跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1085 号

浙江卫星石化股份有限公司：

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：

浙江卫星石化股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

浙江卫星石化股份有限公司公开发行的“20 卫星 02”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 五月二十九日

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

浙江卫星石化股份有限公司
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	存续规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 卫星 02	5.50 亿元	3（2+1）年	AA+	AA+	2020 年 1 月 3 日

跟踪评级时间：2020 年 5 月 29 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	101.84	137.39	179.26	197.95
所有者权益（亿元）	72.11	80.47	92.57	93.19
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.49	15.19
全部债务（亿元）	19.80	37.81	62.35	81.42
营业收入（亿元）	81.88	100.29	107.79	16.53
净利润（亿元）	9.35	9.35	12.67	0.38
EBITDA（亿元）	16.69	17.03	22.80	--
经营性净现金流（亿元）	5.72	7.52	13.52	-3.95
营业利润率（%）	24.12	20.29	25.58	13.37
净资产收益率（%）	17.65	12.26	14.65	0.41
资产负债率（%）	29.20	41.42	48.36	52.92
全部债务资本化比率（%）	21.55	31.97	40.25	46.63
流动比率（倍）	1.78	1.21	0.69	0.71
EBITDA/全部债务（倍）	0.84	0.45	0.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	16.87	13.77	11.28	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.03	3.10	4.14	--

注：1. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. 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，浙江卫星石化股份有限公司（以下简称“公司”或“卫星石化”）作为全国领先的丙烯酸生产企业，行业地位稳固。2019 年，公司丙烯和聚丙烯新增产能投运，公司营业收入和盈利水平均有所提升，经营现金流净额增长，市场竞争力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司在建项目规模较大及存在资本支出压力，短期债务偿付压力加重，原材料及产品价格波动风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司项目建设逐步推进以及新建产能逐步释放，公司产业链将由 C3 产业链进一步拓展至 C2 产业链，公司收入规模有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 卫星 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. **行业地位稳固。**跟踪期内，公司保持了国内最大、全球前五的丙烯酸生产企业地位，其规模优势依然显著，技术水平领先。

2. **新增产能投产，市场竞争力进一步增强。**公司新增 45 万吨/年丙烯和 15 万吨/年聚丙烯产能于 2019 年 2 月和 5 月投产，强化公司丙烯酸龙头地位，C3 产业链进一步完善。

3. **公司收入及利润规模持续增长，经营活动现金流情况较好。**2019 年，公司收入及利润规模持续增长，经营现金流净额有所增长。

关注

1. **产业链延伸和拓展的风险，未来存在一定资金支出压力。**公司在建项目规模较大，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。同时存在较大的资本支出压力，预计在项目建设过程中，公司债务负担将

显著加重。

2．**短期债务偿付压力加重。**2019 年，公司负债率显著上升且短期债务占比大，存在短贷长投问题，若外部融资环境变动或公司投资项目收益不及预期，公司或将面临一定流动性风险。

3．**原材料及产品价格波动风险。**公司原材料进口规模较大，价格波动影响公司盈利稳定性。疫情及原油暴跌导致产品价格下跌，可能对公司盈利性产生一定影响。仍需关注公司可能存在的海外贸易摩擦风险。

分析师

王文燕　登记编号（R0040217100010）
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。

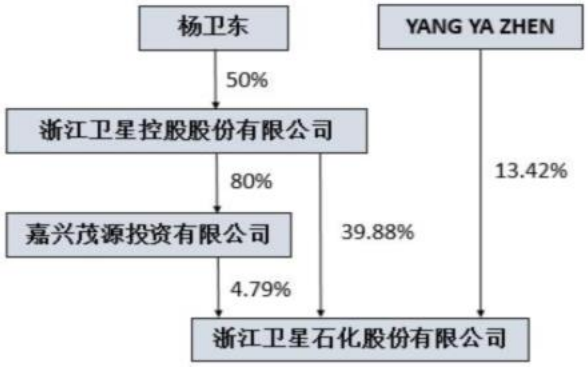
分析师：王文燕 樊忠

联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江卫星石化股份有限公司（以下简称“卫星石化”或“公司”）前身为成立于 2005 年 8 月的浙江卫星丙烯酸有限公司，初始注册资本为 726 万美元。2008 年 12 月，浙江卫星丙烯酸有限公司更名为“浙江卫星丙烯酸制造有限公司”。2010 年 9 月，浙江卫星丙烯酸制造有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为现用名。2011 年 11 月，公司首次公开发行 A 股并上市，股票简称“卫星石化”，股票代码“002648.SZ”，注册资本增至 4 亿元。经数次转股增资，截至 2019 年末，公司股本总数为 106,570.58 万股，公司注册资本增加到 106,570.58 万元，浙江卫星控股股份有限公司（以下简称“卫星控股”）为公司控股股东，直接持股比例为 39.88%，杨卫东、杨亚珍（YANG YA ZHEN）夫妇为公司实际控制人。截至 2020 年 4 月 10 日，卫星控股持有公司股份为 42,501.91 万股，累计质押 13,340 万股，质押比例为 31.39%。

图 1　截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无重大变化。截至 2019 年末，公司拥有子公司 12 家；在职员工 2,696 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 179.26 亿元，负债合计 86.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）92.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益 92.43 亿元。2019 年，公司实现营业收入 107.79 亿元，净利润（含少数股东损益）12.67 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.65 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 197.95 亿元，负债合计 104.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益 93.06 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 16.53 亿元，净利润（含少数股东损益）0.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.15 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市嘉兴工业园区步焦路；法定代表人：杨卫东。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2020 年 2 月发行了“浙江卫星石化股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)”，发行规模为人民币 5.50 亿元，证券代码为“149032.SZ”，证券简称为“20 卫星 02”。本次公司债券的期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 6.20%。“20 卫星 02”于 2020 年 2 月 21 日起息，按年付息，到期一次还本。

公司发行的“20 卫星 02”尚未到第一个付息日。债券所募集资金按照约定用途使用。

三、行业分析

公司主要从事丙烯酸及酯和相关产品的生产和销售，属于丙烯酸及酯行业，是有机化学原料制造业的一个子行业。

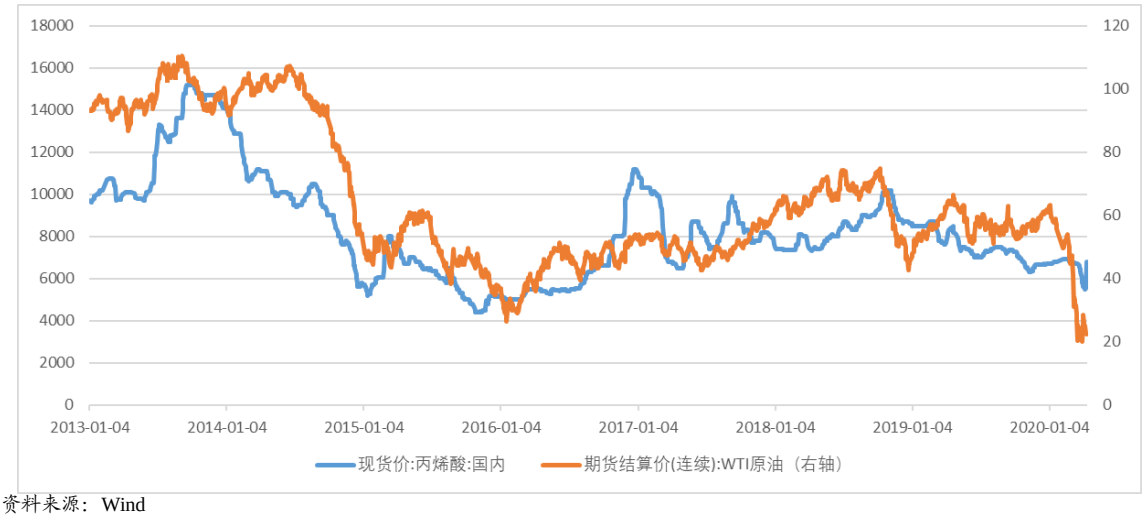
1. 行业概况

2019 年，受下游开工率较低及原油市场震荡影响，丙烯酸价格呈窄幅震荡下跌趋势，2020 年一季度，丙烯酸价格继续下跌。

价格方面，2018 年，丙烯酸年初价格 7,500 元/吨左右，到年末以 8,600 元/吨左右收尾，年均价在 8,400 元/吨附近，与 2017 年均价基本持平。2018 年 1－9 月，下游需求稳定，受原油价格上涨影响，丙烯酸价格波动上涨。2018 年四季度，受原油价格暴跌及下游需求不及预期影响，丙烯酸价格迅速下滑。2019 年，受下游开工率较低及原油市场震荡影响，丙烯酸价格呈窄幅震荡下跌趋势，2019 年丙烯酸现货均价为 7,742.98 元/吨。

2020 年一季度，原油市场暴跌，行业开工率处于低位，原材料丙烯价格下跌，丙烯酸价格大幅下跌，2020 年一季度丙烯酸市场均价为 6,728.30 元/吨。截至 2020 年 3 月底，丙烯酸现货市场价格为 5,950.00 元/吨，较年初下降 11.19%。2020 年 4 月，随着下游复工复产，下游开工率提升，以及丙烯价格上涨，带动丙烯酸价格快速上涨。截至 2020 年 4 月 20 日，丙烯酸现货市场价格恢复至 7,200 元/吨。

图 2　近年我国国内市场丙烯酸及 WTI 原油期货价格（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind

2. 上下游情况

2019 年丙烯市场价格重心同比回落，PDH 装置盈利处于较高位置。下游涂料市场和胶黏剂市场发展空间较大，拓展趋势良好，带动丙烯酸及酯产业规模快速增长。

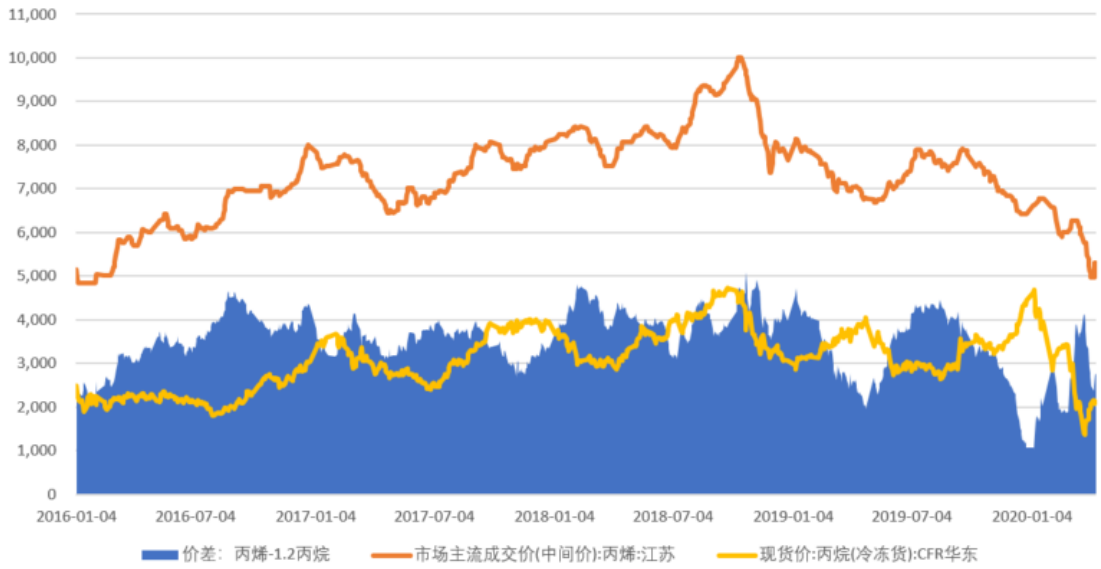
丙烯酸及酯是 C3 产业链的重要一环，其上游主要是丙烯行业，属于化工行业中石油化工领域。近年来，国内丙烯产业链快速发展，丙烯由以裂解和催化裂化为主要制取方式，逐步发展为裂化、裂解、丙烷脱氢制丙烯（PDH）、煤（甲醇）制烯烃等多种生产工艺共存竞争的格局。其中，PDH

工艺具有原料单一、流程短、收率高等特点，具有较强的环保优势和成本优势。PDH 装置盈利能力受丙烯-丙烷价差影响较大。

丙烯价格方面，2019 年丙烯市场价格重心同比回落，整体仍呈现一季度下跌，二三季度反弹，四季度下跌的价格走势特点。其中上半年价格涨跌波动幅度较大，进入下半年后，价格涨跌波动幅度收窄。2020 年一季度，受全球疫情及原油暴跌影响，丙烯市场价格震荡下移，价格触及近三年最低水平。

丙烯-丙烷价差方面，2019 年 11—12 月，受海运费、供暖季到来影响，丙烯-1.2 丙烷价差大幅回落，2019 年 12 月底丙烯-1.2 丙烷价差不足 300 元/吨。2020 年一季度，丙烯-1.2 丙烷价差修复，一季度的平价价差为 2,622.46 元/吨。

图 3　近年我国丙烯、丙烷及价差情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理

丙烯酸主要应用在两个方面，包括制作丙烯酸酯（占比 60%以上）和制作高吸水性树脂（SAP）。其中，SAP 的应用主要在生产婴儿纸尿裤、成人失禁用品、卫生巾等产品方面。现阶段卫生巾产品的渗漏率较高，但婴儿纸尿裤和成人失禁用品渗透率尚处于提高阶段；数据显示，现阶段我国婴儿纸尿裤消费量年均增速超过 10%；成人失禁用品前期渗透率低，未来消费增长潜力较大。

丙烯酸涂料主要用于建筑、汽车、容器、工业等的漆面涂装，在耐候性、保光性、保色性、防腐性和装饰性能等方面表现较好，且施工方便、常温固化。近年来，随着房地产等相关行业的快速发展，涂料需求大幅增长，2013—2019 年涂料需求平均增速约为 10%。且随着国家一系列强硬的环保政策的出台，水性涂料具有较广阔的市场空间。

丙烯酸酯类压敏胶主要应用于包装领域。随着网购渗透的加强，快递包装打包使用的压敏胶成为丙烯酸酯类压敏胶增量的主要来源。近年来，国内快递服务发展迅速，2019 年，全国快递服务企业业务量累计完成 635.2 亿件，同比增长 25.3%；业务收入累计完成 7,497.8 亿元，同比增长 24.2%。快递业的迅速发展拉动胶粘剂需求保持较大增速，对上游丙烯酸及酯行业增长起到较为有力的带动作用。

3. 竞争格局

跟踪期内，丙烯酸仍处于产能过剩阶段；新增产能集中于龙头企业，目前前五大企业产能集中度保持较高水平。

2018—2019 年，丙烯酸产能小幅增长，目前丙烯酸仍处于产能过剩阶段。2019 年新增的丙烯酸产能主要为上海华谊 16 万吨丙烯酸、江苏三木 16 万吨丙烯酸。受行业竞争激烈等因素影响，业内部分产能长期停车，名义产能出现收缩；据统计，截至 2018 年末，国内丙烯酸有效产能约 257 万吨，前五名分别为卫星石化（48 万吨）、江苏裕廊（46 万吨）、扬子巴斯夫（34 万吨）、台塑（32 万吨）和烟台万华（30 万吨），前五大企业产能合计占比约为 70%，集中度很高。2019 年，丙烯酸行业前五大集中度仍很高。若卫星石化在建的 36 万吨丙烯酸顺利于 2020 年投运，其丙烯酸产能将达到 84 万吨，卫星石化市场占有率将大幅提升。

4. 行业关注

（1）产能过剩

丙烯酸行业曾因产能无序扩张，产品供应增长过快，导致产能过剩。丙烯酸生产企业竞争激烈，在 2015 年石油价格持续下跌背景下，业内企业一度丧失价格话语权，出现大面积亏损和停产。

（2）原油价格波动风险

丙烯价格与原油价格存在高度的相关性。考虑到未来地缘政治、技术变革、自然灾害等多方面因素对原油价格波动带来的不确定性影响，可能抬高丙烯酸企业生产成本，或者引发产业链产品价格持续下跌，侵蚀企业利润空间，丙烯酸企业仍面临较大的原油价格波动风险。

（3）安全环保压力加剧

化工行业环保政策持续收紧，加之国际、国内频繁出现重大安全事故，丙烯酸生产企业规范经营压力进一步加剧。

5. 行业发展

未来，加大研发投入以及上下游产业链的延伸将是企业提升综合竞争实力的重要手段，行业内龙头企业的地位有望进一步凸显。但随着新产能的释放，原料丙烯市场供应压力较大，丙烯价格对丙烯酸成本支撑可能减弱。

随着技术水平进步和社会生活物质水平提升，丙烯酸需求有望持续提升，带动行业规模平稳增长。随着我国环保政策趋严，一批效益突出、技术先进、安全经营、环境友好的丙烯酸企业和丙烯酸项目将在激烈的市场竞争中脱颖而出，取得较为领先的行业地位，同时，业内竞争过于激烈、企业话语权低的现状将有所改善。未来国内丙烯酸供需格局将持续改善，新增产能不断向龙头集中叠加，下游需求稳步增长，行业供需状态将会继续改善。

未来，随着技术发展的不断提升，我国丙烯酸企业将向产业链上下游不断纵深拓展。业内企业积极拓展纸尿裤等终端消费领域，努力培育先进技术，依托产业链优势不断开发高附加值产品，提升我国企业在国际市场的综合竞争力。

从成本端看，目前原料丙烯市场供应压力较大，2020 年传统石油路线、PDH 和煤(甲醇)制丙烯路线新装置将迎来大规模投产，多种路线的市场博弈更趋激烈，供应增加局面下丙烯价格或将承压，对丙烯酸成本支撑可能减弱。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要管理人员未发生变更，主要管理制度连续，公司运营情况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司产品盈利能力受行业景气度影响较大。2019 年，受丙烯-丙烷价差回升及新增产能释放影响，公司营业收入和盈利水平均有所提升。2020 年一季度，受疫情影响，公司业绩下滑。

目前公司主营业务为丙烯、丙烯酸、丙烯酸酯、丙烯酸酯纺织乳液、高吸水性树脂等产品的研发、生产与销售，其中丙烯酸及酯是公司收入及利润的主要来源。其他业务主要包括生产和销售颜料中间体、SAP、聚丙烯、双氧水等，对公司贡献较小。

2019 年，公司营业收入较上年增长 7.47%，主要系新增产能释放导致销量增长所致。2019 年，公司净利润增长 35.48%至 12.67 亿元，主要系原料丙烯与丙烷价差进一步扩大及新增产能释放所致。

营业收入及构成方面，2019 年，受新增产能逐步释放影响，（聚）丙烯收入较上年增长 51.20%，（聚）丙烯收入占比较上年提升 10.11 个百分点至 34.98%。丙烯酸及酯产品销售收入较上年减少 7.25%至 53.85 亿元，主要系产品价格下降所致，丙烯酸及酯产品收入占公司营业收入的比重高，仍系公司的最主要收入来源。高分子乳液收入占比仍较小，但仍是公司利润的重要来源。其他业务收入主要为 SAP、颜料中间体和双氧水销售收入，其他业务收入较上年变化不大，收入占比保持稳定。

表 1　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
（聚）丙烯	18.42	22.49	22.74	24.94	24.87	14.97	37.71	34.98	23.38	6.01	36.36	7.17
（甲基）丙烯酸及酯	52.80	64.48	24.42	58.06	57.89	22.51	53.85	49.96	26.57	5.48	33.13	21.16
高分子乳液	5.21	6.36	32.64	5.33	5.31	33.72	5.13	4.76	37.19	0.64	3.89	34.52
其他业务	5.46	6.67	23.40	11.97	11.93	17.97	11.11	10.30	27.99	4.40	26.62	10.05
合计	**81.88**	**100.00**	**24.50**	**100.29**	**100.00**	**20.69**	**107.79**	**100.00**	**26.11**	**16.53**	**100.00**	**13.64**

注：其他业务包括高吸水性树脂（SAP）、颜料中间体、双氧水业务
资料来源：公司提供，联合评级整理

毛利率方面，2019 年，公司（聚）丙烯毛利率较上年提升 8.41 个百分点至 23.38%，主要系原材料价格下降所致。2019 年，受益于丙烷采购成本下降，公司丙烯酸及酯毛利率较上年提升 4.06 个百分点至 26.57%。公司高分子乳液毛利率为 37.19%，毛利率维持较高水平。2019 年受毛利率较高的双氧水产能释放影响，公司其他业务毛利率提升 10.02 个百分点至 27.99%。受上述因素影响，公司综合毛利率较上年提升 5.42 个百分点至 26.11%。

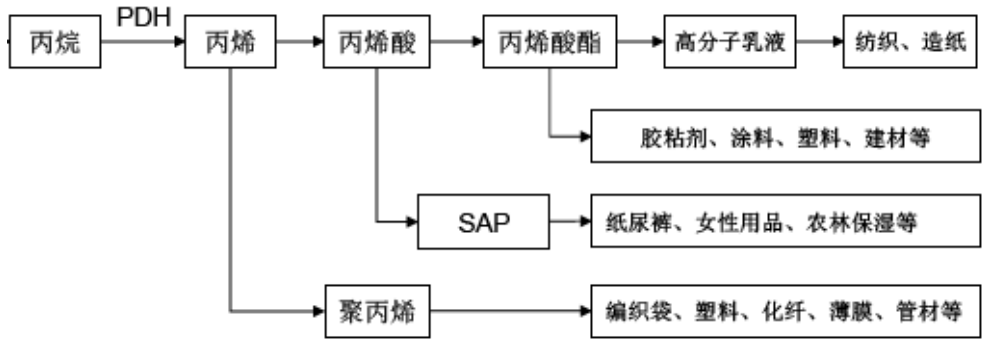
2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司实现营业收入 16.53 亿元，同比减少 21.53%；实现净利润 0.38 亿元，同比减少 82.30%；综合毛利率同比下降 9.18 个百分点至 13.64%。

2. 生产情况

公司目前已形成了以丙烷为原料到丙烯酸，并深加工成为高分子材料的全产业链，截至 2020 年

3 月末，公司拥有丙烯 90.00 万吨/年、聚丙烯 45.00 万吨/年、丙烯酸 48.00 万吨/年、丙烯酸酯类 45.00 万吨/年、高分子乳液 22.80 万吨/年、高吸水性树脂（SAP）9.00 万吨/年、颜料中间体 2.10 万吨/年和双氧水 22.00 万吨/年的生产能力，公司的全产业链流程如下图所示。

图 4　公司全产业链流程图



资料来源：公司提供

（1）丙烯及聚丙烯

随着公司新增丙烯和聚丙烯产能于 2019 年 2 月和 5 月投产，目前公司丙烯产能和聚丙烯产能达到 90 万吨和 45 万吨。2019 年，丙烯和聚丙烯产量均有所增长；产能利用率较高。

产能方面，2018 年，丙烯和聚丙烯产能为 45 万吨/年和 30 万吨/年。丙烯 PDH 二期于 2019 年 2 月正式投产，设计产能 45 万吨，当年产能按月份折算为 41.25 万吨，因此 2019 年公司经折算的丙烯产能增至 86.25 万吨。年产 15 万吨聚丙烯二期装置在 2019 年 5 月顺利投产，当年新增聚丙烯产能按月折算为 10 万吨，因此，2019 年公司经折算的聚丙烯产能增至 40.00 万吨。

产量及产能利用率方面，2019 年，受新增产能释放增长影响，公司丙烯产量较上年大幅增长 127.42%至 79.78 万吨，产能利用率提高 14.54 个百分点至 92.50%；聚丙烯产量较上年增长 31.58%至 41.12 万吨，产能利用率维持很高水平。

表 2　近年公司丙烯及聚丙烯生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
丙烯	产能	45.00	45.00	86.25
	产量	36.88	35.08	79.78
	产能利用率	81.96	77.96	92.50
聚丙烯	产能	30.00	30.00	40.00
	产量	26.35	31.25	41.12
	产能利用率	87.83	104.17	102.80

注：年产 45 万吨丙烷脱氢制丙烯二期装置于 2019 年 2 月投产，年产 15 万吨聚丙烯二期装置在 2019 年 5 月投产，上表的 2019 年的公司丙烯和聚丙烯已经折算
资料来源：公司提供

（2）丙烯酸及酯

2019 年，丙烯酸和丙烯酸酯类的产能维持 48 万吨/年和 45 万吨/年，产能利用率维持高位。

2019 年，公司丙烯酸和丙烯酸酯类的产能维持 48 万吨/年和 45 万吨/年。2019 年，随着下游需要增长，丙烯酸和丙烯酸酯类产量分别同比增长 4.60%和 11.38%至 53.24 万吨和 57.07 万吨；丙烯酸和丙烯酸酯类的产能利用率维持高位，在行业内属于较高水平。

表 3　近年公司丙烯酸及酯产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目			2017 年	2018 年	2019 年
丙烯酸及酯	丙烯酸	产能	48	48	48
		产量	50.99	50.90	53.24
		产能利用率	106.23	106.04	110.92
	丙烯酸酯类	产能	45	45	45
		产量	50.37	51.24	57.07
		产能利用率	111.93	113.87	126.82

资料来源：公司提供

3. 原材料采购

随着PDH二期项目投产，2019年公司主要原材料丙烷采购量大幅增长；公司主要原材料采购价格随行就市；公司前五大供应商集中度维持较高水平。

跟踪期内，公司采购流程、采购模式和结算方式未发生明显变化。

采购量方面，2019年，子公司浙江卫星能源有限公司（以下简称“卫星能源”）PDH二期项目投产，原材料丙烷采购量较上年增长95.05%，同期，自产丙烯能力增强，公司丙烯采购量较上年减少68.24%。2019年，公司正丁醇采购量基本保持稳定。

采购价格方面，2019年，公司丙烷、丙烯和正丁醇采购有所下降，主要系原油价格下跌所致。公司乙醇采购价基本保持稳定。

表 4　近年公司产品原材料采购情况（吨、元/吨）

原材料种类	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
丙烷	566,098	3,258	534,447	3,980	1,042,416	3,380
丙烯	265,348	6,261	319,706	7,397	101,551	6,682
正丁醇	220,274	5,638	223,125	6,543	240,088	5,734
乙醇	26,149	4,368	24,408	4,775	29,281	4,822

资料来源：公司提供

在供应商集中度方面，2019年，公司前五大原材料供应商采购金额为36.09亿元，占年度采购总额的比重为46.03%，采购集中度维持较高水平。公司与主要供应商保持稳定合作关系，保障丙烷、丁醇等原材料稳定供应。

表5　2017－2019年公司原材料前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购内容	购买金额	占年度采购总额比重
2017 年	供应商 1	丙烷	176,103.77	28.43
	供应商 2	丙烯	32,365.76	5.23
	供应商 3	丁醇	24,528.36	3.96
	供应商 4	丁醇	22,657.56	3.66
	供应商 5	丁醇	18,967.05	3.06
	合计		**274,622.51**	**44.34**
2018 年	供应商 1	丙烷	139,508.30	19.12
	供应商 2	丙烷	65,503.55	8.98
	供应商 3	丙烯	51,982.03	7.12
	供应商 4	丁辛醇	38,276.79	5.25

	供应商 5	丙烯	34,317.94	4.70
	合计		**329,588.61**	**45.16**
2019 年	供应商 1	丙烷	111,911.15	14.27
	供应商 2	丙烷	104,602.86	13.34
	供应商 3	丁辛醇	60,144.91	7.67
	供应商 4	丁辛醇	48,142.16	6.14
	供应商 5	丙烷	36,059.76	4.60
	合计		**360,860.85**	**46.03**

资料来源：公司提供

4. 产品销售

2019 年，公司主要产品价格随原材料价格有所下跌。随着 PDH 二期投产及市场拓展，（聚）丙烯销量增长；其他主要产品的销量变化不大，丙烯酸酯类和高分子乳液产销率维持较高水平。

跟踪期内，公司销售模式未发生明显变化。

从销售区域看，公司产品销售仍以国内为主，国内销售区域主要集中在浙江、江苏、广东、福建、山东、上海地区，销量占比在 70%以上。此外，公司主要产品销售区域集中在江浙地区，一定程度上有利于运输成本以及产品在途时间的控制，有利于公司市场竞争优势的巩固。另外，2019 年公司外销产品收入占营业收入比重为 5.14%，占比较小。

销售价格方面，2019 年，受国际原油价格下跌影响，（聚）丙烯、丙烯酸、丙烯酸酯类和高分子乳液销售价格销售均价均有所下降，上述产品销售价格分别较上年下降 10.32%、10.19%、8.63%和 3.89%至 7,105 元/吨、6,829 元/吨、8,109 元/吨和 4,025 元/吨。

销量方面，2019 年，受 PDH 二期投产影响，公司（聚）丙烯销量较上年增长 68.58%至 53.07 万吨；丙烯酸及酯和高分子乳液销售量较上年变化不大。另外，由于 PDH 二期投产但扩建的丙烯酸及酯项目尚未完工，2019 年，公司对外销售部分丙烯，销量为 7.17 万吨，销售均价为 6,325 元/吨。

表 6　近年公司主要产品销售价格情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目			2017 年	2018 年	2019 年
（聚）丙烯		销售量	26.40	31.48	53.07
		平均价格	6,975	7,923	7,105
		产销率	41.75	47.46	43.90
丙烯酸及酯	丙烯酸	销售量	17.41	17.28	15.34
		平均价格	7,055	7,603	6,829
		产销率	34.58	33.95	28.81
	丙烯酸酯类	销售量	48.23	50.62	53.48
		平均价格	8,400	8,875	8,109
		产销率	94.59	98.79	93.72
高分子乳液		销售量	12.52	12.72	12.74
		平均价格	4,160	4,188	4,025
		产销率	100.00	105.12	100.02

注：公司生产的丙烯及丙烯酸主要用于进一步加工丙烯酸酯类，其余部分外销；部分丙烯酸酯作为高分子乳液原材料，（聚）丙烯、丙烯酸及酯产量中包含部分自用，导致上表中（聚）丙烯、丙烯酸产销率较低
资料来源：公司提供

在产品产销率方面，2019 年，公司自用丙烯占比较大，公司丙烯产销率维持较低水平。丙烯酸主要用于自用生产丙烯酸酯类，丙烯酸产销率较低。丙烯酸酯类除对外销售外，少部分自用生产高

分子乳液等产品，公司丙烯酸酯类产销率维持较高水平；高分子乳液产销率维持高水平。总体看，2019 年，若考虑自用部分后公司终端产品产销率基本达到 100%。

在客户集中度方面，2019 年，公司前五大客户集中度保持较低水平；同时公司前五大客户的销售额占比分散，公司整体客户集中风险低。

5. 在建项目

跟踪期内，公司在建项目主要围绕现有主业的扩能和延伸，若能顺利投产，公司的综合竞争力将进一步增强。但公司在建项目投资规模大，资本支出压力及融资压力较大。跟踪期内，公司债务负担加重。此外，公司主要项目建设周期较长，若未来市场环境发生变化，可能导致投资收益不及预期，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 2019 年末，公司主要的在建及拟建工程项目为连云港石化公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目（以下简称“连云港项目”）一阶段和二阶段、子公司平湖石化有限责任公司（以下简称“平湖石化”）年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目、禾兴码头 43-45 液体散货泊位疏浚工程等。公司主要在建及拟建项目计划投资总金额为 373.79 亿元，截至 2019 年末已完成投资 60.81 亿元，剩余投资金额为 312.98 亿元。公司 2017 年 8 月通过非公开发行股票募集资金 30.00 亿元，其中“年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯项目”承诺使用募集资金 15.95 亿元（经调整后），“年产 12 万吨高吸水性树脂扩建项目”的二期项目使用募集资金 2.10 亿元（经调整后），节余募集资金用于永久补充流动资金。

公司年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯项目（PDH 二期）投资规模为 15.50 亿元。该项目主要采用美国 UOP 公司的丙烷脱氢制丙烯和华福工程公司专利技术或工艺，购置并安装反应产物压缩机、膨胀机、机泵等设备，反应器、塔器、容器等国产设备，项目建成后形成年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯二期项目的生产能力。年产 45 万吨丙烯二期（PDH 二期）装置于 2019 年 2 月投产。

连云港项目为公司目前最重要的在建项目，为国内首套纯乙烷进料裂解生产制乙烯装置，项目分两阶段建设，第一阶段项目计划投资 184 亿元，第二阶段项目计划建设投资 151 亿元。第一阶段项目主要包括 4 套生产装置，分别为：125 万吨/年轻烃裂解联合装置、72/91 万吨/年 EO/EG 装置、40 万吨/年 HDPE 装置、50 万吨/年 LLDPE 装置。第一阶段项目计划建设期为 2018 年 8 月至 2020 年 8 月，预计于 2020 年 12 月投产。第二阶段项目包括 4 套生产装置：125 万吨/年轻烃裂解装置、72/91 万吨/年 EO/EG 装置、40 万吨/年 LDPE 装置、26/8.6 万吨/年丙烯腈联合装置。第二阶段项目计划建设期为 2021 年 7 月至 2022 年 10 月。项目资金来源方面，目前，公司已启动公司债及中期票据融资，募集资金主要用于该项目，预计发债规模为 28.00 亿元、30.00 亿元，合计 58.00 亿元。公司已于 2020 年 2 月发行 5.50 亿元 20 卫星 02，债券代码为 149032.SZ，期限为 3（2+1）年，5.00 亿元募集资金用于连云港项目建设。针对连云港项目，公司已与多家银行达成融资合作，组建银团进行贷款，预计银团融资金额不超过 230 亿元。此外，公司拟通过非公开发行股票募集 30.00 亿元资金用于连云港项目建设，目前非公开发行股票事项已获证监会受理。预计在连云港项目建设过程中，公司债务负担将显著加重；该项目的税后财务内部收益率为 25.26%，税后静态投资回收期 6.73 年（含建设期），若该项目能顺利投产运营，建设该项目对公司的发展有较好的促进作用，将公司业务从 C3 产业链进一步拓展至 C2 产业链。

连云港项目建设方面，公司着力推进连云港项目建设，基本实现原料保障。2018 年 3 月 15 日，公司旗下 SATELLITE PETROCHEMICAL USA CORP.（卫星石化美国有限公司，以下简称“卫星美国”）与 SUNOCO PARTNERS MARKETING & TERMINALS L.P.（以下简称“SPMT”）在北京签

署乙烷原料供应及运输相关合同。原料供应方面，卫星美国与 SPMT 共同出资在美国设立新合资公司，其中 SPMT 和卫星美国占比分别为 53%和 47%，合资公司在美国德克萨斯州建设乙烷出口设施，并进行运营和管理，同时 SPMT 为连云港石化提供乙烷原料供应保障。乙烷运输方面，2018 年 7 月公司正式签订首批乙烷专用运输船的租赁协议。目前公司乙烷裂解项目的原料问题基本解决。国内方面，乙烷储罐区和码头正在建设。项目设计、长周期设备采购及相关审批手续有序推进，整个项目正在实质性建设过程中。

从在建项目的最新进度看，年产 45 万吨丙烯项目已于 2019 年 2 月投产，年产 15 万吨聚丙烯装置已于 2019 年 5 月投产。年产 12 万吨高吸水性树脂扩建项目中 6 万吨已投产，另外 6 万吨产能正在试生产阶段。平湖石化年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目计划于 2020 年 10 月投运。连云港石化主厂区已完成土建工作和生产装置桩基施工，目前正在进行钢结构安装和设备安装工作，连云港石化项目按计划有序推进。美国 ORBIT 项目全面施工，管道、码头储罐与冷冻装置进展顺利，未来可满足连云港项目原料保障。上述项目若能顺利投产，公司将巩固 C3 产业链一体化优势，并建成先进的 C2 产业链。

表 7　截至 2019 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2019 年末已投资金额	计划投资金额			
		贷款	自筹		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
卫星能源年产 45 万吨丙烯及 30 万吨聚丙烯项目（PDH 二期）	15.50	--	15.5	14.99	0.51	--	--	--
年产 12 万吨高吸水性树脂扩建项目	4.00	--	4.00	3.65	0.35	--	--	--
平湖石化年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目	14.00	--	14.00	1.59	12.41	--	--	--
连云港项目一阶段	184.00	128.00	56.00	38.17	102.00	20.00	15.00	8.83
连云港项目二阶段	151.00	105.00	46.00	--	5.00	50.00	80.00	16
禾兴码头 43-45 液体散货泊位疏浚工程	5.29	--	5.29	2.41	2.5	0.3	0.08	--
合计	**373.79**	**233.00**	**140.79**	**60.81**	**122.77**	**70.3**	**95.08**	**24.83**

资料来源：公司提供

6. 重大事项

公司发布非公开发行股票预案，若本次 30 亿元非公开发行股票成功发行，将进一步提升公司总资产和净资产规模，提升抗风险能力，提升业务多元化水平，有助于连云港项目建设和产业链拓展。

根据 2020 年 3 月 5 日公司发布的《浙江卫星石化股份有限公司 2019 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，本次非公开发行股票募集资金总额不超过 30 亿元，扣除发行费用后将用于连云港石化有限公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目（一期工程）。为满足项目开展的需要，本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后按照相关法规规定的程序予以置换。目前，本次非公开发行股票方案尚需中国证监会核准，本次非公开发行存在审批风险。若本次非公开发行股票成功发行，将进一步提升公司总资产和净资产规模，提升抗风险能力，提升业务多元化水平，有助于连云港项目建设和产业链拓展。

7. 经营效率

2019 年，公司应收账款周转次数提升，并保持较高水平，与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于较好水平。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 23.21 次提升至 25.91 次，主要系营业收入逐年增长，同时公司加强应收账款管理，应收账款减少所致，指标保持较高水平。存货周转次数由上年的 12.09 次下降至 10.93 次，总资产周转次数由上年的 0.84 次下降至 0.68 次，主要系资产大幅增长所致。与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于较好水平。

表 8　同业上市公司 2019 年经营效率指标情况（单位：次）

企业简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
万华化学	5.98	19.51	0.78
宝丰能源	12.05	901.10	0.45
三棵树	9.50	5.24	1.35
道恩股份	6.99	6.19	1.50
卫星石化	**10.93**	**28.04**	**0.68**

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

8. 经营关注

（1）产业链延伸和拓展的风险，存在一定资本支出压力

目前，公司在建及拟建项目规模较大，后续的资金投入压力较大，公司存在一定资本支出压力。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。

（2）原材料和产品价格波动的风险

丙烯酸及酯行业的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，原材料和产品价格宽幅波动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；丙烯酸行业集中度高，行业内竞争激烈，公司盈利稳定性受到一定影响。

（3）安全及环保风险

丙烯酸及酯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。丙烯酸及酯工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。

（4）汇率波动风险

近几年，公司在丙烷采购、产品销售过程中均涉及海外市场，同时公司海外市场主要以美元等币种结算。目前，人民币汇率呈现双向波动趋势，汇率波动对公司盈利状况可能存在一定影响。

（5）海外贸易摩擦

随着中国经济与国际经济融入度的加深，反倾销、反补贴等国际贸易中的“刚性”壁垒不时冲击中国，使我国进入经贸摩擦频发时代。公司的原材料丙烷的进口金额较大，公司拟建的烯烃综合利用项目需向美国等国进口乙烷，如公司原材料进口业务遭遇贸易摩擦，将对公司的生产稳定性产生不利影响，进而影响公司的盈利能力。

9. 未来发展

跟踪期内，公司发展规划未有重大调整，最新规划切合自身实际，与目前国家政策和行业发展趋势相契合，但未来经营环境多变，公司规划能否逐一实现有待观察。

根据自身经营状况，公司从落实安全环保制度、完善C3产业链、拓展C2项目建设、持续创新研发以及挖潜增效实现可持续发展等方面制定了较为详细的规划。力图扩大经营规模，提升竞争力，巩固自身行业地位。

六、财务分析

公司提供的2019年财务报告已经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则及其他相关规定的要求编制。2019年，公司合并范围新增11家子公司，均为投资设立的全资子公司。截至2019年末，公司合并范围内子公司共23家。2019年，公司合并范围有所变化，但变更规模较小且公司主营业务未发生变化，对公司合并报表整体影响不大，财务数据可比性强。

截至2019年末，公司合并资产总额179.26亿元，负债合计86.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）92.57亿元，其中归属于母公司所有者权益92.43亿元。2019年，公司实现营业收入107.79亿元，净利润（含少数股东损益）12.67亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润12.73亿元；经营活动产生的现金流量净额13.52亿元，现金及现金等价物净增加额-5.65亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额197.95亿元，负债合计104.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.19亿元，其中归属于母公司所有者权益93.06亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入16.53亿元，净利润（含少数股东损益）0.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.40亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.95亿元，现金及现金等价物净增加额4.15亿元。

1. 资产质量

2019年，公司资产规模大幅增长，但随着公司项目投入的增加，流动资产占比逐年下降，资产流动性减弱。流动资产中货币资金占比高，非流动资产以固定资产和在建工程为主，受限占比较低。考虑到公司设备先进性以及盈利能力较强等因素，公司整体资产质量较高。

截至2019年末，公司资产总额179.26亿元，较年初增长30.48%，主要系增加融资并投入项目所致，非流动资产占比由50.49%升至69.55%，而同期流动资产占比降至30.45%。

（1）流动资产

截至2019年末，公司流动资产54.58亿元，较年初下降19.76%，主要系应收款项融资减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占60.02%）、应收账款（占5.97%）、存货（占16.54%）和应收款项融资（占9.18%）构成。

截至2019年末，公司货币资金为32.76亿元，较年初增长4.84%；公司货币资金由银行存款（占77.00%）和其他货币资金（占23.00%）构成；受限货币资金12.75亿元，占比为38.91%，为用于保函质押的定期存款及保证金、用于开立银行承兑汇票及信用证定期存款及保证金、用于对公授信业务保证金。

截至2019年末，公司应收账款为3.26亿元，较年初大幅减少26.55%，主要系公司应收账款管理加强，本期销售货款及时回收所致。截至2019年末，公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款（占应收账款余额合计的97.86%）中，1年以内的占96.77%，1至2年的占1.20%，其余为两年以上；公司应收账款坏账准备合计计提0.30亿元，综合计提比例8.38%；公司应收账款余额欠款方前5名金额合计占比为12.61%，集中度较低。

根据最新企业会计准则，公司将应收票据重分类至应收款项融资，2019年，公司应收款项融资

及应收票据为 5.01 亿元，较年初减少 75.28%，主要系票据托收到期及公司使用银行承兑汇票支付连云港项目建设支出所致。

截至 2019 年末，公司存货为 9.03 亿元，较年初大幅增长 63.01%，主要系 PDH 二期装置投产，随着产能释放，原料丙烷及产品丙烯库存增加所致；公司存货主要由原材料（占 32.86%）和库存商品（占 66.00%）构成。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 124.68 亿元，较年初增长 79.74%，主要系在建工程、固定资产和长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 11.33%）、固定资产（占 32.66%）、在建工程（占 36.88%）、无形资产（占 6.74%）和其他非流动资产（占 8.10%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 14.13 亿元，较年初大幅增长 176.66%，主要系子公司卫星美国公司投资轨道墨西哥湾混合气出口有限公司（ORBIT GULF COAST NGL EXPORTS LLC.）（以下简称为“ORBIT 公司”）[1]增加所致。其中，湖南康程护理用品有限公司（以下简称“湖南康程公司”）由于未完成业绩承诺，存在减值迹象，根据 2018 年和 2019 年的减值测试结果，公司已全额计提资产减值准备 8,524.14 万元。子公司卫星美国公司投资乙烷能源管道公司，通过参股合资建设乙烷出口设施，可保障未来原材料供应，目前码头运输管道仍在建设中，公司未来的长期股权投资收益存在不确定性。

截至 2019 年末，公司固定资产为 40.71 亿元，较年初大幅增长 24.11%，主要系子公司卫星能源 PDH 二期项目转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 12.49%）和机器设备（占 86.64%）等构成；固定资产成新率为 61.04%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程为 45.98 亿元，较年初大幅增长 126.68%，主要系子公司连云港石化公司项目投入增加所致；在建工程主要由年产 12 万吨高吸水性树脂（SAP）扩建项目（1.47 亿元）、平湖石化公司年产 36 万吨丙烯酸及 36 万吨酯技改项目（1.59 亿元）、连云港禾兴码头公司 43-45 液体散货泊位建设工程（2.41 亿元）和连云港石化公司年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目（38.17 亿元）构成。

截至 2019 年末，公司无形资产为 8.40 亿元，较年初大幅增长 104.11%，主要系子公司连云港石化购买土地所致。公司无形资产几乎全部为土地使用权。

2019 年其他非流动资产较年初大幅增加 9.21 亿元至 10.10 亿元，主要为 9.53 亿元垫付乙烷船款[2]。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 16.59 亿元，占公司资产总额的 9.26%，受限占比较低。

表9　截至2019年末公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	12.75	用于保函质押的定期存款及保证金、用于开立银行承兑汇票及信用证定期存款及保证金、用于对公授信业务保证金
应收款项融资	3.84	用于开立银行承兑汇票质押和涉外保函质押
合计	**16.59**	--

资料来源：公司年报

[1]公司全资子公司卫星美国与 SPMT 共同出资设立 ORBIT，卫星美国持有 ORBIT47%股权。

[2] 为确保子公司连云港石化公司“年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目”按时顺利投产，不延误连云港石化公司原料运输所需六艘乙烷专用运输船舶的交付时间，公司在与意向船东洽谈租船协议的同时，在香港注册成立了欣秀香港公司、常秀香港公司、满秀香港公司、庞天香港公司、庞欣香港公司、欣仁香港公司共六家子公司，先行向 SAMSUNGHEAVYINDUSTRIESCO.,LTD.（韩国三星重工）和 HYUNDAIHEAVYINDUSTRIESCO.,LTD.（韩国现代重工）两家造船厂垫付了六艘乙烷专用运输船舶的建造预付款 138,084,210.00 美元（折合人民币 953,326,208.60 元）。目前相关商业洽谈工作进展顺利，根据谈判达成的意向协议，公司垫付给船厂的造船款在正式租船协议签订后转为预付租金，具体内容待双方正式签订协议后对外披露。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 197.95 亿元，较年初增长 10.43%，主要系存货、长期股权投资和在建工程增加所致。其中，流动资产占 31.24%，非流动资产占 68.76%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，公司负债和债务规模均有显著增长，负债率显著上升。2020 年一季度，公司债务负担加重，债务结构有所优化，但短期债务占比仍很高。考虑到公司资产端变动，公司存在短贷长投问题，若外部融资环境变动或公司投资项目收益不及预期，公司或将面临短期债务偿付压力。未来公司仍存在较大资本支出需求，需关注公司债务结构的调整及整体负债率水平。

截至 2019 年末，公司负债总额 86.68 亿元，较年初增长 52.31%。其中，流动负债占 90.84%，非流动负债占比由上年末的 0.94%提升至 9.16%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 78.74 亿元，较年初增长 39.67%。公司流动负债主要由短期借款（占 66.87%）、应付票据（占 5.15%）和应付账款（占 20.92%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 52.65 亿元，较年初大幅增长 46.74%；短期借款由质押借款（占 7.31%）、保证借款（占 39.37%）和信用借款（占 53.31%）构成；其中，公司债权保理、票据贴现、信用证贴现取得的款项为 21.36 亿元，剔除上述款项，公司向金融机构的直接融资为 31.29 亿元。

截至 2019 年末，公司应付票据为 4.05 亿元，较年初大幅增长 113.54%，主要系本期开立应付票据支付货款增加所致。

截至 2019 年末，公司应付账款为 16.47 亿元，较年初增长 23.09%；主要由应付材料款（3.98 亿元）和应付工程设备款（10.84 亿元）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债 7.94 亿元，较年初增长 13.90 倍，主要系长期借款和递延收益增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 69.19%）和递延收益（占 29.05%）构成。

2019 年，公司新增长期借款 5.49 亿元，主要系本期资金用于项目投资增加所致；主要由保证借款（1.00 亿元）和信用借款（4.49 亿元）构成。从偿还期限看，主要集中在 2022 年和 2023 年。

截至 2019 年末，公司递延收益主要为连云港石化公司于 2019 年 2 月 1 日和 8 月 6 日分两次取得“年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联合装置项目”的 1.98 亿元建设专项补助资金。

截至 2019 年末，公司全部债务 62.35 亿元，较年初增长 64.90%，主要系短期借款大幅增长所致。其中，短期债务占 91.19%，长期债务占 8.81%，债务结构失衡。2017－2019 年，公司资产负债率分别为 29.20%、41.42%和 48.36%，全部债务资本化比率分别为 21.55%、31.97%和 40.25%，均为逐年大幅增长态势。2019 年，公司长期债务资本化比率为 5.60%。整体看公司债务负担显著加重，目前债务负担尚属可控，但随着在建项目后续投入，公司债务负担或将加重。同时，公司债务以短期债务为主，债务结构失衡，短期偿债压力大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 81.42 亿元，较年初增长 30.59%。其中，短期债务 66.24 亿元（占 81.35%），较年初增长 16.50%，主要系短期借款增长所致。长期债务 15.19 亿元（占 18.65%），较年初增长 176.41%，主要系公司新发行公司债券“20 卫星 02”（5.50 亿元）和长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月末，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 52.92%、46.63%和 14.01%，较年初分别提高 4.57 个百分点、提高 6.39 个百分点和提高 8.41 个百分点，公司

债务负担加重，债务结构有所优化，但短期债务占比仍很高。

（2）所有者权益

2019 年，随着公司利润留存增加，公司权益规模有所增长；所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 92.57 亿元，较年初增长 15.03%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.84%，少数股东权益占比为 0.16%。归属于母公司所有者权益 92.43 亿元，股本、资本公积和未分配利润分别占 11.53%、45.08%和 39.41%。所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 93.19 亿元，较年初增长 0.66%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.86%，少数股东权益占比为 0.14%。所有者权益结构较年初变化不大，稳定性仍有待提升。

3. 盈利能力

2019 年，公司营业收入和盈利水平均有所提升。未来，随着公司在建及拟建项目逐步完工投产，产业链布局和业务布局将更加完善，抵御市场价格波动的能力将有所提升，公司未来经营业绩有望保持稳定。

2019 年，公司营业收入较上年增长 7.47%，主要系新增产能释放导致销量增长及产品销售均价下跌综合影响所致。2019 年，公司净利润增长 35.48%至 12.67 亿元，主要系原料丙烯与丙烷价差进一步扩大及新增产能释放所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 12.03 亿元，较上年增长 16.83%，主要系财务费用和研发费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 22.34%、25.45%、40.12%和 12.09%，研发费用占比较高。其中，销售费用为 2.69 亿元，较上年增长 7.79%，主要系公司本期主营业务销售增长相应运输等费用增加所致；管理费用为 3.06 亿元，较上年增长 15.91%，主要系公司人员工资、排污费、折旧费增加所致；研发费用为 4.82 亿元，较上年增长 9.72%，主要系公司研发项目增加所致；财务费用为 1.45 亿元，较上年增长 90.54%，主要系利息支出及汇兑损失同比增加所致。2019 年，公司费用收入比由上年的 10.26%微幅提升至 11.16%，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司其他收益为 0.18 亿元，主要为政府补助，对营业利润影响小。投资收益为-0.34 亿元，公司投资亏损主要为对湖南康程公司确定的投资损失 647.07 万元、处置金融工具确认的投资亏损 0.15 亿元和应收款项融资贴现利息支出 0.19 亿元。2019 年，公司资产减值损失为 0.79 亿元，为公司对湖南康程公司计提减值准备 0.79 亿元。2019 年，公司各类资产减值对营业利润产生一定的影响。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 25.58%，较上年提高 5.28 个百分点，主要系（聚）丙烯毛利率提升所致。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.45%、10.18%和 14.65%，较上年分别提高 0.45 个百分点、提高 0.48 个百分点和提高 2.39 个百分点。与同行业上市公司相比，公司盈利能力处于中游水平。

表 10　同业上市公司 2019 年盈利指标情况（单位：%）

名称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万华化学	26.61	15.31	28.00
宝丰能源	20.53	15.50	43.95
三棵树	26.54	11.39	38.83

道恩股份	16.38	11.95	16.91
卫星石化	**14.73**	**9.81**	**26.11**

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2020 年 1－3 月，受疫情影响，公司实现营业收入 16.53 亿元，同比减少 21.53%；实现净利润 0.38 亿元，同比减少 82.30%。

4. 现金流

2019 年，公司经营活动净现金流保持较大规模增长，公司收入实现质量较高，经营性净现金流对投资有一定支持但存在较大缺口，考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司仍存在较大的筹资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 106.79 亿元，较上年增长 26.59%，主要系收入增长，销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；经营活动现金流出 93.27 亿元，较上年增长 21.37%。2019 年，公司经营活动现金净流入 13.52 亿元，较上年增长 79.85%，公司经营活动净现金流保持较大规模增长。2019 年，公司现金收入比为 96.16%，较上年提高 13.46 个百分点，考虑到票据结算影响，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 4.88 亿元，较上年下降 27.80%，主要系赎回理财产品金额减少所致；其中，公司 2019 年赎回理财产品为 4 亿元。投资活动现金流出 40.17 亿元，较上年增长 84.72%，主要系子公司连云港在建投资项目增加、卫星美国股权投资 ORBIT 公司增加所致。综上影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 35.29 亿元，较上年增长 135.54%，净流出规模显著扩大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 92.62 亿元，较上年增长 81.64%，主要系公司经营范围扩大以及在建项目资金需求加大所致；筹资活动现金流出 77.00 亿元，较上年增长 151.29%，主要系偿债规模扩大所致。2019 年，公司筹资活动现金净流入 15.62 亿元，较上年下降 23.25%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-3.95 亿元，投资活动现金流量净额为-5.11 亿元，筹资活动现金流量净额为 13.26 亿元。

5. 母公司财务分析

公司主要业务在子公司层面开展，母公司资产构成较为简单，主要为持有的子公司股权及部分往来款，债务负担较轻，从子公司处取得的投资收益为其主要利润来源。

截至 2019 年末，母公司资产总额 96.26 亿元，主要由其他应收款（合计）（9.46 亿元）和长期股权投资（63.56 亿元）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额 20.99 亿元，其中短期借款 5.34 亿元，长期借款 4.00 亿元，应付账款 8.37 亿元；母公司资产负债率为 21.80%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 75.27 亿元，主要为股本（10.66 亿元）、资本公积（41.82 亿元）和未分配利润（19.43 亿元）。

2019 年，母公司实现营业收入 23.71 亿元，投资净收益 3.64 亿元，净利润 4.78 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 3.31 亿元，投资活动产生的现金流量净额-12.90 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-3.12 亿元。

6. 偿债能力

近年来公司发展迅速，存在一定短贷长投现象，现阶段公司短期偿债能力一般，但考虑到公司行业地位较高、产业链布局较完善等因素，公司具备持续经营能力，长期偿债能力强。公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.21 倍和 1.11 倍分别下降至 0.69 倍和下降至 0.58 倍，主要系短期借款增长较快所致。截至 2019 年末，公司现金短期债务比[3]由年初的 1.36 倍下降至 0.67 倍，随着短期债务的大幅增长同时在建项目投资支出较大，现金类资产对短期债务的保障程度下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.80 亿元，较上年增长 33.82%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 23.22%）、摊销（占 6.10%）、计入财务费用的利息支出（占 7.00%）、利润总额（占 63.68%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 13.77 倍下降至 11.28 倍，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.45 倍下降至 0.37 倍，公司 EBITDA 对利息保障能力、全部债务保障能力强。整体看，公司长期偿债能力有所下降，长期偿债能力强。

截至 2019 年末，公司及其子公司无对外担保。

根据中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2020 年 3 月 12 日，公司无未结清或已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 3 月底，公司及子公司存在四笔尚未终结的诉讼或仲裁事项（具体如下），尚未了结的诉讼及仲裁的标的金额未对公司正常经营活动造成重大不利影响。

（1）2016 年 4 月，公司子公司卫星香港与其丙烷供货方 Shell Eastern Trading（Pte） Ltd.（以下简称 SETPL）因购销合同履行发生分歧，且未能协商解决。2016 年 5 月 4 日，SETPL 提起仲裁申请，要求卫星香港赔偿其损失 200 万美元（暂定）及利息和法律费用。后因卫星香港公司进入清盘程序，其与 SETPL 之间的仲裁案程序暂停，是否继续将由香港高等法院任命的清盘人综合考虑各种情况之后决定。

（2）2018 年 6 月 26 日，江苏省苏州市中级人民法院就苏州市人民检察院与徐文龙、徐兴苟、周书福、苏州秋泽化工贸易有限公司、苏州市旭东科技发展有限公司、本公司子公司浙江友联化学工业有限公司（以下简称“友联化学”）环境污染责任纠纷一案作出(2016)苏 05 民初 697 号民事判决书，判令友联化学与其他共同被告对环境污染损失费用合计 32,880,841.00 元承担连带赔偿责任。友联化学不服前述一审判决，已提起上诉，江苏省高级人民法院已立案受理，案号为（2019）苏民终 123 号。截至 2020 年 3 月底，该案尚在审理中。为避免友联化学可能因承担民事公益诉讼项下的民事赔偿责任而产生经济损失，公司控股股东卫星控股承诺，将代友联化学履行其在人民法院就本案作出的生效民事判决项下应当承担的民事赔偿责任及诉讼费用。

（3）2019 年 12 月，本公司及子公司友联化学和浙江卫星新材料科技有限公司对嘉兴市富欣热电有限公司就蒸汽停供引起的停工直接损失向法院提起诉讼，诉请赔偿直接损失 5,698.09 万元，该案已于 2020 年 2 月 13 日开庭，截至 2020 年 3 月底，该案尚在审理过程中。

（4）子公司嘉兴九宏投资有限公司（以下简称“九宏投资”）与湖南康程公司、嘉兴贝玉投资合伙企业（有限合伙）、珠海倍鲸投资企业（有限合伙）、覃叙钧、肖鑫文、熊征军、何文武、戴容（以下简称被告公司）之间因投资回购纠纷产生的诉讼案件，于 2019 年 11 月 5 日经嘉兴市南湖区人民法院判决胜诉。根据嘉兴市南湖区人民法院（2019）浙 0402 民初 2907 号《民事判决书》，被告公司及湖南康程公司被判在判决生效后七日内连带支付九宏投资股权回购款 2,000 万元以及利

[3] 根据新金融工具准则，公司应收票据重分类至应收款项融资，应收款项融资计入现金类资产

息。被告公司不服上述判决，已在 2019 年 11 月 25 日向嘉兴市中级人民法院提起上诉，截至 2020 年 3 月底，该案件尚在审理中。

截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 117.30 亿元，尚未使用额度 59.24 亿元，间接融资渠道较畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

七、公司债券偿债能力分析

公司资产、盈利和现金流能够对“20 卫星 02”的按期偿付起到较强的保障作用，考虑到公司为全国领先的丙烯酸生产企业，在产能规模、行业地位、产业链布局、技术装备等方面具备竞争优势，公司对“20 卫星 02”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 38.36 亿元，为“20 卫星 02”存续本金（5.50 亿元）的 6.97 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；截至 2019 年末，公司净资产为 92.57 亿元，为“20 卫星 02”存续本金（5.50 亿元）的 16.83 倍，公司现金类资产和净资产能够对“20 卫星 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.80 亿元，为“20 卫星 02”存续本金（5.50 亿元）的 4.14 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 106.79 亿元，为“20 卫星 02”存续本金（5.50 亿元）的 19.42 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很高。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为全国领先的丙烯酸生产企业，行业地位稳固。2019 年，公司丙烯和聚丙烯新增产能投运，公司营业收入和盈利水平均有所提升，经营现金流净额增长，市场竞争力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司在建项目规模较大及存在资本支出压力，短期债务偿付压力加重，原材料及产品价格波动风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司项目建设逐步推进以及新建产能逐步释放，公司产业链将由 C3 产业链进一步拓展至 C2 产业链，公司收入规模有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 卫星 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　浙江卫星石化股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	101.84	137.39	179.26	197.95
所有者权益（亿元）	72.11	80.47	92.57	93.19
短期债务（亿元）	19.80	37.81	56.86	66.24
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.49	15.19
全部债务（亿元）	19.80	37.81	62.35	81.42
营业收入（亿元）	81.88	100.29	107.79	16.53
净利润（亿元）	9.35	9.35	12.67	0.38
EBITDA（亿元）	16.69	17.03	22.80	--
经营性净现金流（亿元）	5.72	7.52	13.52	-3.95
应收账款周转次数（次）	22.64	23.21	25.91	--
存货周转次数（次）	10.11	12.09	10.93	--
总资产周转次数（次）	0.93	0.84	0.68	--
现金收入比率（%）	91.62	82.69	96.16	103.61
总资本收益率（%）	13.22	9.99	10.45	--
总资产报酬率（%）	12.71	9.70	10.18	--
净资产收益率（%）	17.65	12.26	14.65	0.41
营业利润率（%）	24.12	20.29	25.58	13.37
费用收入比（%）	10.57	10.26	11.16	7.93
资产负债率（%）	29.20	41.42	48.36	52.92
全部债务资本化比率（%）	21.55	31.97	40.25	46.63
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	5.60	14.01
EBITDA 利息倍数（倍）	16.87	13.77	11.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.84	0.45	0.37	--
流动比率（倍）	1.78	1.21	0.69	0.71
速动比率（倍）	1.52	1.11	0.58	0.52
现金短期债务比（倍）	1.47	1.36	0.67	0.57
经营现金流动负债比率（%）	19.54	13.34	17.18	-4.53
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.03	3.10	4.14	--

注：1. 2020 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；2. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；3. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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+应付短期债券+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 3　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。