

信用评级公告

联合〔2023〕5912号

联合资信评估股份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及其拟发行的浙江恒逸集团有限公司2023年度第四期短期融资券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⁺，浙江恒逸集团有限公司2023年度第四期短期融资券的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年七月十一日

浙江恒逸集团有限公司

2023年度第四期短期融资券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期短期融资券信用等级：A-1

评级展望：稳定

债项概况：

本期短期融资发行规模：7 亿元

本期短期融资券期限：1 年

偿还方式：到期一次性还本付息

募集资金用途：偿还近期到期债券

评级时间：2023 年 7 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V4.0.202208
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：未来发展			+1	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素			--	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

基于对浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用状况以及浙江恒逸集团有限公司 2023 年度第四期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）信用状况的综合评估，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期短期融资券信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司综合竞争力在行业内领先。公司主要产品精对苯二甲酸和聚酯产品等产能居国内同行业前列，在产业规模、装备技术等方面处于行业领先水平。
2. 文莱 PMB 项目一期投产后，公司产业链进一步完善，2022 年炼化业务收入明显增长。文莱 PMB 项目一期的投产实现了公司产业链向上游炼化的延伸，形成了“原油-PX-PTA-聚酯纤维”全产业链。2022 年，随着原油价格高位运行，公司成品油和相关炼化化工品的收入同比增长明显。
3. 公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期短期融资券保障能力很强。公司 2023 年 3 月底现金类资产、2022 年经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本期短期融资券发行额度的 23.90 倍、253.15 倍和 7.87 倍。

关注

1. 行业景气度波动较大，公司业务毛利率持续下滑，对公司盈利稳定性有一定影响。2020—2022 年，公司毛利率持续下滑，由 2020 年的 6.69% 降至 2022 年的 2.19%，2022 年利润总额为 -19.36 亿元。
2. 公司短期偿债指标表现较弱，公司需加强短期流动性管理。截至 2023 年 3 月底，公司流动比率与速动比率分别为 67.61% 和 47.72%，现金短期债务比为 0.27 倍。公司短期债务规模大，经营活动现金流量净额和现金类资产对本期短期融资券发行后短期债务的保障能力弱。
3. 公司对外担保规模较大。截至 2022 年底，公司对非关联企业担保金额为 12.71 亿元，担保比率为 3.64%。被

分析师：张 炯 杨 润

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

担保方多为上下游民营企业，在经济下行的情况下，或将面临一定的代偿风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	136.32	180.84	198.58	167.27
资产总额（亿元）	1135.75	1275.26	1348.70	1285.48
所有者权益（亿元）	327.17	357.30	349.42	339.20
短期债务（亿元）	459.54	515.87	621.14	626.89
长期债务（亿元）	241.59	244.96	245.53	231.98
全部债务（亿元）	701.13	760.82	866.67	858.87
营业总收入（亿元）	925.85	1390.70	1648.00	315.90
利润总额（亿元）	40.74	38.16	-19.36	0.22
EBITDA（亿元）	96.57	99.22	50.98	--
经营性净现金流（亿元）	41.95	81.59	55.11	-3.75
营业利润率（%）	6.55	5.61	2.05	3.99
净资产收益率（%）	10.58	9.70	-4.25	--
资产负债率（%）	71.19	71.98	74.09	73.61
全部债务资本化比率（%）	68.18	68.04	71.27	71.69
流动比率（%）	71.94	76.19	73.22	67.61
经营现金流负债比（%）	7.45	12.18	7.35	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.35	0.32	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.99	1.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.26	7.67	17.00	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	250.49	249.41	275.49	260.10
所有者权益（亿元）	68.78	71.82	72.75	73.60
全部债务（亿元）	162.71	143.93	169.45	154.48
营业总收入（亿元）	51.33	80.75	83.62	20.10
利润总额（亿元）	-0.41	2.76	-2.02	-0.46
资产负债率（%）	72.54	71.20	73.59	71.70
全部债务资本化比率（%）	70.29	66.71	69.96	67.73
流动比率（%）	66.73	75.92	70.02	61.76
经营现金流负债比（%）	2.68	11.13	6.19	--

注：1. 公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计，已根据最新会计准则对 2021 年期末数据做追溯调整；2. 将其他流动负债中的有息债务计入公司短期债务，将长期应付款中的有息债务计入公司长期债务；3. “--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/6/20	张 炯 杨 润	化工企业信用评级方法/化工企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/7/30	张博 李博文	化工企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文
AA	正面	2018/4/12	张博 李博文	化工企业信用评级方法（2017 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江恒逸集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

浙江恒逸集团有限公司

2023 年度第四期短期融资券信用评级报告

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。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 2023 年 3 月底,公司注册资本 5180.00 万元,公司股东包括邱建林等自然人和杭州万永实业投资有限公司(以下简称“万永实业”)。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 84.78%(见附件 1-1)。公司实际控制人为邱建林。

跟踪期内,公司业务无重大变化。

截至 2023 年 3 月底,公司本部内设行政办公室、战略投资部、人力资源部、财务管理部门和审计部 5 个职能部门;公司纳入合并范围的子公司 62 家。

截至 2022 年底,公司合并资产总额 1348.70 亿元,所有者权益 349.42 亿元(含少数股东权益 224.32 亿元);2022 年,公司实现营业总收入 1648.00 亿元,利润总额 -19.36 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司合并资产总额 1285.48 亿元,所有者权益 339.20 亿元(含少数股东权益 219.96 亿元);2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 315.90 亿元,利润总额 0.22 亿元。

公司注册地址:浙江省杭州市萧山区钱江世纪城奔竞大道 353 号杭州国际博览中心 A 座 620 室;法定代表人:邱建林。

二、本期短期融资券概况

公司已完成 DFI 注册(中市协注(2023)DFI15 号),本次计划发行 2023 年度第四期短期融资券(以下简称“本期短期融资券”)。本期短期融资券发行规模为 7 亿元,期限为 1 年,

到期一次性还本付息。

本期短期融资券募集资金均用于偿还近期到期债券。

若本期短期融资券发行后,距上述债务到期仍有一段时间,在不影响募集资金使用计划正常进行的情况下,经公司董事会批准后,将暂时闲置的募集资金进行现金管理,投资于安全性高、流动性好的产品;或在不影响偿债计划的前提下,根据公司财务管理制度,公司可将闲置的募集资金用于补充公司及下属子公司流动资金(单次补充流动资金最长不超过 3 个月)。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司主要产品产能及综合竞争力在行业内领先,文莱炼化业务效益得到释放。2020—2022 年,公司营业总收入持续增长,毛利率持续下滑。2022 年,公司成品油和相关炼化化工品的收入同比增长明显;但 PET 产品毛利率显著下降;公司贸易业务规模仍高。2023 年一季度公司整体毛利率较上年有所回升。行业景气度波动较大,对公司业绩状况影响明显。

近年来,国内 PTA 项目逐步投产,产能在全球具有绝对领先地位,国产 PTA 成本具有明显优势,但行业景气度波动很大,目前仍处下行趋势。同时,聚酯纤维行业随着国内纺织市场需求减弱,预计短期内涤纶长丝行业将进入调整期。行业景气度波动对公司盈利稳定性有一定影响。

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)、锦纶 6 切片(PA6)、成品油及炼化化工品等产品的生产和销售。截至 2023 年 3 月底,公司参控股 PTA(精对苯二甲酸)及 PIA(间苯二甲

酸)年产能分别达 1900.00 万吨和 30.00 万吨,公司聚酯纺丝(PET)产品主要有涤纶牵伸丝(FDY)、涤纶预取向丝(POY)、切片和涤纶短纤等,PET 产能 740.00 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),年产能合计为 66.50 万吨。截至 2023 年 3 月底,公司锦纶 6 切片(PA6)年产能合计为 52.10 万吨。公司文莱 PMB 项目一期于 2019 年 11 月投产,一期原油加工能力为 800 万吨/年,实现了公司产业链向上游炼化的延伸。公司形成了“原油-PX-PTA-聚酯纤维”和“CPL-PA6”双产业链的发展格局。2022 年以来,随着东南亚成品油市场进入复苏周期,该项目经营效益持续释放。

收入规模及构成方面,2020—2022 年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长 33.42%。

2021 年,公司营业总收入较上年同期增长 49.47%,主要系炼化和 PET 产品价格回升、PET 产品产能规模释放及贸易业务量增长等因素综合影响。其中,PET 产品收入同比增长 84.31%,主要系原料价格上涨导致产品价格回升以及公司新增产能投产所致;PET 毛利率较上年下降 4.31 个百分点至 8.36%,主要系 2021 年四季度限产限电政策影响,聚酯下游纺织行业等企业被动减产降负荷,产品需求不足导致产品价差收窄所致。PTA 产品收入同比增长 34.22%,主要系产品价格波动回升,以及浙江逸盛新材料有限公司(以下简称“逸盛新材料”)项目投产后四季度 PTA 外销量增加所致;PTA 毛利率较上年大幅下降 6.39 个百分点至 4.61%,主要系 2021 年辅料煤炭以及醋酸等价格暴涨,PTA 利润空间受压缩,以及行业内 PTA 产能释放,导致 PX-PTA-涤纶产业链环节中的利润有向下游转移的趋势,PTA 加工价差下降所致。2021 年,公司 DTY 和 PA6 产品收入分别同比增长 59.66%和 45.41%,主要系下游需求旺盛,价格提升所致。2021 年 PIA 收入大幅增长主要系 2020 年浙江逸盛石化有限公司(以下简称“浙江逸盛”)

PTA 部分生产线通过技术改造转成 PIA 生产后 2021 年实现全年生产所致。随着全球复工复产的推进,原油价格企稳回升,2021 年,公司炼化业务板块收入明显增加,成品油及化工品收入分别同比增长 66.55%和 6.23%。

2022 年,公司营业总收入较上年同期增长 19.09%,主要系公司成品油和相关炼化化工品的收入同比增长所致。其中,成品油产品收入同比增长 72.46%,毛利率较上年上升 2.31 个百分点至 5.92%,主要系东南亚地区本地复工复产以及部分海外订单回流刺激需求改善,同时产能释放速度滞后于需求复苏速度,成品油供给短缺,裂解价差扩大所致。化工品产品收入同比增长 88.86%,主要系 2022 年原料端成本上涨推动产品价格提升所致;毛利率较上年大幅下降 19.99 个百分点,主要系原油价格攀升以及能耗成本上升压缩了化工品价差所致。2022 年,公司主营的 PET、DTY 和 PA6 产品收入同比变化小,但毛利率均较上年大幅下降,主要系在市场需求不足的环境下,聚酯下游纺织行业等企业被动减产降负荷,产品需求不足导致售价增幅不及成本增幅所致。PTA 产品收入同比增长 40.35%,主要系产品价格波动回升,以及逸盛新材料项目投产后公司 PTA 外销量增加所致;PTA 毛利率较上年大幅下降 5.97 个百分点至-1.36%,亏损主要系 PX 等原辅料价格高企,以及行业内 PTA 新增产能释放竞争激烈,同时公司控股 PTA 生产负荷下降导致 PTA 加工价差下降所致。2022 年 PIA 收入大幅下降主要系装置停产检修所致。同期,公司供应链服务业务毛利率下降主要系在原油以及相关产品价格持续上涨情况下,公司贸易业务中以月度平均价格模式销售固定数量的部分相关产品毛利减少所致。

综上,2020—2022 年,公司整体毛利率持续下滑,由 2020 年的 6.69%降至 2022 年的 2.19%。

表 1 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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	47.60	5.14	11.00	63.89	4.62	4.61	89.67	5.44	-1.36	26.90	8.52	-0.46
PET	215.75	23.30	12.67	397.65	28.74	8.36	413.95	25.12	1.43	93.60	29.63	-0.30
DTY	33.59	3.63	11.14	53.63	3.88	15.59	49.22	2.99	1.93	10.86	3.44	9.55
PA6	39.20	4.23	3.99	57.00	4.12	5.28	64.33	3.90	1.21	12.88	4.08	1.81
PIA	2.85	0.31	26.04	10.71	0.77	24.96	1.73	0.10	-19.38	1.48	0.47	9.85
成品油	144.59	15.62	3.92	240.82	17.40	3.61	415.31	25.20	5.92	73.04	23.12	10.89
化工品	42.86	4.63	21.34	45.53	3.29	22.58	85.99	5.22	2.59	25.07	7.94	8.27
供应链服务	399.41	43.14	2.12	514.60	37.18	2.24	527.80	32.03	0.61	72.07	22.81	2.95
合并	925.85	100.00	6.69	1383.83	100.00	5.83	1648.00	100.00	2.19	315.90	100.00	4.17

注：1.因四舍五入，分项数与合计数可能存在尾差；2.公司供应链服务业务主要包括贸易业务和配套物流相关服务，其中 98%为贸易业务；3.由于会计政策变更，本报告的 2021 年财务数据为追溯调整后数据，因此与上表中的营业总收入合计数数据略有差异
资料来源：公司提供

2023年1—3月，公司实现营业总收入315.90亿元，同比下降12.21%，主要系公司减少供应链服务业务规模所致；毛利率较2022年回升1.98个百分点，主要系炼化板块业务毛利提高所致。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

近年来，公司资产规模持续增长；资产构成

以非流动资产为主，受限资产占比较高，资产流动性弱。整体资产结构与生产型企业特征相符。

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 8.97%。截至 2022 年底，公司合并资产总额 1348.70 亿元，较年初增长 5.76%。其中，流动资产占 40.73%，非流动资产占 59.27%，以非流动资产为主。

表 2 2020—2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	405.29	35.68	510.39	40.02	549.39	40.73	480.80	37.40
货币资金	113.22	27.94	155.78	30.52	184.62	33.60	149.50	31.09
应收账款	52.00	12.83	78.27	15.34	92.63	16.86	62.70	13.04
其他应收款	63.96	15.78	67.99	13.32	62.85	11.44	60.96	12.68
存货	100.13	24.71	126.12	24.71	145.82	26.54	141.45	29.42
非流动资产	730.46	64.32	764.87	59.98	799.31	59.27	804.67	62.60
长期股权投资	135.60	18.56	157.98	20.65	172.87	21.63	178.55	22.19
固定资产	423.08	57.92	467.67	61.14	482.04	60.31	473.03	58.79
在建工程	78.28	10.72	40.02	5.23	37.66	4.71	38.97	4.84
资产总额	1135.75	100.00	1275.26	100.00	1348.70	100.00	1285.48	100.00

注：公司资产明细科目金额占比为分别在流动资产及非流动资产中占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.43%。截至 2022 年底，流动资产 549.39 亿元，较年初增长 7.64%，主要系货币资金和存货增加所致。

2020—2022年末，公司货币资金持续增长，

年均复合增长27.69%。截至2022年底，公司货币资金较年初增长18.51%，主要系恒逸石化股份有限公司（以下简称“恒逸石化”）年中发行可转换公司债券募集资金以及四季度去库存回笼资金所致。货币资金中有49.06亿元受限资金，受

限比例为26.58%，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等。

2020—2022年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长33.47%。截至2022年底，公司应收账款账面余额较年初增长18.35%，主要系原料价格上涨，产品价格相应上涨所致。公司应收账款账龄以1年为主，累计计提坏账准备0.09亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为39.90亿元，占比为43.03%，集中度较高。考虑到近年来公司所处化纤行业下游纺织等行业景气度较差，公司应收账款计提坏账准备比例很低，联合资信将持续关注公司应收账款回收情况。

2020—2022年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降0.87%。截至2022年底，公司其他应收款账面余额较年初下降7.57%。公司其他应收款主要为参股子公司往来款、员工持股计划应收款等，已累计计提坏账准备1.70亿元，计提比例低。

2020—2022年末，公司存货持续增长，年均复合增长20.68%。截至2022年底，公司存货较年初增长15.62%，主要系四季度国内消费需求不足影响，下游行业11月提前放假，年末库存有所增加所致。存货主要由库存商品和原材料构成，累计计提跌价准备3.74亿元，计提比例为2.50%。考虑到原油、化工品等原材料及产成品价格波动大，公司存货存在一定跌价风险。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1285.48亿元，较上年底下降4.69%，主要系货币资金等流动资产减少所致。截至2023年3月底，公司流动资产占37.40%，非流动资产占62.60%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司资产受限情况如下表所示，公司资产受限比例较高。

表3 截至2023年3月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	60.53	4.49	保证金，司法冻结
应收票据	6.86	0.51	质押开立承兑汇票
固定资产	261.93	19.42	银行借款抵押及售后租回融资租赁
无形资产	6.73	0.50	银行借款抵押及售后租回融资租赁

长期股权投资	97.28	7.21	抵押借款
存货	13.75	1.02	库存融资
合计	447.08	33.15	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2. 现金流分析

公司经营活动现金流量净额波动大。2021年净流入量大幅增长。2022年，公司经营活动现金净流入量同比下降，同期，公司投资支出强度有所减弱，但考虑到公司在建、拟建项目投资规模很大，债务负担重且以短期为主，公司将持续面临外部筹资压力。

从经营活动来看，2020—2022年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长34.02%。2020—2022年，公司经营活动现金净额分别为41.95亿元、81.59亿元和55.11亿元，波动增长，年均复合增长14.63%。2021年，经营活动现金净流入同比大幅增长95.33%，主要系公司为应对原料价格上涨及一季度春节期间库存增加，当年四季度提前储备营运资金；公司针对境外文莱公司采购支付给供应商信用证到期申请押汇推迟付款，对销售收到的信用证申请议付贴现提前收款；同时，对国内聚酯公司收到的客户支付银行承兑汇票申请贴现提前收款、收回与参股公司的往来款等因素所致。2022年，公司经营活动现金净流入同比下降32.45%，主要系2022年原材料价格上涨，购买支付较2021年有所增加所致。2020—2022年，公司现金收入比分别为101.67%、102.37%和105.34%，持续增长，收入实现质量好。

从投资活动来看，2020—2022年，公司投资活动现金流入持续下降，年均复合下降13.97%。2020—2022年，公司投资活动现金净流出规模持续下降，年均复合下降38.77%，投资规模持续减小。

2020—2022年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-35.12亿元、15.00亿元和26.22亿元，持续增长。2021年，公司筹资活动前现金流量净额由上年的净流出转为净流入，并于2022年实现同比增长74.78%，投资消耗现金的减少降低了公司融资压力。

从筹资活动来看，2020—2022年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长19.91%。2020—2022年，公司筹资活动现金净额分别为持续下降。2021年，公司筹资活动现金净额同比下降74.67%，主要系在建项目投资资金需求减小，且上年同期政策性贷款规模明显增加，一季度到期后陆续偿还所致。2022年，公司筹资活动获现较2021年的净流入转为净流出0.95亿元。

表4 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入量	986.60	1446.83	1772.03	369.26
经营活动现金流出量	944.65	1365.24	1716.91	373.01
经营活动现金流量净额	41.95	81.59	55.11	-3.75
投资活动现金流入量	50.77	42.34	37.58	11.07
投资活动现金流出量	127.84	108.93	66.48	14.53
投资活动现金流量净额	-77.07	-66.59	-28.90	-3.46
筹资活动现金流入量	527.27	574.95	758.18	191.36
筹资活动现金流出量	465.71	559.36	759.13	230.38
筹资活动现金流量净额	61.56	15.59	-0.95	-39.02
筹资活动前现金流	-35.12	15.00	26.22	-7.21
现金收入比	101.67	102.37	105.34	114.23

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2023年1—3月，公司实现经营活动现金净流出3.75亿元，同比下降83.43%，主要系生产负荷同比下降，原材料采购减少所致。2023年1—3月，公司实现投资活动现金净流出3.46亿元，同比下降68.17%，主要系新建项目投资支出减少所致。同期，公司实现筹资活动现金净流出39.02亿元，净流出额同比大幅增加33.84亿元，主要系融资相关保证金支出增加及回购股份所致。

截至2023年3月底，公司主要在建项目规划总投资为150.50亿元，已累计投资26.80亿元，尚需投资规模大。从债务指标来看，截至2023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73.61%、71.69%和40.61%，全部债务中短期债务占72.99%，债务负担重且以短期为主，公司将持续面临外部筹资压

力。

3. 短期偿债指标

公司短期偿债指标表现较弱，虽然合并授信规模较大且子公司恒逸石化具备直接融资渠道，但公司所持恒逸石化股权已较多质押，影响其再融资能力，且公司存在一定或有负债风险。

表5 公司短期偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2020年	2021年	2022年	2023年3月
流动比率	71.94	76.19	73.22	67.61
速动比率	54.16	57.37	53.78	47.72
现金短期债务比	0.30	0.35	0.32	0.27
经营现金流动负债比	7.45	12.18	7.34	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从短期偿债指标看，截至2022年底，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比率和现金短期债务比较上年底均下滑，短期偿债指标表现较弱。

截至2022年底，公司合并口径共获各家银行授信总额946.74亿元，尚未使用额度297.10亿元，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，拥有直接融资渠道。

公司主要资产为持有子公司恒逸石化股权。截至2023年6月22日，公司及其一致行动人持有的恒逸石化66.13%的股权已质押，质押比例较高。

对外担保方面，截至2022年底，公司对非关联企业担保金额为12.71亿元，担保比率为3.64%。

表6 公司对非关联企业担保情况（单位：万元）

被担保方	金额
浙江荣盛控股集团有限公司	40000
浙江东南网架集团有限公司	32800
兴惠化纤集团有限公司	20000
浙江城建集团股份有限公司	19000
杭州际红贸易有限公司	14890
杭州聚唯食品有限公司	400
合计	127090

资料来源：公司提供

公司被担保方多数为杭州萧山地区大型企业，包括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”）浙江城建集团股份有限公司（以下简称“浙江城建”），上述公司担保金额占公司对外担保金额超过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，为杭州市萧山区的大型企业；浙江城建为公司的部分生产建设项目的合作方。上述企业多属于公司下游客户或同区域龙头企业，资产规模较大，经营均未发现异常。被担保方多为上下游民营企业，在经济下行及行业有所波动情况下，公司存在一定或有负债风险。

五、本期短期融资券偿还能力分析

本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期短期融资券保障能力很强，但公司短期债务规模大，公司经营活动现金流量净额和现金类资产对本期短期融资券发行后短期债务的保障能力弱，公司需加强短期流动性管理。

1. 本期短期融资券对公司现有债务的影响

本期短期融资券发行金额为7亿元，在其他因素不变的情况下，分别占公司2023年3月底短期债务和全部债务的1.12%和0.82%，本期短期融资券的发行对公司现有债务结构影响较小。

以2023年3月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率和全部债务资本化比率分别由73.61%和71.69%上升至73.76%和71.85%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期短期融资券募集资金用于偿还到期债券，公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期短期融资券偿还能力分析

2020—2022年，公司经营活动产生的现金流

入分别为986.60亿元、1446.83亿元和1772.03亿元，分别为本期债券发行额度（7.00亿元）的140.94倍、206.69倍和253.15倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为41.95亿元、81.59亿元和55.11亿元，分别为本期债券发行额度（7.00亿元）的5.99倍、11.66倍和7.87倍。公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期短期融资券保障能力很强。

截至2023年3月底，公司现金类资产为167.27亿元，为本期短期融资券发行金额的23.90倍。公司现金类资产对本期短期融资券的保障能力很强。

本期短期融资券发行后，2022年，公司经营活动现金流量净额和现金类资产分别为发行后短期债务的0.09倍和0.32倍。公司经营活动现金流量净额和现金类资产对本期短期融资券发行后短期债务的保障能力弱。

表7 本期短期融资券偿还能力测算

项目	2022年
发行后短期债务*（亿元）	628.14
经营活动现金净额/发行后短期债务（倍）	0.09
现金类资产/发行后短期债务（倍）	0.32

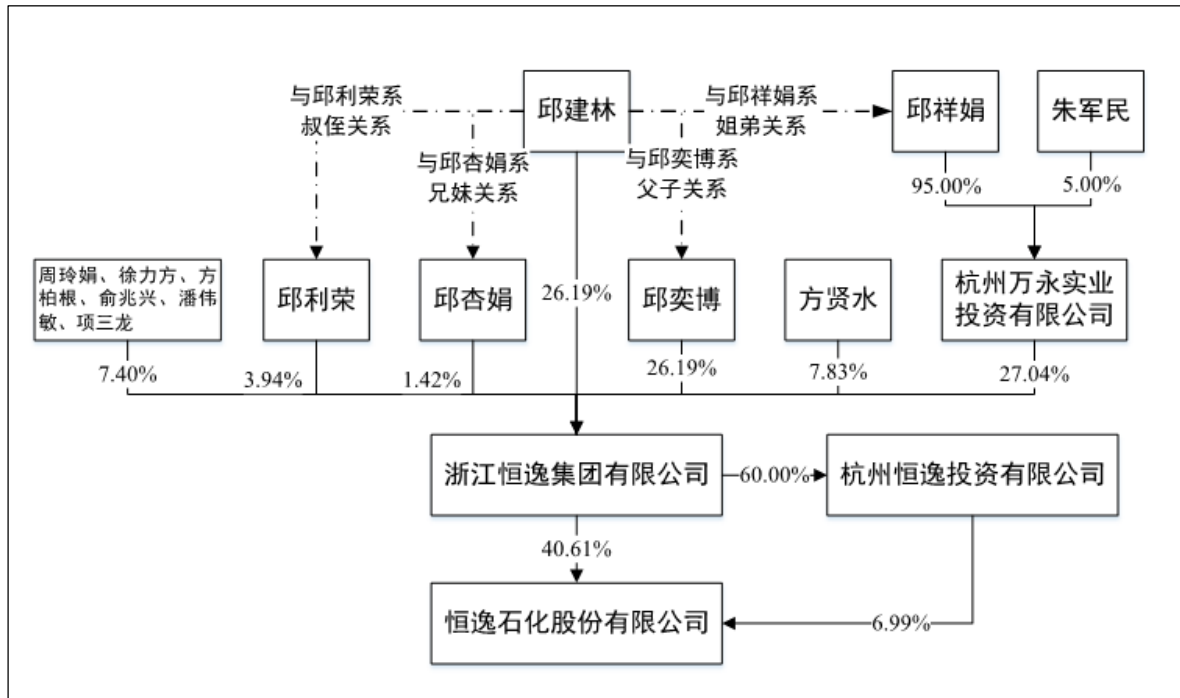
注：发行后短期债务为将本期短期融资券发行额度计入后测算的短期债务总额

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

六、结论

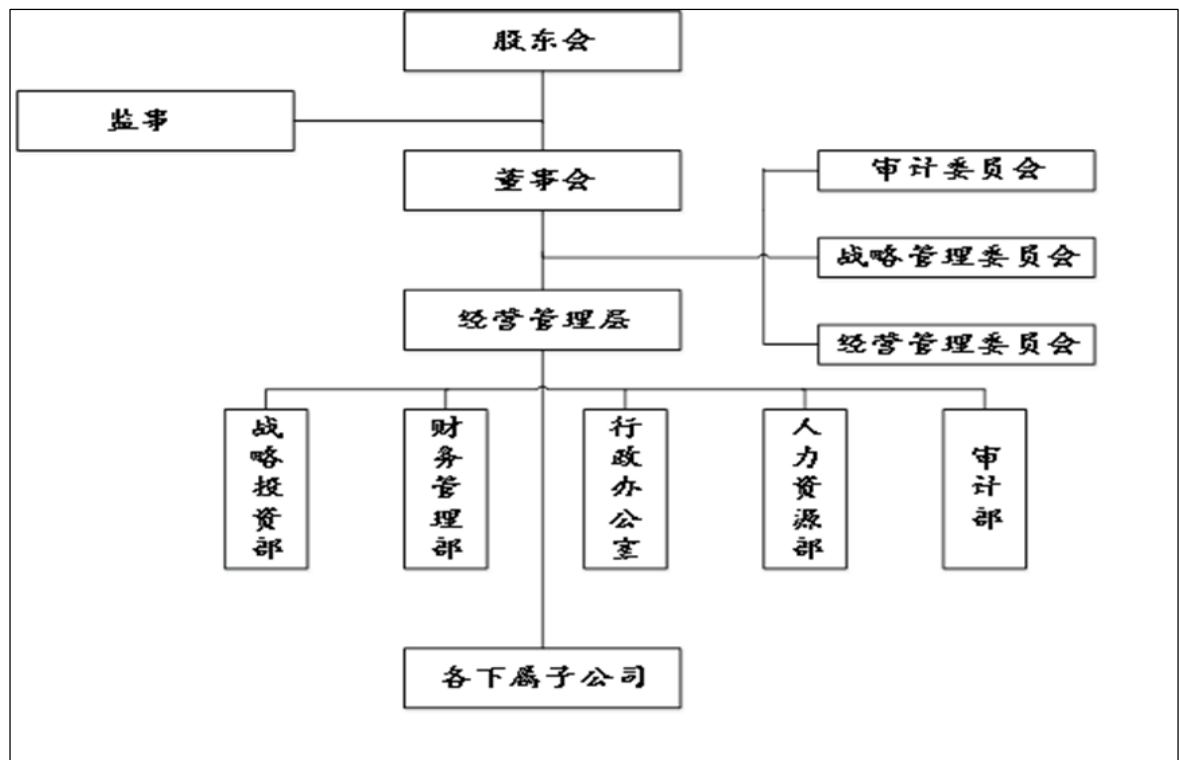
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA⁺，本期短期融资券信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
恒逸石化股份有限公司	广西壮族自治区北海市	广西壮族自治区北海市	实业投资	40.61	6.99	1
浙江恒逸石化有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	47.60	1
浙江恒逸聚合物有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	28.56	2
浙江逸盛石化有限公司	浙江省宁波市	浙江省宁波市	石化产品制造	0.00	33.32	2
浙江逸昕化纤有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	商贸业	0.00	33.32	1
香港逸盛石化投资有限公司	中国香港	中国香港	贸易、咨询	0.00	33.32	1
浙江恒逸高新材料有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	43.16	1
宁波恒逸贸易有限公司	浙江省宁波市	浙江省宁波市	商贸业	0.00	33.32	1
香港天逸国际控股有限公司	中国香港	中国香港	贸易、投资	0.00	47.60	1
佳栢国际投资有限公司	中国香港	中国香港	贸易、投资	0.00	47.60	1
恒逸实业(文莱)有限公司	文莱	文莱	石化产品制造	0.00	33.32	2
宁博恒奕工程管理有限公司	浙江省宁波市	浙江省宁波市	工程管理	0.00	33.32	2
恒逸实业国际有限公司	新加坡	新加坡	商贸业	0.00	33.32	1
恒逸石化国际有限公司(新加坡)	新加坡	新加坡	商贸业	0.00	47.60	1
浙江恒逸石化销售有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	贸易	0.00	47.60	1
海宁恒逸新材料有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	化纤产品制造	0.00	47.60	1
海宁恒逸热电有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	电力、热力生产和供应业	0.00	42.84	1
宿迁逸达新材料有限公司	江苏省宿迁市	江苏省宿迁市	化纤产品制造	0.00	43.32	1
福建逸锦化纤有限公司	福建省泉州市	福建省泉州市	化纤产品制造	0.00	42.84	1
绍兴神工包装有限公司	浙江省绍兴市	浙江省绍兴市	生产、加工包装物	0.00	24.28	1
浙江恒逸物流有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	物流运输	0.00	47.60	2
浙江恒逸国际贸易有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	商贸业	0.00	47.60	1
浙江恒凯能源有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	商贸业	0.00	28.56	1
浙江恒逸工程管理有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	工程管理	0.00	47.60	1
浙江恒澜科技有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	47.60	1
嘉兴逸鹏化纤有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	化纤产品制造	0.00	47.60	2
太仓逸枫化纤有限公司	江苏省苏州市	江苏省苏州市	化纤产品制造	0.00	47.60	2
浙江双兔新材料有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	47.60	3
杭州逸曜化纤有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	47.60	2
香港恒逸物流有限公司	中国香港	中国香港	物流运输	0.00	47.60	1
恒逸国际物流有限公司	新加坡	新加坡	物流运输	0.00	47.60	1
浙江逸智信息科技有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	软件和信息技术服务业	0.00	47.60	1
海宁俊博盛明贸易有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	商贸业	0.00	47.60	1
杭州逸通新材料有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	28.56	1
绍兴恒逸物流有限公司	浙江省绍兴市	浙江省绍兴市	物流运输	0.00	47.60	1
广西恒逸环境科技有限公司	广西壮族自治区钦州市	广西壮族自治区钦州市	科技服务	0.00	47.60	1
浙江恒逸瀚霖置业有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	房地产开发经营	25.00	35.70	1
海南恒憬贸易有限公司	海南省	海南省	贸易	0.00	47.60	1
广西恒逸顺琪贸易有限公司	广西壮族自治区钦州市	广西壮族自治区钦州市	贸易	0.00	47.60	1
海宁澜钛新材料有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	化纤产品制造	0.00	35.23	1

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
嘉兴恒屿贸易有限公司	浙江省嘉兴市	浙江省嘉兴市	贸易	0.00	47.60	1
广西恒逸新材料有限公司	广西壮族自治区钦州市	广西壮族自治区钦州市	化纤产品制造	0.00	47.60	2
浙江小逸供应链管理有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	供应链管理服务	0.00	47.60	1
宁波盛懋贸易有限公司	浙江省宁波市	浙江省宁波市	商贸业	0.00	33.32	2
宿迁恒源热能有限公司	江苏省宿迁市	江苏省宿迁市	电力、热力生产和供应业	0.00	47.60	1
宿迁市汇达港务有限公司	江苏省宿迁市	江苏省宿迁市	水上运输业	0.00	47.60	1
广西自贸区逸海港务有限责任公司	广西壮族自治区钦州市	广西壮族自治区钦州市	水上运输业	0.00	31.42	1
杭州澜兴化纤油剂有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	批发业	0.00	38.08	1
连云港俊博盛达物流有限公司	江苏省连云港市	江苏省连云港市	道路运输业	0.00	47.60	1
香港逸天有限公司	中国香港	中国香港	贸易、投资	100.00	0.00	1
恒逸 JAPAN 株式会社	日本东京	日本东京	贸易、投资	0.00	51.00	1
香港恒融达有限公司	中国香港	中国香港	投资	0.00	100.00	1
裕领环球有限公司	中国香港	中国香港	投资	0.00	100.00	1
浙江恒逸能源有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	贸易	100.00	0.00	1
杭州恒逸投资有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	贸易、投资	60.00	0.00	1
上海恒逸纺织原料发展有限公司	上海市	上海市	纺织	100.00	0.00	2
杭州逸旭股权投资合伙企业(有限合伙)	浙江省杭州市	浙江省杭州市	投资	94.74	0.00	1
杭州锦绎实业有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	贸易、投资	58.99	0.00	1
浙江恒逸锦纶有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	38.00	33.03	1
杭州逸宸化纤有限公司	浙江省杭州市	浙江省杭州市	化纤产品制造	0.00	38.34	1
广西恒逸化工贸易有限公司	广西壮族自治区钦州市	广西壮族自治区钦州市	贸易	100.00	0.00	1
海南恒帆贸易有限公司	海南省	海南省	贸易	100.00	0.00	1

注：取得方式：1.投资设立；2.同一控制合并；3.非同一控制合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	136.32	180.84	198.58	167.27
资产总额（亿元）	1135.75	1275.26	1348.70	1285.48
所有者权益（亿元）	327.17	357.30	349.42	339.20
短期债务（亿元）	459.54	515.87	621.14	626.89
长期债务（亿元）	241.59	244.96	245.53	231.98
全部债务（亿元）	701.13	760.82	866.67	858.87
营业总收入（亿元）	925.85	1390.70	1648.00	315.90
利润总额（亿元）	40.74	38.16	-19.36	0.22
EBITDA（亿元）	96.57	99.22	50.98	--
经营性净现金流（亿元）	41.95	81.59	55.11	-3.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.00	17.16	16.91	--
存货周转次数（次）	8.88	11.58	11.85	--
总资产周转次数（次）	0.85	1.15	1.26	--
现金收入比（%）	101.67	102.37	105.34	114.23
营业利润率（%）	6.55	5.61	2.05	3.99
总资本收益率（%）	6.38	5.86	1.80	--
净资产收益率（%）	10.58	9.70	-4.25	--
长期债务资本化比率（%）	42.48	40.67	41.27	40.61
全部债务资本化比率（%）	68.18	68.04	71.27	71.69
资产负债率（%）	71.19	71.98	74.09	73.61
流动比率（%）	71.94	76.19	73.22	67.61
速动比率（%）	54.16	57.37	53.78	47.72
经营现金流动负债比（%）	7.45	12.18	7.34	--
现金短期债务比（倍）	0.30	0.35	0.32	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	2.99	1.38	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.26	7.67	17.00	--

注：1.公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计；2.将其他流动负债中的有息债务计入公司短期债务，将长期应付款中的有息债务计入公司长期债务；3.“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	23.23	20.70	24.68	25.75
资产总额（亿元）	250.49	249.41	275.49	260.10
所有者权益（亿元）	68.78	71.82	72.75	73.60
短期债务（亿元）	129.21	98.99	132.68	127.20
长期债务（亿元）	33.49	44.93	36.77	27.28
全部债务（亿元）	162.71	143.93	169.45	154.48
营业总收入（亿元）	51.33	80.75	83.62	20.10
利润总额（亿元）	-0.41	2.76	-2.02	-0.46
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	3.97	14.77	10.28	14.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.15	7.07	5.83	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.32	0.32	--
现金收入比（%）	81.82	84.35	89.11	165.40
营业利润率（%）	1.21	5.38	-0.87	1.39
总资本收益率（%）	0.26	1.38	0.18	--
净资产收益率（%）	0.86	4.14	0.60	--
长期债务资本化比率（%）	32.75	38.49	33.57	27.04
全部债务资本化比率（%）	70.29	66.71	69.96	67.73
资产负债率（%）	72.54	71.20	73.59	71.70
流动比率（%）	66.73	75.92	70.02	61.76
速动比率（%）	66.73	75.07	69.80	61.41
经营现金流动负债比（%）	2.68	11.13	6.19	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.21	0.19	0.20
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：母公司 2023 年 1-3 月财务数据未经审计；2.将其他流动负债计入短期债务；3.“--”表示数据不适用，“/”表示数据未获取到，“*”表示数据过大或者过小

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
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+平均应收款项融资)
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/营业总收入 × 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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 短期债券信用等级设置及含义

联合资信短期债券信用评级等级划分为四等六级，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D。每一个信用等级均不进行微调。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高，违约概率很低
A-2	还本付息能力较强，安全性较高，违约概率较低
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响，违约概率一般
B	还本付息能力较低，违约概率较高
C	还本付息能力很低，违约概率很高
D	不能按期还本付息

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 浙江恒逸集团有限公司 2023 年度第四期短期融资券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。