大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】876 号

大公国际资信评估有限公司通过对浙江恒逸集团有限公司及“16 恒逸 CP002”的信用状况进行跟踪评级，确定浙江恒逸集团有限公司主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“16 恒逸 CP002”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年九月二十日

浙江恒逸集团有限公司主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】876 号

主体信用

跟踪评级结果：AA　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
16 恒逸 CP002	5	1	A-1	A-1

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项 目	2016.6	2015	2014	2013
总资产	345.13	351.58	360.92	314.95
所有者权益	97.49	96.55	94.63	92.75
营业收入	143.13	310.77	289.12	309.11
利润总额	3.07	1.79	-0.34	5.63
经营性净现金流	6.77	1.93	17.68	0.08
资产负债率（%）	71.75	72.54	73.78	70.55
债务资本比率（%）	69.76	70.63	69.73	65.22
毛利率（%）	3.68	3.86	4.45	2.42
总资产报酬率（%）	2.24	3.16	2.60	3.67
净资产收益率（%）	3.35	1.15	-0.59	5.50
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.46	0.21	1.73	0.01
经营性净现金流/总负债（%）	2.69	0.74	7.24	0.04

注：2016 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张翠翠
评级小组成员：付芸辉　林思行
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

浙江恒逸集团有限公司（以下简称“恒逸集团”或“公司”）主要从事 PTA（精对苯二甲酸）、聚酯纺丝（PET）、加弹丝（DTY）等产品的生产和销售业务。评级结果反映了公司石化化纤产业链比较完整，PTA 业务规模优势明显及原材料采购具有较大价格优惠等有利因素；同时也反映了公司存货存在一定跌价风险，未来将面临一定资本支出压力，有息债务规模占比较大，所有者权益稳定性较弱，担保比率较高，主营业务盈利能力较低等不利因素。

综合分析，大公对公司“16 恒逸 CP002”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司形成了比较完整的石化化纤产业链，增强了整体抗风险能力；
- 公司控股和参股企业 PTA 年产能仍均居行业前列，规模优势明显；
- 公司 PTA 主要供给内部聚酯生产，有利于保证聚酯生产的原材料供给，MEG（乙二醇）通过与 PX 捆绑采购仍可获得较大的价格优惠。

不利因素

- 公司主要原材料 PX 及主要产品价格受国际原油价格波动下行影响较大，存货存在一定跌价风险；
- 公司未来项目投资规模较大，将面临一定的资本支出压力；
- 公司有息债务规模仍较大，占总负债的比重较高且以短期有息债务为主，面临一定的短期偿债压力；
- 公司未分配利润规模大，少数股东权益占比仍较高，所有者权益稳定性较弱；
- 公司担保比率较高，仍存在一定或有风险；
- 公司主营业务盈利能力仍较低，期间费用挤占一定利润空间，非经常性收益对利润总额贡献比例仍较高。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的恒逸集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

恒逸集团成立于 1994 年，截至 2016 年 6 月末，公司注册资本为 5,180 万元人民币，自然人邱建林直接持股比例为 26.19%，邱建林与杭州万永实业投资有限公司（以下简称“万永实业”）、邱祥娟、邱正南及邱杏娟（均为恒逸集团直接或间接的股东）就恒逸集团的决策事项签署了《一致行动协议》[1]，邱建林、万永实业、邱祥娟及邱杏娟合计持有恒逸集团股权比例为 54.65%，因此，恒逸集团的控股股东及实际控制人均为邱建林。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，由此实现控股子公司恒逸石化股份有限公司整体上市（股票简称“恒逸石化”，股票代码“000703”）。2015 年 11 月 11 日，恒逸石化发布《非公开发行股票预案》，计划向不超过 10 个特定投资者非公开发行不超过 5.00 亿股股份，募集资金总额不超过 38.00 亿元。非公开发行股票募集的资金扣除发行费用后用于文莱 PMB 石油化工项目建设。2015 年 12 月 05 日，恒逸石化发布《关于调整非公开发行股票方案的公告》，将上述非公开发行股票发行数量变更为不超过 393,782,383 股股份，募集资金总额和募集资金投资项目未发生变化。2016 年 7 月 21 日，恒逸石化收到中国证监会出具的《关于核准恒逸石化股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】1320 号），核准恒逸石化非公开发行不超过 393,782,383 股新股。截至本报告出具日，恒逸石化尚未完成此次非公开发行。

截至 2016 年 6 月末，恒逸集团直接和间接控股子公司共有 25 家。其中恒逸石化主要从事 PTA、PET、DTY 等产品的生产和销售，现已形成 PTA—PET—DTY 比较完整的产业链。截至 2016 年 6 月末，公司控股和参股企业 PTA 年产能均居行业前列，规模优势明显；涤纶长丝产能 135 万吨/年；加弹丝（DTY）主要为涤纶变形丝，产能 30 万吨/年。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	金额	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 恒逸 CP002	5	2016.08.05~2017.08.05	补充流动资金、偿还银行借款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

[1] 2015 年 10 月 9 日，邱正南将其所持浙江恒逸集团有限公司股权赠予其儿子邱利荣，《一致行动协议》对其不再具有约束力。

宏观经济和政策环境

2015 年以来，国民经济增速有所回落，但新常态下的新政策使主要经济指标运行在合理区间；短期内，经济下行压力仍较大，经济回稳基础还需进一步巩固；从长期来看，供给侧结构性改革和各项稳增长政策的推进，将使我国经济保持多元化的平稳增长

2015 年，中国经济的特征表现为总体平稳、稳中有进、进中有创、创中提质。面对经济下行压力，宏观调控政策坚持实施“新常态下的新对策”，在潜在增长率下移、去产能、去杠杆的过程中，主要经济指标处于合理区间。2015 年，第一产业增加值 60,863 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 274,278 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 341,567 亿元，同比增长 8.3%；第一、二和三产业增加值占国内生产总值的比重分别为 9.0%、40.5%和 50.5%，第三产业增加值比重首次突破 50%。第三产业对经济增长的拉动作用明显增强，我国经济发展由工业主导向服务业主导转变的趋势更加明显。2016 年上半年，我国 GDP 和规模以上工业增加值同比增速分别为 6.7%和 6.0%；同期，高技术产业增加值同比增长达到 10.2%，比规模以上工业增长速度快 4.2 个百分点。需求结构持续改善，消费需求对经济增长的贡献加强，2015 年社会消费品零售总额同比增长 10.7%，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 66.4%，比上年同期提高 15.4 个百分点；2016 年上半年，社会消费品零售总额同比增长 10.3%，增速有所回落。

从世界经济来看，2015 年世界经济增长低于普遍预期，新兴市场与发展中经济体整体增速下滑程度加大；国际贸易方面，2015 年最大的特点是全球贸易额出现负增长，其中新兴市场与发展中经济体进出口额的下降幅度略高于发达经济体。债务方面，2015 年全球政府债务状况没有明显好转。2015 年 12 月，美联储十年来首次加息，为全球经济带来不确定性。2016 年 6 月 24 日，英国经过公投脱离欧盟，短期内英国及欧盟经济将会出现下行，使欧洲经济和全球经济面临新的不确定性挑战。

2015 年是我国全面深化改革的关键之年，为了推动“稳增长、促改革、调结构”的经济发展进程，我国进一步简政放权，加快审批效率；加大金融体制改革力度，优化金融结构，服务实体经济；促进结构优化、扩大内需和改善民生，助力我国经济的健康、稳健发展。在宏观经济下行压力持续存在的背景下，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，多策并举提高财政资金的使用效益、缓解地方偿债压力、促进投资。货币政策继续保持稳中偏松的导向，同时保持灵活适度，根据经济下行压力增大、经济结构调整的实际需要，适时适度预调微调。

2016 年 3 月 17 日，《中国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》正式发布，将供给侧改革作为未来中国发展的主线，解决结构

性问题，做好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，以适应我国经济发展新常态的要求，推动经济转型升级。产业政策方面，“十三五”期间我国将把战略性新兴产业作为重要任务，重点培育形成以集成电路为核心的新一代信息技术产业、以基因技术为核心的生物产业以及绿色低碳、高端装备与材料、数字创意等五大产业。

综合来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国经济仍处在一个加快发展的过程之中，十三五规划纲要中提出，要实施创新驱动发展战略，优化现代产业体系，支持新型制造业、战略新兴产业和现代服务业的发展，主要目标是使经济保持中高速增长。我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长的潜力，国家推进的供给侧结构性改革以及各项稳增长政策，将使我国经济保持多元化的平稳增长。

行业及区域经济环境

PTA 及聚酯涤纶行业具有周期性，2012～2014 年 PTA 新增产能的集中释放加剧了行业竞争，2015 年以来随着两家主要 PTA 生产企业的停产，行业产能过剩压力有所缓解，加之落后产能的陆续淘汰，行业内规模优势明显的企业仍将保持一定竞争优势

PTA 与聚酯涤纶行业是紧密的上下游关系，PTA 及聚酯涤纶行业的发展具有一定的周期性特征，这种周期性主要受外部经济环境、行业供需状况及行业自身发展等多方面因素的影响，在调整期中行业会出现产品价格下降、开工率不足、经济效益下滑等现象。PTA 属于石化中间产品系列，由石油中提炼出的 PX（对二甲苯）经氧化结晶分离干燥后所得，是生产 PET 产品的主要原料。生产 1 吨 PET 约需 0.863 吨的 PTA。根据用途划分，PET 主要包括纤维级 PET 和非纤维级 PET，其中纤维级 PET 用于制造涤纶短纤和涤纶长丝，是纺织服装及相关产品的原材料；非纤维级 PET 用于制造瓶类、薄膜等产品。

中国作为世界纺织品大国，化纤产品市场需求巨大，而且随着我国居民生活水平的逐步提高，对各种饮用品的消费需求也在不断增加，饮料行业的强劲需求带动了瓶级聚酯切片市场的快速发展。新增产能的集中释放造成了国内 PTA 和聚酯行业产能过剩。PET 产业快速发展，对 PTA 的消费量也在迅速增加，国内 PTA 表观消费量从 2009 年的 1,821 万吨增长至 2014 年的 2,707 万吨。2007 年以前国内 PTA 主要依赖国外进口，进口依存度在 50%以上，PTA 行业高额的利润使国内企业纷纷投资建厂扩大产能，国内 PTA 产能大幅增长，2012 年以来 PTA 行业产能面临严重过剩局面。恒力石化、翔鹭石化股份有限公司等公司产能的集中释放进一步加剧行业竞争，2014 年国内 PTA 产量为 2,655 万吨，PTA 的产能利用率下降至 61.15%，行业景气度进一步下滑。

表 2　2010～2015 年我国 PTA 供需情况（单位：万吨）

项目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
PTA 年产能	4,693	4,342	3,294	3,146	2,006	1,530
PTA 产量	3,086	2,655	2,700	2,050	1,648	1,414
进口量	69	98	214	560	538	664
出口量	62	46	13	0	3	0
表观消费量	3,092	2,707	2,901	2,610	2,183	2,077

数据来源：Wind 资讯

2015 年 3 月绍兴远东石化有限公司（以下简称“远东石化”）宣布破产重组，2015 年 5 月起，翔鹭石化股份有限公司（以下简称“翔鹭石化”）生产线相继停车，PTA 行业产能过剩压力有所缓解，加之落后产能的陆续淘汰，行业内规模优势明显的企业仍将保持一定竞争优势。截至本报告出具日，汉邦石化股份有限公司二期 220 万吨/年 PTA 装置已重启，翔鹭石化 PTA 生产线尚未重启。

国内 PTA 生产的主要原材料 PX 对外依存度仍较高，生产企业对上游 PX 的议价能力较弱；2015 年以来，下游纺织行业的持续低迷状态对聚酯产品的需求增长构成一定的压力

近年来，国内 PX 生产项目的新建、扩建产能逐步释放，2015 年中国 PX 总产能约 1,392 万吨。尽管国内 PX 的产能有所提高，但是由于近年来下游 PTA 行业迅速扩张及 PX 新建项目面临越来越大的环保和审批压力，PX 进口比例仍保持较高的水平。2015 年，国内 PX 产量约 910 万吨，表观消费量高达 2,063 万吨，PX 进口量 1,165 万吨，同比增长 16.81%，进口依存度为 56.47%，同比提高 3.47 个百分点。

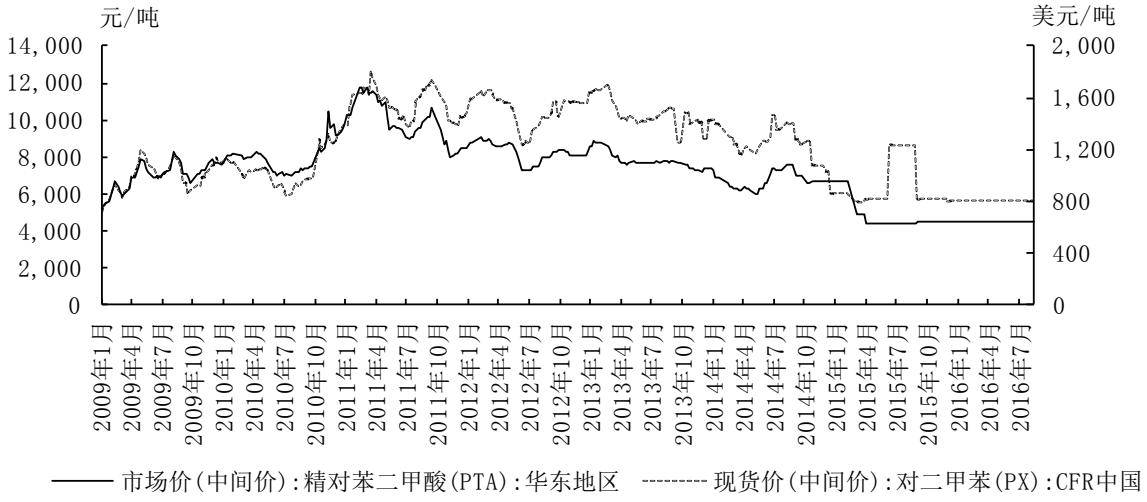


图 1　2009 年 1 月～2016 年 8 月 PX 及 PTA 价格情况

数据来源：Wind 资讯

全球范围内超过 90%的 PX 用于 PTA 的生产，PX 与 PTA 之间的价格

相关系数较高。而生产 PX 的原材料是石脑油，其价格主要受原油价格波动影响。国际原油价格波动较大，给 PTA 生产企业的成本控制带来一定压力。由于 PX 相比 PTA 产能增长有限，基本上处于供不应求的状态，PX 优势地位较明显，其对下游 PTA 的议价能力较强。中国约 85%的 PTA 用于纤维级 PET 生产，而纺织行业是纤维级 PET 最主要下游。从需求周期角度看，近年来聚酯下游纺织需求低迷，从出口的情况看，我国服装出口额增幅持续下滑，其中欧盟的需求下降是主要原因。下游行业的低迷状态对聚酯产品的需求增长构成一定压力。从供给角度看，2016 年 6 月 27 日，为提高涤纶长丝中 POY 产品的盈利能力，恒逸集团联合桐昆股份、新凤鸣集团和双兔集团形成 POY 四方统一报价联盟，POY 价格普遍拉涨，若联盟挺价得以持续，涤纶长丝盈利将显著改善。国内 PTA 主要生产企业 2014 年 5 月起通过主动降低开工率减少产量应对 PTA 行业的亏损态势。同时，推行 PTA 新的合约结价模式，将 PTA 结算价格机制由市场定价改为与 PX 价格联动的成本加成定价，PTA 新的定价模式获部分下游客户接受，PTA 价格有所回升。但受国际原油价格连续下跌及印度 PX 新增产能早于预期投放等影响，亚洲 PX 价格大幅下跌，2014 年 8 月至 2015 年 2 月，PTA 价格急剧下跌。2015 年以来两家 PTA 主要生产企业相继停产，供需格局发生变化，PTA 价格有所反弹，此后，PTA 价格随着国际原油价格的波动而波动。

浙江省经济实力较强，是经济比较发达的沿海对外开放省份，工业基础较好

浙江省地处中国东南沿海，是经济比较发达的沿海对外开放省份，以轻工业、加工制造业、集体工业为主，工业基础较好。2015 年，浙江省地区生产总值（GDP）42,886 亿元，同比增长 8.0%；其中，第一产业增加值 1,833 亿元，第二产业增加值 19,707 亿元，第三产业增加值 21,347 亿元，分别增长 1.5%、5.4%和 11.3%。三次产业增加值结构由 2014 年的 4.4:47.7:47.9 调整为 4.3:45.9:49.8。2016 年 1～6 月，浙江省地区生产总值 20,762.3 亿元，同比增长 7.7%。

“十三五”期间，浙江省将通过创新驱动，加快调整产业结构和优化经济结构，充分发挥浙江的区位优势和港口优势，积极建设海岛型绿色石化基地。进一步鼓励企业兼并重组，优化产业组织结构；激励核心技术创新，鼓励依托主业延伸产业链、提升价值链，推动发展特色优势产业集群，构建“总部基地驻扎浙江、全产业链全球布局”的新型产业集群组织形式，促进优势产业实现价值链升级。

经营与竞争

公司继续从事 PTA、PET 和 DTY 等产品的生产和销售，三者仍是收入和毛利润的主要来源；2015 年，受 PTA 新增产能释放推动影响，公司营业收入有所增长，但主要产品价格下降导致毛利率小幅下降

公司继续从事 PTA、PET 和 DTY 等产品的生产和销售，最终产品主要包括 PTA、PET（包括 POY、FDY、切片、瓶片、短纤）和 DTY，仍是公司主要收入及利润来源。此外，公司还涉及贸易、房地产及运输等其他业务，其中 2015 年公司已将房地产业务板块整体出售[2]。

表 3　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**143.13**	**-**	**310.77**	**-**	**289.12**	**-**	**309.11**	**-**
PTA	92.51	46.81	203.07	45.08	182.87	38.62	192.30	38.77
PET	44.56	22.55	122.33	27.16	146.03	30.84	154.69	31.19
DTY	18.07	9.15	31.31	6.95	36.19	7.64	38.33	7.73
其他业务：	42.47	21.50	93.74	20.81	108.41	22.90	110.66	22.31
贸易	41.51	21.01	90.65	20.12	100.02	21.12	108.23	21.82
房地产	-	-	0.71	0.16	5.48	1.16	0.29	0.06
其他	0.96	0.49	2.38	0.53	2.91	0.62	2.13	0.43
汇总	197.61	100.00	450.45	100.00	473.51	100.00	495.98	100.00
合并抵消	54.48	-	139.68	-	184.39	-	186.87	-
毛利润	**5.27**	**-**	**12.01**	**-**	**12.87**	**-**	**7.48**	**-**
PTA	2.98	56.55	6.83	56.89	5.24	35.02	4.97	62.52
PET	1.58	29.98	3.43	28.55	4.65	31.05	1.11	13.96
DTY	0.51	9.68	0.90	7.48	0.85	5.70	0.56	7.04
其他业务：	0.14	2.75	0.18	1.48	4.23	28.23	1.31	16.48
贸易	0.14	2.66	0.18	1.48	0.95	6.33	1.00	12.54
房地产	-	-	0.19	1.62	2.65	17.71	0.21	2.58
其他	0.15	2.85	0.48	3.97	0.63	4.19	0.11	1.35
汇总	5.27	100.00	12.01	100.00	14.97	100.00	7.95	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从收入和毛利润构成来看，2015 年以来，PTA、PET 和 DTY 仍是公司收入和利润的主要来源，三者合计在营业收入和利润中的占比均保持在 75%以上。2015 年，受 PTA 新增产能释放推动影响，公司实现营

[2] 公司于 2015 年 12 月与浙江钱江置地有限公司签订股权转让协议，将子公司浙江恒逸房地产开发有限公司 100%股权转让，不再纳入合并范围；浙江恒逸房地产开发有限公司的子公司宁波逸天置业有限公司和宁波逸荣达置业有限公司亦不再纳入合并范围。

业收入 310.77 亿元，同比增长 7.49%；毛利润为 12.01 亿元，同比下降 6.68%，主要是由于原油价格处于低位使得主要原材料价格下降，公司主要产品价格也随之下降，以及由于房地产开发项目的周期性，房地产板块毛利润大幅下降所致。

从毛利率看，2015 年公司毛利率为 3.86%，同比下降 0.59 个百分点，主要是 PET 和房地产业务毛利润下降较多所致；其中受 PTA 供需有所改善影响，PTA 业务毛利率为 3.36%，同比提高 0.49 个百分点。

2016 年 1～6 月，受主要产品价格同比下降影响，公司实现营业收入 143.13 亿元，同比下降 7.08%；主要由于当期产品价格下降幅度大于原材料下降幅度，毛利润为 5.27 亿元，同比下降 28.34%；毛利率为 3.68%，同比下降 1.08 个百分点。

表 4　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司毛利率情况（单位：%）

项目	2016 年 1～6 月	2015 年	2014 年	2013 年
综合毛利率	**3.68**	**3.86**	**4.45**	**2.42**
PTA	3.22	3.36	2.87	2.58
PET	3.55	2.80	3.18	0.72
DTY	2.82	2.87	2.36	1.46
其他：	0.33	0.19	3.90	1.18
贸易	0.34	0.20	0.95	0.92
房地产	-	26.76	48.33	72.41
其他	15.63	20.17	21.51	5.16

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司 PTA、PET 与 DTY 易受行业周期性影响，但整体运营仍然保持稳定。

公司控股子公司和参股公司对外实行原材料捆绑采购策略，PTA 主要供给内部聚酯生产，销售费用较低，并有利于保证公司聚酯生产的原材料供给；公司形成了比较完整的石化化纤产业链，增强了整体抗风险能力

截至 2016 年 6 月末，公司控股公司 PTA 产能 540 万吨/年，参股公司 PTA 产能达 810 万吨/年。控股孙公司浙江逸盛石化有限公司（以下简称“逸盛石化”）和参股公司逸盛大化石化有限公司（以下简称“逸盛大化”）、海南逸盛石化有限公司（以下简称“海南逸盛”）的原材料 PX 采购均由公司统一实施，规模优势使公司与上游原材料供应商的议价能力大大增强。同时，公司主要原材料 MEG 也主要由这些供应商提供，通过捆绑谈判，较大的采购量使公司获得较多的价格折扣和优惠。公司的 PX、MEG 原材料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 15 美元/吨的优势。在结算方式上，公司进口原料均以美元结算，主要以九十天远期信用证方式支付；对国内供应商付款则主要以银行承兑汇票或电汇方

式支付，并以人民币结算。2015 年之前，公司主要向国外生产商和贸易商采购原材料，以九十天远期信用证方式支付；2015 年以来，随着国内宁波中金石化有限公司等厂商 PX 产能陆续释放，公司原材料采购逐步转向国内；同时由于国内供应商在公司以电汇方式结清货款的情况下给予更多价格优惠，因此公司在原材料采购过程中主动增加了现金支付的比例。

表 5　2015 年公司主要原材料前五大供应商情况（单位：亿元、%）

单位名称	原材料	采购金额	占采购总额比
MITSUI &CO.,LTD	PX	33.83	11.67
中国石化化工销售有限公司宁波经营部	PX	22.90	7.90
宁波中金石化有限公司	PX	18.27	6.30
福建联合石油化工	PX	10.02	3.46
SK NETWORKS Co.,Ltd	PX	7.08	2.44
合计	-	**92.10**	**31.77**

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，目前公司基本形成 PTA—PET—DTY 相对完整的产业链，实现了公司聚酯原材料 PTA 的完全自给，同时通过对控股、参股企业所需原材料 PX 及 MEG 实行捆绑采购策略，增强了公司对上游原材料供应商的议价能力；公司 PTA 主要用于内部下游聚酯企业生产，物流和销售费用较低，有利于保障 PTA 的销售和聚酯生产的原材料供给，增强了公司综合效益和整体抗风险能力。

● 化工业务

产品 1：PTA

公司控股、参股企业 PTA 年产能均居行业前列，规模优势明显

截至 2016 年 6 月末，公司控股（持股比例 70.00%）的逸盛石化、参股（持股比例 25.38%）的逸盛大化及参股（持股比例 37.50%）的海南逸盛 PTA 年产能均居行业前列，规模优势明显。

表 6　截至 2016 年 6 月末国内 PTA 产能前五大企业（单位：万吨/年）

序号	企业名称	地区	现有产能	生产装置数量
1	恒力石化（大连）有限公司	辽宁	660	三套装置
2	翔鹭石化[3]	福建	615	四套装置
3	逸盛大化	辽宁	600	两套装置
4	逸盛石化	浙江	540	三套装置
5	海南逸盛	海南	210	一套装置

数据来源：根据公司提供资料和公开资料整理

[3] 截至本报告出具日，翔鹭石化 165 万吨/年 PTA 生产装置仍维持停车检修状态，尚未公布重启计划；其漳州 1～3 号 450 万吨/年 PTA 生产装置生产线停车，尚未公布重启计划。

2014 年逸盛大化对生产设备进行改扩建，产能增加至 600 万吨/年；2014 年底恒逸石化四期投产，PTA 产能增加至 540 万吨/年。2015 年以来，随着远东石化破产重组，以及翔鹭石化生产线装置相继停车，国内 PTA 行业产能过剩压力有所缓解，公司参控股 PTA 产能利用率整体有明显改善。

表 7　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司参控股 PTA 产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2016 年 1～6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
PTA（逸盛石化）	540	214	540	466	540	346	340	280
PTA（逸盛大化）	600	290	600	483	580	431	525	394
PTA（海南逸盛）	210	107	210	203	210	161	210	-
合计	**1,350**	**611**	**1,350**	**1,152**	**1,330**	**938**	**1,075**	**674**
产能利用率（%）[4]		**90.51**		**85.33**		**70.53**		**62.70**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司 PTA 产品销售采用直销方式，即直接与下游聚酯生产企业签订长期购销合同（通常为 1 年），约定一定期间内的采购数量。公司 PTA 产品除自用外，其余外销。2013～2015 年及 2016 年 1～6 月，PTA 产品外销比例分别为 48.28%、54.34%、69.81%和 70.80%，其中 2015 年外销比例大幅提高，主要是 2014 年底逸盛石化增加 200 万吨/年的产能，PTA 供给大幅增加所致。PTA 产品销售的结算模式为款到发货或款货两讫，通常以承兑汇票或信用证进行结算。

综合来看，公司控股、参股企业的 PTA 年产能均居行业前列，规模优势明显。

产品 2：PET 及 DTY

2016 年 3 月末，子公司股权转让交易完成后，公司 PET 聚酯年产能从 250 万吨降至 140 万吨，PET 聚酯供应保障能力有所降低，但目前聚酯行业整体供应过剩，股权转让对公司生产经营影响不大

PET 聚酯是由 PTA 和 MEG 为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的成纤高聚物，可以通过熔体直纺直接纺丝，也可以经聚酯切片干燥和再熔融得到熔体纺丝。公司聚酯纺丝相关产品主要包括涤纶预取向丝（POY）、涤纶全牵伸丝（FDY）、加弹丝（DTY）、涤纶短纤、聚酯瓶片及纤维级切片等。

[4] 2016 年 1～6 月产能利用率经年化处理。

表 8　截至 2016 年 6 月末恒逸集团各子公司聚酯涤纶产能（单位：万吨/年）

公司	PET 聚酯	涤纶长丝	其中：DTY
浙江恒逸聚合物有限公司	60（3 套装置）	55	0
恒逸石化	0	0	30
浙江恒逸高新材料有限公司	80（2 套装置）	80	0
合计	140	135	30

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 3 月，恒逸石化将持有的上海恒逸聚酯纤维有限公司（以下简称“上海恒逸”）100%股权经审计评估后转让给海南恒盛元国际旅游发展有限公司（以下简称“海南恒盛元”），转让总价款按照北京华信众合资产评估有限公司确定的评估价值 43,780.01 万元执行，海南恒盛元以现金方式支付。2016 年 3 月末，股权转让完成，上海恒逸不再计入合并报表范围。截至 2016 年 6 月末，公司 PET 聚酯产能从 250 万吨/年降至 140 万吨/年；POY 产能 85 万吨/年，FDY 产能 50 万吨/年，DTY 产能 30 万吨/年，纤维级切片产能 5 万吨/年，仍位居行业前列。总体来看，公司 PET 聚酯供应保障能力有所降低，但目前聚酯行业整体供应过剩，上海恒逸主要生产涤纶短纤、聚酯瓶片及纤维级切片，且产能利用率较低，股权转让对公司生产经营影响不大。

表 9　截至 2016 年 6 月末国内主要聚酯厂家涤纶长丝（含 POY、FDY、DTY）产能情况（单位：万吨/年）

排名	企业名称	产能
1	桐昆集团股份有限公司	348
2	新凤鸣集团股份有限公司	267
3	盛虹控股集团有限公司	190
4	恒逸集团	135
5	恒力集团有限公司	150
6	浙江荣盛控股集团有限公司	125

数据来源：根据公开资料整理

公司产品差异化程度不断提高，高附加值、高技术含量的产品在产品组合中所占比重不断提升，增强了市场竞争力

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%。

表 10　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司聚酯涤纶产销量（单位：万吨、%）

项目	2016 年 1～6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
PET	68.81	67.20	191.38	193.04	191.56	193.13	203.43	203.62
DTY	14.14	14.53	28.64	28.22	27.46	27.54	26.11	26.39
合计	**83.22**	**81.73**	**220.02**	**221.26**	**219.02**	**220.67**	**203.44**	**203.62**
产销率[5]		98.20				100.75		100.09

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，公司聚酯涤纶开工率约为 80%，开工率高于行业 70%左右的平均值，产销量继续增长。公司采取以销定产的策略，因此近年来产销率一直保持在较高水平；此外，公司不断进行产品研发和技术改造，提升高附加值、高技术含量的产品在其产品组合中所占比重。

公司聚酯涤纶下游客户较为分散，主要是通过直销的方式销售给下游化纤企业和食品饮料包装企业。公司成立了统一的营销采购中心，市场部通过与客户沟通和市场调研，给生产工厂下达生产任务，有利于根据客户和市场变化及时调整生产的品种，统一的销售中心有利于下属各聚酯企业共享信息资源、销售网络渠道，节约销售费用。凭借良好的信誉和高质量的产品，公司在业内逐步形成了强大的品牌优势，“恒逸”商标被认定为浙江省著名商标，“恒逸”牌涤纶丝被评为中国名牌产品和中国免检产品，品牌竞争力加上雄厚的销售实力使公司拥有了遍布全国的客户市场和长期稳定的客户资源。

● 贸易业务

公司依托渠道和规模优势开展石化产品批发贸易业务，一方面为了及时掌握原料市场信息，配合生产原材料和产品库存管理，另一方面为了增加客户渠道的服务黏性

公司继续依托内部 PTA—聚酯产业所形成的渠道和规模优势，开展石化产品如 PX、MEG 贸易。近几年，随着国内下游市场消费增长，我国大部分石化产品进口依存度持续上升，如 PX、MEG 等原料，进口依存度超过 50%，这为开展石化贸易创造了条件。由于公司 PX、MEG 原料采购长期与国外供应商合作，可以签署较市场优惠的采购合约，为公司开展石化贸易提供了货源，而且成本较市场价低。2015 年以来，公司 PX、MEG 原料国外采购比重有所下降，但仍以国外采购为主。

为利用香港提供转口贸易及融资成本低等优惠条件，公司通过香港贸易平台开展 PX、MEG 原料贸易和自身生产的 PTA、PET 贸易。由于石化产品价格波动频繁，贸易量和毛利润波动较大。2015 年及 2016 年 1～6 月，公司石化贸易实现收入分别为 90.65 亿元和 41.51 亿元，占合并抵消前营业收入的比重分别达到 20.12%和 22.57%。其中 2015

[5] 聚酯涤纶销量中包含少量委托加工部分，因此 2013～2015 年产销率超过 100%。

年及 2016 年 1～6 月对内部客户实现销售收入分别为 67.32 亿元和 22.32 亿元[6]；而对外部客户实现销售收入 23.33 亿元和 19.19 亿元。2015 年及 2016 年 1～6 月，公司开展石化贸易实现毛利润分别为 0.18 亿元及 0.14 亿元。

公司开展原料贸易和 PTA 贸易，一方面是为了获取原料市场信息，配合生产原料库存管理需要；另一方面也是为了增加客户渠道的服务黏性，以及了解原料贸易流向，及时调整产品市场定价。公司根据库存及市场情况，在保证内部原料 PX、MEG 需求的情况下，将余量原材料对外销售。对外销售客户主要是浙江金鑫化纤有限公司、中石化国际事业（香港）有限公司、绍兴翔宇绿色包装有限公司等石化化纤企业，销售集中度一般。销售价格采用市场价格，结算主要以信用证为主。

公司治理与管理

PMB 石油化工项目未来投资规模仍较大，公司将面临一定的资金支出压力

未来公司计划继续奉行成本领先战略，通过石化与化纤产业间的纵向炼化一体化和横向产品多元化，以规模化生产与国产化装备技术，降低生产成本，提高生产效率，促进公司可持续发展。同时，公司将进一步向上游延伸产业链，控股子公司恒逸实业（文莱）有限公司作为项目的实施主体计划在文莱达鲁萨兰国（Brunei Darussalam）大摩拉岛（Pulau Muara Besar）投资建设石油化工项目（以下简称“PMB 石油化工项目”）。PMB 石油化工项目一期投资估算为 34.45 亿美元，建设 800 万吨/年炼化装置以及相应的原油、成品油码头、电站等配套工程，建成后主要产品的年产能为 PX150 万吨、苯 51 万吨、柴油 173 万吨、汽油 38 万吨、航空煤油 128 万吨及轻石油脑 99 万吨。项目建设所需的资金约 30%通过公司自筹方式解决，其余 70%通过银行贷款或其他融资渠道解决。

项目审批进度方面，2012 年公司签署了《土地租赁框架协议》和《原油供应协议》，2013 年 2 月获得《国家发展改革委关于浙江恒逸石化有限公司在文莱投资建设年加工 800 万吨原油的石化项目核准的批复》，2013 年 3 月获得文莱环保部门批复同意环境评价最终报告，2014 年 1 月与文莱经济发展局正式签订《土地租赁协议》，2014 年 3 月获得《商务部关于同意浙江恒逸石化有限公司向香港天逸国际控股有限公司增资的批复》。政策支持方面，PMB 石油化工项目运行前 11 年（含建设期 3 年）享受免征企业所得税的优惠，此后 6 年享受免征出口部分产品企业所得税；同时文莱无增值税和个人所得税，作为中国-东盟自由贸易区成员国与区内企业的贸易往来免征进口关税。项目

[6] 已进行合并抵消。

建设方面，公司陆续已完成项目可行性研究、总体设计、现场清表、初勘作业、场地回填、强夯作业、详勘作业、基础设计等工作。截至2016年6月末，PMB石油化工项目已累计投资约1.78亿美元。

项目建设资金方面，恒逸石化2015年11月11日发布公告称：拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过38亿元，用于文莱PMB石油化工项目建设；2016年7月21日，恒逸石化发布公告称：该非公开发行股票已受到中国证监会核准批复。此外，公司已拟定由国家开发银行作为项目融资贷款的牵头行，目前国家开发银行已完成对项目的初步调研，正在进行内部评审。但上述项目投资金额较大，未来项目一旦实施，公司将面临一定的资本支出压力。公司在建项目中，还包括16.5万吨/年差别化民用高速纺锦纶-6切片项目，拟投资金额6.08亿元，其中自有资金1.60亿元，项目融资4.48亿元，截至2016年6月末已完成投资5.30亿元，已于2016年9月中旬投产。

与中国石油化工股份有限公司合作的己内酰胺项目运行平稳，公司产业链得到了进一步优化

恒逸石化与中国石油化工股份有限公司于2011年9月26日签署了《关于设立浙江巴陵石化恒逸己内酰胺有限责任公司的合资合同》，浙江巴陵石化恒逸己内酰胺有限责任公司注册资本为人民币12亿元，合资双方均以现金方式各出资人民币6亿元，各占注册资本总额的50%。该项目共有两条年产10万吨的己内酰胺生产线，属于国家重点鼓励发展的项目。己内酰胺项目装置A线和B线分别于2012年5月和7月投料开车成功，成为全球单线产能最大项目，CPL装置设备运行稳定，产量、质量、消耗等均达目标值。

通过不断向上游产业延伸，公司逐步形成一条PTA—PET—DTY较完整的产业链，是国内少数几家拥有比较完整的石化化纤产业链的大型企业之一。未来公司PMB石油化工项目投资需求较大，公司面临着一定的资本支出压力。为了应对风险，公司积极扩大产能，目前主要产品产能居国内前列，通过产业一体化经营，公司有效压缩了经营成本。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2015年和2016年1～6月财务报表，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2016年1～6月财务报表未经审计。

资产质量

公司资产构成仍以非流动资产为主；主要原材料及产品价格受国际原油价格波动下行影响较大，存货存在一定跌价风险；受限资产占比较高，资产流动性一般

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司总资产分别为 351.58 亿元和 345.13 亿元，资产规模有所下降；资产构成仍以非流动资产为主。

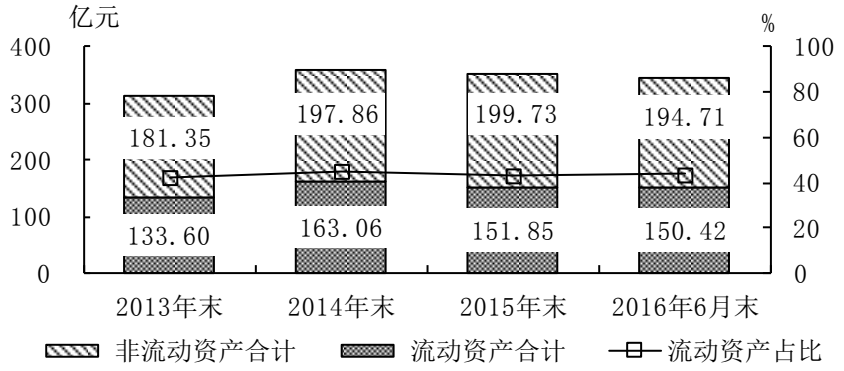


图 2　2013～2015 年末及 2016 年 6 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、预付款项、其他应收款、存货、其他流动资产和应收账款等构成，2015 年末上述七项合计占流动资产的比重为 97.99%。

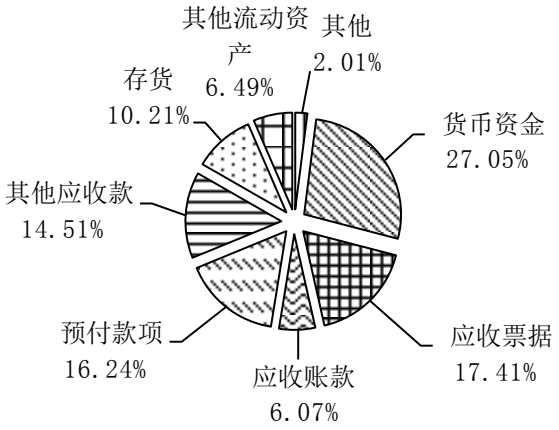


图 3　2015 年末公司流动资产构成

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司货币资金分别为 41.08 亿元和 26.30 亿元，主要由银行存款和各种保证金构成，其中 2016 年 6 月末货币资金较 2015 年末下降 19.15%，主要是 2014 年 3 月发行的 2 年期 10.00 亿元私募债券到期兑付所致；应收票据分别为 26.44 亿元和 16.06 亿元，主要是商业承兑汇票、银行承兑汇票和国内信用证，其中 2015 年末以来，应收票据不断大幅下降，主要是子公司恒逸石化调整

融资结构，减少了票据质押、增加票据贴现所致。预付款项分别为 24.67 亿元和 26.23 亿元，主要是预付原材料款，其中 2015 年末预付款项同比增长 17.00%，主要是公司采购原材料增加所致。

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司其他应收款分别为 22.04 亿元和 26.57 亿元，主要是补贴款、往来款和股权转让款，其中 2015 年末其他应收款同比下降 6.61%，主要是部分往来款到期所致，账龄主要在 1 年以内。2016 年 6 月末，其他应收款较 2015 年末增长 20.55%，主要原因是部分往来款增加及新增应收海南恒盛元的 1.75 亿元股权转让款。2015 年末及 2016 年 6 月末，公司存货分别为 15.50 亿元和 17.41 亿元，主要是原材料、库存商品和在途物资等，其中 2015 年末存货同比下降 8.29%，主要是房地产业务转让，开发成本和开发产品大幅减少，以及清理部分库存所致，受原油价格下跌影响，公司计提存货跌价损失 0.32 亿元。2016 年 6 月末，存货较 2015 年末增长 12.32%，主要增加的是在途物资。同期，公司其他流动资产分别为 9.85 亿元和 9.93 亿元，主要是委托贷款和留底进项税等，其中 2015 年末其他流动资产同比增长 60.94%，主要是增加了对海南逸盛委托贷款的发放；应收账款分别为 9.22 亿元和 15.11 亿元，主要是应收的非关联方货款，账龄集中在一年以内，其中 2016 年 6 月末，应收账款较 2015 年末增长 63.88%，主要增加的是上海恒逸、逸盛石化和浙江前程石化股份有限公司应收货款分别为 2.10 亿元、0.60 亿元和 1.00 亿元。

公司非流动资产主要为固定资产、长期股权投资和在建工程，2015 年末上述三项合计占非流动资产的 88.91%。

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司固定资产分别为 97.21 亿元和 86.28 亿元，主要包括机器设备、房屋建筑物及构筑物等，固定资产不断下降，主要是固定资产处置和计提大额折旧所致；长期股权投资分别为 68.99 亿元和 72.27 亿元，其中 2015 年末，长期股权投资同比增长 16.77%，主要是对浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）实施了增资扩股 8.30 亿元及按照权益法核算计提联营、合营企业的投资收益所致，截至 2016 年 6 月末，公司合计持有浙商银行 7.10%股份；在建工程分别为 11.38 亿元和 14.90 亿元，其中 2015 年末，在建工程同比增长 48.13%，主要增加的是文莱 PX 项目工程和恒逸锦纶厂房及生产线等。2016 年 6 月末，在建工程为 14.90 亿元，较 2015 年末上升 30.93%，主要是文莱项目增加投资 3 亿元左右，锦纶项目增加 1 亿元左右所致。

2013～2015 年，公司应收账款周转天数分别为 7.09 天、11.20 天和 10.92 天，应收账款周转效率有所波动；存货周转天数分别为 26.00 天、24.39 天和 19.53 天，存货周转效率逐年提高。2016 年 1～6 月，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 15.30 天和 21.49 天。

截至 2016 年 6 月末，公司受限货币资金为 16.46 亿元，用于担保借款的土地房产、机器设备等抵押物账面价值总计 59.88 亿元，用于

担保借款的股权、保证金、国内信用证、银行承兑汇票等质押物账面价值为 14.84 亿元。公司受限资产合计为 91.18 亿元，占总资产的比重为 26.42%，占净资产的比重为 93.53%，受限资产占比较高，资产流动性一般。

总体看来，公司资产构成仍以非流动资产为主；2015 年以来，主要原材料 PX 价格及主要产品价格受国际原油价格波动影响较大，存货存在一定跌价风险；受限资产占比较高，资产流动性一般。

资本结构

2015 年末以来，公司有息债务规模较大，占总负债的比重仍较高且以短期有息债务为主，面临一定的短期偿债压力；未分配利润占所有者权益比重仍维持在 50%以上，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱；担保比率仍较高，存在一定的或有风险

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司负债规模有所下降；流动负债占总负债的比重分别为 92.43%和 89.56%，负债构成仍以流动负债为主。

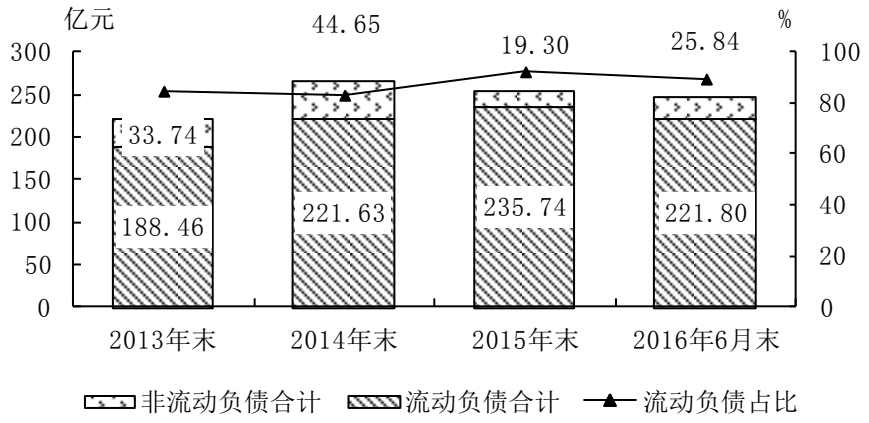


图 4　2013～2015 年末及 2016 年 6 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、应付票据、一年内到期的非流动负债和应付账款构成。

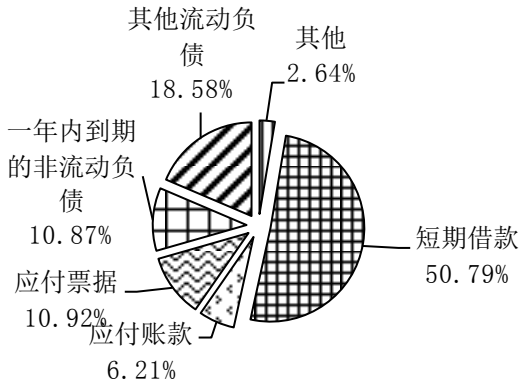


图 5　2015 年末公司流动负债构成情况

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司短期借款分别为 119.73 亿元和 108.12 亿元，主要是保证借款、信用借款和抵押借款等。其中 2015 年末，抵押借款为 19.52 亿元，占比 16.30%，保证借款为 73.26 亿元，占比 61.88%，信用借款为 23.59 亿元，占比 19.70%；其他流动负债分别为 43.79 亿元和 49.90 亿元，其中 2015 年末，其他流动负债同比增长 62.19%，主要增加的是 3.00 亿元短期融资券、10.79 亿元股权质押回购借款和 3.00 亿元银行理财直融工具；应付票据分别为 25.73 亿元和 37.51 亿元，主要是银行承兑汇票和国内信用证，其中 2015 年末，应付票据同比下降 17.22%，主要是部分承兑汇票到期兑付所致。2016 年 6 月末，应付票据为 37.51 亿元，较 2015 年末上升 45.78%，主要是降低了进口原料采购同时增加国内原料采购，并且通过银行承兑汇票支付国内原料款所致。一年内到期的非流动负债分别为 25.62 亿元和 10.70 亿元，下降幅度较大，主要是 2014 年发行的 2 年期 10.00 亿元私募债券和部分长期借款均于 2016 年一季度到期所致；应付账款分别为 14.64 亿元和 9.34 亿元，下降幅度较大，主要是增加国内采购量，国际信用证结算减少、账期缩短所致。

公司非流动负债主要包括应付债券和长期借款。2015 年末和 2016 年 6 月末，公司应付债券分别为 12.00 亿元和 19.30 亿元，主要是 2012 年、2013 年及 2016 年 1 月发行的三期中期票据；长期借款分别为 5.32 亿元和 5.03 亿元，其中 2015 年末长期借款同比下降 58.51%，主要是 7.62 亿元长期借款调整至一年内到期所致。

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司总有息债务分别为 232.21 亿元和 224.88 亿元，占总负债比重分别为 91.05%和 90.81%，占比仍处于较高水平。

表 11　2013～2015 年末及 2016 年 6 月末公司总有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 6 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	201.33	214.88	175.21	142.05
长期有息债务	23.55	17.33	42.83	31.86
总有息债务	**224.88**	**232.21**	**218.05**	**173.90**
总有息债务占总负债比重	90.81	91.05	81.88	78.26

从有息债务结构看，公司有息债务主要集中在一年以内，短期内债务偿付压力较大。

表 12　截至 2016 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	＞5 年	合计
金额	201.33	13.33	8.63	0.35	0.35	0.90	**224.88**
占比	89.53	5.93	3.84	0.16	0.16	0.40	**100.00**

2015 年末及 2016 年 6 月末，受负债规模下降影响，公司资产负债率水平有所下降；流动比率与速动比率水平整体均有所下降，流动资

产对流动负债覆盖程度较低；长期资本对长期资产的保障能力仍较弱。

表 13　2013～2015 年末及 2016 年 6 月末公司负债结构指标

指标	2016 年 6 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率（%）	71.75	72.54	73.78	70.55
债务资本比率（%）	69.76	70.63	69.73	65.22
长期资产适合率（%）	63.34	58.00	70.40	69.75
流动比率（倍）	0.68	0.64	0.74	0.71
速动比率（倍）	0.60	0.58	0.66	0.60
保守速动比率（倍）	0.22	0.29	0.39	0.30

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司所有者权益不断增长，分别为 96.55 亿元和 97.49 亿元，主要是由于未分配利润逐年增加及少数股东权益增加所致；未分配利润分别为 49.67 亿元和 51.02 亿元，占所有者权益比重分别为 51.44%和 52.33%，所有者权益中未分配利润占比较高，利润分配政策的变化对所有者权益规模和结构影响较大，所有者权益稳定性较弱；少数股东权益有所增加，分别为 39.63 亿元和 41.17 亿元，主要是购买子公司恒逸石化非公开定向增发股票所致，少数股东权益占所有者权益的比重分别为 41.05%和 42.23%，少数股东权益占比较高。

截至 2016 年 6 月末，公司担保余额为 46.85 亿元，担保比率为 48.06%，担保比率仍较高，存在一定的或有风险；其中对关联方担保余额为 23.12 亿元，主要包括对海南逸盛、浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司和昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司的担保；对非关联方担保余额为 23.73 亿元，主要包括对浙江东南网架集团有限公司、浙江荣盛控股集团有限公司、兴惠化纤集团有限公司的担保。公司对外担保明细详见附件 4。

总体来看，公司负债构成仍以流动负债为主，有息债务规模较大，占总负债比重较高且以短期有息债务为主，面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2015 年，受 PTA 新增产能释放影响，公司营业收入有所增长；主营业务盈利能力仍较低，财务费用规模持续较快增长，期间费用挤占一定利润空间，非经常性收益对利润总额贡献比例仍较高

2015 年，受 PTA 新增产能释放影响，公司实现营业收入 310.77 亿元，同比增长 7.49%；但受产品价格下降影响，毛利率同比下降 0.59 个百分点。

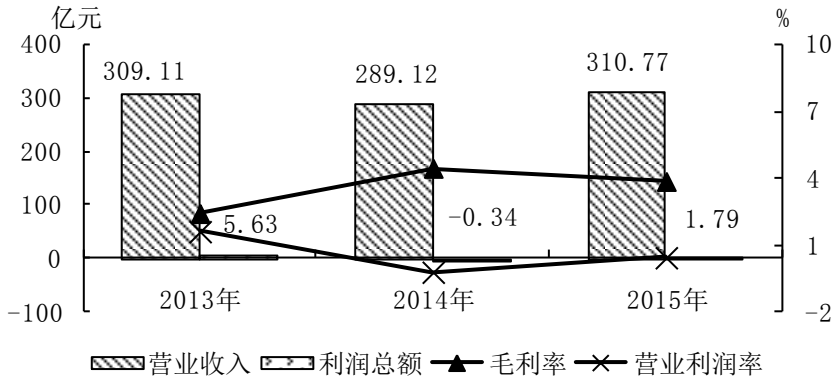


图 6　2013～2015 年公司收入和盈利情况

2015 年，公司期间费用为 19.44 亿元，同比增长 69.38%，期间费用占营业收入比重为 6.25%，同比提高 1.57 个百分点，主要是利息支出较多以及由于人民币贬值产生汇兑损失加大导致财务费用同比大幅增加所致。总体来看，公司财务费用持续较快增长，期间费用一定程度上挤占了利润空间。

表 14　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1～6 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售费用	0.50	1.49	1.31	1.99
管理费用	1.76	4.21	4.11	4.20
财务费用	4.21	13.74	8.11	1.97
期间费用合计	**3.15**	**19.44**	**13.54**	**8.17**
期间费用合计占营业收入比重	5.45	6.25	4.68	2.64

2015 年，公司投资收益为 9.48 亿元，同比增加 7.47 亿元，主要是由于参股浙商银行取得的收益同比大幅增加、部分参股公司同比大幅减亏及处置部分长期股权投资取得收益所致，其中参股浙商银行取得投资收益 6.26 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益为 4.17 亿元。2015 年，公司营业外收入为 0.64 亿元，主要由政府补贴构成，包括各项税费优惠返还补贴及高新技术企业补贴。2015 年，非经常性收益对公司利润总额贡献比例仍较高，公司实现利润总额 1.79 亿元，扭亏为盈；实现净利润 1.11 亿元。2015 年，公司总资产报酬率为 3.16%，净资产收益率为 1.15%。

表 15　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司非经常性收益与利润总额情况（单位：亿元）

项目	2016 年 1～6 月	2015 年	2014 年	2013 年
投资收益	3.27	9.48	2.02	6.11
营业外收入	0.33	0.64	0.59	0.92
利润总额	3.07	1.79	-0.34	5.63

2016 年 1～6 月，受主要产品价格同比下降较多影响，公司实现营

业收入 143.13 亿元，同比下降 7.08%；毛利率为 3.68%，同比下降 0.59 个百分点；期间费用占营业收入比重为 4.53%，同比下降 1.08 个百分点；投资收益 3.74 亿元，同比增长 10.98%；实现利润总额 3.07 亿元，同比下降 7.81%；实现净利润 3.27 亿元，同比增长 13.94%；总资产报酬率为 2.24%，净资产收益率为 3.35%。

综合来看，2015 年，受 PTA 供求关系改善影响，公司营业收入有所增长，非经常性收益对利润总额贡献比例仍较高。

现金流

2015 年，公司经营性净现金流同比大幅下降，对债务和利息的保障程度有所下降；受偿还到期债务较多影响，2016 年 1～6 月，公司筹资性现金流由净流入转为净流出

2015 年，公司经营性净现金流为 1.93 亿元，同比降幅较大，主要是由于应付票据和应付账款大幅下降所致；投资性净现金流为-9.83 亿元，净流出规模有所减少，主要是出售了部分权益工具及取得投资收益收到的现金增加所致；筹资性净现金流为 5.36 亿元，同比降幅较大，主要是到期偿还债务较多所致。

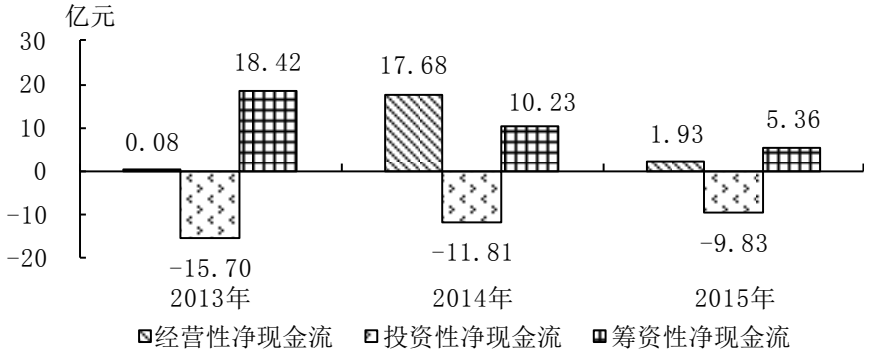


图 7　2013～2015 年公司现金流情况

2016 年 1～6 月，公司经营性净现金流为 6.77 亿元；投资性净现金流为-0.32 亿元；受偿还到期债务较多影响，筹资性净现金流为-16.69 亿元，由净流入转为净流出。

表 16　2013～2015 年及 2016 年 1～6 月公司债务及利息的覆盖情况（单位：%、倍）

指标	2016 年 1～6 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	2.96	0.84	8.62	0.05
经营性净现金流/总负债	2.69	0.74	7.24	0.04
经营现金流利息保障倍数	1.46	0.21	1.73	0.01
EBIT 利息保障倍数	1.66	1.19	0.92	1.76
EBITDA 利息保障倍数	-	2.26	1.80	2.97

总体来看，2015 年，公司经营性净现金流同比大幅下降，对债务和利息的保障程度有所下降；受偿还到期债务较多影响，2016 年 1～6

月，筹资性现金流由净流入转为净流出。

偿债能力

2015 年末及 2016 年 6 月末，公司资产规模有所下降，仍以非流动资产为主，其中主要原材料 PX 价格及主要产品价格受国际原油价格波动的影响较大，存货存在一定跌价风险；负债规模有所下降，负债构成仍以流动负债为主；有息债务规模较大，占总负债的比重仍较高且以短期有息债务为主，面临一定的短期偿债压力。2015 年末及 2016 年 6 月末，公司资产负债率仍保持在 70%左右；流动比率分别为 0.64 倍和 0.68 倍，速动比率为 0.58 倍和 0.60 倍，流动资产对流动负债覆盖程度较弱。2015 年及 2016 年 1～6 月，公司经营性净现金流仍保持净流入，能够对存量债务和利息形成一定的覆盖能力。公司股权与债权融资能力较强，并保持与多家银行等金融机构的良好合作关系。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

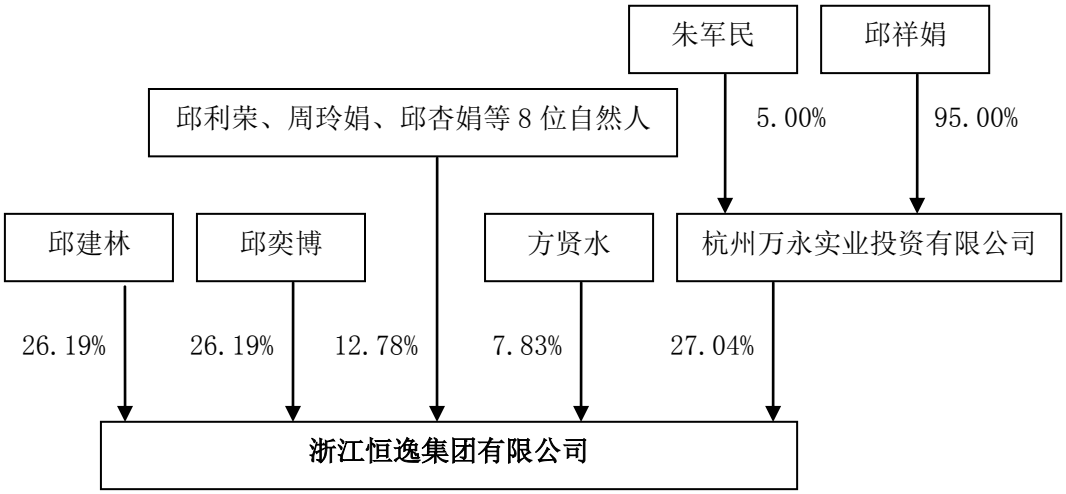
根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2016 年 8 月 24 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司在债券市场公开发行的各类债务融资工具到期本息均按期支付。

结论

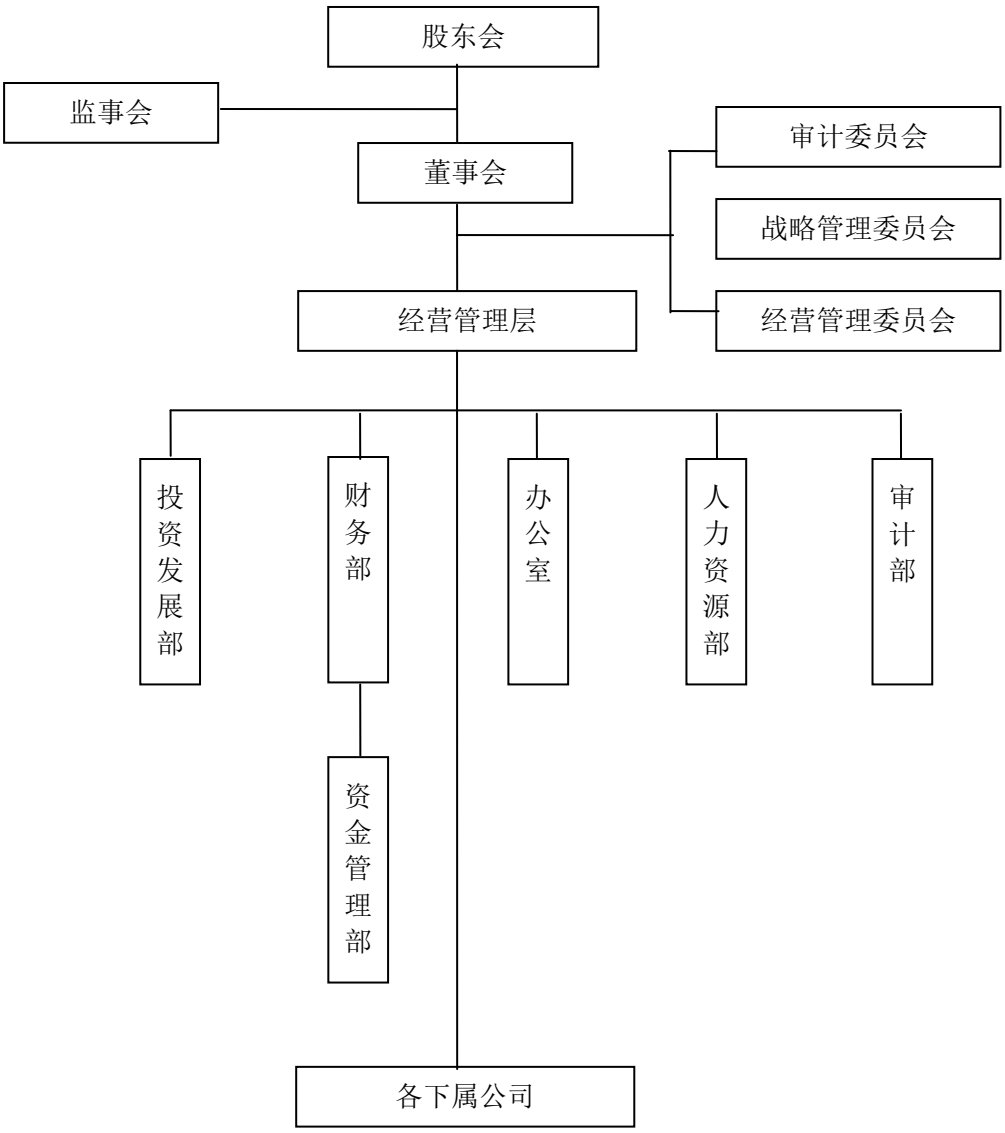
公司控股、参股公司 PTA 年产能均居行业前列，具有较强的规模优势；纵向一体化的产业链优势增强了公司整体抗风险能力。此外，公司科研实力较强，注重新产品开发，较高程度的产品差异化使产品具有较强的市场竞争力。但原材料价格波动较大使公司面临较大的成本控制压力，存货存在一定跌价风险。2015 年，受 PTA 新增产能释放影响，公司营业收入 310.77 亿元，同比有所增长；但受产品价格下降影响，毛利率略有下降；非经常性收益对公司利润总额贡献比例仍较高。2015 年以来，公司经营性现金流保持净流入，能够对存量债务和利息形成一定的覆盖能力。预计未来 1～2 年，公司主营业务将保持平稳发展。

综合分析，大公对公司“16 恒逸 CP002”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2016 年 6 月末浙江恒逸集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2016 年 6 月末浙江恒逸集团有限公司组织结构图



附件 3　截至 2016 年 6 月末浙江恒逸集团有限公司主要子公司

序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	主营业务
1	恒逸石化股份有限公司	73.41	200,844	化学纤维、化学原料
2	香港逸天有限公司	100.00	980[7]	贸易、投资
3	杭州市萧山区衙前镇恒逸化纤研究开发中心	100.00	20	化学纤维，化学原料的研究及开发
4	宁波恒逸物流有限公司	100.00	5,000	货物运输、货运站经营
5	浙江恒逸锦纶有限公司	56.00	1,000	锦纶切片的生产、加工和销售
6	浙江恒逸能源科技有限公司	100.00	5,000	能源
7	浙江恒逸石化有限公司	73.10	90,000	化学纤维，化学原料
8	浙江恒逸聚合物有限公司	39.06	37,045	聚酯切片、POY、FDY
9	浙江恒逸高新材料有限公司	73.10	250,000	新型聚酯
10	香港天逸国际控股有限公司	73.10	15,950[8]	投资
11	福建恒逸化工有限公司	73.10	20,000	化工和石化产品的生产及销售
12	宁波恒逸贸易有限公司	51.17	1,400	化工原料及产品
13	宁波恒逸实业有限公司	73.10	10,000	实物投资、货物、技术进出口
14	佳柏国际投资有限公司	73.10	500[9]	贸易、投资
15	恒逸实业（文莱）有限公司	51.17	10,000[10]	实业投资、贸易
16	恒逸 JAPAN 株式会社	37.28	16,000[11]	贸易、投资
17	香港逸盛石化投资有限公司	51.17	500[12]	贸易、咨询

数据来源：根据公司提供资料整理

[7] 万美元。
[8] 万美元。
[9] 万港币。
[10] 万文币。
[11] 万日元。
[12] 万美元。

附件 4　截至 2016 年 6 月末浙江恒逸集团有限公司对外担保明细

单位：万元

被担保企业[13]	担保总额	担保方式	担保种类	是否逾期	担保期限	是否互保
关联方						
海南逸盛石化有限公司	113,800	保证担保	银行授信	否	2012.6.7～2020.7.8	否
浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司	86,400	保证担保	银行授信	否	2011.11.4～2017.12.10	否
昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	31,000	保证担保	银行授信	否	2013.6.7～2021.5.20	否
小计	231,200	-	-	-	-	-
非关联方						
浙江东南网架集团有限公司	121,100	保证担保	银行授信	否	2015.12.18～2017.2.9	是
兴惠化纤集团有限公司	32,500	保证担保	银行授信	否	2015.5.6～2017.3.5	是
浙江荣盛控股集团有限公司	25,000	保证担保	银行授信	否	2015.6.15～2017.9.17	是
开元旅业集团有限公司	25,000	保证担保	企业债券	否	2010.1.8～2016.11.7	是
浙江金洋控股集团有限公司	11,500	保证担保	银行授信	否	2015.12.26～2017.3.15	否
杭州际红贸易有限公司	12,253	保证担保	银行授信	否	2015.7.21～2016.11.17	否
杭州萧山合和纺织有限公司	8,200	保证担保	银行授信	否	2015.5.14～2016.12.30	否
浙江城建集团股份有限公司[14]	9,000	保证担保	银行授信	否	2015.8.4～2016.8.3	是
小计	237,300	-	-	-	-	-
合计	468,500	-	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

[13] 均无反担保条款。
[14] 已续保至 2017 年 8 月 3 日。

附件 5　浙江恒逸集团有限公司主要担保企业主要财务数据

单位：亿元、%

被担保企业	时期	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
海南逸盛	2016年1～6月	99.07	85.67	25.74	0.005	-
	2015年	95.14	80.66	99.70	-2.42	0.52
浙江巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司	2016年1～6月	42.58	66.33	5.72	-0.25	-
	2015年	41.81	65.12	27.99	0.38	4.76
杭州萧山合和纺织有限公司	2016年1～6月	4.87	41.69	0.60	0.03	-
	2015年	4.95	43.14	3.41	0.20	0.02
昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	2016年1～6月	12.31	76.25	-	-0.02	1.14
	2015年	11.18	73.82	-	0.06	-2.85
浙江东南网架集团有限公司	2016年1～6月	115.85	76.04	15.91	0.38	-0.08
	2015年	120.98	75.48	72.94	0.82	2.58
浙江荣盛控股集团有限公司	2016年1～6月	615.67	73.89	78.08	1.50	3.07
	2015年	570.59	72.53	326.21	1.95	1.12
兴惠化纤集团有限公司	2016年1～6月	65.68	57.74	9.03	0.31	-
	2015年	63.78	56.98	40.90	1.68	4.30
开元旅业集团有限公司	2016年1～6月	217.99	81.84	25.38	0.39	3.42
	2015年	216.38	81.89	62.21	1.34	15.13
杭州际红贸易有限公司	2016年1～6月	2.07	58.42	1.16	0.01	-
	2015年	2.25	62.20	5.57	0.06	0.08
浙江金洋控股集团有限公司	2016年1～6月	11.46	60.60	1.30	0.01	-
	2015年	11.87	62.09	6.61	0.26	-0.52
浙江城建集团股份有限公司	2016年1～6月	61.97	62.70	2.55	0.006	-
	2015年	-	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 6　浙江恒逸集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 6 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	332,084	410,751	422,892	155,938
应收票据	160,614	264,407	433,849	380,995
应收账款	151,108	92,218	96,368	83,552
其他应收款	265,710	220,404	235,997	187,097
预付款项	262,349	246,678	210,839	210,572
存货	174,139	155,037	169,054	205,245
流动资产合计	1,504,235	1,518,535	1,630,601	1,336,000
长期股权投资	722,736	689,949	590,881	591,523
固定资产	862,818	972,138	1,055,468	806,222
在建工程	148,956	113,798	76,823	213,254
非流动资产合计	1,947,056	1,997,293	1,978,597	1,813,494
总资产	3,451,291	3,515,828	3,609,198	3,149,494
占资产总额比（%）				
货币资金	9.62	11.68	11.72	4.95
应收票据	4.65	7.52	12.02	12.10
应收账款	4.38	2.62	2.67	2.65
其他应收款	7.70	6.27	6.54	5.94
预付款项	7.60	7.02	5.84	6.69
存货	5.05	4.41	4.68	6.52
流动资产合计	43.58	43.19	45.18	42.42
长期股权投资	20.94	19.62	16.37	18.78
固定资产	25.00	27.65	29.24	25.60
在建工程	4.32	3.24	2.13	6.77
非流动资产合计	56.42	56.81	54.82	57.58
负债类				
短期借款	1,081,162	1,197,340	1,143,688	1,077,602
应付票据	375,145	257,339	310,875	104,159
应付账款	93,395	146,446	384,257	353,907
流动负债合计	2,217,971	2,357,403	2,216,345	1,884,612
长期借款	42,525	53,235	128,305	118,557
应付债券	193,000	120,000	300,000	200,000
非流动负债合计	258,444	192,960	446,532	337,383
负债合计	2,476,415	2,550,363	2,662,877	2,221,996

附件 6　浙江恒逸集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2016 年 6 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
占负债总额比（%）				
短期借款	43.66	46.95	42.95	48.50
应付票据	15.15	10.09	11.67	4.69
应付账款	3.77	5.74	14.43	15.93
流动负债合计	89.56	92.43	83.23	84.82
长期借款	1.72	2.09	4.82	5.34
应付债券	7.79	4.71	11.27	9.00
非流动负债合计	10.44	7.57	16.77	15.18
权益类				
实收资本（股本）	5,180	5,180	5,180	5,180
资本公积	26,360	44,923	44,861	48,258
盈余公积	11,723	13,199	25,215	25,215
未分配利润	510,152	496,651	496,295	489,862
归属母公司的所有者权益	563,150	569,157	575,657	565,457
少数股东权益	411,726	396,309	370,664	362,041
所有者权益	974,876	965,465	946,321	927,498
损益类				
营业收入	1,431,264	3,107,733	2,891,224	3,091,111
营业成本	1,378,575	2,987,657	2,762,497	3,016,264
销售费用	5,007	14,904	13,120	19,932
管理费用	17,645	42,083	41,122	42,008
财务费用	42,134	137,384	81,108	19,739
投资收益	37,474	94,808	20,197	61,081
营业利润	27,472	13,587	-6,171	49,736
利润总额	30,737	17,902	-3,411	56,288
净利润	32,670	11,081	-5,557	50,982
占营业收入比（%）				
营业成本	96.32	96.14	95.55	97.58
销售费用	0.35	0.48	0.45	0.64
管理费用	1.23	1.35	1.42	1.36
财务费用	2.94	4.42	2.81	0.64
投资收益	2.62	3.05	0.70	1.98
营业利润	1.92	0.44	-0.21	1.61
利润总额	2.15	0.58	-0.12	1.82
净利润	2.28	0.36	-0.19	1.65

附件 6　浙江恒逸集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2016 年 6 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	67,714	19,255	176,832	814
投资活动产生的现金流量净额	-3,239	-98,276	-118,105	-156,971
筹资活动产生的现金流量净额	-166,887	53,602	102,295	184,181
财务指标				
EBIT	77,159	111,102	93,671	115,510
EBITDA	-	210,374	184,092	194,793
总有息负债	2,248,813	2,322,073	2,180,450	1,739,095
毛利率（%）	3.68	3.86	4.45	2.42
营业利润率（%）	1.92	0.44	-0.21	1.61
总资产报酬率（%）	2.24	3.16	2.60	3.67
净资产收益率（%）	3.35	1.15	-0.59	5.50
资产负债率（%）	71.75	72.54	73.78	70.55
债务资本比率（%）	69.76	70.63	69.73	65.22
长期资产适合率（%）	63.34	58.00	70.40	69.75
流动比率（倍）	0.68	0.64	0.74	0.71
速动比率（倍）	0.60	0.58	0.66	0.60
保守速动比率（倍）	0.22	0.29	0.39	0.30
存货周转天数（天）	21.49	19.53	24.39	26.00
应收账款周转天数（天）	15.30	10.92	11.20	7.09
经营性净现金流/流动负债（%）	2.96	0.84	8.62	0.05
经营性净现金流/总负债（%）	2.69	0.74	7.24	0.04
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.46	0.21	1.73	0.01
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.66	1.19	0.92	1.76
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.26	1.80	2.97
现金比率（%）	15.26	17.87	19.09	9.34
现金回笼率（%）	100.47	112.92	99.95	82.11
担保比率（%）	48.06	52.49	59.61	70.57

附件 7　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[15] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[16] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[15] 半年取 180 天。
[16] 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 8　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 9　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。