跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1618 号

浙江恒逸集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“18 恒集 01”“18 恒集 02”“18 恒集 03”“18 恒集 04”“19 恒集 01”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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
公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18恒集01	3.8亿元	2+1年	AA+	AA+	2019.6.19
18恒集02	5.0亿元	2+1年	AA+	AA+	2019.6.19
18恒集03	1.0亿元	2+1年	AA+	AA+	2019.6.19
18恒集04	6.6亿元	2+1年	AA+	AA+	2019.6.19
19恒集01	3.6亿元	2+1年	AA+	AA+	2019.10.17

跟踪评级时间：2020年6月19日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	507.92	775.86	1,047.53	1,124.79
所有者权益（亿元）	198.57	236.93	314.64	323.18
长期债务（亿元）	44.65	197.14	231.38	252.63
全部债务（亿元）	262.46	467.39	615.88	709.16
营业收入（亿元）	725.14	940.56	869.49	202.28
净利润（亿元）	13.87	16.31	38.57	6.60
EBITDA（亿元）	34.07	46.04	81.00	--
经营性净现金流（亿元）	8.25	23.55	1.92	7.21
营业利润率（%）	3.62	3.59	6.33	8.06
净资产收益率（%）	8.06	7.49	13.98	--
资产负债率（%）	60.90	69.46	69.96	71.27
全部债务资本化比率（%）	56.93	66.36	66.19	68.69
流动比率（倍）	0.72	0.66	0.74	0.77
EBITDA全部债务比（倍）	0.13	0.10	0.13	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.35	2.66	3.78	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.70	2.30	4.05	--

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. 其他流动负债中有息债务已计入短期债务；长期应付款中有息债务计入长期债务；4. 2020年一季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）的PTA－聚酯产能位于全球前列，仍处于石化化纤行业龙头地位，随着文莱PMB项目达产，公司形成炼化一体化产业布局。2019年，随着聚酯产能的释放，公司化工板块收入和利润持续增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到化纤行业竞争激烈、经营扩张使得公司债务负担加重且债务结构不佳、受限资产规模较大以及所有者权益稳定性较差等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司产业布局的不断完善，所投项目逐步达产，公司整体抗风险能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“18恒集01”“18恒集02”“18恒集03”“18恒集04”“19恒集01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．行业地位稳固。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，行业知名度高。

2．产业链一体化布局。公司文莱PMB项目已于2019年11月投产，公司打通石化上下游产业链，形成炼化一体化产业布局。

3．公司化工板块收入和利润继续提升。2019年，随着聚酯产能的提升和释放，公司化工板块收入和利润继续增长。

关注

1．行业未来竞争激烈。随着化纤行业落后产能的退出，行业集中度将明显提升；近年来，行业龙头企业加快布局产业链一体化进程，行业未来竞争激烈。

2．公司短期偿债压力大，对外担保规模大。

2019 年，随着公司项目的持续投入，公司债务规模快速增加；且公司短期债务占比很高，短期偿债压力大。公司所投项目回报周期较长，未来融资环境以及国内外经营环境的变动或将对公司流动性带来冲击。此外，公司对外担保金额大，面临一定的或有负债风险。

3．所有者权益稳定性较差。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，考虑到公司持续经营及后续再融资需求，公司所有者权益稳定性有待提高。

4．文莱项目面临一定不确定性。公司文莱 PMB 石油化工项目投资规模较大，由于不同国家经济政策环境不同，且海外项目在跨国管理、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

任贵永　　登记编号（R0040215070002）
樊　思　　登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

联合信用评级有限公司

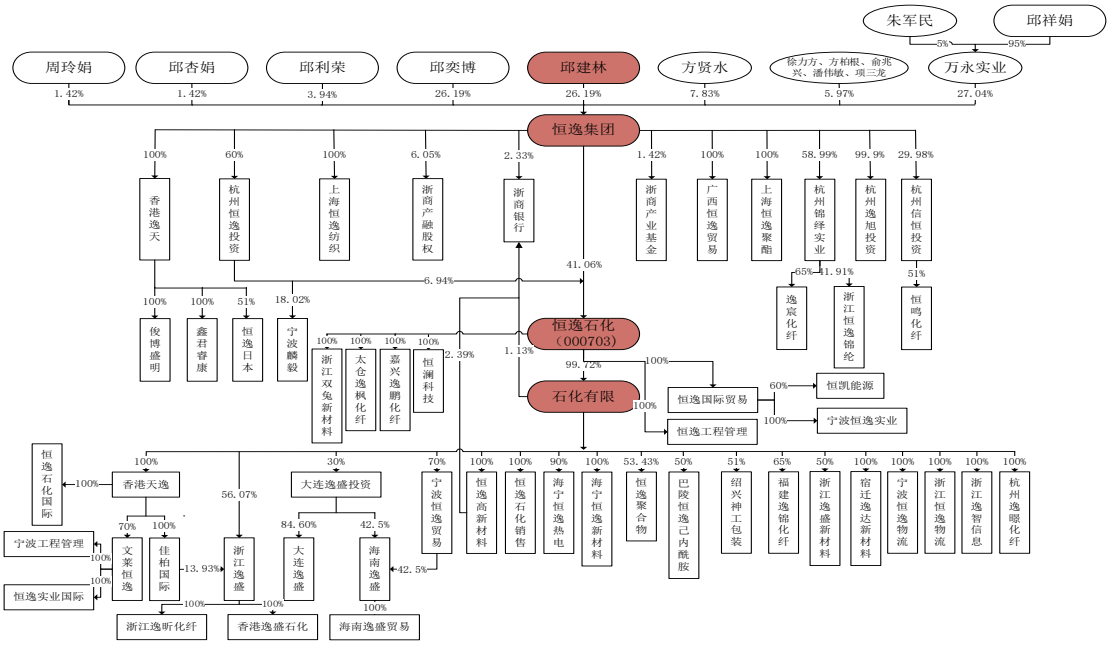
一、主体概况

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”或“恒逸集团”）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”），由此实现主营业务整体上市，成立恒逸石化（股票代码“000703.SZ”）。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 5,180.00 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。

截至 2020 年 5 月 8 日，恒逸集团以及一致行动人共持有恒逸石化股份 48.00%；累计被质押 8.69 亿股，占所持股份总数的 63.72%，其中 6.71 亿股用于国家开发银行向文莱项目银团贷款的股权质押，该质押不补仓不平仓。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2020 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），纳入合并范围内子公司 53 个；公司在职员工 16,557 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,047.53 亿元，负债合计 732.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 314.64 亿元，归属于母公司的所有者权益 113.48 亿元。2019 年，公司实现营业收入 869.49 亿元，净利润（含少数股东损益）38.57 亿元，归属于母公司所有者的净利润 13.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,124.79 亿元，负债合计 801.60 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）合计 323.18 亿元，归属于母公司的所有者权益 116.24 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 202.28 亿元，净利润（含少数股东损益）6.60 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.39 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、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“18 恒集 01”“18 恒集 02”“18 恒集 03”“18 恒集 04”“19 恒集 01”进行跟踪。跟踪期内，上述债券募集资金已按照募集说明书约定用途全部使用完毕，公司已完成对“18 恒集 01”“18 恒集 02”“18 恒集 03”“18 恒集 04”的付息工作；截至本次评级报告出具日，“19 恒集 01”尚未到第一个付息日。

表 1　公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	发行规模	期限	发行利率	到期日期
18 恒集 01	112764.SZ	3.8	2+1	7.50	2021-09-06
18 恒集 02	112785.SZ	5.0	2+1	7.35	2021-10-29
18 恒集 03	112793.SZ	1.0	2+1	6.90	2021-11-06
18 恒集 04	112803.SZ	6.6	2+1	7.30	2021-11-19
19 恒集 01	112985.SZ	3.6	2+1	7.45	2022-10-29

资料来源：Wind

三、行业分析

公司及下属子公司主要经营涤纶生产、销售业务，所处行业为化学纤维行业中的涤纶细分行业。

1. 行业概况

2019 年，涤纶长丝企业产能释放明显加之原油低位震荡运行，涤纶长丝价格下行明显，下游需求端增速放缓，而上游 PX 产能大量投放，预计 2020 年 PX 进口依赖度将大幅下降，但仍存在部分缺口，PTA 全年整体呈现供需平衡状态，但未来三年将重回产能高速增长时期，行业产能过剩或将重现。2020 年以来，受疫情影响，全球化纤消费需求大幅减弱，原油市场剧烈震荡，涤纶长丝行业受到较大冲击。

涤纶行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2016 年以来，随着行业供需格局的改善，涤纶长丝行业景气度有所回升，涤纶长丝价格呈现明显反弹。2018 年第四季度受原油价格下跌影响，涤纶长丝价格快速回落，2019 年，受国内多家涤纶长丝企业产能释放等因素影响，产品价格继续震荡下降，于 2020 年年初有所企稳，受新型冠状病毒疫情及原油价格暴跌影响，涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 价格均大幅下降至 2011 年以来得最低点。

图 2　我国涤纶长丝市场价（中间价）走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

涤纶长丝行业的上游行业为石化行业，主要原材料 PTA 占涤纶长丝生产成本比重较大。2016 年以来，PTA 产能增速处于低位，加之落后产能关停，市场逐渐回归供需平衡的格局，截至 2019 年末，我国 PTA 产能约为 4,898 万吨/年（不含长期停车装置），表观消费量 4,502 万吨/年，产量 4,470 万吨/年，PTA 开工率整体保持在较高水平。2020 年，国内 PTA 将有 1,500 万吨以上产能计划投产，2021－2022 年，国内仍将有 1,000 万吨以上产能计划投产，未来三年 PTA 产能将重回高速增长时期，但是 PTA 下游需求增速有限，2020 年国内新增聚酯产能预计 570 万吨/年，能够消化得 PTA 产量有限，国内 PTA 供给过剩格局在所难免。

作为 PTA 的主要原材料 PX，长期以来在我国发展较为滞后，长期依赖进口，国内 PX 进口依赖度保持 55%以上，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，随着荣盛石化股份有限公司、恒力石化股份有限公司和恒逸石化股份有限公司等国内涤纶行业巨头相继投产其炼化一体化装置，PX 行业的格局迎来巨变，截至 2019 年末，国内 PX 产能达到 2,503 万吨/年，较上年新增 1,040 万吨/年，表观消费量 2,960 万吨/年，由于部分产能于下半年或年末投产，全年产量 1,450 万吨，增长有限，进口依赖度约为 51.01%。2020 年，国内 PX 预计仍将有 1,000 万吨以上产能投产，投产时间集中于下半年，预计 2020 年，国内 PX 仍将存在供应不足情况。

PTA 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成，因而 PTA、PX 价格与国际原油价格走势相关度高，2016 年以来，PTA 价格震荡上行，到 2018 年 9 月价格最高涨至 9,300 元/吨，2018 年第四季度以来，受原油价格下跌和 PTA 新增产能释放等因素影响，PTA 价格由高位回落，截至 2019 年末为 4,900 元/吨，2020 年初开始，受新型新冠状病毒冲击和 OPEC+减产协议谈崩等因素影响，原油价格暴跌，PX 和 PTA 价格也跌至近三年最低点。

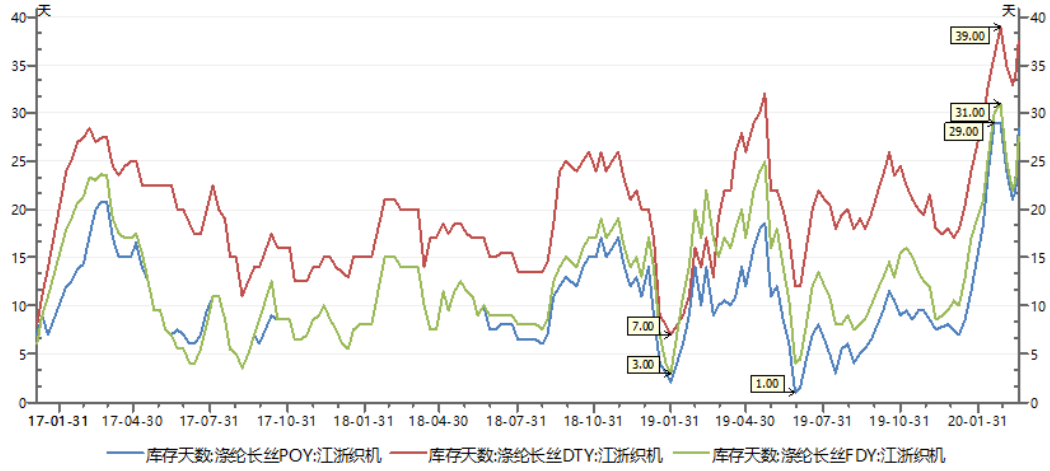
图 3　近年来我国 PX、PTA 及原油价格走势（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind，联合评级整理

从下游消费市场来看，2019 年，纺织服装需求呈现逐季、逐月下降的趋势，服装类社零增速持续放缓，出口仍呈现季节性特征，但整体水平自 2018 年开始逐步下滑。受中美贸易摩擦以及全球经济增速放缓影响，我国服装出口金额持续下滑，2019 年我国出口服装较 2018 年下降 70 亿美元，同比下降 4.46%。2020 年以来，受新型冠状病毒影响，全球经济下滑压力很大，对国内服装需求产生较大抑制作用，涤纶库存显著上升。

图 4　近年来江浙织机涤纶库存情况（单位：天）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 行业关注

（1）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，与原油价格存在联动性；2020 年以来，新型冠状病毒疫情对宏观经济造成严重冲击，加之 OPEC+减产协议破裂，原油价格剧烈波动，给涤纶长丝行业的成本控制带来压力。

（2）服装出口下滑的风险

受中美贸易摩擦以及全球经济增速放缓影响以及服装加工行业向东南亚及印度的转移，我国服装出口金额持续下滑；2020 年以来，受新型冠状病毒影响，全球经济下滑压力很大，对国内服装需

求产生较大抑制作用。

3．未来发展

为提高原料自给率，行业内企业已开始布局全产业链，未来产能规模化、产品差异化和功能化、应用广泛化将是涤纶长丝行业的主要发展方向。

（1）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，产品利润空间较小并且投资规模较大，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，中小型企业在技术水平、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。

（2）产业链一体化项目更具竞争力

随着国内民营大炼化项目的建设投产，PX—PTA—聚酯产业链中，PTA 产能将很快出现供给过剩，PX 国内产能供给也将趋于宽松，新投产的一体化项目从成本、效率和规模上均具有较大优势，未来中小规模的落后产能将逐渐退出市场，并将对日韩相关产能产生一定影响。

（3）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。产品差别化有望成为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。

四、公司管理

跟踪期内，公司聘任何斐为公司副总裁，其余高级管理人员和主要管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司化工板块收入增长较快，主动收缩贸易规模导致营业收入小幅下降。公司化工与贸易业务结构的调整以及化工板块产品价差增加带动公司业务综合毛利率大幅提升。

目前，公司已形成了以化工业务为主，贸易业务为辅的产业布局，其他业务涉及物流运输等业务。2019 年，公司营业收入为 869.49 亿元，同比下降 7.56%，主要系公司收缩贸易规模所致；实现净利润 38.57 亿元，同比增长 136.43%，主要系公司业务毛利率回升、毛利率较高的炼化业务投产以及投资收益大幅增长所致。

从主营业务收入构成来看，随着公司主动收缩贸易规模，公司化工板块收入占比大幅提升；2019

年，公司化工板块收入同比增长 12.64%至 542.04 亿元，主要系聚酯产能释放所致，占营业收入比重上升至 62.34%；公司贸易板块收入同比下降 29.29%至 321.31 亿元，占营业收入比重下滑至 36.95%。

表 2　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工板块：	335.18	46.22	7.09	481.21	51.16	7.38	542.04	62.34	9.62
其中：成品油	--	--	--	--	--	--	22.08	2.54	30.61
化工品	--	--	--	--	--	--	3.36	0.39	19.74
PTA	168.98	23.30	4.89	163.97	17.43	6.88	114.79	13.20	8.69
PET	120.39	16.60	8.68	258.83	27.52	7.34	332.66	38.26	8.81
DTY	26.64	3.67	14.68	35.24	3.75	10.21	41.73	4.80	11.10
PA6[1]	19.17	2.64	5.89	23.17	2.46	6.96	27.42	3.15	2.86
贸易	387.74	53.47	0.77	454.42	48.31	-0.44	321.31	36.95	1.08
其他	2.23	0.31	21.52	4.93	0.52	29.01	6.15	0.71	21.87
合计	**725.14**	**100.00**	**3.75**	**940.56**	**100.00**	**3.71**	**869.49**	**100.00**	**6.55**

资料来源：公司提供

从主营业务毛利率及构成来看，2019 年化工板块毛利率上升 2.24 个百分点至 9.62%，主要系公司产品价差增加、炼化业务投产，盈利水平逐步改善所致；贸易板块毛利率由上年的-0.44%提升至 1.08%，仍处于较低水平。2019 年，公司综合毛利率大幅提升 2.84 个百分点至 6.55%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 202.28 亿元，同比下降 12.53%，主要系公司产品产销受疫情影响所致。同期，公司实现净利润 6.60 亿元，同比增长 62.92%，主要系随着原材料价格的下降，产品价差大幅提升，公司产品毛利率大幅回升所致；其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元。

2．化工板块

（1）产品生产

2019 年，公司新增炼化产能投产，其余产能均有小幅增长；随着行业内淘汰落后产能以及新增产能释放，公司各产品产量逐年增长；公司各产品产能利用率处于较高水平。

公司炼化板块生产主体为恒逸实业（文莱）有限公司（以下简称“恒逸文莱”）；公司控股子公司恒逸石化通过香港天逸国际控股有限公司持有恒逸文莱 70%的股权。恒逸文莱注册资本 100,000 万美元，经营范围为石油炼化。截至 2020 年 3 月底，恒逸文莱拥有原油加工设计产能 800 万吨/年，包括 565 多万吨汽柴煤油品及 265 多万吨化工品。

公司 PTA 产品的生产主体为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 2020 年 3 月底，浙江逸盛石化 PTA 年产能达 540.00 万吨，逸盛大化 PTA 年产能达 600.00 万吨，海南逸盛石化 PTA 年产能达 210.00 万吨。

公司 PET 产品生产实体主要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”）、杭州逸暟化纤有限公司（以下简称“杭州逸暟”）、嘉

[1] 聚酰胺（Polyamide）6，俗称尼龙 6，是半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，一般用于汽车零部件、机械部件、电子电器产品、工程配件等产品。

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”）、福建逸锦化纤有限公司（以下简称“福建逸锦”）、宿迁逸达新材料有限公司（以下简称“宿迁逸达”）和浙江双兔新材料有限公司（以下简称“双兔新材料”）等子公司。截至 2020 年 3 月底，公司 PET 产能合计 565.00 万吨/年。

公司 DTY 生产实体为浙江恒逸石化有限公司（以下简称“浙江恒逸石化”）和杭州逸曦。截至 2020 年 3 月底，DTY 产能 50.00 万吨/年。

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”）和杭州逸宸化纤有限公司，截至 2020 年 3 月底，公司 PA6 产能为 46.50 万吨/年。

表 3　截至 2020 年 3 月底公司化工板块主要经营主体及产能概况（单位：万吨/年）

项目	经营主体	产能
PTA	浙江逸盛石化	540.00
	逸盛大化	600.00
	海南逸盛	210.00
PET	恒逸高新	160.00
	恒逸聚合物	60.00
	杭州逸曦	70.00
	嘉兴逸鹏	55.00
	太仓逸枫	25.00
	福建逸锦	30.00
	宿迁逸达	40.00
	双兔新材料	100.00
	海宁恒逸新材料	25.00
DTY	浙江恒逸石化	35.00
	杭州逸曦	15.00
PA6	恒逸锦纶	16.50
	杭州逸宸	30.00

资料来源：公司提供

从产能利用率来看，2019 年，公司炼化产品、PTA、PET、DTY 和 PA6 产能利用率分别为 116.05%、93.22%、95.73%、91.56%和 79.66%，除 PA6 外均维持较高水平；其中 PA6 产能利用率在 2019 年大幅降低较多主要系杭州逸宸 5 条产线 2019 年 9 月份起开车运营所致。2019 年，公司各产品产能释放，PTA、PET、DTY 和 PA6 产品产量均实现增长。

表 4　公司控股化工产品生产概况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
炼化产品	产能	--	--	800.00	800.00
	产量	--	--	77.37	190.58
	产能利用率	--	--	89.27	95.29
PTA（浙江逸盛）	产能	540.00	540.00	540.00	540.00
	产量	491.49	496.33	503.38	113.90
	产能利用率	91.00	91.91	93.22	84.37
PET	产能	330.00	510.00	540.00	565.00
	产量	194.57	357.21	516.93	122.13
	产能利用率	95.88	88.57	95.73	89.11

DTY	产能	40.00	40.00	50.00	50.00
	产量	31.92	35.81	45.78	9.30
	产能利用率	98.20	89.54	91.56	74.42
PA6	产能	16.50	16.50	46.50	46.50
	产量	13.11	14.52	29.94	8.31
	产能利用率	79.47	88.01	79.66	71.52

注：1. 2020 年 1－3 月各产品产能利用率按 3 个月产能进行折算；2. 公司 PET、DTY 和 PA6 产能利用率计算时根据实际开工时间进行加权调整
资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司控股炼化产品、PTA、DTY 和 PA6 产品产能未发生变化，PET 产品产能小幅增长至 565.00 万吨/年。受疫情影响，公司 PTA、PET、DTY 和 PA6 产品产能利用率均有所下滑。

（2）原材料采购

2019 年，公司各产品产量增加，原材料采购量有所增长；原油价格震荡下行带动公司原材料采购均价下滑。

2019 年，公司原材料采购模式未发生重大变化。

从采购量来看，2019 年，受公司 PTA、PET 和 PA6 产品产量增长影响，公司 PX、MEG 和 CPL 原材料采购量均有所增长。从采购均价来看，受国际原油价格震荡下行影响，公司原材料采购均价均出现不同程度下降。2020 年 1—3 月，公司 PX、MEG 和 CPL 原材料采购量分别为 56.44 万吨、52.15 万吨和 6.42 万吨，受石油价格大幅下滑影响，公司 PX、MEG 和 CPL 原材料采购价格持续下滑。

表 5　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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
PX	采购量[2]	321.93	334.03	343.55	56.44
	采购均价	5,192.35	7,026.15	6,351.58	5,108.31
MEG	采购量[3]	66.15	132.38	205.37	52.15
	采购均价	6,887.54	6,197.58	4,012.73	3,882.07
CPL	采购量	13.11	14.47	29.84	6.42
	采购均价	14,832.78	13,929.62	10,792.58	9,350.50

资料来源：公司提供

在采购集中度方面，2019 年，公司前五大供应商采购额占当期采购总额比例为 35.83%，有所提升，但总体采购集中度一般。

表 6　公司五大供应商情况（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	种类	金额	占比	是否关联方
2017 年	宁波中金石化有限公司	PX	76.30	10.93	否
	厦门象屿物流集团有限责任公司	PTA	31.18	4.47	否
	上海纺投贸易有限公司	PTA	28.90	4.14	否
	MITSUI&CO.,LTD	PX	25.81	3.70	否
	逸盛大化	PTA	25.32	3.63	是
合计		**--**	**187.51**	**26.87**	**--**

[2]PX 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量。
[3]MEG 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量。

2018 年	宁波中金石化有限公司	PX	100.87	11.14	否
	逸盛大化	PTA	38.98	4.30	是
	GM(SINGAPORE)PTELTD	原油	32.63	3.60	否
	中石化化工销售（宁波）有限公司（中石化宁波经营部）	PX	23.43	3.49	否
	巴陵己内酰胺	己内酰胺	20.16	3.01	是
合计		--	**216.07**	**25.55**	--
2019 年	荣盛石化股份有限公司	PX	140.80	17.33	否
	中国石化化工销售有限公司	MEG	61.16	7.53	否
	YANCOALINTERNATIONAL(SINGAPORE)PTELTD	原油	39.93	4.91	否
	杭州万永实业投资有限公司	己内酰胺	26.43	3.25	是
	巴陵己内酰胺	己内酰胺	22.81	2.81	是
合计		--	**291.13**	**35.83**	--

资料来源：公司提供

（3）产品销售

2019 年，受公司产品产能释放影响，公司各产品销量均有所增长，其中 PET 销量增幅加大；公司化工板块主要产销率仍保持较高水平；产品销售均价有所下滑，公司客户集中风险低。

2019 年，公司销售模式未发生重大变化。

2019 年，公司产品产能释放，产量增加，公司 PTA、PET、DTY 和 PA6 产品销量均实现增长，其中 PET 产品受产量大幅扩张，销量同比增长 83.65%；公司新增炼化产品销售 67.81 万吨。从产销率来看，2019 年，公司炼化产品、PTA（浙江逸盛）、PET、DTY 和 PA6 产品产销率仍保持较高水平。从销售价格来看，2019 年，公司 PTA、PET、DTY 和 PA6 销售均价均有所下降，主要系原油价格下降影响所致；公司炼化产品销售均价为 4,155.46 元/吨。2020 年 1－3 月，受疫情影响，公司 PTA 产品、PET 产品和 DTY 产品销量同比均有所下降；PTA、PET、DTY 和 PA6 产销率较 2019 年均大幅下滑。

表 7　公司产品销量情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
炼化产品	销量	--	--	67.81	176.04
	销售均价	--	--	4,155.46	3,985.24
	产销率	--	--	87.65	92.37
PTA（浙江逸盛）	销量	493.28	495.62	503.64	112.64
	销售均价	4,448.97	5,423.29	5,016.02	4,150.45
	产销率	100.36	99.86	100.05	98.89
PET	销量	192.97	354.38	513.83	79.54
	销售均价	6,238.70	8,265.70	7,602.84	7,037.36
	产销率	99.18	99.21	99.40	65.13
DTY	销量	30.98	36.41	45.46	7.22
	销售均价	8,598.10	9,678.33	8,454.22	8,006.78
	产销率	97.08	101.67	99.30	77.65
PA6	销量	13.08	14.51	28.72	5.48
	销售均价	14,653.46	15,971.11	11,474.15	10,526.81
	产销率	99.75	99.91	95.90	65.90

注：表格内销售数据包括对外销售和对内销售
资料来源：公司提供

在销售集中度方面，2019 年，公司前五名客户销售金额占比为 15.18%，有所上升；公司客户集中风险仍较低。

3. 贸易板块

2019 年，公司主动收缩贸易规模，贸易产品销量大幅下降；未来，随着公司业务重点向下游聚酯行业聚焦，贸易销售量将持续下降。

2019 年，公司贸易板块业务模式未发生重大变化。

2019 年，公司贸易产品销量同比下降 34.50%至 254.57 万吨，主要系公司主动收缩贸易规模所致。未来，随着公司业务重点逐渐向下游聚焦，公司套期保值需求下降，预计贸易销售量将有所下降。

表 8　公司主要贸易产品销售情况（单位：万吨）

贸易产品	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
原油等油品	--	65.79	66.74	--
PX	8.75	21.31	24.36	2.36
PTA	233.54	188.77	134.61	24.24
MEG	119.35	137.34	53.23	16.96
己内酰胺	--	--	31.83	1.76
其他	26.10	41.21	10.54	2.17
合计	**387.74**	**388.63**	**254.57**	**47.49**

资料来源：公司提供

4. 在建项目

公司主要在建工程为海宁新材料建设项目，主要为聚酯产能的扩张，项目进展顺利；未来随着项目的全部投产，公司聚酯产能将进一步提升；公司后续的资本支出压力不大。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程为海宁新材料建设项目，项目位于海宁市剑山新区内，采用国产化大容量柔性化聚合技术、聚酯熔体直纺技术、智能制造技术以及绿色制造技术，建设聚酯生产装置 5 套（3×25 万吨/年，2×12.5 万吨/年），引进高速 POY 卷绕机 3,216 台（纺丝位 2,016 位）、高速加弹机 48 台以及配套的国产生产装置及公用工程设备，形成年产智能化环保功能性纤维 100 万吨的生产能力。

截至 2020 年 3 月底，公司持有海宁新材料建设项目 75%股权，计划总投资额 63.60 亿人民币，建设期 2 年，资金来源为公司自有资金、银行项目贷款、公开发行 A 股可转换债券等；根据项目可行性研究报告测算，项目达产后正常年份年营业收入估算为 105 亿元，税后内部收益率为 17.33%，投资回收期（含建设期）为 6.36 年；该项目已累计投资 42.00 亿元，2020 年 4－12 月尚需投资 18.00 亿元，规模不大。截至 2020 年 3 月底，项目第一套生产线 G 线（产能 25 万吨/年）及相关配套工程已顺利投产，并正式产出合格品，产品以 POY 细旦为主；剩余产能预计在 2020 年度逐步投产。

表 9　截至 2020 年 3 月底在建或计划新建项目情况（单位：亿元）

项目名称	规划总投资		2020 年 3 月底累计投资	未来投资计划		
	金额	其中：自筹		2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
海宁新材料建设项目	63.60	19.00	42.00	18.00	3.60	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司整体经营效率大幅下降，整体经营效率一般。

2018－2019 年，公司应收账款周转率分别为 49.80 次和 20.72 次，2019 年降幅较大主要系公司文莱项目投产，产品销售规模增加且采取信用证结算，应收账款增加所致；公司存货周转率分别为 31.73 次和 12.78 次，2019 年降幅较大，主要系公司原材料采购大幅增加所致；公司总资产周转率分别为 1.47 次和 0.75 次。2019 年，公司经营效率整体大幅下降，整体经营效率一般。

表10　同行业公司2019年经营效率指标（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
恒力集团有限公司	91.52	5.48	0.75
浙江荣盛控股集团有限公司	38.27	3.70	0.51
江苏东方盛虹股份有限公司	112.19	7.36	0.87
新凤鸣集团股份有限公司	95.79	21.61	1.70
桐昆集团股份有限公司	184.16	13.00	1.36
恒逸集团	**20.75**	**12.94**	**0.95**

注：其余公司数据来自 Wind，公司数据由联合评级计算。联合评级与 Wind 资讯的计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

6. 经营关注

（1）产业链延伸和拓展的风险

公司已形成 PX、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，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。2019 年，文莱项目的投产极大的推动公司的发展，但是如果文莱当地的政治环境、经济环境以及市场利率、汇率、货币政策发生重大变化或项目运营收益情况未达到预期，则可能对公司的海外投资及盈利情况产生一定影响。

（2）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。跟踪期内，国际油价大幅波动，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。

（3）安全及环保风险

公司在生产过程中涉及部分易燃易爆危险品，同时，会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物。2019 年，江苏响水 321 特大爆炸事故发生后，有关部门对化工企业安全生产监督检查力度加强，此外，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。

（4）产品下游需求疲软

跟踪期内，受中美贸易摩擦不断，同时，伴随着疫情在国内外的爆发，公司产品及产品下游服饰等国外产品需求在短期内将出现大幅下滑，公司下游需求疲软状况短期内将持续。

（5）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。

7. 未来发展

跟踪期内，公司发展战略未发生重大调整。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。

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，公司将继续坚持巩固、突出和优化主营业务的核心竞争力，做大、做强石化化纤产业链，完善“涤纶+锦纶”双轮驱动的产业链。全力促进文莱炼化项目投产，创新投融资方式，投资高新技术纤维，共建化纤产业大数据平台，推行智能制造，实施精益生产，提升品质品牌实现资源共享、产业协同、同创共享，全面提升综合竞争力，努力把公司建设成为国内领先、国际一流的石化产业集团之一。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 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，并出具了标准无保留审计意见。2020 年 1－3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制财务报表。

从合并范围看，2019 年，公司新设立 6 家子公司，注销 3 家子公司。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。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,047.53 亿元，负债合计 732.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 314.64 亿元，归属于母公司的所有者权益 113.48 亿元。2019 年，公司实现营业收入 869.49 亿元，净利润（含少数股东损益）38.57 亿元，归属于母公司所有者的净利润 13.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,124.79 亿元，负债合计 801.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 323.18 亿元，归属于母公司的所有者权益 116.24 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 202.28 亿元，净利润（含少数股东损益）6.60 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.39 亿元。

2. 资产质量

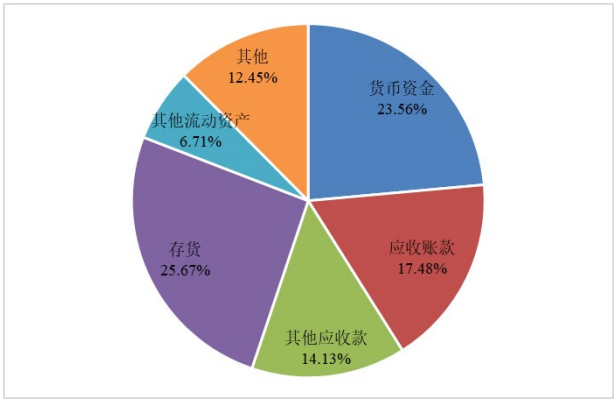
2019 年，公司资产规模大幅增长，随着公司文莱 PMB 石油化工项目投产，固定资产增长较多，资产结构仍以非流动资产为主。公司应收账款和其他应收款快速增长，对资金形成占用；公司资产受限比例较高，整体看，资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,047.53 亿元，较年初增长 35.02%；其中流动资产占 35.10%，非流动资产占 64.90%，以非流动资产为主，流动资产较年初占比上升较快。

流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 367.67 亿元，较年初增长 63.95%，主要系应收账款和其他应收款增加所致。

图 5　截至 2019 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司货币资金 86.62 亿元，较年初下降 10.94%；其中受限货币资金 34.07 亿元，受限比例为 39.33%，主要为承兑汇票和信用证保证金。

截至 2019 年末，公司应收账款 64.27 亿元，较年初增长 228.73%，主要系随着公司文莱项目投产，产品销售规模增加且采取信用证结算所致；公司应收账款账龄以 1 年以内为主；累计计提坏账 898.62 万元，计提比例 0.14%；应收账款前五大欠款方合计金额为 37.66 亿元，占比为 58.51%，集中度高。

截至 2019 年末，公司预付款项 16.70 亿元，较年初增长 34.41%，主要系原材料采购规模增加所致；公司预付款项账期主要集中于 1 年以内（16.66 亿元）。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 51.96 亿元，较年初大幅上升 92.53%，主要系上海土地征收款、员工持股激励以及关联方往来款增加所致；公司其他应收款账龄组合的账龄主要集中于 1 年以内（34.28 亿元）和 1—2 年（14.69 亿元）。截至 2019 年底，公司其他应收账款累计计提坏账准备 0.86 亿元。

表 11　截至 2019 年底公司其他应收款前五客户明细（单位：亿元、%）

客户	金额	占比	是否关联方	款项性质
职工持股计划	12.77	24.58	--	--
绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司	12.04	23.16	是	往来款
上海杭州湾经济技术开发有限公司	9.44	18.17	否	土地收储厂房拆迁补偿款
大连逸盛元置业有限公司	2.54	4.88	否	往来款
杭州市萧山区经济和信息化局	1.56	3.00	否	政府补助
合计	**38.35**	**73.80**	--	--

资料来源：公司提供

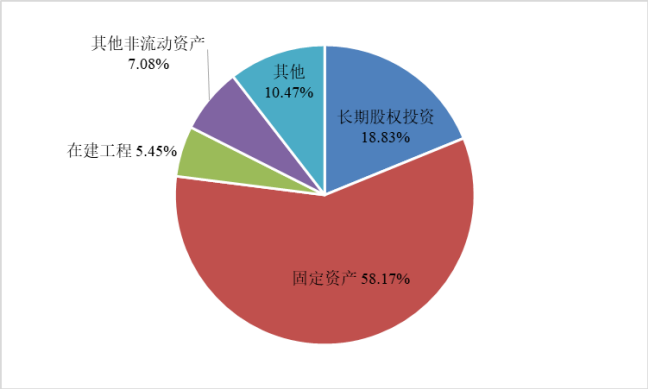
截至 2019 年末，公司存货 94.37 亿元，较年初增长 202.72%，主要系采购原材料规模大幅增长所致；存货主要由在途物资（账面余额 40.40 亿元）、原材料（账面余额 25.79 亿元）和库存商品（账面余额 18.84 亿元）构成，累计计提跌价准备 0.21 亿元。

截至 2019 年末，公司其他流动资产 24.66 亿元，较年初增长 54.33%，以理财产品（7.17 亿元）和委托贷款（6.17 亿元）为主。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 679.86 亿元，较年初增长 23.25%，主要系固定资产增长所致。

图 6　截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期股权投资为 128.02 亿元，较年初变动不大；公司长期股权投资余额主要由对浙商银行的投资（64.65 亿元）、对大连逸盛投资有限公司（以下简称“大连逸盛投资”）的投资（18.01 亿元）和对海南逸盛石化的投资（15.56 亿元）构成。截至 2019 年底，公司持有浙商银行 5.85%的股权，在浙商银行董事会中派有代表，享有实质性的参与决策权，公司可以通过该代表参与财务和经营政策的制定，对其施加重大影响。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 395.50 亿元，较年初增长 1.89 倍，主要系在建工程 Brunei PX Project 项目转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（97.70 亿元）和机器设备（288.91 亿元）构成。截至 2019 年底，公司已累计计提折旧 101.56 亿元，固定资产成新率为 79.57%，成新率较高；公司未对固定资产计提减值准备。

截至 2019 年底，公司在建工程较年初下降 79.37%至 37.02 亿元，主要系 Brunei PX Project 项目转入固定资产所致。截至 2019 年底，公司重大在建工程主要为海宁新材料建设项目。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 48.12 亿元，较年初增长 4.37%，主要系委托投资款增加所致。公司其他非流动资产主要由预付工程设备款（38.00 亿元）和委托投资款（9.52 亿元）构成。

截至 2019 年，公司各类受限资产合计 371.59 亿元，占总资产的比例为 35.47%，受限资产所占比重高。

表12　截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	33.97	保证金
货币资金	0.11	司法冻结
应收票据及应收款项融资	4.09	质押开立承兑汇票
长期股权投资	76.05	抵押借款
固定资产	19.16	售后租回融资租赁
固定资产	231.34	抵押借款
无形资产	6.89	抵押借款
合计	**371.59**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 1,124.79 亿元，较上年底增长 7.37%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 420.58 亿元（占 37.39%），较上年底增长 14.39%，主要系存货和其他流动资产增长所致；非流动资产 704.20 亿元（占 62.61%），较上年底增长 7.71%，主要系在建工程增长

所致。

3. 负债及所有者权益

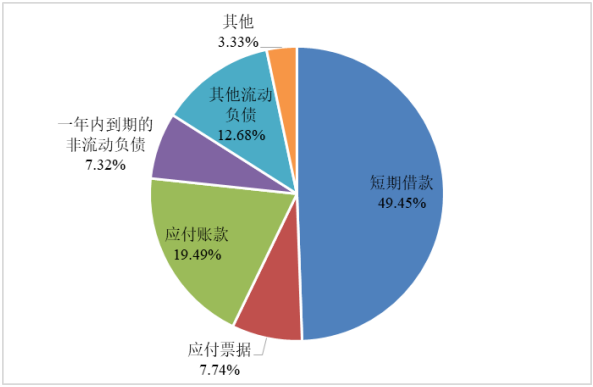
2019 年，随着公司经营规模迅速扩张，债务规模大幅增加，且以短期债务为主，公司在未来一年面临很大的偿债压力，债务结构有待改善。

截至 2019 年底，公司负债规模合计 732.89 亿元，较年初大幅增长 35.99%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 498.14 亿元（占 67.97%），非流动负债 234.75 亿元（占 32.03%），以流动负债为主。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债合计 498.14 亿元，较年初大幅增长 46.81%，主要系短期借款和应付账款增加所致。

图 7　截至 2019 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司短期借款为 246.31 亿元，较年初增长 71.71%，公司短期借款主要由保证借款（119.73 亿元）、质押借款（88.20 亿元）和抵押借款（29.19 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司应付票据 38.55 亿元，较年初下降 11.46%；公司应付票据主要由银行承兑汇票（20.73 亿元）和国内信用证（占 17.82 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款为 97.09 亿元，较年初增长 82.93%；公司应付账款主要集中于 1 年以内（占 99.00%）。

截至 2019 年底，一年内到期的非流动负债 36.44 亿元，较年初增长 56.84%，主要系应付债券转入所致；主要以一年内到期的长期借款（10.42 亿元）和一年内到期的应付债券（18.71 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 63.18 亿元，较年初增长 5.44%，主要系新增供应链融资款所致；其他流动负债主要由短期融资券（48.50 亿元）和供应链融资款（9.80 亿元）构成。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 234.75 亿元，较年初增长 17.60%，主要系长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 56.20%）和应付债券（占 38.22%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 131.93 亿元，较年初增长 24.67%，主要系新增文莱项目的项目贷款所致；公司长期借款（包含一年内到期的长期借款）主要由抵押借款（131.52 亿元）和保证借款（10.59 亿元）构成。

截至 2019 年底，公司应付债券为 89.73 亿元，较年初增长 17.87%，主要系公司新发行公司债和

中期票据所致。公司债券在 2020 年和 2021 年集中回售或到期。

表 13　截至 2020 年 5 月底公司应付债券情况（单位：亿元）

到期年份	金额	
	假设不回售	假设全部回售
2020 年 6－12 月	48.50	64.90
2021 年	53.40	45.60
2022 年	13.60	20.00
2023 年	0.00	0.00
2024 年及以后	15.00	0.00
合计	**130.50**	**130.50**

资料来源：Wind

截至 2019 年底，公司长期应付款为 9.72 亿元，较年初下降 35.99%，主要系应付融资租赁款减少所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 615.88 亿元，较上年大幅增长 31.77%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务 384.50 亿元，较年初增长 42.28%；长期债务 231.38 亿元，较年初增长 17.37%；债务结构上，截至 2019 年底，公司长期债务占比由年初的 42.18%下降至 37.57%。2019 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.96%和 66.19%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 801.60 亿元，较年初增长 9.38%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 545.38 亿元，较年初增长 9.48%，主要系短期借款增长所致；非流动负债 256.22 亿元，较年初增长 9.15%，主要系长期借款增长所致；负债结构仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 709.16 亿元，较年初增长 15.15%，其中短期债务为 456.53 亿元（占 64.38%），长期债务为 252.63 亿元（占 35.62%），公司债务结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月底，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 71.27%、68.69%和 43.87%，较年初分别增加 1.30 个百分点、2.51 个百分点、1.50 个百分点。从债务到期情况看，公司在未来一年需要偿还的债务合计 466.21 亿元，规模很大，公司集中偿付压力很大。

表 14　截至 2020 年 3 月底公司债务到期金额情况（单位：亿元、%）

到期年份	金额	占比
1 年以内	466.21	68.21
1－2 年	61.09	8.94
2－3 年	16.46	2.41
3－4 年	11.12	1.63
4－5 年	11.44	1.67
5 年以上	117.20	17.15
合计	**683.52**	**100.00**

注：1. 此表数据统计的主要为到期金额，与年报统计的期限结构存在时间差异，故存在总额和年报时点数有所差异；1. 表格中债务不包含应付票据
资料来源：公司提供

所有者权益

2019 年，公司所有者权益大幅增长，但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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 314.64 亿元，较年初增长 32.80%，主要系未分配利润增

长所致；其中归属于母公司的所有者权益占 36.07%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占 0.46%）、资本公积（占 32.56%）和未分配利润（占 63.45%）构成；未分配利润占比高，公司权益稳定性较差。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 323.18 亿元，较上年底变动不大；公司归属于母公司所有者权益 116.24 亿元（占 35.97%），其中实收资本占 0.45%，资本公积占 31.82%，盈余公积占 1.14%和未分配利润占 63.43%。

4. 盈利能力

2019 年，公司参股企业经营表现较好，持续为公司贡献较大规模投资收益，对公司营业利润形成一定补充；公司大幅扩张导致费用支出增长迅速，期间费用对公司利润侵蚀依然严重，导致公司盈利指标表现不佳，但未来随着所投项目达产，产业链不断完善，公司盈利能力有望增强。

2019 年，公司营业收入为 869.49 亿元，同比下降 7.56%，主要系贸易业务收入下降所致。同期，公司实现净利润持续增长，变动方向与营业收入不一致主要系 2019 年公司主营业务毛利率大幅提升以及公司投资收益增长共同影响所致。

2019 年，公司期间费用为 38.62 亿元，同比上升 34.53%，主要系财务费用增加所致。2019 年，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.86%、19.57%、12.91%和 55.67%。2019 年，公司财务费用为 21.50 亿元，同比增长 46.47%，主要系公司债务规模扩大利息支出大幅增加所致；销售费用为 4.58 亿元，同比增长 29.87%；管理费用为 7.56 亿元，同比小幅下降 1.53%；2019 年，公司费用收入比为 4.44%，期间费用对利润侵蚀依然严重，费用控制能力一般。

2019 年，公司投资收益为 18.82 亿元，同比增长 62.51%，其中，被投资单位浙商银行确认的投资收益为 7.03 亿元，海南逸盛石化确认的投资收益为 2.39 亿元，大连逸盛投资确认的投资收益为 3.07 亿元；公司投资收益占当期营业利润的比例为 41.73%，投资收益对公司营业利润影响大。2019 年，公司被投资单位浙商银行确认的投资收益 7.03 亿元，分红 2.98 亿元。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率由 3.59%上升至 6.33%；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.33%、13.98%和 7.17%，分别较上年增加 2.07 个百分点、1.79 个百分点和 6.49 个百分点；盈利指标有所提升，但公司盈利能力仍处于一般水平。公司盈利能力指标在同行业中处于中下水平。

表15　同行业公司2019年盈利能力指标（单位：次）

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
恒力集团有限公司	10.22	19.13	16.13
浙江荣盛控股集团有限公司	2.88	8.54	7.56
江苏东方盛虹股份有限公司	8.22	11.97	12.13
新凤鸣集团股份有限公司	9.36	13.61	8.52
桐昆集团股份有限公司	11.07	16.45	11.81
恒逸集团	**6.99**	**13.45**	**6.55**

注：其余公司数据来自 Wind，公司数据由联合评级计算。联合评级与 Wind 的计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 202.28 亿元，较上年同期减少 12.53%，主要系疫情影响所致。同期，实现净利润 6.60 亿元，较上年同期增长 62.92%，主要系随原材料价格的下降，公司化工产品价差增加，毛利率大幅增长所致；其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元。

5. 现金流

2019 年，公司主业仍保持较高的收入实现质量，但业务扩张导致经营活动净现金流入大幅下降，投资活动净现金流持续大规模净流出，公司主要依赖吸收投资和外部借款筹集资金以满足资金需求。同时考虑到公司短期债务规模较大以及长期债务陆续到期问题，公司对外部融资依赖度很高。需关注外部融资环境对公司未来资金周转的影响。

2019 年，公司经营活动现金流入同比下降 7.04%至 933.93 亿元，主要系公司产品销售收入回款下降所致；同期公司经营活动现金流出为 932.01 亿元，同比下降 5.01%，主要系公司购买原材料支出减少所致。受上述因素影响，经营活动产生的现金流量净额为 1.92 亿元，同比大幅下降 91.84%。2019 年，公司现金收入比为 104.64%，公司收入实现质量较高。

2019 年，公司投资活动现金流入 74.51 亿元，同比增长 93.46%，主要系公司收回理财产品影响所致；公司投资活动现金流出为 203.14 亿元，同比小幅增长 3.70%。2019 年，公司投资活动产生的现金仍呈净流出态势，净流出规模为 128.63 亿元。

2019 年，公司筹资活动现金流入为 470.86 亿元，同比变动不大；公司筹资活动现金流出为 361.75 亿元，同比增长 12.45%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 109.10 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.21 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-49.67 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 65.44 亿元。

6. 偿债能力

公司持续扩张且产能未完全释放，导致现阶段整体偿债能力指标表现一般，同时，公司存在一定规模对外担保。但考虑公司行业地位较高，随着产业布局不断完善，整体抗风险能力将提升，未来公司有望通过持续稳定经营强化自身偿债能力，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年流动比率由上年的 0.66 倍增长至 0.74 倍，速动比率由上年的 0.57 倍下降至 0.55 倍；现金短期债务比由上年的 0.44 倍下降至 0.29 倍，公司短期偿债能力仍较弱。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 0.77 倍、0.56 倍和 0.33 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 81.00 亿元，主要由利润总额（占 54.40%）、计入财务费用的利息支出（占 26.35%）、折旧（占 18.40%）以及摊销（占 0.85%）构成。2018－2019 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.10 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度偏低；同期，EBITDA 利息倍数分别为 2.66 倍和 3.78 倍，EBITDA 对全部债务利息的保障能力尚可，综合看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司对合并范围以外的企业提供担保金额 15.97 亿元，占同期净资产的 4.94%，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 80.72%。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。虽然公司对上述企业担保未发生代偿风险，但由于公司担保对象多属于同行业或同区域内企业，存在一定行业集中和区域集中风险。

表 16　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保企业名称	担保金额	担保期限	还款日
1	浙江荣盛控股集团有限公司	25,000.00	一年	2020/4/10 至 2020/4/16
2	浙江东南网架集团有限公司	30,000.00	二年	2021/11/19
3	兴惠化纤集团有限公司	15,700.00	一年	2020/4/16 至 2020/7/30
4	昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	19,000.00	一年	2020/11/16 至 2020/11/23
5	浙江金洋控股集团有限公司	47,000.00	一年	2020/6/26 至 2021/2/25
6	浙江城建集团股份有限公司	2,000.00	一年	2020/12/10
7	杭州晨昊纺织整理有限公司	9,400.00	一年	2020/8/5 至 2021/3/9
8	杭州际红贸易有限公司	400.00	一年	2020/9/18
9	杭州聚唯食品有限公司	11,225.00	三年	2021/11/28
合计		**159,725.00**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司不存在对公司财务状况、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 2020 年 3 月底，公司共获银行授信额度 800.78 亿元，尚未使用额度为 273.15 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 2020 年 3 月 27 日，公司无未结清不良或关注类信贷记录；已结清信贷记录中有 5 笔关注类短期借款，主要系正值银行系统切换，数据不稳定报送错误所致。

7．母公司财务分析

公司母公司资产主要以其他应收款和长期股权投资为主；母公司收入规模较小，利润主要依赖投资收益。

截至 2019 年底，公司母公司口径资产为 228.99 亿元，较年初增长 5.97%。从资产结构来看，母公司非流动资产占比较高，为 66.93%。截至 2019 年底，母公司流动资产为 75.72 亿元，以其他应收款（占 59.93%）和其他流动资产（占 10.09%）为主；非流动资产合计 153.28 亿元，以长期股权投资（占 74.58%）为主。截至 2019 年底，公司母公司口径负债总额 160.35 亿元，其中以流动负债为主；公司流动负债以其他流动负债（占 58.76%）、短期借款（占 10.95%）和一年内到期的非流动负债（占 18.16%）为主。截至 2019 年底，公司母公司资产负债率为 70.03%，负债率高。截至 2019 年底，公司母公司口径所有者权益 68.64 亿元，较年初变动不大，其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别为 0.52 亿元、2.86 亿元和 60.44 亿元，稳定性较差。

2019 年，公司母公司口径营业收入为 44.35 亿元，投资收益 11.51 亿元，净利润为 1.86 亿元。

2019 年，公司母公司口径经营活动产生的现金流净额为 1.05 亿元；投资活动产生的现金流净额为 4.05 亿元；筹资活动产生的现金流净额为-4.18 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司资产、利润规模对相关债券的覆盖程度高。同时考虑到公司在行业地位、产能规模、产业布局以及未来发展潜力等方面所具备的综合竞争优势，公司对“18恒集01”“18恒集02”“18恒集03”“18恒集04”“19恒集01”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据、

应收款项融资）达149.05亿元，约为本报告跟踪债券余额（20.00亿元）的7.45倍，公司现金类资产对本报告跟踪债券余额的覆盖程度很高；净资产达323.18亿元，约为本报告跟踪债券余额（20.00亿元）的16.16倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对本报告跟踪债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为81.00亿元，约为本报告跟踪债券余额（20.00亿元）的4.05倍，公司EBITDA对本报告跟踪债券余额的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金净流入1.92元，约为本报告跟踪债券余额（20.00亿元）的0.10倍，公司经营活动现金流入量对本报告跟踪债券余额的覆盖程度低。

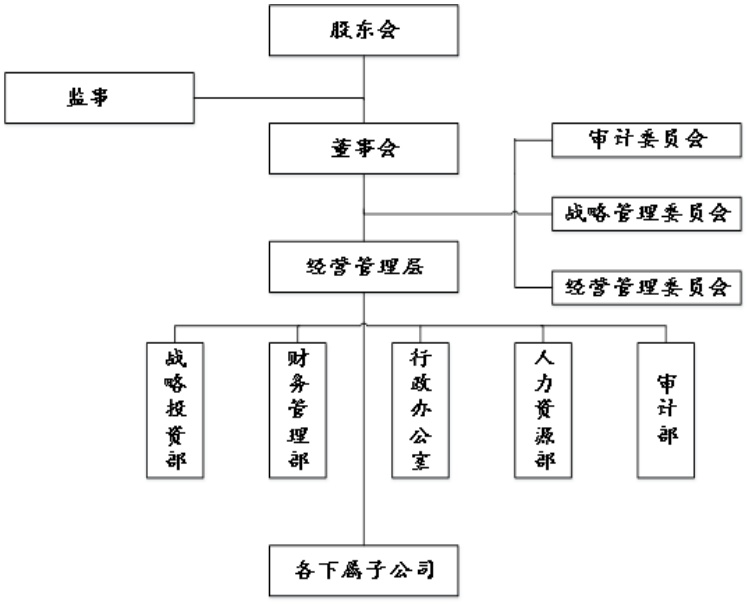
八、综合评价

公司的 PTA－聚酯产能位于全球前列，保持了石化化纤行业龙头地位，随着文莱 PMB 项目达产，公司初步形成炼化一体化产业布局。2019 年，随着聚酯产能的提升和释放，公司化工板块收入和利润持续增长。同时，化纤行业竞争激烈、经营扩张使得公司债务负担加重且债务结构不佳、受限资产规模较大以及所有者权益稳定性差等因素对公司信用水平带来了不利影响。

随着公司产业布局的不断完善，所投项目逐步达产，公司整体抗风险能力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 恒集 01”“18 恒集 02”“18 恒集 03”“18 恒集 04”“19 恒集 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　截至 2020 年 3 月底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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	507.92	775.86	1,047.53	1,124.79
所有者权益（亿元）	198.57	236.93	314.64	323.18
短期债务（亿元）	217.81	270.25	384.50	456.53
长期债务（亿元）	44.65	197.14	231.38	252.63
全部债务（亿元）	262.46	467.39	615.88	709.16
营业收入（亿元）	725.14	940.56	869.49	202.28
净利润（亿元）	13.87	16.31	38.57	6.60
EBITDA（亿元）	34.07	46.04	81.00	--
经营性净现金流（亿元）	8.25	23.55	1.92	7.21
应收账款周转次数（次）	53.94	49.80	20.72	--
存货周转次数（次）	30.19	31.73	12.78	--
总资产周转次数（次）	1.63	1.47	0.95	--
现金收入比率（%）	102.60	105.31	104.64	130.68
总资本收益率（%）	5.90	5.26	7.33	--
总资产报酬率（%）	5.61	5.38	7.17	--
净资产收益率（%）	8.06	7.49	13.98	--
营业利润率（%）	3.62	3.59	6.33	8.06
费用收入比（%）	2.44	3.05	4.44	5.73
资产负债率（%）	60.90	69.46	69.96	71.27
全部债务资本化比率（%）	56.93	66.36	66.19	68.69
长期债务资本化比率（%）	18.36	45.42	42.38	43.87
EBITDA 利息倍数（倍）	3.35	2.66	3.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.10	0.13	--
流动比率（倍）	0.72	0.66	0.74	0.77
速动比率（倍）	0.62	0.57	0.55	0.56
现金短期债务比（倍）	0.39	0.44	0.29	0.33
经营现金流动负债比率（%）	3.12	6.94	0.39	1.32
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.70	2.30	4.05	--

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.其他流动负债中有息债务已计入短期债务；长期应付款中有息债务计入长期债务；4.2020 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+销售费用+研发费用+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。