

浙江荣盛控股集团有限公司

及其发行的公开发行债券

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(2021)100757】

评级对象：浙江荣盛控股集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	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
16 荣盛 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AA/正面/AA/2016 年 9 月 12 日
17 荣盛 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AA/正面/AA/2016 年 12 月 30 日
19 荣盛 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 12 月 26 日
19 荣盛 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 03 月 14 日
19 荣盛 MTN003	AAA/稳定/AAA/2021 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 07 月 31 日
20 荣盛 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 06 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 07 月 31 日

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	1.39	1.16	9.03	6.04
刚性债务	113.94	125.11	135.26	159.84
所有者权益	16.36	24.07	25.13	23.53
经营性现金净流入量	1.25	1.09	3.35	-28.25
发行人合并数据及指标：				
总资产	1,392.85	2,049.64	2,658.90	3,080.90
总负债	1,014.25	1,602.11	1,923.35	2,284.62
刚性债务	769.20	1,149.17	1,407.42	1,758.51
所有者权益	378.59	447.53	735.55	796.28
营业收入	967.49	880.05	1,141.27	357.11
净利润	22.10	30.95	136.78	46.63
经营性现金净流入量	62.06	1.45	182.62	30.79
EBITDA	65.62	70.60	268.41	—
资产负债率[%]	72.82	78.17	72.34	74.15
权益资本与刚性债务 比率[%]	49.22	38.94	52.26	45.28
流动比率[%]	65.01	72.42	55.18	76.39
现金比率[%]	26.35	16.66	12.00	26.24
利息保障倍数[倍]	1.45	1.01	3.37	—
净资产收益率[%]	6.65	7.49	23.12	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	11.64	0.18	17.05	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-43.65	-28.75	-22.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.03	1.47	4.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.07	0.21	—

注：根据荣盛控股经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 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、19 荣盛 MTN001、19 荣盛 MTN002、19 荣盛 MTN003 与 20 荣盛 MTN001 的跟踪评级反映了 2020 年以来荣盛控股在产业链、经营规模及技术装备等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在新增产能释放、原油价格波动、债务及生产安全与环保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **产业链完整，市场地位显著。**荣盛控股拥有“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，具备产业链竞争优势，提高了公司的持续盈利能力和抗风险能力。目前公司芳烃、PX、PTA（权益）和聚酯产能，以及炼油单个装置产能均位于国内前列，规模优势明显，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。
- **区位优势明显。**荣盛控股炼化和 PTA 生产基地位于沿海的舟山、宁波和大连，各基地毗邻港口，并靠近下游市场，大宗物料运输较为便利；聚酯化纤产品生产线位于浙江杭州萧山区，周边产业集聚，运输成本较低。公司业务发展具有一定的区位优势。
- **技术装备优势明显。**荣盛控股的舟山炼化项目一期具备 2,000 万吨/年炼油、约 520 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯以及 40 多种化工产品生产能力，炼化项目二期已部分投产，规模及技术优势明显，可根据调节各产品产量以匹配市场需求。

- **主业创现能力强。**荣盛控股主营业务收现能力强，货币资金较充裕，可为到期债务偿付提供良好保障。
- **融资渠道多元，资产可变现能力强。**荣盛控股持有荣盛石化、宁波联合和天原股份等上市公司股权及其他股权投资资产，且绝大部分未被质押，融资渠道多元，资产可变现能力较强，可为到期债务偿付提供保障。

主要风险：

- **产能过剩风险。**目前我国炼油、PTA 等部分石化产品产能处在过剩状态。短期内国内仍将有新增产能释放，相关细分行业面临产能过剩而下游需求乏力的风险。
- **原油价格波动风险。**近期国际石油价格大幅波动，同时受新冠肺炎疫情影响，下游需求萎缩，公司成品油、芳烃、PTA 和聚酯产品的主要原料均为原油，产品市场价格受此影响或有所下跌，经营业绩或受影响。
- **负债规模大。**荣盛控股为建设舟山炼化项目已积聚了较多刚性债务，面临较大的流动性压力。
- **对外担保与关联占款风险。**荣盛控股对外担保及对关联方占款和委托贷款规模较大，在经济下行的情况下，存在或有损失及款项回收风险。
- **安全环保生产风险。**化工生产具有易燃易爆且污染性强等特点。虽然荣盛控股严格遵守安全环保生产准则，但仍存在一定的安环生产风险。

➤ 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，本评级机构给予公司 AAA 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极强，并给与上述债券 AAA 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

及其发行的公开发行债券

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）、2019 年度第一期、第二期及第三期中期票据和 2020 年度第一期中期票据（分别简称 16 荣盛 01、17 荣盛 01、19 荣盛 MTN001、19 荣盛 MTN002、19 荣盛 MTN003 与 20 荣盛 MTN001）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2021 年 5 月末，该公司尚未到期债券余额 137.00 亿元，其中公司本部待偿还债券本金余额合计 107.00 亿元，子公司荣盛石化待偿还债券本金余额 30.00 亿元；公司本部的“16 荣盛 01”、“19 荣盛 MTN003”、“20 荣盛 SCP007”、“20 荣盛 SCP008”、“21 荣盛 SCP001”、“21 荣盛 SCP002”、“21 荣盛 SCP003”、“21 荣盛 SCP004”与荣盛石化“19 荣盛 G1”将于 2021 年内到期，待偿债券金额合计 78.00 亿元。公司目前存续债券付息正常或尚未进入付息期，存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司截至 2021 年 5 月末存续期内债券概况

主体	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
荣盛 控股	16 荣盛 01	6.00	5(3+2)年	4.06%	2016-10-13	35 亿元/2016 年 3 月	正常付息
	17 荣盛 01	9.00	5(3+2)年	5.69%	2017-03-13		正常付息
	19 荣盛 MTN001	6.00	3 年	6.38%	2019-01-17	30 亿元/2018 年 4 月	正常付息
	19 荣盛 MTN002	8.00	3 年	5.78%	2019-04-01		正常付息
	19 荣盛 MTN003	7.00	2 年	5.90%	2019-10-30		正常付息
	20 荣盛 MTN001	6.00	3 年	5.89%	2020-01-17		正常付息
	20 荣盛 SCP007	10.00	270 天	3.95%	2020-10-29	80 亿元/2019 年 11 月	未到兑付期
	20 荣盛 SCP008	10.00	270 天	4.65%	2020-11-26		
	21 荣盛 SCP001	5.00	270 天	4.17%	2021-01-05		
	21 荣盛 SCP002	10.00	270 天	4.10%	2021-01-27		
	21 荣盛 SCP003	10.00	270 天	4.20%	2021-02-26		
	21 荣盛 SCP004	10.00	270 天	3.98%	2021-04-02		
	21 荣盛 SCP005	10.00	261 天	3.65%	2021-05-10		
荣盛 石化	19 荣盛 G1	10.00	2 年	5.42%	2019-11-26	40 亿元/2018 年 11 月	正常付息
	20 荣盛 G1	10.00	4(2+2)年	4.77%	2020-04-22		正常付息

主体	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
	20 荣盛 G2	10.00	4(2+2)年	4.79%	2020-09-22		未到付息期
合计	-	137.00	-	-	-	-	-

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，经济金融的脆弱性加剧、债务风险上升，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2020 年，新冠肺炎疫情冲击下，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，贸易萎缩幅度显著扩大，金融市场大幅动荡。各主要经济体的超宽松货币政策和强力财政刺激政策加剧了全球经济金融的脆弱性、推升了政府债务风险。二季度以来，主要经济体经济相继进入幅度不同的修复状态，国家治理能力成为疫情防控和修复的主导因素。未来，疫情走势仍将是影响全球经济走势的关键变量，在全球疫情持续升级的情况下，疫苗研发、投产和使用等均存在不确定性，全球疫情防控形势依然严峻，预计 2021 年全球经济难以恢复到疫情前状态，美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍将持续。同时，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而《区域全面经济伙伴关系协定》的签署及中欧双边投资协定完成谈判有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济疫后修复整体稳健，为全球范围内唯一实现正增长的主要经济体，但内部发展仍存在一定程度的不平衡和不充分。我国物价水平涨幅回落较快，失业率绝对水平已基本降到疫情前位置。规模以上工业企业增加值总量恢复较好且经营绩效有所好转，行业间修复节奏不同步且差异较大、产业链中面临的“卡脖子”问题有待解决。消费对经济的拉动作用离正常水平仍有差距，必需品、通讯器材、化妆品及汽车的零售增长相对较快，石油制品及服装鞋帽、针纺织品类销售大幅下滑；固定资产投资中房地产投资表现强劲且对上下游具

有较好的拉动作用，基建投资力度保持稳健，制造业投资中除高技术制造业外其余均较疲弱；出口贸易逆势增长，且占全球出口的比例显著提升。人民币汇率表现强势，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署，宏观调控政策不急转弯，将继续对经济提供必要的支持力度。我国财政政策保持积极，支出强度减弱，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为；政府债务水平上升速度将放缓，化解地方政府隐性债务风险工作需继续落实，地方政府债务风险依然总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持市场流动性合理充裕，续作两项直达工具，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、稳定宏观杠杆率的目标下，实体融资增速将有所放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、健全金融机构治理，防止资本无序扩张，优化退市规则、统一债券市场监管并打击逃废债行为，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年。短期内，全球的疫情防控形势仍非常严峻，疫情变化、美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将不断回升；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现平稳且全年增速在基数效应下会有所加快；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

自 2019 年 12 月舟山炼化项目一期工程 2,000 万吨/年炼化装置完全投产后，该公司形成石化和化纤为主的业务模式。

石化行业

近年来我国炼油能力大幅增长，而需求受宏观经济形势影响整体低迷，炼油行业供需过剩局面日渐凸显。目前国内正尝试通过炼油与石化相结合的模式以适应产业需求并获取更多价值，从原油直接生产烯烃和芳烃等化工产品已成为新的市场趋势。2020 年初新冠肺炎疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国增产降价，原油价格暴跌，价格由原料端逐步传导至下游。2020 年 4 月以来随着复工复产、经济刺激政策与产油国坚持执行减产的推动下，供应端和需求端共同推动油价持续上涨，石化产品价格缓慢回升。

A. 行业概况

石油和化学工业是国民经济的重要支柱产业和基础产业，经济总量大，产业关联度高，与经济发展、人民生活和国防军工密切相关，在我国工业体系中占有重要地位。石油和化学工业主要产品为石油产品（燃料油、润滑油、液化天然气、石油焦炭、沥青等）、基本化工原料（烯烃、芳烃等）、有机化工原料（烷烃、醛类、醇类、酮类、酚类、有机酸等）及合成材料（塑料、合成纤维、合成橡胶）。

经过多年的快速发展，我国石油化工产业的经济总量已居世界前列，是全球第二石化大国，但是大而不强。目前行业发展仍存在不少问题，如低端产品过剩而高端产品短缺的结构性矛盾较为突出，国内多数石化产品产能过剩，但对二甲苯、乙二醇和苯乙烯等部分有机原料仍大量依赖进口。我国原油的对外依存度不断升高，原油供应安全压力大。近年新增产能连续投产导致市场竞争趋于激烈，同时中东石化产品凭借价格优势大量涌入中国市场，使得国内市场竞争进一步加剧。

石油产品是经济的重要基础，是世界经济基本面的“晴雨表”。2018年以来，全球经济低迷、中美贸易摩擦导致油品需求增速大幅下行，同时中东及亚太地区炼油产能快速增长，全球炼油行业景气度下行。2019年全球油品表观需求量为8,840万桶/日，而全年全球炼油产能达到9,840万桶/日，供需明显过剩。2019年我国经济下行，成品油消费增速放缓，根据国家统计局数据显示，2019年全国成品油终端消费3.30亿吨，增速同比下降4.60个百分点，其中汽油表观消费1.25亿吨，同比下降1.00%；柴油表观消费1.46亿吨，同比下降6.37%。同年因4月恒力石化股份有限公司（简称“恒力石化”）2,000万吨/年炼化项目及12月该公司舟山炼化项目一期2,000万吨/年炼油等项目投产带动，全国炼油加工能力净增4,550万吨/年至8.78亿吨/年，而全年原油加工量为6.52亿吨，开工率仅为74.26%。为化解产能释放压力，当年我国成品油出口同比大幅增加821万吨至6,685万吨，拉低亚太地区炼油毛利，当年新加坡炼油中心毛利同比下降23.00%至3.01美元/桶。2020年新冠疫情席卷全球，世界各国实施了严格的限制出行措施，商品物流等日常贸易活动严重受阻，导致了石油消费需求断崖式下跌，根据卓创资讯统计，2020年中国主营炼厂的平均开工负荷仅为71.40%，同比下跌7.55个百分点，其中最低值57.11%出现在当年4月，最高值76.78%在8月。当年我国成品油产量¹合计为4.24亿吨，同比减少1.93%。价格方面，2020年上半年国际原油价格大幅下挫，2020年4月28日OPEC一揽子原油价格一度跌至12.41美元/桶，较年初下降81.51%。随着各国逐步启动复工复产以及经济刺激政策，另外欧佩克+联合会议达成减产协议，于2020年5月至6月减产970万桶/日，从2020年7月至12月的6个月内减产770万桶/日，石油供需有所改善，国际油价缓慢回升。2020年末OPEC一揽子原油价格回升至51.36美元/桶，仍较上年末下降24.12%。据国家统计局统计，2020年石油、煤炭及其他燃料加工业实现营业收入4.16万亿元，同比

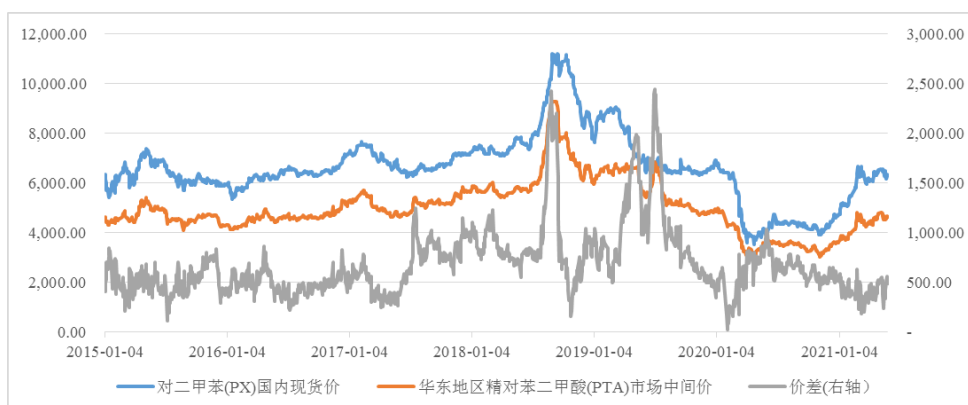
¹ 包括主营炼厂与独立炼厂产量。

减少 13.40%。当年行业实现利润总额 868.50 亿元，下降 26.5%。

芳烃是芳香烃的简称，是石油化工的基本产品和基础原料之一，主要包括苯、甲苯和间二甲苯、邻二甲苯、对二甲苯（简称 PX）、乙苯等，其中 PX 是生产 PTA 的主要原料，从全球产能分布来看，目前 PX 的主要产能集中在亚洲、北美以及中东地区，其中亚洲地区产能占比在 79.4% 以上。近年来我国芳烃项目建设审批权限下放，原油进口权和使用权逐步放开，推动下游民营石化企业加速向上游扩张。2019 年是 PX 产能集中释放期，当年国内新增 PX 产能合计超 1,000 万吨/年，截至 2019 年末我国 PX 产能为 2,053 万吨；2020 年公司舟山炼化项目二期投产，PX 产能增加，截至 2020 年末全国 PX 产能约为 2,604.65 万吨，生产商主要是中石化、荣盛石化、恒力石化和中国石油集团公司。2020 年装置平均开工率为 83.10%，较上年提升 0.50 个百分点。与此同时，PX 进口替代步伐加快，进口依赖度从 2018 年的 56% 降至 2020 年的 41% 左右。2020 年初受疫情影响国内 PX 价格快速下降，至 4 月下旬降至年内最低点约 3,500 元/吨，后随复工复产震荡回升，至 2020 年末的 4,730 元/吨，较 2019 年末下降 31.35%。2021 年得益于原油价格上升，PX 价格进入上升通道，截至 2021 年 5 月 27 日国内现货价格较年初上升 33.12% 至 6,310 元/吨。未来我国 PX 对外依存度仍呈下降趋势，同时新增产能或大于国内净增需求量，PX 利润空间或将收窄。

PTA 是 PX 的主要产出物，近年来随着国家环保政策的趋严，PTA 落后产能加速淘汰，但与此同时民营大炼化设备集中投放，PTA 进入新的产能扩张周期，叠加新冠疫情影响，PTA 市场持续承压。具体来看，自 2018 年第四季度开始，受原油价格下跌、聚酯企业减产等因素影响，PTA 价格由高位回落，截至 2019 年末为 4,860 元/吨左右，较 2018 年 9 月 9,260 元/吨的阶段高点下降约 48%，同期末全国 PTA 总产能约为 5,700 万吨，产量为 4,485.40 万吨，表观消费量为 4,511.71 万吨，供需紧平衡。2020 年东营威联化学有限公司 100 万吨，中化泉州石化有限公司炼化一体化项目 60 万吨，恒力石化四期 220 万吨、新凤鸣集团股份有限公司（简称“新凤鸣”）220 万吨等新建产能释放，截至 2020 年末国内 PTA 产能增至 5,763 万吨，根据智研咨询统计，当年全国 PTA 产量同比增长 1.65% 至 4,559.47 万吨，需求量同比增长 0.5% 至 4,536.39 万吨，同期 PTA 出口数量为 84.68 万吨，同比增加 15.51 万吨。在 PX 价格承压下，PTA 价格亦出现下滑，截至 2020 年末华东地区 PTA 市场中间价为 3,615 元/吨，同比下降 25.62%；PTA-0.655PX 价差在上半年冲高后于下半年回落，2020 年末约为 516 元/吨。2021 年以来 PTA 价格跟随国际原油价格上涨，截至 2021 年 5 月 24 日为 4,545 元/吨，较年初上升 23.33%，而价差收窄至 400 元/吨左右。整体来看，未来 PTA 产能增速预期将超过聚酯产能增速，过剩的 PTA 产能将致利润空间压缩，产业链的供需结构变化或将推动利润逐步从 PX、PTA 开始向下游转移。

图表 2. 近年来 PX、PTA 与其价差²走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

MEG（又称乙二醇）是炼化产业链中乙烯的产出物，与 PTA 经过缩聚反应后可产出聚酯化纤产品。我国是全球最大的 MEG 生产国和消费国，MEG 的生产有石油制和煤制两种，随着我国大力推广煤制 MEG，我国 MEG 产量稳步增长，对外依存度有所降低。截至 2020 年末我国乙二醇产能约为 1,850 万吨，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，所以我国 MEG 的对外依存度仍较高，2020 年累计进口量达 1,054.80 万吨，同比增长 6.04%，增速较 2019 年增加 4.54 个百分点。价格方面，由于 2018 年第三季度煤制新产能集中投产，库存不断累积，MEG 价格从 2018 年 9 月高点 8,230 元/吨降至 2019 年 5 月的 4,225 元/吨；2019 年 6 月和 7 月，MEG 价格小幅反弹，但随后又快速回落，12 月末价格为 4,960 元/吨；2020 年 1 月，MEG 价格反弹突破 5,000 元/吨，但随后价格受新冠疫情和国际原油增产影响持续下滑，3 月末降至 2013 年以来最低价 2,875 元/吨，4 月以来价格缓慢爬升，截至 2020 年末市场价格为 4,305 元/吨，较上年末下降 13.21%。2021 年 MEG 价格随原油价格持续上涨，截至 2021 年 4 月 27 日为 4,770 元/吨，较年初上升 6.47%。

B. 政策环境

2015 年 6 月国家发改委发布的《石化产业规划布局方案》（发改产业[2014]2208 号，简称“方案”）和 2016 年 9 月工业和信息化部发布的《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》（简称“规划”）对我国近几年石化行业的快速发展形成了巨大的推动力。其中，方案提出：优化调整布局，推动产业集聚发展，重点建设七大石化产业基地，推进炼油厂和化工的一体化建设，建设工业园区，推动石化产业绿色、安全、高效发展，同时简化项目审批程序，对《方案内》炼油扩建、新建乙烯、新建对二甲苯项目审批权限下放至省级政府核准，强化项目全程监管。规划目标主要包括：传统化工产品产能过剩矛盾有效缓解，烯烃、芳烃等基础原料和化工新材料保障能力显著提高，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团、世界级化工园区和以石化化工为主导产业的新型工业化产业示范基地；以创新驱动发展，突破一批重大关键共性技术和重大成套装备；推进智能工厂和智慧化工园区发展，规范化工园区建设。

² 价差=PTA-0.655PX

2019 年，国家发布一系列政策，鼓励民资、外资进入国内石化领域。2019 年 6 月国家发改委和商务部发布了《鼓励外商投资产业目录（2019）》，提出鼓励外资进入中国石油产业的勘探开发领域。8 月国务院办公厅下发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出取消成品油批发仓储资格审批，零售资质下放地市，乡镇以下加油站使用集体用地，未来成品油零售终端建设将加快。成品油市场改革将使得民营炼化打通零售市场后路更加快捷，竞争战场由城市核心区域逐渐向小城镇下沉，以零售网络为核心竞争力的国营石油公司竞争力将逐渐减弱。2019 年 12 月发布的《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》提出：支持民营企业进入油气勘探开发、炼化和销售领域，建设原油、天然气、成品油储运和管道输送等基础设施，支持符合条件的企业参与原油进口、成品油出口。

2020 年 3 月，中国石油和化工行业联合会编制《石油和化工行业“十四五”发展规划》，从政策规划中可看出，“十四五”期间，我国石化化工行业以去产能、补短板为核心，以调结构、促升级为主线，着力推进供给侧结构性改革，推进行业发展由高速增长向高质量发展转变。中国石油和化工行业联合会表示，2020 年起，除国务院《石化产业规划布局方案》规划部署的国家重点基地和重大项目外，新建和扩建炼油项目以及新建 PX 和乙烯项目将一律严控、不得违规审批，石化行业的工作重点是继续深化供给侧结构性改革，把石化产业的创新和高质量发展放在更加突出的位置。

2021 年是我国“十四五”计划首年，在石化产业政策方面，国家计划在炼油炼化产能布局、资源配置结构、下游产业质量等多方面颁布政策推动炼油产业转型发展，并促进国内石化企业提前布局国际市场潜力国家石化项目，带动国内石化产业转移接续，抢占新兴市场先机。相关政策的出台将进一步推动我国石化产业开放。

此外，2020 年 9 月 22 日，国家主席习近平在第 75 届联合国大会期间提出，中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现“碳中和”³，同年 12 月 12 日习近平主席在气候峰会上进一步宣布：到 2030 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右等一系列新举措。可以预见，“十四五”期间将是我国实现能源等领域深度低碳转型的关键期，国家将推行强有力的碳减排政策。

C. 竞争格局/态势

石化产业具有投资规模大的特点，行业内企业大多为大型企业集团。近年国内石化行业投资明显升温，特别是民营企业的加快扩张，导致了投资多元化竞争局面的出现。拥有较完整产业链的企业在竞争中占据较大优势地位。

产业链完整度是控制化工企业成本、凸显规模优势的重要因素。目前行业

³ “碳中和”是指企业、团体或个人在一定时间内，直接或间接产生的温室气体排放总量，通过节能减排、植树造林、碳补集等方式，抵消自身产生的二氧化碳排放，实现二氧化碳的“零排放”。

内仅有极少数大型民营企业形成全产业链一体化的制造模式。根据百川资讯统计，2021 年预计全国新增 PTA 产能 2,440 万吨，其中恒力石化与荣盛石化联营企业浙江逸盛新材料有限公司（简称“逸盛新材料”）预计新增 600 万吨，东方盛虹新增 240 万吨。随着新增产能的释放，未来国内石化行业结构性产能过剩问题将进一步凸显，行业竞争将愈加激烈。

D. 风险关注

原油价格波动频繁。我国原油进口依赖度不断提高，国际原油价格波动对国内炼化企业的经营影响重大。若国际油价下跌，炼油及下游化工产品市场价格受此影响或有所下跌，炼化企业经营业绩或受影响。

行业竞争激烈。近年民营化纤企业不断向上游延伸产业链，国内炼油、芳烃、PTA 等新增产能不断释放，供应不断上升，市场竞争加剧，PX 等产品售价下降，行业利润减少。

碳排放政策管控压力。根据生态环境部相关部署，石化行业已被纳入全国碳排放权交易市场，未来能源消耗、碳排放标准等方面的政策与监管要求趋严，行业持续面临相关政策管控压力。

安全生产压力。石化产品多为易燃、易爆和有毒物质，生产过程多处在高温、高压或低温、负压等苛刻条件下，潜在风险很大。石化产业的生产工艺技术复杂，运行条件苛刻，如受意外事故影响造成停产对生产经营影响较大。此外，石化生产装置规模大，一旦出现事故，对行业的冲击较大。

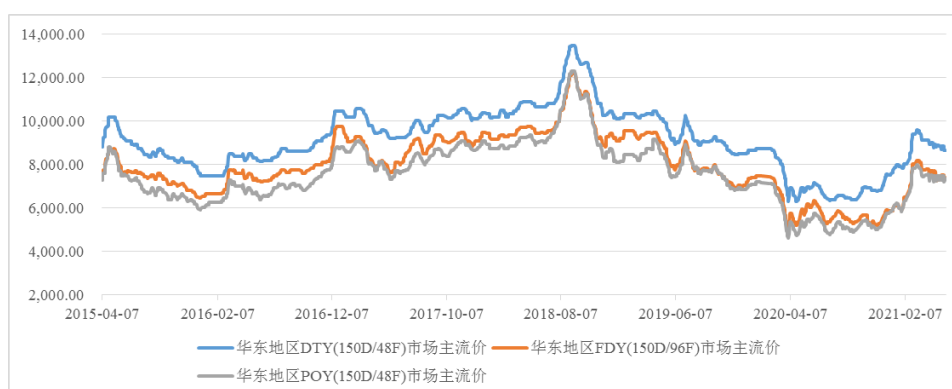
化纤行业

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，行业受宏观经济影响具有一定的周期性，目前化纤行业行业集中度高，企业头部效应明显，下游需求继续保持合理增长，行业供给较为充足。2018 年第四季度涤纶长丝价格高位回落，2019 年价格震荡下行，主要产品价差收窄，2020 年初新冠疫情的蔓延使得化纤产品需求面疲软，涤纶长丝价格承压，自当年第二季度涤纶长丝下游需求逐步提升，产销回暖，但全年行情仍未恢复至同期水平，2021 年以来在国际宏观经济形势的驱动下，涤纶长丝价格进一步攀升。化纤产品-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，行业内的大型化纤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。

化纤行业的主要产品为涤纶长丝，该行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2018-2020 年我国化学纤维产量分别为 5,011.10 万吨、5,883.37 万吨和 6,126.50 万吨，2019 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；2020 年初受疫情影响，第一季度纤维产量同比大幅下降，自 4 月复工复产后涤纶长丝企业开工逐步恢复，2020 全年增长率为 4.13%，增速放缓。2021 年第一季度，全国化学纤维产量为 2,169.80 万吨，同比增长 22.10%。总的来看，近年涤纶纤维行业的产量持续增长，行业供给较为充足。

涤纶长丝市场规模大，POY、DTY 和 FDY 等产品供应充足，产品价格随行就市，同时价格易受原油等上游原料价格波动传导影响。2018 年第四季度，受国际争端引起的原油价格下跌影响，涤纶长丝价格由历史高位快速回落，2019 年初涤纶长丝价格企稳，后又于 4 月开始震荡下跌，其中 POY 全年均价较上年下滑约 17%。2020 年初新冠疫情爆发，疫情的不断蔓延加剧了原油需求面的疲软，加之俄罗斯和沙特两国增产降价，原油价格暴跌，价格由原料端逐步向下游传导，第一季度涤纶长丝价格随之出现大幅下滑。进入第二季度，得益于国内疫情的控制带动下游需求恢复与原油价格反弹，涤纶长丝价格有所回升；7 月至 8 月为涤纶长丝淡季，市场成交气氛偏淡，下游企业逢低采购，第三季度涤纶长丝价格低位波动；2020 年第四季度，纺织市场行情回暖，下游厂商开工率回升，加之国际原油价格持续反弹，涤纶长丝市场价格稳步上升，但仍未恢复至去年同期水平。截至 2020 年末，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格分别为 7,600 元/吨、5,875 元/吨和 5,875 元/吨，较上年末分别下跌 12.14%、20.61%和 16.96%。在阶段性供需错配和全球通胀预期下资本市场活跃的驱动下，2021 年第一季度原油等大宗商品价格大幅上涨，进入 4 月市场行情有所修正，截至 2021 年 5 月 24 日，华东地区 DTY、FDY 和 POY 主流价格较上年末分别上涨 13.82%、25.96%和 25.11%至 8,650 元/吨、7,400 元/吨和 7,350 元/吨。

图表 3. 近年来我国涤纶长丝市场价主流价走势（单位：元/吨）



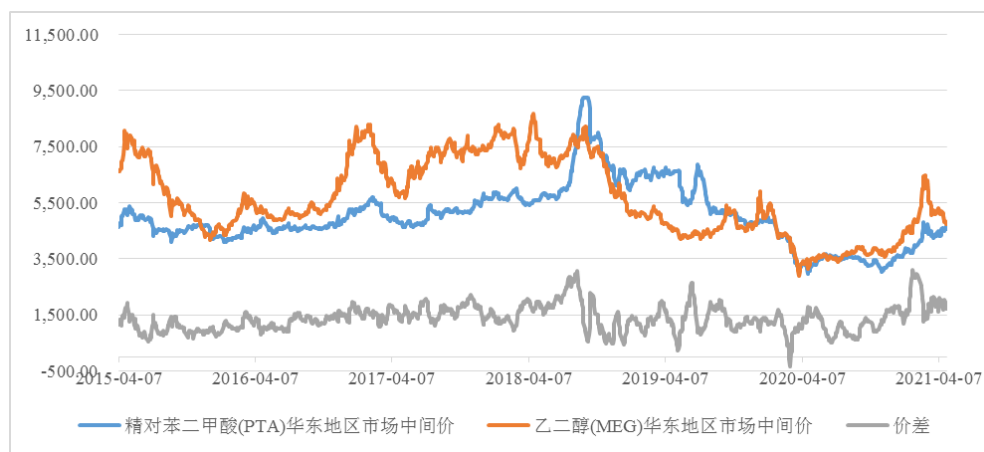
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，此外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。2020 年新冠疫情在全球肆虐，多数纺织服装企业订单减少，企业效益受挫，根据国家统计局统计，2020 年全国纺织类企业营业收入合计 2.28 万亿元，同比减少 6.7%。出口方面，2018-2020 年纺织业出口交货值分别为 3,076.30 亿元、2,842.70 亿元和 2,596.20 亿元，呈逐年下降趋势，其中 2020 年受新冠疫情爆发，物流停转影响贸易出口，纺织业出口交货值同比减少 8.9%。总的来看，2019 年以来我国纺织服装内销增速明显放缓，需求端压力增大。2020 年 1 月 15 日，中美第一阶段协议正式签署，同期美国贸易代表办公室（USTR）已公布的 8 批 2,000 亿美元加征关税商品排除清单，共涉及 32 个纺织服装产品纺织服装

产品税号。被排除产品在出口美国时将不再被加征 301 关税。该协议的达成提升我国纺织品的价格竞争力，为出口带来改善。但新冠疫情的全球蔓延致部分出口停滞，2020 全年纺织服装业行情受较大影响。2021 年 1-4 月全国纺织类企业实现营业收入 0.73 万亿元，同比增长 22.4%。纺织业出口交货值较上年同期增长 22.1%至 859.40 亿元。

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。国内涤纶长丝与 PTA 的价格变化基本同步，从 POY 产品价差⁴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春节前后下游需求较弱，POY 价格震荡下滑，2019 年 5 月价差一度小于 1,200 元/吨，6 月-9 月 POY 价格企稳回升，而 PTA 价格大幅下跌，POY 价差逐步回升至 1,800 元/吨左右，当年 10 月随着产品价格的回落，价差又逐步缩小，到 12 月末 POY 价差回落到 1,200 元/吨附近。2019 年 POY 产品平均价差为 1,431 元/吨，较上年缩减约 13.8%。2020 年以来，随着原油价格的大幅下跌，POY 产品价格回落滞后于 PTA 与 MEG 价格，价差呈现“倒 V”型波动，由年初的约 1,200 元/吨最高升至约 1,810 元/吨，随后高位回落，截至 2020 年 12 月 15 日，价差收窄至约 1,200 元/吨。2021 年以来，原料 PTA、MEG 与 POY 产品价格均大幅攀升，产品价差总体较上年有所扩大，截至 2021 年 4 月末价差约为 2,000 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较大的影响。

图表 4. PTA 和 MEG 价格走势及下游主要产品 POY 产品价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

注：价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

政策方面，近年来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。根据《化纤工业“十三五”发展指导意见》，未来要着力提高常规化纤多种改性技术和新产品研发水平，重点改善涤纶、锦纶、再生纤维素纤维等常规纤维的阻燃、抗菌、耐化学品、抗紫外等

⁴ 价差=POY-0.855PTA-0.335MEG

性能，提高功能性、差别化纤维品种比重；加快发展定制性产品，满足市场差异化、个性化需求。研究并掌握新合纤开发的关键技术，提高涤纶长丝产品的功能化、差别化率，提升市场竞争力，增加产品经济附加值成为涤纶长丝市场发展的必然趋势。2019 年 10 月国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，纺织产业鼓励类目录：智能化、高效率、低能耗纺织机械，关键专用基础件、计量、检测仪器及试验装备开发与制造。税收政策方面，2019 年财政部和国家税务总局以及海关总署联合发布自 4 月 1 日起增值税税率调整。即增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%，以及扩大抵扣、加计抵减、留抵退税 3 项配套措施。减税政策提振聚酯市场信心，助推涤纶长丝企业的发展。

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。全球范围内，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，行业市场集中度持续上升，根据中国化纤信息网统计，涤纶长丝行业经过 2011 年至 2020 年近 10 年的整合，行业集中度 CR6 占有率从 32% 提升至 66% 左右，但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。该公司、恒逸石化、桐昆股份、恒力石化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。桐昆股份、恒逸石化及新凤鸣 POY 产量位于行业前三，拥有明显的规模优势；恒力石化 FDY 销售规模位列行业第一；东方盛虹则以高端 DTY 生产为主，产品差别化率达到 90%，高于同行业其他龙头企业；公司则以完整的产业链见长。从财务指标来看，公司资产和收入规模处于业界领先地位，但由于近年舟山炼化项目投入规模大，资产负债率偏高。产品盈利方面，由于公司全产业链布局已基本完成，增强了公司的抗风险能力，盈利能力有所提升。根据百川盈孚统计，2021 年全国预计净增加涤纶长丝产能 232 万吨，其中新凤鸣新增 60 万吨，荣盛石化新增 20 万吨，恒逸新增 50 万吨。未来行业内新增产能主要来自于业内前六家企业，中小型聚酯工厂缺乏技术创新的能力，将逐步退出行业竞争，聚酯行业的市场集中度将会进一步提升。此外，“十四五”期间国家环保政策法规趋严，业内企业或将进一步关注绿色制造、节能减排、清洁生产和循环利用等方面技术革新，具备创新能力、持续发展能力和资源配置能力的企业将持续提升其核心竞争力。

图表 5. 行业内核心样本企业 2020 年（末）基本数据概览（单位：亿元、%、万吨）

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	PX(设计年产能)	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	1,141.27	20.28	560	553.01	357.99	2,658.90	72.34	136.78	182.62
荣盛石化	1,072.65	19.71				2,415.15	71.07	133.72	175.07
恒逸石化	864.30	6.92	150	485.02	650.27	922.60	67.17	30.72	50.14

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	PX(设计年产能)	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
恒力石化	1,523.73	18.54	450	961.50	266.44	1,910.29	75.38	134.62	241.43
桐昆股份	458.33	6.32	-	60.15	656.74	469.89	45.19	28.47	33.47
新凤鸣	369.84	4.96	-	166.13	462.17	284.03	57.60	6.03	31.83
东方盛虹	227.77	5.95	-	152.72	188.34	629.34	64.17	3.16	20.61

资料来源：数据来源于各家公司 2020 年报，新世纪评级整理。

注：核心样本主要为行业内的重点上市公司或发债企业。

2. 业务运营

随着 2019 年 12 月舟山炼化项目一期工程完全投产，该公司形成了“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，主要产品 PX、PTA、聚酯等产能位于全国前列，规模优势明显，行业地位突出。2020 年随舟山炼化项目一期产能逐渐释放，一体化产业链优势体现，公司盈利明显增长。随着舟山炼化项目二期投产，公司业绩有望进一步提升。

该公司是国内领先的石化产品和化纤产品生产商，目前已形成“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，处于行业龙头地位。2019 年 12 月完全投产的舟山炼化项目一期具备 2,000 万吨/年炼油、约 520 万吨/年芳烃（PX）、140 万吨/年乙烯的生产能力，使公司石化产业链进一步延伸至炼油领域，有利于公司降低生产成本提高盈利能力，极大的增强公司的市场地位及经营的稳定性。2020 年舟山炼化项目一期所有装置均实现了满负荷运行，所生产产品质量稳定，销量较好，全年公司效益明显提升。2020 年 11 月舟山炼化项目二期第一批装备投产。2020 年末公司 PX、苯、苯乙烯、乙二醇和 PTA 产能约占国内同类产品总产能的 21.5%、10.3%、10%、4.5%和 22.55%⁵，规模优势较明显。舟山炼化项目二期完全投产后，公司产能将进一步提升。

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（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	967.49	880.05	1,141.27	357.11	228.43
其中：（1）石化板块	金额 412.20	405.16	822.26	263.08	150.25

⁵ 包括控股和参股公司 PTA 产能。

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
	占比	42.61	46.04	72.05	73.67	65.78
其中：炼油产品	金额	-	26.21	276.74	92.66	45.51
	占比	-	2.98	24.25	25.95	19.92
化工产品	金额	190.76	178.77	418.11	134.61	70.08
	占比	19.72	20.31	36.64	37.69	30.68
PTA	金额	221.44	200.19	127.41	35.81	34.66
	占比	22.89	22.75	11.16	10.03	15.17
(2) 聚酯化纤板块	金额	110.28	102.74	101.18	30.50	15.39
	占比	11.40	11.67	8.87	8.54	6.74
(3) 化工原料及产品贸易	金额	389.89	315.15	145.89	50.23	44.12
	占比	40.30	35.81	12.78	14.07	19.31
(4) 房地产板块	金额	8.98	9.49	31.24	1.44	8.49
	占比	0.93	1.08	2.74	0.40	3.72
(5) 热电板块	金额	4.47	4.67	4.86	1.48	0.74
	占比	0.46	0.53	0.43	0.42	0.32
毛利率		6.18	7.56	20.28	23.22	19.20
其中：(1) 石化板块		9.93	10.71	24.29	28.84	20.99
其中：炼油产品		-	27.07	25.62	25.85	23.38
化工产品		12.80	11.22	28.69	38.25	29.25
PTA		7.47	8.11	6.94	1.21	1.17
(2) 聚酯化纤板块		8.80	8.61	8.71	14.54	12.29
(3) 化工原料及产品贸易		0.55	1.21	0.61	-0.26	8.48
(4) 房地产板块		31.67	58.54	48.79	48.70	65.29
(5) 热电板块		20.62	26.22	24.93	25.02	22.91

资料来源：荣盛控股

该公司所从事业务分为石化、聚酯化纤和其他业务，其中石化业务产品包括汽油、柴油等炼油产品、芳烃、乙二醇、苯乙烯等化工产品和 PTA，聚酯化纤产品包括 PET 切片、POY、FDY、DTY、薄膜等产品。2018-2020 年公司营业收入分别为 967.49 亿元、880.05 亿元和 1,141.27 亿元。其中，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 21.61%，增幅比上年下降 35.19 个百分点；2019 年原油价格下行逐步传导至下游，公司各化工产品销售价格下滑导致当年营业收入下降。2019 年原油价格下行逐步传导至下游，公司大部分产品销售价格下滑导致当年营业收入有所下降；2020 年随着舟山炼化项目一期工程炼化一体产能逐步释放，公司形成完整的上下游产业链，营收结构改变，带来盈利能力的提振，当年营业收入同比增长 29.68%，毛利率同比上升 12.72 个百分点。因新增炼油产品和多种化工产品，2020 年公司收入结构亦发生明显变化，其中炼油产品收入占营业收入的比例为 24.25%，化工产品收入占比由上年的 20.31% 上升至 36.64%，PTA 和聚酯化纤产品收入占比由上年的 22.75% 和 11.67% 下降至 11.16% 和 8.87%。

该公司其他业务主要包括化工原料及产品贸易、房地产与热电业务。公司化工原料及产品贸易业务主要是 PTA、燃油等其他相关原料贸易，虽然收入规模大，但由于毛利率很低，对公司盈利贡献小，2018-2020 年化工原料及产品贸易业务收入分别为 389.89 亿元、315.15 亿元和 145.89 亿元，其中 2020 年减少主要因舟山炼化项目投产公司优先满足自身原材料供应而减少对外贸易，同期毛利率分别为 0.55%、1.21% 和 0.61%。此外，公司房地产业务和热电业务

收入规模相对很小，仅作为主营业务外的补充，其中房地产业务主要在萧山、宁波、温州苍南等地区开发住宅项目，在建和在售规模不大。

2021 年第一季度，随着舟山炼化项目一期工程产能充分释放，该公司营业收入同比增长 56.33%至 357.11 亿元，毛利率同比上升 4.02 个百分点至 23.22%。

A. 石化行业

1. 炼油产品

该公司炼油产品包括成品油，包括汽油、柴油、航空煤油和低硫燃料油。舟山炼化项目一期工程 2,000 万吨/年生产线可产出达到国 VI 标准的汽油和柴油并对外销售，并于 2020 年获得商务部赋予的成品油非国营贸易出口资格，成品油销售空间得以拓展；所产航空煤油在 2020 年收到中国民用航空局颁发的航煤技术标准规定项目批准书(CTSOA)，标志着浙石化获得航煤生产、销售资质，将正式进入国内民用航空燃料市场。

原油采购方面，该公司从中东、美洲、欧洲等地区采购原油，其中来自中东的原油占比 80%以上，采用长短约配合和多渠道采购实现原油的稳定供应。公司原油采购价格参照普氏油价，主要供货方是沙特阿拉伯国家石油公司（简称“沙特阿美”），付款方式为信用证。

生产方面，舟山炼化项目为炼化一体化项目，工艺流程配置偏重于化工产品（重化少油），芳烃、乙烯等产能是同业中类似产能的 2-3 倍。一期工程达产后每年可生产 92#汽油 227 万吨、95#汽油 150 万吨、煤油 284 万吨、柴油 172 万吨、PX400 万吨、苯乙烯 120 万吨，以及乙二醇、苯和聚丙烯等 20 多种化工产品。一期工程 2,000 万吨/年炼化一体化项目于 2019 年 12 月打通全流程全面投产，2020 年实现稳定运行。二期工程于 2020 年 11 月将第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）投入运行。

目前该公司成品油的主要销售市场为以浙江省为主的华东地区及华南地区，汽柴油的客户主要为中石化、中石油、中海油等国有大型石化集团，航空煤油及喷气燃料的客户为中国航油和中化石化。公司成品油销售回款方式主要为先款后货或先货后款。2019-2020 年及 2021 年第一季度公司炼油产品销量分别为 53.93 万吨、1,023.26 万吨和 279.33 万吨，分别实现收入 26.21 亿元、276.74 亿元和 92.66 亿元，毛利率分别为 27.07%、25.62%和 25.85%，2020 年以来毛利率下降主要系受成品油市场价格下跌影响。

为促进成品油销售，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”），在浙江省内自建加油站进行成品油销售。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%，截至 2021 年 3 月末实缴资本 20.00 亿元，其中浙石化已出资 8.00 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。同期末浙石油累计已实现运营的加油站 144 座，2020 年和 2021 年第一季度合计销售成品油约 10 万吨。

2. 化工产品

2020 年以前该公司的化工产品仅为芳烃（主要系 PX），由子公司宁波中金石化有限公司（简称“中金石化”）负责经营。中金石化芳烃产能为 200 万吨/年，2018-2019 年芳烃产量分别为 368.57 万吨和 382.40 万吨，销量分别为 367.32 万吨和 382.39 万吨，产销率分别为 99.66% 和 100.00%。由于国内芳烃供不应求，中金石化芳烃产能利用率维持在高位。2018-2019 年中金石化芳烃系列产品分别实现销售收入 190.77 亿元和 178.77 亿元，毛利率分别为 12.80% 和 11.22%。

2019 年末舟山炼化项目一期工程建成投产后，该公司新增 400 万吨/年 PX、140 万吨/年乙烯、170 万吨/年纯苯、120 万吨/年苯乙烯、90 万吨/年乙二醇的生产能力，以及产能不等的聚乙烯、聚丙烯、丙烯晴等 20 多种炼化产品，化工产品多样性大幅提高，全产业链优势明显，截至 2020 年末公司 PX、苯乙烯和乙二醇产能约占国内同类产品总产能的 21.5%、10.0% 和 4.5%。

图表 8. 2018 年以来公司化工产品产销情况

年度	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能 利用率	销量 (万吨)	产销率	销售均价 (元/吨)
2018 年	200	368.57	184.29%	367.32	99.66%	5,193.39
2019 年	200	382.40	191.20%	382.39	100.00%	4,674.99
2020 年	200+X	1,200.47	-	1,019.41	84.92%	-
2021 年第一季度	200+X	278.32	-	227.70	81.81%	-

资料来源：荣盛控股

注：2018-2019 年数据均为中金石化芳烃系列数据；2020 年及以后产能在中金石化基础上增加浙石化产能，浙石化化工产品品类众多，且产能根据市场需求动态变化，故总产能不做统计。

舟山炼化项目装置规模大，可形成较大的规模优势，有利于该公司控制生产成本。2020 年在舟山炼油项目一期工程投产的带动下，公司产出化工产品 1,200.47 万吨，当期化工产品总销量为 1,019.41 万吨，实现销售收入 418.12 亿元。毛利率方面，在新冠疫情及国际原油价格大幅下跌双重影响下，化工产品价格有所下降，但在新增产能与产业链优势的助力下，公司化工产品毛利率较上年大幅上升 17.47 个百分点至 28.69%。

该公司化工产品销售大部分外销，小部分自用，主要销售区域在华东地区。其中，芳烃系列产品主要销售给浙江逸盛石化有限公司（简称“浙江逸盛”，截至 2021 年 3 月末公司持股 30%）和中国石化化工销售有限公司华东分公司；公司化工产品属于大宗商品，价格随市场走势波动，销售回款模式基本为款到发货。

3. 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。公司 PTA 产能沿海岸线从北到南布局于辽宁大连、浙江宁波和海南洋浦，分别对应子公司逸盛大石化有限公司（简称“逸盛大化”，截至 2021 年 3 月末公司持股 59.22%）、联营企业浙江逸盛和海南逸盛石化有限公司（简称“海南逸

盛”，截至 2021 年 3 月末公司持股 42.50%)，截至 2021 年 3 月末上述 3 家公司 PTA 年产能分别为 600 万吨/年、540 万吨/年和 210 万吨/年，合计占国内 2020 年末 PTA 总产能的 22.55%。公司 PTA 生产线运行较好，产能利用率近三年一期均保持在 85%以上，高于行业平均水平。

图表 9. 公司 PTA 产销情况（单位：万吨，元/吨）

PTA	产能	产量	产能利用率	自用	销量	产销率	销售均价
2018 年	600	532.62	88.77%	132.67	397.79	99.46%	5,566.76
2019 年	600	554.61	92.44%	145.84	404.64	98.99%	4,947.36
2020 年	600	553.01	92.17%	161.25	394.55	100.71%	3,229.11
2021 年第一季度	600	145.95	97.30%	40.60	103.54	98.28%	3,458.88

资料来源：荣盛控股

注 1：2021 年第一季度产能利用率已年化

注 2：产销率=100%*销量/（产量-自用）

该公司生产的 PTA 销售以外销为主，近三年一期 PTA 自用比例均小于 30%，主要用于进一步加工成聚酯化纤产品。外销的 PTA 产品价格随行就市，收入受市场价格波动影响较大，2018-2020 年及 2021 年第一季度收入分别为 221.44 亿元、200.19 亿元、127.41 亿元和 35.81 亿元。同期，公司 PTA 业务毛利率分别为 7.47%、8.11%、6.94%和 1.21%。2018 年下半年以来，受原油市场价格影响，原料价格下跌，而 PTA 市场价格降幅较小，PTA 毛利率持续上升，2019 年公司 PTA 毛利率升至 8.11%。2020 年受疫情和原油价格下降影响，PTA 销量和销售价格均下降，导致收入较上年减少 36.36%，毛利率同比下降 1.17 个百分点；2021 年第一季度公司 PTA 销售量增长 15.52%，但由于销售价格较上年同期下滑，收入仅同比增长 3.33%。公司 PTA 下游客户集中度较高，2020 年与 2021 年第一季度前五大客户合计销量分别占总销售量的 43.29%和 41.77%。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。公司 PTA 产品在市场上认可度较高，近年来产销率持续较高。

在原材料采购方面，该公司生产每万吨 PTA 约耗用 0.65-0.66 万吨 PX。目前逸盛大化与各供应商按年签订芳烃采购协议，采购合同以定量浮价的方式确定交易金额，即约定一定期间内的采购数量，以市场价格为基准进行结算。

B. 聚酯化纤行业

该公司聚酯化纤产品以聚酯涤纶产品为主，辅以少量的薄膜产品，主要产能集中于本部及其下属子公司浙江盛元化纤有限公司、浙江永盛科技有限公司。经过多年发展，公司聚酯产业链相对完整，目前拥有 5 套聚酯-纺丝-加弹一体化生产线，设计产能为 PET130 万吨/年、FDY 及 POY 合计 94 万吨/年、DTY35 万吨/年，产能利用率超过 85%，产销率超过 90%。公司聚酯薄膜产能 25 万吨/年，2020 年产能利用率为 157.32%。2020 年子公司逸盛大化多功能聚

酯切片项目投产，新增瓶片产能 100 万吨/年。

随着行业内新产能投放以及落后产能退出，聚酯化纤行业供需情况已基本稳定。2018-2020 年，该公司聚酯化纤业务分别实现收入 110.28 亿元、102.74 亿元和 101.18 亿元，总体尚属稳定。2020 年下游纺织行业在新冠疫情冲击较大，行业开工率大幅降低，聚酯化纤市场萎靡，公司各聚酯化纤产品成交量减少，随着国内疫情逐步缓和后市场需求逐步回暖，但聚酯化纤产品价格仍有所下跌，全年该业务收入微降 1.52%。2018-2020 年公司聚酯化纤业务毛利率分别为 8.80%、8.61%和 8.71%，盈利空间较为稳定，其中 2020 年毛利率小幅上升主要得益于公司一体化产业链对原料成本的控制。2021 年第一季度，聚酯行业景气度进一步回升，公司聚酯化纤产品产销同比均增长，大部分产品销售价格上涨，2021 年第一季度聚酯化纤行业实现营业收入 30.50 亿元，同比增长 98.19%。分产品看，聚酯切片因逸盛大化瓶片项目投产，相应营业收入增长 464.52%；涤纶长丝与薄膜系列营业收入分别同比增长 61.29%和 19.40%，主要系销售量及价格增长。聚酯化纤产品整体毛利率同比上升 2.25 个百分点至 14.54%，主要系聚酯切片项新产能投放，技术与成本优势体现所致。

图表 10. 公司聚酯化纤产品产销情况（单位：万吨、元/吨、万元）

2020 年度						
产品名称	产量	自用	销量	销售均价	销售收入	收入增长率
PET	181.97	97.37	70.57	4,479.00	316,081.63	143.41%
DTY	38.82	0.17	37.21	6,412.30	238,631.56	-20.41%
FDY	52.17	0.11	51.45	5,364.95	276,000.04	-27.71%
POY	45.28	38.30	3.47	4,439.61	15,421.77	134.99%
薄膜系列	39.75	15.32	23.38	7,088.13	165,706.19	-20.04
2021 年第一季度						
产品名称	产量	自用	销量	销售均价	销售收入	收入增长率
PET	48.90	24.10	24.61	4,789.04	117,863.16	464.52%
DTY	10.07	0.07	8.04	7,897.02	63,498.14	61.29%
FDY	12.98	0.04	10.45	6,437.58	67,255.12	33.19%
POY	11.18	9.90	1.03	5,651.90	5,799.65	643.08%
薄膜系列	11.48	4.58	5.93	8,527.93	50,590.05	19.40%

资料来源：荣盛控股

该公司聚酯化纤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。2020 年及 2021 年第一季度公司分别从逸盛大化采购 PTA 178.79 万吨和 23.85 万吨，金额（去税，下同）分别为 57.44 亿元和 8.65 亿元；从浙江逸盛分别采购 PTA 15.90 万吨和 6.00 万吨，金额分别为 4.95 亿元和 2.14 亿元。聚酯产品的另一种主要原料 MEG 主要从中东进口，主要供应商为沙伯亚太有限公司（简称“沙伯亚太”），同期 MEG 采购量分别为 88.49 万吨和 28.69 万吨，采购金额分别为 28.00 亿元和 12.65 亿元，其中分别采购自沙伯亚太 31.96 万吨和 9.93 万吨，金额分别为 10.17 亿元和 4.47 亿元。2021 年以来上述两种商品的价格持续上涨，对公司原材料采购管理提出更高要求。

该公司聚酯化纤产品销售模式以直销为主、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。

C. 房地产开发板块

该公司房地产开发业务由杭州盛元房地产开发有限公司以及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。2020 年公司在售房地产项目主要包括温州瑞和家园商业综合体、天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第二批、天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第三批等。2020 年公司房地产结转销售收入 31.24 亿元，结转收入主要来自梁祝天逸湾二期和温州银和中央公园，由于结转项目拿地成本较高，业务毛利率较上年末下降至 9.75 个百分点至 48.79%。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 2021 年 3 月末公司房地产项目整体去化率在 80%左右。

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，2020 年 8 月公司以 1.24 亿元拍得温州藻溪镇百丈井 A-8-1 地块，规划建筑面积 7.51 万平方米，土地性质为商住用地，具体开工时间尚未确定。截至 2021 年 3 月末，公司土地储备总面积约为 25.18 万平方米。

图表 11. 公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	性质	规划面积	去化率	总投资	累计投资额	累计销售面积	累计回笼资金	销售均价
温州瑞和家园	住宅	20.72	100%	13.43	12.99	11.40	11.20	1.07
	商铺（底商）		100%				0.78	1.59
	商铺（商业综合体）		25.01%				0.60	1.46
温州瑞和家园二期	住宅	0.42	97.06%	0.56	0.42	0.41	0.60	1.47
	商铺	0.03	100%			0.03	0.05	1.94
温州银和中央公园	住宅	10.29	98.96%	15.33	13.56	7.53	8.84	1.21
	商铺		94.36%			5.23	6.92	1.35
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第一批	住宅	5.36	92.70%	5.36	1.30	1.65	1.20	0.83
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第二批	住宅		85.79%		1.35	1.71	1.60	0.97
天悦湾滨海度假村 A 区（商业公寓）第三批	住宅		3.96%		0.97	0.05	0.08	1.49
梁祝天逸湾一期第二批（高层）	住宅	4.64	100%	8.00	7.76	4.64	4.72	1.00
梁祝天逸湾一期第二批（别墅）	住宅	1.71	96.68%			1.60	4.08	2.63
梁祝天逸湾二期（高层）	住宅	7.65	98.39%	8.00	7.28	7.52	15.81	2.10

项目名称	性质	规划面积	去化率	总投资	累计投资额	累计销售面积	累计回笼资金	销售均价
梁祝天逸湾二期(联排)	住宅	1.16	81.87%			0.95	3.24	3.49
苍南·新天和家园 44 地块(住宅)	住宅	10.60	97.63%	7.20	5.12	7.53	8.62	1.21
苍南·新天和家园 40 地块(住宅)	住宅	7.96	93.38%	5.73	4.09	5.23	6.92	1.35
蓝爵国际中心(住宅)	住宅	22.26	100%	19.43	19.40	10.59	15.25	1.80
蓝爵国际中心(写字楼)	写字楼		21.65%				4.01	2.35
慧谷花园	住宅	25.24	100%	13.90	13.90	17.91	17.38	0.89
绅园住宅小区	住宅	6.89	100%	3.85	3.85	5.40	3.99	0.60
逸盛元天都城 18#地块	住宅	35.80	-	17.28	0.83	-	-	-
逸盛元天都城 19#地块	住宅	34.14	-	16.48	1.32	-	-	-
逸盛元天都城 20#地块	住宅	29.02	52.00%	15.17	13.01	11.18	5.35	1.43

资料来源：荣盛控股（截至 2021 年 3 月末）

D. 热电板块

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 12. 公司热电业务经营情况（单位：万千瓦时、万吨）

名称	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
发电	29,020.00	29,148.00	27,264.00	8,783.00
供气	163.81	185.36	156.00	46.00

资料来源：荣盛控股

2018-2020 年及 2021 年第一季度该公司热电工业实现收入分别为 4.47 亿元、4.67 亿元、4.86 亿元和 1.48 亿元，毛利率分别为 20.62%、26.22%、24.93% 和 25.02%。近年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整体有所上升。

E. 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，2020 年以来公司增加了对浙石油、杭州滨江盛元房地产开发有限公司（简称“滨江盛元房产”）、浙江德荣化工有限公司（简称“德荣化工”）等企业的投资，截至 2021 年 3 月末公司长期股权投资余额为 104.90 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，2020 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石油，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，主要负责公司原材料的进口和产品的销售。

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”）9.71%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盛元房产、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。

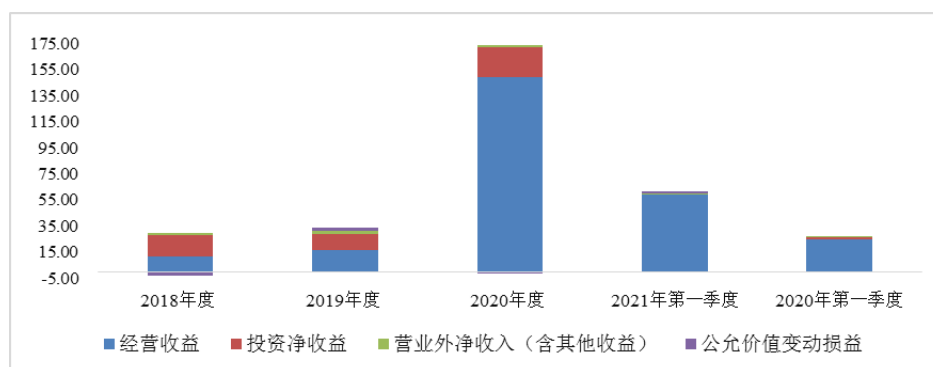
图表 13. 公司重要的合营或联营企业基本情况（单位：%、亿元）

合营或联营企业名称	主营业务	2021 年 3 月末持股比例	2021 年 3 月末公司持有的权益余额	2020 年度净利润（全口径）
浙江逸盛石化有限公司	PTA	30.00	26.81	10.96
海南逸盛石化有限公司	PTA	50.00	17.94	9.83
浙江省石油股份有限公司	石油产品销售	40.00	3.71	-
浙江逸盛新材料有限公司	贸易、PTA	50.00	10.23	-
宁波恒逸贸易有限公司	进出口贸易	30.00	2.83	6.79
浙江萧山农村商业银行股份有限公司	金融服务	9.71	15.60	15.22
浙江石化新奥（舟山）燃气有限公司	贸易	40.00	0.18	-
浙江鼎盛石化工程有限公司	建筑安装	50.00	0.16	-
浙江德容化工有限公司	生产制造	50.00	3.43	-
舟山市浙石化舟港拖轮有限公司	货运	50.00	0.51	-
浙江镇石港口服务有限公司	货运	50.00	0.16	-
浙江省成品油贸易有限公司	贸易	50.00	0.10	-
杭州滨江盛元房地产开发有限公司	房地产开发	50.00	11.13	1.48

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

（2）盈利能力

图表 14. 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。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司形成了以经营收益为主，投资收益为重要补充的盈利结构。随着舟山炼化项目一期产能逐渐释放，2020 年公司毛利率快速提升，带动毛利呈跳跃性增长。当年炼油产品和化工产品的毛利占总毛利的比例较高，两者占比分别为 30.63%和 51.83%，而 PTA 和聚酯化纤产品毛利占比分别为 3.82%和 3.81%。2021 年第一季度，上述四类产品的毛利占比分别为 28.89%、62.09%、0.52%和 5.35%。

图表 15. 公司营业利润结构分析（单位：亿元、%）

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	967.49	880.05	1,141.27	357.11	228.43
营业毛利（亿元）	59.78	66.50	231.47	82.92	43.86
期间费用率（%）	4.70	4.82	4.61	5.51	5.43
其中：财务费用率（%）	2.11	1.84	1.97	3.68	3.41
全年利息支出总额（亿元）	32.28	47.96	63.04	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	12.40	33.02	23.22	-	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司近三年一期的期间费用分别为 45.43 亿元、42.42 亿元、52.65 亿元和 19.67 亿元。其中管理费用（含研发费用）分别为 16.43 亿元、17.15 亿元、27.96 亿元和 6.03 亿元，2020 年明显增长主要系舟山炼化项目一期投产后相关费用增加；同期销售费用分别为 8.59 亿元、9.06 亿元、2.22 亿元和 0.50 亿元，2020 年起公司将运输保险费调整至营业成本，故当年与 2021 年第一季度销售费用同比明显减少。同期财务费用则呈波动状况，分别为 20.41 亿元、16.21 亿元、22.47 亿元和 13.14 亿元，主要是舟山炼化项目开工后公司银行借款规模持续扩大。近三年一期公司期间费用率分别为 4.70%、4.82%、4.61% 和 5.51%，总体看费用控制情况较好。公司经营收益持续增长，2018-2020 年和 2021 年第一季度分别为 11.55 亿元、16.19 亿元、149.63 亿元和 59.52 亿元。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益	16.20	12.94	22.45	-0.07	1.60
其中：理财产品	0.02	0.02	0.001	-	-
联营/合营企业	13.48	12.15	11.21	0.73	0.41
期货及远期外汇	1.30	0.40	2.37	-0.78	0.54
委托贷款收益	0.35	0.29	0.37	0.12	0.06
营业外收入&其他收益	2.29	2.07	2.03	0.35	0.28
其中：政府补助	2.03	1.96	1.96	0.31	0.26
公允价值变动损益	-3.38	2.17	-1.27	1.95	-0.59

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资净收益分别为 16.20 亿元、12.94 亿元、22.45 亿元和 -0.07 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主打产品为 PTA，海南逸盛主打产品为瓶片，近年盈利状况良好，和浙江萧山农村商业银行股份有限公司⁶（简称“萧山农商行”）一起为公司贡献了较大的投资收益；2021 年第一季度投资收益为负主要系子公司大连逸盛期货平仓收益下降。同期，公司营业外净收入与其他收益合计分

⁶ 该公司持有萧山农商行 9.71% 的股份，并在萧山农商行董事会中派有代表，享有实质性的参与决策权，可以通过该代表参与萧山农商行财务和经营政策的制定，达到对其施加重大影响。

别为 2.29 亿元、2.07 亿元、2.03 亿元和 0.35 亿元，主要是政府补助。公司为对冲主要原材料和产品的价格波动风险，开展期货及远期外汇结售汇合约交易，同期公司公允价值变动损益分别为-3.38 亿元、2.17 亿元、-1.27 亿元和 1.95 亿元，其中 2018 年产生大额损失主要系当年四季度原材料期货价格大幅下跌造成损失所致，2021 年第一季度增加主要系子公司大连逸盛大宗商品期货对冲交易浮动收益增加。

总体来看，该公司整体盈利能力较好，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司净利润分别为 22.10 亿元、30.95 亿元、136.78 亿元和 46.63 亿元。随着舟山炼化项目一期工程完全投产，公司全产业链优势得到体现，2020 年业绩明显提升，随着舟山炼化项目二期第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）于 2020 年 11 月 2 日正式投产。

(3) 运营规划/经营战略

自 2017 年起，该公司投资重点为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，其中一期建设拥有 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年 PX、140 万吨/年乙烯的生产能力。项目建设主体为控股子公司浙石化，计划投资总额 1,730.85 亿元人民币，其中一期投资 901.56 亿元，二期投资 829.29 亿元。项目完全建成后，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，极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。一期已于 2019 年末完全投产；二期截至 2020 年末已投资 676.38 亿元，第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）于 2020 年 11 月 2 日正式投产，目前二期工程正在按计划稳步推进中。

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，期限从 2018 年起至 2030 年止共 12 年（含宽限期 2 年），每季还款一次；项目二期的银团贷款融资规模为 527 亿元，贷款期限为从首笔贷款资金的提款日/生效日起至 2032 年 11 月 15 日止，共计 12 年，分年还款，每半年还款一次。权益融资方面，子公司荣盛石化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；2020 年 9 月，荣盛石化完成向 19 名特定投资者非公开发行股票 459,242,250 股，每股发行价格为 17.42 元，募集资金净额 79.60 亿元，募集资金将全部用于舟山炼化项目二期建设。

该公司还有一些在建项目，如年产 25 万吨功能性聚酯薄膜扩建项目、年产 20 万吨差别化纤维技改项目等，总投资规模约 25.50 亿元，投融资规模较小，截至 2021 年 3 月末尚需投入 15.61 亿元。

在环保改造提升方面，2018-2020 年该公司累计投入 48.09 亿元用于环保技改，其中在废气治理投资 18.39 亿元，在废水处理投资 23.73 亿元。预计公司未来仍将有一定额度的环保投入。

另外，该公司参股的浙石油注册资本为 110.00 亿元，目前实缴资本 20.00 亿元，其中公司已出资 8.00 亿元。按公司 40% 的参股比例，在浙石油规模完全形成之前，公司还需投入一定资金。

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，实控人仍为李水荣先生。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。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，公司法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。截至 2021 年 3 月末，李水荣先生持有公司股权比例为 60.88%，仍为公司控股股东与实际控制人。公司产权状况详见附录一。

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 等。2020 年公司关联购销金额分别为 13.88 亿元和 103.25 亿元，因舟山炼化项目一期投产，公司芳烃销售大幅增加，该项关联销售预计将持续。公司关联采购的主要商品为原油、煤、设备材料、PTA 等，关联销售的主要产品为芳烃、成品油等大宗商品，均有明确的市场价格可参照。

图表 17. 2020 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（亿元）
应收票据	供应生产原料票据结算	0.05
其他应收款	向关联方提供委托贷款和往来款	16.52
应付账款	向关联方采购商品或服务	140.05
合同负债及其他流动负债	向关联方销售商品或服务	5.13
其他应付款	关联方提供资金拆借	4.66

注：根据荣盛控股 2020 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，包括公司对联营企业提供的委托贷款或资金拆借。2020 年，子公司逸盛大化向联营企业逸盛新材料提供委托贷款 10 亿元，期限为 1 年，年利率 4.785%，当年收取委托贷款利息 2,195.52 万元，截至 2020 年末余额为 10 亿元，经公司单项测试该款项收回不存在风险。子公司浙石化向联营企业新奥（舟山）提供借款 2,000 万元，当年计收资金占用费 58.09 万元，截至 2020 年末余额为 2,000 万元。子公司中金石化向联营企业浙江镇石港口服务有限公司拆出资金 500.00 万元，当年计收资金占用费 4.40 万元，截至 2020 年末余额为 350.00 万元。

截至 2021 年 3 月末该公司为关联方提供担保金额为 88.23 亿元，被担保对象主要为参股企业德荣化工（28.34 亿元）、海南逸盛（22.66 亿元）、浙江

恒逸集团有限公司（4.48 亿元）及其子公司恒逸石化（2.80 亿元）、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，11.03 亿元）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。

根据该公司 2021 年 05 月 14 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 2021 年 05 月 31 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

舟山炼化项目的建设导致该公司近年来刚性债务规模快速上升，但公司权益融资渠道畅通，且舟山炼化项目一期投产后效益体现经营积累显著增加，资产负债率从 2020 年起开始下降，各项偿债指标提升。目前公司债务期限结构合理，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良好保障。随着舟山炼化项目二期工程建设进入尾声，公司未来投融资规模或将收缩。

1. 数据与调整

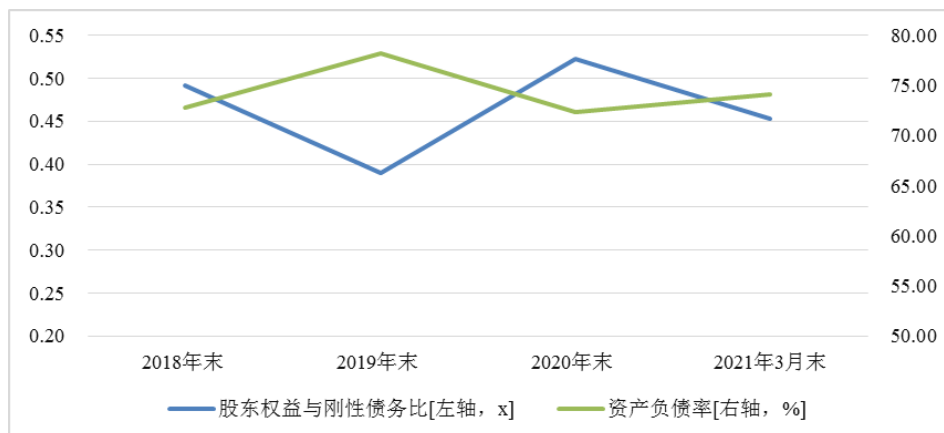
立信中联会计师事务所有限公司对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，并根据财政部对相关准则的修订及时变更相关的会计政策。

2020 年该公司合并范围减少 6 家子公司，其中通过协议转让处置 1 家子公司，吸收合并 1 家子公司，注销 4 家子公司；新设立 6 家子公司。2021 年第一季度新增 1 家子公司，截至 2021 年 3 月末公司合并范围内合计 68 家子公司。上述增减的子公司资产及经营规模相对较小，对公司财务状况的影响有限。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 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。

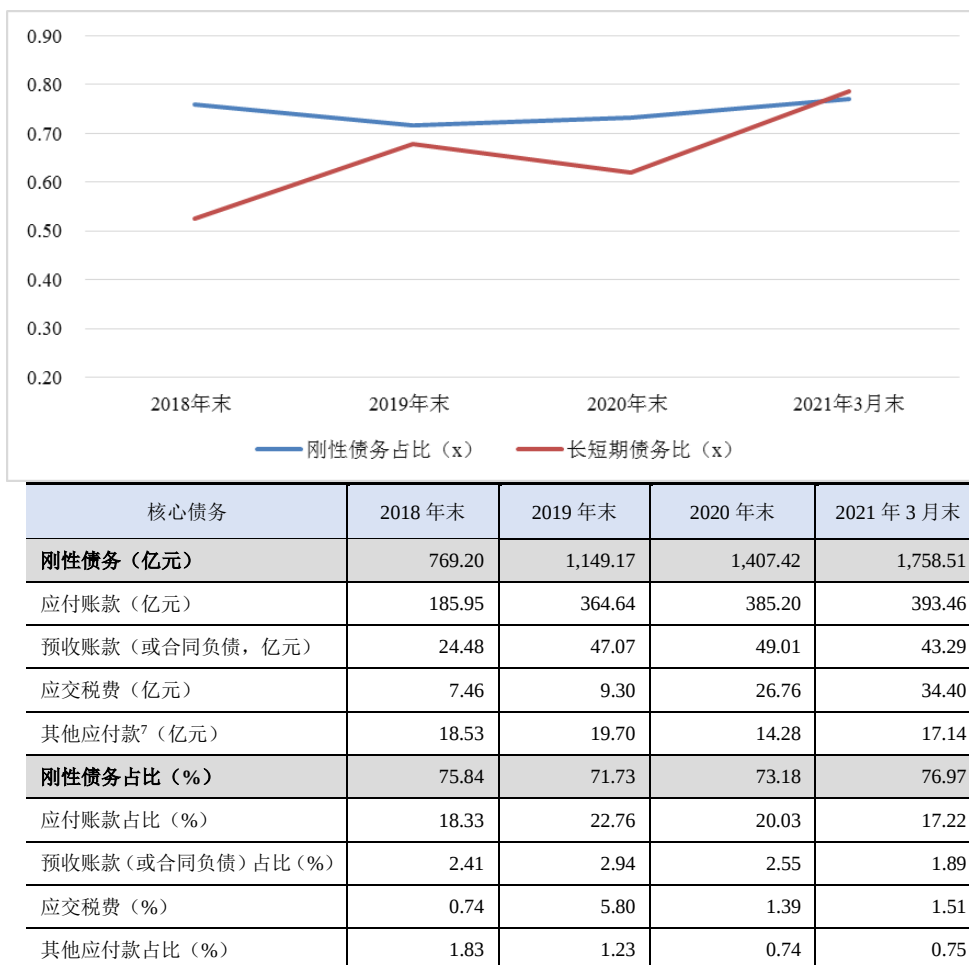
随着舟山炼化项目的建设，近年来该公司刚性债务持续扩张，带动负债总额增长，2018-2020 年及 2021 年 3 月末公司负债总额分别为 1,014.25 亿元、1,602.11 亿元、1,923.35 亿元和 2,284.62 亿元。随着舟山炼化项目一期投产经营积累增加，公司资产负债率总体有所下降，同期末分别为 72.82%、78.17%、72.34%和 74.15%。

近年来该公司经营效益较好，同时通过引入新股东，及子公司荣盛石化定向增发股票，使权益资本实力持续增强，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末所有者权益分别为 378.59 亿元、447.53 亿元、735.55 亿元和 796.28 亿元。2018 年 7 月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），用于浙石化舟山炼化项目建设，按持股比例公司增加资本公积 22.84 亿元；2019 年 12 月公司新增股东西部信托，西部信托出资 2.00 亿元认购公司新增 800 万元注册资本，剩余计入 19,200 万元资本公积，资本公积增至 50.64 亿元；2019 年公司新增股东浙江金毅，浙江金毅出资 6.60 亿元认购公司新增 2,666.40 万元注册资本，剩余 63,333.30 万元计入资本公积，至 2019 年末公司实收资本和资本公积分别增至 8.35 亿元和 56.93 亿元。2020 年 9 月荣盛石化非公开发行股票完成，募集资金净额 79.60 亿元（其中 4.59 亿元计入实收股本，其余计入资本公积），按持股比例公司增加资本公积 38.26 亿元；舟山炼化项目一期投产经营效益体现，当年年末未分配利润比上年末增加 43.13 亿元；少数股东权益比上年末增加 206.95 亿元。截至 2020 年末公司所有者权益较上年末增长 64.36%。2018-2020 年末和 2021 年 3 月末公司股东权益与刚性债务比分别为 0.49、0.39、0.52 和 0.45，随债务增加，股东权益对刚性债务的覆盖程度先降后升。

目前，该公司舟山炼化项目二期建设已基本完成，舟山炼化项目效益逐步体现，未来两年投融资规模较小，债务规模或将收缩。

(2) 债务结构

图表 19. 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。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

该公司负债偏重于短期，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末公司长短期债务比分别为 0.53、0.68、0.62 和 0.79。自 2018 年以来，舟山炼化项目投资规模大幅增加，融资方式以长期借款为主，公司债务期限结构逐步改善，长短期债务比总体呈上升趋势。

该公司负债结构以刚性债务为主，2018-2020 年末刚性债务占总负债的比重分别为 75.84%、71.73%和 73.18%。除此之外，应付账款、预收款项及其他应付款规模相对较大。应付账款主要系应付材料采购款和设备购置款，2020 年末较上年末增长 5.64%至 385.20 亿元；同期末预收账款与合同负债为 49.01 亿元，较上年末增长 4.13%，其中预收房地产项目销售款 20.22 亿元、预收货款 28.52 亿元、预收租金 0.25 亿元；其他应付款为 14.28 亿元，主要由三元控股等关联方的暂借款构成。2021 年 3 月末，随着舟山炼化项目二期银团贷款开始提款，公司刚性债务占负债总额比重升至 76.97%；因部分产品销售订单交付，预收账款与合同负债减少 11.67%；应交税费因浙石化应交税费增加

⁷ 不包括应付利息及应付股利。

而增长 28.55%；其他应付款因往来款和已结算尚未支付的经营费用增加而增长 20.01%。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	424.23	507.99	700.92	783.33
其中：短期借款	271.37	322.58	493.58	518.60
一年内到期长期借款	42.14	72.65	116.84	125.15
交易性金融负债	3.53	0.24	0.16	1.26
应付票据	49.07	49.59	38.80	46.25
应付利息	3.12	-	-	-
其他流动负债	55.00	62.93	51.56	92.07
中长期刚性债务合计	344.97	641.18	706.50	975.17
其中：长期借款	310.18	593.92	645.60	929.82
应付债券	34.79	47.27	60.90	45.36
综合融资成本（年化，%）	5.49	5.00	4.93	-

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，综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]*100%。

随着舟山炼化项目建设的推进，该公司刚性债务规模持续扩大，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末刚性债务总额分别为 769.20 亿元、1,149.17 亿元、1,407.42 亿元和 1,758.51 亿元，其中短期刚性债务分别为 424.23 亿元、507.99 亿元、700.92 亿元和 783.33 亿元。具体来看，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、其他流动负债等构成。2020 年末，短期借款为 493.58 亿元，以保证借款为主，较上年末增加 171.00 亿元，主要系公司生产规模扩大流动资金贷款需求增加，另外短期借款中有美元与欧元债务，期末折算人民币余额分别为 95.68 亿元和 12.19 亿元，面临一定的汇兑损益风险；应付票据为 38.80 亿元，全部为银行承兑汇票，较上年末减少 21.76%；一年内到期的长期借款较上年末增加 44.19 亿元至 116.84 亿元，主要系子公司浙石化部分长期借款即将到期转入所致；公司的其他流动负债系核算短期融资券、一年内到期的公司债等债务融资工具，2020 年末为 51.56 亿元。其他短期刚性债务由期货市场衍生品和应付利息组成，规模较小。2021 年 3 月末，公司短期刚性债务较上年末增加 82.41 亿元，其中短期借款增加 25.02 亿元，一年内到期的长期借款增加 8.31 亿元，其他流动负债因公司续发多期超短期融资券以及“16 荣盛 01”（6.00 亿元）、“17 荣盛 01”（9.00 亿元）即将到期转入流动负债科目综合影响而净增加 40.51 亿元。

2018-2020 年末该公司中长期刚性债务分别为 344.97 亿元、641.18 亿元和 706.50 亿元，以长期借款为主。2020 年末长期借款为 645.60 亿元，较上年末增加 51.68 亿元，主要为用于舟山炼化项目建设的银团贷款；因“20 荣

盛 MTN001”（6.00 亿元）与荣盛石化“20 荣盛 G1”（10.00 亿元）、“20 荣盛 G2”（10.00 亿元）两期绿色公司债成功发行及“19 荣盛 MTN003”（7.00 亿元）即将到期转入一年内到期的流动负债科目，应付债券净增加 13.63 亿元至 60.90 亿元。2021 年 3 月末，公司中长期刚性债务较上年末增加 284.22 亿元至 929.82 亿元，其中长期借款因银团贷款陆续提款而增加 284.22 亿元，因“16 荣盛 01”与“17 荣盛 01”（9.00 亿元）将于一年内到期转入流动负债科目，应付债券减少 15.54 亿元。

截至 2021 年 3 月末，该公司银行借款合计 1,573.57 亿元，借款以银团借款为主，借款期限长，利率区间在 5%左右。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业周期（天）	47.41	108.29	129.89	-	-
营业收入现金率（%）	108.83	117.06	127.73	97.55	118.98
业务现金收支净额（亿元）	74.97	19.71	207.07	49.22	-12.35
其他因素现金收支净额（亿元）	-12.91	-18.26	-24.46	-18.43	-3.16
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	62.06	1.45	182.62	30.79	-15.51
EBITDA（亿元）	65.62	70.60	268.41	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.07	0.21	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.03	1.47	4.26	-	-

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。

2018-2020 年该公司营业周期分别为 47.41 天、108.29 天和 129.89 天。2019-2020 年因舟山炼化项目一期和二期投产备料带动存货同比显著增加，导致近两年营业周转速度明显下降，预计随着新增产能释放产品完成销售，公司营业周期将缩减。公司炼油化工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，整体资金回笼情况良好，2018-2020 年及 2021 年第一季度公司营业收入现金率分别为 108.83%、117.06%、127.73%和 97.55%，2021 年第一季度有所下降主要系票据结算增加。

2018-2020 年及 2021 年第一季度该公司经营性现金净流量分别为 62.06 亿元、1.45 亿元、182.62 亿元和 30.79 亿元。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，经营性现金净流量较上年增长 21.20%；2019 年公司 PTA、涤纶长丝等主营业务收到的现金数额有所增加，但 5 月起舟山炼化项目开始投料生产，需储备石油等原材料，导致当年经营性现金流出大幅增加；2020 年舟山炼化项目一期产能充分释放，销售回款良

好，当年经营性净现金流同比显著增加；2021 年第一季度公司经营性现金净流量延续了上年的良好态势。

该公司盈利情况持续向好，EBITDA 持续增长。公司 EBITDA 中利润总额和固定资产折旧占比较大，2020 年末两者占比分别为 64.39%和 20.15%。2020 年随业绩显著提升，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度明显提升。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-3.58	-8.31	-10.52	0.52	-8.21
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	-372.18	-381.70	-564.06	-180.52	-100.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-22.75	12.40	-6.94	-1.96	-1.52
投资环节产生的现金流量净额	-398.30	-377.59	-581.50	-181.96	-110.51

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司新建、扩建生产线等活动导致投资环节现金处于大额净流出状态。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -398.30 亿元、-377.59 亿元、-581.50 亿元和 -181.96 亿元。随舟山炼化项目建设的投入，公司投资环节大额净流出，但随着该项目逐步建成转固，公司未来投资力度将有所下降。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
权益类净融资额	83.17	39.48	152.92	12.45	12.00
债务类净融资额	285.65	334.94	223.54	321.08	147.16
其中：现金利息支出	27.69	45.60	58.96	16.07	14.65
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-4.71	-5.40	-3.86	-0.18	-2.30
筹资环节产生的现金流量净额	364.12	369.02	372.60	333.35	156.86

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，该公司通过权益和债务融资渠道筹集资金。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资环节现金净流入分别为 364.12 亿元、369.02 亿元、372.60 亿元和 333.35 亿元。权益类融资方面，2018 年主要系荣盛石化增发股票；2019 年主要系新股东出资和浙石化股东增资；2020 年主要系控股子公司荣盛石化完成非公开发行股票和子公司吸收少数股东投资（60.15 亿元）。债务类融资方面，近年的融资主要为满足舟山炼化项目的建设投入和生产投入；其他业务的现金流基本能自行平衡，融资规模很小。随着舟山炼化项目建成转固并产生效益，未来公司投融资规模将有所

下降，资金缺口或将逐步收缩。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产	金额（亿元）	431.96	691.74	655.28	977.28
	占总资产比重（%）	31.01	33.75	24.64	31.72
其中：货币资金（亿元）		163.63	152.89	136.71	324.00
应收账款（亿元）		22.70	23.29	16.82	62.31
预付款项（亿元）		34.23	36.75	37.79	60.70
其他应收款（亿元） ⁸		50.89	50.72	57.40	62.44
存货（亿元）		114.03	326.20	289.35	327.80
其他流动资产（亿元）		41.55	94.62	108.76	122.92
非流动资产	金额（亿元）	960.88	1,357.91	2,003.62	2,103.62
	占总资产比重（%）	68.99	66.25	75.36	68.28
其中：固定资产（亿元）		223.83	726.82	872.76	968.69
在建工程（亿元） ⁹		589.25	431.98	882.00	887.76
长期股权投资（亿元）		69.24	87.95	103.62	104.90
其中：所持浙江逸盛股权（亿元）		18.80	22.85	26.26	26.81
所持海南逸盛股权（亿元）		14.28	15.51	17.53	17.94
期末全部受限资产账面价值（亿元）		627.02	978.32	1,028.60	1,007.19
受限资产账面价值/总资产（%）		45.02	47.73	38.69	32.69

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

随着舟山炼化项目建设的推进，该公司资产规模近年快速增长，2018-2020 年末总资产分别为 1,392.85 亿元、2,049.64 亿元和 2,658.90 亿元。作为重化工企业，公司资产以非流动资产为主，近年非流动资产占资产总额的比重分别为 68.99%、66.25%和 75.36%。

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。2020 年末公司流动资产为 655.28 亿元，其中，货币资金为 136.71 亿元（其中受限货币资金 42.42 亿元），较上年末减少 16.18 亿元，主要因舟山炼化项目持续投入资金所致；预付款项为 37.79 亿元，较上年末比变化不大，主要为海关保证金和逸盛大化预付原料款；其他应收款为 57.40 亿元，包括委托贷款 10.00 亿元（借款方为逸盛新材料）、纸货交易结算款 2.56 亿元、借款保证金 2.17 亿元、应收退税 1.33 亿元及期货保证金 0.87 亿元，较上年末变化不大；存货 289.35 亿元，主要为原材料和房地产业务在建及完工项目，占比分别为 64.85%和 16.53%，较上年末减少 36.85 亿元，主要子公司浙石化在产品减少所致；其他流动资产较上年末增加 14.14 亿元至 108.76 亿元，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。

⁸ 不包括应付股利。

⁹ 包括工程物资。

图表 25. 截至 2020 年末公司其他应收款前五大明细（单位：亿元）

名称	金额	款项性质	账龄
浙江逸盛新材料有限公司	10.00	委托贷款	1 年以内
杭州瀚宸实业投资有限公司	4.14	借款	1 年以内
宁波市自然资源和规划局	3.75	保证金	1 年以内
杭州滨江盛元房地产开发有限公司	1.95	借款	1 年以内
昌江恒盛元棋子湾旅游置业有限公司	1.81	借款	1 年以内
合计	21.64	-	-

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由固定资产、在建工程（包括工程物资）和长期股权投资构成。2020 年末固定资产较上年末增加 145.94 亿元至 872.76 亿元，主要系舟山炼化项目一期炼化生产线投产转固所致；在建工程较上年末增加 450.02 亿元至 882.00 亿元，主要系舟山炼化项目二期建设持续投入及部分设备因检修由固定资产转入所致；长期股权投资为 103.62 亿元，较上年末增加 15.67 亿元，主要系对浙石油、德荣化工和逸盛新材料等追加投资合计 8.47 亿元和浙江逸盛、海南逸盛、萧山农商行等联营企业的投资损益增加所致。

2021 年 3 月末，该公司资产较上年末增长 15.87%至 3,080.90 亿元，其中流动资产增长 49.14%至 977.28 亿元，非流动资产增长 4.99%至 2,103.62 亿元。与上年末相比，变化较大的科目主要是货币资金、应收账款、其他应收款、存货、其他流动资产和固定资产，其中，货币资金增长 136.99%，主要系浙石化银团贷款增加而尚未使用完毕；应收账款增长 270.39%，主要系子公司荣盛新加坡原油贸易业务的应收账款增加；其他应收款增长 8.78%，主要系应收退税增加；存货增长 13.29%，主要系新增产能投产，原材料、半成品及产成品等增加；固定资产增长 10.99%，主要系舟山炼化项目一期部分设备转固，而在建工程新投入和转固规模相当，余额变化不大。

受限资产方面，该公司融资需求大，相应的保证金和资产抵质押规模大，目前资产受限比例较高。2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 1,007.19 亿元，其中货币资金为 43.96 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（含应收款项融资）为 0.29 亿元，用于银行承兑汇票质押。另外，1.04 亿元投资性房地产、813.77 亿元固定资产、122.30 亿元在建工程中和 25.82 亿元无形资产用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	65.01	72.42	55.18	76.39
速动比率（%）	42.69	34.42	27.63	46.03
现金比率（%）	26.35	16.66	12.00	26.24

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理。

该公司为制造型企业，整体流动性偏弱，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末流动比率分别为 65.01%、72.42%、55.18%和 76.39%，同期现金比率分别为 26.35%、16.66%、12.00%和 26.24%。2021 年 3 月末，因货币资金和存货增加而流动负债变化不大，公司流动性指标比年初明显提升。随舟山炼化项目投产后，公司经营性现金流明显好转，货币资金存量增加，对到期债务偿付能力提升。

6. 表外事项

或有负债方面，该公司尚无重大未决诉讼。2021 年 3 月末公司对外担保余额为 88.23 亿元，被担保对象主要为海南逸盛、三元控股集团有限公司（简称“三元控股”）、德荣化工等。海南逸盛及三元控股目前经营情况正常，但担保金额较大，存在一定的待偿风险。

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。2021 年 3 月末本部资产总额为 201.16 亿元；债务总额为 177.63 亿元，其中刚性债务为 159.84 亿元；资产负债率为 88.30%。2020 年及 2021 年第一季度本部分别实现营业收入 52.25 亿元和 20.05 亿元，净利润分别为 1.23 亿元和-1.60 亿元；同期经营活动产生的现金流量净额分别为 3.35 亿元和-28.25 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 2021 年 3 月末，该公司本部持有荣盛石化 413,245.62 万股，持股比例为 61.22%，所持股份市值超过 1,000 亿元，股份未质押；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 2 亿元；持有天原股份 4,418.99 万股，持股比例为 5.66%，市值约 5 亿元，股份未质押。总体来看，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

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。公司正在建设的舟山炼化项目系浙江省重点建设工程，具有战略性地位，能得到多家银行组成的银团贷款支持。截至 2021 年 3 月末公司获得银行授信额度共计 2,460.00 亿元，其中未使用授信额度为 843.06 亿元。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信额度	未使用额度	附加条件/增信措施
全部（亿元）	2,460.00	843.06	信用、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	390.00	2.83	信用、抵押、质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	875.25	323.21	信用、抵押、质押

机构类别	综合授信额度	未使用额度	附加条件/增信措施
其中：大型国有金融机构占比（%）	51.43	38.67	-

资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，实控人仍为李水荣先生。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。

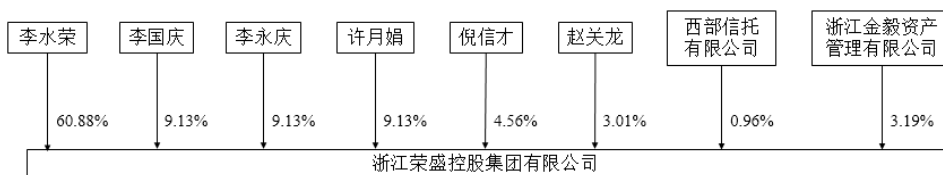
随着 2019 年 12 月舟山炼化项目一期工程完全投产，该公司形成了“原油—芳烃（PX）、烯烃—PTA、MEG—聚酯—纺丝、薄膜、瓶片”一体化产业链，主要产品 PX、PTA、聚酯等产能位于全国前列，规模优势明显，行业地位突出。2020 年随舟山炼化项目一期产能逐渐释放，一体化产业链优势体现，公司盈利明显增长。随着舟山炼化项目二期投产，公司业绩有望进一步提升。

舟山炼化项目的建设导致该公司近年来刚性债务规模快速上升，但公司权益融资渠道畅通，且舟山炼化项目一期投产后效益体现经营积累显著增加，资产负债率从 2020 年起开始下降，各项偿债指标提升。目前公司债务期限结构合理，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良好保障。随着舟山炼化项目二期工程建设进入尾声，公司未来投融资规模或将收缩。

本评级机构将持续关注：（1）该公司新建产能释放风险；（2）炼油、芳烃、PTA、聚酯化纤等化工行业景气度变化；（3）原油与其他大宗商品价格波动风险；（4）即期债务偿付能力；（5）安环风险；（6）公司对外担保企业经营情况。

附录一：

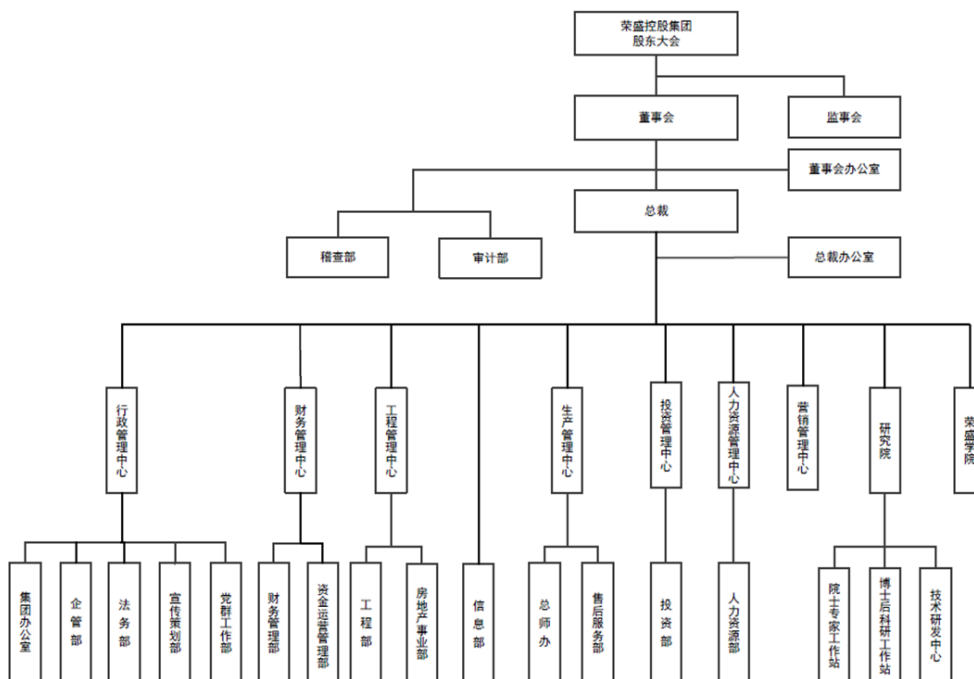
公司与实际控制人关系图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					资产总额	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	-	石化产品生产、销售、贸易、房地产和热电	172.41	25.13	52.25	1.23	3.35	母公司口径
荣盛石化股份有限公司	荣盛石化	核心子公司	61.22	石化产品生产和销售	2,415.15	698.60	1,072.65	133.72	175.07	
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	70.48	32.55	49.14	5.02	1.99	非同一控制下合并

注：根据荣盛控股 2020 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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,392.85	2,049.64	2,658.90	3,080.90
货币资金 [亿元]	163.63	152.89	136.71	324.00
刚性债务[亿元]	769.20	1,149.17	1,407.42	1,758.51
所有者权益 [亿元]	378.59	447.53	735.55	796.28
营业收入[亿元]	967.49	880.05	1,141.27	357.11
净利润 [亿元]	22.10	30.95	136.78	46.63
EBITDA[亿元]	65.62	70.60	268.41	—
经营性现金净流入量[亿元]	62.06	1.45	182.62	30.79
投资性现金净流入量[亿元]	-398.30	-377.59	-581.50	-181.96
资产负债率[%]	72.82	78.17	72.34	74.15
权益资本与刚性债务比率[%]	49.22	38.94	52.26	45.28
流动比率[%]	65.01	72.42	55.18	76.39
现金比率[%]	26.35	16.66	12.00	26.24
利息保障倍数[倍]	1.45	1.01	3.37	—
担保比率[%]	13.77	8.98	10.45	11.08
营业周期[天]	47.41	108.29	129.89	-
毛利率[%]	6.18	7.56	20.28	23.22
营业利润率[%]	2.74	3.78	15.13	17.28
总资产报酬率[%]	4.23	2.81	9.03	—
净资产收益率[%]	6.65	7.49	23.12	—
净资产收益率*[%]	7.46	8.54	22.41	—
营业收入现金率[%]	108.83	117.06	127.73	97.55
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.64	0.18	17.05	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-43.65	-28.75	-22.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.03	1.47	4.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.07	0.21	—

注：表中数据依据荣盛控股经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 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。

附录六：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	3
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	8
		流动性	8
	个体风险状况		2
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录七：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2010 年 12 月 23 日	AA/稳定	覃斌、黄蔚飞	-	报告链接
	评级结果变化	2010 年 12 月 23 日	AA/稳定	覃斌、黄蔚飞	-	报告链接
		2011 年 06 月 15 日	AA/稳定	覃斌、黄蔚飞	-	报告链接
	评级结果变化	2016 年 03 月 09 日	AA/稳定	欧莲珠、石月	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2016 年 07 月 27 日	AA/正面	吴晓丽、石月	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2017 年 03 月 03 日	AA/正面	覃斌、吴迪妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2017 年 06 月 05 日	AA+/稳定	刘云、吴迪妮	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2019 年 07 月 31 日	AA+/稳定	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
		2020 年 06 月 29 日	AAA/稳定	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（基础化工） MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA/稳定	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（基础化工） MX-GS017（2019.8）	-
16 荣盛 01	历史首次评级	2016 年 09 月 12 日	AA	石月、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 基础化工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（基础化工） MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014）	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
					工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	
17 荣盛 01	历史首次评级	2016 年 12 月 30 日	AA	吴晓丽、刘云	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	-
19 荣盛 MTN001	历史首次评级	2018 年 12 月 26 日	AA ⁺	刘云、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	-
19 荣盛 MTN002	历史首次评级	2019 年 03 月 14 日	AA ⁺	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	-
19 荣盛 MTN003	历史首次评级	2019 年 07 月 31 日	AA ⁺	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	-
20 荣盛 MTN001	历史首次评级	2019 年 07 月 31 日	AA ⁺	覃斌、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 基础化工行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021 年 06 月 29 日	AAA	覃斌、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 工业企业评级方法概论(2014) 工业企业评级模型(基础化工) MX-GS017(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。