

信用等级公告

联合〔2019〕1779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 2019 年面向合格投资者公司债券（第一期）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 2019 年面向合格投资者公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月十七日

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

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

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 3.60 亿元（含）

债券期限：3（2+1）年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 10 月 17 日

主要财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	379.59	507.92	775.86	832.70
所有者权益（亿元）	145.47	198.57	236.93	265.87
长期债务（亿元）	39.22	44.65	197.14	206.86
全部债务（亿元）	199.39	262.46	463.18	455.43
营业收入（亿元）	338.26	725.14	940.56	231.25
净利润（亿元）	6.05	13.87	16.31	4.05
EBITDA（亿元）	25.22	34.33	48.97	--
经营性净现金流（亿元）	37.14	8.25	23.55	4.91
营业利润率（%）	3.22	3.62	3.59	4.47
净资产收益率（%）	5.00	8.06	7.49	1.61
资产负债率（%）	61.68	60.90	69.46	68.07
全部债务资本化比率（%）	57.82	56.93	66.16	63.14
流动比率（倍）	0.87	0.72	0.66	0.67
EBITDA全部债务比（倍）	0.13	0.13	0.11	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.80	3.30	2.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.01	9.54	13.60	--

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；4.2019 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，联合评级也关注到经营扩张使得公司债务负担加重、短期债务较为集中、受原料及产品价格影响较大，公司贸易业务易受行业价格波动影响、盈利能力弱，公司少数股东权益占比较大且实收资本较低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 石油化工项目的不断推进，将打通石化上下游产业链，形成炼化一体化产业格局，将进一步提升公司综合实力，巩固和提升其市场竞争地位。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水平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，助推行业内企业经营向好发展。

2. 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。公司文莱 PMB 项目常减压装置已于 2019 年三季度投产，投产后，将打通石化上下游产业链，形成炼化一体化产业格局，公司产业链进一步完善。

3. 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，但易受行业价格波动影响，盈利能力弱。
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. 公司短期债务占比下降主要系文莱PMB石油化工项目长期债务增加所致，仍存在一定的短期偿债压力。
4. 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

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

樊 思

电话：010-85172818

邮箱：fans@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）

网址：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：

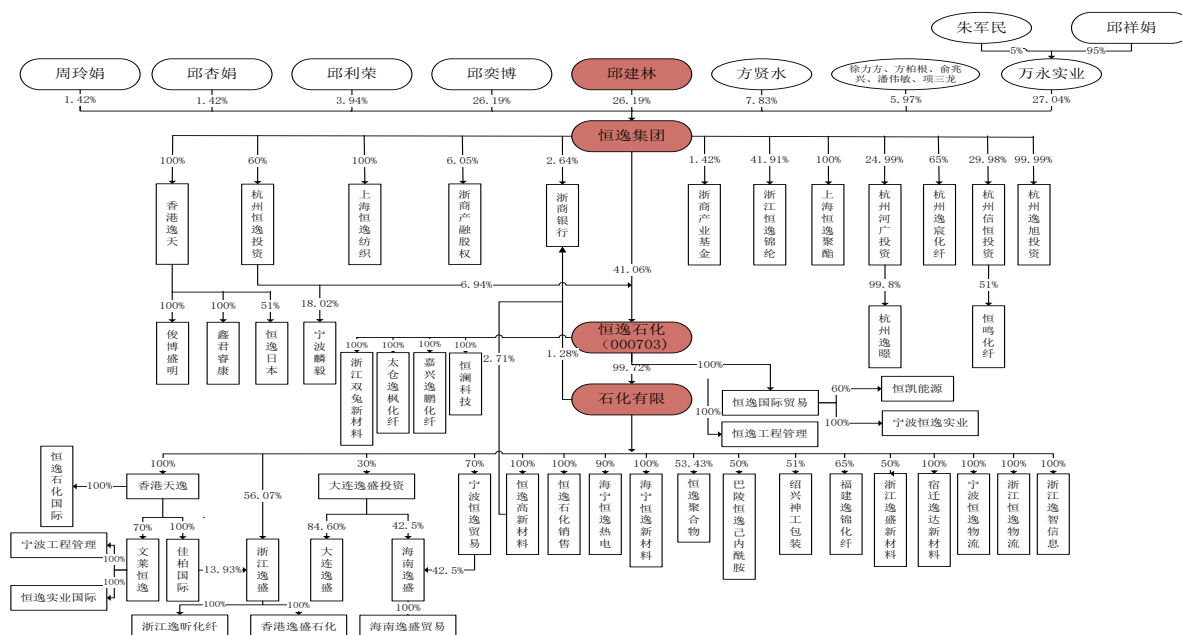

联合信用评级有限公司

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”，股票代码“000703.SZ”），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2019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2019年4月23日，恒逸集团及其子公司共持有恒逸石化股份累计被质押8.59亿股，占所持公司股份总数的62.96%，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2019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2019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），公司在职工19,559人。

截至2018年底，公司合并资产总额775.86亿元，负债合计538.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计236.93亿元，归属于母公司的所有者权益88.87亿元。2018年，公司实现营业收入940.56亿元，净利润（含少数股东损益）16.31亿元，归属于母公司所有者的净利润4.34亿元；经

营活动产生的现金流量净额 23.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.07 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 832.70 亿元，负债合计 566.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 265.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 92.66 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 231.25 亿元，净利润（含少数股东损益）4.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.91 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.70 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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 3.60 亿元（含 3.60 亿元）。本期债券期限为 3 年期，附债券存续期第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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，也称“聚酯纤维”，是合成纤维的第一大品种，它是以 PTA¹和 MEG²为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物—PET³，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。

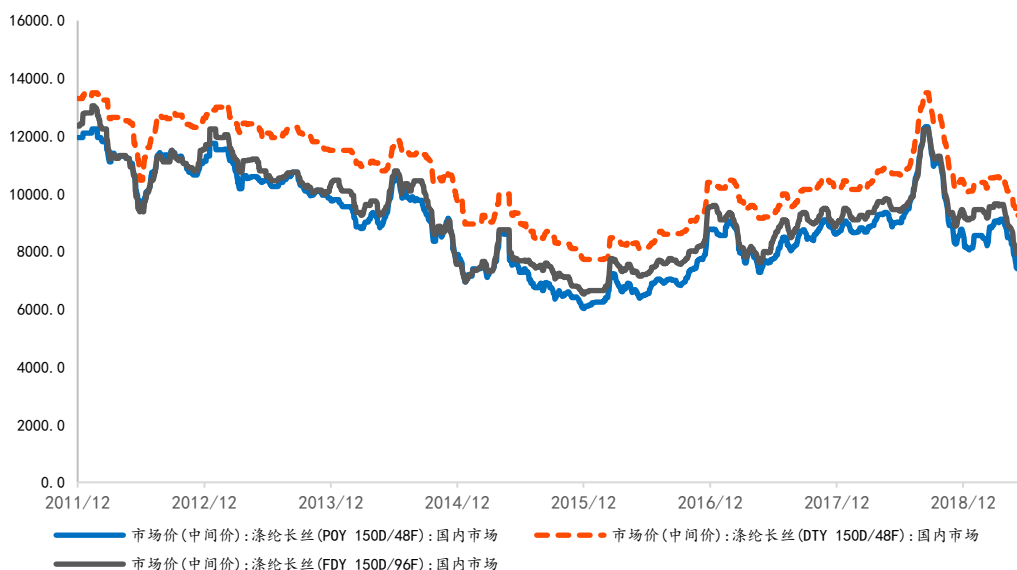
涤纶行业受宏观经济影响具有一定的周期性，2011 年四季度起，涤纶长丝行业的景气度逐步回落，之后一路震荡下行至 2014 年，2015 年以来，受宏观经济回暖影响，涤纶行业景气度提升，2016 年以来，价格受供给侧改革、环保约束等影响呈现明显反弹，并逐步攀升至近十年景气高位。2018 年第四季度受国际原油价格下跌影响，涤纶长丝价格回落明显。

¹ 精对苯二甲酸（Purified Terephthalic Acid），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。

² 乙二醇（Ethylene Glycol），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。

³ 聚对苯二甲酸乙二酯（简称涤纶）（Polyethyl Ene glycol Terephthalate），也称聚酯，可以通过熔体直纺成为涤纶牵伸丝（FDY）、涤纶预取向丝（POY）等产品。

图2 我国涤纶长丝市场（中间价）走势（元/吨）



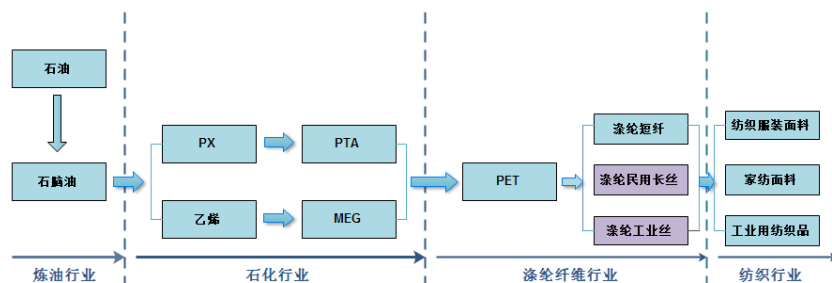
资料来源：Wind

总体看，近几年，涤纶行业景气度大幅回升，但受国际原油价格波动影响显著。

2. 行业上下游

涤纶纤维产业链上下游关系如下图所示。

图3 涤纶纤维行业产业链



资料来源：Wind

（1）行业上游

涤纶长丝行业的上游行业为石化行业，主要原材料 PTA、MEG 占涤纶长丝生产成本比重较大，平均每吨 PET 聚酯需 0.85~0.86 吨的 PTA 和 0.33~0.34 吨的 MEG。原油价格是决定涤纶原材料成本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 为生产涤纶的最主要原材料，目前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 年以来，我国 PTA 产能快速扩张，2012 年增速高达 56.83%，2014—2015 年 PTA 经过产能过剩阵痛期，随后 2016 迎来落后产能出清，最终在 2017 年下半年后迎来供应平衡。截至 2018 年底，PTA 产能约为 5,129 万吨，较上年底小幅增长

1.36%。2018 年，PTA 产量约为 4,073.6 万吨，考虑到 PTA 部分产能长期停滞，2018 年 PTA 供需大致均衡，实际开工率进一步提升。PTA 消费量受下游涤纶需求增长整体呈增长趋势，2018 年 PTA 表观消费量为 4,034 万吨，同比增长 23.24%，PTA 消费需求的增长也促使行业供需矛盾的改善。

随着 PTA 产能和产量的增长，作为 PTA 的主要原材料 PX⁴，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 50%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，但同时如荣盛石化股份有限公司、恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力石化”）和恒逸石化等国内涤纶行业巨头已经关注到 PX 滞后对我国涤纶产业链的束缚，纷纷向上游延伸，投建炼化一体化项目，截至 2019 年 3 月底，恒力石化 450 万吨/年 PX 产能，已经成功投放了 225 万吨/年的生产线，荣盛石化控股子公司浙江石油化工有限公司（以下简称“浙江石化”）4,000 万吨/年炼化一体化项目（一期）目前已完成工程建设、设备安装调试等前期工作，相关装置已具备投运条件。随着项目投产带来的 PX 产能释放，未来国内需求缺口有望逐渐收窄，PX 相对于 PTA 环节的话语权将继续减弱，行业利润格局有望重塑，从上游往 PTA 环节转移。2019—2021 年中国 PX 新增产能呈现井喷式增长，新增产能或将达到 1,870 万吨。亚洲 PX 供需将迎来新格局，我国 PX 高进口依存度将得到扭转。

总体看，涤纶行业 PX—PTA—聚酯产业链中，PX 环节国内供给不足，高度依赖进口，但未来随着大型炼化一体化项目投产带来的 PX 产能释放，PX 供给将逐步增加；国内 PTA 环节产能过剩，随着下游消费增长，供需矛盾有望不断改善。

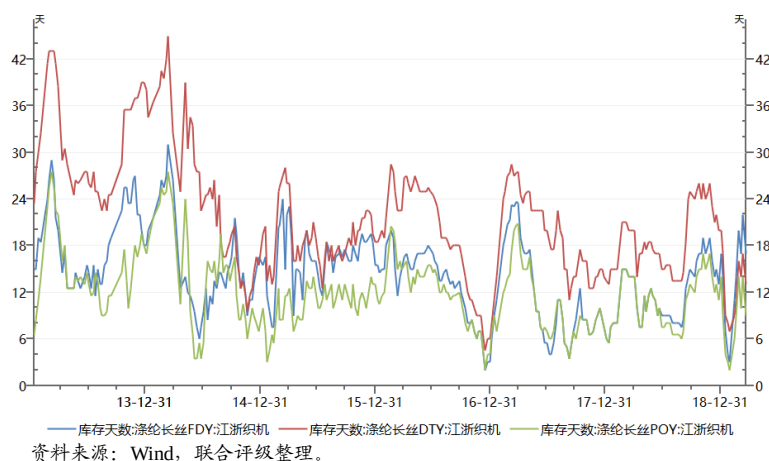
（2）行业下游

涤纶长丝下游产业链长，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。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，其中，纺织服装需求占比超过 50%。受益于全球经济复苏，我国服装行业微弱复苏。据 Wind 数据显示，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 年第三季度杭州 G20 峰会后，喷水织机逐渐开始恢复生产，加之终端纺织服装和家纺市场等景气回升，需求增加；2016 年 12 月，织造工厂开机率同比提高，全部工厂开机率均在 6 成以上，其中开机率在 8 成及以上占 92%。2017—2018 年，下游织机负荷率仍保持在 70%左右。

从下游涤纶库存情况来看，2013 年底至 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 年下半年 G20 峰会在杭州召开，江浙作为化纤聚集区，会议召开减产限产导致的需求挤出效应，使得涤纶库存在 2016 年末降至底部。2017 年初受春节假期影响，库存量增加后随着纺织企业开工，库存降低。2018 年 1—8 月，纺织市场仍处于繁荣期，呈现高利润和低库存状况，纺织开工率高企，纺织产量保持两位数增长。2018 年 8 月 PTA 大涨导致下游纺织市场恶化，9 月部分纺织企业选择减产，造成纺织企业开工率大降，涤纶库存上升。

⁴ 对二甲苯（Para-Xylene），为生产精对苯二甲酸（PTA）的原料之一。

图4 2013年以来江浙织机涤纶库存情况

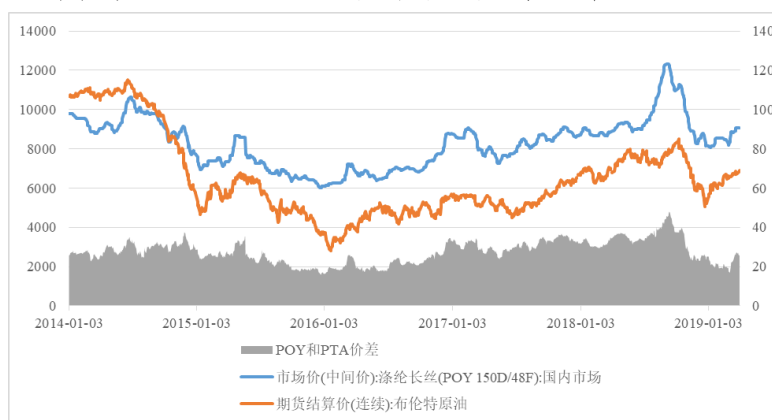


总体看,较长时间我国纺织企业织机负荷率持续较低,下游对产品的需求不足,但自2016年第三季度起,终端纺织服装和家纺市场等景气回升,拉动产品需求;同时,2017年初下游纺织企业开始步入补库存周期,2018年前三季度纺织产量保持高位增长,对涤纶行业景气度的提高形成持续支持。

3. 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。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。2015年涤纶产品整体处于低位震荡态势,2016年以来国际油价上行影响,涤纶长丝价格随之大幅上涨,行情好转。2017—2018年三季度,涤纶长丝行情持续向好。2018年四季度开始,受国际原油价格快速下跌以及前期聚酯产品价格被炒作过高影响,涤纶长丝产品价格大幅下降,截至2018年底,POY⁵(150D/48F)价格在8,200元/吨左右,较2018年9月价格最高时下跌了约34%。进入2019年,随着油价触底反弹,涤纶长丝行情好转。

图5 近年来我国涤纶、涤纶与PTA价差和原油价格情况(单位:元/吨、美元/桶)



⁵ 涤纶预取向丝(Pre-oriented Yarn),为涤纶(PET)的下游产品之一,可直接用于纺织业。

总体看，涤纶价格走势与国际原油价格走势一致性较高，2016年下半年以来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。2018年四季度，国际原油价格快速下跌，涤纶价格随之大幅走低。进入2019年，随着油价触底反弹，涤纶长丝行情好转。

4. 行业竞争

近二十年来，国内涤纶长丝产能增长较快，1995—2005年聚合产能年复合增速在25%以上，2009年“四万亿投资”拉动各行业扩产热情，涤纶长丝行业产能迅速扩张。2011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，造成涤纶长丝产品价格持续下降，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。

随着涤纶长丝行业产业结构持续调整，落后产能不断被淘汰，大型生产企业凭借其规模和技术优势持续扩张，行业集中度稳步提升，行业内前三大公司（CR3）市场占有率从2009年的26.50%提高到2018年的接近40%，行业竞争格局正由竞争型向寡占型转变。2018年，中国最大的涤纶长丝生产企业桐昆集团股份有限公司拥有570万吨/年涤纶长丝生产能力，国内市场占有率超过16%，全球占比接近11%。

涤纶长丝行业的区域性特征明显。凭借市场和劳动力成本优势，中国、印度和东南亚地区承接了世界化纤产业的转移。目前，全球产能主要分布在我国、印度、东盟、韩国和西欧。受下游化纤贸易集散地和主要原材料供应商的分布影响，目前我国的聚酯装置多数分布在江浙两地，两地聚酯装置的累计产能占到我国总产能的近77%，福建省是我国华南地区的主要聚酯生产地，该省的产能占比为8%；上海、广东、海南、辽宁地区的占比不相上下，其余四川省、河南、安徽、天津、黑龙江、新疆的占有率相对较小，原先我国聚酯产业向西部发展的计划也因终端配套设施无法及时跟进而放缓进度。

总体看，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

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，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。

2017年6月，中国化学纤维工业协会发布了《中国化纤工业绿色发展行动计划（2017—2020）》，明确了到2020年，绿色发展理念成为化纤工业生产全过程的普遍要求，化纤工业绿色发展整体水平显著提升。能源利用效率、清洁生产水平、资源利用水平显著提升，绿色化纤制造体系初步建立。

加大淘汰落后产能力度，化解部分过剩产能，绿色化纤制造能力稳步提高，化纤工业主要产品单耗、重点（粘胶、腈纶、维纶）行业主要污染物排放强度达到世界先进水平，部分专业绿色制造水平处于世界领先地位。

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，同时强调绿色发展，促进化纤行业整体制造水平。

6. 行业关注

（1）行业周期性强、易受上下游景气度影响

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。

（2）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；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偏弱。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。

（3）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

（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）产业链投建重点转移到 PX 环节

PX—PTA—聚酯产业链中，国内 PX 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，其中恒力化纤 2,000 万吨/年炼化一体化项目已于 2018 年底正式投料开车，浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目（一期）已经投料试产，未来我国 PX 自给率将有望大幅提高。

（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。

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 2019 年 3 月底，公司控股和参股的 PTA 产能合计达到 1,350 万吨/年；现有 PET 产品主要有涤纶牵伸丝（FDY）⁶、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 510 万吨/年，居国内同行业前列；加弹丝产品主要为涤纶变形丝（DTY）⁷，产能达到 45 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

公司目前拥有董事、监事及高级管理人员 7 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

⁶ 涤纶牵伸丝（Full Drawn Yarn），为涤纶（PET）的下游产品之一，可直接用于纺织业。

⁷ 涤纶变形丝（Draw Textured Yarn），为涤纶预取向丝（POY）的再加工产品，可直接用于纺织业。

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，高级经济师，非执业注册会计师（CPA），中国注册金融分析师（CRFA），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月在恒逸集团财务部工作，担任财务部经理；2008年10月至2011年4月，在恒逸集团投资发展部工作，担任投资发展部经理；2011年5月至2013年4月，担任恒逸集团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2019年3月底，公司在职员工总数19,559人，按专业构成划分，一线员工占83.66%、销售人员占0.98%、管理人员占10.31%、研发人员占4.71%、其他人员占0.34%；按教育程度划分，本科及以上学历占比20.93%、专科学历占比28.86%、其他学历占比50.22%。

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。股东会作为公司的权力机构，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举产生和罢免。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

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。

2016—2018年，公司营业收入逐年增长，分别为338.26亿元、725.14亿元和940.56亿元，年均复合增长66.75%。其中，主营业务收入分别占当期营业收入的99.69%、99.69%和99.48%，公司主营业务突出。2016—2018年，公司实现净利润分别为6.05亿元、13.87亿元和16.31亿元，年均复合增长64.22%，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。

从主营业务收入及构成来看，2016—2018年，化工板块收入逐年增长，年均复合增长40.37%，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波动下降，分别为72.21%、46.22%和51.16%。近三年，贸易板块收入逐年大幅增长，年均复合增长121.08%，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2016年的27.49%提升至2018年的48.31%。

从主营业务毛利率及构成来看，2016—2018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。2016—2018年，贸易板块毛利率持续处低水平，其中2016年和2018年公司贸易业务毛利率均呈成本倒挂态势，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。2016—2018年，受贸易收入占比逐年提升且贸易业务低毛利率状态的影响，公司综合毛利率波动上升，分别为3.38%、3.75%和3.71%。

表1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016年			2017年			2018年			2019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
化工板块：	244.24	72.21	4.94	335.18	46.22	7.09	481.21	51.16	7.38	129.67	56.07	7.42
PTA	149.36	44.16	3.61	168.98	23.30	4.89	163.97	17.43	6.88	39.72	17.18	4.04
PET	71.42	21.11	6.61	120.39	16.60	8.68	258.83	27.52	7.34	76.21	32.95	8.41
DTY	21.71	6.42	9.01	26.64	3.67	14.68	35.24	3.75	10.21	8.66	3.74	9.79
PA6 ⁸	1.75	0.52	4.57	19.17	2.64	5.89	23.17	2.46	6.96	5.08	2.20	14.95
贸易	92.97	27.49	-0.77	387.74	53.47	0.77	454.42	48.31	-0.44	100.03	43.26	0.38
其他	1.04	0.31	0.34	2.23	0.31	21.52	4.93	0.52	29.01	1.55	0.67	49.73
合计	338.26	100.00	3.38	725.14	100.00	3.75	940.56	100.00	3.71	231.25	100.00	4.66

资料来源：公司提供

⁸ 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。

2019年1—3月，公司实现营业收入231.25亿元，较上年同期增长24.63%，主要系公司产品产销规模进一步提升，同时公司贸易板块的经营规模扩大所致。同期，实现净利润4.05亿元，较上年同期下降44.45%，主要系财务费用和研发费用增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润0.91亿元。

总体看，近三年，公司贸易规模逐年大幅增长，带动公司营业收入逐年增长。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) 产品生产

公司PTA产品的生产主体仍然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2019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”）、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”）共8家子公司。2019年3月底，公司合计PET产能510.00万吨/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”）和杭州逸璟。截至2019年3月底，DTY产能45.00万吨/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”），截至2019年3月底，公司PA6产能仍旧为16.50万吨/年。

表2 截至2019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	控股产能
PTA	浙江逸盛石化	540.00
PET	恒逸高新	160.00
	恒逸聚合物	60.00
	杭州逸璟	75.00
	嘉兴逸鹏	20.00
	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
DTY	浙江恒逸石化	35.00
	杭州逸璟	10.00
PA6	恒逸锦纶	16.50

资料来源：公司提供

从产能来看，2016—2018 年，公司 PTA 产品产能无变动。公司 PET 产品产能大幅扩张，年均复合增长 90.86%。DTY 产品产能小幅扩张，2017 年，杭州逸璟的 DTY 产能小幅扩张导致公司 DTY 产品产能较上年增加 10.00 万吨至 40.00 万吨/年，2018 年，公司 DTY 产能无变化。近三年，公司 PA6 产能未发生变化。

从产能利用率来看，2016—2018 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 86.55%、91.00%和 91.91%。PET 产品和 DTY 产品产能利用率逐年下降，主要系公司在 2017—2018 年新增产能释放，而新增的产能开工负荷率不高所致。2016—2018 年，公司 PA6 产品产能利用率逐年上升。

从产量来看，2016—2018 年，受公司产能释放影响，公司 PTA、PET、DTY 和 PA6 产品产量均逐年增长。

表 3 公司控股化工产品生产概况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
PTA（浙江逸盛）	产能	540.00	540.00	540.00	540.00
	产量	467.36	491.49	496.33	127.55
	产能利用率	86.55	91.00	91.91	94.48
PET	产能	140.00	330.00	510.00	510.00
	产量	137.78	194.57	357.21	122.10
	产能利用率	98.41	95.88	88.57	95.76
DTY	产能	30.00	40.00	40.00	45.00
	产量	27.94	31.92	35.81	10.67
	产能利用率	93.24	98.20	89.54	94.85
PA6	产能	16.50	16.50	16.50	16.50
	产量	2.55	13.11	14.52	3.70
	产能利用率	61.82	79.47	88.01	89.70

资料来源：公司提供

注：1. 2019 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。

2019 年 1—3 月，公司控股 PTA、PET 和 PA6 产品产能未发生变化，DTY 产品产能小幅增长至 45.00 万吨/年。公司 PTA、PET、DTY 和 PA6 产品产能利用率均有所上升。

总体看，公司控股 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。近三年公司 PET 产能大幅扩张，DTY 产能小幅扩张，受产能扩张影响，产能利用率明显下降，但仍处于较高水平。PA6 产品产能未发生变化，产能利用率逐年提升。

（2）原材料采购

公司对外采购主要原材料为对二甲苯（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，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 ACP⁹和 CFR¹⁰（或 SPOT¹¹）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 Saudi Basic Industries Corporation（简称 SABIC）、浙江前程石化股份有限公司、中国石化及日本住友等。在 CPL 原材料方面，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“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，受公司 PTA、PET 和 PA6 产品产量增长影响，2016—2018 年，公司 PX、MEG 和 CPL 原材料采购量均逐年增长，其中 MEG 采购量因 PET 产量的大幅扩张，年均复合增长 59.39%

表 4 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
PX	采购量 ¹²	310.56	321.93	334.03	86.81
	采购均价	5,435.02	5,192.35	7,026.15	7,469.28
MEG	采购量 ¹³	52.11	66.15	132.38	45.29
	采购均价	5,167.91	6,887.54	6,197.58	4,428.06
CPL	采购量	2.75	13.11	14.47	3.29
	采购均价	11,490.91	14,832.78	13,929.62	11,623.56

资料来源：公司提供

从采购均价来看，2016—2018 年，受原油价格上涨影响，PX 原材料采购均价年均复合增长 13.70%；MEG 和 CPL 原材料采购均价波动增长，受煤制 MEG 新产能 2018 年三季度集中投产库存不断累积影响，MEG 价格快速下行，公司 MEG 原材料采购均价同比下降 10.02%，公司 CPL 原材料采购均价同比下降 6.09%。

2019 年 1—3 月，公司 PX、MEG 和 CPL 原材料采购量分别为 86.81 万吨、45.29 万吨和 3.29 万吨，PX 原材料采购价格继续上升，MEG 和 CPL 原材料采购价格受市场供需影响大幅下降。

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—2018 年，公司前五大供应商集中度分别为 50.09%、26.87%和 25.55%，采购集中度自 2017 年开始大幅下降，主要系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。

表 5 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
2016 年	宁波中金石化有限公司	PX	55.43	23.88	否

⁹ACP 为货物交付当月主要出版物（亚洲合约价）

¹⁰CFR 为成本加运费（CFR=Cost+Freight）

¹¹SPOT 为 PLATTS 统计报价

¹²PX 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量。

¹³MEG 原材料采购口径包含部分少量原材料贸易量。

	中国石化化工销售有限公司宁波经营部	PX	19.40	8.36	否
	MITSUI&CO,LTD	PX	16.09	6.93	否
	福建联合石油化工	PX	14.94	6.44	否
	浙江前程石化股份有限公司	MEG	10.40	4.48	否
合计		--	116.26	50.09	--
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	--
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) PTE LTD	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	--

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。近三年，公司 PET 产能大幅扩张，随着公司各产品产量的增加，公司原材料采购量逐年增长；2017 年开始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。

（3）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。

2016—2018 年，公司 PTA 产品销量逐年增长，年均复合增长 3.13%。受公司产品产能释放，产量增加影响，公司 PET、DTY 和 PA6 产品销量均逐年增长，其中 PET 产品受产量大幅扩张，销量年均复合增长 59.72%。

从产销率来看，2016—2018 年，公司 PTA、PET 和 DTY 产品产销率均稳定保持较高水平。

从销售价格来看，2016—2018 年，PET、DTY 和 PA6 销售均价均逐年上升。PTA 产品销售均价波动上升，2018 年由上年的 5,174.00 元/吨小幅下降至 5,116.44 元/吨，主要系 2018 年前三季度 PTA 价格大幅上升，但四季度受原油价格下跌、聚酯企业减产影响，PTA 价格大幅回落。

表 6 公司产品销量情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
PTA（浙江逸盛）	销量	465.96	493.28	495.62	128.26

	销售均价	4,600.00	5,174.00	5,116.44	5,287.88
	产销率	99.70	99.64	99.86	100.56
PET	销量	138.92	192.97	354.38	120.11
	销售均价	6,128.00	6,238.70	7,303.68	6,344.66
	产销率	100.83	99.18	99.21	98.37
DTY	销量	28.92	30.98	36.41	10.87
	销售均价	8,462.00	8,598.10	9,678.33	7,963.81
	产销率	103.38	97.08	101.67	101.90
PA6	销量	2.42	13.08	14.51	3.63
	销售均价	12,137.00	14,653.46	15,971.11	13,991.29
	产销率	94.90	99.75	99.91	98.11

资料来源：公司提供

2019年1—3月，公司PTA产品、PET产品、DTY产品及PA6产品销量分别为128.26万吨、120.11万吨、10.87万吨和3.63万吨，产销率均维持较高水平。

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，2016—2018年，公司前五名客户销售金额占比分别为50.09%、22.12%和10.29%，公司客户集中风险大幅降低，主要系公司从2017年开始贸易规模大幅增加所致。

总体看，近年来公司化工板块主要产销率均保持较高水平，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，带动行业集中度的提升，公司PTA销售规模大幅增长，同时由于公司PET产能大幅扩张，公司PET产品销量大幅增长。公司客户集中风险降低。

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、原油等原料贸易和PTA、PET产品贸易。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，主要基于公司产能的扩张对原料、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，了解产品及原料贸易流向，掌握市场动态。

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，不仅为公司开展石化贸易提供了货源，而且成本较市场价低，公司根据库存及市场情况，在满足内部原料PX、MEG需求的情况下，将余量对外销售。PTA采购主要来自联营企业及其他国内主要PTA生产企业。公司贸易收入主要来源于PTA和MEG，2018年起公司原油贸易业务规模有所增加，公司开展的原油贸易的目的在文莱炼化厂即将投产的背景下，提前与全球各大原油供应商，成品油及其他化工产品客户及当地金融机构等利益相关方建立联系，为恒逸文莱炼化厂提供原油

原材料做好准备。2018 年，受 PTA、MEG 和原油等大宗商品价格波动较大影响，公司贸易业务出现小幅亏损。

2016—2018 年，受公司的贸易商品 PTA、MEG 和原油等大宗商品价格波动较大影响，公司贸易板块毛利率持续处低水平，其中 2016 年和 2018 年公司贸易业务出现小幅亏损。

表 7 2016—2019 年 3 月公司主要贸易产品销售情况（单位：万吨）

贸易产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
PX	5.65	8.75	21.31	1.95
PTA	45.48	233.54	188.77	19.31
MEG	32.13	119.35	137.34	17.72
原油	-	-	65.79	56.14
其他	9.70	26.10	41.21	4.91
合计	92.97	387.74	454.42	100.03

资料来源：公司提供

公司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，公司境外购销商品均以信用证方式结算；国内采购采用票据及现金方式结算。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，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）恒逸石化拟非公开发行股票购买资产并募集配套资金

经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）《关于核准恒逸石化股份有限公司向浙江恒逸集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2018]1937 号）核准，恒逸石化通过发行股份购买公司所持有的嘉兴逸鹏 100%股权和太仓逸枫 100%股权及兴惠化纤集团有限公司（以下简称“兴惠化纤”）和富丽达集团控股有限公司（以下简称“富丽达集团”）持有的双兔新材料 100%股权，同时募集配套资金不超过 300,000 万元。截至 2018 年 12 月 28 日，恒逸石化发行股份购买资产部分的新增股份已在结算公司完成登记并上市。变更后恒逸石化持有嘉兴逸鹏、太仓逸枫和双兔新材料 100%的股权。

公司于 2018 年 12 月在境内非公开发行人民币普通股 213,768,115 股，发行价格为每股人民币 13.80 元，募集资金总额为人民币 29.50 亿元。上述募集资金已于 2019 年 1 月 29 日到位，并经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审验出具了瑞华验字[2019]第 01090001 号验资报告。本次交易前，前十大股东持股比例为 70.43%（其中恒逸集团直接持股 44.40%），交易后，前十大股东持股比例为 65.57%（其中恒逸集团直接持股 41.06%），不会导致上市公司控股股东和实际控制人发生变化。本次募集配套资金拟用于由标的公司嘉兴逸鹏实施的“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”、标的公司太仓逸枫实施的“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”以及支付相关中介费用及相关税费，计划使用募集资金 29.22 亿元，截至 2019 年 3 月 31 日，公司实际投入募集资金 11.55 亿元，募集资金余额 17.66 亿元。

2019 年 4 月 25 日，公司第十届董事会第二十九次会议审议通过了《关于变更部分募集资金用途暨关联交易的议案》，公司拟取消使用募集资金用于年产 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(太仓逸枫),将该两项目剩余募集资金投入新项目。拟变更募集资金总额为 15.63 亿元,拟将该等金额用于投资海宁恒逸新材料有限公司(以下简称“海宁新材料”)年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目(使用募集资金 7.56 亿元)和收购杭州逸璟 100%股权(使用募集资金 8.07 亿元)。

(2) 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。2018 年 8 月 23 日,恒逸石化已开始有序提取文莱 PMB 石油化工项目银团贷款。

总体看,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,截至目前相关登记手续已全部完成;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

截至 2019 年 3 月底,公司在建工程为文莱 PMB 石油化工项目和海宁新材料建设项目。

表 8 截至 2019 年 3 月底在建或计划新建项目情况

项目名称	规划总投资		2019 年 3 月底 累计投资	未来投资计划		
	金额	其中: 自筹		2019 年 3—12 月	2020 年	2021 年
文莱 PMB 石油化工项目(单位: 亿美元)	34.45	10.00	27.00	4.50	3.40	--
海宁新材料建设项目(单位: 亿人民币)	63.60	19.00	16.70	25.00	18.00	3.90

资料来源: 公司提供

(1) 文莱 PMB 石油化工项目

文莱 PMB 石油化工项目建于文莱达鲁萨兰国大摩拉岛,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:码头、罐区、电站(4×380 吨/小时)、海水淡化(5 万立方米/天)等。

文莱 PMB 石油化工项目总投资额为 34.45 亿美元,其中 30%为资本金。公司持股 70%,文莱方持股 30%,其中 10 亿美元为资本金,已全部到位,主要通过 2016 年恒逸石化定增 38 亿元完成。剩余 24.45 亿美元中 17.5 亿美元现在主要由国开行为首提供银团解决,截至 2019 年 3 月底,公司已提取约 14.3 亿美元。此外公司已于 2019 年 4 月完成国家发改委审批的 15 亿“一带一路”企业债发行,于 2018 年 3 月由上市公司恒逸石化完成 5 亿“一带一路”公司债的发行。目前合计融资 27.5 亿美元左右,未来资金主要通过提取银团贷款以及首先考虑伊斯兰金融及文莱本地银行贷款,目前正在积极落实各项合同条款,其次考虑丝路基金及其他等金融机构,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。

2019年9月6日，恒逸石化发布《关于文莱 PMB 石油化工项目产出合格产品的公告》，恒逸石化控股子公司恒逸实业（文莱）有限公司在文莱达鲁萨兰国（Brunei Darussalam）大摩拉岛（Pulau Muara Besar）投资建设的文莱 PMB 石油化工项目，经过全面调试、联运和平稳运行，常减压装置于9月6日正式产出合格产品。随着项目投产运营，公司经营业务将从现有中下游产业“PTA、聚酯长丝、聚酯短纤、聚酯瓶片、聚酯切片和CPL”延伸至更上游的“PX、苯和炼化”环节，形成炼化一体化产业格局，公司产业链进一步完善。

（2）海宁新材料建设项目

海宁新材料建设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。海宁新材料建设项目计划总投资额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。截至2019年3月底，海宁新材料建设项目累计投资16.70亿人民币。

总体看，公司通过文莱项目向上游石化行业扩张，并扩大下游聚酯及长丝产能，项目完成后，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。但是文莱项目投资规模较大，未来炼化项目仍需投入较大规模资金，加之聚酯纤维的改扩建项目，行业波动等因素可能导致项目投产不及预期，存在资金周转压力。

6. 经营效率

2016—2018年，公司应收账款周转率分别为37.80次、53.94次和49.80次；公司存货周转率分别为17.41次、30.19次和31.73次；公司总资产周转率分别为0.93次、1.63次和1.47次，近三年公司经营效率整体上升。

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。截至2018年末，文莱项目已累计投入151.25亿元。文莱项目的建成将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。

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，部分年份毛利率呈成本倒挂态势，对于公司主营业务利润形成侵蚀，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。

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。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 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。2019 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，2016—2018 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）。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—2018 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 9 2016—2018 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
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
	宁波恒逸天阗股权投资合伙企业（有限合伙）	新设立或投资
	杭州逸曜	新设立或投资
	嘉兴逸鹏	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	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
2018 年	双兔新材料	发行股份
	宿迁逸达	投资设立
	福建逸锦	投资设立
	浙江恒逸工程管理有限公司	投资设立
	浙江恒澜科技有限公司	投资设立
	绍兴神工包装有限公司	投资设立
	杭州逸宸化纤有限公司	投资设立
	东营恒逸热力有限公司	投资设立
	杭州虹富投资管理合伙企业（有限合伙）	投资设立
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
2017 年	天津恒融达科技有限公司	处置子公司
2018 年	福建恒逸化工有限公司	注销
	上海逸通国际贸易有限公司	注销
	杭州信恒投资合伙企业（有限合伙）	无控制权

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司合并资产总额 775.86 亿元，负债合计 538.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 236.93 亿元，归属于母公司的所有者权益 88.87 亿元。2018 年，公司实现营业收入 940.56 亿元，净利润（含少数股东损益）16.31 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.07 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 832.70 亿元，负债合计 566.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 265.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 92.66 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 231.25 亿元，净利润（含少数股东损益）4.05 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.91 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.70 亿元。

2. 资产质量

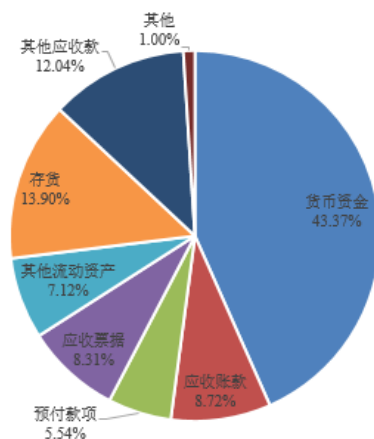
2016—2018 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 42.97%，主要系非流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产合计 775.86 亿元，较年初大幅增长 52.75%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产 224.25 亿元（占 28.90%），非流动资产 551.61 亿元（占 71.10%），资产结构以非流

动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.34%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 224.25 亿元，较年初大幅增长 18.49%，主要系货币资金增加所致；流动资产主要由货币资金（占 43.37%）、应收票据（占 8.31%）、应收账款（占 8.72%）、预付款项（占 5.54%）、其他应收款（占 12.04%）、存货（占 13.90%）和其他流动资产（占 7.12%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 25.81%。截至 2018 年底，公司货币资金为 97.26 亿元，较年初大幅上升 61.97%，主要系一方面因经营规模扩大，融资业务保证金增加；另一方面因文莱项目提用项目贷款，根据项目进度逐步付款，所以期末货币资金总额增加。公司货币资金主要由银行存款（66.95 亿元）和其他货币资金（30.30 亿元）构成。截至 2018 年底，公司使用权受到限制的货币资金为 27.71 亿元，主要为信用证和承兑汇票保证金，占当期货币资金的 23.35%，占比尚可。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 9.42%。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；截至 2018 年底，公司应收票据余额为 18.64 亿元，较年初减少 25.31%，因为贴现利率下行，部分票据进行贴现，在库票据下降所致所致；其中，公司应收票据主要由银行承兑汇票（11.01 亿元）和商业承兑汇票（7.00 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 50.22%，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。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 19.55 亿元，较年初增长 7.34%。在坏账准备计提方面，全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，账龄组合的账龄主要集中于 1 年以内（19.53 亿元），账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 85.13 万元，计提比例为 0.04%。从集中度来看，截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户余额总计 12.66 亿元，占比为 64.73%，集中度较高。

2016—2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 17.91%，截至 2017 年底，公司预付款项为 11.92 亿元，较年初下降 35.33%，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 2018 年底，公司预付款项为 12.43 亿元，较年初上升 4.20%。其中，公司预付款项账期主要集中于一年以内（12.37 亿元）。

2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 24.14%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 27.00 亿元，较年初大幅上升 59.07%，主要系 2018 年实行第三期员工持股计划及产业内参股公司往来款增加。截至 2018 年底，公司对其他应收款按账龄特征及风险特征进行了划分，主要由按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收账款（24.61 亿元）和单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收账款（3.31 亿元）构成。账龄组合的账龄主要集中于 1 年以内（22.85 亿元）。截至 2018 年底，公司其他应收账款累计计提坏账准备 0.93 亿元，计提比例为 3.31%。

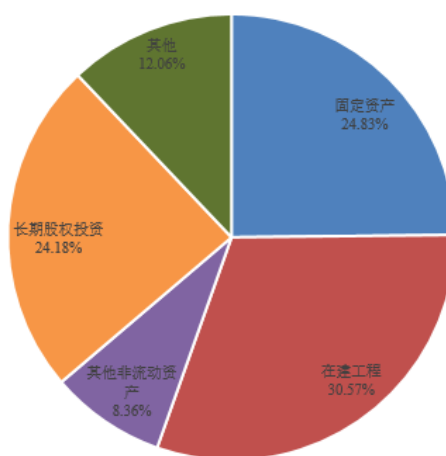
2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 19.88%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 24.54 亿元，较年初增长 13.13%，主要系公司合并范围变动，库存量增长所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 31.18 亿元，较年初增长 27.03%，主要系公司经营规模扩大，公司产品及原材料增加所致。其中，公司存货主要由原材料（14.69 亿元）和库存商品（13.40 亿元）构成。截至 2018 年底，公司存货计提跌价准备 1.38 亿元，计提比例为 4.24%，主要系对库存商品计提的跌价准备。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 9.42%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 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。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 15.97 亿元，较年初大幅下降 39.40%，主要系当期理财产品减少所致。公司其他流动资产主要由委托贷款（7.69 亿元）和留抵进项税（5.35 亿元）构成。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 61.68%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 551.61 亿元，较年初大幅增长 73.10%，主要系固定资产、在建工程和长期股权投资增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占 24.18%）、固定资产（占 24.83%）、在建工程（占 30.57%）和其他非流动资产（占 8.36%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 32.28%。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%，主要系公司新增对海南逸盛石化的投资和浙商银行权益法下确认的投资收益增加所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 133.37 亿元，较年初增长 46.45%，主要系公司新增对宁波璟仁投资有限公司的投资 25.00 亿元和浙商银行权益法下确认的投资收益增加所致。其中，公司长期股权投资主要由对浙商银行的投资（占 42.39%）、对浙江巴陵

恒逸己内酰胺有限责任公司的投资（占 8.42%）、对宁波璟仁投资有限公司的投资（占 18.74%）、对大连逸盛投资有限公司的投资（占 11.47%）（以下简称“大连逸盛投资”）和对海南逸盛石化的投资（占 10.75%）构成。截至 2018 年底，公司持有浙商银行 6.64% 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。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 26.25%。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。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 136.98 亿元，较年初增长 37.10%，主要系在建工程转固定资产和收购子公司所致。其中，公司固定资产主要由房屋及建筑物（24.62 亿元）、构筑物（7.26 亿元）和机器设备（103.73 亿元）构成。截至 2018 年底，公司已累计计提折旧 88.59 亿元，固定资产成新率为 60.81%，成新率一般。截至 2018 年底，公司共计提固定资产减值准备 0.51 亿元。

为进一步延伸产业链以及提升公司盈利能力，2016—2018 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 215.66%，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 2018 年底，公司在建工程为 168.64 亿元，较年初大幅增长 221.71%，主要系为文莱 PMB 石油化工项目等投资建设支出以及配套工程建设购入的专用材料增加所致。在建工程主要由文莱 PMB 石油化工项目（151.25 亿元）构成。

2016—2018 年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长 255.90%，主要系预付工程设备款增长所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 46.10 亿元，较年初大幅增长 60.32%，主要系文莱石油炼化项目等项目的预付工程款增加。公司其他非流动资产主要由预付工程设备款（43.59 亿元）和委托投资款（2.40 亿元）构成。

截至 2018 年，公司各类受限资产合计 353.24 亿元，占总资产的比例为 45.53%，受限资产所占比重较高。

表10 截至2018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	25.90	保证金
应付票据	0.50	资产质押池融资
应收票据	0.95	质押开立承兑汇票
固定资产	73.71	借款抵押
在建工程	152.64	借款抵押
无形资产	2.26	借款抵押
长期股权投资	97.29	借款抵押
合计	353.24	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 832.70 亿元，较年初增长 7.33%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产 238.59 亿元，较年初增长 6.39%，非流动资产 594.11 亿元，较年初增长 7.71%；流动资产和非流动资产占比分别为 28.65%和 71.35%，资产构成较年初变动不大。

2016—2018 年，母公司资产总额分别为 379.59 亿元、507.92 亿元和 775.86 亿元，年均复合增长 42.97%；流动资产分别为 168.57 亿元、189.25 元和 224.25 亿元，年均复合增长 15.34%，主要系货币资金及其他应收款增加所致；非流动资产分别为 211.02 亿元、318.67 亿元、和 551.61 亿元，年均复合增长 61.68%，主要系长期股权投资、固定资产和在建工程逐年增长所致。

总体看，近三年，公司资产总额大幅增长，资产结构以非流动资产为主。公司非流动资产中长期股权投资规模较大，以对浙商银行股权投资为主；在建工程占比较高，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，受在建工程用于借款抵押影响，公司资产受限比例较高，资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

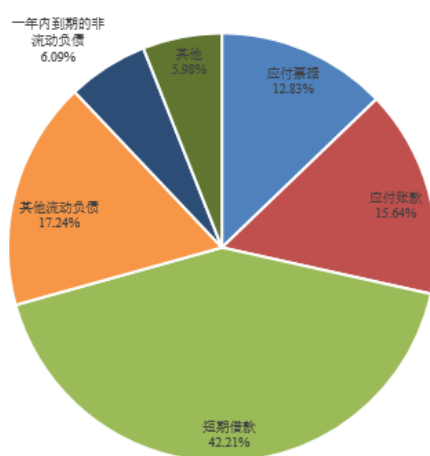
负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 51.72%。截至 2018 年底，公司负债规模合计 538.93 亿元，较年初大幅增长 74.21%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债 339.31 亿元（占 62.96%），非流动负债 199.62 亿元（占 37.04%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 32.31%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 339.31 亿元，较年初大幅增长 28.56%，主要系短期借款和应付票据及应付账款增加所致。流动负债主要由短期借款（占 42.21%）、应付票据（占 12.83%）、应付账款（占 15.64%）、其他流动负债（占 17.24%）和一年内到期的非流动负债（占 6.09%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 27.65%，主要系公司融资需求大幅增长所致。截至 2018 年底，公司短期借款为 143.23 亿元，较年初增长 24.11%，公司短期借款主要由质押借款（42.62 亿元）、抵押借款（42.59 亿元）和保证借款（58.02 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 17.88%。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。截至 2018 年底，公司应付票据 43.54 亿元，较年初增长 62.88%，主要系公司经营规模扩大，应付国内证、应付工程设备款增加。公司应付票据主要由银行承兑汇票（18.58 亿元）和国内信用证（占 24.97 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 94.05%，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。截至 2018 年底，公司应付账款为 53.08 亿元，较年初增长 66.26%，公司应付账款主要集中于一年以内（占 99.39%）。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 33.35%。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。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 58.50 亿元，较年初减少 12.69%，主要系股权质押回购借款减少所致。公司其他流动负债主要由短期融资券（51.00 亿元）和股权质押回购借款（占 4.50 亿元）构成。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 122.62%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 199.62 亿元，较年初大幅增长 339.51%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 53.01%）、应付债券（占 38.14%）和长期应付款（占 7.61%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 346.76%。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。截至 2018 年底，公司长期借款为 105.82 亿元，较年初大幅增长 878.83%，主要系新增文莱项目的项目贷款所致。公司长期借款主要由抵押借款（106.53 亿元）、保证借款（6.38 亿元）和一年内到期的长期借款（7.13 亿元）构成。

2016—2018 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 52.72%。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 2018 年底，公司应付债券为 76.13 亿元，较年初大幅上升 338.74%，主要系公司新发行公司债和中期票据所致。截至 2019 年 3 月底，公司应付债券及长期借款到期金额情况。

表 11 截至 2019 年 3 月底公司应付债券及长期借款到期金额情况（单位：亿元）

到期年份	应付债券到期金额 (不回售)	应付债券到期金额 (回售)	长期借款 到期金额	合计（不回售）	合计（回售）
2019	20.00	20.00	2.85	22.85	22.85
2020	15.00	31.40	12.77	27.77	44.17
2021	31.40	20.00	5.70	37.10	25.70
2022	0.00	5.00	3.38	3.38	8.38
2023 年及以后	10.00	0.00	93.32	103.32	93.32
合计	76.40	76.40	118.02	194.42	194.42

资料来源：wind，公司提供

注：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。

2016—2018 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 245.38%。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、杭州逸璟和嘉兴逸鹏，合作方出资款计入长期应付款产生的结构性融资款所致。截至 2018 年底，公司长期应付款为 16.19 亿元，较年初下降 7.89%，主要系结构性融资减少所致。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 52.41%。截至 2018 年底，公司全部债务 463.18 亿元，较上年大幅增长 76.48%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务 266.04 亿元，较年初增长 22.14%，主要系短期借款和应付票据及应付账款增加所致；长期债务 197.14 亿元，较年初大幅增长 341.50%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。债务结构上，2018 年，公司长期债务占比由年初的 17.01% 上升至 42.56%，长期债务占比大幅上升。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 61.68%、60.90% 和 69.46%，全部债务资本化率分别为 57.82%、56.93% 和 66.16%，公司长期债务资本化比率分别为 21.23%、18.36% 和 45.42%，均呈波动增长趋势，2018 年，受文莱 PMB 石

油炼化项目新增项目贷款、公司债和中期票据影响，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别较年初增长 8.56 个百分点、9.23 个百分点和 27.06 个百分点，债务负担加重，但债务结构有所改善。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 566.83 亿元，较年初增长 5.18%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债 357.02 亿元，较年初增长 5.22%，主要系短期借款增加所致。非流动负债 209.81 亿元，较年初增长 5.10%；负债结构仍以流动负债为主。公司全部债务为 487.92 亿元，较年初上升 5.34%，主要系短期借款增长带动短期债务增加所致；其中短期债务为 281.06 亿元（占 57.60%），长期债务为 206.86 亿元（占 42.40%）。公司债务结构较年初变化不大。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 68.07%、64.73%和 43.76%，较年初分别下降 1.39 个百分点、1.43 个百分点、1.66 个百分点。

2016—2018 年，母公司负债分别为 234.11 亿元、309.35 亿元和 538.93 亿元，年均复合增长 51.72%，流动负债和非流动负债均大幅增加。母公司负债以流动负债为主，占比分别为 82.79%、85.32%和 62.96%。

总体看，受文莱 PMB 石油炼化项目影响，公司长期债务大幅增加，债务结构大幅改善，但公司短期偿债压力仍较大，2019 年公司债务偿还较为集中。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 27.62%，主要系未分配利润逐年增长及上市子公司恒逸石化股票增发。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 236.93 亿元，较年初大幅增长 19.32%，其中归属于母公司的所有者权益占 37.51%。归属于母公司的所有者权益主要由实收资本占 0.58%）、资本公积（占 30.71%）和未分配利润（占 66.28%）构成；未分配利润占比高，公司权益稳定性较低。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 265.87 亿元，较年初增长 12.21%，主要系公司少数股东权益增长所致；公司少数股东权益较年初增长 26.87%至 173.20 亿元，主要系公司子公司恒逸石化非公开发行股票成功所致。公司归属于母公司所有者权益 92.66 亿元（占 34.85%），其中股本占 0.56%，资本公积占 32.51%，盈余公积占 1.42%和未分配利润占 64.55%。

2016—2018 年，母公司所有者权益分别为 145.47 亿元、198.57 亿元和 236.93 亿元，年均复合增长 27.62%，主要来自于资本公积金的增长；近三年母公司实收资本均为 0.52 亿元，资本公积金分别为 15.70 亿元、25.15 亿元和 27.30 亿元，年均复合增长 31.87%。

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

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，2016—2018 年，公司营业收入逐年增加，年均复合增长 66.75%。2018 年，公司营业收入为 940.56 亿元，同比增长 29.71%。同时，营业成本逐年增长，年均复合增长 66.47%；2018 年公司营业成本同比增长 29.76%至 905.65 亿元。受此影响，2016—2018 年，公司实现净利润分别为 6.05 亿元、13.87 亿元和 16.31 亿元。

2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 37.92%，分别为 15.09 亿元、17.68 亿元和 28.71 亿元。2016—2018 年，公司财务费用分别为 9.25 亿元、9.75 亿元和 14.68 亿元，年均复

合增长 26.01%，主要系公司债务规模扩大利息支出大幅增加，同时汇率波动导致公司发生汇兑损益所致，财务费用对公司盈利侵蚀较明显。2016—2018 年，公司销售费用年均复合增长 67.85%，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。2016—2018 年，公司管理费用分别为 4.60 亿元、5.34 亿元和 7.67 亿元，年均复合增长 29.23%，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。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 4.46%、2.44%和 3.05%，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。公司费用收入比不高，但公司费用侵蚀了大部分利润，费用控制能力一般。

2016—2018 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 28.30%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致。2018 年，公司投资收益为 13.89 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 7.02 亿元，海南逸盛石化确认的投资收益为 1.95 亿元，大连逸盛投资确认的投资收益为 2.14 亿元。2016—2018 年，公司投资收益占当期营业利润的比例分别为 133.45%、54.39%和 68.98%，投资收益对公司营业利润影响大。2016—2018 年，被投资单位浙商银行确认的投资收益分别为 7.03 亿元、7.13 亿元和 7.02 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。

2016—2018 年，公司营业外收入分别为 0.90 亿元、0.21 亿元和 0.21 亿元，规模较小，变化较小。同期，公司其他收益分别为 0 亿元、0.96 亿元和 1.71 亿元，主要由政府补助（1.14 亿元）和增值税返还（0.57 亿元）构成。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率波动上升，分别为 3.22%、3.62%和 3.59%。公司总资产收益率和净资产收益率均波动增长，公司总资产收益率分别为 4.47%、5.96%和 5.79%；净资产收益率分别为 5.00%、8.06%和 7.49%；总资产报酬率分别为 4.40%、5.67%和 5.84%，逐年增长。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 231.25 亿元，较上年同期增长 24.63%，主要系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 4.05 亿元，较上年同期下降 44.45%，主要系财务费用和研发费用增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润 0.91 亿元。

2016—2018 年，公司母公司分别实现营业收入 338.26 亿元、725.14 亿元和 940.56 亿元，分别实现净利润 6.05 亿元、13.87 亿元和 16.31 亿元，其中实现投资净收益分别为 8.44 亿元、8.55 亿元和 13.89 亿元。

总体看，在行业景气度回升以及公司新建产能投产的带动下，公司业务规模持续扩张，收入逐年增长，投资收益对公司营业利润形成一定补充，盈利能力总体不强。

5. 现金流

2016—2018 年，受公司销售规模扩大影响，公司经营活动现金流入年均复合增长 50.55%，分别为 443.27 亿元、758.81 亿元和 1,004.70 亿元；公司经营活动现金流出量年均复合增长 55.43%，分别为 406.12 亿元、750.57 亿元和 981.14 亿元。受上述因素影响，经营活动产生的现金流量净额分别为 37.14 亿元、8.25 亿元和 23.55 亿元。其中 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，主要是因为一方面公司当年贸易业务增长较多，但贸易业务毛利率低于工业板块；另一方面 2017 年 PTA 价格单边上行，公司减少了预售业务规模以获得更高收益，因此经营活动产生的现金流量净额同比下降；近三年，公司现金收入比波动下降，分别为 113.85%、102.60%和 105.31%，公司收入实现质量好。

2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 19.38 亿元、40.68 亿元和 38.52 亿元，波动增长，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。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 35.21 亿元、152.21 亿元和 195.90 亿元，年均复合增长 135.88%，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，2016—2018 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 15.83 亿元、111.53 亿元和 157.38 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 256.23 亿元、305.79 亿元和 475.52 亿元，年均复合增长 36.23%，主要系公司运营规模扩张，融资需求增长所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出量分别为 257.41 亿元、203.21 亿元和 321.70 亿元，波动增长，主要系偿债规模波动所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.18 亿元、102.58 亿元和 153.82 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.91 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-53.84 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 44.12 亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.70 亿元。

从母公司层面看，2016—2018 年，母公司本部经营活动现金流净额分别为 37.14 亿元、8.25 亿元和 23.55 亿元，经营活动现金流持续净流入；母公司本部投资活动现金流净额分别为-15.83 亿元、-111.54 亿元和-157.38 亿元，经营活动净现金流大额净流出；母公司本部筹资活动现金流净额分别为-1.18 亿元、102.58 亿元和 153.82 亿元，母公司本部对外有融资需求。

总体看，近三年公司经营活动现金流呈净流入态势，整体收入实现质量好；公司经营活动产生的现金流量净额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，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，主要系公司融资需求增长，流动负债规模大幅增长所致；流动比率分别为 0.87 倍、0.72 倍和 0.66 倍，速动比率分别为 0.76 倍、0.62 倍和 0.57 倍。现金短期债务比分别为 0.48 倍、0.39 倍和 0.44 倍，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 25.22 亿元、34.33 亿元和 48.97 亿元，年均复合增长 39.34%，主要系公司利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 41.21%）、计入财务费用的利息支出（占 35.31%）、折旧（占 22.52%）以及摊销（占 0.97%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍、0.13 倍和 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度偏低；EBITDA 利息倍数分别为 2.80 倍、3.30 倍和 2.42 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 2019 年 3 月底，公司对合并范围以外的企业提供担保金额 14.28 亿元，占同期净资产的 5.37%，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 12 公司对外担保情况（单位：亿元）

序号	被担保企业名称	担保金额	担保期限	是否互保	是否有反担保
1	浙江荣盛控股集团有限公司	2.60	一年	是	否
2	浙江东南网架集团有限公司	4.70	一年	是	否
3	兴惠化纤集团有限公司	1.79	一年	是	否
4	昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	2.43	三年	否	否
5	浙江金洋控股集团有限公司	1.03	一年	否	否
6	浙江城建集团股份有限公司	0.90	一年	是	否
7	杭州晨昊纺织整理有限公司	0.23	一年	是	是
8	杭州际红贸易有限公司	0.57	一年	否	否
9	杭州聚唯食品有限公司	0.04	一年	是	否
10	浙江荣盛控股集团有限公司	2.60	一年	是	否
合计		14.28	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 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 2019 年 3 月底，公司共获银行授信额度 586.35 亿元，尚未使用额度为 238.84 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 2019 年 5 月 27 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欠息记录，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、本期公司债偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额 487.92 亿元，本期拟发行债券规模为 3.60 亿元，占公司全部债务总额比例较低，对公司债务负担的影响小。

以 2019 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 3.60 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 69.18%、66.08%和 47.12%，分别提高了 1.11 个百分点、0.17 个百分点和 0.45 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. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 48.97 亿元，为本期公司债券发行额度 3.60 亿元的 13.60 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金净流入 1,004.70 亿元，为本期公司债券发行额度 3.60 亿元的 279.08 倍，对本期债券覆盖程度很高；2018 年

经营活动现金净流量为 23.55 亿元，为本期公司债券发行额度 3.60 亿元的 6.54 倍，对本期债券覆盖程度高。

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 石油化工项目的不断推进，实现产业链一体化战略布局，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。

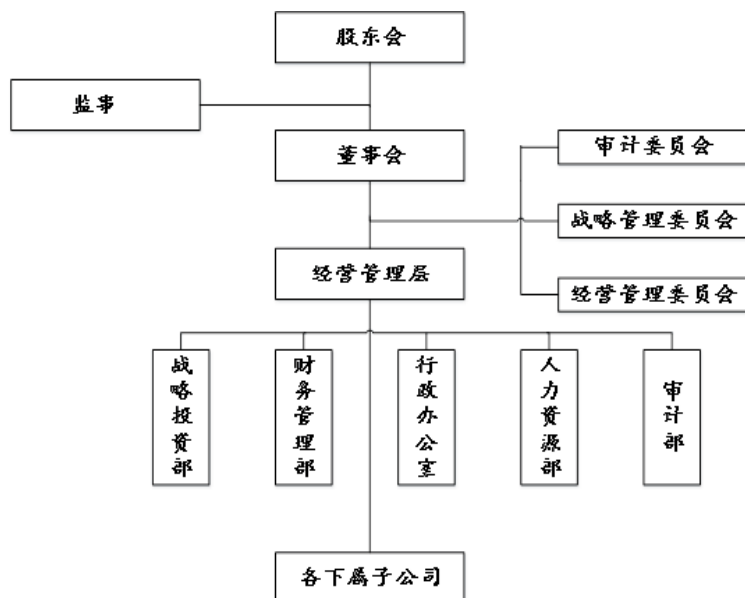
九、综合评价

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，联合评级也关注到经营扩张使得公司债务负担加重、短期债务较为集中、受原料及产品价格影响较大，公司贸易业务易受行业价格波动影响、盈利能力弱，公司少数股东权益占比较大且实收资本较低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 石油化工项目的不断推进，将打通石化上下游产业链，形成炼化一体化产业格局，将进一步提升公司综合实力，巩固和提升其市场竞争地位。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水平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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
资产总额（亿元）	379.59	507.92	775.86	832.70
所有者权益（亿元）	145.47	198.57	236.93	265.87
短期债务（亿元）	160.18	217.81	266.04	248.56
长期债务（亿元）	39.22	44.65	197.14	206.86
全部债务（亿元）	199.39	262.46	463.18	455.43
营业收入（亿元）	338.26	725.14	940.56	231.25
净利润（亿元）	6.05	13.87	16.31	4.05
EBITDA（亿元）	25.22	34.33	48.97	--
经营性净现金流（亿元）	37.14	8.25	23.55	4.91
应收账款周转次数（次）	37.80	53.94	49.80	--
存货周转次数（次）	17.42	30.19	31.73	--
总资产周转次数（次）	0.93	1.63	1.47	0.29
现金收入比率（%）	113.85	102.60	105.31	114.82
总资本收益率（%）	4.47	5.96	5.79	0.58
总资产报酬率（%）	4.40	5.67	5.84	0.62
净资产收益率（%）	5.00	8.06	7.49	1.61
营业利润率（%）	3.22	3.62	3.59	4.47
费用收入比（%）	4.46	2.44	3.05	3.92
资产负债率（%）	61.68	60.90	69.46	68.07
全部债务资本化比率（%）	57.82	56.93	66.16	63.14
长期债务资本化比率（%）	21.23	18.36	45.42	43.76
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	3.30	2.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.13	0.11	--
流动比率（倍）	0.87	0.72	0.66	0.67
速动比率（倍）	0.76	0.62	0.57	0.54
现金短期债务比（倍）	0.48	0.39	0.44	0.45
经营现金流动负债比率（%）	19.16	3.12	6.94	1.38
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.01	9.54	13.60	--

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；4.2019 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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 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且不晚于每一个会计年度结束之日起六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。

