

浙江荣盛控股集团有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010271】

评级对象: 浙江荣盛控股集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2019 年 03 月 14 日

注册额度: 30 亿元

本期发行: 基础发行规模为 8 亿元,
发行金额上限为 10 亿元

发行目的: 偿还子公司银行借款

存续期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	14.77	3.32	19.04	4.22
刚性债务	101.60	105.86	122.80	111.95
所有者权益	21.73	19.14	15.49	13.19
经营性现金净流入量	5.88	5.20	4.90	-4.21
合并口径数据及指标:				
总资产	570.59	627.91	811.91	1,317.20
总负债	413.83	439.12	526.35	935.54
刚性债务	321.63	336.81	407.52	729.51
所有者权益	156.77	188.79	285.56	381.66
营业收入	326.21	507.36	795.54	668.37
净利润	4.62	19.04	21.42	20.41
经营性现金净流入量	1.12	41.51	51.21	24.37
EBITDA	31.08	52.06	59.08	-
资产负债率[%]	72.53	69.93	64.83	71.02
权益资本与刚性债务 比率[%]	48.74	56.05	70.07	52.32
流动比率[%]	74.07	94.48	77.08	89.46
现金比率[%]	18.69	26.72	32.33	42.49
利息保障倍数[倍]	1.14	2.09	2.20	-
净资产收益率[%]	3.27	11.02	9.03	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.34	12.42	14.34	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-7.38	0.76	-25.51	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.71	2.89	3.05	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.16	0.16	-

注: 根据荣盛控股经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

优势:

- **市场地位显著。**荣盛控股 PTA 权益产能和聚酯涤纶产能均位于全国前列, 且近期保持了较高的开工率及产销率, 具有较显著的市场地位。
- **产业链完整, 行业竞争力强。**荣盛控股的芳烃项目产能充分释放, 产业链纵向一体化程度较高, 已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构, 产业链的延长提升了公司的盈利能力和抗风险能力。
- **融资渠道优势。**荣盛控股目前拥有荣盛石化、宁波联合 2 家上市公司的控股权。2018 年 7 月, 荣盛石化完成定增, 资本实力有所增强。公司整体融资渠道通畅。
- **行业景气度提升, 盈利能力增强。**石化及化纤行业景气度显著提升, 主导产品芳烃、PTA、聚酯价格及销量均呈现上升态势, 促使荣盛控股盈利情况继续改善。

风险:

- **原料价格波动风险。**荣盛控股芳烃、PTA 和聚酯涤纶产品的主要原材料均为石油制品。国际石油价格频繁波动增加了成本控制难度, 公司盈利的波动加大。
- **投资压力大。**目前荣盛控股正在舟山上马大型炼化项目, 后续仍面临很大的投资支出压力。
- **即期偿债压力加大。**荣盛控股负债率较高, 且债务期限结构不合理, 短期刚性债务占比大, 2017 年债务规模进一步攀升。且流动资产中其他应收款规模大, 流动资产对短期刚性债务的保障程度不足, 公司面临较大的流动性压力。
- **汇率波动风险。**荣盛控股的美元债务规模较

大，如果美元大幅升值，公司将遭受较大的汇兑损失。

- **对外担保与委托贷款风险。**荣盛控股对外担保及对关联方委托贷款规模较大，在经济下行的情况下，存在或有损失或款项回收风险。
- **安全生产风险。**PTA 及芳烃的生产具有易燃易爆等特点。尽管荣盛控股严格遵守安全生产准则，但仍存在安全生产风险。

➤ 未来展望

通过对荣盛控股及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性很强，并给于本期中期票据 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江荣盛控股集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

浙江荣盛控股集团有限公司（简称“荣盛控股”、“该公司”或“公司”）成立于 2006 年 9 月，由李水荣、李永庆、李国庆、许月娟、倪信才和赵关龙 6 位自然人共同出资设立，初始注册资本为 5000 万元，李水荣先生为控股股东。同月公司新增注册资本 1.50 亿元。2006 年 10 月，公司各股东将所持有的荣盛化纤集团有限公司（前身为成立于 1995 年 9 月的萧山市荣盛纺织有限公司，由李水荣、李永庆、李成浩、倪信才、赵关龙、萧山市益农镇资产经营公司共同投资设立，2007 年整体变更为荣盛石化股份有限公司，简称“荣盛石化”）85% 的股权转让给公司。其后各股东以货币资金等比例出资，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 8.00 亿元。

自成立以来，该公司一直为荣盛石化的控股股东，2010 年荣盛石化在深交所成功上市（证券代码：002493），公司持股比例由上市前的 85% 下降为 76.44%。2016 年 1 月，荣盛石化进行定向增发，募集资金 40 亿元，公司持股比例进一步降至 70.36%。2009 年 12 月，公司认购了上市公司宁波联合集团股份有限公司（简称“宁波联合”，证券代码：600051）9041.76 万股股权（占宁波联合当时总股本的 29.90%），成为宁波联合第一大股东，2014 年 8 月宁波联合进行股权激励，公司持股比例降为 29.08%。此外，公司还拥有包括宜宾天原集团股份有限公司（简称“天原集团”，证券代码：002386，公司持有其 11.14% 的股权，为其第二大股东）、浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）、海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸盛”）在内的多家参股公司，产业涉及石化、化纤、房地产、对外贸易等多个领域，形成了多元化经营格局。目前公司核心业务为芳烃、PTA 及聚酯涤纶的生产销售，聚酯（权益）产能排名居于全国前列。

该公司子公司荣盛石化于 2018 年 7 月完成非公开发行股票，共发行股份 5.67 亿股，募集资金净额为 59.59 亿元，其中公司获配股数 0.57 亿元（限售期 36 个月），募集资金用于浙江石油化工有限公司（简称“浙石化”）4,000 万吨/年炼化一体化项目。荣盛石化此次非公开发行股票后，公司对其的持股比例下降至 64.92%。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟发行总额 30 亿元的中期票据已获董事会通过。公司拟采取分期发行的方式，本期基础发行规模为 8 亿元，发行金额上限为 10 亿元，期限为 3 年，具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本期中期票据概况

债券名称:	浙江荣盛控股集团有限公司 2019 年度第二期中期票据
总发行规模:	30 亿元人民币
本期发行规模:	基础发行规模为 8 亿元，发行金额上限为 10 亿元
本期中期票据期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：荣盛控股

截至本报告出具日，该公司尚未到期债券本金合计 86 亿元，公司尚未到期偿付的债务融资工具情况如下表所示。

图表 2. 截至本报告出具日公司待偿的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付
16 荣盛 MTN001	6.00	3 年	4.79%	2016.8.26	20 亿元/2015 年 11 月	未到期
16 荣盛 MTN002	7.00	3 年	4.23%	2016.11.2		未到期
16 荣盛 MTN003	7.00	3 年	4.10%	2016.11.9		未到期
16 荣盛 01	6.00	5(3+2)年	4.06%	2016.10.13	35 亿元/2016 年 3 月	未到期
17 荣盛 01	9.00	5(3+2)年	5.69%	2017.3.13		未到期
17 荣盛 02	10.00	3(2+1)年	5.99%	2017.7.21		未到期
17 荣盛 03	10.00	3(2+1)年	6.00%	2017.8.15	60 亿元/2017 年 7 月	未到期
18 荣盛 SCP004	10.00	270 天	5.25%	2018.10.15		未到期
18 荣盛 SCP005	10.00	270 天	5.22%	2018.10.15		未到期
18 荣盛 SCP006	5.00	270 天	4.85%	2018.11.9	30 亿元/2018 年 4 月	未到期
19 荣盛 MTN001	6.00	3 年	6.38%	2019.01.17		未到期

资料来源：荣盛控股

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中期票据募集资金全部用于偿还荣盛石化及其下属子公司银行借款。

(3) 信用增进安排

本期中期票据未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历

史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

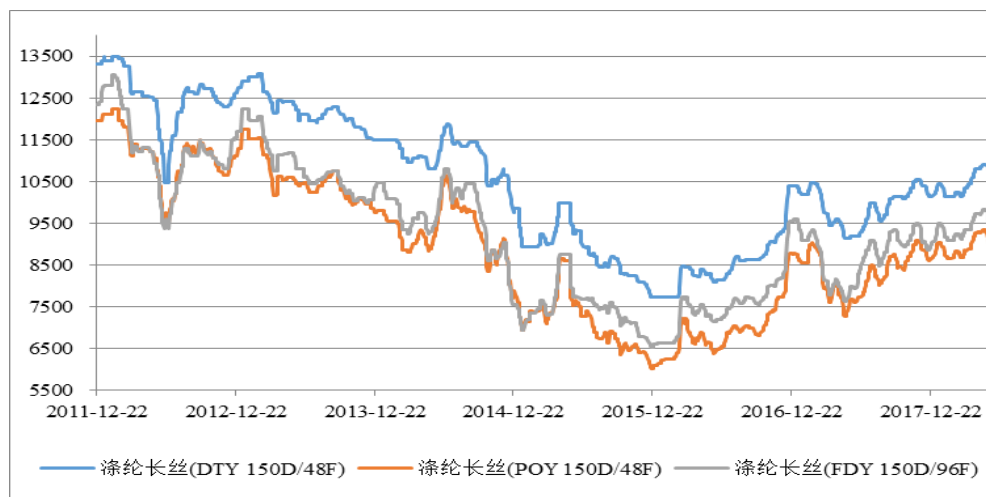
(2) 行业因素

目前PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，行业竞争不断加剧，同质化竞争严重。行业内的大型企业均通过向上游行业扩张，以纵向一体化战略谋求市场优势地位。2017年以来，行业景气度继续回升，行业盈利状况有所好转。

A. 行业概况

涤纶长丝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，行业进入结构性深度调整期，至2013年到达行业景气度谷底，之后受行业短期供需影响有所波动，总体处于低位徘徊。2016年以来，行业供需格局得以改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。价格方面，涤纶长丝价格近年来持续下行，于2015年四季度形成价格筑底，2016年以来价格受供给端的供给侧调整、环保约束等影响呈现明显反弹，到2018年10月DTY、POY和FDY价格最高分别达11,750元/吨、11,275元/吨和11,300元/吨较2016年末有明显上涨。

图表3. 我国涤纶长丝市场价（中间价）走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2016年，化纤行业运行质量明显好转，主要产品新增产能投放放缓，产量中速增长，整体开工率较2015年有所提升，当年我国化纤行业累计完成产量4,943.7万吨，2017年为4,919.60万吨，近三年化学化纤产量变化不大。其中，2014-2016年我国涤纶纤维生产量分别为3,580.99万吨、3,945.20万吨和3,959.00万吨；2017年涤纶纤维生产量为3,934.26万吨，略低于上年水平。由此可见，化学纤维（含涤纶纤维）行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

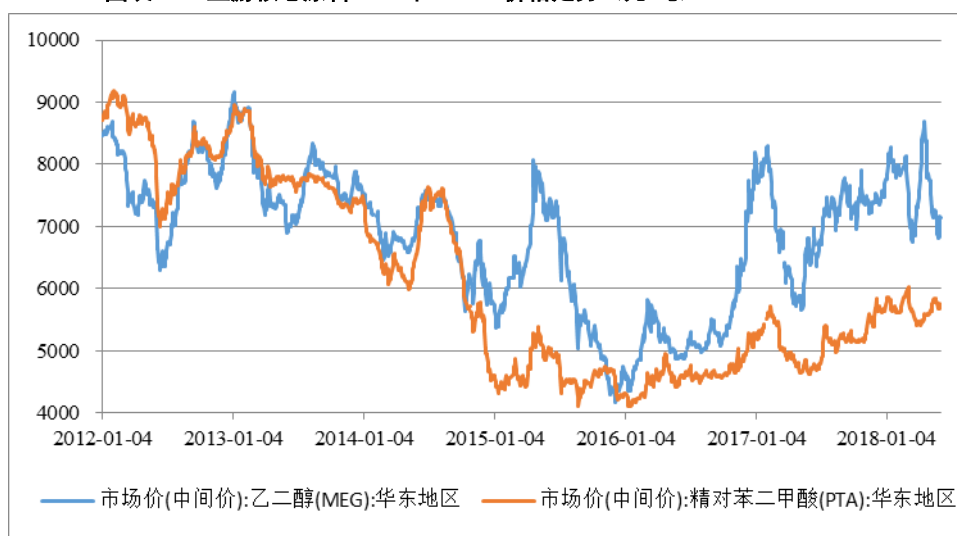
我国民用涤纶长丝主要用于服装、家纺和产业用纺织品等行业，直接出口仅占产量的5%左右。由于上述下游行业的生产企业数量多，规模相对较小，涤纶长丝生产企业对下游行业有一定的议价能力。近年来，服装、家纺和产业用纺织品等行业的需求变化不断影响着涤纶长丝行业的发展方向。

2011年以来，国内外经济下行、市场需求放缓、劳动力成本提升，我国纺织服装业进入去产能、去库存的调整转型期，2013-2015年我国布、纱、服装的复合增长率分别为3.45%、8.74%和4.94%。2016年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速出现分化。2016-2017年，纱产量分别为3,732万吨和4,050万吨，同比增长率分别为5.50%和8.50%；同期，布产量分别为906.75亿米和868.10亿元，同比增长率分别为1.59%和-4.26%。另外，2016年以来，与化工行业有关的纺织材料价格指数开始回升，化纤材料价格指数也呈现类似的走势。2018年1月5日中国纺织材料价值指数(化纤)回升至85.06，2018年9月末的价格指数为87.69。出口方面，2015-2017年纺织业出口交货值分别为3,803.3万吨、3,654.9万吨和3,445.2万吨，出口交货值有所下滑。

民用涤纶长丝的原材料主要为PTA（精对苯二甲酸）和MEG（乙二醇），两者合计占民用涤纶长丝成本的85%左右。其中，PTA是最主要的原材料，占民用涤纶长丝成本的60%以上。2015年以前，我国PTA扩产迅速，导致PTA供过于求，迅速增加的供应无法被下游疲软的需求消化，使得PTA行业开工率降低，PTA价格下滑。2015年以来，PTA落后产能淘汰加速，PTA供需失衡得到较大缓解。从PTA价格走势看，2015年年初PTA为4,600元/吨，此后到2016年底价格整体处于4,000~5,000元/吨的价格区间内波动运行，少数月份如2015年4月中旬至5月中旬价格突破5,000元/吨后又回落至5,000元/吨之下。2016年四季度，PTA价格开始反弹，到2016年12月价格突破5,000元/吨，达5,220元/吨；2017年以来，PTA价格除二季度相对较为低迷（低于5,000元/吨）外，2017年7月中下旬以来均处于5,000元/吨之上波动上行，到2018年9月价格最高涨至9,260元/吨，但到2018年11月价格又回落到6,770元/吨，但仍处于高位。

我国MEG进口依赖度仍很高，2016年进口依存度为68.8%。但是，煤制乙二醇进口替代有所加快，2016年煤制乙二醇产能占比32%。2017年，MEG进口量为871.62万吨，同比增长15.82%。2012年以来，MEG价格（华东，市场价-中间价）经历波动下行之后，2015年四季度下滑至近年来低点（2015/12/8，4,160元/吨），之后价格开始波动上行，在2018年4月19日达到阶段性价格高点8,500元/吨，此后价格波动下行，到2018年11月价格最低跌至5,870元/吨。

图表 4. 上游核心原料 PTA 和 MEG 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

PTA 上游主要原料为对二甲苯（PX），每吨 PTA 生产约消耗 0.65 吨 PX。截至 2017 年末，我国 PX 产能约 1,387.00 万吨/年，全年装置平均开工率为 70%，较上年相比提升 2.9%。由于聚酯需求增长、PTA 开工率增加，当年 PX 需求增长，进口有所增加，进口依存度小幅上升。“十三五”期间，我国将重点建设大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷等七大石化基地，多个大型炼化项目正在建设或处于规划中。据预测，到 2020 年，国内 PX 产能将达 1,870~2,140 万吨/年。但我国 PX 新建装置布局与下游需求不匹配、原料不落实，因此装置负荷可能较低。

图表 5. 近年我国 PX 进口概况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
PX 进口量（万吨）	1,168.71	1,236.13	1,404.57
PX 进口金额（亿美元）	98.56	96.84	121.64
进口依赖度（%）	54.67	56.95	59.17

资料来源：Wind 资讯

整体看，随着产能投放加速，PX 供求关系有望缓解，PX 利润空间或有所收窄。PTA-0.65PX 价差¹在 2017 年有所扩大，PX 产品的超额盈利正随在建产能的逐步释放而逐步消失。

石油炼化方面，2018 年 1 月 16 日，中国石油集团经济技术研究院发布了《2017 年国内外油气行业发展报告》。报告指出，2017 年中国石油表观消费量增速回升，石油表观消费量约为 5.88 亿吨，增速为 5.9%；全国原油产量继续下降，为 1.92 亿吨；中国炼油能力重回增长，达 7.7 亿吨/年。

报告预测，2018 年，中国石油表观消费量将首次突破 6 亿吨，对外依存度将逼近 70%。成品油需求增速将放缓，成品油产量增速双提高，净出口将恢复较快增长；2018 年地炼原油配额大幅增长，成品油资源过剩，业内竞争将加

¹ 每吨 PTA 耗 PX0.65 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

剧，市场化改革将进一步推进；中国天然气需求仍将保持快速增长；2018年，中国炼油能力将首次突破8亿吨/年，炼油能力过剩问题更趋严重。

目前炼油工业向规模化方向发展，产业集中度进一步提高。一般而言，炼厂单体规模必须达到3,000万吨才能兼顾烯烃、芳烃的综合利用。目前全球单一基地产能超过4,000万吨的炼厂有3个，单一基地产能超过3,000万吨的炼厂有5个。目前国内产能超过2,000万吨以上的炼厂有3个，处理能力最高的是镇海炼化2,300万吨。出于解决国内芳烃、烯烃对外依存度高，高端石化产品发展滞后，以及优化石化产业布局等考虑，十三五期间，我国重点建设七大石化产业基地，包括大连长兴岛(西中岛)、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷，多个大型炼化项目正在建设或处于规划中。其中浙石化项目系该公司在舟山建设的炼化一体化项目。该项目将进一步延伸公司石化产品产业链，公司盈利能力有望进一步增强。

B. 政策环境

环保约束是化解化工行业过剩产能行之有效的手段；环保法规体系日益完善，环保成本上升加速化工行业产能出清。2018年1月1日起施行的《环境保护税法》承接了行政式的环保督察，通过环保成本的差异化继续推动化工行业的整合。

国内多项行业政策的推出，鼓励差别化、功能化纤维发展，有利于行业内产品结构调整及优化。2016年9月，工信部编制发布《纺织工业发展规划（2016-2020年）》提及，增强化纤行业创新开发能力，包括实现聚酯、锦纶等通用纤维高效柔性化与功能化，丰富涤纶、粘胶、锦纶、腈纶等功能化、差别化产品，提高产品性能及品质等。2016年12月，工信部、发改委印发《化纤工业“十三五”发展指导意见》（简称“指导意见”），在发展目标中提到，“十三五”期间化纤工业继续保持稳步健康增长，化纤差别化率每年提高1个百分点，高性能纤维、生物基化学纤维有效产能进一步扩大；涤纶、锦纶等常规纤维品种技术水平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等基本达到国际先进水平，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团。指导意见提及，化纤行业“十三五”期间的主要任务包括：（1）推动行业发展模式由“成本+规模”向“高附加值、专业化与系统化”转变，由生产型纸质向服务型制造转变，加大淘汰落后产能力度，严格控制常规化纤产品新增产能，化解部分过剩产能，为优化供给结构提供空间；（2）支持行业企业横向联合与垂直整合，对规模大、实力强的精对苯二甲酸-聚酯企业、己内酰胺-锦纶企业可通过产业链延伸，实现炼化、化纤及纺织的一体化生产，提高产业链掌控能力和综合竞争力；形成一批产品技术含量高、品种丰富、具有较强综合竞争力的大型化纤集团；同时发展一批“专、精、特、强”中小型企业，提供个性化、差异化和多功能的产品和服务等。

C. 竞争格局/态势

从竞争格局和竞争战略来看，民用涤纶长丝生产企业的竞争力除体现在规

模与成本外，更体现在技术、管理、品牌和创新上。

从全球范围来看，印度的信赖工业公司和台湾地区的南亚塑胶工业股份公司等公司在涤纶长丝的技术、研发、品牌等方面具有优势。就国内而言，行业逐步呈现寡头竞争格局。桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）、荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”）、恒力石化股份有限公司（简称“恒力股份”）、恒逸石化股份有限公司（简称“恒逸石化”）和盛虹控股集团有限公司（简称“盛虹集团”）等行业先入者已经在生产规模上具备优势，并已具备自己的核心生产技术，且在工艺成熟度、产品稳定性以及生产成本控制方面具备了较强的竞争力。

产业链完整度是控制企业成本、凸显规模优势的重要方面。行业内极少大型民营企业有机会进入上游行业，目前部分领先的民营企业已逐步向上游渗透，在产业完整度上优于同类竞争对手。

目前尚未有一家涤纶长丝企业可以覆盖市场上所有规格涤纶长丝产品，化纤企业一般在不同产品上形成差异化的竞争优势。桐昆股份和该公司 POY 生产规模大于同行业其他竞争对手，拥有明显的规模优势；盛虹集团在 DTY 产能上具有领先的规模优势；恒力股份 FDY 销售规模位列行业第一。可见产品差异化成为行业龙头企业的重要竞争手段之一。

图表 6. 行业内部分样本企业基本数据概览（2017 年/末，万吨、亿元、%）

样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	销售毛利率	产量（芳烃）	产量（PTA）	产量（聚酯）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
荣盛石化	705.31	5.41	174.75	571.54	221.27	620.54	58.51	20.71	40.33
恒逸石化	642.84	3.72	—	491.49	191.40	332.68	52.35	18.44	23.63
桐昆股份	328.14	10.36	—	0.26	388.91	265.58	49.42	17.69	21.90
新凤鸣	229.63	12.33	—	—	271.34	110.51	40.63	15.12	17.74
恒力股份	222.88	16.27	—	—	235.01	196.84	62.63	17.45	1.56

资料来源：新世纪评级整理。

注：样本主要为行业内的部分重点上市公司或发债企业。

D. 风险关注

化纤行业企业多为民营企业，固定资产投资规模大，重资产及规模化运行是行业的重要特征。行业内大中型企业多采用产品差异化等方向发展，行业并购重组较频繁。少数企业向上游炼化方向发展，但因为项目投资规模很大，企业一般面临较大的财务压力。

新世纪评级将持续关注：（1）原油价格波动风险及其对化纤价格影响；（2）外部融资环境变化及对大型民营化纤企业的流动性影响；（3）下游行业包括纺织等需求的变化；（4）化纤行业竞争不断加剧，行业并购重组对行业竞争格局可能产生影响；（5）供给侧政策调整及环保约束等对行业供给的影响等。

2. 业务运营

该公司已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构，市场地位显著。公司 PTA 产能位于全国前列，但国内 PTA 行业供过于求，PTA 毛利率维持低位。公司聚酯涤纶业务景气度逐步回升，供需格局改善，盈利能力提高。2016 年以来，得益于芳烃项目产能充分释放，公司盈利明显提升，经营压力有所改善。在建的舟山大型炼化项目投资规模巨大，建成后将极大增强公司的市场地位及竞争优势，但目前公司面临很大的投融资压力。

该公司是国内领先的石化产品和化纤产品生产商，目前已实现“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”的全产业链结构，处于行业龙头地位。未来随着舟山炼化项目的建成投产，公司石化产业链将进一步延伸至炼油领域。

近三年，公司经营规模持续扩张，但石化相关产品价格不断下跌，公司营业收入波动较大，2015-2017 年及 2018 年前三季度分别为 326.21 亿元、507.36 亿元、795.54 亿元和 668.37 亿元。2015 年受原料价格下跌影响，PTA 及聚酯涤纶产品价格跌幅较大，公司营业收入同比下滑 11.75%。2016 年中石化芳烃项目产能充分释放，公司营业收入同比增长 55.53% 至 507.36 亿元。2017 年原油价格显著上升，支撑石化及化纤类产品价格上涨，同时聚酯行业景气度回升，供需格局改善，2017 年公司实现营业收入 795.54 亿元，同比大幅增长 56.80%。芳烃、PTA、聚酯涤纶和房地产业务为公司的核心业务，2017 年占核心业务收入的比重分别为 18.48%、24.94%、10.54% 和 5.59%。2018 年前三季度，公司营收结构发生一定的变化，其中芳烃、PTA 收入分别为 138.01 亿元和 275.20 亿元，收入占比分别增至 22.42% 和 44.71%。

该公司业务还包括批发与零售和热电业务。公司批发与零售业务主要是进出口贸易，2017 年起由于统计口径变化，将原计入 PTA 业务收入中的 PTA 贸易计入批发与零售板块中，导致 2017 年批发与零售板块收入大幅增加，2018 年前三季度公司贸易业务单列，同期批发与零售业务恢复至前年水平，2015-2017 年和 2018 年前三季度批发与零售业务收入分别为 21.47 亿元、22.77 亿元、307.44 亿元和 20.05 亿元，其中 2017 年含 PTA 贸易收入为 209 亿元。此外，公司热电业务收入规模很小，仅作为主营业务外的补充。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
石化及化纤	化工	国内	规模/资本/资产/技术等
房地产	房地产	浙江	规模/资本/品牌等

资料来源：荣盛控股

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

收入	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
营业收入合计	326.21	507.36	795.54	668.37
其中：核心业务营业收入	305.49	493.23	769.74	615.48
在营业收入中所占比重（%）	93.65	97.21	96.76	92.09
其中：芳烃	24.59	114.77	142.27	138.01
在核心业务收入中所占比重（%）	8.05%	23.27	18.48	22.42
PTA	175.22	213.03	191.96	275.20
在核心业务收入中所占比重（%）	57.36	43.19	24.94	44.71
聚酯涤纶	71.78	69.08	81.10	68.09
在核心业务收入中所占比重（%）	23.50	14.01	10.54	11.06
批发与零售	21.47	22.77	23.79	20.05
在核心业务收入中所占比重（%）	7.03	4.62	3.09	3.26
热电	3.24	3.39	3.92	3.35
在核心业务收入中所占比重（%）	1.06	0.69	0.51	0.54
房地产	12.43	16.49	43.05	7.18
在核心业务收入中所占比重（%）	4.07	3.34	5.59	1.17
化工品贸易	-	53.70	283.65	103.61
在核心业务收入中所占比重（%）	-	10.89	36.85	16.83

资料来源：荣盛控股

A. 芳烃

为增强经营的稳定性，该公司产业链不断向上游延伸，目前芳烃业务由子公司中金石化负责生产经营。2015 年 1 月，公司根据自身发展的需要及降低单位生产能耗的要求，将中金石化负责建设的芳烃项目由原来的年产 90 万吨调整为年产 200 万吨，投资由 25.29 亿元调整至 105.70 亿元。

2015 年 8 月中金石化芳烃项目开始进行调试装置，9 月开始投产。2016-2017 年和 2018 年前三季度，公司芳烃产量分别为 178.93 万吨、174.75 万吨和 152.27 万吨，同期没有自用量，外销量分别为 174.05 万吨、181.45 万吨和 152.47 万吨。由于国内芳烃市场供给偏紧，公司芳烃供不应求，产销率维持高位，2016-2017 年和 2018 年前三季度分别为 97.27%、103.83% 和 100.13%。

图表 9. 2015 年以来芳烃业务产销情况（万吨/年，万吨）

芳烃	折合产能	产量	产能 利用率	自用	销量	产销率
2015 年	200	95.98	47.99%	5.7	57.29	63.46%
2016 年	200	178.93	89.46%	0	174.05	97.27%
2017 年	200	174.75	87.38%	0	181.45	103.83%
2018 年 1-9 月	200	152.27	101.52%	0	152.47	100.13%

资料来源：荣盛控股

该公司芳烃主要销售给浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”）和中

国石化化工销售有限公司华东分公司，价格依据市场价格。2015年-2017年及2018年前三季度，公司芳烃实现销售收入24.59亿元、114.77亿元、142.27亿元和138.01亿元，毛利率分别为36.17%、28.24%、12.88%和14.42%。2017年以前，由于国内芳烃供不应求，行业集中度高，芳烃业务毛利率维持在较高水平。但是2017年以来由于原油价格上涨，芳烃业务成本攀升，加之2017年中石化进行了为期2个月的停产检修，芳烃业务毛利率下滑显著。

B. PTA

该公司为国内大型PTA生产企业，产品市场占有率高，市场地位显著。目前公司PTA的生产集中于荣盛石化子公司逸盛大化石化有限公司（简称“逸盛大化”）。截至2018年9月末，逸盛大化PTA年产能达600万吨，联营企业浙江逸盛和海南逸盛的PTA生产能力分别为540万吨/年和210万吨/年，公司市场地位显著。公司PTA产销量不断增长，但由于价格波动以及外销量变化的影响，PTA业务收入波动较大，2015-2017年及2018年前三季度分别为175.22亿元、213.03亿元、191.96亿元和275.20亿元。

图表 10. 公司 PTA 产销情况（万吨）

PTA	年产能	产量	产能利用率	自用	销量	产销率
2015年	600	483.45	80.57%	65.1	445.92	106.59%
2016年	600	567.81	94.64%	87.53	537.41	94.64%
2017年	600	571.54	95.26%	114.17	439.54	76.90%
2018年1-9月	600	424.99	94.44%	106.573	517.37	121.74%

资料来源：荣盛控股

该公司PTA生产线运行良好，产能利用率保持在90%及以上，高于行业平均水平。2017年以前，公司PTA销量包括PTA贸易量；自2017年，PTA贸易量不再计入销量中，导致当年产销率出现明显下滑。2018年前三季度，该公司PTA产品预订订单增加，产销率达到121.74%。

该公司2015年自用PTA（用于进一步加工成聚酯产品）的规模较小，此后呈逐年上升变化，到2018年前三季度自用比例已达到25.08%。外销部分，公司前五大客户稳中略有变化，前五大客户合计销量约为PTA总销售量的45%。为保证在生产线持续运转的同时减轻库存压力，公司与客户按年签订PTA销售合同，根据合同安排生产计划。目前公司PTA产品主要销往我国东部及南部沿海地区，部分出口至东南亚及欧美等地。公司采用了直销（主要对国内客户）和经销（主要对国外客户）相结合的销售模式，主要采用款到发货的结算方式。2017年和2018年前三季度，由于原料价格上涨，支撑PTA销售价格回升，公司PTA的前五大客户销售均价有所明显上升，另外客户采购规模与PTA均价呈现一定反向变动关系。

图表 11. 2017 年度公司 PTA 前五名客户销售情况

客户	金额 (万元)	数量 (万吨)	均价 (元/吨)
厦门象屿物流集团有限责任公司	269,913.08	61.88	4,361.88
国贸启润资本管理有限公司	262,562.33	59.00	4,450.21
上海纺投贸易有限公司	257,960.08	60.39	4,271.57
桐乡市中盈化纤有限公司	186,445.94	43.00	4,335.95
厦门启铭贸易有限公司	171,780.33	38.50	4,461.83

资料来源：荣盛控股

图表 12. 2018 年前三季度公司 PTA 前五名客户销售情况

客户	金额 (万元)	数量 (万吨)	均价 (元/吨)
上海纺投贸易有限公司	211,151.10	43.89	4,811.17
厦门建发轻工有限公司	137,490.59	27.43	5,012.87
浙江华瑞集团有限公司	137,029.16	25.25	5,427.84
桐乡市中盈化纤有限公司	117,141.27	22.00	5,323.77
航天长城贸易有限公司	113,766.54	20.75	5,482.46

资料来源：荣盛控股

该公司生产每万吨 PTA 约耗用 0.65-0.66 万吨 PX。鉴于国内 PX 产能不足，为保证产品质量和稳定原料供应，逸盛大化与各供应商按年签订 PX 采购协议。目前逸盛大化主要 PX 采购合同以定量浮价的方式确定交易金额，即约定一定期间的采购数量，以市场价格为基准进行结算。2015~2017 年，PTA 业务毛利率相对稳定，分别为 4.30%、3.48%、3.73%。2015 年以来行业内产能淘汰加速及部分生产商因事故而停产，行业供需矛盾暂时缓解，公司 PTA 盈利能力有所改善。2018 年前三季度，PTA 价格继续上扬，毛利率大幅上升至 6.07%。

C. 聚酯涤纶

该公司聚酯涤纶产品的生产集中于荣盛石化及其下属的子公司盛元化纤。经过多年发展，公司产业链相对完整，目前拥有 5 套聚酯-纺丝-加弹一体化生产线（荣盛石化 3 套，盛元化纤 2 套），设计年生产能力为 PET110 万吨/年、FDY 及 POY 合计 90 万吨/年、DTY35 万吨/年，产能利用率超过 85%，产销率超过 90%。

图表 13. 2017 年公司化纤产品产销情况 (吨、万元)

产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	1,025,003.38	846,644.92	179,327.07	113,788.56	-3.97%
POY	360,884.55	338,786.84	22,116.21	14,668.21	-25.92%
FDY	485,522.91	-	480,558.77	384,557.36	-4.10%
DTY	341,338.52	-	335,027.16	297,993.16	-1.61%

资料来源：荣盛控股

图表 14. 2018 年前三季度公司化纤产品产销情况 (吨、万元)

产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	778,721.54	640,295.45	135,341.40	99,821.14	20.69%

产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
POY	277,333.14	268792.17	9,561.16	7,032.92	-42.15%
FDY	363,354.46	-	349,915.49	309,460.30	10.48%
DTY	272,176.30	-	268,276.62	264,603.53	22.74%

资料来源：荣盛控股

该公司聚酯涤纶产品的主要原料之一，PTA 主要由子公司逸盛大化和联营企业浙江逸盛提供。2017 年度，公司分别从逸盛大化和浙江逸盛采购 PTA114.17 万吨和 19.33 万吨，金额（去税，下同）分别为 49.88 亿元和 8.49 亿元。聚酯涤纶产品的另一种主要原料 MEG 主要从沙伯亚太有限公司（简称“沙伯亚太”）采购，2017 年公司 MEG 采购量为 39.72 万吨，采购金额为 24.15 亿元，其中采购自沙伯亚太 7.63 万吨，金额为 4.89 亿元。

该公司聚酯涤纶产品采用直销为主、经销为辅，约 70% 的产品通过销售部门直接销售给浙江、江苏、上海等周边地区的下游厂商；约 30% 的产品通过经销商销售给福建、广东、山东等较远地区的客户。其中直销结算模式为款到发货或款货两讫，对极少数合作时间长、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，但需在年末结清货款。

近年来聚酯行业景气度回升，供需情况改善，该公司聚酯产品盈利能力提高，聚酯产品毛利率由 2015 年的 6.40% 稳步提升至 2017 年的 12.50%。2018 年前三季度，公司聚酯涤纶业务实现收入 68.09 亿元，当期毛利率为 9.11%。

D. 批发与零售、贸易业务

该公司对外贸易业务主要由宁波联合的子公司宁波联合集团进出口股份有限公司（简称“进出口公司”）经营，2015 年进出口公司获准成为宁波首批跨境出口综合服务平台试点企业。除自营进出口业务外，还为宁波经济技术开发区内的中小企业提供通关、退税、外汇、物流等外贸综合服务。公司主要贸易产品包括服装、纺织品、鞋类、纸张等。2015-2017 年，公司分别实现进出口总额 2.92 亿美元、2.94 亿美元和 2.97 亿美元。

批发与零售板块景气度较弱，该公司 2015-2017 年贸易业务收入维持在 21-24 亿元，毛利率较为稳定，同期分别为 3.32%、3.43% 和 3.24%。2018 年前三季度公司批发与零售业务、化工品贸易业务的收入分别为 20.05 亿元、103.61 亿元，业务毛利率分别为 2.78% 和 0.64%。

E. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务由宁波联合多个子公司经营，涵盖传统住宅、文化旅游地产和特色商业地产三个领域。传统住宅开发主要分布在宁波、温州、河源等城市；文化旅游地产开发主要在宁波和舟山两地，目前有特色景观住宅宁波梁祝文化园及海滨度假村嵊泗天悦湾景区。

该公司为区域性房地产开发企业，在宁波、温州苍南、舟山嵊泗等地具有多年的开发经验。目前公司在售房地产项目主要包括温州苍南天和家园一期排

屋、天悦湾滨海度假村 A 区、温州苍南瑞和家园、河源天和家园（一期、二期）等。公司项目多位于三、四线城市，去化速度总体偏慢，经过 3-4 年的去化，截至 2018 年 9 月末公司房地产重点项目去化基本超过 90%。

目前，该公司在建项目较少，且大多处于后期收尾阶段，未来尚需投入不超过 10 亿元。此外，公司另有戚家山天湖谷、考试场地块、董家沟地块等多个项目处于前期规划阶段，开工时间有较大不确定性。

图表 15. 2018 年 9 月末公司主要在售房地产项目情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	性质	规划可售面积	累计销售面积	去化率	总投资	累计投资额	累计回笼资金	销售均价
温州天和家园一期	住宅	23.41	22.94	100%	15.50	13.90	21.8	1.53
	排屋			96%			6.47	2.45
温州天和家园二期	住宅（高层）	9.78	9.19	100%	6.50	6.14	8.56	1.58
	住宅（单身公寓）			88%			1.22	1.26
温州天和家园三期	住宅	16.26	16.26	100%	12.75	12.75	16.25	1.44
温州瑞和家园	住宅	20.72	20.36	100%	13.43	13.20	11.22	1.07
	商铺			78%			0.57	1.59
温州瑞和家园二期	住宅	0.42	0.41	97%	0.56	0.42	0.60	1.50
	商铺	0.03	0.02	75%			0.05	1.94
河源天和家园一期（别墅）	住宅	9.30	1.75	92%	7.57	7.57	2.54	1.46
河源天和家园一期（高层）	住宅		6.24				3.48	0.56
河源天和家园一期（商业）	商铺		0.49				0.72	1.04
河源天和家园一期（车位）	车位						0.2	7.18
河源天和家园二期（别墅）	住宅	1.30	1.14	88%	1.54	1.54	1.74	1.50
河源天和家园二期（高层）	住宅	13.62	8.72	64%	7.09	3.55	7.82	0.82
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第一批	住宅	1.94	1.74	89.52%	5.36	4.14	1.20	1.18
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第二批	住宅	1.98	1.67	84.18%			1.40	1.64
梁祝天逸湾一期第一批	住宅	4.64	4.64	100%	8.00	3.59	4.73	1.00
梁祝天逸湾一期第二批	住宅	1.71	1.51	88.23%		3.48	3.53	2.63
宁波天瑞峰景里小区	住宅	3.67	3.67	100%	1.78	1.78	2.22	0.78
合计	-	108.78	100.75	-	80.08	72.07	96.32	-

资料来源：荣盛控股

2017 年度，该公司房地产项目竣工面积较多，结转收入同比增长 161.07% 至 43.05 亿元，但由于结转项目拿地成本较高，毛利率较上年下滑 15.14 个百分点至 19.61%。2018 年前三季度，公司房地产结转销售收入 1.18 亿元；业务毛利率为 36.30%。

F. 热电业务

目前，该公司热电工业业务集中于宁波联合的下属子公司宁波经济技术开

发区热电有限责任公司（简称“热电公司”）。热电公司服务范围为宁波经济技术开发区联合开发区域内的企业。

图表 16. 公司热电业务经营情况（万度、万吨）

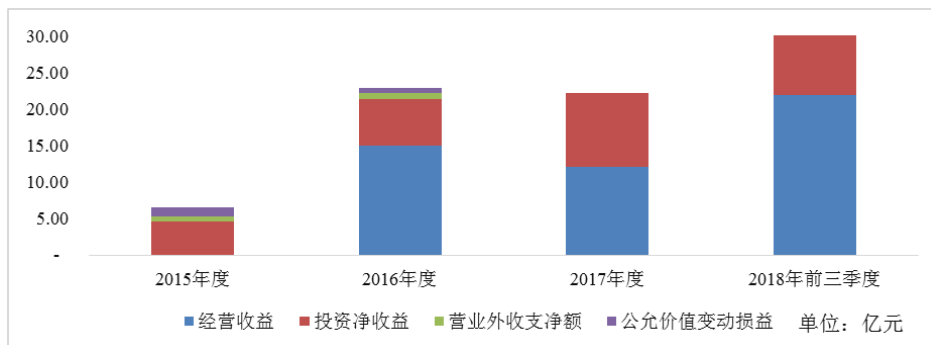
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
发电	22,594	25,330	27,576	20,295
供气	119	125	129	126.22

资料来源：荣盛控股

2015-2017 年，该公司热电工业实现收入分别为 3.24 亿元、3.39 亿元和 3.92 亿元，毛利率分别为 22.10%、22.29% 和 21.70%。2016 年以来，由于煤炭行业去产能初见成效，煤价回升，公司热电板块收入小幅上升，公司热电业务毛利率小幅上升。2018 年前三季度，公司实现热电工业收入 3.35 亿元，业务毛利率 19.71%。

（2）盈利能力

图表 17. 公司盈利来源结构



资料来源：根据荣盛控股所提供数据绘制。

该公司形成了以经营收益为主，非经常性损益作为重要补充的盈利结构。公司经营收益保持增长，2015-2017 年和 2018 年前三季度分别为-0.02 亿元、14.95 亿元、12.07 亿元和 21.97 亿元。2017 年由于原料价格上涨，生产成本上升，加之中石化经历近 2 个月的停产检修，公司经营收益有所下降，但总体仍能维持较强的盈利能力。2018 年前三季度，公司经营收益较上年同期回升 108.14%，主要系芳烃业务盈利能力恢复所致。

由于芳烃、PTA 和聚酯涤纶产品的主要原材料均为石油制品，国际石油价格频繁波动增加了成本控制难度，该公司盈利的波动较大。2015-2017 年及 2018 年前三季度综合毛利率分别为 8.68%、10.99%、6.46% 和 7.47%，其中 2017 年由于原料价格上涨，生产成本上升，综合毛利率较上年降低 4.53 个百分点。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年前三季度
营业收入合计（亿元）	326.21	507.36	795.54	668.37

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度
毛利率 (%)	8.68	10.99	6.46	7.47
其中：芳烃业务 (%)	36.17	28.24	12.88	14.42
PTA 业务 (%)	4.30	3.48	3.73	6.07
聚酯涤纶业务 (%)	6.40	9.38	12.50	9.11
批发与零售业务 (%)	3.32	3.43	1.05	2.78
热电业务 (%)	22.10	22.29	21.70	19.71
房地产业务 (%)	38.03	34.75	19.61	36.30
贸易业务 (%)	-	-	-	2.12
毛利 (亿元)	28.32	55.78	51.40	49.92
其中：芳烃业务 (亿元)	8.89	32.41	18.32	19.89
PTA 业务 (亿元)	7.53	7.41	7.16	16.69
聚酯涤纶业务 (亿元)	4.59	6.48	10.14	6.20
批发与零售业务 (亿元)	0.71	0.78	3.23	0.56
热电业务 (亿元)	1.23	1.18	0.77	1.22
房地产业务 (亿元)	4.73	5.73	8.44	2.61
贸易业务 (亿元)	-	-	-	3.31
期间费用率 (%)	7.56	6.83	4.07	4.82
其中：财务费用率 (%)	3.74	3.41	1.38	2.34
全年利息支出总额 (亿元)	18.22	18.01	19.35	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	4.03	3.38	2.95	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司期间费用由 2015 年的 24.65 亿元上升至 2017 年的 32.35 亿元。其中管理费用增长较快，近三年复合增长率为 14.56%，主要是研发投入和职工薪酬迅速增加。近年来，公司刚性债务规模持续扩大，财务费用中的利息支出逐年扩大，但是 2017 年由于美元贬值，公司汇兑收益增加，财务费用支出减少，近三年财务费用分别为 12.19 亿元、17.31 亿元和 11.00 亿元。公司销售费用相对稳定，2015-2017 年分别为 5.53 亿元、5.61 亿元和 6.47 亿元。2018 年前三季度，公司期间费用率为 4.84%，其中财务费用为 15.65 亿元，同比增长 70.85%，财务费用率为 2.34%，大幅上升主要系债务融资规模扩张所致。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度
投资净收益 (亿元)	4.63	6.48	10.10	8.08
其中：理财产品 (亿元)	0.01	0.13	0.01	-
联营企业 (亿元)	1.34	2.66	8.83	8.39
可供出售金融资产 (亿元)	0.70	0.53	0.23	-
期货及远期外汇 (亿元)	2.3	2.76	0.66	-1.58
委托贷款收益 (亿元)	0.26	0.4	0.37	0.27

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度
营业外收入 ² (亿元)	0.93	1.09	4.33	0.79
其中：政府补助 (亿元)	0.88	1.03	4.26	0.39
公允价值变动损益 (亿元)	1.30	0.74	-0.12	-0.39

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司其他盈利主要受投资净收益、营业外收入等影响。其中，2015-2017 年和 2018 年前三季度，公司投资净收益分别为 4.63 亿元、6.48 亿元、10.10 亿元和 8.08 亿元，主要来自对联营企业和合营企业的投资收益，其中联营企业浙江逸盛和海南逸盛均为 PTA 生产企业。2015-2017 年和 2018 年前三季度，公司营业外收入分别为 0.93 亿元、1.09 亿元、4.33 亿元和 0.79 亿元，主要是由宁波石化经济技术开发区管理委员会提供的财政扶持资金等构成的政府补助补贴。

2015-2017 年和 2018 年前三季度，该公司净利润分别为 4.62 亿元、19.04 亿元、21.42 亿元和 20.41 亿元。公司净利润水平在 2016 年以来出现明显提升，主要系芳烃项目产能释放及周期性行业景气度恢复以及财务费用变化等有关。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来 3 年投资重点主要是位于舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建设 4000 万吨/年炼化一体化项目。该项目分二期建设，一期建成后形成 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力；二期和一期具有相同的产品结构及产能。项目建设单位为浙石化，计划投资总额 1,730.85 亿元人民币，其中项目一期投资 901.56 亿元，项目二期投资 829.29 亿元。目前，浙石化已取得《关于浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目环境影响报告书的批复》（环审【2017】45 号）和《浙江省发展和改革委员会关于浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目核准的批复》（浙发改产业【2017】394 号），相关土地证正在办理中。截至 2018 年末，一期项目已建成转固，并滚动建设二期项目，预计 2020 年 12 月底二期完全建成。项目建成后，公司产业链将进一步向上游延伸，有效解决自身 PTA 原料需求，降低国内芳烃供给缺口，同时该项目将带动公司进入芳烃烯烃下游深加工领域，将极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。

舟山炼化项目投资规模巨大，该项目除依赖股东的自有资金外，还将依赖债务融资和权益融资方式进行资金平衡。债务融资方面，项目一期银团贷款金额为 607 亿元，目前尚未签订银团贷款合同；权益融资方面，公司控股子公司荣盛石化 2018 年完成非公开发行股票，募集资金净额为 59.59 亿元。

² 根据《企业会计准则第 16 号—政府补助》（2017），与日常经营活动相关的政府补助调整至其他收益，但表格及下文表述中仍将其归类为营业外收入。

图表 20. 截至 2018 年 9 月末舟山炼化项目投资规划（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设进度	计划投资额			
				2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年	2021 年
浙江石油化工 4000 万吨/年 炼化一体化项目	1,730.85	380.50	一期项目设备安装	244	490	350	180

资料来源：荣盛控股

根据该公司 2017 年 9 月 29 日发布的公告，浙石化拟与浙江省能源集团有限公司（简称“浙能集团”）共同出资设立浙江省石油股份有限公司（简称“浙石油”），注册资本为 110.00 亿元，其中浙能集团和浙石化出资比例分别为 60% 和 40%。浙石油经营范围涉及危险化学品批发无仓储、原油、燃料油、成品油仓储、物流、码头、批发零售、进出口等业务，当前环境下该类业务均有较强的政策壁垒，未对民营企业放开。通过浙石油的混合所有制模式，浙石化炼化一体化项目有望有效突破相关领域政策壁垒，拓展原油进口，建设成品油销售渠道等。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。公司关联方担保规模较大，存在一定的或有损失风险。公司组织结构设置较合理，内部管理制度较齐全，有利于控制经营、投资、资金等管理环节的主要风险。

（1）产权关系

该公司为民营企业，股东为自然人李水荣、李永庆、李国庆、许月娟、倪信才、赵关龙。公司成立至今控股股东及实际控制人一直为李水荣先生。截至 2018 年 9 月末，李水荣先生持有公司 63.52% 的股权。股东中，李永庆、李国庆（系两兄弟）为李水荣之堂侄，许月娟为李水荣之弟媳，倪信才为李水荣之妹夫。公司产权状况详见附录一。

（2）主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为原料采购或原料销售、关联方资金往来以及为关联企业提供担保。公司关联采购主要是向宁波恒逸贸易有限公司（专职负责浙江逸盛的产品销售工作，简称“宁波恒逸”）采购 PTA。公司向关联方提供劳务、销售商品主要向海南逸盛、浙江逸盛销售原料 PX 及向杭州博佳化纤原料有限公司销售涤纶丝等。2017 年公司关联购销金额分别为 8.88 亿元和 83.66 亿元，因中金石化项目投产，公司芳烃销售大幅增加。该项关联销售预计将持续。公司关联购销的主要产品均为大宗商品，有明确的市场价格可参照。

该公司与关联方有一定规模的资金往来,2017 年末对关联方的应收账款、预付账款和其他应收款账面余额分别为 5.15 万元、25.66 万元和 14.95 亿元,对关联方的应付账款、预收款项和其他应付款分别为 30.01 亿元、1.03 亿元和 3.62 亿元。其中其他应收款主要为对参股公司海南逸盛的委托贷款或暂借款,利率为同期银行贷款利率上浮 10%。此外,2017 年末公司为关联方提供担保金额为 41.95 亿元人民币,被担保对象主要为参股企业海南逸盛、浙江恒逸集团有限公司及其子公司恒逸石化、三元控股集团有限公司(简称“三元控股”,其控股股东李斌先生是李水荣的侄子)及旗下纺织印染企业,三元控股的主营业务为纺织面料的生产。目前被担保方整体经营状况尚属正常。总体而言,公司关联担保余额较大,存在或有损失风险。

(3) 公司治理

作为集团型企业,该公司集中了李水荣先生绝大部分资产,在李水荣先生所控制的资产体系内具有核心地位。

该公司严格按照《公司法》和公司章程的有关规定,正逐步建立健全公司的法人治理结构,能够做到资产、财务、业务、人员、机构等方面与控股股东分开。截至目前,公司资产完整,并拥有独立的运营体系。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

作为集团总部,该公司本部根据自身业务需要设置了多个职能部门,各部门职责分工明确,能够满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

该公司根据自身实际情况,建立了财务、经营、对外担保、投资决策等相关管理制度,基本能够满足公司日常经营需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

在财务管理方面,该公司采用统一化、制度化管理。公司制订的《财务管理规定》为货币资金、应收及应付账款、存货、固定资产、工程项目、融资、预算、成本费用等项目的管理提供了执行依据。通过明确权责、归口管理、监督核查等多种手段,公司财务管理质量得到一定保障。

在经营管理方面,该公司按采购、生产、营销等环节分类,制订了一系列相关条例以确保企业日常经营活动的顺利进行。在物资采购方面,公司采购部门负责归口管理,具体操作实行部门申请采购、分管领导审批流程。在生产管理方面,公司制订了安全、装运、环保、物资管理等规定,明确各个环节的责任人,规范了生产过程的责任制度。在营销管理方面,公司实行销售储运批号化、人员工资标准化及售后服务流程化,保证了销售环节的规范

顺畅。

在对外担保方面，该公司根据《公司法》、《担保法》和其他相关法律、法规的规定以及《公司章程》，按照统筹规划、归口管理的原则制订了《对外担保制度》，明确了相关操作的运行程序及风险控制要求。公司本部为控股子公司提供担保视为对外担保，同样适用该制度。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资决策方面，该公司根据《公司法》等法律、法规、规范性文件和《公司章程》，制订了《浙江荣盛控股集团有限公司重大投资决策制度》。该制度规定了公司对外、对内投资活动的建议、报告、审批及操作流程，建立了与长期股权、关联交易相匹配的投资活动操作规则，能够在一定程度上保证公司投资决策的客观性及投资活动的顺利执行。

(4) 不良行为记录

不良行为记录方面，孙公司逸盛大化于 2015 年 1 月因违反消防管理行为被大连市公安消防局责令停止使用年产 250 万吨 PTA 改扩建项目，并处罚款 6 万元。依据公司于 2018 年 11 月 5 日查询的《企业信用报告》显示，公司当前负债中有 2.00 亿元贷款被列为关注类。另外，已还清债务中有 2 笔欠息记录，分别为于 2014 年 3 月开始的银行欠息 122.51 万元和于 2016 年 8 月开始的银行欠息 80.60 万元，两笔债务于 2016 年 8 月 22 日结清。

财务

该公司刚性债务规模快速上升，资产负债率已处于较高水平，且短期债务占比较高，即期偿债压力较大。但公司产品销售收入情况较好，收入规模逐年增长并持有一定规模的货币资金，且交易性金融资产等易变现，能为到期债务偿付提供一定缓冲。

1. 数据与调整

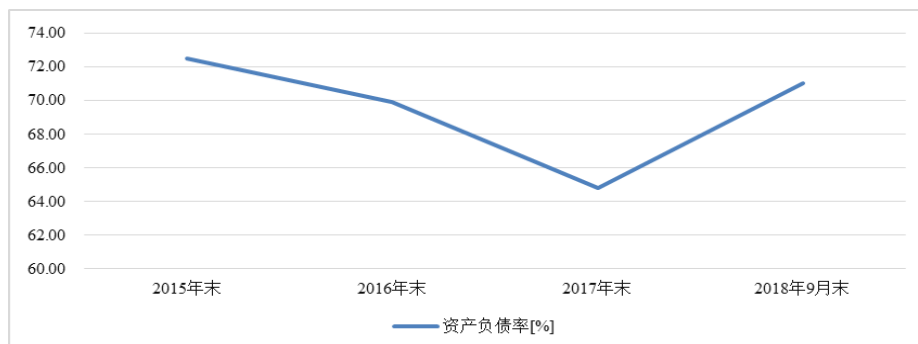
立信中联会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

2017 年，该公司并购 6 家公司，处置 1 家子公司，新设 7 家子公司，注销 3 家子公司。截至 2018 年 9 月末，公司直接控股及间接控股的子公司共有 68 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



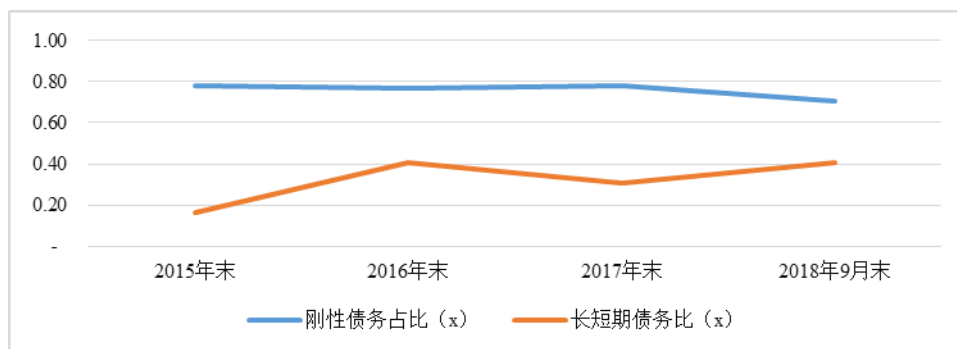
资料来源：根据荣盛控股所提供数据绘制。

近年来，该公司资产负债率水平呈现波动的态势，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末的资产负债率分别为 72.53%、69.93%、64.83% 和 71.02%。2015 年之前，公司资产负债率维持高位主要是由于中金石化建设，债务规模快速扩大；2016 年以来，中金石化芳烃项目完工投产，经营效益迅速积累，权益资本实力增强，同时舟山炼化项目建设稳步推进促使少数股东权益显著扩大，财务杠杆有所下降。2018 年以来，公司发行 3 笔超短期融资券，同时舟山项目的借款持续增加，9 月末资产负债率较年初提升 6.20 个百分点。

近年来，随着经营规模的扩大，该公司所有者权益快速增长，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末分别为 156.77 亿元、188.79 亿元、285.56 亿元和 381.66 亿元。2015 年末，公司的核心子公司荣盛石化定向增发成功，募集资金 40 亿元，少数股东权益增加；2016 年以来，随着浙石化项目注册资本金陆续到位，少数股东权益增加。同时随着中金石化芳烃项目投产，公司经营积累迅速增加，资本实力显著增强。2018 年 9 月末公司净资产较年初增长 33.65% 至 381.66 亿元，主要系当年 7 月子公司荣盛石化完成非公开发行股票并募集资金净额 59.59 亿元以及公司经营利润积累。由于建设中的舟山炼化项目投资规模大，未来 3 年公司融资需求仍将继续扩大，债务规模或将持续上升。公司融资渠道通畅，目前正在筹划中期票据发行事宜一旦实施，将一定程度上满足公司目前较大的融资需求。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	321.62	335.65	407.52	729.51
应付账款 (亿元)	45.40	40.56	72.27	133.31
预收账款 (亿元)	24.11	40.44	16.90	37.14
其他应付款 (亿元)	12.35	12.17	16.68	26.75
刚性债务占比 (%)	77.72	76.44	77.42	77.98
应付账款占比 (%)	10.97	9.24	13.73	14.25
预收账款占比 (%)	5.83	9.21	3.21	3.97
其他应付款占比 (%)	2.98	2.77	3.17	2.86

资料来源：根据荣盛控股所提供数据绘制。

近年来，该公司向产业链纵向延伸，投融资规模大，负债结构以刚性债务为主，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末刚性债务占比分别为 77.72%、76.44%、77.42% 和 77.98%。公司债务期限结构变化较大，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末长短期债务比分别为 16.00%、40.80%、30.85% 和 40.87%。2016 年，公司签订了 6 年期 64 亿元的银团贷款用于中金石化项目建设，债务期限结构有所改善。2017 年以来，公司重点建设舟山炼化项目，该项目投资规模大，融资方式以长期借款为主，长短债务分布逐渐平衡，债务期限结构持续改善。2018 年，公司下属子公司浙石化新增长期借款 213.19 亿元，进一步增加公司刚性债务规模，截至 2018 年 9 月末，公司刚性债务达到 729.51 亿元。

除刚性债务外，该公司应付账款、预收款项及其他应付款规模相对较大。2017 年末，应付账款为 72.27 亿元，一方面系原材料价格上涨，另一方面系浙石化炼化项目的长期资产购置款；预收款项为 16.90 亿元，由预收房款和货款构成，较上年末减少 58.21% 主要系宁波联合部分在售项目结转，预收房款减少；其他应付款为 16.68 亿元，暂借款的出借方主要为三元控股，公司按同期银行借款基准利率支付利息。2018 年 9 月末，随着浙石化炼化项目建设有序推进，预收账款增长 119.78% 至 37.14 亿元。当年末，公司其他应付款较上年末增长 60.30% 至 26.75 亿元，主要系与公司前五大其他应付款单位资金往来，集中度较高。

图表 23. 截至 2018 年 9 月末公司其他应付款前五大客户明细 (亿元)

单位名称	金额
三元控股集团有限公司	7.00
杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	3.02
上海畅利企业管理公司	1.75
宁波华南投资有限公司	1.02
其他单位	10.53
合计	23.33

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	268.58	212.14	286.14	409.46
其中：短期借款	142.19	100.22	182.92	291.84
一年内到期的长期借款	16.18	24.27	25.76	32.96
应付短期债券	63.00	36.00	45.00	30.00
应付票据	45.30	39.71	19.87	48.46
其他短期刚性债务	1.91	11.93	12.58	6.00
中长期刚性债务合计	53.04	123.51	119.86	320.05
其中：长期借款	24.59	79.20	65.19	271.05
应付债券	28.45	44.31	54.67	49.00
综合融资成本 (年化, %)	4.60	4.56	4.60	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，该公司刚性债务规模分别为 321.62 亿元、335.65 亿元、407.52 亿元和 729.51 亿元。从构成来看，截至 2018 年 9 月末的公司刚性债务主要由 595.85 亿元的银行借款、79.00 亿元各类债券 48.46 亿元应付票据等构成，其中银行借款中 93.30 亿元为美元借款，面临一定的汇兑损益波动风险。

从融资方式看，该公司借款以保证借款为主，担保对象主要是子公司及参股公司，抵质押及信用借款规模相对小。从期限结构看，公司长短期刚性债务规模基本相当，2018 年前三季度，随着公司成功发行三笔超短期融资券，9 月末短期刚性债务规模扩大至 409.46 亿元，加之公司增加对浙石化项目投资规模，资金需求增大，因此短期借款同步增长；公司下属子公司浙石化进一步扩大舟山炼化项目建设投资规模，增加长期银行借款 213.19 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司刚性债务规模较年初增长 79.01% 至 729.51 亿元，其中短期刚性债务较年初增长 43.10%，中长期刚性债务较年初增长 167.02% 至 320.05 亿元，公司债务规模保持扩张，债务偿付压力有所加大。

该公司债务期限结构较为平衡，然而仍有大部分借款将于一年内集中到期，公司即期偿债压力较大。

图表 25. 截至 2018 年 9 月末公司银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3% 以内	27.61	0.50	0.50	1.00	
3%~4%（不含 4%）	31.98	6.27	0.76	0.38	
4%~5%（不含 5%）	239.23	27.95	6.41	10.89	
5%~6%（不含 6%）	31.21	6.68	0.28		203.19
6% 以上	1.00				
合计	331.04	41.40	7.95	12.27	203.19

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
营业周期（天）	125.47	83.85	49.90	71.96
营业收入现金率（%）	93.57	115.71	103.34	111.33
业务现金收支净额（亿元）	-5.52	44.79	43.72	45.36
其他因素现金收支净额（亿元）	6.64	-3.28	7.49	-20.98
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.12	41.51	51.21	24.37
EBITDA（亿元）	31.08	52.06	59.08	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.16	0.16	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.71	2.89	3.05	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司石化相关产品主要采用款到发货的结算方式。宁波联合批发与零售业务的销售款虽有一定信用周期但能有序回笼，房地产业务为预售方式，公司总体资金回笼情况良好，2015~2017 年及 2018 年前三季度公司营业收入现金率分别为 93.57%、115.71%、103.34% 和 111.33%。

该公司经营活动产生的现金净流量波动较大，2015-2017 年及 2018 年前三季度分别为 1.12 亿元、41.51 亿元、51.21 亿元和 24.37 亿元。2015 年，中金石化原料采购支出较大，公司经营性现金净流入额较少。2016 年，中金石化芳烃业务复产，营业收入和经营性现金流显著扩大。2017 年，聚酯及 PTA 行业景气度提升，主导产品量价齐升，经营性现金流迅速积累。2018 年前三

季度，公司营业现金收入规模扩大，但采购现金支出增幅明显低于营业现金收入的增幅，故经营性净现金流同比增长 211.09%。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 31.08 亿元、52.06 亿元和 59.08 亿元，其中利润总额、列入财务费用中的利息支出和固定资产折旧占比较大，2017 年末三者占比分别为 44.44%、27.77%和 26.28%。近年来，由于向产业链纵向延伸，公司每年维持较高的投融资规模，目前已累积较大规模的刚性债务，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度欠佳。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
回收投资与投资支付净流入额	4.23	-4.74	-10.50	-6.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-40.06	-35.53	-153.34	-231.89
其他因素对投资环节现金流量影响净额	5.62	2.02	-10.51	-1.69
投资环节产生的现金流量净额	-30.20	-38.25	-174.35	-239.58

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司不断扩大经营规模，新建、扩建生产线等活动导致投资环节现金处于净流出状态。2015-2017 年度及 2018 年前三季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-30.20 亿元、-38.25 亿元、-174.35 亿元和-239.58 亿元。2016 年以前以中金石化投入为主，2017 年以来舟山炼化项目处于大规模集中投入期，导致投资环节大额净流出。未来 3 年，公司投资方向仍以炼化项目为主，每年的投资规模仍将维持高位，因此公司持续面临很大的投融资压力，新世纪评级将持续关注公司上述项目的投入产出情况。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
筹资环节产生的现金流量净额	41.52	17.83	165.52	342.52

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

2015-2017 年度及 2018 年前三季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 41.52 亿元、17.83 亿元、165.52 亿元和 342.52 亿元，增长较快，主要系舟山炼化项目处于大规模集中投入期等因素所致。未来 3 年，公司筹资规模预计将进一步增加。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	264.25	294.65	310.05	546.90

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
	46.31	46.93	38.19	41.52
其中：货币资金（亿元）	54.47	69.14	111.20	251.95
预付款项（亿元）	22.42	34.30	19.45	53.47
存货（亿元）	99.14	96.45	92.84	128.01
其他应收款（亿元）	50.10	49.00	44.09	52.20
其他流动资产（亿元）	19.58	23.96	15.49	29.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	306.34	333.26	501.86	770.30
	53.69	53.07	61.81	58.48
其中：固定资产（亿元）	157.54	221.09	219.53	212.46
在建工程（亿元）	74.74	21.09	147.14	420.65
长期股权投资（亿元）	43.99	46.54	58.31	69.39
其中：所持浙江逸盛股权 ³ （亿元）	15.35	15.76	16.65	-
所持海南逸盛股权（亿元）	4.93	6.98	10.93	-
期末全部受限资产账面金额（亿元）	62.71	148.87	142.42	-
期末抵质押融资余额（亿元）	19.61	64.31	47.55	-
受限资产账面余额/总资产（%）	10.99	23.71	17.54	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2017 年末，公司货币资金为 111.20 亿元，包括不可动用的货币资金 18.37 亿元；预付款项为 19.45 亿元，公司预付款项主要为海关保证金账户；其他应收款为 44.09 亿元，其中海南逸盛占款为 9.56 亿元，占其他应收款的比重为 21.68%；存货为 92.84 亿元，其中原材料占比为 36.74%，房地产在建及完工项目占比达 51.53%；其他流动资产为 15.49 亿元，因待抵扣增值税进项税额减少较上年末减少 35.35%。2018 年 9 月末，公司流动资产增加至 546.90 亿元，主要系新增的借款和超短期融资券尚未完全使用，导致货币资金金额大幅增加。由于预付原料款增加，预付款项较年初增长 174.91% 至 53.47 亿元。2018 年 PTA 上游原材料价格波动较大，故公司增加 PTA 原料备货，截至 2018 年 9 月末，存货较年初增长 37.88% 至 128.01 亿元。

作为大型化工类企业，该公司资产以非流动资产为主，其构成主要是固定资产、在建工程和长期股权投资。2017 年末固定资产为 219.53 亿元，以石化产品的生产设备为主；在建工程为 147.14 亿元，主要系浙石化炼化项目稳步推进；长期股权投资为 58.31 亿元，主要是对浙江逸盛和海南逸盛等联营企业的投资。2018 年浙石化舟山炼化项目投资加大，在建工程投入进一步扩大，截至 2018 年 9 月末在建工程达到 420.65 亿元，公司非流动资产增至 770.30 亿元，较年初增长 53.49%。

2018 年 9 月末，该公司受限资产合计 107.35 亿元，其中被质押应收票据

³ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

账面价值 0.78 亿元，被抵押资产账面价值 106.57 亿元。总体看，公司持有一定规模的货币资金，可为即期债务的偿还提供一定缓冲。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	74.07	94.48	77.08	89.46
速动比率 (%)	40.00	52.55	49.16	59.77
现金比率 (%)	18.69	26.72	32.33	42.49

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

近年来，该公司债务期限结构趋于短期，整体流动性偏弱，2015-2017 年末及 2018 年 9 月末流动比率分别为 74.07%、94.48%、77.08%和 89.46%，同期现金比率分别为 18.69%、26.72%、32.33%和 42.49%，各指标逐渐趋强，体现出公司较好的资产变现能力。公司刚性债务规模逐年扩大，但应收账款逐年增加，对资产可变现能力稍有增强，公司对到期债务的偿付能力一般。

6. 表外事项

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，该公司对外担保金额合计为 44.21 亿元，代偿风险较大。其中对海南逸盛和三元控股的担保金额较大，分别为 21.71 亿元和 11.58 亿元，目前被担保企业经营状况正常。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部承担着集团的融资职能，债务负担沉重，近三年末以及 2018 年 9 月末债务总额分别为 103.17 亿元、108.19 亿元、126.38 亿元和 112.25 亿元。公司本部只有管理职能，没有从事具体业务，本部 2015-2017 年及 2018 年前三季度营业收入分别为 0.01 亿元、0.03 亿元、0.34 亿元和 2.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 5.88 亿元、5.20 亿元、4.90 亿元和-4.21 亿元，其中 2018 年前三季度经营环节出现现金净流出，但较上年同期减少 87.37%，主要系非经营性资金往来导致经营性现金流量规模明显减少。此外，截至 2018 年 6 月 23 日，公司持有荣盛石化 40.275 亿股，持股比例为 70.36%，股份不存在质押情况，市值超过 400 亿元；持有宁波联合 9,041.76 万股，持股比例 29.08%，其中 6,000 万股已被质押，约占所持股份总数的三分之二，未被质押部分市值约 1.90 亿元。总体来看，本部承担融资职能，自身盈利能力弱，对债务的保障程度偏低。

外部支持因素

该公司与多家大型国有银行建立了紧密的合作关系，尚未使用的授信额

度充裕。截至 2018 年 9 月末，公司综合授信合计 1,320.00 亿元，已使用 644.31 亿元。公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，可获得一定的授信额度。

图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	授信未使用金额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	1,320.00	710.69	1.2%-6.2%	项目贷款
其中：国家政策性金融机构（亿元）	492.00	190.27	1.2%-5.47%	项目贷款
工农中建交五大商业银行（亿元）	424.80	247.78	1.8%-5.94%	项目贷款
其中：大型国有金融机构占比（%）	69.45	61.64	-	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）。

债项信用分析

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为刚性债务的 0.10 倍、0.16 倍、0.16 倍。EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 1.71 倍、2.89 倍和 3.05 倍。EBITDA 对刚性债务覆盖倍数很低，存在较高的还债压力。EBITDA 对利息的覆盖倍数有所上升，覆盖能力仍较强。公司主业现金回笼能力强，2015-2017 年及 2018 年前三季度营业收入现金率为分别为 93.57%、115.71%、103.34% 和 111.33%，营业收现能力较强，对公司偿债能力有一定支持。

评级结论

目前 PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，行业竞争不断加剧，同质化竞争严重。行业内的大型企业均通过向上游行业扩张，以纵向一体化战略谋求市场优势地位。2017 年以来，行业景气度继续回升，行业盈利能力有所好转。

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。公司关联方担保规模较大，存在一定的或有损失风险。公司组织结构设置较合理，内部管理制度较齐全，有利于控制经营、投资、资金等管理环节的主要风险。

该公司已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构，市场地位显著。公司 PTA 产能位于全国前列，但国内 PTA 行业供过于求，PTA 毛利率维持低位。公司聚酯涤纶业务景气度逐步回升，供需格局改善，盈利能力提高。2016 年以来，得益于芳烃项目产能充分释放，公司盈利明显提升，经营压力有所缓解。在建的舟山大型炼化项目投资规模巨大，建成后将极大增强公司的市场地位及竞争优势，但目前公司面临很大的投融资压力。

该公司刚性债务规模快速上升，且债务期限结构不太合理，短期负债占比较高，进一步增加公司的流动性压力。但公司产品销售收现情况良好，收

入规模逐年增长并持有一定规模的货币资金，且交易性金融资产等易变现，能为到期债务偿付提供一定缓冲。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

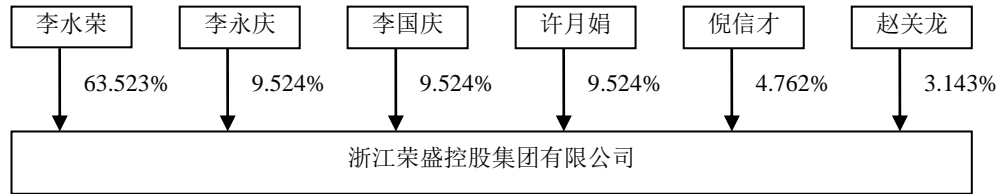
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

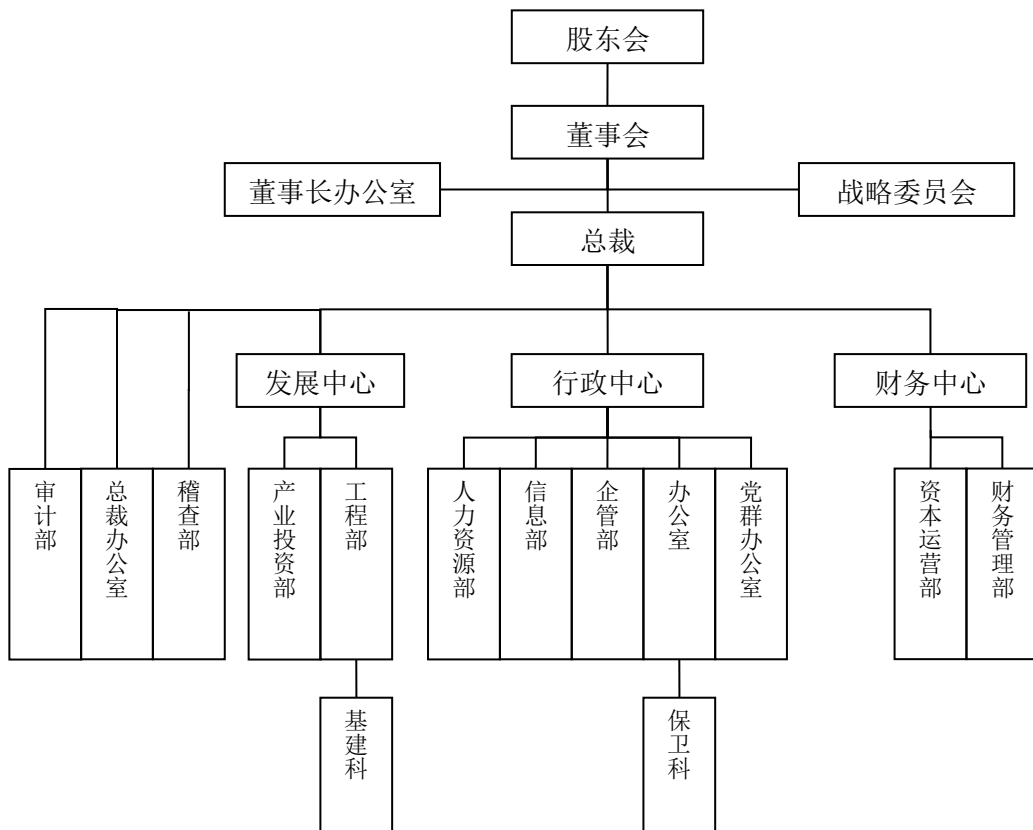
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	
浙江荣盛控股集团有限公司	荣盛控股	本级	—		407.52	285.56	795.54	21.42	51.21	
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	核心子公司	70.36	化纤产品的生产和销售	269.00	257.46	705.31	20.71	40.33	
宁波联合集团股份有限公司	宁波联合	核心子公司	29.08	房地产	10.90	26.96	70.69	5.56	1.23	

注：根据荣盛控股 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	570.59	627.91	811.91	1,317.20
货币资金 [亿元]	54.47	69.14	111.20	251.95
刚性债务[亿元]	321.63	336.81	407.52	729.51
所有者权益[亿元]	156.77	188.79	285.56	381.66
营业收入[亿元]	326.21	507.36	795.54	668.37
净利润[亿元]	4.62	19.04	21.42	20.41
EBITDA[亿元]	31.08	52.06	59.08	-
经营性现金净流入量[亿元]	1.12	41.51	51.21	24.37
投资性现金净流入量[亿元]	-30.20	-38.25	-174.35	-239.58
资产负债率[%]	72.53	69.93	64.83	71.02
权益资本与刚性债务比率[%]	48.74	56.05	70.07	52.32
流动比率[%]	74.07	94.48	77.08	89.46
现金比率[%]	18.69	26.72	32.33	42.49
利息保障倍数[倍]	1.14	2.09	2.20	-
担保比率[%]	33.16%	22.16%	14.69%	10.43%
营业周期[天]	125.47	83.85	49.90	71.96
毛利率[%]	8.68	10.99	6.46	7.47
营业利润率[%]	1.81	4.37	3.31	4.50
总资产报酬率[%]	3.88	6.27	5.93	-
净资产收益率[%]	3.27	11.02	9.03	-
净资产收益率*[%]	3.93	12.11	9.22	-
营业收入现金率[%]	93.57	115.71	103.34	111.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.34	12.42	14.34	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.38	0.76	-25.51	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.71	2.89	3.05	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.16	0.16	-

注：表中数据依据荣盛控股经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。