

荣盛石化股份有限公司
2019 年面向合格投资者
公开发行绿色公司债券（第一期）

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)010540】

评级对象: 荣盛石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券(第一期)

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA+

计划发行: 不超过 40 亿元(含)

本期发行: 不超过 6 亿元(含)

存续期限: 3 年

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 05 月 28 日

发行目的: 项目建设

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	11.04	2.31	4.26	4.65
刚性债务	38.42	74.99	64.34	72.53
所有者权益	83.99	86.77	146.05	146.27
经营性现金净流入量	-1.76	25.49	-0.78	10.81
合并口径数据及指标:				
总资产	406.41	620.54	1,214.15	1,328.18
总负债	258.61	363.08	856.36	957.73
刚性债务	215.14	269.00	643.43	784.53
所有者权益	147.80	257.46	357.79	370.45
营业收入	455.01	705.31	914.25	164.61
净利润	19.57	20.71	19.68	6.89
经营性现金净流入量	28.20	40.33	48.35	18.45
EBITDA	42.76	46.23	50.07	-
资产负债率[%]	63.63	58.51	70.53	72.11
权益资本与刚性债务 比率[%]	68.70	95.71	55.61	47.22
流动比率[%]	75.71	60.70	58.44	72.02
现金比率[%]	21.95	30.02	27.70	34.24
利息保障倍数[倍]	2.97	2.84	1.20	-
净资产收益率[%]	14.15	10.22	6.40	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	13.86	16.40	11.26	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.23	-47.10	-57.31	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.22	4.09	1.78	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.19	0.11	-

注: 根据荣盛石化经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

曹颖
胡颖

曹颖 qb@shxsj.com

胡颖 huying@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

主要优势:

- **市场地位显著。**荣盛石化目前 PTA 权益产能和聚酯涤纶产能均位于全国前列, 且保持了较高的开工率及产销率, 公司具有较显著的市场地位。
- **区域内上下游资源丰富。**荣盛石化 PTA 生产基地位于大连, 聚酯涤纶生产线位于浙江杭州萧山区, 周边地区上下游资源丰富, 公司业务发展具有一定的区位优势。
- **产业链完整。**荣盛石化产业链不断延伸, 已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构, 产业链的延长增强了公司的抗风险能力, 且提升了公司盈利能力。已部分投产的舟山炼化项目一期将使公司产业链向上游延伸, 逐步形成以石化、聚酯、纺丝、加弹为主业的更为完整的产业链, 有利于公司持续稳定发展。
- **融资渠道优势。**荣盛石化银行授信充足, 且作为上市公司, 融资渠道通畅。
- **营业收入规模大幅增加。**受化工产品价格上升及芳烃业务产能释放影响, 近年来荣盛石化营业收入迅速增加, 盈利能力显著提升。

主要风险/关注:

- **债务规模大, 负债率上升至较高水平。**荣盛石化已积聚了较多刚性债务, 虽然债务期限结构得到改善, 但短期刚性债务规模仍较大, 公司面临较大的流动性压力。
- **投资压力很大。**目前舟山炼化项目正处于建设阶段, 该项目投资规模巨大, 荣盛石化面临很大的投资压力。

- **石油价格波动风险。**芳烃、PTA 和聚酯涤纶的主要原料均为石油制品。在国际石油价格大幅波动的形势下，荣盛石化的盈利及现金流稳定性较弱。
- **盈利波动风险。**随着中金石化 200 万吨/年芳烃项目和舟山炼化项目一期的陆续建成投产，荣盛石化的在建工程将陆续转固，折旧将大幅增加，但新增产能释放需要一定时间，短期内或将影响公司的盈利水平。
- **汇率波动风险。**荣盛石化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。
- **安全生产风险。**PTA 及芳烃的生产具有易燃易爆等特点。尽管荣盛石化严格遵守安全生产准则，但仍存在一定的安全生产风险。

➤ 未来展望

通过对荣盛石化及其发行的本期债券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；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



荣盛石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者

公开发行绿色公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

荣盛石化股份有限公司（简称“荣盛石化”、“该公司”或“公司”）前身为 1995 年 9 月成立的萧山市荣盛纺织有限公司，系由李水荣、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，注册资本为 388.97 万元，李水荣为控股股东。2003 年 1 月，公司合并吸收荣翔化纤等五家子公司。2006 年 10 月，公司股东将所持 85% 股权转让给新成立的浙江荣盛控股集团有限公司（简称“荣盛控股”），并将聚酯涤纶业务以外的相关经营资产剥离至荣盛控股。成立以来，公司多次更名，直至 2007 年 9 月更为现名。2010 年 11 月 2 日，公司在深圳证券交易所成功上市（证券代码：002493）。上市后，公司多次增发股票及资本公积转增股本（具体见图表 1），实收资本持续增加，资本实力显著增强。截至 2019 年 3 月末，公司股本为 62.91 亿元，其中荣盛控股持有 65.39% 的股份。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末公司实收资本变更过程

时间	事件	期末实收资本
2011 年 4 月	将资本公积金人民币 5.56 亿元转增为实收资本	11.12 亿元
2015 年 9 月	将资本公积金人民币 11.12 亿元转增为实收资本	22.24 亿元
2015 年 4 月	非公开发行 4.63 亿股股票，其中募集资金 3.20 亿元计入实收资本	25.44 亿元
2017 年 5 月	将资本公积金人民币 12.72 亿元转增为实收资本	38.16 亿元
2018 年 4 月	将资本公积金人民币 19.08 亿元转增为实收资本	57.24 亿元
2018 年 4 月	非公开发行 5.67 亿股股票，其中募集资金 5.67 亿元计入实收资本	62.91 亿元

资料来源：荣盛石化

该公司主业涉及石化及化纤领域，核心业务为芳烃、PTA¹及聚酯涤纶的生产销售，已实现“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”的全产业链结构，PTA、聚酯（权益）产能排名居于全国前列，处于行业龙头地位。目前，公司控股子公司浙江石油化工有限公司（简称“浙石化”）在舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建设 4,000 万吨/年炼化一体化项目（简称“舟山炼化项目”），项目分二期建设，其中一期于近期将第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行。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。

¹ PTA：精对苯二甲酸，是聚酯涤纶产品的主要原料之一。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟向合格投资者公开发行绿色公司债券的议案已于 2018 年 3 月 26 日召开的第四届董事会第十四次会议审议通过，并于同年 4 月 20 日召开的股东大会表决通过。2018 年 11 月 22 日，经中国证监会[2018]1922 号文核准，公司获准公开发行不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）的绿色公司债券，公司拟分期发行。

该公司本期绿色公司债券拟发行额度不超过 6 亿元人民币（含 6 亿元），期限为 3 年，募集资金拟全部用于浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	荣盛石化股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行绿色公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 40 亿元人民币（含 40 亿元）
本期发行规模:	不超过 6 亿元人民币（含 6 亿元）
本期债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次偿还本金，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源：荣盛石化

该公司目前没有存续债券。

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

本期债券募集资金全部用于浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设。

图表 3. 本期债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
浙江石油化工有限公司 4,000 万吨/年炼化一体化项目	1、浙江省发改委（浙发改产业〔2017〕394 号） 2、环保部（环审〔2017〕45 号） 3、国家发改委（发改办产业〔2015〕320 号） 4、国家环保部（环审〔2016〕88 号） 5、浙江省发改委（浙发改产业〔2016〕500 号）	1,730.85	8.00

资料来源：荣盛石化

为贯彻落实“长江经济带”和“一带一路”等国家战略，开发建设浙江舟山群岛新区，提升浙江省及国内石化产业国际竞争力，促进国内石化产业和成品油市场结构调整，多产化学品、少产油品，增强芳烃、烯烃等基础石化原料的保障能力，扩大民营资本投资，打造“民营、绿色、国际、万亿、旗舰”的舟山石化基地，浙江省发改委核准批复了浙石化在舟山绿色石化基地（位于舟

山市岱山县大小鱼山岛及其周边围垦区)建设4,000万吨/年炼化一体化项目。项目建设单位为浙石化,总规模为4,000万吨/年炼油、800万吨/年对二甲苯、280万吨/年乙烯。项目分两期建设,每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年对二甲苯、140万吨/年乙烯及下游化工装置。项目总投资1,730.85亿元,其中项目一期投资901.56亿元,项目二期投资829.29亿元。

浙石化于2015年6月18日登记注册,初始注册资本为10亿元。2017年1月6日,浙石化股东会作出将注册资本增加至238.00亿元的决议。浙石化出资方中,该公司股权比例51%;浙江桐昆投资有限责任公司股权比例20%;浙江巨化投资有限公司股权比例20%;舟山海洋综合开发投资有限公司股权比例9%。浙石化的主营业务为:“石油制品炼制,化工产品及其石油制品的生产、销售、储运,原油进出口贸易,石油化工原辅材料和设备及其零部件销售(以上不含危险化学品及易制毒品);本企业的水、电销售;机械设备制造、安装;技术及信息的开发、咨询、服务;自营和代理货物和技术的进出口;码头装卸。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)”。

目前,浙石化项目手续齐全,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),相关土地证也已获得。

截至2019年3月末,一期项目已累计投资额约204.58亿元,目前已进入分步生产阶段,预计2019年第四季度完全投产,并滚动建设二期项目,预计2020年12月底二期完全建成。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,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正在变成现实,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;在这样的情况下,主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻,短期内经济增长下行压力较大,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行;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。

2019年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,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正在变成现实

实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。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；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，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协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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。人民币汇率稳中有升，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保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，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”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增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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。

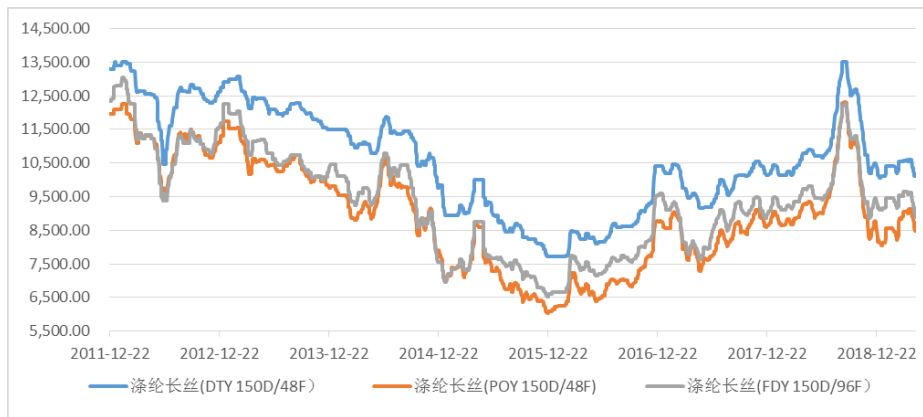
(2) 行业因素

目前PTA、涤纶长丝行业相互渗透，相关产能增速较快，市场竞争不断加剧，且同质化竞争严重，短期内下游纺织服装需求增长或较为有限。行业内的大型涤纶长丝企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，未来PX利润将向下游转移。2018年以来涤纶长丝产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

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，随着行业供需格局的改善，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9月POY、DTY和FDY价格最高分别达12,325元/吨、13,500元/吨和12,250元/吨。2018年第四季度受原油价格下跌影响，涤纶长丝价格快速回落，于2019年初企稳后，呈现窄幅震荡。

图表 4. 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

2018 年以来涤纶长丝行业开工率保持高位，特别是直纺长丝旺季开工率超过 90%，淡季开工率也保持在 80% 以上。2016-2018 年我国涤纶纤维产量分别为 3,959.00 万吨、3,934.26 万吨和 4,014.87 万吨。总的来看，涤纶纤维行业的产量变化不大，行业供给较为稳定。

民用涤纶长丝下游需求主要为服装、产业用纺织品和装饰领域纺织品，其中纺织服装占比最高；销售市场以国内为主，直接出口仅占产量的 5% 左右。棉花价格及终端消费的起伏影响涤纶长丝的需求，具有一定的周期波动。2009-2011 年受益于出口提升，我国纺织服装行业景气度走高，随后由于产能集中投放及下游需求放缓，纺织服装行业进入结构深度调整期，纺织服装行业工业增加值同比增长由 2011 年的高点 15.60% 下滑至 2016 年的 3.80%，2017 年以来，该增速有所回升，2017-2018 年分别为 5.80% 和 4.40%。出口方面，2016-2018 年纺织业出口交货值分别为 3,654.90 亿元、3,445.20 亿元和 3,076.30 亿元，2019 年 1-3 月，我国纺织业出口交货值为 708.90 亿元（上年同期为 715.50 亿元），较上年同期有所下滑。总的来看，短期内纺织服装需求增长或较为有限，民用涤纶长丝行业下游需求总体较为平稳。

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），约 0.855 吨的 PTA 和 0.335 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET（聚对苯二甲酸），PTA、MEG 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。2011 年以前，我国 PTA 供不应求，对国外依存度很高。2012-2014 年行业大规模产能扩张，下游需求走弱，使得 PTA 行业产能过剩，行业开工率降低，PTA 价格下滑。2015 年以来，随着环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰²，新增产能有所放缓（2018 年无新增产能），与此同时，下游聚酯产能增长，为 PTA 提供强有力的需求支撑，PTA 供需结构好转。2017 年下半年起，整个行业库存下降，供需呈现紧平衡格局。从 PTA 价格走势看，2015-2016 年 PTA 价格基本在 4,000~5,000 元/吨运行，除了 2015

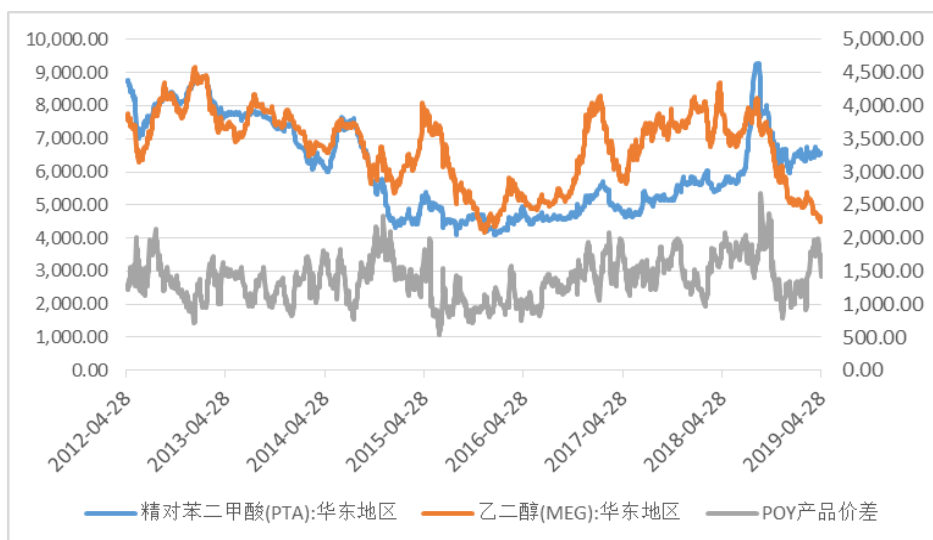
² 2015 年绍兴远东石化有限公司因长时间亏损严重，最终宣布破产重组，320 万吨/年的装置全部停产，古雷腾龙芳烃（漳州）有限公司 PX 工厂发生爆炸，导致翔鹭石化股份有限公司 450 万吨/年的 PTA 装置停产。

年4月中旬价格突破5,000元/吨后,至5月中旬价格又回落至5,000元/吨之下。2016年12月下旬,PTA价格突破5,000元/吨,达5,265元/吨;2017年以来,PTA价格除季节因素二季度相对较为低迷(低于5,000元/吨),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,2018年四季度以来,受原油价格下跌、聚酯企业减产,PTA价格由高位回落至2019年4月的6,500元/吨左右。

我国是全球最大的MEG生产国和消费国,2010年以前我国MEG的生产主要采用石油制,由于国内原油资源短缺,MEG对外依存度高。随着我国大力推广煤制MEG,我国MEG产量稳步增长,对外依存度由2012年的70%以下降至2018年的60%左右。但由于煤制MEG在工艺上存在缺陷,生产连续稳定性较差,开工率较低,目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位,所以我国MEG的对外依存度仍较高。2018年MEG累计进口量达980.24万吨,同比增长12.03%,较2017年减少3.79个百分点。2016年11月以来,我国华东地区MEG市场价(中间价)与PTA的价差基本保持在1000元/吨以上,然而至2018年8月,两者之间的价差逐步缩减,此后PTA价格超过MEG,主要是由于2018年三季度煤制新产能集中投产,库存不断累积,MEG价格快速下行,从2018年初的7,760元/吨降至2019年4月的4,600元/吨。

涤纶长丝与PTA的价格变化基本同步,从POY产品价差³来看,2018年伴随着PTA价格冲高回落以及MEG价格下滑,价差突破2,000元/吨,最高涨至2,683.85元/吨。但随后由于缺乏原材料价格支撑以及下游需求疲软,价差回落至2019年4月的1,600元/吨。POY产品价差的大幅波动,对单一生产涤纶长丝的企业盈利带来一定的负面影响。

图表 5. 上游核心原料PTA和MEG价格走势及(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0.655吨PX。截至2018年末,我国PX产能约为1,393万吨/年,全年装置平均开工率为

³ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

75.91%，较上年提升 6.6 个百分点。由于聚酯需求增长、PTA 开工率上升，当年 PX 需求增长，进口依存度小幅上升。国家“十三五”规划中制定有“至 2020 年将 PX 自给率将提高至 65%-70%”的战略目标。近年来 PX 项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游 PTA 民营企业加速向上游扩张。预计 2019-2021 年国内 PX 新建及改扩建项目达到 18 个左右，新增产能 3,070 万吨/年。2019 年将是我国 PX 的产能集中释放期。截至 2019 年 3 月末，恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）450 万吨/年 PX 产能，已经成功投放了 225 万吨/年的生产线。另外，恒逸石化股份有限公司（简称“恒逸石化”）位于文莱的 PX 一期 150 万吨产能、中化弘润石油化工有限公司位于潍坊的 80 万吨产能、中国石油化工集团公司海南炼化二期 100 万吨产能、该公司浙石化一期 400 万吨、东营联合石化有限责任公司一期 100 万吨、中国海洋石油集团有限公司惠州炼化二期 80 万吨，均计划在 2019 年底前试车投产。如果一切进展顺利，2019 年底我国 PX 新增产能将在 1,000 万吨以上。

图表 6. 近年我国 PX 进口概况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
PX 进口量（万吨）	1,236.14	1,443.82	1,590.51
表观消费量（万吨）	2,170.48	2,440.32	2,613.34
进口依赖度（%）	56.95	59.17	60.86

资料来源：Wind 资讯

随着我国产能投放加速，PX 对外依存度将有所下降，PX 利润空间或有所收窄。PTA-0.655PX 价差⁴自 2017 年四季度起不断扩大，未来 PX 利润将向下游转移。

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 月工信部编制发布的《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。

⁴每吨 PTA 消耗 PX0.655 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

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有限公司等在涤纶长丝的技术、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。恒逸石化、桐昆集团股份有限公司（简称“桐昆股份”）该公司、恒力股份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。

目前国内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。桐昆股份和恒逸石化 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；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 7. 行业内核心样本企业 2018 年基本数据概览（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	914.25	5.83	合计 901.18		261.05	1,214.15	70.53	19.68	48.35
恒逸石化	849.48	3.91	—	496.33	333.18	596.25	62.66	22.43	16.75
恒力股份	600.67	12.74	—	697.72	245.16	1,252.42	77.72	34.02	41.31
桐昆股份	416.01	11.68	—	1.93	471.70	346.61	53.46	21.31	24.26
新凤鸣	326.59	9.08	—	—	314.25	171.69	51.99	14.23	9.79
东方盛虹	184.40	13.80	—	—	164.88	218.69	40.75	8.47	13.88

资料来源：新世纪评级整理，数据来源于各家上市公司 2018 年年报。

注：核心样本主要为行业内的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向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的影响；（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的影响；（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，国内 PTA 行业经历去产增效后景气度有所回升，PTA 毛利率平稳增长。公司聚酯涤纶业务供需结构有所改善，然而受行业景气度影响，毛利率总体下降。在建的舟山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，随着行业景气度的回升，该公司营业收入快速增长，2016-2018 年及 2019 年第一季度公司营业收入分别为 455.01 亿元、705.31 亿元、914.25 亿元和 164.61 亿元。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 58.69% 至 455.01 亿元。2017 年以来原油价格显著上升，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。2018 年公司主要产品价格延续了上年上涨的趋势，但涨幅趋缓，当年公司营业收入同比增长 29.62%，增幅比上年下降 25.39 个百分点。芳烃、PTA 及聚酯涤纶业务为公司的核心业务，2018 年上述三大产品收入占营业收入的比重分别为 20.87%、24.22% 和 9.97%。化工品贸易虽然收入大，但由于毛利率很低，对公司盈利贡献小。2019 年第一季度，公司营收结构未发生大变化，毛利率较年初下降 0.54%，主要系原材料原油价格上升所致。

图表 8. 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

资料来源：荣盛石化

该公司非核心业务主要是化工品贸易，包括 PTA、燃油等其他相关原料贸易。2017 年以前公司将 PTA 贸易收入计入 PTA 业务收入中，2017 年起公司将 PTA 贸易收入计入化工品贸易收入中，导致 2017 年和 2018 年化工品贸易收入大幅增加。2016-2018 年及 2019 年第一季度公司化工品贸易收入分别为 53.70 亿元、283.65 亿元、389.89 亿元和 40.49 亿元。2018 年化工品贸易收入中 PTA 贸易收入为 221.44 亿元，占比约 56.80%。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
营业收入合计		455.01	705.31	914.25	164.61
其中：核心业务营业收入	金额	450.58	698.98	893.26	159.84
	占比	99.03	99.10	97.70	97.10

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
其中：(1) 芳烃	金额	114.77	142.27	190.77	48.04
	占比	25.47	20.35	20.87	29.18
(2) PTA	金额	213.03	191.96	221.44	52.26
	占比	47.28	27.46	24.22	31.75
(3) 聚酯涤纶	金额	69.08	81.10	91.17	19.04
	占比	15.33	11.60	9.97	11.57
(4) 化工品贸易	金额	53.70	283.65	389.89	40.49
	占比	11.92	40.58	42.65	24.60
毛利率 (%)		10.34	5.41	5.83	5.29
其中：(1) 芳烃		28.24	12.88	12.80	10.05
(2) PTA		3.48	3.73	7.47	4.58
(3) 聚酯涤纶		9.38	12.50	7.40	4.18
(4) 化工品贸易		0.48	0.86	0.55	0.06

资料来源：荣盛石化

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 9 月中金石化芳烃项目建成投产。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司芳烃产量分别为 178.93 万吨、174.75 万吨、204.03 万吨和 50.83 万吨，同期没有自用量，外销量分别为 174.05 万吨、178.18 万吨、205.36 万吨和 51.31 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，同期分别为 97.27%、104.31%、99.66% 和 100.94%。

图表 10. 2016 年以来芳烃业务产销情况

芳烃	折合产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率	自用 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
2016 年	200	178.93	89.46%	0	174.05	97.27%
2017 年	200	174.75	87.38%	0	178.18	104.31%
2018 年	200	204.03	102.02%	0	205.36	99.66%
2019 年 1-3 月	200	50.83	101.64%	0	51.31	100.94%

资料来源：荣盛石化

该公司芳烃主要销售给浙江逸盛石化有限公司和中国石化化工销售有限公司华东分公司，价格依据市场价格确定。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司芳烃实现销售收入 114.77 亿元、142.27 亿元、190.77 亿元和 48.04 亿元，毛利率分别为 28.24%、12.88%、12.80% 和 10.05%。由于国内芳烃供不应求，行业集中度高，芳烃业务产销率维持在较高水平。但是 2017 年以来由于原油价格上涨，芳烃业务成本攀升，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 的生产集中于子公司逸盛大化。截至 2019 年 3 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（截至 2019 年 3 月末公司持有以上两者股权比例分别为 16.07%和 42.50%）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，PTA 业务收入波动较大，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 213.03 亿元、191.96 亿元、221.44 亿元和 52.26 亿元。

图表 11. 公司 PTA 产销情况（单位：万吨）

PTA	年产能	产量	产能利用率	自用	销量	产销率 ⁵
2016 年	600	567.81	94.64%	87.53	537.41	110.06%
2017 年	600	571.54	95.26%	114.17	439.54	96.88%
2018 年	600	532.62	88.77%	132.68	397.79	99.60%
2019 年 1-3 月	600	120.30	80.20%	26.85	93.38	99.94%

资料来源：荣盛石化

该公司 PTA 生产线运行良好，产能利用率保持在 80%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 年起，PTA 贸易量不再计入销量中，导致产销率出现下滑。公司自产的 PTA 销售以外销为主，自用 PTA（用于进一步加工成聚酯产品）的规模较小，但近三年呈逐年上升趋势，2018 年自用比例已达到 24.91%。总的看，公司 PTA 产销率高。

外销部分，该公司前五大客户合计销量约为 PTA 总销售量的 44.36%。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，货款结算主要采用款到发货的方式。2017 年以来，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明显上升。

图表 12. 2018 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）
上海纺投贸易有限公司	243,542.02	48.95	4,974.84
升华集团控股有限公司	229,054.69	35.91	6,378.58
浙江华瑞集团有限公司	183,151.68	33.10	5,532.46
厦门建发轻工有限公司	151,648.59	29.89	5,073.90
航天长城贸易有限公司	159,468.02	28.61	5,573.43

资料来源：荣盛石化

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。近三年一期，公司 PTA 业务毛利率分别为 3.48%、3.73%、7.47%和 4.58%。2016 年以来行业内落后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

⁵ 包括自用和外销。

利能力有所改善。2018 年 PTA 价格继续上扬，毛利率大幅上升至 7.47%。2019 年第一季度，受原材料市场原油价格影响，PTA 价格下降，毛利率回落。

C. 聚酯涤纶

该公司聚酯涤纶产品的生产集中于本部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（本部 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. 2018 年公司化纤产品产销情况（单位：万吨、亿元）

产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	1,03.67	85.21	17.75	13.15	15.54%
POY	37.08	36.01	1.01	0.72	-51.13%
FDY	48.22	-	47.59	41.84	8.79%
DTY	36.35	-	36.10	35.47	19.04%

资料来源：荣盛石化

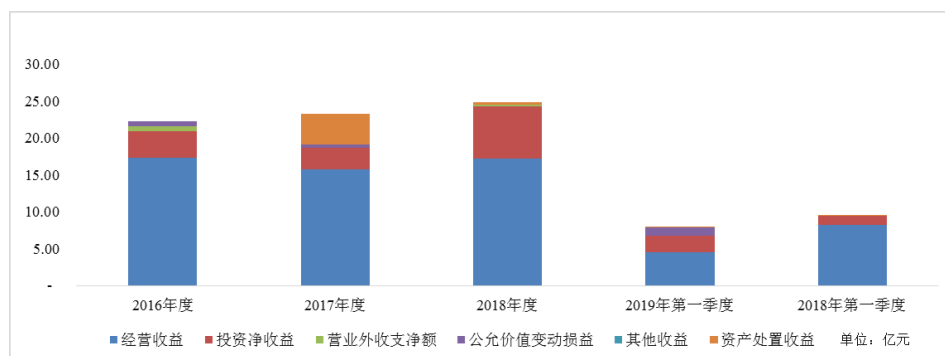
该公司聚酯涤纶产品的主要原料之一 PTA 主要由子公司逸盛大化和联营企业浙江逸盛提供。2018 年度，公司分别从逸盛大化和浙江逸盛采购 PTA 132.68 万吨和 29.70 万吨，金额（去税，下同）分别为 71.49 亿元和 15.96 亿元。聚酯涤纶产品的另一种主要原料 MEG 主要从沙伯亚太有限公司（简称“沙伯亚太”）采购，2018 年公司 MEG 采购量为 59.01 万吨，采购金额为 36.38 亿元，其中采购自沙伯亚太 13.48 万吨，金额为 8.02 亿元。

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；经销结算模式为款到发货。

随着行业内新产能投放减少、落后产能退出，行业供需情况显著改善，该公司聚酯产品毛利率升至 2017 年的 12.50%。2018 年，公司聚酯涤纶销量大幅增长，带动业务收入同比增长 12.42% 至 91.17 亿元，然而受行业景气度影响，产品价格下滑，当期毛利率仅为 7.40%。2019 年第一季度聚酯涤纶业务实现收入 19.04 亿元，由于缺乏原材料价格支撑以及下游需求疲软致产品价格下行，当期毛利率降至 4.18%。

(2) 盈利性

图表 14. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据荣盛石化所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-非经营性收益

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。近年公司经营收益较为稳定, 2016-2018 年和 2019 年第一季度分别为 17.36 亿元、15.69 亿元、17.23 亿元和 4.51 亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	455.01	705.31	914.25	164.61
毛利率 (%)	10.34	5.41	5.83	5.29
毛利 (亿元)	47.04	38.17	53.27	8.70
其中: 芳烃 (亿元)	32.41	18.32	24.42	4.83
PTA (亿元)	7.41	7.16	16.53	2.39
聚酯 (亿元)	6.48	10.14	6.75	0.80
化工品贸易 (亿元)	0.26	2.44	2.14	0.02
期间费用率 (%)	5.65	2.84	3.69	2.47
其中: 财务费用率 (%)	2.78	0.60	1.46	-0.07
全年利息支出总额 (亿元)	10.13	11.31	28.21	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	2.39	2.45	17.41	-

资料来源: 根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司近三年一期期间费用分别为 25.71 亿元、20.00 亿元、33.71 亿元和 4.07 亿元。其中管理费用增长较快, 近三年复合增长率为 43.41%, 主要是研发投入和职工薪酬迅速增加。近年来, 公司银行借款规模持续扩大, 尤其是舟山炼化项目开工后⁶, 导致 2018 年公司财务费用规模增幅显著。公司销售费用持续上涨, 2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 4.31 亿元、5.03 亿元、7.40 亿元和 1.88 亿元。

⁶ 项目融资到款相对集中, 而建设投入较均衡, 导致部分借款在没有投入项目前利息费用化。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	3.60	3.01	7.06	2.24
其中：联营企业（亿元）	1.00	2.15	5.37	1.94
期货及远期外汇（亿元）	2.15	0.48	1.29	0.22
委托贷款收益（亿元）	0.40	0.37	0.35	0.08
营业外收入 ⁷ （亿元）	0.73	4.18	2.28	0.07
其中：政府补助（亿元）	0.71	4.17	1.89	0.14
公允价值变动损益（亿元）	0.77	0.36	-3.40	1.11
其中：期货及远期外汇（亿元）	0.77	0.36	-3.40	1.11

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

2016-2018 年和 2019 年第一季度该公司投资净收益分别为 3.60 亿元、3.01 亿元、7.06 亿元和 2.24 亿元，主要来自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。2018 年因金融资产和金融负债价值变动导致公允价值变动损失 3.40 亿元。2016-2018 年和 2019 年第一季度，公司营业外收入分别为 0.73 亿元、4.18 亿元、2.28 亿元和 0.07 亿元，主要是政府补助，其中 2017 年政府补助金额较大，主要系收到宁波浙石化经济技术开发区管理委员会 3.81 亿元财政扶持资金。

总体来看，该公司整体盈利能力较好，2016-2018 年和 2019 年第一季度公司净利润分别为 19.57 亿元、20.71 亿元、19.68 亿元和 6.89 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

2017 年起，该公司投资重点主要是在舟山岱山县鱼山岛的绿色石化基地建设的 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。项目建设主体为子公司浙石化，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。截至 2018 年末，一期项目已投资 479.05 亿元左右，目前已进入试生产阶段，预计 2019 年第四季度完全投产，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，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，期限为 12 年，于 2018 年 7 月签订银团贷款合同⁸；项目二期

⁷ 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。

⁸ 浙石化作为借款人与国家开发银行、中国进出口银行浙江省分行、中国工商银行股份有限公司浙江省分行、中国银行股份有限公司浙江省分行、中国建设银行股份有限公司舟山分行、

的银团贷款正在洽谈中，预计融资规模不小于一期。权益融资方面，公司非公开发行股票事宜于 2018 年 4 月完成，募集资金净额 59.59 亿元，全部用于舟山炼化项目一期；2019 年非公开发行股票的申请材料于 2019 年 5 月 10 日获证监会受理，此次非公开发行股份数量不超过 60,000 万股（含 60,000 万股），亦不超过发行前公司总股本的 20%，募集资金总额不超过 80 亿元，扣除发行费用后将全部用于舟山炼化项目二期。

图表 17. 截至 2018 年末主要在建项目投融资规划（单位：亿元，%）

项目名称	总投资	已投资	建设进度	投资规划		
				2019 年	2020 年	2021 年
浙石化工 4000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56	479.05	53.00	269.00	152.50	-
中金石化 200 万吨/年芳烃项目	124.81	120.21	96.00	2.60	2.00	-
浙石化工 4000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29	17.37	2.00	258.00	277.50	180.00
合计	1,855.66	616.63	-	529.60	432.00	180.00

资料来源：荣盛石化

该公司还有一些在建项目，如合成气综合利用技改项目、年产 20 万吨差别化纤维技改项目等，预算投资规模不大，且大部分已接近完成，后续投资规模较小。

另外，根据该公司 2017 年 9 月 29 日发布的公告，浙石化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%，目前实缴资本 10.00 亿元。浙石油经营范围涉及原油、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具有较强的政策壁垒，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。截至 2018 年末，浙石化对浙石油股权投资 3.77 亿元。

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。由于业务及资金往来所需，公司关联交易规模较大。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。

中国邮政储蓄银行股份有限公司浙江省分行、上海浦东发展银行股份有限公司舟山分行、中国民生银行股份有限公司杭州分行及广发银行股份有限公司宁波分行共 9 家银行组成的项目银团签署《银团贷款合同》，项目银团同意向借款人提供等值人民币 607 亿元或等值外币。该公司对主债务的 51% 提供担保，其他股东根据股权比例对主债务提供相应担保。项目建成后，借款人浙石化以项目建成资产提供抵押担保，包括但不限于建设工程竣工验收合格后，以届时形成的土地使用权、地上建筑物以及本项目设备提供抵押担保。

(1) 产权关系

该公司为民营企业，控股股东为荣盛控股，实际控制人为李水荣先生。截至 2019 年 3 月末，荣盛控股持有公司 65.46% 的股权，李水荣先生持有荣盛控股 62.89% 的股权，直接持有公司 6.82% 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，以上三个自然人共计直接持有公司股份为 3.06%。截至 2019 年 3 月末，公司股票不存在被控股股东和实际控制人质押的情况。公司产权状况详见附录一。

2018 年末，荣盛控股经审计的合并口径资产总额为 1214.15 亿元，所有者权益为 357.79 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 209.32 亿元）；2018 年度实现营业收入 914.25 亿元，实现净利润 19.68 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 16.08 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 48.35 亿元。公司是荣盛控股的核心子公司。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为关联采购或销售、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”）和浙江荣通物流有限公司（简称“荣通物流”）采购 PTA 及运输服务。公司关联销售主要向浙江逸盛销售芳烃及向杭州博佳化纤原料有限公司销售涤纶丝等。2018 年公司关联购销金额分别为 22.84 亿元和 106.54 亿元。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。

图表 18. 2018 年末公司主要应收及应付关联方款项余额

科目	产生原因	金额（万元）
其他应收款	向关联方提供委托贷款	65,000.00
预付账款	向关联方采购仓储服务费用	1,784.52
应付账款	向关联方采购商品或服务	428,376.89
预收账款	向关联方销售商品或服务	9,718.88
其他应付款	关联方提供资金拆借	156,443.92

注：根据荣盛石化 2018 年度审计报告绘制

该公司与关联方有一定规模的资金往来，2017 年末子公司逸盛大化对海南逸盛提供委托贷款 8.00 亿元，采用固定利率 4.785% 按季计息，截至 2018 年剩余 6.50 亿元，经公司单项测试该款项收回不存在风险。2018 年，荣盛控股向公司提供资金 11.12 亿元，年末合计本息 11.47 亿元。此外，2018 年 9 月公司受让关联方浙江荣盛控股集团有限公司持有的浙江永盛薄膜科技有限公司及浙江聚兴化纤有限公司各 70% 股权，交易对价合计 6.08 亿元，上述企业列入公司合并范围内。

2018 年末该公司为关联方提供担保金额为 6.08 亿元人民币，被担保对象为参股企业海南逸盛。海南逸盛的主营业务为 PTA 的生产，目前整体经营状况正常。总体而言，公司关联担保的代偿风险较小。

(3) 公司治理

该公司按《公司法》和《证券法》及其他有关规定，制订了《公司章程》，并设股东大会、董事会和监事会，就其人员构成、职权、选聘程序和议事规则作出了明确规定。

该公司的股东大会是公司最高权力机构，董事会对股东大会负责；董事会由九名董事组成，设董事长一名，独立董事三名。监事会由三名监事组成，设监事会主席一名，由监事会选举产生。公司按照《公司章程》的规定，独立开展经营活动，控股股东通过股东大会依法行使自己的权利。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据经营需要设置了多个职能部门。公司各部门之间职责划分明确，在业务开展中既能保持应有的独立性，也能分工合作，机构设置基本满足现阶段的经营管理需要。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司有一套较完整的内部控制制度，明确了对控股子公司、关联交易、重大投资和信息披露的内部管理。

在控股子公司管理方面，该公司制订了《子公司重大事项报告制度》，明确了重大信息的范围、重大内部信息的报告责任，规定了内部重大信息报告程序。控股子公司总经理为重大事项报告的负责人，本部董事会秘书或证券事务代表为公司信息联络人。

在关联交易管理方面，该公司制订了《关联交易管理制度》，明确了关联交易决策程序和管理职责与分工，能够维护公司、公司股东和债权人的合法利益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公正、公开的原则。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资决策方面，该公司规定了对外、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。

在资金管理方面，该公司制订了《防范控股股东及关联方占用公司资金专项制度》，明确了岗位职责、具体实施、责任追究及处罚措施等细则，能有效防止控股股东及关联方占用公司资金。

(4) 不良行为记录

不良行为记录方面，该公司子公司逸盛大化于 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。

根据该公司 2019 年 4 月 24 日查询的《企业信用报告》所载，公司近三年内无不良信贷记录。于 2019 年 5 月 20 日查询国家企业信用信息公示系统显示，公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单、无重大失信违法处罚信息。

财务

该公司为建设浙石化项目，近年来刚性债务规模快速上升，目前资产负债率处于偏高水平，但债务期限结构持续得到改善，即期偿债压力可控。公司经营现金流情况良好，持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供一定缓冲。未来，随着舟山炼化项目的推进，公司仍面临较大的资本支出压力。

1. 数据与调整

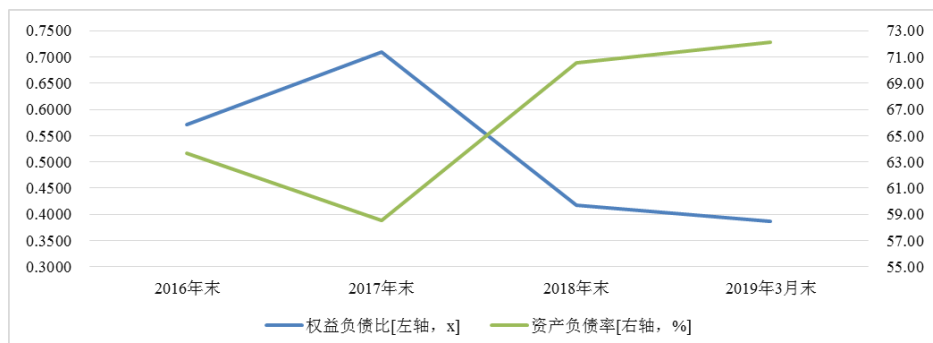
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

截至 2018 年末，该公司合并范围注销 1 家子公司，新增永盛科技、聚兴化纤 2 家子公司，二者均由荣盛控股转出，相关资产转让价格合计 2.12 亿元。截至 2018 年末，公司合并范围包括子公司 21 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

近年来，该公司资产负债率水平呈现波动的态势，2016-2018 年末及 2019

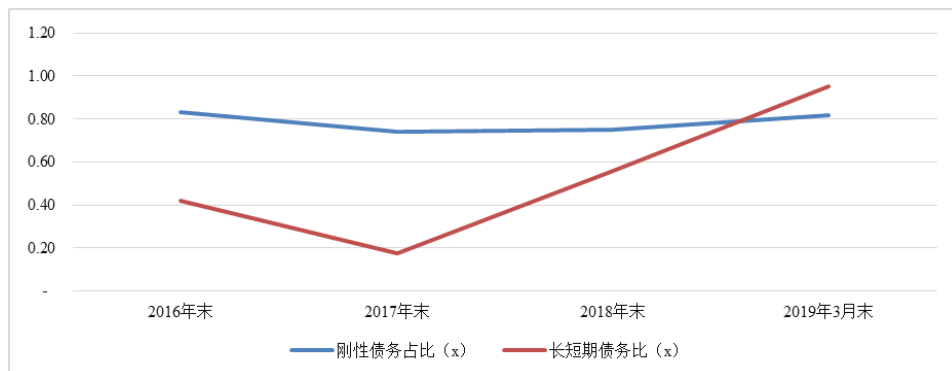
年3月末分别为63.63%、58.51%、70.53%和72.11%，呈整体上涨趋势。2017年控股子公司浙石化大幅增资，少数股东权益显著增长，带动当年末资产负债率下降；2018年，舟山炼化项目投入建设，对外融资规模扩张，导致年末资产负债率大幅上升。

近年来该公司多次定向增发，同时公司经营效益较较好，权益资本实力持续增强，所有者权益由2016年末的144.80亿元增至2018年末的357.79亿元。2018年，公司非公开发行567,107,750股，募集资金总额60.00亿元，扣除发行费用后募集资金净额为59.59亿元（其中新增注册资本5.67亿元，资本公积53.92亿元），用于浙石化舟山炼化项目。2019年第一季度，公司所有者权益为370.45亿元，较年初上涨3.54%。

由于建设中的舟山炼化项目投资规模大，未来两、三年该公司融资需求仍将继续扩大，债务规模或将持续上升。但作为上市公司，公司融资渠道通畅，2019年非公开发行股票的申请材料已获证监会受理，计划募集资金不超过80亿元，可提升公司的自有资本实力，部分满足公司的融资需求。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	215.14	269.00	643.43	784.53
应付账款 (亿元)	29.11	61.71	177.19	135.61
预收账款 (亿元)	9.98	9.05	6.75	6.99
其他应付款 (亿元)	0.24	25.51	18.63	8.07
刚性债务占比 (%)	83.19	72.44	75.13	81.92
应付账款占比 (%)	11.26	16.62	20.69	14.16
预收账款占比 (%)	3.86	2.44	0.79	0.73
其他应付款占比 (%)	0.09	6.87	2.18	0.18

资料来源：根据荣盛石化所提供数据绘制。

该公司债务结构波动较大，2016-2018年及2019年3月末长短期债务比分别为41.73%、16.91%、55.82%和95.28%。2017年，公司短期借款显著增加，导致债务短期化；2018年，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，当年公司下属子公司浙石化新增长期借款 213.19 亿元，债务期限结构逐步改善。2019 年公司长期借款较年初新增 160.37 亿元，长短期债务比继续提升。

该公司负债结构以刚性债务为主，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 83.19%、72.44%、75.13%和 81.92%。除此之外，应付账款和其他应付款比重也较大。2018 年末应付账款较上年末大幅增加 115.48 亿元至 177.19 亿元，一方面系应付材料采购款随价格上涨支出增大；另一方面系舟山炼化项目相关的设备购置款。2018 年末其他应付款为 18.63 亿元，其中 16.83 亿元系与荣盛控股的往来款。2019 年 3 月末，随着款项的支付，应付账款及其他应付款分别下降至 135.61 亿元和 8.07 亿元。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	141.10	217.56	340.17	320.90
其中：短期借款	78.03	173.46	250.30	223.99
一年内到期非流动负债	22.73	23.17	37.10	37.10
应付票据	38.75	19.02	48.00	57.04
交易性金融负债	1.16	1.52	3.53	1.54
其他短期刚性债务	0.43	0.39	1.23	1.23
中长期刚性债务合计	74.04	51.45	303.26	463.63
其中：长期借款	65.58	51.45	303.26	463.63
应付债券	8.47	-	-	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司刚性债务规模逐年扩大，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，刚性债务总额分别为 215.14 亿元、269.00 亿元、643.43 亿元和 784.53 亿元，其中短期刚性债务分别为 141.10 亿元、217.56 亿元、340.17 亿元和 320.90 亿元。因舟山炼化项目借款到账，公司债务结构发生转变，中长期债务占比逐渐提高，2019 年 3 月末其规模超过短期债务规模。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。2018 年末，短期借款及一年内到期的非流动负债分别为 250.30 亿元和 37.10 亿元，以保证借款为主，较上年末分别增长 44.30%和 60.12%，主要系公司生产规模扩大流动资金贷款需求增加；另外短期借款中有 89.32 亿元为美元借款，面临一定的汇兑损益风险；应付票据为 48.00 亿元，较上年末增长 152.32%，近三年应付票据余额先下降后上升，各期末波动较大，主要与票据到期时间有关。2019 年 3 月末，公司短期刚性债务较年初下降 19.27 亿元，其中短期借款下降 26.31 亿元，应付票据增加 9.04 亿元。

2016-2018 年末，该公司中长期刚性债务分别为 74.04 亿元、51.45 亿元和 303.26 亿元，以长期借款为主。2017 年由于“14 荣盛债”到期偿付，应付

债券降至 0。2018 年末长期借款为 303.26 亿元，较上年末增长 489.46%，主要由 28.69 亿元抵押借款构成，系公司下属子公司浙石化为舟山炼化项目一期建设新增长期借款 213.19 亿元，中长期刚性债务规模大幅增加。2019 年 3 月末，公司中长期刚性债务规模进一步增加至 463.63 亿元，长期借款较年初大幅增长 52.88%。

截至 2018 年末，该公司银行借款合计 590.67 亿元，借款期限结构分布较为平均，利率区间以 4%-6% 为主。

图表 22. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：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	6.48	-	0.50	1.00	0.50
3%~4%（不含 4%）	18.19	5.49	0.38	1.52	0.38
4%~5%（不含 5%）	238.83	17.84	17.94	19.45	-
5%~6%（不含 6%）	5.66	10.96	-	-	245.54
合计	269.16	34.29	18.82	21.97	246.42

资料来源：荣盛石化。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	23.98	21.01	27.43	-
营业收入现金率（%）	114.79	106.66	107.48	145.77
业务现金收支净额（亿元）	30.75	38.38	60.79	25.00
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.54	1.95	-12.44	-6.55
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	28.20	40.33	48.35	18.45
EBITDA（亿元）	42.76	46.23	50.07	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.19	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.22	4.09	1.78	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

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。

该公司产品主要采用款到发货的结算方式，公司整体资金回笼情况良好，2016~2018 年及 2019 年第一季度公司营业收入现金率分别为 114.79%、106.66%、107.48%和 145.77%。

近年来该公司经营活动产生的现金净流量稳定增长，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别为 28.20 亿元、40.33 亿元、48.35 亿元和 18.45 亿元。2016 年，中金石化芳烃业务复产，营业收入和经营性现金流迅速积累。2017 年，

聚酯行业景气度提升，公司主导产品量价齐升，经营性现金流迅速积累。2018 年下游聚酯行业景气度进一步提升，PTA、芳烃等产品销量持续增加，经营性现金流净额较上年增加 17.67%。

2016~2018 年，该公司盈利情况向好，EBITDA 分别为 42.76 亿元、47.07 亿元和 50.07 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，2018 年末三者占比分别为 45.81%、21.57%和 31.48%。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，目前已累积较大的刚性债务规模，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 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.29	-31.25	-9.56	1.23
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	-24.28	-149.82	-371.69	-144.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.79	-5.65	-16.53	11.01
投资环节产生的现金流量净额	-28.79	-186.73	-397.78	-132.15

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

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。2016-2018 年度及 2019 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-28.79 亿元、-186.73 亿元、-397.78 亿元和-132.15 亿元。2016 年以中金石化投入为主，2017 年以来舟山炼化项目一期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，公司投资方向将以舟山炼化项目二期为主，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 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-6.79	75.44	65.63	-2.29
债务类净融资额	15.93	94.94	324.36	138.86
筹资环节产生的现金流量净额	9.14	170.38	389.99	136.57

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

为弥补集中投资造成的现金缺口，该公司主要通过权益和债务融资渠道筹集资金。2016-2018 年度及 2019 年第一季度，公司筹资环节现金净流入分别为 9.14 亿元、170.38 亿元、389.99 亿元和 136.57 亿元。2016 年整体融资规模较小，且以债务融资方式为主；2017 年筹资活动净现金流大幅增加，主要是因为舟山炼化项目主体浙石化吸收少数股东投资；2018 年公司增发股票

现金流入，同时舟山炼化项目银行借款增加。未来3年，公司资金缺口仍将维持高位，融资方式仍将为债务融资及权益融资相结合。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	138.14	187.77	321.17	353.20
	33.99	30.26	26.45	26.59
其中：货币资金（亿元）	34.13	81.67	148.53	167.56
预付款项（亿元）	28.33	16.62	31.53	38.37
其他应收款（亿元）	18.64	15.18	13.71	23.36
存货（亿元）	24.60	43.08	65.02	58.62
其他流动资产（亿元）	21.62	13.87	39.51	50.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	268.27	432.76	892.98	974.98
	66.01	69.74	73.55	73.41
其中：固定资产（亿元）	208.39	207.14	208.81	206.24
在建工程（亿元）	13.57	146.46	515.04	584.06
长期股权投资（亿元）	30.34	41.56	54.35	57.35
期末全部受限资产账面金额（亿元）	136.34	133.59	614.01	153.58
期末抵质押融资余额（亿元）	50.92	50.00	352.18	485.23
受限资产账面余额/总资产（%）	31.08	21.20	50.57	11.56

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 138.14 亿元、187.77 亿元、321.17 亿元和 353.20 亿元，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。2018 年末，公司货币资金余额为 148.53 亿元，包括不可动用的货币资金 35.89 亿元，主要由银行承兑汇票存入保证金、信用证存入保证金等构成；预付款项为 31.53 亿元，较上年末上涨 89.69%，主要因逸盛大化预付原料款增加，其中过半为海关保证金；其他应收款主要为往来款、押金保证金及已结算尚未支付的经营费用，2018 年末为 13.71 亿元，较上年末减少 9.70%，系公司减少对荣盛控股往来款所致；存货为 65.02 亿元，主要是原材料，占比达 74.92%，2018 年末较上年末大幅增长 50.94%，系公司经营规模逐年增大，存货规模增加以维系正常经营；其他流动资产为 39.51 亿元，较上年末增长 184.93%，绝大部分是待抵扣增值税进项税，随采购的设备增加而增加。2019 年 3 月末，公司流动资产较年初增长 9.97%，由于新增借款尚未完全使用，导致货币资金增加；同时，预付原料款增加，导致预付款项较年初增长 21.68%至 38.37 亿元；由于 2019 年 PTA 上游原材料价格下行，公司减少 PTA 原料备货，存货较年初减少 9.84%至 58.62 亿元；其他流动资产继续增加至 50.59 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。2018 年末固定资产为 208.81 亿元，以石化产品的生产设备为主；当年末在建工程

较上年末大幅增加 368.59 亿元至 589.09 亿元，其中舟山炼化项目一期年末余额为 479.05 亿元；长期股权投资为 54.35 亿元，较上年末增长 30.78%，除对浙江逸盛、海南逸盛、浙石油等企业的投资外，2018 年新增对浙江萧山农村商业银行股份有限公司和浙江逸盛新材料有限公司的投资。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 974.98 亿元，较年初增长 9.18%。其中，舟山炼化项目建设稳步推进，在建工程由年初的 515.04 亿元增至 584.06 亿元，长期股权投资增加至 57.35 亿元，主要是对浙江逸盛和海南逸盛等联营企业的投资规模增加所致。

受限资产方面，该公司间接融资需求大，相应的保证金和资产抵质押规模大。2018 年末，公司受限资产账面价值为 614.01 亿元，包括：货币资金中 38.59 亿元用于开具银行承兑汇票、保函和信用证等的保证金；应收票据中 0.77 亿元已用于银行承兑汇票质押；固定资产中 96.54 亿元和在建工程中 480.81 亿元资产用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	75.71	60.70	58.44	72.02
速动比率 (%)	46.70	41.40	40.87	52.24
现金比率 (%)	21.95	30.02	27.70	34.24

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理。

该公司为制造型企业，整体流动性偏弱，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末流动比率分别为 75.71%、60.70%、58.44% 和 72.02%，同期现金比率分别为 46.70%、41.40%、40.87% 和 52.24%。由于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，公司对到期债务偿付能力一般。

6. 表外事项

或有负债方面，该公司无诉讼事项。根据公司 2018 年度审计报告，2018 年末公司对外担保余额为 6.08 亿元，被担保对象为参股企业海南逸盛，目前经营情况正常，担保代偿风险低。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除承担着集团管理职能外，还有部分的聚酯化纤业务。2018 年末以及 2019 年 3 月末本部资产总额分别为 275.63 亿元和 286.65 亿元；债务总额分别为 129.58 亿元和 140.38 亿元，其中刚性债务分别为 64.34 亿元和 72.53 亿元；资产负债率分别为 47.01% 和 48.97%。2018 年及 2019 年第一季度本部营业收入分别为 74.02 亿元和 10.29 亿元；净利润分别为 7.91 亿元和 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 -0.78 亿元和 10.81 亿元。总

体看，公司本部负债经营程度不高，盈利能力较强，经营创现能力较强，具有较强的偿债能力。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2018 年末公司获得银行授信额度共计 1371.62 亿元，其中未使用授信额度为 623.69 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 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间
全部（亿元）	1,371.62	623.69	1.20%-8.20%
其中：国家政策性金融机构（亿元）	517.00	334.78	1.20%-5.82%
工农中建交五大商业银行（亿元）	396.30	178.02	1.80%-5.94%
其中：大型国有金融机构占比（%）	66.59%	82.22%	-

资料来源：根据荣盛石化所提供数据整理（截至 2018 年末）。

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

该公司经过多年经营，已经形成“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。目前公司正在建设浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目，公司将产业链向上游延伸，即将形成以石化、聚酯、纺丝、加弹为主业的更为完整的产业链，将进一步巩固并提升产业链一体化优势。通过产业链向上延伸，以及最终产品的多样化，公司主业盈利能力提升，2016-2018 年及 2019 年第一季度公司营业利润分别为 21.73 亿元、23.23 亿元、22.75 亿元和 8.01 亿元，总体呈增长的态势。

(2) 融资渠道通畅

截至 2018 年末，各家银行给予该公司的授信额度共计为 1371.62 亿元，尚未使用授信额度为 623.69 亿元，公司后续仍存在较大的债务融资空间。同时，作为上市公司，公司权益融资渠道通畅，2018 年非公开发行股票已经完成，2019 年非公开发行股票的申请材料于 2019 年 5 月 10 日获证监会受理。预计公司资产规模将进一步扩大，资本结构得到改善。

(3) 货币资金余额较充足

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司可动用的货币资金余额分别为 17.25 亿元、66.01 亿元、112.64 亿元和 151.50 亿元，可为债务的偿付提供有力保障。

评级结论

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。公司在建的舟山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。

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。由于业务及资金往来所需，公司关联交易规模较大。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。

该公司刚性债务规模快速上升，目前资产负债率处于偏高水平，但债务期限结构持续得到改善，即期偿债压力可控。公司经营性现金流情况良好，持有较为充裕的货币资金，能为到期债务偿付提供一定缓冲。未来，随着舟山炼化项目的推进，公司仍面临较大的资本支出压力。

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，在本期公司债存续期（本期公司债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度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。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。

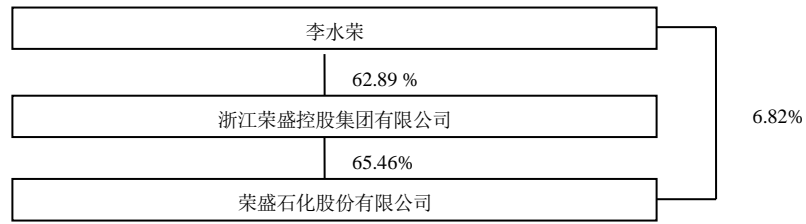
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：

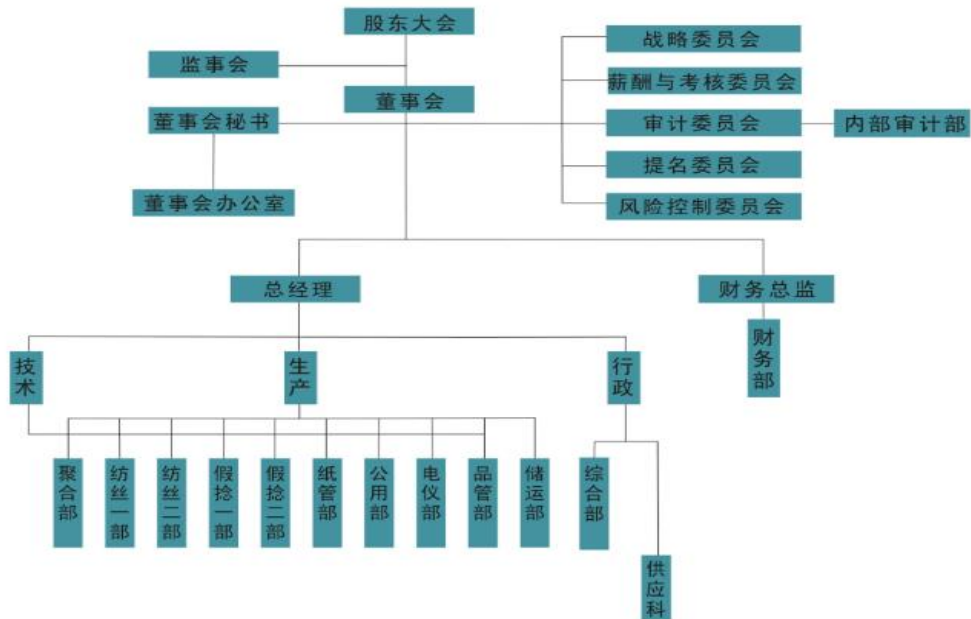
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛石化提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据荣盛石化提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注
					所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
荣盛控股集团有限公司	荣盛控股	公司之控股股东	—	石化、化纤、房地产	378.59-	967.48-	22.10-	62.06-	
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	本级	—	石化、化纤	357.79	914.25	19.68	48.35	
浙江盛元化纤有限公司	盛元化纤	核心子公司	100.00	化纤	15.16	53.17	1.26	10.57	
宁波中金石化有限公司	中金石化	核心子公司	100.00	芳烃	73.03	191.51	8.94	29.01	
逸盛大化石化有限公司	逸盛大化	核心子公司	59.21	PTA	54.09	481.06	6.12	8.85	
浙江石油化工有限公司	浙石化	核心子公司	51.00	炼油、石化	254.45	-	0.08	-5.62	
浙江逸盛石化有限公司	浙江逸盛	核心参股公司	直接 16.07 间接 13.93	PTA	62.30	370.12	6.49	10.62	
海南逸盛石化有限公司	海南逸盛	核心参股公司	间接 37.50	PTA	33.96	224.35	4.57	-1.18	

注：根据荣盛石化 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	406.41	620.54	1,214.15	1,328.18
货币资金 [亿元]	34.13	81.67	148.53	167.56
刚性债务[亿元]	215.14	269.00	643.43	784.53
所有者权益 [亿元]	147.80	257.46	357.79	370.45
营业收入[亿元]	455.01	705.31	914.25	164.61
净利润 [亿元]	19.57	20.71	19.68	6.89
EBITDA[亿元]	42.76	46.23	50.07	-
经营性现金净流入量[亿元]	28.20	40.33	48.35	18.45
投资性现金净流入量[亿元]	-28.79	-186.73	-397.78	-132.15
资产负债率[%]	63.63	58.51	70.53	72.11
权益资本与刚性债务比率[%]	68.70	95.71	55.61	47.22
流动比率[%]	75.71	60.70	58.44	72.02
现金比率[%]	21.95	30.02	27.70	34.24
利息保障倍数[倍]	2.97	2.84	1.20	-
担保比率[%]	4.41	2.69	1.70%	1.52%
营业周期[天]	23.98	21.25	27.43	-
毛利率[%]	10.34	5.41	5.83	5.29
营业利润率[%]	4.78	3.29	2.49	4.87
总资产报酬率[%]	7.69	5.34	3.68	-
净资产收益率[%]	14.15	10.22	6.40	-
净资产收益率*[%]	16.36	14.86	9.14	-
营业收入现金率[%]	114.79	106.66	107.48	145.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.86	16.40	11.26	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.23	-47.10	-57.31	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.22	4.09	1.78	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.19	0.11	-

注：表中数据依据荣盛石化经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、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实地调查和诚信义务，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在债券存续期内有效。本期债券存续期内，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（2016 版）》（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。