

浙江荣盛控股集团有限公司
及其发行的 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02
与 17 荣盛 03

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100305】

评级对象 浙江荣盛控股集团有限公司
及其发行的 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02 与 17 荣盛 03

16 荣盛 01	17 荣盛 01	17 荣盛 02	17 荣盛 03
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 21 日
前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 28 日
首次评级: AA/正面/AA/2016 年 9 月 12 日	AA/正面/AA/2016 年 12 月 30 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 7 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 8 月 8 日

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	3.32	19.04	1.39	1.61
刚性债务	105.86	122.80	113.94	110.31
所有者权益	19.14	15.49	16.36	16.16
经营性现金净流入量	5.20	4.90	1.25	2.96
合并口径数据及指标:				
总资产	627.91	811.91	1,392.85	1,514.45
总负债	439.12	526.35	1,014.25	1,124.09
刚性债务	336.81	407.52	769.23	923.53
所有者权益	188.79	285.56	378.59	390.36
营业收入	507.36	795.54	967.49	178.35
净利润	19.04	21.42	22.10	5.53
经营性现金净流入量	41.51	51.21	62.06	11.46
EBITDA	52.06	59.08	65.62	-
资产负债率[%]	69.93	64.83	72.82	74.22
权益资本与刚性债务 比率[%]	56.05	70.07	49.22	42.27
流动比率[%]	94.48	77.08	65.01	77.75
现金比率[%]	26.72	32.33	25.37	30.18
利息保障倍数[倍]	2.09	2.20	1.45	-
净资产收益率[%]	11.02	9.03	6.65	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.42	14.34	11.64	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	0.76	-25.51	-43.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.89	3.05	2.03	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.11	-

注: 根据荣盛控股经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江荣盛控股集团有限公司(简称荣盛控股、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02 及 17 荣盛 03 的跟踪评级反映了 2018 年以来荣盛控股在市场地位、行业竞争力、融资能力及盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在原料价格波动、汇率波动、流动性、投融资、或有损失及安全生产等方面继续面临压力。

优势:

- **市场地位显著。**荣盛控股目前 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。
- **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。
- **营业收入规模大幅增加。**受石化产品价格上升及芳烃业务产能释放影响,主导产品芳烃、PTA、聚酯价格及销量均呈现上升态势,荣盛控股营业总收入迅速增加,盈利能力提升。

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，荣盛控股面临很大的投资压力。
- 债务规模大，负债率上升至较高水平。荣盛控股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。
- 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，荣盛控股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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 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

及其发行的 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02 与 17 荣盛 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江荣盛控股集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）、浙江荣盛控股集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）、（第二期）和（第三期）（分别简称 16 荣盛 01、17 荣盛 01、17 荣盛 02 及 17 荣盛 03）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据荣盛控股提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对荣盛控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 5 月末，该公司尚未到期债券本金合计 112 亿元，公司尚未到期偿付的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 5 月末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	利息支付正常
16 荣盛 MTN002	7.00	3 年	4.23%	2016.11.2		利息支付正常
16 荣盛 MTN003	7.00	3 年	4.10%	2016.11.9		利息支付正常
16 荣盛 01	6.00	5(3+2)年	4.06%	2016.10.13	35 亿元/2016 年 3 月	利息支付正常
17 荣盛 01	9.00	5(3+2)年	5.69%	2017.3.13		利息支付正常
17 荣盛 02	10.00	3(2+1)年	5.99%	2017.7.21		利息支付正常
17 荣盛 03	10.00	3(2+1)年	6.00%	2017.8.15		利息支付正常
18 荣盛 SCP004	10.00	270 天	5.25%	2018.10.15	60 亿元/2017 年 7 月	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		未到期
19 荣盛 SCP001	8.00	270 天	4.60%	2019.4.25		未到期
19 荣盛 SCP002	10.00	270 天	4.45%	2019.5.23		未到期
19 荣盛 MTN001	6.00	3 年	6.38%	2019.1.17	30 亿元/2018 年 4 月	未到付息日
19 荣盛 MTN002	8.00	3 年	5.78%	2019.4.1		未到付息日

资料来源：荣盛控股

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，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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。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

该公司主要从事芳烃、PTA及化纤等产品的生产和销售，同时还从事房地产开发业务，故石化行业和房地产行业的运行对公司的经营产生重大影响。

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

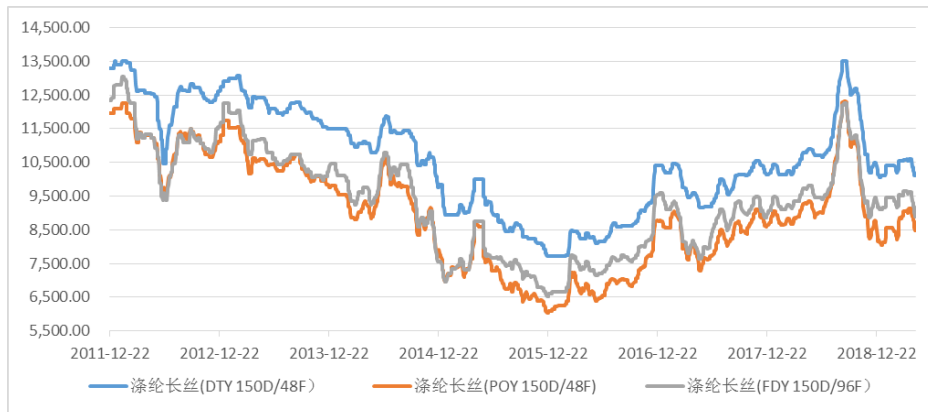
大型涤纶长丝企业通过向上游石化行业扩张，以纵向一体化战略谋求更快的发展，未来 PX 利润将向下游转移。2018 年以来涤纶长丝产品-原材料价差波动较大，对产业链单一的涤纶长丝生产企业带来负面冲击。

➤ 石化行业

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 2. 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¹,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。

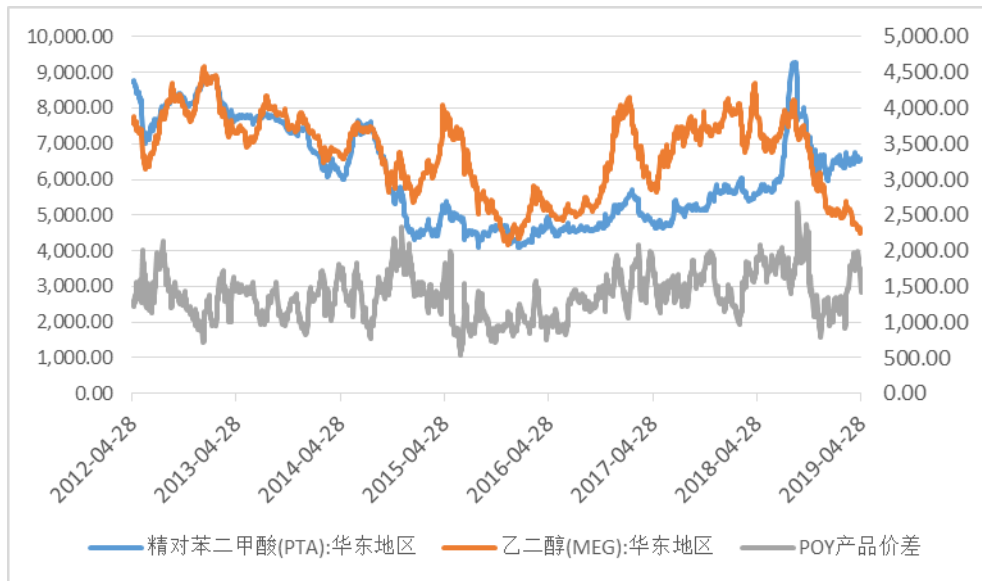
我国是全球最大的MEG生产国和消费国,2010年以前我国MEG的生产主要采用石油制,由于国内原油资源短缺,MEG对外依存度高。随着我国大力推广煤制MEG,我国MEG产量稳步增长,对外依存度由2012年的70%以下降至2018年的60%左右。但由于煤制MEG在工艺上存在缺陷,生产连续稳定性较差,开工率较低,目前尚不能取代乙烯法在市场中的地位,所以我国MEG的对外依存度仍较高。2018年MEG累计进口量达980.24万吨,同比增长12.03%,较2017年减少3.79个百分点。2016年11月以来,我国华东地区MEG市场价(中间价)与PTA的价差基本保持在1000元/吨以上,然而至2018年8月,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²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。

¹ 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。

² 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

图表 3. 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 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 4. 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³自 2017 年四季度起不断扩大，未来 PX 利润将向下游转移。

³每吨 PTA 消耗 PX 0.655 吨，该价差能够反映 PTA 生产企业的利润空间。

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。

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。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 5. 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
荣盛控股	967.49	6.18	204.03	532.62	292.63	1,392.85	72.82	22.10	62.06
荣盛石化	914.25	5.83	204.03	532.62	261.05	1,214.15	70.53	19.68	48.35

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
荣盛控股	967.49	6.18	204.03	532.62	292.63	1,392.85	72.82	22.10	62.06
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行业供给的影响等。

➤ 房产开发行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，收紧的融资政策短期内仍持续，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017

年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018 年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长，在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源；而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。另一方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

政策方面，2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”

的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

行业竞争方面，经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018 年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

总体而言，我国房地产市场将坚持“房住不炒”的方针，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，有利于未来房地产市场的平稳运行。预计 2019 年房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。行业向头部集中的趋势将持续，市场集中度将进一步提高。

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。

该公司业务还包括化工品贸易与热电业务。公司化工品贸易业务主要是进出口贸易，2017 年起由于统计口径变化，化工品贸易业务规模大幅增加，导致 2017 年批发与零售板块收入大幅增加，2016-2018 年和 2019 年第一季度化工品贸易业务收入分别为 53.70 亿元、283.65 亿元、389.89 亿元和 40.49 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 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

收入	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业收入合计	507.36	795.54	967.49	178.35
其中：核心业务营业收入	497.96	745.95	906.72	161.60
在营业收入中所占比重（%）	98.15	93.77	93.72	90.61
其中：（1）芳烃系列	114.77	142.27	190.77	48.04
在核心业务收入中所占比重（%）	28.57	19.07	21.04	29.73
（2）PTA	213.03	191.96	221.44	52.26
在核心业务收入中所占比重（%）	42.78	25.73	24.42	32.34
（3）聚酯涤纶	69.08	81.10	91.17	19.04
在核心业务收入中所占比重（%）	13.87	10.87	10.06	11.78
（4）化工品贸易	53.70	283.65	389.89	40.49
在核心业务收入中所占比重（%）	10.78	38.03	43.00	25.06
（5）热电	3.39	3.92	4.47	1.39
在核心业务收入中所占比重（%）	0.68	0.53	0.49	0.86
（6）房地产	16.49	43.05	8.98	0.37
在核心业务收入中所占比重（%）	3.31	5.77	0.99	0.23

收入	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
毛利率(%)	10.99	6.46	6.18	5.31
其中：(1) 芳烃系列	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
(5) 热电	22.29	21.70	20.62	39.17
(6) 房地产	34.75	19.61	31.67	29.10

资料来源：荣盛控股

A. 芳烃系列

为增强经营的稳定性，该公司产业链不断向上游延伸，目前芳烃业务由荣盛石化的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、181.45万吨、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%、103.83%、100.65%和100.94%。

图表 8. 2016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
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	200	204.03	102.02%	0	205.36	100.65%
2019年第一季度	200	50.83	101.64%	0	51.31	100.94%

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 9. 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 ⁴
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：荣盛控股

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 10. 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

⁴ 包括自用和外销。

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 11. 2018 年公司化纤产品产销情况（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。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%。

D. 化工品贸易业务

该公司化工品贸易业务主要由荣盛国际贸易有限公司（简称“荣盛国际”）经营，贸易品包括苯乙烯、丁二烯、工业用苯乙烯、聚合级丙烯、石油苯、石油混合二甲苯、石油甲苯等。2016-2018 年度及 2019 年一季度，化工品贸易业务实现主营业务收入 53.70 亿元、283.65 亿元、389.89 亿元和 40.49 亿元，但由于毛利空间小，该业务的主营业务利润规模小，同期分别为 2,600 万元、24,440 万元、21,428 万元和 240 万元，占公司主营业务利润的比例非常小。

E. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务由宁波联合旗下的多个子公司经营，涵盖传统住宅、文化旅游地产和特色商业地产三个领域。其中，传统住宅开发主要分布在

宁波、温州等城市；文化旅游地产开发项目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、温州苍南等地具有多年的开发经验。目前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、银和中央公园等。公司开发项目多位于三、四线城市，去化速度总体偏慢，经过 3-4 年的去化，截至 2019 年 3 月末公司房地产重点项目去化基本超过 90.00%。

目前，该公司在建项目较少，且大多处于后期收尾阶段，未来尚需投入的资金不超过 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，开工时间未定。

图表 12. 截至 2019 年 3 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	17.42	99.86%	15.01	13.90	21.8	1.53
	排屋			96.54%			6.55	2.40
	商业			66.17%			1.02	2.26
温州天和家园二期	住宅（高层）	9.78	6.40	100%	6.50	6.14	8.56	1.58
	住宅（单身公寓）			88.89%			1.22	1.26
	商业			-			-	-
温州天和家园三期	住宅	16.26	16.26	100%	12.75	12.75	16.24	1.44
温州瑞和家园	住宅	20.72	10.84	99.87%	13.43	12.99	11.18	1.07
	商铺			69.00%			0.57	1.59
温州瑞和家园二期	住宅	0.42	0.41	97.06%	0.56	0.42	0.60	1.50
	商铺	0.03	0.03	100%			0.05	1.94
温州银和中央公园	住宅	10.29	6.15	79.78	15.33	11.29	8.85	2.26
	商铺		0.15	80.70			0.25	2.28
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第一批	住宅	3.93	1.62	90.79%	5.36	5.00	1.20	0.83
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）	住宅		1.71	85.79%			1.69	0.97
梁祝天逸湾一期第二批（高层）	住宅	4.64	4.64	100%	8.00	7.75	4.73	1.00
梁祝天逸湾（别墅）	住宅	1.71	1.54	88.94%			3.67	2.63
宁波天瑞峰景里小区	住宅	3.67	3.67	100%	2.00	1.78	2.14	0.78
合计	-	94.96	70.84	90.00	78.94	72.02	90.32	-

资料来源：荣盛控股

2018 年度，该公司房地产项目竣工面积较少，结转收入同比下降 79.14% 至 8.98 亿元，但由于结转项目拿地成本较低，毛利率较上年上升 12.06 个百分点至 31.67%。2019 年第一季度，公司房地产结转销售收入 0.37 亿元；业务毛利率为 29.10%。

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 13. 公司热电业务经营情况（万度、万吨）

	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
发电	25,330.00	27,576.00	29,020.00	5,647.00
供气	125.00	129.00	163.81	31.46

资料来源：荣盛控股

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司热电工业实现收入分别为 3.39 亿元、3.92 亿元、4.47 亿元和 1.39 亿元，毛利率分别为 22.29%、21.70%、20.62% 和 39.17%。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。

G. 投资——合营与联营企业

该公司的合营与联营企业投资主要方向是石化及其产业链关联行业、金融、房地产行业等。截至 2018 年末，公司长期股权投资余额为 69.24 亿元。

除控股的荣盛石化外，该公司在石化行业的投资还包括参股浙江逸盛、海南逸盛等企业。浙江逸盛和海南逸盛均主要从事 PTA 的生产和销售，2018 年末 PTA 的年产能分别为 540 万吨和 210 万吨。公司在石化产业关联行业的投资主要包括：（1）与浙江省能源集团有限公司共同出资设立浙江省石油股份有限公司（简称“浙石油”），浙石油将负责舟山炼化项目成品油的销售；（2）宁波恒逸贸易有限公司，其主要负责公司原材料的进口和产品的销售；（3）公司为拓展业务投资了上海东展船运有限公司。

该公司持有浙江萧山农村商业银行股份有限公司（简称“萧山农商行”）6.17%的股权。此外，公司还投资了多家区域性的农商行、小额贷款公司等，这些企业规模小，公司持股比例低。

该公司对房地产行业的投资主要系参股了杭州滨江盛元房地产开发有限公司、杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司等企业。这些企业的开发项目集中在杭州，开发规模不大。

图表 14. 公司重要的合营或联营企业基本情况（单位：%、亿元）

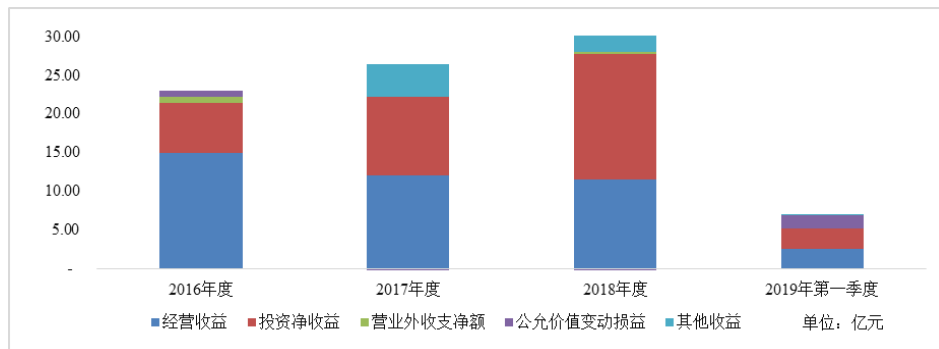
合营或联营企业名称	主营业务	截至 2019 年 3 月末持股比例	2018 年净利润	2018 年末公司持有的权益余额
浙江逸盛石化有限公司	PTA	19.64	6.49	18.75
海南逸盛石化有限公司	PTA	27.82	4.57	14.28
浙江省石油化工股份有限公司	石油产品销售	13.35	-0.59	3.77
浙江逸盛新材料有限公司	贸易	32.73	-	3.05
宁波恒逸贸易有限公司	进出口贸易	19.64	2.37	1.56
上海东展船运有限公司	航运	30.00	0.14	1.26
浙江萧山农村商业银行股份有限公司	金融服务	6.17	12.46	12.53
杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产开发	30.41	2.67	4.08

合营或联营企业名称	主营业务	截至 2019 年 3 月末持股比例	2018 年净利润	2018 年末公司持有的权益余额
杭州开元世纪置业有限公司	房地产开发	15.21	0.15	2.09
杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	房地产开发	30.41	0.75	2.10
CANADA CAPITAL ENERGY CORPORATION	生产制造	50.00	-	3.65

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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。由于原料价格上涨等原因，公司经营收益呈下行趋势，2016-2018 年和 2019 年第一季度分别为 14.95 亿元、12.07 亿元、11.55 亿元和 2.55 亿元。2017 年以来，随着生产成本上升，公司经营收益持续小幅下降，但总体仍能维持较强的盈利能力。

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。2016-2018 年及 2019 年第一季度公司综合毛利率分别为 10.99%、6.46%、6.18% 和 5.31%，2017 年以来公司盈利能力较低的化工品贸易业务量激增，致综合毛利率大幅下降，该业务近三年一期毛利率分别为 0.48%、0.86%、0.55% 和 0.06%。此外，核心业务原材料价格的上涨亦是毛利率下降原因之一。

图表 16. 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）	507.36	795.54	967.49	178.35
期间费用率（%）	6.83	4.07	4.70	3.80
其中：财务费用率（%）	3.41	1.38	2.11	0.88
全年利息支出总额（亿元）	18.01	19.35	32.28	-
其中：资本化利息数额（亿元）	3.38	2.95	12.40	-

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 2016 年的 34.66 亿元上升至 2018 年的 45.43 亿元。其

中管理费用增长较快，近三年年复合增长率为 11.85%，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⁵，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 5.61 亿元、6.47 亿元、8.59 亿元和 2.09 亿元。

图表 17. 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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	6.48	10.10	16.20	2.64
其中：理财产品（亿元）	0.13	0.02	0.01	0.001
联营企业（亿元）	2.66	8.83	13.48	1.98
可供出售金融资产（亿元）	0.53	0.23	1.05	-
期货及远期外汇（亿元）	2.76	0.63	1.30	0.25
委托贷款收益（亿元）	0.4	0.37	0.35	0.08
营业外收入 ⁶ （亿元）	1.07	4.25	2.26	0.22
其中：政府补助（亿元）	1.03	4.25	1.82	0.15
公允价值变动损益（亿元）	0.74	-0.12	-3.38	1.61

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，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司投资净收益分别为 6.48 亿元、10.10 亿元、16.20 亿元和 2.64 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。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司营业外收入分别为 1.07 亿元、4.25 亿元、2.26 亿元和 0.22 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。

2016-2018 年和 2019 年第一季度，该公司净利润分别为 19.04 亿元、21.42 亿元、22.10 亿元和 5.53 亿元。公司净利润规模呈上涨趋势，主要系财务费用变化以及投资收益上升等有关。

(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

⁵ 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。

⁶ 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。

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，2018 年 7 月已签订银团贷款合同⁷；项目二期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 18. 截至 2018 年末主要在建项目投资规划（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 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 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。

⁷ 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、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。

管理

跟踪期内，该公司在公司治理与经营管理方面无重大变化。

跟踪期内，该公司法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。

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、销售商品主要系向海南逸盛、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。2018 年公司关联购销金额分别为 16.71 亿元和 107.16 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，2018 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 91.22 万元、1784.52 万元和 11.47 亿元，对关联方的应付账款、预收款项和其他应付款分别为 42.02 亿元、1.52 亿元和 4.00 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，2018 年末公司为关联方提供担保金额为 39.82 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先生的侄子）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。

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。

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。

图表 19. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.4.24	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.4.24	不涉及	正常	正常	不涉及
诉讼	天眼查	2019.5.31	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019.5.31	无	无	逸盛大化违反消防管理行为	无

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
质量	企业	2019.5.31	无	无	无	无
安全	企业	2019.5.31	无	无	无	无

资料来源：根据荣盛控股所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

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。刚性债务中长期借款增加至债务期限结构有所改善，但即期偿债压力仍较大。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坚实基础。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

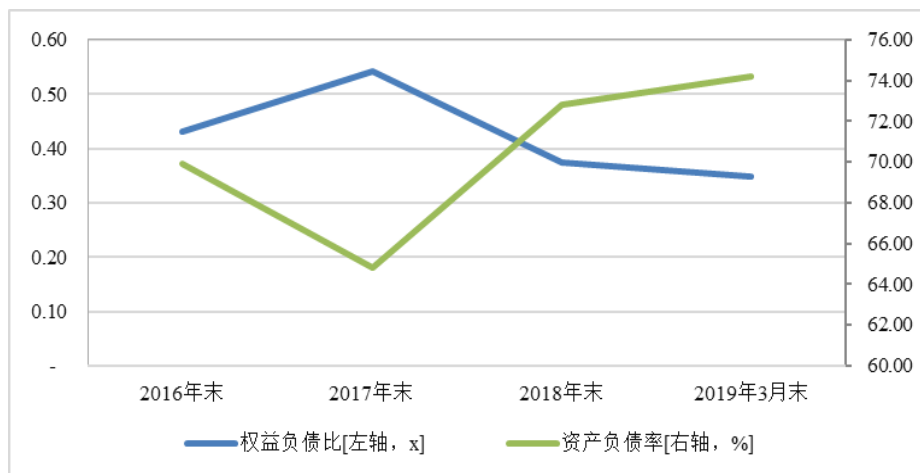
立信中联会计师事务所有限公司对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

跟踪期内，该公司新增 6 家公司，处置 2 家子公司。截至 2019 年 3 月末，公司直接控股及间接控股的子公司共有 69 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 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。

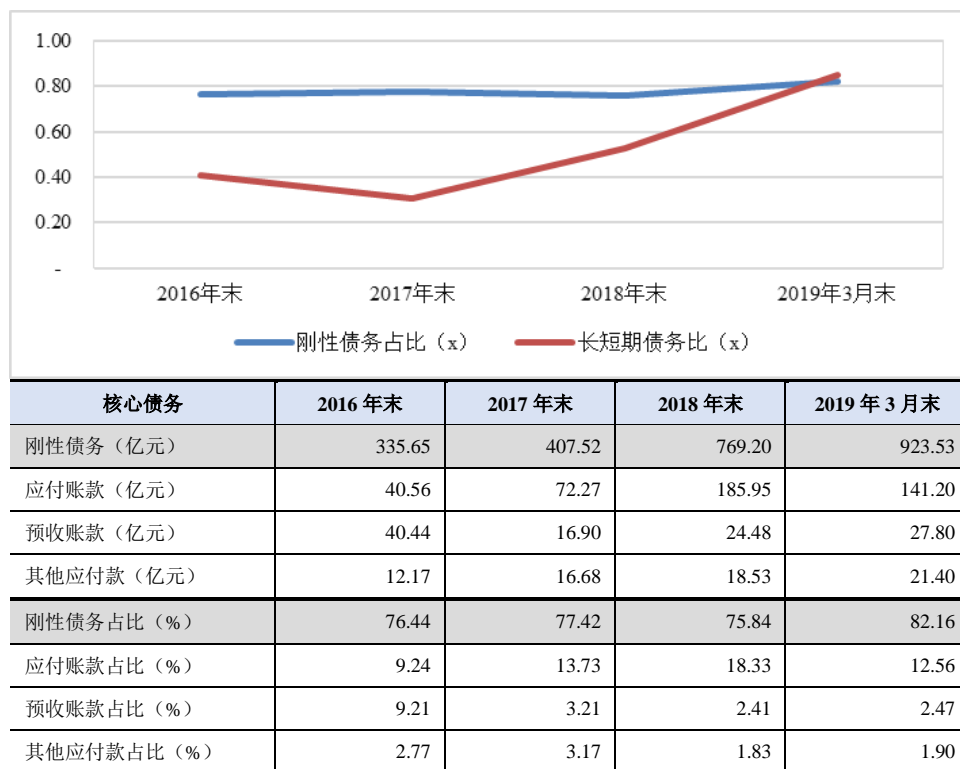
近年来，该公司所有者权益快速增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 188.79 亿元、285.56 亿元、378.59 亿元和 390.36 亿元。2016 年以来，随着浙石化项目注册资本金陆续到位，少数股东权益增加。同时随着中金石化芳烃项目投产，公司经营积累迅速增加，资本实力显著增强。2018 年，荣盛石化非公开发行 5.67 亿股，募集资金净额为 59.59 亿元（其中新增注册资本 5.67 亿元，资本公积 53.92 亿元），按持股比例公司资本公积增加 22.84 亿元，年末资本公积增至 50.64 亿元，加上当年的经营积累，带动年末所有者权益比年初增长 32.58%。2019 年第一季度，公司所有者权益较年初上涨 3.11%。

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 月末的资产负债率分别为 69.93%、64.83%、72.82% 和 74.22%。虽然所有者权益亦快速增长，但舟山炼化项目建设的推进使负债更快的增长，尤其是 2018 年以来，公司多次发行超短期融资券、中票等债券融资工具，同时舟山项目的借款持续增加，2019 年 3 月末资产负债率已处于较高水平。

由于建设中的舟山炼化项目投资规模大，未来 3 年该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，目前正在筹划多期中期票据发行事宜，子公司荣盛石化正在进行股票增发的申请工作，上述事项一旦实施，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 21. 公司债务结构及核心债务



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，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末刚性债务占比分别为 76.44%、77.42%、75.84%和 82.16%。公司债务期限结构变化较大，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末长短期债务比分别为 40.80%、30.85%、52.64%和 84.99%。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重点建设舟山炼化项目，新增长期借款 213.19 亿元，债务期限结构逐步改善。2019 年 3 月末公司长期借款较年初新增 160.52 亿元，长短期债务比继续提升。

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。2018 年末，应付账款较年初大幅增加 113.68 亿元至 185.95 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；预收款项为 24.48 亿元，主要由预收房款（13.14 亿元）和货款（11.07 亿元）构成，较上年末增长 44.85%，主要系宁波联合部分在售项目预收房款增加；其他应付款为 18.53 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。2019 年 3 月末，随着宁波联合房产项目的预售增加，预收账款增长 13.55%至 27.80 亿元。公司其他应付款较年初增长 15.47%至 21.40 亿元，主要系与公司前三大其他应付款单位资金往来，集中

度较高。

图表 22. 截至 2019 年 3 月末公司其他应付款前三大客户明细 (亿元)

单位名称	金额
三元控股集团有限公司	6.84
杭州滨江盛元海岸房地产开发有限公司	3.57
宁波华南投资有限公司	1.23
合计	11.64

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位：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	213.30	287.66	424.23	411.83
其中：短期借款	100.22	182.92	271.37	245.86
一年内到期的长期借款	24.27	25.76	42.14	57.84
应付短期债券	36.00	45.00	35.00	25.00
应付票据	39.71	19.87	49.07	58.19
其他短期刚性债务	11.93	12.58	23.12	23.40
中长期刚性债务合计	123.51	119.86	344.97	511.70
其中：长期借款	79.20	65.19	310.18	470.70
应付债券	44.31	54.67	34.79	41.00
综合融资成本 (年化, %)	4.56	4.60	4.90	-

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。

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 336.81 亿元、407.52 亿元、769.20 亿元和 923.53 亿元，其中短期刚性债务分别为 213.30 亿元、287.66 亿元、424.23 亿元和 411.83 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、短期融资券构成。2018 年末，短期借款及一年内到期的非流动负债分别为 217.37 亿元和 42.14 亿元，以保证借款为主，较上年末分别下降 9.40% 和增长 37.25%，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 130.14 亿元为美元借款，面临一定的汇兑损益风险；应付票据为 49.07 亿元，较上年末增长 18.59%，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；短期融资券 35 亿元，系公司发行的超短期融资券。2019 年 3 月末，公司短期刚性债务较年初下降 12.40 亿元，其中短期借款下降 25.51 亿元，应付票据增加 9.12 亿元，一年内到期的非流动负债增加 15.70 亿元，短期融资券减少 10 亿元。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司中长期刚性债务分别为 123.51 亿元、119.86 亿元、344.97 亿元和 511.70 亿元，以长期借款为主。2018 年末长期借款为 310.18 亿元，较上年末增长 375.78%，主要由 289.88 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 511.70 亿元，长期借款较年初大幅增长 51.75% 至 470.70 亿元。此外，公司还发行了多期债券，2018 年末应付债券余额为 34.79 亿元，2019 年 1 月公司新发行额度为 6 亿元的 19 荣盛控股 MTN001，3 月末应付债券余额增至 41.00 亿元。

截至 2018 年末，该公司银行借款合计 623.69 亿元，借款期限结构分布较为平均，利率区间以 4%-6% 为主。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 24. 截至 2018 年末公司银行借款利率区间与期限结构（亿元）

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%)	245.45	20.73	18.15	20.40	4.65
5%~6% (不含 6%)	18.84	12.16	0.13	-	245.54
6%~7% (不含 7%)	1.50	-	-	-	-
7% 及以上	0.50	1.20	-	-	-
合计	290.96	39.58	19.16	22.92	251.07

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 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）	83.85	49.90	47.41	-
营业收入现金率（%）	115.71	103.34	108.83	143.41
业务现金收支净额（亿元）	44.79	43.72	74.97	22.39
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.28	7.49	-12.91	-10.93
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	41.51	51.21	62.06	11.46
EBITDA（亿元）	52.06	59.08	65.62	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.16	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.89	3.05	2.03	-

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的销售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，2016-2018年及2019年第一季度公司营业收入现金率分别为115.71%、103.34%、108.83%和143.41%。

该公司经营环节的现金流状况良好，近年持续净流入，且数额逐年增多，2016-2018年及2019年第一季度经营性现金净流量分别为41.51亿元、51.21亿元、62.06亿元和11.46亿元。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21.20%。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为52.06亿元、59.08亿元和65.62亿元，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40.81%、30.29%和27.45%。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对刚性债务覆盖程度欠佳，但由于借款期限较长，且EBITDA对利息支出的覆盖程度较高，总体看EBITDA对债务的保障程度尚可。

(2) 投资环节

图表 26. 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	-6.92	-17.62	-4.53	0.69
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	-35.53	-153.34	-372.18	-144.61
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.20	-3.39	-21.59	11.04
投资环节产生的现金流量净额	-38.25	-174.35	-398.30	-132.88

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。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-38.25亿元、-174.35亿元、-398.30亿元和-132.88亿元。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 27. 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	74.45	70.17	55.49	2.30
债务类净融资额	-56.62	95.36	308.63	139.89
筹资环节产生的现金流量净额	17.83	165.52	364.12	142.19

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

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，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 17.83 亿元、165.52 亿元、364.12 亿元和 142.19 亿元，增长较快。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 年子公司荣盛石化增发股票带来现金流入，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与权益融资相结合。

4. 资产质量

图表 28. 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%)	294.65	310.05	431.96	472.44
	46.93	38.19	31.01	31.20
其中: 货币资金 (亿元)	69.14	111.20	163.63	180.47
预付款项 (亿元)	34.30	19.45	34.23	42.77
存货 (亿元)	96.45	92.84	114.03	111.16
其他应收款 (亿元)	49.00	44.09	50.89	63.24
其他流动资产 (亿元)	23.96	15.49	41.55	52.74
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	333.26	501.86	960.88	1042.02
	53.07	61.81	68.99	68.80
其中: 固定资产 (亿元)	221.09	219.53	223.83	221.51
在建工程 (亿元)	21.09	147.14	515.20	584.20
长期股权投资 (亿元)	46.54	58.31	69.24	72.45
其中: 所持浙江逸盛股权 ⁸ (亿元)	15.76	16.65	18.75	-
所持海南逸盛股权 (亿元)	6.98	10.93	14.28	-
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	148.87	142.42	627.02	667.32
期末抵质押融资余额 (亿元)	64.31	47.55	326.69	497.43
受限资产账面余额/总资产 (%)	23.71	17.54	45.02	44.06

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

⁸ 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。

随着经营规模的扩张，该公司资产规模逐年增长，尤其是 2018 年以来舟山炼化项目的建设带动资产总额显著增加。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产总额分别为 627.91 亿元、811.91 亿元、1392.85 亿元和 1514.45 亿元。公司资产以非流动资产为主，符合制造业的特点，2018 年末非流动资产占总资产的比重为 68.99%。

2016-2018 年末，该公司流动资产分别为 294.65 亿元、310.05 亿元、431.96 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，公司货币资金为 163.63 亿元，包括不可动用的货币资金 37.44 亿元；预付款项为 34.23 亿元，公司预付款项主要为海关保证金账户；其他应收款为 50.89 亿元，主要为往来款（35.90 亿元）和委托贷款（6.50 亿元），较为分散，其中余额最大的海南逸盛占款为 7.39 亿元，占其他应收款的比重为 14.51%；存货为 114.03 亿元，其中原材料占比为 44.19%，房地产业务在建及完工项目占比为 40.44%；其他流动资产为 41.55 亿元，较上年末增长 17.89%，主要因舟山项目设备采购增加使待抵扣增值税进项税额增加。2019 年 3 月末，公司流动资产增加至 472.44 亿元。变化较大的科目主要系货币资金、预付款项、其他应收款和其他流动资产。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 24.93%至 42.77 亿元；其他应收款比年初增长 24.28%至 63.24 亿元；其他非流动资产比年初增长 26.95%至 52.74 亿元。

图表 29. 公司其他应收款前十大债务人明细（亿元）

单位名称	2018 年末			单位名称	2019 年 3 月末		
	金额	款项性质	借款方		金额	款项性质	借款方
海南逸盛石化有限公司	7.39	委托贷款	公司本部 0.89 亿元，荣盛石化 6.50	海南逸盛石化有限公司	8.18	委托贷款	公司本部 1.18 亿元，荣盛石化 7.00
杭州晨阳投资有限公司	4.25	往来款	公司本部	杭州晨阳投资有限公司	4.15	往来款	公司本部
杭州滨江盛元房地产开发有限公司	4.08	暂借款	公司本部	杭州滨江盛元房地产开发有限公司	8.69	暂借款	公司本部
期货保证金	2.98	期货保证金	荣盛石化	杭州华瑞双元房地产有限公司	0.98	往来款	公司本部
应收消费税及出口退税	2.44	应收消费税及出口退税	公司本部 0.65 亿元，荣盛石化 1.79 亿元	应收消费税及出口退税	13.53	应收消费税及出口退税	荣盛石化 13.28 亿元，
合计	21.14	-	-	-	35.53	-	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司非流动资产构成主要是固定资产、在建工程和长期股权投资。2018 年末固定资产为 223.83 亿元，以石化产品的生产设备为主；在建工程为 515.20 亿元，主要系舟山炼化项目一期；长期股权投资为 69.24 亿元，主要是对浙江逸盛和海南逸盛等联营企业的投资。2019 年舟山炼化项目投资继续加大，在建工程投入进一步扩大，3 月末在建工程达到 584.20 亿元，公司非流动资产增至 1042.02 亿元，较年初增长 8.44%。

2018 年末, 该公司受限资产合计 627.02 亿元, 占同期末总资产的 45.02%。其中受限货币资金 37.45 亿元, 受限固定资产 96.71 亿元, 受限在建工程 480.81 亿元。此外, 宁波联合上市公司股权质押账面价值 4.66 亿元, 其他质押资产账面价值合计 7.09 亿元。总体看, 公司持有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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	94.48	77.08	65.01	77.75
速动比率 (%)	52.55	49.16	42.69	52.42
现金比率 (%)	26.72	32.33	25.37	30.18

资料来源: 根据荣盛控股所提供数据整理。

2018 年以来, 该公司债务期限结构得到改善, 整体流动性虽仍偏弱, 但流动性指标至 2019 年 3 月末有所提升, 2016-2018 年末及 2019 年 3 月末流动比率分别为 94.48%、77.08%、65.01% 和 77.75%, 同期现金比率分别为 26.72%、32.33%、25.37% 和 30.18%, 各指标总体趋强, 体现出公司资产流动性提升。但总体看, 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 2019 年 3 月末, 该公司对外担保金额合计为 41.41 亿元。其中对海南逸盛和三元控股的担保金额较大, 分别为 17.83 亿元和 9.94 亿元, 目前被担保企业经营状况正常, 但公司仍存在一定的代偿风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担着集团的融资及管理职能。2018 年末以及 2019 年 3 月末本部资产总额分别为 130.71 亿元和 126.91 亿元; 债务总额分别为 114.35 亿元和 110.76 亿元, 其中刚性债务分别为 113.94 亿元和 110.31 亿元; 资产负债率分别为 87.48% 和 87.27%。2018 年及 2019 年第一季度本部营业收入分别为 2.90 亿元和 3.87 亿元; 净利润分别为 2.77 亿元和 -1.33 亿元; 经营活动产生的现金流量净额分别为 1.25 亿元和 2.96 亿元。总体看, 公司本部负债经营程度较高, 盈利能力较弱, 偿债能力有限。但本部可通过回收资金满足偿债需求。

此外, 截至 2019 年 3 月 31 日, 该公司本部持有荣盛石化 411,827.86 万股, 持股比例为 65.46%, 所持股份市值超过 500 亿元, 股份质押比率占公司持有股份的 2.00%; 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; 持有天原集团 7480.47 万股, 持股比例为 9.58%, 市值超过 5 亿元, 股

份未质押。总体来看，本部承担融资职能，自身盈利能力弱，但本部拥有较多的易变现的股票资产，可对债务偿付形成补充。

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 2019 年 3 月末，公司综合授信合计 1,480.00 亿元，已使用 832.59 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）	1,480.00	832.59	1.2%-8.2%	项目贷款
其中：国家政策性金融机构（亿元）	517.00	375.86	1.2%-5.82%	项目贷款
工农中建交五大商业银行（亿元）	478.30	263.56	1.8%-5.94%	项目贷款
其中：大型国有金融机构占比（%）	67.25	76.80	-	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

跟踪评级结论

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。

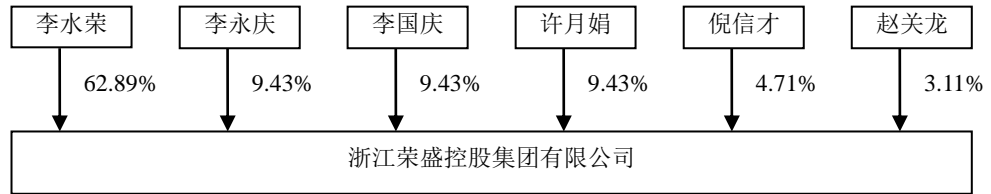
该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。公司关联方担保规模较大，存在一定的或有损失风险。公司组织结构设置较合理，内部管理制度较齐全，有利于控制经营、投资、资金等管理环节的主要风险。

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，但债务期限结构逐年改善，即期偿债压力可控。公司产品销售收现情况良好，收入规模逐年增长并持有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。

附录一：

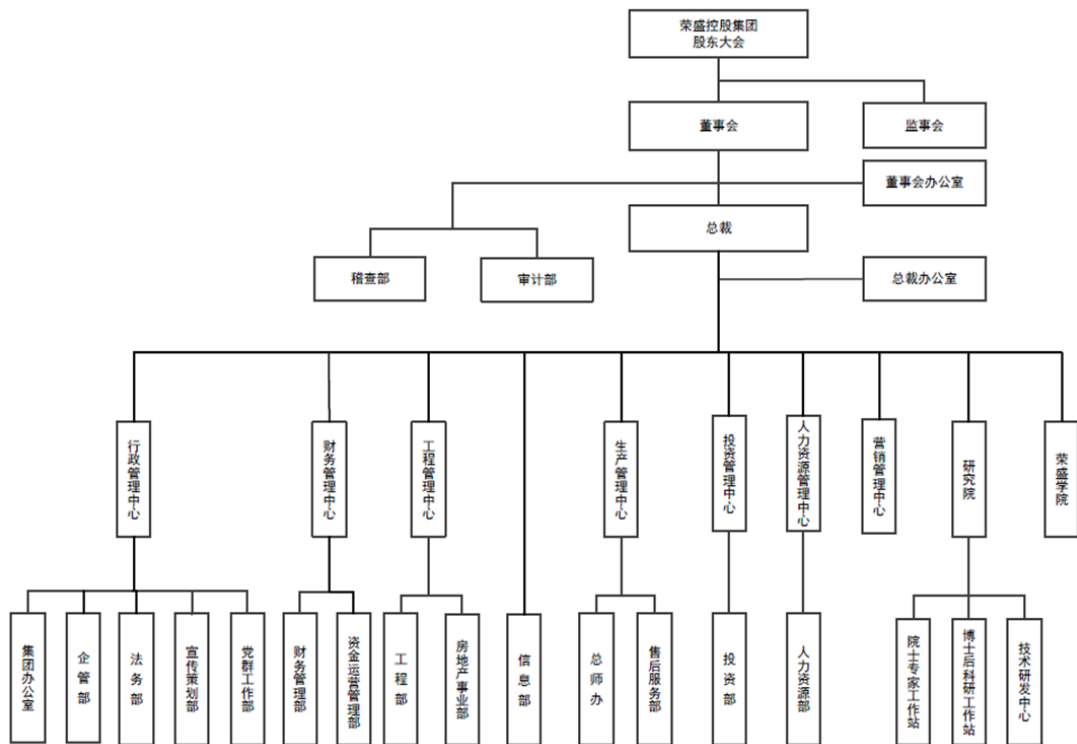
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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 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	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
浙江荣盛控股集团有限公司	荣盛控股	本级	—		378.59	967.48	22.10	62.06	
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	核心子公司	65.46	化纤产品的生产和销售	357.79	914.25	19.68	48.35	
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	26.55	40.40	3.66	9.04	

注：根据荣盛控股 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]	627.91	811.91	1,392.85	1,514.45
货币资金 [亿元]	69.14	111.20	163.63	180.47
刚性债务[亿元]	336.81	407.52	769.20	923.53
所有者权益 [亿元]	188.79	285.56	378.59	390.36
营业收入[亿元]	507.36	795.54	967.49	178.35
净利润 [亿元]	19.04	21.42	22.10	5.53
EBITDA[亿元]	52.06	59.08	65.62	-
经营性现金净流入量[亿元]	41.51	51.21	62.06	11.46
投资性现金净流入量[亿元]	-38.25	-174.35	-398.30	-132.88
资产负债率[%]	69.93	64.83	72.82	74.22
权益资本与刚性债务比率[%]	56.05	70.07	49.22	42.27
流动比率[%]	94.48	77.08	65.01	77.75
现金比率[%]	26.72	32.33	25.37	30.18
利息保障倍数[倍]	2.09	2.20	1.45	-
担保比率[%]	22.16%	14.69%	13.77%	10.61%
营业周期[天]	83.85	49.90	47.41	277.02
毛利率[%]	10.99	6.46	6.18	5.31
营业利润率[%]	4.37	3.31	2.74	3.86
总资产报酬率[%]	6.27	5.93	4.23	-
净资产收益率[%]	11.02	9.03	6.65	-
净资产收益率*[%]	12.11	9.22	7.46	-
营业收入现金率[%]	115.71	103.34	108.83	143.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.42	14.34	11.64	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.76	-25.51	-43.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.89	3.05	2.03	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.11	-

注：表中数据依据荣盛控股经审计的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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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》（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。