 3.75%，2017 年盈利能力有所提升。分业务板块来看，2017 年，公司 PTA 产品毛利率为 4.89%，随着 PTA 价格上涨，毛利率有所提升；受益于产品价格提升，

公司 PET 和 DTY 产品毛利率同比有所提升，毛利率分别为 8.68%和 14.68%；PA6 毛利率为 5.89%，小幅提升；公司贸易板块毛利率较低，2017 年为 0.77%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 185.55 亿元，为 2017 年全年的 25.59%，整体毛利率为 4.95%，毛利率进一步提升。

表 5 公司各业务板块收入情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年			18 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	35.45	19.10	5.65
PET	99.16	31.91	5.05	71.42	21.11	6.61	120.39	16.60	8.68	41.76	22.51	7.81
DTY	22.05	7.10	4.13	21.71	6.42	9.03	26.64	3.67	14.68	6.85	3.69	15.68
PA6	--	--	--	1.75	0.52	4.57	19.17	2.64	5.89	5.81	3.13	6.96
贸易	52.31	16.83	0.23	92.97	27.49	-0.77	387.74	53.47	0.77	94.99	51.19	2.34
房地产	0.71	0.23	27.51	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	0.53	0.17	20.75	1.04	0.31	1.92	2.23	0.31	21.37	0.70	0.38	30.70
合并	**310.77**	**100.00**	**3.86**	**338.26**	**100.00**	**3.38**	**725.14**	**100.00**	**3.75**	**185.55**	**100.00**	**4.95**

资料来源：公司提供

总体来看，受益于石化和化纤景气度显著回升，公司 PTA 产品收入规模逐年大幅增长，成为公司收入的主要贡献来源，CPL-锦纶产业链的拓展丰富了公司的产品线，公司盈利情况有所提升，贸易收入占比较高，其毛利率较低，导致主营业务综合毛利率被摊薄。

2. 石化化纤板块

生产销售

公司主要从事 PTA、PET 和 DTY 等产品的生产和销售，现已形成了全国唯一的 PTA-PET-DTY，CPL-PA6 双产业链发展格局，主要产品有精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）、己内酰胺（CPL）和锦纶切片（PA6）等。

表 6 公司主要产品介绍

产品	产品特性	产品应用
精对苯二甲酸（PTA）	在常温下是白色粉状晶体，无毒易燃，若与空气混合在一定限度内遇火即燃烧。精对苯二甲酸 PTA 与乙二醇（MEG）缩聚得到聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），还可以与 1,4-乙二醇或 1,4-环己烷二甲酸反应生成相应的酯，主要用于生产聚酯。	PTA 的应用比较集中，世界上 90%以上的 PTA 用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），其它部分是作为聚对苯二甲酸丙二醇酯（PTT）和聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）及其它产品的原料。
涤纶牵伸丝（PET-FDY）	经纺丝-牵伸一步法工序生产，纤维已经充分拉伸，可以直接用于纺织加工，生产成本低且成品质量稳定，毛丝断头少，染色均匀性好。	直接用于织造、针织、氨纶包覆等，再用于生产服装、装饰面料等。
涤纶预取向丝（PET-POY）	经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝。与未拉伸丝相比，它具有一定程度的取向，稳定性好，常常用做加弹丝（DTY）的专用丝。	用于涤纶产品再加工，可加工成 DY（拉伸丝）、DTY 和具有特殊风格的复合丝。
涤纶加弹丝（POY-DTY）	利用 POY 原丝进行拉伸和假捻变形加工制成，往往有一定的弹性及收缩性。产品具有伸缩性、蓬松性，染色性、稳定性好，变化样式多，织物具有丰厚、柔软、舒适等特点。	用于机织、针织等，再应用于生产装饰面料、服装面料及里料。
CPL（己内酰胺）	外观为白色粉末或结晶体，有油性手感，是重要的有机化工原料之一，主要用途是通过聚合生成聚酰胺切片（通常叫尼龙-6 切片，或锦纶-6 切片），可进一步加工成锦纶纤维、工程塑料、塑料薄膜。	绝大部分用于生产聚己内酰胺，后者 90%用于生产合成纤维，10%用做塑料，用于制造齿轮、轴承、管材、医疗器械及电气、绝缘材料等。
PA6（聚酰胺 6 或尼龙 6）	透明或不透明乳白色粒子，具有热塑性、轻质、韧性好、耐化学品和耐久性好等特性。	用于制作纺织品、工业丝和地毯用丝等，主要用于汽车、船舶、电子电器、工业机械和日用消费品的构件和组件等。

资料来源：公司提供

公司化纤产品板块主要经营主体为子公司恒逸石化，恒逸石化下属子公司浙江逸盛石化有限公司（以下简称“浙江逸盛”）主要生产产品 PTA，子公司浙江恒逸聚合物有限公司（以下简称“恒逸聚合物”）和浙江恒逸高新材料有限公司（以下简称“恒逸高新”）主要生产产品 PET，子公司浙江恒逸石化有限公司（以下简称“浙江恒逸”）主要生产产品 DTY；公司子公司浙江恒逸锦纶有限公司（以下简称“恒逸锦纶”）主要生产产品 PA；另外，公司参股了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”），主要生产产品 PTA。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司化纤板块产品主要生产主体生产线情况

PTA	
浙江逸盛	• 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； • 四条生产线总产能为 540 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	• 2015 年投产，产能 210 万吨/年。
PET	
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； • 三条生产线总产能为 60 万吨/年。
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。
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。
杭州逸曛	• 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	• 加弹机 175 台，年涤纶加弹产能 30 万吨。
杭州逸曛	• 2017 年 10 月份正式投产，产能为 10 万吨/年
PA	
恒逸锦纶	• 2016 年 10 月投产，产能为 16.5 万吨/年。

资料来源：公司提供

浙江逸盛位于宁波市北仑区，目前拥有四条大型 PTA 生产线，采用美国杜邦公司技术。每条生产线原设计产能均为 53 万吨/年，并先后于 2005 年 9 月和 2006 年 12 月投产，在增加辅助设备后，扩容后每条生产线实际产能均已达到 70 万吨/年，实际生产能力达到 140 万吨/年，2011 年 11 月第三条生产线投产，产能达到 200 万吨/年，2014 年 11 月第四条生产线投产，产能 200 万吨/年。截至 2018 年 3 月底，浙江逸盛年产能达 540 万吨。

逸盛大化于大连市经济技术开发区大孤山半岛，采用“自主设计、自主采购和自主建设”的方式。在引进日立工业设备技术有限公司（Hitachi）与日本泽阳工业公司（AEC）合作开发的 PTA 工艺技术的同时，借鉴逸盛石化专业人员的生产、设计和操作管理经验，共同开发出单套达到目前世界最先进水平的年产 120 万吨 PTA 生产装置。2011 年经过扩建产能增至 225 万吨，2013 年进一步改扩建产能至 525 万吨，2014 年扩建产能至 600 万吨。截至 2018 年 3 月底，逸盛大化年产能达 600 万吨。

海南逸盛现有单套 PTA 生产装置，设计产能 210 万吨/年，于 2015 年投产。截至 2018 年 3 月底，海南逸盛年产能达 210 万吨。

公司生产与销售的聚酯纤维（涤纶）相关产品包括涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵伸丝（FDY）、涤纶短纤、聚酯瓶片及纤维级切片等。

恒逸聚合物位于杭州市萧山区衙前镇，目

前拥有三条聚酯熔体生产线，分别于 2001 年 5 月、2002 年 8 月和 2003 年 10 月开车投产，配套 30 条直纺涤纶长丝（POY、FDY）生产线，年生产能力为 60 万吨。恒逸聚合物根据下游客户的不同需求，分别以 55 万吨直纺涤纶长丝（后接直纺涤纶长丝生产装置，涤纶长丝包括 POY 和 FDY 两种产品）和 5 万吨纤维级切片的形式生产。

恒逸高新位于杭州市萧山区临江工业园，现有两套新型聚酯生产装置，一套年设计产能 40 万吨，配套 16 条差别化、功能型直纺涤纶长丝（POY、FDY）生产线，项目已于 2009 年 11 月投产；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。截至 2018 年 3 月底，恒逸高新聚酯产能达到 150 万吨/年。

公司 2017 年收购三家生产聚酯产品的公司，分别为嘉兴逸鹏化纤有限公司（以下简称“嘉兴逸鹏”）、太仓逸枫化纤有限公司（以下简称“太仓逸枫”）、杭州逸曛化纤有限公司（以下简称“杭州逸曛”），聚酯产能分别为 20 万吨、25 万吨、75 万吨。2018 年 3 月 2 日，恒逸石化发布公告称恒逸石化拟以发行股份的方式购买公司持有的嘉兴逸鹏 100%股权、太仓逸枫 100%股权及富丽达集团控股有限公司和兴惠化纤集团有限公司持有的浙江双兔新材料有限公司 100%股权。

公司 DTY 由浙江恒逸和杭州逸曛进行生产，浙江恒逸加弹生产车间位于杭州市萧山区衙前镇，现有德国巴马格和日本 TMT 等各类加弹机 175 台，年涤纶加弹产能 30 万吨，是目前国内加弹设备最先进、产品规格最齐全、规模最大的涤纶加弹生产企业之一。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 55%，其中功能性、细旦丝等高附加值产品占 20%。公司不断进行产品研发和技术改造，进一步增加高附加值、高技术含量的产品在其产品组合中所占比重。杭州逸曛 2017 年 10 月份正式投产，DTY 产能为 25 万吨/年。

公司 PA 生产实体为子公司恒逸锦纶，主要生产销售锦纶 6 切片。恒逸锦纶位于杭州市萧山区临江工业园区，公司创新集成采用两步法聚合、三级串联萃取、两级并联干燥、解聚全回用等成套关键聚酰胺 6 聚合工艺技术与装备，工艺技术世界领先，具有产品质量高、生产能耗低及污染少等竞争优势。恒逸锦纶依托临江工业园区内恒逸己内酰胺，原料直接从己内酰胺公司管道输送至聚合生产线，降低原料运输成本并保证稳定生产；与己内酰胺公司共用公用工程配套，降低了生产能耗成本。2016 年 9 月，恒逸锦纶聚酰胺 6 聚合项目 A 线一次开车成功，截至 2018 年 3 月底，恒逸锦纶年产能达 16.5 万吨。

表 8　公司化纤板块产品产销情况　（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

产品	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
PTA（逸盛石化）	产能	540.00	540.00	540.00	540.00
	产量	465.88	467.36	491.49	121.02
	产能利用率	86.27	86.55	91.02	89.64
	销量	468.96	465.96	493.28	115.84
	销售均价	4624.00	4600.00	5174.00	5727.00
	产销率	100.66	99.70	100.36	95.72
PET	产能	250.00	140.00	330.00	330.00
	产量	191.38	137.78	194.57	75.48
	产能利用率	76.55	98.41	95.88	91.50
	销量	193.04	138.92	192.97	59.05
	销售均价	6304.00	6128.00	6238.70	7071.82

	产销率	100.87	100.83	99.18	78.23
DTY	产能	30.00	30.00	40.00	40.00
	产量	28.64	27.94	31.92	7.28
	产能利用率	95.45	93.24	98.20	72.76
	销量	28.22	28.92	30.98	7.53
	销售均价	8765.00	8462.00	8598.10	9102.98
	产销率	98.54	103.38	97.08	103.50
PA6	产能	--	16.50	16.5	16.5
	产量	--	2.55	13.11	3.60
	产能利用率	--	61.82	79.47	87.29
	销量	--	2.42	13.08	3.62
	销售均价		12137	14653.46	16050.55
	产销率	--	94.90	99.75	100.62

资料来源：公司提供

注：1.上表中 2018 年 3 月各产品产能利用率按 3 个月产能进行折算；
2.2016 年 10 月，PA6 产品正式投产，2016 年产能利用率数据为按照 2016 年 10~12 月生产折算所得；
3.公司 PET 产能利用率计算时根据实际开工时间进行加权调整；
4.公司生产 1 吨 PET 大约需要 0.86 吨 PTA 和 0.34 吨 MEG，公司生产 PET 所需 PTA 全部自给，PTA 销量中包括用于生产 PET 的自给部分。
5.上表中的 PTA 产能数据为控股公司逸盛石化的数据。

表 9　公司参股公司 PTA 生产情况产销情况　　（单位：万吨/年、万吨）

参股公司	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
逸盛大化	600	483	600	567	600	571.54	600	146.92
海南逸盛	210	203	200	206	210	225.23	210	46.61

资料来源：公司提供

公司 PTA 业务开工率一直保持较高水平，包括行业的低谷周期。2015~2017 年，公司 PTA 产能利用率分别为 86.27%、86.55%和 91.02%，在开工率保持高位的同时，公司 PTA 产销率也保持较高水平，2015~2017 年产销率分别为 100.66%、99.70%及 100.36%；2015~2017 年，公司 PET 产能利用率分别为 76.55%、98.41%和 95.88%，其中 2016 年受公司关停产品效益及开工率较低的子公司上海恒逸聚酯 110 万吨/年 PET 产能影响，公司 PET 产品产能利用率得到大幅提升，但总产量有所下降；2015~2017 年，公司 DTY 产能利用率分别为 95.45%、93.24%和 98.20%，同期 DTY 产销率分别为 98.54%、103.38%和 97.08%；公司 PA6 生产线于 2016 年 10 月投产，2016 年和 2017 年公司 PA6 产能利用率分别为 61.82%和 79.47%。公司 2016 年度开工率较低原因主要是生产线刚开车成功，还需要调试，2017 年公司生产稳定，产能利用率上升明显。2016 年和 2017 年公司 PA6 产销率分别为 94.90%与 99.75%。总体看，公司产品产能利用率和产销率高。

产品销售方面，公司的产品基本在国内市场销售，产品覆盖国内二十多个省份及地区，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。公司同时亦开拓海外市场，目前主要出口产品为 DTY，占其销量的 20%左右，出口国家集中在欧美地区。公司销售强调以客户为本，致力建立积极的机制满足客户的需求，公司销售部门的主要职能包括促销公司产品、争取客户订单、联系客户及收集市场最新需求信息，与客户保持紧密联系，以随时了解客户的需求变化。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），约定一定期间内的采购数量，并以当月末公布的结算价为基准进行结算，收到客户的货款后直接从公司仓库发货。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。PTA 销售价格从 2016 年以来呈现上涨趋势。

公司聚酯纤维产品的主要客户是纺织企业，包括服装面料生产企业、箱包面料生产企业、家庭装饰面料生产企业等，客户基本集中在浙江萧绍地区和上海，邻近江浙纺织产业集群地。公司采用直销方式，与客户直接订立销售合同，结算模式为款到发货或款货两讫，对极少数合作时间长、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，但需在年末结清货款。随着上游 PTA 价格的上涨，公司聚酯纤维产品价格自 2016 年以来呈现上涨趋势。

公司产品在业内品牌优势明显，“恒逸”商标被认定为浙江省著名商标，“恒逸”牌涤纶丝被评为中国名牌产品和中国免检产品。

表 10　近年来公司前五名客户销售情况

（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售额	比重	产品
2015	浙江古纤道新材料股份有限公司	25.56	9.11	PTA
	浙江双兔新材料有限公司	22.92	8.17	PTA
	兴惠化纤集团有限公司	8.06	2.87	PET
	三菱商事（上海）有限公司	6.50	2.32	--
	宁波华星轮胎有限公司	6.24	2.22	--
	合计	**69.28**	**24.69**	--
2016	浙江双兔新材料有限公司	17.96	5.31	PTA
	宁波禾元控股有限公司	12.94	3.82	PTA
	东南新材料（杭州）有限公司	11.98	3.54	PTA
	厦门象屿物流集团有限责任公司	10.55	3.12	PTA
	浙江古纤道绿色纤维有限公司	10.13	3.00	PTA
	合计	**63.56**	**18.79**	--
2017	厦门国贸集团股份有限公司	49.20	6.79	PTA
	万向资源有限公司	31.75	4.38	PTA
	浙江双兔新材料有限公司	27.79	3.83	PTA
	厦门象屿物流集团有限责任公司	26.51	3.66	PTA
	宁波禾元控股有限公司	25.09	3.46	PTA
	合计	**160.35**	**22.12**	--

资料来源：公司提供

公司化纤板块产品下游客户主要为聚酯生产企业、纺织企业等，公司聚酯产品价格 2017 年以来呈上涨趋势。2015~2017 年，公司前五名客户销售额占比分别为 24.69%、18.79%和 22.12%，公司下游客户较为分散且市场需求较大，不存在对少数客户依赖度高的情况。

原料采购

原料采购方面，公司采用招投标方式，公司生产所需的大宗原料包括精对苯二甲酸（PTA）、对二甲苯（PX）、乙二醇（MEG）等，其中 PX 为生产 PTA 所需原料，CPL 为生产 PA6 所需原料，生产 PET 的原料则主要包括 PTA 和 MEG 两种，公司生产所需 PTA 全部自给。公司对原料采购采用统一管理模式，由公司负责统一采购。在辅料方面，由子公司自行采购，下属公司在采购的招投标过程中，统一受到集团招投标委员会在价格、质量和供应商资质等方面的监督。由于公司拥有较为完整的产业链，在生产方面各子公司之间通过每周例会的方式就各环节衔接和运输物流安排达成一致意见。公司进口原料均以美元结算，主要以九十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。

表 11 公司主要原料采购情况　　（单位：万吨、元/吨）

原料	采购状况	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
MEG	采购量	60.03	52.11	66.15	25.66
	采购均价	4945.86	5167.91	6887.54	7553.95
PX	采购量	305.45	310.56	321.93	104.08
	采购均价	5233.26	5435.02	5192.35	6123.21
CPL	采购量	--	2.75	13.11	3.6
	采购均价	--	11490.91	14832.78	16031.78

资料来源：公司提供

公司 PX 全部从外部采购，2016 年以前，公司 PX60%以上需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、埃克森美孚、中国石化、中国石油等，公司与供应商签订长期供应合同，价格参照市场价格（ACP 和 CFR）为基础，协商定价。2016 年，随着宁波中金石化有限公司生产稳定运行，公司优化了 PX 采购结构，开始大量从宁波中金石化有限公司采购 PX，进口依存度下降明显，这不仅降低物流运输成本，而且能保证原料供应稳定。2015~2017 年，公司 PX 采购量分别为 305.45 万吨、310.56 万吨和 321.93 万吨。

公司 PET 生产所需 PTA 全部由子公司恒逸石化自给，MEG 则从公司外部采购，且 55%以上需要进口以满足公司聚酯生产经营。公司 MEG 供应商主要是 SABIC、浙江前程石化股份有限公司、中国石化及日本住友等。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。2015~2017 年，公司 MEG 采购量分别为 60.03 万吨、52.11 万吨和 66.15 万吨，MEG 采购量增加系为扩大生产储备原材料所致。

公司生产 PA6 所需 CPL 全部由参股公司浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司（以下简称“恒逸己内酰胺”）供给，保证了公司原料供应与生产的稳定。公司 PA6 生产线于 2016 年 10 月投产，2016 年及 2017 年，公司 CPL 采购量分别为 2.75 万吨和 13.11 万吨，随着 PA6 产量的增加，CPL 采购量增长较快。

表 12　近年来公司前五名供应商采购情况

（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司前五名供应商采购金额占比分别为 37.50%、50.09%和 26.87%，公司不断降低原材料的海外采购，增加国内采购，2017 年采购集中度有所降低。2017 年公司加大对 PTA 的采购，主要系扩大贸易所致，公司为了获取原料市场信息，及时调整产品市场定价，同时配合生产原料进行库存管理。

安全环保

公司浙江逸盛厂区内有配套污水处理站一座，处理规模为 800t/h(19200t/d)，按年产 106×104 吨 PTA 的废水处理能力设计，污水处理站处理达标的废水由排海管线在海面下-10m 深处排放。该污水站采用厌氧和两段好氧工艺，由预处理系统、厌氧生化系统（UASB）、甲烷回收系统、两级好氧生化处理系统、后处理及排放系统、污泥处理系统、化学药剂及营养投配系统组成。浙江逸盛厂区内废气主要来自：高压吸收塔尾气、常压吸收塔尾气、CTA 贮罐排气、RTO 装置排气、闪蒸结晶排气洗涤塔尾气、干燥机排气洗涤塔尾气、班料仓除尘器尾气、成品料仓除尘器尾气及燃油锅炉及水煤浆锅炉烟道排气。可通过氧化尾气处理，PTA 结晶、闪蒸和干燥尾气处理，PTA 闪蒸结晶尾气处理，CTA 贮罐（料仓）排气处理，PTA 干燥

机尾气处理，班料仓排气处理，成品料仓排气处理，燃油/燃水煤浆锅炉烟气处理。厂区内固废设专门的储存间，残渣用尼龙编织袋存装，每 3 天集中装运，生活垃圾设垃圾收集点，由环卫部门统一清运。

公司聚酯工艺废水经过收集后进入工艺废水贮槽，之后进入热交换器与汽提后废水热交换，然后进入汽提塔汽提，汽提出来的乙二醇及乙醛废气进入缓冲汽柜，之后进入热媒炉焚烧，汽提后的酯化废水 COD 值从 20000~30000mg/L 减低至 6000mg/L 左右，进入厂区污水综合预处理站预处理。经工艺汽提塔预处理处理后聚酯高浓度废水、滤芯清洗废水及纺丝车间的油剂废水、清洗废水等首先进入隔油池，再进入中和调节池，经 PH 调整后进入预酸化池处理，预酸化池出水再经 PH 调整后提升进入厌氧反应系统进行厌氧处理；厌氧反应系统的废水循环采用厌氧循环泵，以保证厌氧反应在合适和恒定的温度下进行；厌氧池出水进入综合调节池，和厂区内的低浓度废水混合后进接触氧化池(设 2 个接触氧化池和 1 个兼氧池)，然后再经气浮池处理，气浮处理后约 25%的废水纳管进入萧山东片大型污水处理厂处理，其余 75%废水再经活性炭滤池处理后进入中水回用系统。

安全生产方面，成立安全生产管理小组，负责安全生产工作，并设专门人员负责安全生产监督检查，通过制定系统及有效的管理组织网络，明确了各相关部门的直接责任人，为落实安全生产工作实现了组织和制度保证。截至目前，公司无重大安全生产事故及环保事件的情况。

3. 贸易业务

公司贸易业务的运营主体为子公司宁波恒逸贸易有限公司和宁波恒逸实业有限公司，公司依托内部 PTA-聚酯产业所形成的渠道和规模优势，开展 PX、MEG 等原料贸易和自身生产的 PET 贸易，2017 年 PTA 贸易收入合并计入 PTA 板块收入。

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。

公司开展 PX、MEG 原料贸易和 PTA、PET 贸易主要基于公司对原料、辅料、燃料等大宗商品的需求不断扩大，价格波动幅度大，库存管理难度高，通过贸易获取原料市场信息，了解原料贸易流向，掌握市场定价权。贸易板块对于公司而言主要还是起到参与市场、了解市场价格情况、提高库存管理等作用，并不只是以盈利为目的，近几年来原材料及自身产品价格波动较大，导致一部分亏损，但在积累了多年经验后已实现盈利，未来随着对市场的经验和了解，石化贸易业务板块的盈利能力也会逐步体现。

4. 经营效率

从经营效率来看，2015~2017 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所增长，三年均值分别为 15.55 次和 1.27 次，其中 2017 年分别为 21.52 次和 1.63 次；存货周转次数持续增长，三年均值为 24.05 次，其中 2017 年为 30.19 次。总体看，公司整体经营效率较高。

5. 在建项目及未来发展

在建项目

从在建项目情况看，目前公司主要在建项目为“中国浙江恒逸（文莱）PMB 石油化工项

目”（以下简称“文莱 PMB 项目”），文莱 PMB 项目计划总投资额为 34.45 亿美元，其中 30%为资本金，70%通过企业借款解决。项目资本金 10 亿美元，按照持股比例，公司持股 70%，文莱方持股 30%，公司应出资 7 亿美元，文莱政府出资 3 亿美元。双方根据项目建设资金需求，按股权比例逐步增资。2016 年 9 月恒逸石化已通过非公开发行募集资金 38 亿元人民币，约合 6 亿美元，剩余 1 亿美元公司拟用自有资金解决。

企业借款部分，合计 24.45 亿美元，其中 17.5 亿美元主要由国开行为首提供银团贷款解决， 2017 年 11 月上市公司恒逸石化已出具公告，主要内容为国家开发银行和中国进出口银行联合牵头的银团（以下简称“银团”）拟向公司控股子公司恒逸实业（文莱）有限公司（以下简称“恒逸文莱”）提供 17.5 亿美元或等值境外人民币的项目贷款，贷款期限为 12 年（含 3 年宽限期）。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，目前已签署贷款合同。预计 2018 年 8 月落实提款，现国开行另给予了 2 亿美金的建设期短贷给公司。剩余的项目融资：其中 15 亿元人民币通过发行企业债筹集，国家发改委已完成审批，2017 年 8 月已完成 5 亿元发行，剩余 10 亿元计划于 2018 年三季度完成发行；剩余 5 亿美元首先考虑伊斯兰金融及文莱本地银行，其次丝路基金及其他金融机构，其间文莱股东跟进并协助尽快落实本地金融机构的贷款条件。

截至 2018 年 3 月底文莱 PMB 项目已投资 11.51 亿美元，公司计划于 2018 年 3~12 月、2019 年和 2020 年分别投资 12.28 亿美元、7.22 亿美元和 3.44 亿美元，2020 年资金主要用于支付设备安装的质保金。

表 13 截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目概况 （单位：亿美元）

项目名称	主要建设内容	建设年限	规划总投	截至 2018 年 3 月累计投资	未来投资计划		
					2018 年 3~12 月	2019 年	2020 年
中国浙江恒逸（文莱）PMB 石油化工项目	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：码头、罐区、电站（4×380 吨/小时）、海水淡化（5 万立方米/天）等。	2016 年~2019 年	34.45	11.51	12.28	7.22	3.44

资料来源：公司提供

文莱 PMB 石油化工项目位于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛，占地 260 公顷，建设 800 万吨/年常减压装置，以及相应的原油、成品油码头、电站等配套工程。项目达成后，预计年产 PX 150 万吨，苯 50 万吨，化工轻油、汽油煤油共计 600 万吨，项目预计 2018 年底完工，2019 年一季度投产。项目建成后所需原料 300 万吨/年轻质原油由文莱当地供应；200 万吨/年原油和 300 万吨/年凝析油从卡塔尔等国进口。所生产产品 150 万吨/年 PX 和 50 万吨/年苯销往中国，供应给恒逸石化所拥有的石化产业链下游产业；欧规 IV 汽油、柴油各 40 万吨/年、20 万吨/年航煤油供应文莱国内；150 万吨/年轻石脑油、80 万吨/年航煤油、110 万吨/年柴油销往国际市场。

截至 2018 年 3 月底，项目审批方面已获得中国和文莱政府全部审批文件。政策支持方面，公司可以申请享受 11 年免征企业所得税的优惠，同时文莱无增值税和个人所得税，作为中国-东盟自由贸易区成员国与区内企业的贸易往来免征进口关税，公司也在继续申请税收优惠。项目建设方面，2014 年 1 月 27 日签署了《土地租赁协议》、2014 年 2 月 25 日签订了《合资协议》和《股份认购协议》、2017 年 3 月 27 日正式签署关于恒逸文莱 PMB（大摩拉岛）石油化工项目的实施协议，另外还签署了包括原油供应协议在内的与项目建设运营相关的协议。截至 2018 年 3 月项目总进度达到 55%，项目采购完成 84%，项目设计进度完成 95%，预计 2018 年底完工，2019 年一季度投产。

表 14　文莱 PMB 项目审核情况

文件	名称	文号	审核单位	印发时间
项目核准	《关于浙江恒逸石化有限公司在文莱投资建设年加工 800 万吨原油的石化项目核准的批复》	发改外资[2013]275 号	国家发改委	2013 年 2 月 17 日
	《浙江恒逸石化有限公司在文莱投资建设年加工 800 万吨原油的石化项目备案变更》	发改办外资备[2016]316 号		2016 年 7 月 11 日
项目核准	《关于同意浙江恒逸石化有限公司向香港天逸国际控股有限公司增资的批复》	商合批[2013]514 号	商务部	2013 年 6 月 7 日
境外投资登记	外汇管理局备案查询	外汇管理局备案查询	国家外汇管理局萧山支局完成业务登记	2013 年 7 月 16 日
项目审批	Letter of Approval for Zhejiang Hengyi's Oil Refinery and Aromatics Cracker Project in Brunei Darussalam	--	文莱苏丹	2011 年 6 月 30 日
环评批复	Re: Final Environmental Impact Assesssment Report for Proposed Hengyi Petrochemical Plant on Pulau Muara Besar, Brunei Darussalam	--	文莱 Department of Environment, Parks and Recreation	2013 年 3 月 25 日

资料来源：公司提供

文莱 PMB 项目的建设符合国家实施“走出去”战略，获取国外能源资源，解决国内资源不足，减轻国内环保和能耗压力。从公司角度来看，有利于公司打通石化、化纤产业链，解决原料保障的瓶颈，提升公司现有产业的综合竞争力和盈利能力。同时，项目建设大部分资金来自于外部融资，公司债务负担或将有所加重。

未来发展

未来，公司将继续巩固、提升和优化核心业务的行业竞争力，做大、做强石化化纤产业链；深度挖掘行业发展机遇，不断提升企业的综合竞争力；持续推进石化化纤产业链延伸，形成石化产业一体化格局，建设成为国际一流、国内领先的石化企业。一方面，公司将继续打造并完善 PTA-聚酯和 CPL-锦纶双产业链模式，进一步优化上下游的产能结构，协调一体化产业布局，积极运用资本市场，创新投融资方式、集约化发展，降低集团经营风险和负债；另一方面，公司将努力抓住国家供给侧改革战略的机遇期，积极推动大规模装置技术的应用，实施国产化装备制造的升级工程，持续推动企业节能减排技术的研发，引领行业创新发展；同时，公司的战略重点是文莱炼化一体化项目，借助“一带一路”和“国际产能合作”的战略机遇，抢抓投资低成本的有利时机，加快推进项目建设，利用文莱丰富的油气资源，引进国际化、专业化人才，生产集团产业急需高附加值的石化产品，突破原材料瓶颈，实现产业链一体化战略布局，提高整体盈利能力和风险抵御能力。

最后，公司将充分利用核心业务，在产业配套服务方面挖掘潜力，寻找新的增长点，将互联网+、智能制造、产业大数据等作为投资项目和盈利突破点。在主业的配套服务上，利用互联网思维，以客户为导向，改造生产环节，打造智能制造、智能工厂，融合电子商务平台和供应链平台，实现供应链管理。在供应链互联网化的基础上，逐步实现产业链协同。在产业大数据上，集团通过多方合作，多维数据叠加，构建化纤行业大数据平台，深度挖掘数据，实现生产经营、客户等数据多维度对比分析与实时展示，提高经营决策效率。

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了2017年财务报告，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年1~3月财务数据未经审计。

2017年公司合并范围包括42家子公司，较

上年度增加14家，减少1家，新纳入合并范围的子公司均为新设，减少的子公司为公司处置的天津恒融达科技有限公司。截至2018年3月，公司合并范围包含42家子公司。引起公司合并范围变化的子公司规模均较小，对财务数据影响不大，近三年，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 508.07 亿元，所有者权益 198.72 亿元（含少数股东权益 116.75 亿元）；2017 年公司实现营业收入 725.14 亿元，利润总额 16.02 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 560.04 亿元，所有者权益 202.39 亿元（含少数股东权益 122.90 亿元）；2018 年 1~3 月实现营业收入 185.55 亿元，利润总额 8.86 亿元。

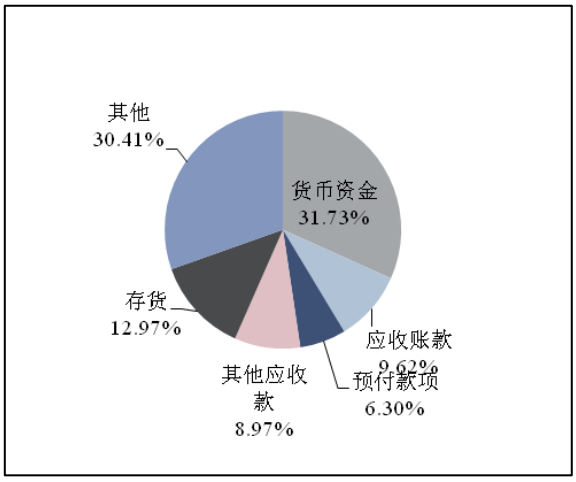
2．资产质量

2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长20.21%，截至2017年底，公司资产总额为508.07亿元，同比增长33.85%，其中流动资产占37.25%，非流动资产占62.75%，以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产不断增长，年均复合增长11.64%。截至2017年底，公司流动资产合计189.25亿元，同比增长12.27%，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%）等构成。

图3　截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金波动增长，年均复合增长20.91%。截至2017年底，公司货币资金60.05亿元，同比下降2.27%，其中现金85.58万元、银行存款46.85亿元、其他货币资金13.19亿元，其他货币资金主要为各类保证金。

2015~2017年，公司应收票据波动幅度较大，年均复合下降2.85%。截至2017年底，公司应收票据24.96亿元，同比增长60.29%，商业承兑汇票及银行承兑汇票规模均有所增长，期末公司银行承兑汇票余额为10.16亿元、商业承兑汇票余额为9.00亿元、国内信用证余额为5.80亿元，已质押的应收票据0.30亿元。

2015~2017年，公司应收账款波动增长，年均复合增长40.54%。截至2017年底，公司应收账款账面价值为18.21亿元，同比增长110.24%，主要系贸易规模扩大、出口增加，信用证结算增加所致，期末共计提坏账准备48.57万元，期末公司按账龄分析计提坏账准备的应收账款余额为12.28亿元，基本上在1年以内。期末公司按欠款方归集的前五名应收账款余额为10.38亿元，占比达56.99%，集中度较高。

2015~2017年，公司预付款项快速下降，年均复合下降30.47%。截至2017年底，公司预付款项11.92亿元，同比下降35.33%，主要系公司近年来不断降低对海外采购的依存度，增加国内现款采购，预付款项持续下降。期末预付款项按账龄列示，1年以内的占99.83%、1~2年的占0.05%、2~3年的占0.07%、3年以上的占0.05%。按预付对象归集的期末余额前五名预付占款汇总金额为6.73亿元，占比达56.42%，集中度较高。

2015~2017 年，公司其他应收款不断下降，年均复合下降 12.25%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 16.97 亿元，同比下降 3.12%，主要系往来款，共计提坏账准备 0.58 亿元。期末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 9.76 亿元，其中 1 年以内的为 8.68 亿元、1~2 年的为 0.24 亿元、2~3 年的为 0.56 亿元、3 年以上的为 0.28 亿元。按欠款方

归集的期末余额前五名的其他应收款全部为往来款，账面余额合计 10.33 亿元，占总账面余额的 58.61%，集中度较高。

2015~2017年，公司存货快速增长，年均复合增长25.82%。截至2017年底，公司存货账面价值24.54亿元，同比增长13.13%，增长主要来自在途物资和库存商品。期末公司存货主要包括在途物资1.59亿元、原材料16.17亿元、库存商品6.02亿元和在产品0.76亿元。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长63.55%，主要系2016年留抵进项税规模增长及2017年公司投资理财产品规模增长所致。截至2017年底，公司其他流动资产26.35亿元，同比增长97.58%，其中委托贷款本金及利息共9.44亿元、留抵进项税5.10亿元、理财产品11.55亿元。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长26.34%。截至2017年底，公司非流动资产318.82亿元，同比增长51.09%，以固定资产（占31.34%）、长期股权投资（占28.61%）、在建工程（占16.44%）和可供出售金融资产（占7.12%）为主。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长334.97%，主要系2016年公司对天弘创新资产管理有限公司投资10亿元及2017年公司对浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资20亿元所致。截至2017年底，公司可供出售金融资产22.70亿元，同比增加102.90%。

2015~2017年，公司长期股权投资不断增长，年均复合增长14.98%。截至2017年底，公司长期股权投资91.22亿元，同比增长19.68%，2017年，公司对浙江逸盛新材料有限公司、海南逸盛石化有限公司和杭州逸星投资合伙企业（有限合伙）分别追加投资1.50亿元、3.75亿元和3.40亿元，另外公司对浙商银行股份有限公司确认权益法下的投资收益7.13亿元。

2015~2017年，公司固定资产年均复合增长1.38%。截至2017年底，公司固定资产账面价值为99.91元，同比增长16.25%，2017年公司其机器设备账面原值增加19.13亿元，其中由在建工程转入17.61亿元。期末公司固定资产主要包括房屋及建筑物13.70亿元、构筑物7.35亿元、机器设备77.99亿元等。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长114.62%。截至2017年底，公司在建工程52.42亿元，同比增长209.71%，其中文莱PMB项目由2016年底的14.53亿元增至36.49亿元，高新扩产技改项目由2016年底的46.87万元增至8.89亿元，另外公司新增部分在建项目，主要为高新小聚酯项目1.07亿元及杭州逸曙生产线项目3.39亿元。当年重要工程转入固定资产的金额为13.11亿元。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限的资产合计80.66亿元，其中货币资金12.57亿元，主要为保证金；应收票据0.30亿元，主要系质押开立承兑汇票；固定资产、无形资产分别为53.93亿元、0.71亿元，均用于抵押借款；长期股权投资13.15亿元，用于股权质押回购借款，公司资产受限规模较高。

截至2018年3月底，公司资产总额560.04亿元，较2017年底增长10.23%，主要来自存货、在建工程和固定资产的增长。其中，公司流动资产占36.47%，非流动资产占63.53%。

总体看，近年公司资产规模快速增长；资产构成上，以非流动资产为主，资产受限规模较高，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长43.47%，主要来自少数股东权益的增长，少数股东权益增长主要系公司较多经营实体纳入上市子公司恒逸石化所致。截至2017年底，公司所有者权益198.72亿元（其中少数股东权益116.75亿元），同比增长36.60%。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占

0.63%，资本公积占30.68%、未分配利润占69.06%，资本公积同比增长系公司发行的“16恒逸01”可交债投资者换股所致。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计202.39亿元（含少数股东权益122.90亿元），较2017年底增长1.85%。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占0.65%、资本公积占27.99%、盈余公积占1.66%、未分配利润占73.79%。

总体看，公司所有者权益中实收资本小，少数股东权益占比较高，归属于母公司的所有者权益以未分配利润为主，公司所有者权益稳定性弱。

负债

2015~2017年，公司负债总额波动中有所增长，年均复合增长10.13%。截至2017年底，公司负债合计309.35亿元，其中流动负债占比85.32%，非流动负债占比14.68%。

2015~2017年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长5.81%。截至2017年底，公司流动负债263.93亿元，同比增长36.16%，主要来自短期借款、应付账款和其他流动负债的增长；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。

2015~2017年，公司短期借款波动幅度较大，年均复合下降1.82%，截至2017年底，公司短期借款为115.40亿元，同比增长31.29%，主要系公司新增聚酯产能以及经营规模扩大导致资金需求量增加；公司短期借款包括质押借款8.67亿元、抵押借款44.21亿元、保证借款61.22亿元、信用借款1.31亿元。

2015~2017年，公司应付票据波动幅度较大，三年分别为25.73亿元、31.33亿元和26.73亿元。截至2017年底，公司应付票据包括银行承兑汇票21.67亿元和国内信用证5.06亿元。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长47.65%，截至2017年底为31.92亿元，同比增长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。按账龄划分，截至2017年底，公司应付账款中，1年以内的为31.37亿元、1~2年的为0.38亿元、2~3年的为807.38万元、3年以上的为835.04万元。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长54.22%，主要系股权激励回购款项增加。截至2017年底，公司其他应付款3.21亿元，同比增长10.29%。期末按账龄划分，公司其他应付款中，账龄1年以内的为2.46亿元、1~2年的为0.17亿元、2~3年的为0.37亿元、3年以上的为0.21亿元。

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2017年底，公司其他流动负债67.00亿元，同比下降103.65%，主要来自短期融资券及股权质押回购借款的增长。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长53.42%，主要系2016年应付债券增长所致。截至2017年底，公司非流动负债45.42亿元，同比增长12.76%，公司非流动负债主要由长期借款（占23.80%）、应付债券（占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10.81亿元，同比增长103.91%，主要系公司改扩建项目增加，项目贷款新增较大，考虑一年内到期的长期借款，公司长期借款中抵押借款为1.96亿元、保证借款为10.20亿元、信用借款为993.97万元。

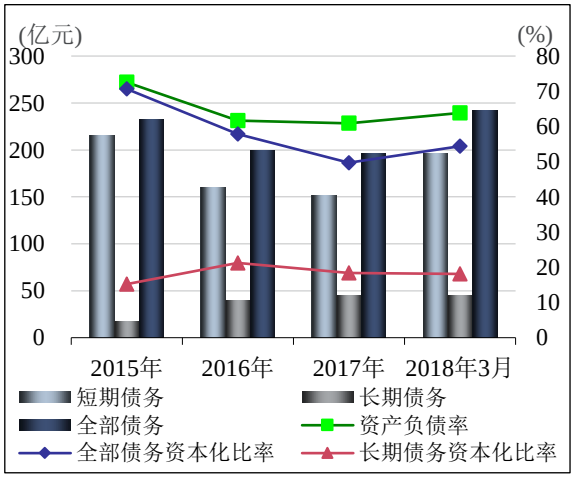
2015~2017年，公司应付债券波动增长。三年分别为12.00亿元、32.64亿元和17.35亿元，截至2017年底，公司应付债券包括面值7.00亿元的“16恒逸MTN001”、面值5.00亿元的“17恒逸MTN001”、面值5.00亿元的公司债和面值0.40亿元的可交换债。

2015~2017年，公司长期应付款快速增长，分别为22.86万元、1.27亿元和16.49亿元，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、杭州逸暻

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。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务持续下降，年均复合下降 8.07%，截至 2017 年底，公司全部债务 196.35 亿元，同比下降 1.53%。从债务结构看，截至 2017 年底，短期债务占 77.26%。债务指标方面，2015 年~2017 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率不断下降，三年加权平均值分别为 63.45%和 56.32%，公司长期债务资本化比率波动上升，三年加权平均值为 18.59%。截至 2017 年底，上述三项指标分别为 60.89%、49.70%和 18.35%。总体看，公司债务负担有所减轻，但短期债务占比仍偏高。

图 4　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年3月底，公司负债总额合计357.65亿元，较2017年底增长15.61%，主要来自短期借款、应付票据、其他流动负债和应付债券的增长。从负债结构来看，流动负债占86.81%、非流动负债占13.19%。截至2018年3月底，公司全部债务为241.56亿元，较上年底增长23.03%，其中短期债务占81.43%，长期债务占18.57%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别增长至63.86%和54.41%，长期债务资本化比率小幅下降至18.14%。

总体看，近年来，公司负债以流动负债为主，短期债务占比偏高，公司短期偿债压力较大。

4．盈利能力

2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长52.75%。2017年公司实现营业收入725.14亿元，同比增长114.38%，主要系行业复苏导致的产品销量和价格上涨以及贸易业务的扩大所致。近三年，公司营业成本亦快速增长，年均复合增长52.84%，2017年公司营业成本697.93亿元，同比增长113.56%。

2015~2017年，公司营业利润率波动下降，近三年分别为3.65%、3.22%和3.62%，主营业务盈利能力有所提升，但指标变现较弱。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动下降，年均复合下降4.62%，期间费用占营业收入比重分别为6.25%、4.46%和2.44%，2017年，公司发生期间费用17.68亿元，同比下降17.17%，公司对期间费用控制能力有所提高。

非经常性损益方面，2015~2017年，公司公允价值变动收益规模较小，三年分别为0.29亿元、0.65亿元和-1.27亿元；同期，公司投资收益规模较大，近三年分别为9.48亿元、8.44亿元和9.57亿元，主要为公司投资浙商银行确认的投资收益；公司营业外收入波动较大，三年分别为0.64亿元、2.37亿元和0.21亿元，总体上，非经常性损益对公司利润水平影响较大。

2015~2017年，公司利润总额逐年大幅增长，三年分别为1.79亿元、7.07亿元和16.02亿元。

盈利指标方面，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈持续增长趋势，加权平均值分别为5.11%和5.22%；2017年上述指标分别6.34%和7.50%。

2018年1~3月，公司实现营业收入185.55亿元，为2017年全年的25.59%，营业成本为176.37亿元，营业利润率为4.84%；同期，公司利润总额为8.86亿元。

总体看，受益于行业景气度的持续回暖，公司经营状况有所改善，但主业盈利能力较弱，投资收益对利润总额影响较大。

5. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长，三年分别为364.21亿元、443.27亿元和758.81亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；2016年，公司收到其他与经营活动有关的现金55.43亿元，较2015年增加43.35亿元，主要系收到的往来款大幅增长所致；同期公司经营活动现金流出分别为362.28亿元、406.12亿元和750.57亿元，呈快速增长趋势，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；2016年，公司支付其他与经营活动有关的现金47.31亿元，较2015年增加37.46亿元，主要系支付的往来款大幅增长所致；同期，公司经营活动现金流量净额波动增长，分别为1.93亿元、37.14亿元和8.25亿元，从收入实现质量来看，近三年，公司的现金收入比分别为112.92%、113.85%和102.60%，公司收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量持续大幅增长，分别为16.57亿元、19.38亿元和40.68亿元，主要为收回投资及取得投资收益收回的现金；同时，公司投资活动现金流出量快速增长，三年分别为26.40亿元、35.21亿元和152.21亿元，2017年公司购建固定资产、无形资产支付的现金及投资支付的现金分别为84.72亿元和55.02亿元，同比均大幅增长，主要系文莱项目的资本支出。2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-9.83亿元、-15.83亿元和-111.53亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动增长，分别为269.01亿元、256.23亿元和305.79亿元，公司主要筹资方式为银行借款和发行债券；同期，公司筹资活动现金流出量不断下降，三年分别为263.65亿元、257.41亿元和203.21亿元，主要为偿还债务支付的现金。近三年，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，公司经营活动现金流量净额为1.71亿元，投资活动现金流量净额为-37.26亿元；筹资活动现金流量净额为23.14亿元。

总体来看，随着公司在建项目投资增速，公司投资活动现金净流出量大幅攀升，同时公司对外融资需求加大，筹资活动现金流入量大幅增长，未来公司或面临一定的资金流出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017年公司流动比率波动增长，近三年加权平均值为74.83%，2017年底为71.71%，2018年3月底为65.79%；同期，公司速动比率波动增长，近三年加权平均值为65.50%，2017年底为62.41%，2018年3月底为53.03%；公司经营现金流动负债比率近三年分别为0.82%、19.16%和3.12%，波动幅度较大。总体看，公司短期偿债能力指标较弱，主要系短期借款增长较快，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为21.04亿元、25.22亿元和35.35亿元；同期，全部债务/EBITDA近三年分别为11.04倍、7.91倍和5.55倍；公司EBITDA利息倍数持续增长，近三年分别为2.26倍、2.80倍和3.41倍。公司长期偿债能力指标尚可。

总体看，综合考虑公司在石化化纤行业市场地位显著以及行业回暖，且公司持有恒逸石化及浙商银行股权等流动性较好的资产，可用于质押融资，能够在一定程度上增强公司偿债能力。

截至2018年3月底，公司对外担保金额为22.10亿元，对外担保比率为10.92%。

表15 公司对外担保情况 （单位：万元）

被担保方	金额
浙江荣盛控股集团有限公司	45000
兴惠化纤集团有限公司	31900
浙江金洋控股集团有限公司	7500
杭州萧山合和纺织有限公司	3670
浙江城建集团股份有限公司	9000
浙江东南网架集团有限公司	72850

杭州际红贸易有限公司	18475
杭州聚唯食品有限公司	400
杭州晨昊纺织整理有限公司	2585
昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	29640
合计	**221020**

公司被担保方多数为杭州萧山地区大型企业，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占对外担保金额近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反担保，每年签订一个总的互保金额。整体看，在经济下行情况下，公司存在一定或有负债风险。

截至2018年3月底，公司合并口径共获各家银行授信总额318.65亿元，尚未使用额度130.32亿元，间接融资渠道较畅通；同时，公司下属子公司恒逸石化是深圳证券交易所上市公司，具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1033010900176130J），截至2018年6月28日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷信息记录中，存在5笔关注类贷款和4笔垫款记录，根据中国农业银行股份有限公司出具的说明，以上不良记录主要系银行系统原因导致。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

9. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司资产总额合计168.53亿元，其中流动资产58.18亿元，非流动资产110.36亿元。

截至2017年底，母公司流动资产主要包括应收票据9.00亿元、其他应收款26.63亿元和划分为持有待售的资产7.19亿元。母公司非流动资产主要包括可供出售金融资产22.50亿元和长期股权投资83.21亿元。

2017年，母公司实现营业收入28.77亿元，实现投资净收益17.47亿元，利润总额9.67亿元。

2017年，母公司经营活动现金流入量为35.21亿元，经营活动现金流出量为37.49亿元，经营活动产生的现金流量净额为-2.28亿元。截至2018年3月底，母公司现金及现金等价物余额为3.29亿元。

整体上看，公司大规模现金集中于上市公司，母公司现金等价物占比较小，资金规模有限。

十、存续债券偿还能力

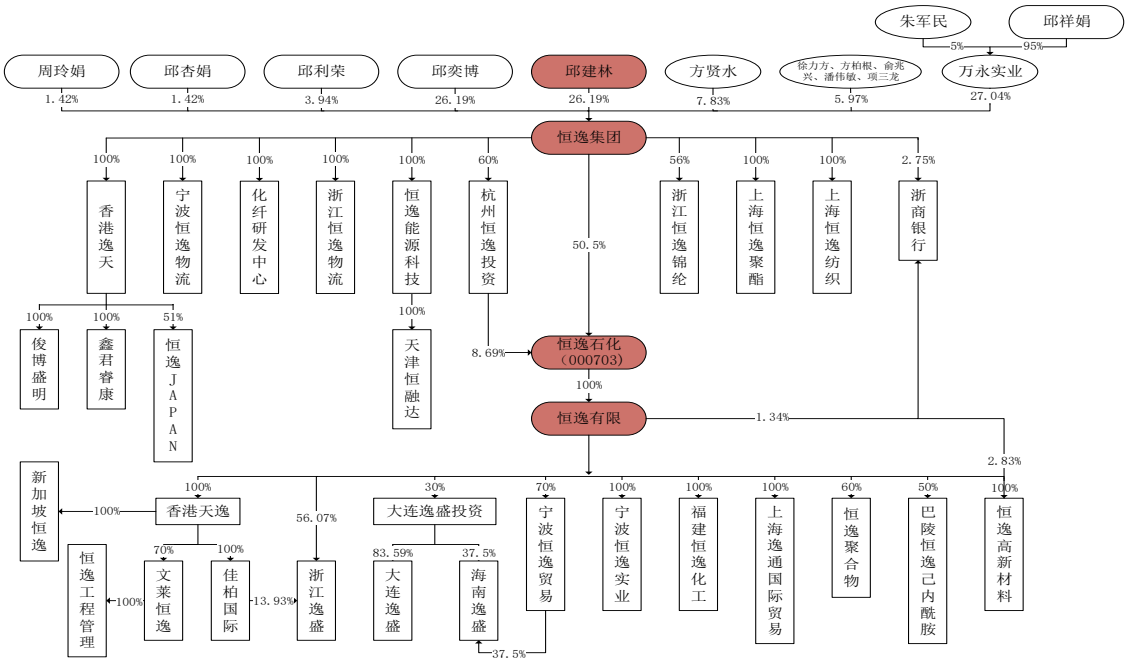
“18恒逸MTN002”当前余额分别为5亿元，2017年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为758.81亿元、8.25亿元和35.35亿元，分别为存续中期票据余额的151.76倍、1.65倍和7.07倍，

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续中期票据保障能力较强。

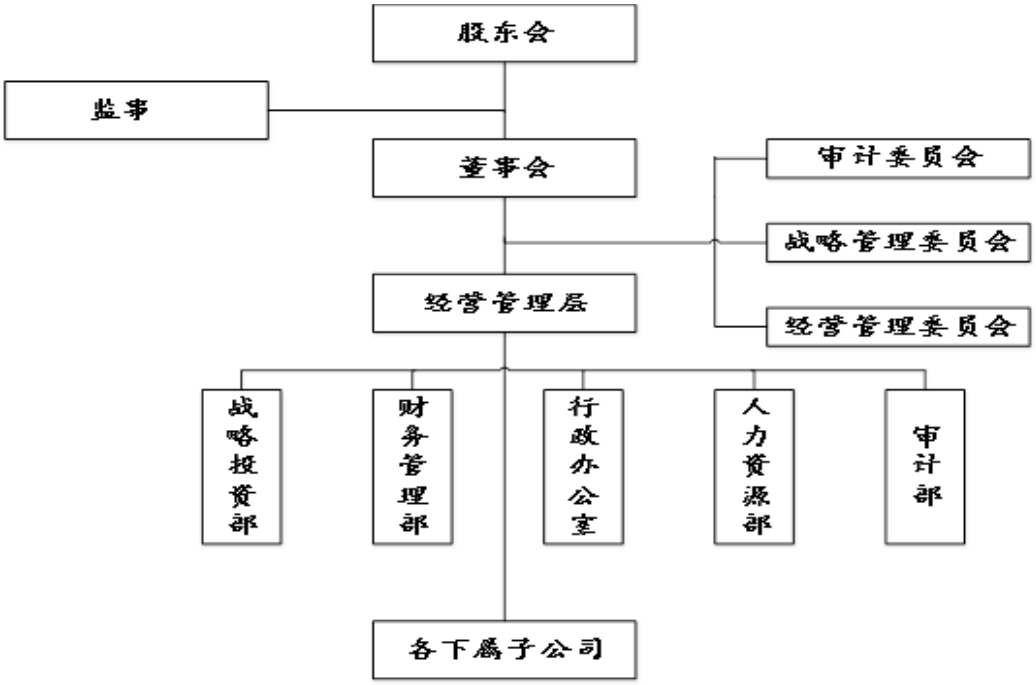
十一、 结论

综合评估，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望由正面调整为稳定，将“18 恒逸 MTN002”的信用等级由 AA 调整为 AA^+。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.76	77.57	85.18	74.42
资产总额(亿元)	351.58	379.59	508.07	560.04
所有者权益(亿元)	96.55	145.47	198.72	202.39
短期债务(亿元)	215.02	160.18	151.69	196.71
长期债务(亿元)	17.33	39.21	44.65	44.85
全部债务(亿元)	232.35	199.39	196.35	241.56
营业收入(亿元)	310.77	338.26	725.14	185.55
利润总额(亿元)	1.79	7.07	16.02	8.86
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.01	11.29	21.52	--
存货周转次数(次)	18.44	17.57	30.19	--
总资产周转次数(次)	0.87	0.93	1.63	--
现金收入比(%)	112.92	113.85	102.60	114.46
营业利润率(%)	3.65	3.22	3.62	4.84
总资本收益率(%)	3.17	4.36	6.34	--
净资产收益率(%)	1.15	4.16	7.50	--
长期债务资本化比率(%)	15.22	21.23	18.35	18.14
全部债务资本化比率(%)	70.64	57.82	49.70	54.41
资产负债率(%)	72.54	61.68	60.89	63.86
流动比率(%)	64.42	86.97	71.71	65.79
速动比率(%)	57.84	75.77	62.41	53.03
经营现金流动负债比(%)	0.82	19.16	3.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.26	2.80	3.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.04	7.91	5.55	--

注：1.2018 年 1~3 月财务报表未经审计；2.已将其他流动负债中的短期融资券及长期应付款中的融资租赁款分别计入短期和长期债务核算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变