

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]305 号

恒力石化股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一九年四月二十二日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]305 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对恒力石化股份有限公司和其拟发行的“恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，确定恒力石化股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，债券信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年四月二十二日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与恒力石化股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与恒力石化股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚化学原料和化学制品制造企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由恒力石化股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受恒力石化股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和公司等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 4 月 22 日



恒力石化股份有限公司

公开发行2019年公司债券（第一期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】305号

评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行总额：不超过 50 亿元
(含 50 亿元)

本期发行金额：不超过 10
亿元 (含 10 亿元)

债券期限：3 年，附第 2 年
末投资者回售选择权和公司
票面利率调整选择权

偿还方式：单利按年付息，
到期一次还本

募集资金用途：补充流动资
金

评级时间

2019 年 4 月 22 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

张晨曦 张岳

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3
号兆泰国际中心 C 座 12
层 100600

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力股份”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”全产业链布局，产品间协同效应明显，综合竞争力极强；公司2000万吨/年炼化一体化项目（以下简称“炼化一体化项目”）一次加工能力位居全国前五位、产品结构丰富，项目已打通全流程，随着产能逐步释放公司盈利将大幅增长；公司炼化一体化项目采用沸腾床渣油加氢工艺，可加氢处理重质原油、节省原料成本，同时拥有自建码头及自备电厂，成本优势明显；公司PTA单体产能全球最大、权益产能全国第一，近年PTA毛利润大幅增长，炼化项目投产将提升原材料PX自给率及成本控制能力；公司涤纶长丝产能位居全国前五位，民用丝产品新品率和差异化率高，产品销售收入保持增长，毛利率水平较高；2016年5月和2018年4月，公司两次非公开发行股票合计募集资金86.18亿元，资本实力增强。

同时，东方金诚也关注到，国际原油价格走势不确定性较大，原油价格波动造成公司成本控制难度加大，将对公司盈利稳定性产生一定影响；公司炼化一体化项目推进导致资金需求增加，有息债务规模增长较快、债务负担较重，同时重点项目后续投资规模较大，未来仍将面临较大资本支出压力；公司受限资产规模较大、占总资产比重较高。

综合考虑，东方金诚评定恒力股份主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

评级结果

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AAA

债券概况

发行总额: 不超过 50 亿元
(含 50 亿元)

本期发行金额: 不超过 10 亿元 (含 10 亿元)

债券期限: 3 年, 附第 2 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权

偿还方式: 单利按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 补充流动资金

评级时间

2019 年 4 月 22 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

张晨曦 张岳

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	566.70	655.37	1252.42
所有者权益 (亿元)	164.80	192.74	279.08
全部债务 (亿元)	364.25	396.83	767.12
营业总收入 (亿元)	413.40	474.81	600.67
利润总额 (亿元)	8.51	35.44	41.40
EBITDA (亿元)	43.06	67.44	73.12
营业利润率 (%)	8.85	12.31	12.20
净资产收益率 (%)	3.63	16.70	12.19
资产负债率 (%)	70.92	70.59	77.72
全部债务资本化比率 (%)	68.85	67.31	73.32
流动比率 (%)	92.74	65.25	73.00
全部债务/EBITDA (倍)	8.46	5.88	10.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.89	4.93	2.71
EBITDA/本期发债额度 (倍)	4.31	6.74	7.31

注: 表中数据来源于经审计的 2016 年~2017 年公司备考合并财务报告及 2018 年合并财务报告。本期发债额度按 10 亿元测算。

优势

- 公司完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”全产业链布局, 产品间协同效应明显, 综合竞争力极强;
- 公司 2000 万吨/年炼化一体化项目一次加工能力位居全国前五位、产品结构丰富, 项目已打通全流程, 随着产能逐步释放公司盈利将大幅增长;
- 公司炼化一体化项目采用沸腾床渣油加氢工艺, 可加氢处理重质原油、节省原料成本, 同时拥有自建码头及自备电厂, 成本优势明显;
- 公司 PTA 单体产能全球最大、权益产能全国第一, 近年 PTA 毛利润大幅增长, 炼化项目投产将提升原材料 PX 自给率及成本控制能力;
- 公司涤纶长丝产能位居全国前五位, 民用丝产品新品率和差异化率高, 产品销售收入保持增长, 毛利率水平较高;
- 2016 年 5 月和 2018 年 4 月, 公司两次非公开发行股票合计募集资金 86.18 亿元, 资本实力增强。

关注

- 国际原油价格走势不确定性较大, 原油价格波动造成公司成本控制难度加大, 将对公司盈利稳定性产生一定影响;
- 公司炼化一体化项目推进导致资金需求增加, 有息债务规模增长较快、债务负担较重, 同时重点项目后续投资规模较大, 未来仍将面临较大资本支出压力;
- 公司受限资产规模较大、占总资产比重较高。

主体概况

恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力股份”或“公司”）主要从事 PTA¹、聚酯大类业务（含聚酯切片、民用涤纶长丝、工业涤纶长丝、聚酯薄膜、工程塑料）的生产、研发和销售，同时对外提供电力、蒸汽等产品，已完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”全产业链布局。公司控股股东为恒力集团有限公司（以下简称“恒力集团”），实际控制人陈建华和范红卫夫妇。

恒力股份前身为成立于 1998 年的大连橡胶塑料机械股份有限公司（以下简称“大连橡胶”），并于 2001 年 8 月在上海证券交易所上市，股票代码 600346，股本 10500 万股，主发起人为大连冰山集团有限公司。截至 2015 年末，大连橡胶累计发行股本总数 66778.68 万股，控股股东变更为大连市国有资产投资经营集团有限公司（以下简称“大连国投”），持股比例 41.53%。2015 年 12 月，大连国投获批将所持大连橡胶 20020.25 万股股权协议转让给恒力集团，恒力集团成为大连橡胶控股股东²。2016 年 1 月，大连橡胶通过发行股份和支付现金³的方式获得了江苏恒力化纤股份有限公司（以下简称“恒力化纤”）99.99% 的股份，并将原有业务置出⁴，主营业务变更为 PTA、聚酯大类业务的生产、研发和销售等。2016 年 5 月，大连橡胶变更名称为现名，股票简称变更为“恒力股份”，股票代码仍为 600346。2018 年 1 月，公司以发行股份的方式获得了恒力投资（大连）有限公司（以下简称“恒力投资”）100% 股权和恒力石化（大连）炼化有限公司（以下简称“恒力炼化”）100% 股权，并通过非公开发行 50770 万股募集资金 71.84 亿元作为配套资金。截至 2018 年末，公司总股本为 505278.99 万股，控股股东恒力集团持股 29.72%，恒力集团及其一致行动人共持有公司 75.72% 的股权，陈建华和范红卫夫妇直接和间接持有恒力集团 100% 的股权。

公司控股股东恒力集团主要业务包括 PTA、聚酯类、热电及贸易、坯布、房地产、酒店和金融等业务，其中 PTA、聚酯类、热电是恒力集团利润的主要来源，由公司负责运营。截至 2018 年 9 月末，恒力集团资产总额 1371.38 亿元，所有者权益 357.52 亿元，资产负债率 73.93%。2017 年⁵和 2018 年 1~9 月，恒力集团营业收入分别为 493.41 亿元和 670.27 亿元，利润总额分别为 24.71 亿元和 62.38 亿元。

公司为恒力集团旗下主营 PTA、聚酯大类业务等的核心子公司。截至 2018 年末，公司具有年产 PTA660 万吨、涤纶民用丝 155 万吨、涤纶工业丝 20 万吨、聚酯切片 65 万吨、聚酯薄膜 20 万吨和工程塑料 16 万吨的生产能力，PTA 和涤纶长丝生产规模居于行业前列。公司 PTA 权益产能全国第一，且单体产能全球最大，目前仍有年产 250 万吨 PTA 的项目在建。公司涤纶长丝产能位于国内前三名，新品率和差别化率较高，是目前国内唯一一家能够生产规格 7D FDY 产品的公司。公司目前在建炼化一体化项目已打通全部流程，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX 等产品，实现“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”

¹ 精对苯二甲酸，Pure Terephthalic Acid (PTA)，以对二甲苯 (PX) 为原料，液相氧化生成粗对苯二甲酸，再经加氢精制，结晶，分离，干燥，得到精对苯二甲酸。

² 该股权转让于 2016 年 3 月 9 日过户完成。

³ 2016 年 5 月，公司非公开发行股份 25157.23 万股募集资金 16.00 亿元作为重大资产重组的配套资金，发行完成后公司总股本变更为 282568.69 万股，

⁴ 将公司原有资产负债以 7.18 亿元的价格出售给大连国投子公司。

⁵ 恒力集团 2017 年财务数据未包含恒力投资的 PTA 业务（未追溯）。

全产业链布局。

截至 2018 年末，公司（合并）资产总额 1252.42 亿元，所有者权益 279.08 亿元，资产负债率为 77.72%；纳入合并范围的控股子公司 25 家。2018 年，公司营业收入为 600.67 亿元，利润总额为 41.40 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟在上海证券交易所发行“恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券”，发行总额不超过 50 亿元（含 50 亿元），采用分期方式发行。其中，“恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）发行金额不超过 10 亿元（含 10 亿元），期限为 3 年，附第 2 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权。本期债券面值 100 元，平价发行。本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。本期债券的票面利率在存续期内前 2 年固定不变；在存续期的第 2 年末，如公司行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 2 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 1 年固定不变。投资者有权选择在本期债券的第 2 个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。本期债券采用单利按年计息付息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年全球经济动能放缓，外部风险仍然较大，国内 GDP 增速或延续 2018 年的小幅下降趋势，但基建将发挥“托底”作用，宏观经济不存在“失速”风险

2018 年宏观经济景气下行，GDP 增速逐季放缓。据初步核算，2018 年国内生产总值 900309 亿元，实际同比增长 6.6%，增速较上年下滑 0.2 个百分点。其中，四季度 GDP 增速降至 6.4%，为 2009 年一季度以来最低，但并未脱离“6.5%左右”的增长目标。

2018 年工业生产稳中趋缓，2019 年仍将有所回落，企业利润下滑势头值得关注。2018 年规模以上工业增加值增速为 6.2%，较上年下滑 0.4 个百分点，主因国内终端需求走弱，工业中占比近九成的制造业增速较上年下滑 0.7 个百分点。2019 年工业品出口需求大概率放缓，国内汽车销量延续负增，工业生产同比增速或将回落至 6.0% 左右。2018 年工业企业利润增速下行明显，年底已现同比负增长，2019 年全年企业利润有可能出现下滑局面。

2018 年基建投资大幅放缓，固定资产投资增速下滑，2019 年基建补短板提速，投资增速有望反弹。2018 年固定资产投资增速为 5.9%，较上年下滑 1.3 个百分点。其中，主

要受严控地方政府隐性负债影响，基建投资增速较上年大幅下滑 15.2 个百分点至 3.8%，而房地产投资和制造业投资增速均有所加快。2019 年宏观政策转向稳增长，基建补短板需求显著上升，预计基建投资将出现 10%以上的高增长；而房地产投资受市场转冷及棚改规模压缩等影响，增速或将下滑，企业利润走低及出口形势不稳也将对制造业投资产生一定不利影响。综合以上，预计 2019 年投资增速或将反弹至 8.0%左右。

2019 年减税等因素将稳住商品消费增速放缓势头，服务消费有望继续保持较快增长。2018 年，反映商品消费的社会消费品零售总额同比增长 9.0%，增速较上年回落 1.2 个百分点。居民收入增速下滑，汽车零售额同比下降，是当年社零增速回落的主因。2019 年个税减税将增加居民可支配收入水平，有望带动商品消费增速提高 0.7 个百分点；而消费转型将继续带动医疗、旅游等服务消费保持快速增长，终端消费对经济增长的“压舱石”作用还会增强。主要受食品价格增速转正影响，2018 年 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅较上年扩大 0.5 个百分点。2019 年在猪肉价格上行及服务价格走高影响下，CPI 全年增速将小幅升至 2.5%左右。PPI 增速则将延续下行趋势，不排除个别月份出现同比负增长的可能。

2019 年净出口将继续成为拖累宏观经济的核心因素。2018 年主要受全球经济增长动能转弱影响，全年净出口对经济增长的拉动从上年的 0.6 个百分点转为-0.6 个百分点，成为 2018 年经济增速下滑的主要原因，中美贸易摩擦的影响并不显著。2019 年伴随此前的“抢出口”效应消退，以及全球经济景气下行，净出口对国内宏观经济的负向拉动将扩大至-0.9 个百分点。

总体上看，2019 年全球经济动能放缓，中美贸易摩擦走向仍存在很大不确定性，拉动经济的“三驾马车”都将受到一定冲击；叠加劳动力人口规模下降、储蓄率高位走低，以及金融周期下行，国内经济运行将延续景气回落过程，预计 GDP 增速将为 6.3%，较 2018 年小幅放缓 0.3 个百分点。但前期供给侧结构性改革着力推进去产能、去库存和去杠杆，为 2019 年逆周期调节腾出了一定政策空间，其中基建补短板有望发挥托底作用。总体上看，2019 年经济运行的回旋余地仍然较大，宏观经济不存在失速风险。

政策环境

2019 年稳增长需求上升，货币政策将继续向偏松方向调整，着力推动“宽货币”向实体经济“宽信用”传导，出现“大水漫灌”的概率较低

受金融严监管及严控地方隐性负债等影响，2018 年金融数据持续下滑。其中年末 M2 余额同比增长 8.1%，处于历史最低位附近；全年新增社融 192600 亿元，较上年少增 31369 亿元。伴随信用环境整体收紧，民营和小微企业融资受到较大冲击。为对冲经济和金融周期的共振下行，2018 年央行货币政策开始向稳健偏松方向微调，年中流动性管理目标从“合理稳定”转为“合理充裕”，年内央行通过四次降准等方式，不断向市场释放流动性，定向缓解民营及小微企业融资难、融资贵问题。

东方金诚预计，2019 年经济下行压力加大，稳增长在货币政策目标排序中的位置靠前。由此，货币政策将继续向宽松方向微调，还将实施 3 至 4 次降准；监管层将着力推进“三支箭”政策组合，进一步推动“宽货币”向民营、小微企业以及基建补短板项目等实体经济“宽信用”传导。未来一段时期，“控制总量调结构”将是货币政策的操作重点，出现“大水漫灌”的概率较低，M2 和社融数据难现大幅反弹。

2019 年更加积极的财政政策将向减税方向倾斜，基建补短板将带动财政支出强度加大，财政收支增速呈“一降一升”格局，地方专项债规模有望显著增加

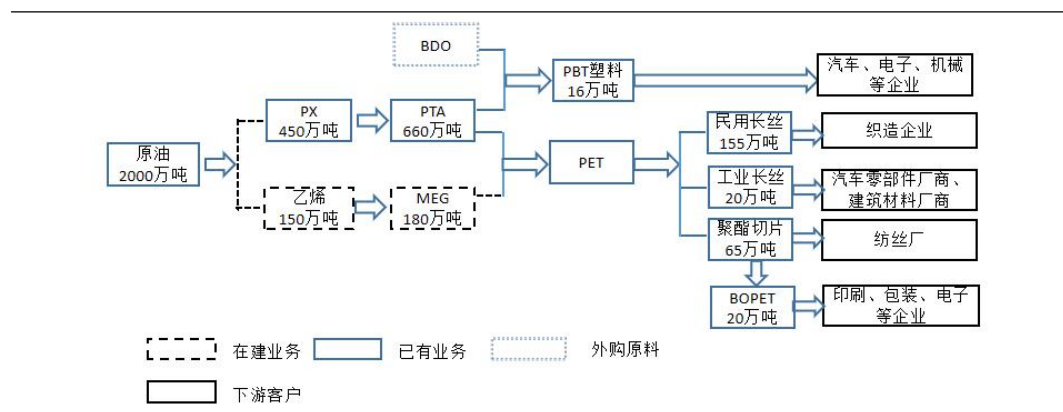
2018 年在减税降费背景下，全年财政收入同比增长 6.2%，低于上年的 7.4%。其中，税收收入增速较上年下滑 2.4 个百分点。2018 年财政支出同比增长 8.7%，高于上年的 7.7%，财政支出强度整体加大。其中，9 月以后基建补短板、稳增长政策开始发力，财政支出增速明显加快。

东方金诚预计，2019 年积极财政政策有望继续向减税方向倾斜，支出扩大则主要为基建补短板提供部分资金支持，以对接基建为主的地方专项债新增规模也将显著增加。总体上看，2019 年宏观政策在转向稳增长的同时，稳杠杆、防风险、促改革仍将是重要政策目标，政策定力可能超出普遍预期。

行业分析

目前公司已完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”聚酯全产业链布局，产品以 PTA、民用丝及工业丝为主，位于产业链的中下游。公司新投产的炼化一体化项目，产品为 PX、成品油及其他化工品，位于产业链的上游，详见图 1。聚酯产业链的中上游属于石油化工行业，下游属于化纤行业。

图 1：恒力集团聚酯产业链



资料来源：Wind，东方金诚整理

石油化工行业

石化行业是国民经济的支柱产业，布局聚酯全产业链的行业壁垒较高，终端市场需求前景广阔

石化行业是化学工业的重要组成部分，与经济发展、人民生活和国防军工密切相关，在我国工业经济体系中占有重要地位，是国民经济重要支柱产业。我国工业发展水平处于煤炭经济向石油经济转化阶段，石油产品在国民经济运行中所占比例越来越高，同时新型城镇化和消费升级将极大地拉动基础设施和配套建设投资，促进能源、建材、家电、食品、服装、车辆及日用品的需求增加，进而拉动石化化工产品需求持续增长。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020）》、《能源发展“十三五”规划》及《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》等，我国十三五规划提出要“降煤稳油提气”，政策利好石化工业发展。

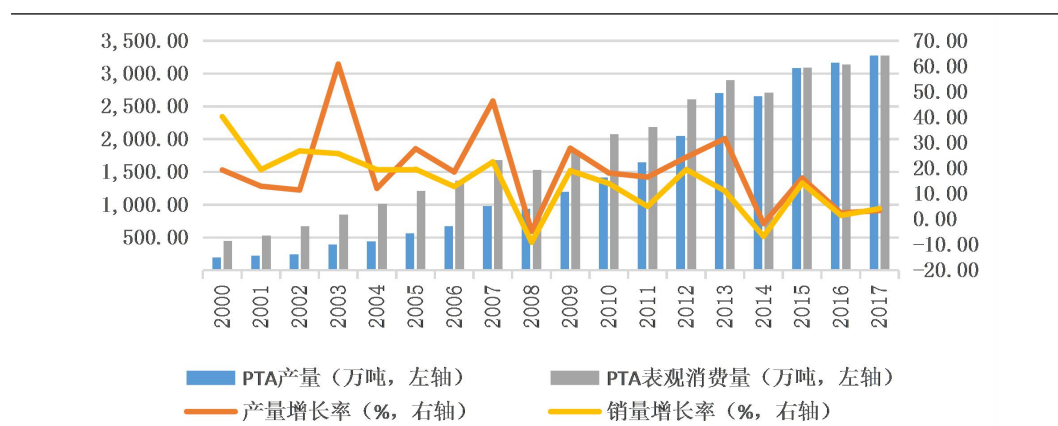
要实现聚酯全产业链有两条路径，一是从下游化纤向上游石化行业延伸，二是从上游石化行业向下游化纤行业延伸。从上游向下游延伸看，目前我国化纤行业产能已较为饱和，且已形成寡头垄断的竞争格局，石化企业向下游延伸利润较薄，且市场开拓压力大，故石化企业延伸至化纤行业的意愿较低；从下游向上游延伸看，2015年5月，国家发改委提出新建炼油项目单系列常减压装置原油年加工能力需达到1500万吨及以上，而目前新建千万吨炼厂资本支出一般在200亿元以上，资金壁垒很高，而且炼化项目对技术水平要求高，同时项目立项审批手续繁多，审批流程耗时长、通过率低，且容易受到民众反应的影响，下游龙头化纤企业才有资本实力及意愿向上游延伸。聚酯全产业链的高壁垒决定了已布局的企业在一定时间内面临的竞争有限，可以获取较高的行业利润。

1. PTA 行业

近年来 PTA 产量增速放缓，下游需求较为旺盛，行业处于供需紧平衡状态，预计 2019 年新增产能释放有限，供给仍将偏紧

我国 PTA 产量整体呈上升态势，2013 年大量新增产能释放后，产量大幅提升，行业利润被摊薄，行业内企业新增产能意愿不强，行业产量增速有所放缓，2017 年产量同比增长 3.45%。2018 年底，随着福建古雷 PX 生产线的开工，将新增 225 万吨的 PTA 生产线复产，2019 年为 PTA 新产能投放的空档期，投产预期最近的恒力股份 250 万吨项目和新凤鸣 220 万吨项目在 2020 年左右投产，总体来看，2019 年产能新增有限，PTA 供给仍将偏紧。

图 2：我国 PTA 产销量情况



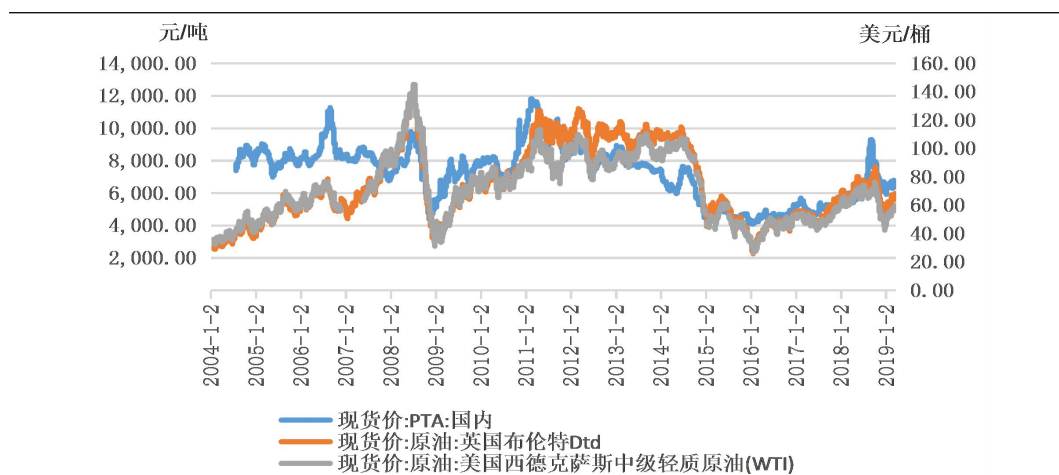
资料来源：Wind，东方金诚整理

中国是世界上最大的聚酯生产国，也是世界最大的 PTA 消费国。2016 年四季度以来，聚酯行业进入高负荷高利润低库存的高景气周期，行业集中度不断提高，产能不断释放，对 PTA 需求形成了有效支撑。2017 年 7 月，我国颁布“禁废令”，要求在 2017 年年底前，逐步禁止进口包括废塑料在内的 4 大类共 24 个品类的固体废物，其中包括再生 PET 税则下的 PET 的废碎料及下脚料和废 PET 饮料瓶（砖）、合成纤维废料，2016 年 PET 的废碎料及下脚料和废 PET 饮料瓶（砖）两类产品的进口为 253.26 万吨，受政策影响产生的进口废料差额将主要由新料需求生产和国内再生废塑料行业来弥补，进一步利好塑料、聚酯及其原料 PTA 生产企业。

2016年以来,受益于原油价格上涨,PTA价格震动上行,PTA与PX价差扩大,行业企业盈利改善,未来原油价格走势存在较大不确定性,不利于下游企业成本控制

原油是PTA产业链的最上游原材料,且原料采购成本占主营业务成本比重很高,所以其价格走势显著影响PTA的成本情况,PTA价格走势与原油价格走势趋同。受OPEC减产协议、全球原油需求量增长及地缘冲突等多种因素影响,原油处于供需紧平衡的状态,2016年以来原油价格震荡上行,成本端给下游化工产品提供了较好的价格支撑;2018年1~8月,受原油价格上行和行业供需改善的双重影响,PTA价格持续上涨,2018年9月以来原油价格有所回落,PTA价格亦开始回调;受沙特等OPEC成员国、俄罗斯和加拿大减产影响,2019年以来国际油价温和上涨,PTA价格有所回升。原油作为市场有效性程度非常高的商品,其价格不仅反映了历史以及现状,还反映了相当长一段时期内的预期,受美国油气输送能力提升影响,原油供给将有所增加,油价存在回调空间,未来原油价格走势仍存在一定不确定性,不利于其下游企业成本控制。

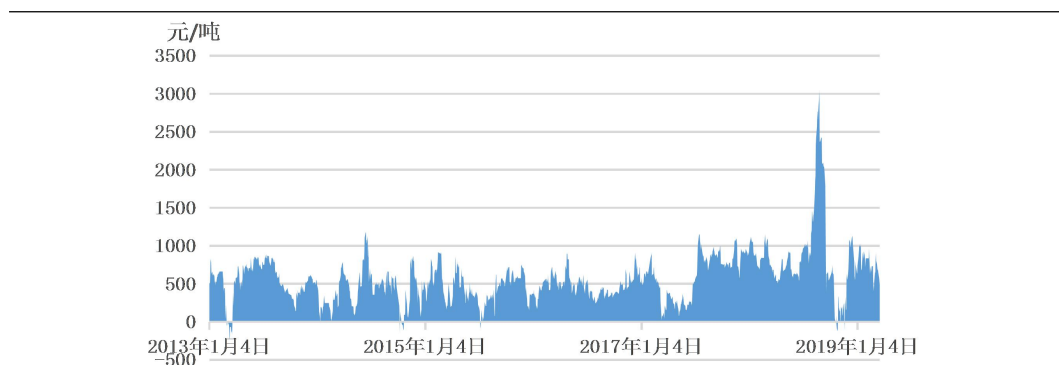
图3: PTA与原油价格走势情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

受益于原油价格上涨及PTA行业供需改善推动,2017年中旬以来,PTA与PX价差不断扩大,行业获利能力提升;2018年9月以来,原油价格开始下行,PTA与PX价差亦收窄;2019年以来,原油价格温和上行,PTA与PX价差有所增加。

图4: PTA与PX价差情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

我国 PTA 行业集中度较高，龙头企业地位较为稳固，未来随着多个民企炼化一体化项目陆续投产，PTA 行业集中度将进一步提升

目前国内 PTA 行业竞争激烈，PTA 的生产企业基本可以归为两类，一类是生产聚酯的公司向产业链上游扩张，一类是石化企业向产业链的下游扩张。随着 PTA 行业的竞争越来越激烈，资金和技术壁垒不断提高，较高的行业壁垒将会对新进入者造成越来越大的障碍。国内前十名的 PTA 生产商中，几乎全部都以行业上下游整合者的角色出现。恒力股份、桐昆股份、荣盛石化和恒逸石化是中国四大上市民营化纤龙头企业，四大民企从降低成本及保证我国紧缺之关键化工原料供应稳定等角度，均通过建设炼化一体化项目不断延伸产业链生产 PTA 乃至再上游的 PX，打造“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”的全产业链布局，未来几年，上述四个民企的炼化一体化项目将陆续建成投产，PTA 行业将形成寡头垄断格局，行业集中度将进一步提升。

表 1：2018 年国内 PTA 名义产能情况

单位：万吨、%

企业	产能情况	占行业名义产能比重
逸盛系 ⁶	1350	26.32
恒力股份	660	12.87
福化工贸（原翔鹭石化）	615	11.99
桐昆股份	370	7.21
华彬石化（原远东石化）	320	6.24
合计	3315	64.63

资料来源：东方金诚整理

2. PX 行业

PX 是聚酯产业链利润最高的产品，我国 PX 供不应求，进口依赖度高，未来随着国内 PX 在建项目的逐步投产，供需将得到改善，同时行业利润将向产业链下游转移

我国是全球主要的 PTA 和化纤生产和消费国，PX 作为 PTA 不可替代的原材料，在我国发展却较为缓慢，我国民众“谈 PX 色变”，导致国内 PX 新增产能较少，严重供不应求，大多依赖进口，随着 PTA 产销量的不断增长，PX 进口依赖度不断提高，2017 年我国国内 PX 产能仅有 1399 万吨，对应产量 1000 万吨，而 PTA 产量 3455 万吨，对应 PX 需求 2263 万吨，存在 1263 万吨的需求缺口，2017 年 PX 进口依赖度为 59.17%；2018 年 PX 的国内名义产能在 1480 万吨/年，但实际产量在 1100 万吨/年，国内 PX 自给率仍不足一半，但开工率仍然不高，2018 年平均开工率不高于 80%。

我国 PX 主要从日本、韩国进口，价格掌握在日本、韩国手里，且易受汇率波动影响，同时 PX 是聚酯产业链利润最高的产品，因此国内聚酯企业均有计划建设 PX 项目，2014 年末，政府将 PX 项目审批权限下放，PX 项目建设进入发展期，国内聚酯企业开始筹划 PX 项目的建设，以恒力股份和浙江石化的大型炼化一体化项目为代表，目前随着国内 PX 项目建设的推进，大型 PX 装置产能将于 2019 年开始逐渐释放，届时 PX 国内自给率将大幅提高，供需格局将得到改善，同时 PX 行业利润将向产业链下游转移。

同时，炼化项目立项审批手续繁多，涉及环保及部分填海用地等审批流程耗时长、

⁶ 其中恒逸石化及荣盛石化 PTA 权益产能分别约 600 万吨。

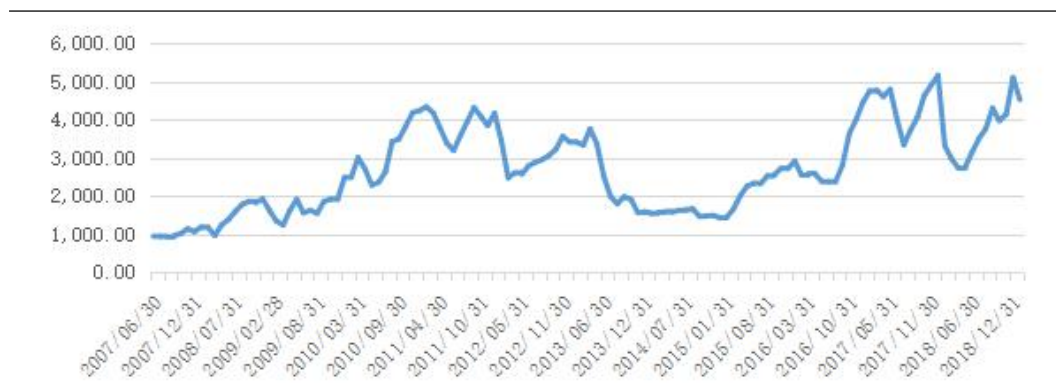
审核严、通过率低的问题。从目前的公开信息看，国家“十三五”期间重点扶持的七大石化基地当中，上海漕泾、福建古雷、江苏连云港等炼化项目或进展缓慢或停止建设。真正进入建设期并接近投产的仅有恒力炼化项目、浙江舟山浙石化项目和中海油惠州炼化二期项目，其中惠州炼化二期属于改扩建。目前，恒力炼化项目是上述七大石化基地中建设速度最快的项目并将率先投产，随着炼化周期的到来，恒力股份将整体受益并赢得行业发展先机。

化纤行业

化纤行业近两年产能处于稳步扩张阶段，下游纺织行业景气度提升为其提供了需求支撑，2017年以来化纤价格不断回升

柯桥纺织景气指数是反映纺织行业景气度的指标，2016年以来，涤纶类柯桥纺织总景气指数迅速攀升，纺织行业景气度呈震动上行态势；同时随着国民生活水平的提高、国家二胎政策的放开及聚酯消费的替代性不断增强等影响，纺织服装、家纺产品及产业用纺织品的需求持续增长，2017年以来，我国服装鞋帽、针、纺织品零售额增速结束了六连降，2017年同比增长7.8%，增速提高0.8个百分点，2018年同比增长8.01%，呈现企稳回暖态势。随着人民币汇率企稳及中美贸易摩擦缓和，我国纺织服装业的出口水平亦有所增长。纺织行业景气度的提高和需求的增长均为化纤提供了较好的需求支撑。

图 5：涤纶类柯桥纺织总景气指数

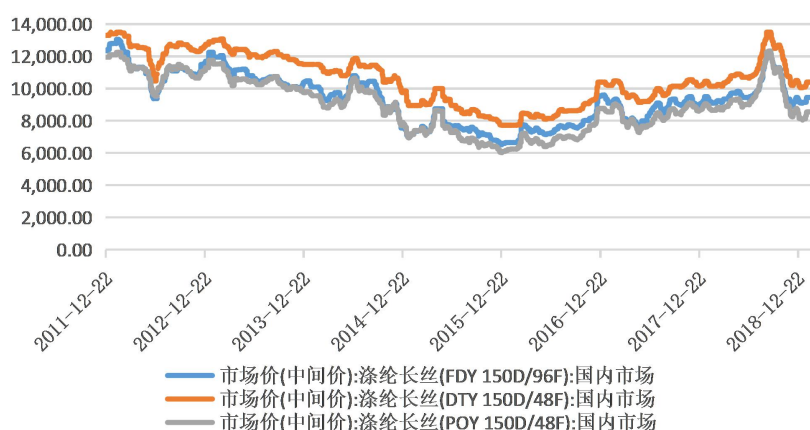


资料来源：Wind，东方金诚整理

经历 2011 年的投资高峰之后，化纤行业在 2014 年前后进入了供给侧改革的调整时期，落后产能逐渐退出市场或被龙头企业收购，新增产能扩张速度放缓。自 2016 年底开始，终端需求的回升带来需求端的较大涨幅，涤纶长丝产能进入新一轮的稳步扩张阶段，2018 年以来新项目产能投产有所放缓，下游纺织行业需求平稳增长，2018 年，涤纶长丝平均装置负荷率为 81.21%，处于近两年的高位。

2016 年涤纶丝价格在经历了前期的持续下行后逐步有所企稳，2017 年以来，随着行业去产能的推进、下游纺织需求的提升以及主要原材料 PTA 价格的升高，涤纶丝价格正在逐渐回升；2018 年 9 月以来，受原油及 PTA 价格的下降，涤纶丝价格亦有所回调；2019 年以来，涤纶丝价格在缓慢回升。

图 6：涤纶长丝价格走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

随着中小、落后产能的不断被淘汰和兼并重组，化纤行业集中度不断提高

由于化纤技术的逐渐成熟，行业投资规模大等特点，大规模并以较低成本生产已经成为行业发展的必然趋势，同时涤纶行业盈利水平受上游原材料价格波动影响较大，小型企业不但在技术上较为薄弱，而且抵御风险能力也相对较弱，将会在行业周期过程中逐渐被淘汰，产能将不断集中。目前涤纶长丝行业经过了长期的深度整合，行业集中度不断提高，2018 年前 5 大企业（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力股份和盛虹）产能占比为 39%，且未来几年全部新增产能主要来自于上述五家企业，行业集中度有望进一步提高。行业内大型龙头企业均向产业链一体化发展，纷纷向炼化领域进军，在建民营炼化一体化装置将于 2019 年逐步投产，产业链配套优势日趋明显，行业竞争格局由单一产业竞争向产业链一体化竞争演变。

业务运营

经营概况

公司通过收购主营业务由机械制造变为涤纶丝和 PTA 生产销售，随着炼化一体化项目的投产及产能释放，公司整体收入和利润将大幅增长

2016 年以前，公司主要从事机械制造业务，控股股东为大连国投，2016 年 1 月，恒力化纤通过重大资产重组并入公司，同时公司将原有资产和负债出售给大连国投子公司，公司主营业务发生巨大变动，由机械制造业务变更为涤纶丝业务，同时控股股东变更为恒力集团；2018 年 1 月，恒力投资和恒力炼化通过重大资产重组并入公司，公司新增 PTA 业务。两次重大资产重组后，公司主营业务发生巨大变更，由机械制造业务转为涤纶丝和 PTA 业务，本报告基于公司提供经审计的备考合并财务报表⁷及基于现有业务追溯调整的经营数据对公司经营情况进行分析。

⁷ 公司因近两年发生重大资产重组，根据证监会公告[2014]27 号要求编制了备考合并财务报表，是以“置换进入（或剥离后）股份公司资产、业务的现时架构在追溯调整的会计报表报告期期初已存在（或已剥离）”为假设条件而编制的财务报表，与公司实际公告的财务报表数据不一致。

表 2：2016 年~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
涤纶丝	119.45	28.89	133.51	28.12	150.38	25.04
民用丝	107.34	25.97	116.99	24.64	133.09	22.16
工业丝	12.11	2.93	16.52	3.48	17.29	2.88
PTA	221.13	53.49	247.70	52.17	314.77	52.40
聚酯切片	43.31	10.48	52.60	11.08	59.90	9.97
工程塑料和聚酯薄膜	18.94	4.58	27.76	5.85	32.23	5.37
热电	5.18	1.25	5.61	1.18	5.71	0.95
其他	5.39	1.30	7.63	1.61	37.67	6.27
合计	413.40	100.00	474.81	100.00	600.67	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司的营业收入主要来自涤纶丝和 PTA 业务。2016 年~2018 年，公司营业收入逐年上升，分别为 413.40 亿元、474.81 亿元和 600.67 亿元，其中 PTA 业务是公司收入的主要来源，占营业收入比重分别为 53.49%、52.17%和 52.40%，占比较为稳定。2017 年和 2018 年，公司营业收入同比分别增长 14.86%和 26.51%，主要是原油价格上涨推动了 PTA 及其下游的聚酯类产品、涤纶丝价格上涨所致。公司热电业务收入及占比较低，但是收入较为稳定，是公司营业收入的稳定补充。公司其他业务收入主要包括材料销售、仓储租赁及 2018 年新增的贸易等业务收入。

表 3：2016 年~2018 年公司毛利润和毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
涤纶丝	22.85	19.13	31.46	23.56	32.21	21.42
民用丝	20.51	19.10	26.66	22.79	26.98	20.27
工业丝	2.35	19.38	4.80	29.03	5.23	30.24
PTA	9.59	4.34	16.28	6.58	26.70	8.48
聚酯切片	2.01	4.63	4.21	8.01	5.89	9.83
工程塑料和聚酯薄膜	0.75	3.97	3.71	13.37	7.34	22.79
热电	1.91	36.90	1.30	23.13	1.30	22.80
其他	1.02	18.98	3.24	42.45	3.09	8.21
合计	38.13	9.22	60.20	12.68	76.54	12.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司综合毛利率逐年增长，分别为 9.22%、12.68%和 12.74%，主要是受益于原油价格上涨及下游需求增长，PTA 与 PX、聚酯与 PTA 之间的价差扩大所致。

截至 2019 年 3 月 25 日，公司炼化一体化项目已打通全流程，产出汽油、柴油、航空煤油、PX 等产品。公司炼化一体化项目综合加工能力较大，产品结构丰富，未来随着产能逐步释放，公司盈利将大幅增长。

公司完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”全产业链布局，产品间协同效应显著，综合实力极强

公司2000万吨/年炼化一体化项目位于大连长兴岛（西中岛）石化产业园区，计划总投资562.06亿元，截至2018年末，实际已投资544.26亿元，项目已获得国家开发银行牵头的310亿元人民币和12亿美元的银团贷款，并通过非公开发行股份配套项目建设资金70.73亿元，缓解项目建设资金压力。该项目于2017年正式开工建设，截至2019年3月25日，已打通全流程，产出汽油、柴油、航空煤油、PX等产品。

随着炼化项目达产，公司完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”聚酯全产业链布局，产品间协同效应显著，综合实力极强。公司产业链协同表现为以下几个方面：一是，PX项目投产后，PTA所需PX可以实现全部自给，同时PX及PTA厂区相邻，通过管廊运输，可以节省进口PX所需的关税、仓储费用及运输费用；二是，公司可以根据产业链不同产品利润率情况，灵活调节各环节产品产量，实现产业链利润最大化；三是，PTA和涤纶丝业务主要原材料实现全部自给，提高原材料质量及数量的保障程度，从而保证下游产品质量；四是，炼化项目投产前，PX需要全部进口，但PX无期货市场，无法通过套期保值减弱原油价格波动对公司盈利的影响，形成产业链后，公司的原材料只有原油，通过对原油的套期保值，即可控制整个产业链的成本。

1. PTA 业务

公司的PTA业务是2018年1月公司通过重大资产重组纳入合并范围的业务，主要由恒力投资的控股子公司恒力石化（大连）有限公司⁸（以下简称“恒力石化”）负责。

公司PTA单体产能全球最大、权益产能全国第一，规模优势明显，PTA行业景气度不断升高，公司PTA产量稳步提升，产能利用率水平很高

公司PTA项目主要生产工艺为英威达工艺，核心设备空压机组采用德国曼透平的空压机组，催化焚烧技术采用德国巴斯夫的先进工艺，上述工业设备在行业均具有领先地位，有利于降低生产成本、提升盈利能力。公司拥有年产能220万吨的三条PTA生产线，其中两条于2012年投产，第三条于2015年3月份投产，是全球单体产能最大的PTA生产基地，总权益产能全国第一。截至2018年末，公司PTA年产能660万吨，目前有年产250万吨PTA-4项目在建，项目建成后公司现有PTA产能将由660万吨/年增加至910万吨/年，届时产能优势将更加明显。

2016~2018年，公司PTA产量分别为673.23万吨、674.55万吨和697.72万吨，受行业景气度不断升高影响，产量稳步提升，产能利用率均处于100%以上。PTA生产是一个连续、稳定的生产过程，存在一定的关停成本，因此PTA生产在设备达产之后将连续生产，公司采用“四班三运转制”的方式安排生产，保证设备的连续运行，公司每年定期对生产设备进行一次检修，每次检修在15天左右，由于公司PTA设备质量较好，每次检修时间要远低于行业平均水平，使得公司产能利用率很高。

⁸ 本部分统计数据均为恒力石化单体数据，未进行合并抵消。

表 4：2016 年~2018 年恒力石化 PTA 生产情况

单位：万吨/年、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能	660.00	660.00	660.00
PTA 产量	673.23	674.55	697.72
产能利用率	102.00	102.20	105.72

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年以来，公司 PTA 销量处于较高水平，销售价格增长较快、毛利率逐年提升

公司全年生产的 PTA 约有 200 多万吨为自用，供给公司涤纶丝和聚酯业务的原材料需求，剩余的均对外销售。同时为了调剂自身生产货物的余缺，平衡市场销售价格，公司会做一部分 PTA 贸易。

表 5：2016 年~2018 年恒力石化 PTA 自产部分销售情况

单位：万吨、%、万元/吨

项目	2016 年	2017 年	2018 年
自产部分销量	678.08	674.74	684.57
PTA 产销率	100.72	100.03	98.11
销售均价	0.40	0.45	0.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司结算价格以“中石化 PTA 结算价”、“中国化纤信息网月均价”、“安迅思月均价”、“中纤网月均价”等公开数据为参考基础确定。受原油价格上涨及 PTA 行业供需改善推动，公司 PTA 价格增长较快，2016~2018 年，恒力石化 PTA 销售均价分别为 0.40 万元/吨、0.45 万元/吨和 0.55 万元/吨，与 PX 价差分别为 519.16 元/吨、679.15 元/吨和 770.16 元/吨，2016 年以来，PTA 与 PX 价差明显扩大，PTA 业务毛利率明显提升。2016~2018 年，公司 PTA 业务毛利率分别为 4.34%、6.58%和 8.48%。

2016~2018 年，公司自产 PTA 业务（含自用部分）销量分别为 678.08 万吨、674.74 万吨和 684.57 万吨，产销率始终处于很高水平。受原油价格上行及行业供需结构改善影响，2016 年以来 PTA 业务收入和毛利润不断上升，毛利率持续提高。

除自用部分外，公司 PTA 业务的主要销售客户主要为国内优质化纤、聚酯生产企业以及贸易企业，与客户结算方式主要是按当月价格和销售量预收全部货款，在月末确定最终结算价格，多退少补。2016 年~2018 年，除掉关联方的前五大客户集中度分别为 31.24%、37.82%和 43.94%，客户集中度不断提高。

2016 年以来，公司主要原材料 PX 价格上涨较快，给 PTA 业务带来一定成本控制压力，炼化一体化项目全部投产后，PX 可以实现全部自给，有助于提升成本控制能力

公司 PTA 产品生产成本主要由原材料、能源和折旧及摊销等构成，2016 年~2018 年，公司 PTA 业务生产成本合计分别为 278.52 亿元、295.90 亿元和 288.07 亿元，原材料采购成本占比很大，分别为 95.00%、94.39%和 95.42%。

表 6：2016 年~2018 年恒力石化 PTA 业务成本构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	成本占比	金额	成本占比	金额	成本占比
原材料	264.59	95.00	279.31	94.39	274.88	95.42
能源	4.28	1.54	4.99	1.69	4.06	1.41
折旧及摊销	7.47	2.68	8.16	2.76	6.31	2.19
其他	2.18	0.78	3.44	1.16	2.82	0.98
生产成本合计	278.52	100.00	295.90	100.00	288.07	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原材料主要是 PX 和醋酸，其中 PX 占比较高。2016 年~2018 年，公司 PX 采购金额逐年上涨，分别为 227.99 亿元、272.71 亿元和 320.35 亿元，一是受原油价格上涨影响，PX 采购价格逐年上涨，二是由于下游 PTA 产量增加对 PX 需求增加和公司预判 PX 价格处于上升通道提前备货。公司炼化一体化项目全部投产后，PX 可以实现全部自给，降低价格波动风险及节省物流成本。

表 7：2016 年~2018 年主要原材料采购情况

单位：万吨、万元/吨、亿元

原料	2016 年			2017 年			2018 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
PX	434.47	0.52	227.99	467.25	0.58	272.71	441.54	0.73	320.35
醋酸	24.08	0.18	4.45	24.13	0.27	6.52	25.51	0.41	10.37

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，公司与大型供应商之间建立了长期的战略合作关系，保证了公司原材料供应的稳定。从采购集中度看，2016 年~2018 年，公司除关联方外的前五大供应商采购占比分别为 49.18%、70.27%和 66.53%，采购集中度较高。从结算方式来看，主要采用先付款后提货的付款方式，与国内供应商结算主要采用电汇、承兑汇票等，与国外供应商结算主要采用信用证。

2. 炼化业务

公司炼化一体化业务由子公司恒力炼化负责运营。

公司 2000 万吨/年炼化一体化项目一次加工能力位居全国前五位、产品结构丰富，项目已打通全流程，随着产能逐步释放公司炼化业务盈利将大幅增长

公司炼化一体化项目原油加工能力 2000 万吨/年，一次加工能力位居全国前五位。该项目以 960 万吨/年连续重整、450 万吨 PX 装置为核心，配套 MTBE、异构化、烷基化装置，设计年产 992 万吨汽油、柴油、航空煤油，450 万吨 PX，同时年副产 162 万吨化工轻油、97 万吨苯、64 万吨液化气、53 万吨润滑基础油、52 万吨硫磺、43 万吨聚丙烯、35 万吨醋酸、13 万吨重芳烃等产品，产品结构丰富。根据公司的销售计划，成品油将通过出口及销售给中石油、中石化和民营加油站的方式消化，PX 全部自用，其他化工品销售给中石化。

公司炼化一体化项目于 2017 年正式开工建设，2018 年 12 月启动了常减压等装置的投料开车工作，截至 2019 年 3 月 25 日，项目已打通全流程，产出汽油、柴油、航空煤油、PX

等产品，生产运行稳定。随着公司炼化一体化项目的顺利达产，公司经营业务从现有的聚酯新材料、PTA领域延伸至行业更上游的PX、炼化环节，进一步强化了公司上游产能基础与发展领先优势，有利于优化、提升公司的经营业务结构与一体协同运营。未来随着炼化产能的逐步释放，公司炼化业务盈利将大幅增长。

公司炼化一体化项目采用沸腾床渣油加氢工艺，可加氢处理各种重质原油，可节省原料成本，同时拥有自建码头及自备电厂，成本优势明显

公司炼化一体化项目采用国际先进的沸腾床渣油加氢（Axens）工艺，可以保证以重质原油为原料的同时，最大限度的将低附加值产品转化为高附加值产品。未来公司原料来源以重质原油为主，将极大节省原料成本，具有明显成本优势。炼化一体化项目中包含煤制氢项目，相比天然气制氢和成本更高的电解水制氢，规模化煤制氢成本优势明显。同时，煤制氢项目联产醋酸35万吨/年和甲醇60万吨/年，可实现醋酸的完全自给。公司石化项目位于东北地区，年用煤量不受环保限制。

炼化一体化项目建设配套的罐区、装卸设施、火炬设施、工艺及热力管网等储运系统，给排水、供电电信、供热供风、厂区管理等公用工程及辅助设施，安全、环保、消防设施，配套建设自备码头，包括2个30万吨级原油泊位和6个液体散货泊位，同时配套建设自备热电厂。

公司自建码头年吞吐量超4000万吨，拥有2座30万吨级大型原油泊位，设计年吞吐量2600万吨/年，6座成品油化工品泊位，设计吞吐量1116万吨/年；行业内吨货物装卸费用在15~20元，化工品相对更高，公司炼化项目投产后，大规模的原料进港与产品出港可节省较多物流费用。公司自备热电厂发电功率达到400MW，可为炼化一体化项目提供多种等级蒸汽和可靠电力供应，自备热电厂所需的煤炭来自秦皇岛，海运距离近，大规模燃煤热电也使得炼厂单位能耗成本下降，目前，上网采购电价为0.6—0.7元/度，而公司自备热电厂的发电成本仅为0.3元/度，节约用电成本。

同时仍需关注到，炼化一体化项目存在以下风险：一是公司炼化一体化项目的原材料为原油，原油价格波动较大，当原油价格处于下行通道时，公司全产业链的各个产品价差会缩小，公司盈利会减弱；二是荣盛股份、恒逸石化、桐昆股份等均在建设炼化一体化项目，2020年将有大量成品油、PX产能释放，届时PX产能有望实现国内自给，PX行业利润将被摊薄；三是炼化一体化项目的采购、生产和销售涉及大量化工品，生产、存储、运输过程中均存在一定的安全生产风险，此外，设备故障、操作失误、火灾、恶劣天气等因素也将导致安全生产事故的发生；四是我国政府对石油化学行业的环保要求日趋严格，并逐步加强了监管力度，如果公司因管理不当发生环境事故，则会面临生产经营中断、行政处罚以及事故赔偿等风险。

公司炼化一体化项目为国家重点项目，税收等政策支持力度较大

公司炼化一体化项目位于大连市长兴岛（西中岛）石化产业园区，是我国政府重点规划、推动建设的国家重点项目，政策支持明显。作为国家重点扶持的大型炼化项目，国家给予了优厚的税收优惠政策，项目所得税和增值税的地方留存部分前四年予以全额返还，后六年返还一半。

2014年8月，国务院发布了《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》（国发[2014]28号），将公司炼化一体化项目列为优化国家战略布局、支持东北振兴的重点项目。2016年8月，国家发改委出台了《推进东北地区等老工业基地振兴三年滚动实

施方案（2016-2018年）》，公司炼化一体化项目被列入国家发改委“推进东北地区老工业基地振兴三年滚动重点推进项目”。国家发展和改革委员会办公厅下发的《国家发展改革委办公厅关于恒力石化炼化一体化项目使用进口原油的复函》（发改办产业[2018]442号）称，原则同意恒力石化使用进口原油2000万吨/年，公司炼化一体化项目的原材料原油供应得到保障。

公司炼化一体化项目手续齐全，已取得项目开工所需的多项批复文件，包括《辽宁省发展改革委关于恒力石化（大连）炼化有限公司2000万吨/年炼化一体化项目核准的批复》（辽发改工业[2015]811号）的项目立项批复和《辽宁省环境保护厅关于恒力石化（大连）炼化有限公司2000万吨/年炼化一体化项目环境影响报告书的批复》（“辽环函[2015]209号”）的项目环评批复等。

公司重点项目后续投资规模较大，未来面临较大资本支出压力

公司在建石化项目总投资841.12亿元，截至2018年末已投资580.42亿元，未来还需投资260.70亿元，面临较大资本支出压力。其中，炼化一体化项目计划总投资562.06亿元，截至2018年末已投资544.26亿元；150万吨/年乙烯项目计划总投资220.90亿元，截至2018年末已投资29.85亿元；250万吨/年PTA-4和PTA-5项目计划总投资58.16亿元，截至2018年末已投资6.31亿元。

截至2018年末，公司炼化一体化项目已获得国家开发银行牵头的310亿元人民币和12亿美元的银团贷款，人民币贷款平均利率5.39%，美元贷款采用浮动利率，执行6个月美元LIBOR+300BP，到期日为2033年5月2日，还款从2021年5月2日开始，每隔6个月还款一次，2021~2023年分别需要还款12亿元、20亿元和24亿元。2018年3月，公司非公开发行了50770万股股份，募集资金70.73亿元用于炼化一体化项目建设，减轻了项目建设资金压力。

截至2018年末，公司涤纶丝板块主要在建项目有2个，分别是20万吨/年高性能车用工业丝技改项目和135万吨/年多功能高品质纺织新材料项目，计划总投资额138.20亿元，已投资金额10.56亿元，2019年、2020年和2021年计划投资金额分别为28.00亿元、33.00亿元和66.64亿元，投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

3. 涤纶丝业务

涤纶丝业务是公司2016年1月通过重大资产重组纳入合并范围的业务，主要由江苏恒力化纤股份有限公司（以下简称“恒力化纤”）负责。

公司涤纶长丝产能位居国内行业前五位、规模优势显著，公司研发投入较大，民用丝产品新品率和差异化率高，产品竞争力很强

公司是我国主要的涤纶长丝生产企业，拥有苏州、宿迁、营口、南通四大生产基地，年产各类涤纶长丝织物10亿米，在我国化纤行业中占据重要的地位，规模优势明显。公司涤纶长丝可分为涤纶民用长丝和涤纶工业长丝。涤纶民用长丝主要包括POY（预取向丝）、DTY（拉伸变形丝）和FDY（全拉伸丝），广泛应用于服装、家用纺织品等领域。涤纶工业长丝主要应用于广告灯箱布、土工布、汽车纤维及轮胎子午线等产业纺织用品的制造。截至2018年末，公司涤纶民用长丝年产能155万吨，涤纶工业丝年产能20万吨，整体产能位居国内百万吨级以上涤纶长丝企业前五位。

公司先后主持或参与制订有关涤纶低弹丝及涤纶长丝拉伸性能试验方法等6项国家

标准。公司研发投入较大，多套生产装置由自主研发工程团队自主设计、安装、调试。生产设备方面，公司拥有八套从德国吉玛公司引进的 20 万吨聚酯生产装置，是目前世界最先进的聚酯生产装置。另外，公司生产的高强低伸性涤纶工业丝是国内通过抗蠕变测试的产品。公司生产研发技术处于世界领先水平，产品竞争力很强。

民用丝方面，公司民用丝产品结构以 FDY 为主，产能占比高达 73%，国内 FDY 产能约 1100 万吨，公司市场占有率 10% 以上，位列全国第一，公司与同行存在明显产品结构差异。公司 FDY 产品细旦化，以 20D~100D 为主流规格，目前国内 10D 以下 FDY 只有公司能够生产，最细的产品能做到 7D。公司在民用长丝市场不断提高产品新品率、差别化率，提高产品附加值，同类型的产品，公司产品价格均高出市场均价 500~1000 元/吨。2016~2018 年，公司民用丝产量分别为 124.56 万吨、122.80 万吨和 131.38 万吨。

工业丝方面，公司是国内第四大工业丝生产商，行业前四大生产厂商合计占国内总体产能接近 60%，行业集中度较高，供给趋于稳定。2016~2018 年，公司工业丝产量分别为 14.44 万吨、13.57 万吨和 14.34 万吨，产量和产能利用率略有波动。

表 8：2016 年~2018 年公司涤纶丝生产情况

单位：万吨/年、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
民用丝	产能	140.00	140.00
	产量	124.56	122.80
	产能利用率	88.97	87.71
工业丝	产能	20.00	20.00
	产量	14.44	13.57
	产能利用率	72.20	67.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年以来，公司涤纶丝产销率水平较高，销售价格不断提升，销售收入保持增长，毛利率处于较高水平

公司销售全部采用直销模式，培训专业销售人员走访最终端下游客户，有利于掌握最终用户实时动态，并结合公司产品引导和帮助客户制定符合其生产习惯的工作方案，有利于公司引领下游生产趋势同时进一步稳定客户源。这种直销模式有利于公司避免在销售环节受制于销售量大的经销商，最大限度的减少存货跌价损失，但直销模式也带来较高的销售费用。

从销量来看，由于部分涤纶丝生产条线年度检修以及研发新品较多导致产品结构调整影响，2017 年民用丝产量同比略有下降，销量亦有所下降；从产销率来看，2016~2018 年，公司工业丝产销率均超过 96%，产销率很高，民用丝产销率逐年下降，但始终保持在 94% 以上。

销售价格方面，受原材料价格上涨及行业需求增长推动，公司涤纶丝价格增幅增长较快，2016~2018 年，民用丝销售均价分别为 8394.48 元/吨、9848.45 元/吨和 10704.70 元/吨，工业丝销售均价分别为 8598.37 元/吨、10834.18 元/吨和 12459.58 元/吨。

2016~2018 年，公司涤纶丝业务收入分别为 119.45 亿元、133.51 亿元和 150.38 亿元，毛利润分别为 22.85 亿元、31.46 亿元和 32.21 亿元，毛利率分别为 19.13%、23.56% 和 21.42%，处于较高水平，其中民用丝收入、毛利润均不断增长，毛利率有所波动，工

业丝收入、毛利润和毛利率均不断增长。

表 9：2016 年~2018 年公司涤纶丝销售情况

单位：万吨、%、万元/吨

项目	2016 年	2017 年	2018 年
民用丝	销量	127.87	118.79
	产销率	102.66	96.70
	销售均价	0.84	0.98
工业丝	销量	14.08	15.25
	产销率	97.52	112.40
	销售均价	0.86	1.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

销售区域方面，公司客户主要集中在以江浙沪经济圈为中心的东南沿海地区，该区域纺织企业众多，产业集聚优势明显。2016~2018 年，公司除关联方外的前五大客户销售金额占总销售额的比重分别为 4.22%、3.90%和 5.97%，占比较小，客户集中度较低，现有客户总数接近 8000 个，公司受单一客户的影响较小。

2016 年以来，受原油价格上涨影响，公司涤纶丝业务主要原材料价格上涨较快，带来一定成本控制压力；主要原材料 PTA 全部自给，原材料保障程度较高

公司涤纶丝产品生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用等构成，2016 年~2018 年，公司涤纶丝生产成本合计分别为 96.60 亿元、102.05 亿元和 118.17 亿元，原材料采购成本占比很大，分别为 87.98%、84.44%和 85.88%。

表 10：2016 年~2018 年公司涤纶丝业务成本构成情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	成本占比	金额	成本占比	金额	成本占比
原材料	84.98	87.98	86.18	84.44	101.48	85.88
加工费用	3.96	4.10	7.68	7.52	5.36	4.54
人工	1.86	1.93	2.84	2.79	3.11	2.63
其他	5.79	5.99	5.36	5.25	8.22	6.95
生产成本合计	96.60	100.00	102.05	100.00	118.17	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

涤纶丝生产的主要原材料为 PTA 和 MEG，PTA 全部自给，MEG 全部外采。采购价格方面，受原油价格上升影响，2016 年以来公司 PTA 和 MEG 的采购单价有所上升，相关产品原材料成本控制压力有所加大。

表 11：2016 年~2018 年涤纶丝业务主要原材料采购情况

单位：万吨、万元/吨、亿元

原料	2016 年			2017 年			2018 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
MEG	55.92	0.46	25.59	64.07	0.61	38.91	51.62	0.65	33.69

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016~2018 年，公司涤纶丝业务除关联方之外的前五大供应商集中度分别为 20.90%、29.75%和 23.45%。公司在采购现货原料时，主要采用货到付款现场交割的方式进行结算；在通过远期合约采购原料时，每月签订定价不定量的远期合约，以合约中约定的价格为依据，通过开具信用证及银行承兑汇票的方式进行结算。

综合来看，公司主要原材料全部自给，乙烯项目投产后 MEG 也将全部实现自给，有效避免因 PTA、MEG 价格波动带来的主要原材料采购压力，原材料供给保障度较高。

公司在环保和安全生产方面投资较大，且制定了严格的管理制度，但国内环保安全生产监管日趋严格，需关注安全生产和环保风险对公司经营的影响

安全生产方面，公司在采购、生产和销售过程中涉及大量化工产品，尤其炼化一体化项目投产后，公司生产过程中存在一定的安全生产风险；环保方面，我国政府对石油化学行业的环保要求日趋严格，并逐步加强了监管力度，若管理不当发生环境事故，则会面临生产经营中断、行政处罚以及事故赔偿等风险。因此公司重视环保与安全生产等基础管理工作，在环保和安全生产方面资金和精力投入较大，且制定了严格的管理制度，有利于降低安全及环保事故发生的概率。

在生产设备方面，从涤纶丝、PTA 到炼化板块，均采用国外先进设备和技术，重要设备零部件均为国外进口，降低因为设备或技术问题产生的安全和环保风险；在管理体系建设方面，公司建立企业级应急预案、重大危险化学品应急预案、环境污染事故应急预案和海洋环境污染预案等预防应急措施，建立工作监督检查制度，开展综合检查、日常检查和专项检查。

截至 2018 年末，公司未发生过重大环保违规事件，未发生过重大安全事故。恒力化纤、康辉石化及恒力石化所有建设工程均由资质单位编制了建设项目环境影响评价报告书或报告表，通过省、市、区相应环保部门的审批，建设项目执行环保“三同时”制度，所有已建成项目及配套辅助设施均通过各级环保部门的竣工验收。废水处理工艺采用水解+厌氧+好氧的处理工艺，处理尾水部分接管市政污水处理厂进一步处理，部分废水进入中水回用系统处理后回用，污水处理厌氧塔产生的沼气收集后回收利用；锅炉燃烧烟气通过炉内脱硫+石灰石石膏湿法脱硫、SNCR 脱硝及布袋+电袋电除尘工艺，烟气排放浓度远低于排放标准；通过合理的厂房布局、建设绿化隔离带及机械设备的减震降噪措施，确保厂界噪声达到厂界外声环境功能区 3 类标准；生产过程中产生的各类危险废弃物，均委托具备相应处置资质的危废处置公司合规处置，一般固废如废丝等，外售综合利用，生活垃圾委托当地环卫所统一清运处置。

4. 聚酯其他业务板块

2016 年以来，公司聚酯业务收入和毛利润不断增长，毛利率不断提高

公司的聚酯其他业务板块主要包括 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）、工程塑料和聚酯薄膜，PET 业务主要由恒力化纤负责运营，工程塑料和聚酯薄膜业务主要由营口康辉石化有限公司（以下简称“康辉石化”）负责运营。

截至 2018 年末，PET 年产能为 70 万吨，工程塑料和聚酯薄膜年产能为 36 万吨。2016~2018 年，公司 PET 产量分别为 76.13 万吨、82.85 万吨和 83.76 万吨，产能利用率分别为 108.76%、118.35%和 119.66%；工程塑料和聚酯薄膜产量分别为 27.31 万吨、30.73 万吨和 32.17 万吨，产能利用率分别为 75.86%、85.35%和 89.36%。随着市场需求的转暖，

产能利用率不断提升。

聚酯板块原材料主要是 PTA、MEG 和丁二醇，其中 PTA 全部自给，MEG 和丁二醇外购，受原油价格上升影响，2016 年以来 MEG 和丁二醇采购均价不断提升，随着 PET、工程塑料和聚酯薄膜产量不断提高，原材料采购量也不断增加。供应商集中度不高，2017 年及 2018 年，除关联方外前五名供应商采购额占总采购成本的 16.41% 和 14.95%。

2016~2018 年，公司 PET 销量分别为 80.64 万吨、81.45 万吨和 79.98 万吨，产销率分别为 105.91%、98.32% 和 95.48%；工程塑料和聚酯薄膜销量分别为 27.36 万吨、31.11 万吨和 29.38 万吨，产销率分别为 100.17%、101.25% 和 91.33%。客户集中度一般，2017 年及 2018 年，除关联方外前五大客户销售额占销售总额的 23.06% 和 22.16%。

2016~2018 年，公司 PET 业务及工程塑料和聚酯薄膜业务收入和毛利润不断增长，毛利率不断提高。

热电业务

公司热电业务收入保持增长，受煤价上涨影响毛利率逐年下滑

公司热电业务由苏州苏盛热电有限公司（以下简称“苏盛热电”）经营，属于热电联动企业。苏盛热电拥有先进的控制系统并装配有环保性能较好的循环流化床锅炉，实行环保节能化运作。截至 2018 年末，苏盛热电年产能 150MW，装机容量 18 万机组，额定供汽量 420T/H，供汽管网 60 余公里。2017 年，苏盛热电产生上网电量 91647.68 万千瓦时，上网电价 3.97 角/千瓦时，热力价格按照国家指导价 164.79 元/吨进行销售。2018 年，苏盛热电产生上网电量 84875.41 万千瓦时，上网电价 4.05 角/千瓦时，热力价格按照国家指导价 183.21 元/吨进行销售，由于不是自备电厂，因此所发电量全部供应国家电网，并提供周边企业供热，公司及关联企业用热占总供热量的 58.45%。

近年来，随着作为电厂发电的重要副产品供热利用率逐年提升，供热业务营业收入持续增长，占热电业务营业收入的比重也进一步提升，供热业务的稳步提升，进一步增强了公司热电业务的盈利能力。总体来看，公司热电业务占营业收入和毛利润的水平不高，近年收入保持增长，但受煤价上涨影响毛利率逐年下滑。

企业管理

产权结构

截至 2018 年末，公司总股本 505278.99 万股，控股股东恒力集团直接持股比例为 29.72%，恒力集团及其一致行动人共持有公司 75.72% 的股份，实际控制人为陈建华和范红卫夫妇。

截至 2019 年 4 月 12 日，恒力集团及其一致行动人累计质押公司股份数占其所持有公司股份的 42.83%，占公司总股本的 32.43%。

法人治理结构和管理水平

公司根据《公司法》、《证券法》和其他有关规定，制订了《恒力石化股份有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）。公司按照《公司章程》规定建立了股东大会、董事会及监事会议事规则、独立董事制度和董事会秘书工作制度。董事会现有 7 名成员，

设董事长 1 人，董事 6 人，其中包括 3 名独立董事，董事会负责召集股东大会，执行股东大会决议。监事会现有 3 名成员，监事会对公司财务及董事、总经理和其他高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司组织机构为直线职能制：在总经理之下，由总经理授权的各副总经理、总经理助理分管各职能部门；各职能部门由主管副总经理、总经理助理与选定的部门经理负责日常工作。公司各职能部门包括总经理办公室、董事会办公室及证券部、审计部、投资部、研发部、聚酯部、纺丝部、加弹部、品管部、储运部、销售部、市场部、售后服务部、采购部、关务部、财务部、行政部、人事部和企管部等。

战略规划

公司未来发展主要是三个方向，一是利用已有的规模、市场、管理和技术优势，以现有涤纶长丝、PTA 等产品为基础，继续调整和优化产品结构，提高产品的科技含量，增强公司竞争力；二是继续推进炼化一体化项目及配套设施的建设和投产，打造“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”的完整产业链；三是择机考虑向产业链下游以及产业链周边延伸扩张，进一步完善产业链以提高市场抗风险能力。

财务分析

财务概况

公司提供了 2015 年~2017 年备考合并财务报告和 2018 年合并财务报告⁹。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2015 年以来，公司合并范围变动较大，2016 年和 2018 年 1 月均有重大资产重组发生，为更好反映公司经营和财务情况，使公司财务数据在报告期内具有可比性，备考审计报告假设所有合并范围变动于 2015 年初完成。截至 2018 年末，公司纳入报表合并范围的直接控股子公司共有 25 家。

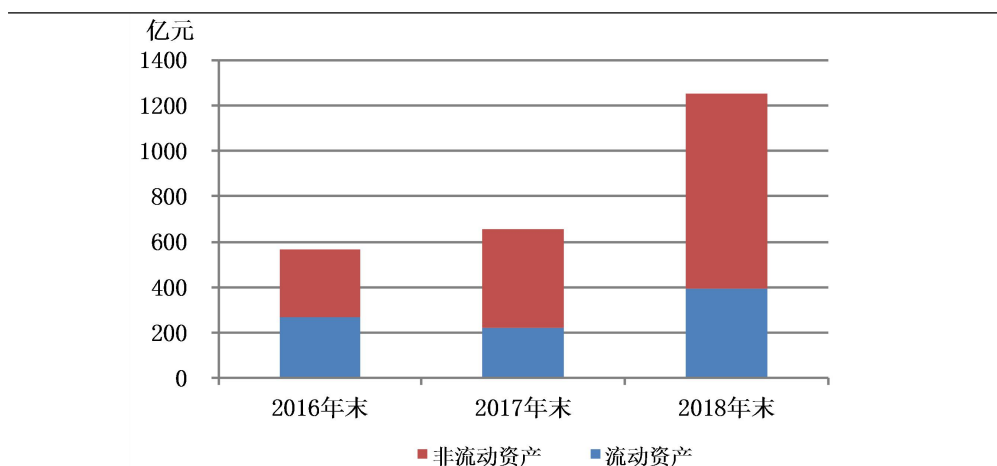
资产构成与资产质量

受炼化一体化项目建设影响，公司在建工程等非流动资产增长较快；受限资产规模较大，占总资产比重较高

2016 年~2018 年末，公司资产总额分别为 566.70 亿元、655.37 亿元和 1252.42 亿元，资产规模总体大幅增长，2017 末和 2018 年末同比分别增长 15.65%和 91.10%，主要是炼化一体化项目导致在建工程大幅增长所致。同期，非流动资产占比分别为 52.39%、66.47%和 68.40%，受在建工程不断增长影响，非流动资产占比呈上升态势。

⁹ 财政部于 2018 年 6 月发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，对部分会计科目进行了调整。公司 2018 年合并财务报告按照新会计准则要求编制。

图 7：2016 年～2018 年末公司资产构成

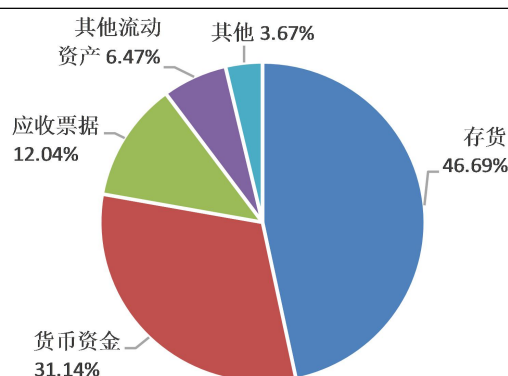


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2016～2018 年末，公司流动资产分别为 269.81 亿元、219.77 亿元和 395.79 亿元，有所波动。2018 年末，存货、货币资金、应收票据和其他流动资产占当期流动资产的比重分别为 46.69%、31.14%、12.04%和 6.47%，合计占流动资产总额的比重为 96.33%。

图 8：2018 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016～2018 年末，公司存货规模逐年增长，账面价值分别为 34.57 亿元、56.73 亿元和 184.79 亿元，2017 年末同比增长 64.13%，主要是原材料 PX 处于价格上升通道，公司储备大量原材料所致；2018 年末同比大幅增加 128.06 亿元，主要是部分原材料采购价格上升及炼化一体化项目储备原油所致。公司存货主要是原材料和库存商品，2018 年末原材料和库存商品占比分别为 83.78%和 16.00%，共计提存货跌价准备 0.48 亿元。2017～2018 年，存货周转次数分别为 9.08 次和 4.34 次，存货周转效率有所下降。

同期末，公司货币资金波动较大，余额分别为 96.15 亿元、52.80 亿元和 123.23 亿元，2017 年末同比下降 45.09%，主要是炼化一体化项目投入较多及暂时闲置资金购买理财产品所致；2018 年末同比增长 133.41%，一是由于部分银行理财产品到期后转存定期存款，二是恒力炼化新增银行贷款和收到项目募集资金所致。2018 年末，公司货币资金中银行存款为 104.23 亿元，其他货币资金为 19.00 亿元，其他货币资金主要是承兑汇票保证金、信用证保证金和短期借款保证金。

公司应收票据 2016~2018 年末账面价值分别为 38.40 亿元、42.17 亿元和 47.64 亿元，随公司收入规模的增长，应收票据规模不断增长。2018 年末，公司应收票据中已质押的银行承兑汇票为 35.46 亿元，已质押的信用证为 2.73 亿元，同时有 115.61 亿元的尚未到期的应收票据已背书或贴现。

公司其他流动资产主要为增值税未抵扣的进项税和银行理财产品。2016~2018 年末，公司其他流动资产分别为 20.81 亿元、60.02 亿元和 25.61 亿元，波动较大，2017 年末同比增长 188.45%，主要是公司将收回关联方占款形成的闲置资金用于购买理财产品所致；2018 年末同比下降 57.33%，主要是公司赎回部分已到期理财产品所致。

2. 非流动资产

2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 296.89 亿元、435.61 亿元和 856.63 亿元，受炼化一体化项目建设影响，公司非流动资产增长较快。2018 年末，公司非流动资产中在建工程、固定资产、其他非流动资产和无形资产占比分别为 53.71%、28.08%、12.33% 和 5.75%，合计占非流动资产的 99.87%。

同期末，公司在建工程账面价值分别为 8.97 亿元、97.45 亿元和 460.08 亿元，2017 年末和 2018 年末均大幅增长，主要是炼化一体化项目在建投入大幅增加所致。2018 年末，公司在建工程未计提减值准备。

公司固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物、船舶、运输工具和通用设备等。2016~2018 年末，固定资产账面价值分别为 253.43 亿元、241.33 亿元和 240.56 亿元，不断下降，主要是折旧规模较大所致。2018 年末，公司有 14.09 亿元的房屋及建筑物未办妥产权证书，目前尚在办理中。

公司其他非流动资产主要为预付长期资产购置款和增值税待抵扣进项税额，2016~2018 年末，分别为 3.15 亿元、48.44 亿元和 105.65 亿元，逐年大幅增长，主要是炼化一体化项目在建设阶段，预付长期资产购置款增加所致。

公司无形资产主要是土地使用权。2016~2018 年末，公司无形资产账面价值分别为 29.16 亿元、45.10 亿元和 49.22 亿元，2017 年末和 2018 年末，无形资产同比分别增长 54.69% 和 9.13%，主要是公司购置土地，土地使用权增加所致。

截至 2018 年末，公司受限资产 709.67 亿元，占总资产 56.66%，占净资产 254.29%，受限资产规模较大，对资产变现能力产生一定影响。其中受限货币资金为 42.88 亿元，用于抵押的应收票据、存货、固定资产、在建工程、无形资产和投资性房地产分别为 38.18 亿元、5.99 亿元、158.44 亿元、427.39 亿元、36.77 亿元和 0.004 亿元。截至 2019 年 4 月 12 日，恒力集团及其一致行动人累计质押公司股份数占其所持有公司股份的 42.83%，占公司总股本的 32.43%。

资本结构

2016 年 5 月和 2018 年 4 月，公司完成两次非公开发行股票，共募集资金 86.18 亿元，资本实力增强

2016~2018 年末，公司所有者权益逐年增加，分别为 164.80 亿元、192.74 亿元和 279.08 亿元；2018 年末同比增长 44.80%，主要是非公开发行股票募集资金所致，其中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 18.10%、73.30% 和 7.48%。2016 年 5 月和 2018 年 4 月，公司完成两次非公开发行股票，合计募集资金 86.18 亿元，资本实力得到增强。

同期末，公司股本分别为 45.45 亿元、45.45 亿元和 50.53 亿元。2018 年末，受非公开发行股票影响，股本同比增长 78.82%。

公司资本公积 2016~2018 年末分别为 139.12 亿元、139.12 亿元和 204.58 亿元，2018 年末，受非公开发行股票股本溢价影响，资本公积同比增长 30.17%。

2016 年末，公司未分配利润为负，为 -24.15 亿元，主要是前期公司建设 PTA 生产线投资规模较大，财务费用增长较快挤占了利润空间，同时 PTA 行业毛利率较低，PTA 板块亏损较多导致。2017 年，受原油价格上涨及 PTA 行业供需改善影响，PTA 业务利润大幅增长，公司实现净利润 32.19 亿元，期末未分配利润增长至 2.00 亿元；2018 年末，公司未分配利润进一步增长至 20.87 亿元。

受炼化一体化项目对资金需求较大的影响，公司有息债务规模增长较快，短期面临一定偿付压力

2016~2018 年末，公司负债总额分别为 401.90 亿元、462.63 亿元和 973.34 亿元，受炼化一体化项目建设对资金需求较大影响，负债规模增长较快；流动负债占比分别为 72.39%、72.80%和 55.70%，公司负债主要由流动负债构成，但 2018 年末非流动资产大幅增长。

1. 流动负债

2016~2018 年末，公司流动负债分别为 290.93 亿元、336.81 和 542.16 亿元，逐年增长。2018 年末，公司流动负债中短期借款、应付账款和应付票据占比较大，分别为 42.41%、30.15%和 19.55%，合计占流动负债的比重 92.11%。

同期末，公司应付账款分别为 16.13 亿元、31.52 亿元和 163.47 亿元，逐年大幅增长，主要是炼化产品原料采购及应付长期资产购置款增加所致。

公司应付票据 2016~2018 年末分别为 83.77 亿元、55.16 亿元和 105.99 亿元，有所波动，2018 年末同比大幅增长，主要是公司付供应商货款采用票据结算增加所致。

2016~2018 年末，公司短期借款分别为 152.28 亿元、216.54 亿元和 229.91 亿元，2017 年末同比增长 42.20%，一是 PTA 及化纤行情较好，公司储备原材料等对运营资金需求增长，二是炼化一体化项目的建设对资金需求增长所致；2018 年末同比增长 6.17%。2018 年末，公司短期借款中质押借款、保证借款和抵押借款占比分别为 54.47%、31.36%和 14.17%。

2. 非流动负债

2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 110.96 亿元、125.81 亿元和 431.18 亿元，逐年增长。2018 年末，公司非流动负债主要由长期借款和递延收益构成，占比分别为 92.92%和 6.95%。

同期末，公司长期借款分别为 97.25 亿元、100.57 亿元和 400.67 亿元，2018 年末，公司长期借款同比大幅增长，主要是炼化一体化项目资金投入大幅增加，向银行大额借款所致。2018 年末公司长期借款主要为抵押借款和保证借款。

公司递延收益为政府补助，2016 年~2018 年末分别为 12.26 亿元、24.30 亿元和 29.98 亿元。

3. 债务负担

2018 年末，公司资产负债率为 77.72%，全部债务合计 767.12 亿元。其中，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 47.71%和 52.29%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.97%和 73.32%。

表 12：2016 年～2018 年末公司债务情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
资产负债率	70.92	70.59	77.72
短期有息债务	265.57	295.31	366.03
长期有息债务	98.68	101.51	401.09
全部债务	364.25	396.83	767.12
全部债务资本化比率	68.85	67.31	73.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年～2018 年末，公司债务规模分别为 364.25 亿元、396.83 亿元和 767.12 亿元，其中 2018 年末有息债务大幅增加，主要是受炼化一体化项目对资金需求较大的影响；公司短期有息债务占比分别为 72.91%、74.42%和 47.71%，2018 年末公司有息债务转为以长期有息债务为主。同期，公司资产负债率为 70.92%、70.59%和 77.72%；长期债务资本化比率分别为 37.45%、34.50%和 58.97%；全部债务资本化比率分别为 68.85%、67.31%和 73.32%。

表 13：截至 2018 年末公司有息债务期限结构情况

单位：亿元

债务到期时间	短期借款	应付票据	其他应付款	一年内到期的非流动负债	长期借款	长期应付款	合计
2019 年	229.91	105.99	4.43	25.70	-	-	366.02
2020 年	-	-	-	-	1.70	0.43	2.13
2021 年及以后	-	-	-	-	398.97	-	398.97
合计	229.91	105.99	4.43	25.70	400.67	0.43	767.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从公司债务期限结构来看，以现有债务为基础，公司在 2019 年需偿还的债务为 366.02 亿元，短期面临一定集中偿付压力。

4. 对外担保

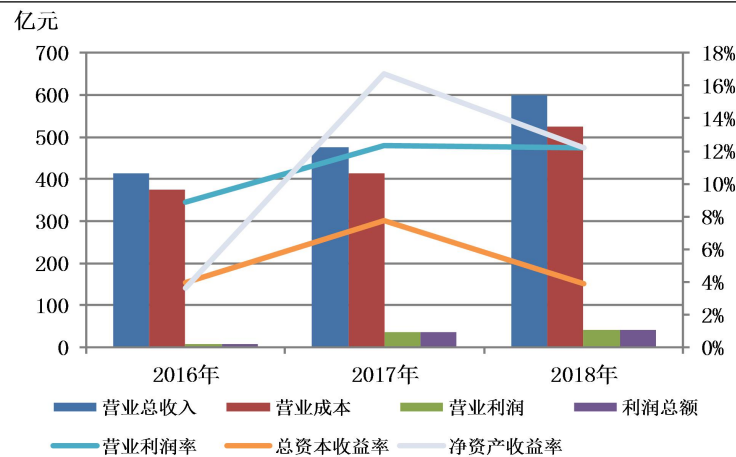
截至 2018 年末，公司无对外担保。

盈利能力

2016 年以来，公司营业收入及利润总额不断增长，盈利能力明显增强

受益于原油价格上升及行业供需结构调整，2016 年～2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 413.40 亿元、474.81 亿元和 600.67 亿元；同期，公司营业利润率分别为 8.85%、12.31%和 12.20%，有所波动。

图 9：2016 年~2018 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司期间费用分别为 30.64 亿元、27.31 亿元和 34.76 亿元，有所波动；同期，公司期间费用占营业收入的比例较高，分别为 7.41%、5.75%和 5.79%，侵蚀利润空间。

表 14：2016 年~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	5.89	5.22	5.43
管理费用	7.65	12.02	14.55
财务费用	17.10	10.07	14.78
期间费用合计	30.64	27.31	34.76
期间费用占营业收入的比重	7.41	5.75	5.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司营业利润 2016 年~2018 年分别为 7.09 亿元、35.42 亿元和 41.19 亿元。公司营业外收入主要为政府补助，2016 年为 1.46 亿元，2017 年起政府补助转到其他收益科目，2017 年~2018 年其他收益分别为 3.47 亿元和 2.05 亿元。

同期，公司利润总额分别为 8.51 亿元、35.44 亿元和 41.40 亿元，净利润分别为 5.98 亿元、32.19 亿元和 34.02 亿元。2016 年以来，公司利润增长较快，一是受 PTA 行业供需改善影响，PTA 业务利润大幅增长；二是公司涤纶丝业务亦处于行业景气期，利润不断增长。

从资产盈利方面来看，2016 年~2018 年，公司总资本收益率分别为 3.93%、7.69%和 4.48%；净资产收益率分别为 3.63%、16.70%和 12.19%。

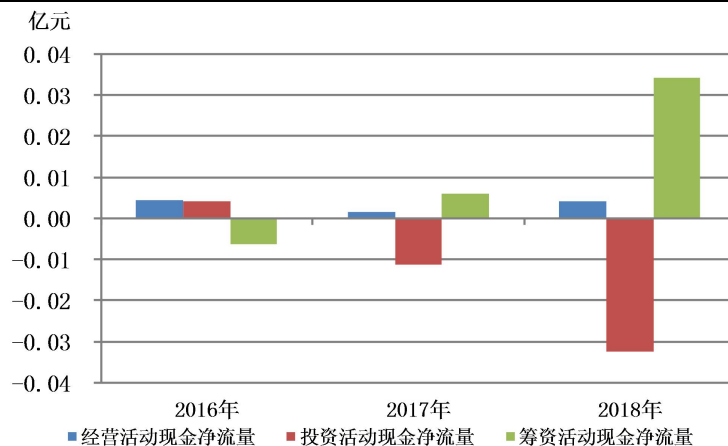
现金流

公司经营性现金持续净流入，经营获现能力较强，2017 年以来，受公司建设炼化一体化项目影响，投资性现金流净流出持续增加，对外部融资依赖较大

2016 年~2018 年，公司经营活动净现金流分别为 45.45 亿元、15.67 亿元和 41.31 亿元，其中公司经营活动现金流入逐年增加，分别为 446.58 亿元、483.48 亿元和 619.77

亿元；公司经营活动现金流出分别为 401.13 亿元、467.81 亿元和 578.45 亿元。同期，公司现金收入比分别为 103.54%、97.20%和 99.63%，经营获现能力较强。

图 10：2016 年～2018 年公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司投资性净现金流逐年减少，分别为 41.87 亿元、-111.20 亿元和 -324.30 亿元；公司投资性现金流入分别为 91.05 亿元、112.47 亿元和 162.02 亿元，主要为收回银行理财产品及收回关联方拆借款本金及利息；投资活动现金流出分别为 49.18 亿元、223.67 亿元和 486.32 亿元，主要为投资炼化一体化项目所支付的现金及购买理财产品所支付的现金。

公司筹资活动净现金流 2016 年～2018 年分别为 -62.16 亿元、59.77 亿元和 343.05 亿元，逐年增加，2017 年以来随着炼化一体化项目开始建设，公司筹资性净现金流增幅较大；公司筹资活动现金流入分别为 247.70 亿元、332.35 亿元和 823.06 亿元，主要来自于取得借款所收到的现金，2018 年大幅增加主要是公司炼化一体化项目获得银团贷款所致；筹资活动现金流出分别为 309.86 亿元、272.58 亿元和 480.02 亿元，主要用于偿还本息债务。

偿债能力

2016 年～2018 年末，公司流动比率分别为 92.74%、65.25%和 73.00%，速动比率分别为 80.86%、48.40%和 38.92%，2017 年末二者同比大幅下降，主要是炼化一体化项目进入建设期且尚未获得长期银团贷款，公司用自有资金及短期借款建设导致货币资金下降同时流动负债增加所致。2016 年～2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 15.62%、4.65%和 7.62%，2017 年经营现金对流动负债的保障程度大幅下降。2018 年末，公司货币资金 123.23 亿元，短期有息债务 366.03 亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

2016 年～2018 年，公司 EBITDA 逐年增加，分别为 43.06 亿元、67.44 亿元和 73.12 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.89 倍、4.93 倍和 2.71 倍，EBITDA 对全部利息的覆盖程度较好；全部债务/EBITDA 倍数分别为 8.46 倍、5.88 倍和 10.49 倍。

表 15：2016 年~2018 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
流动比率	92.74	65.25	73.00
速动比率	80.86	48.40	38.92
经营现金流动负债比	15.62	4.65	7.62
EBITDA 利息倍数	2.89	4.93	2.71
全部债务/EBITDA	8.46	5.88	10.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司授信总额为 932.25 亿元，已使用 745.99 亿元，占全部授信额度的 80.02%。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 12 日，公司本部存在 1 笔垫款、64 笔不良和关注类贷款，上述不良记录发生时间均为公司重组上市变更经营主体前，为大连橡胶塑料机械股份有限公司的记录。

本期债券偿债能力

本期债券募集资金总额不超过 10 亿元（含 10 亿元），若按 10 亿元计算，为公司 2018 年末全部债务和负债总额的 1.30% 和 1.03%，对公司现有资本结构影响较小。

2018 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.72% 和 73.32%。以公司 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 77.89% 和 73.58%。

以公司 2018 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 7.31 倍、61.98 倍、4.13 倍和 -28.30 倍，经营活动现金流入量对本期债券保障程度较好。

表 16：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期发债额度	4.31	6.74	7.31
经营活动现金流入量偿债倍数	44.66	48.35	61.98
经营活动现金流量净额偿债倍数	4.54	1.57	4.13
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	8.73	-9.55	-28.30

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

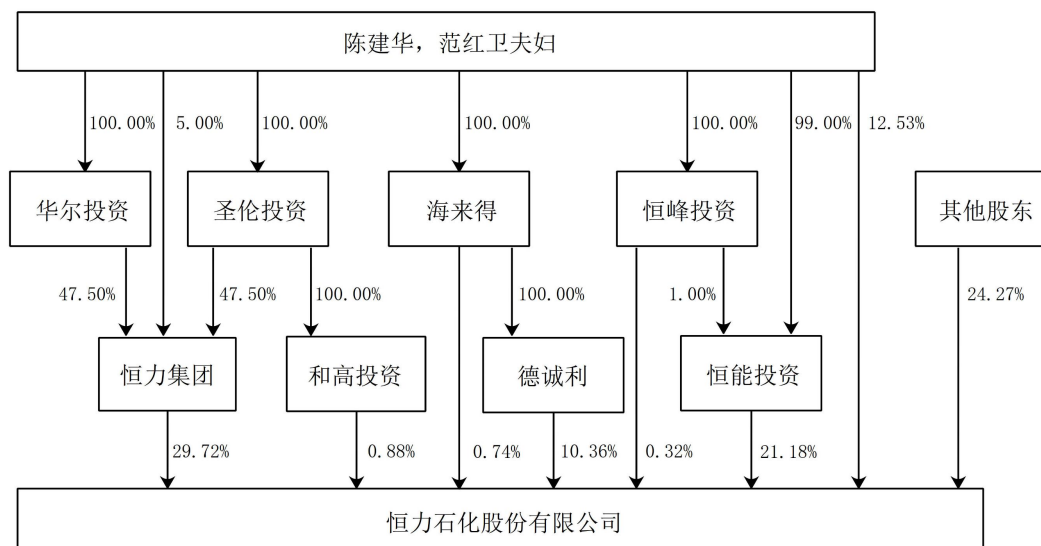
截至 2018 年末，公司长期有息债务为 401.09 亿元，在本期债券存续期内，公司长期债务的偿还压力主要来自本期债券的到期偿还。

抗风险能力与结论

公司完成“原油—PX—PTA—聚酯—涤纶丝”全产业链布局，产品间协同效应明显，综合竞争力极强；公司2000万吨/年炼化一体化项目一次加工能力位居全国前五位、产品结构丰富，项目已打通全流程，随着产能逐步释放公司盈利将大幅增长；公司炼化一体化项目采用沸腾床渣油加氢工艺，可加氢处理重质原油、节省原料成本，同时拥有自建码头及自备电厂，成本优势明显；公司PTA单体产能全球最大、权益产能全国第一，近年PTA毛利润大幅增长，炼化项目投产将提升原材料PX自给率及成本控制能力；公司涤纶长丝产能位居全国前五位，民用丝产品新品率和差异化率高，产品销售收入保持增长，毛利率水平较高；2016年5月和2018年4月，公司两次非公开发行股票合计募集资金86.18亿元，资本实力增强。

同时，东方金诚关注到，国际原油价格走势不确定性较大，原油价格波动造成公司成本控制难度加大，将对公司盈利稳定性产生一定影响；公司炼化一体化项目推进导致资金需求增加，有息债务规模增长较快、债务负担较重，同时重点项目后续投资规模较大，未来仍将面临较大资本支出压力；公司受限资产规模较大、占总资产比重较高。综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级AAA，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AAA。

附件一：截至2018年末公司股权结构图

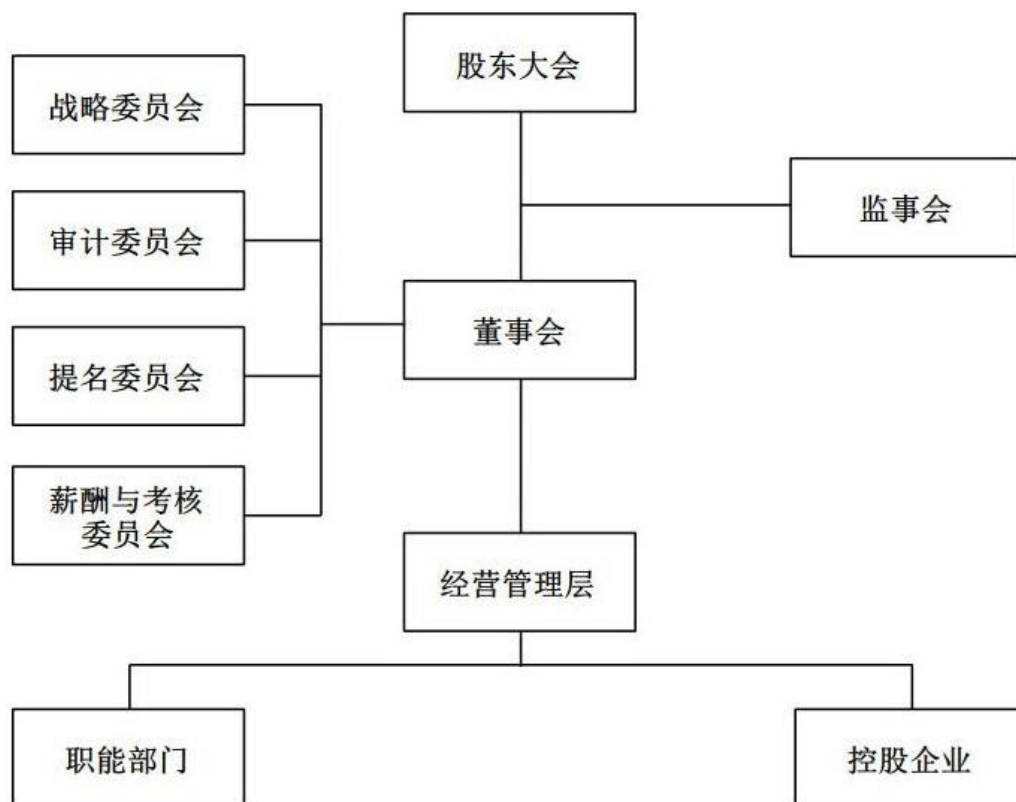


附件二：截至2018年末公司前十大股东情况

单位：股、%

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	恒力集团有限公司	1501594173	29.72
2	恒能投资（大连）有限公司	1070342090	21.18
3	范红卫	632932835	12.53
4	德诚利国际集团有限公司	523365477	10.36
5	中意资管-招商银行-中意资产-招商银行-定增精选 43 号资产管理产品	84800000	1.68
6	财通基金-农业银行-财通基金-安吉 36 号资产管理计划	59770000	1.18
7	大连市国有资产投资经营集团有限公司	59098455	1.17
8	平安资管-平安银行-平安资产创赢 5 号资产管理产品	56530000	1.12
9	财通基金-民生银行-财通基金-玉泉恒增 1 号资产管理计划	56520000	1.12
10	信达澳银基金-宁波银行-信达澳银基金-定增 25 号资产管理计划	52480000	1.04
合计		4097433030	81.10

附件三：截至 2018 年末公司组织结构图



附件四：截至 2018 年末公司控股子公司情况

单位：万元、%

企业名称	持股比例		注册资本	主营业务
	直接	间接		
江苏恒力化纤股份有限公司	99.99	-	220800	PET 和差别化化纤的生产和销售
江苏恒科新材料有限公司	-	99.99	115000	PET 和差别化化纤的生产和销售
南通腾安物流有限公司	-	99.99	50	仓储和运输
江苏德力化纤有限公司	-	99.99	45073.87	PET 和差别化化纤的生产和销售
苏州苏盛热电有限公司	-	99.99	26700	电力和蒸汽的生产和销售
苏州丙霖贸易有限公司	-	99.99	500	批发和贸易
苏州德亚纺织有限公司	-	99.99	8500	喷气织物的生产和销售
营口康辉石化有限公司	75.00	-	13100	聚对苯二甲酸丁二醇酯工程塑料、聚酯新型双向拉伸聚酯薄膜、聚酯切片等的生产和销售
力金（苏州）贸易有限公司	-	75.00	500	批发和贸易
苏州千里眼物流科技有限公司	100.00	-	500	服务业
苏州纺团网电子商务有限公司	100.00	-	500	服务业
苏州塑团网电子商务有限公司	100.00	-	500	服务业
恒力石化（大连）化工有限公司	100.00	-	78500	石油制品的生产和销售
恒力投资（大连）有限公司	100.00	-	627000	实业投资
恒力石化（大连）有限公司	-	99.83	589000	PTA 的生产和销售
大连恒力混凝土有限公司	-	100.00	2000	混凝土的生产和销售
恒力储运（大连）有限公司	-	100.00	1000	仓储业
恒力海运（大连）有限公司	-	100.00	2000	水上运输业
Hengli Petrochemical Co., Limited	-	99.83	1000 ¹⁰	批发和贸易
Hengli Petrochemical International Pte. Ltd	-	100.00	3035.68 ¹¹	贸易
深圳市港晖贸易有限公司	-	100.00	1000	商务服务业
恒力石化（大连）炼化有限公司	100.00	-	1759633	石油制品的生产和销售
恒力炼化产品销售（大连）有限公司	-	100.00	1000	贸易
深圳市申钢贸易有限公司	-	100.00	1000	批发和贸易
Hengli Oilchem Pte. Ltd.	-	79.00	2500 ¹²	贸易

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁰ 港元。

¹¹ 美元。

¹² 新元。

附件五：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末 (备考)	2017 年末 (备考)	2018 年末
流动资产：			
货币资金	961488.76	527954.93	1232305.51
应收票据	384003.10	421657.08	476382.70
应收账款	37899.39	32694.83	48377.73
预付款项	86111.25	33631.93	81945.68
其他应收款	608310.75	1418.50	10396.13
存货	345659.40	567317.37	1847914.38
其他流动资产	208082.65	600206.50	256132.59
流动资产合计	2698126.62	2197661.37	3957938.57
非流动资产：			
投资性房地产	8236.43	534.80	3592.66
固定资产	2534278.40	2413314.63	2405628.61
在建工程	89693.88	974512.38	4600754.59
工程物资	9931.25	25389.97	-
无形资产	291573.78	451046.49	492210.18
长期待摊费用	3513.94	5906.77	4911.09
递延所得税资产	110.18	961.00	2728.89
其他非流动资产	31530.09	484395.60	1056481.59
非流动资产合计	2968867.95	4356061.65	8566307.61
资产总计	5666994.58	6553723.02	12524246.19

附件五：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末 (备考)	2017 年末 (备考)	2018 年末
流动负债：			
短期借款	1522791.81	2165361.97	2299052.63
应付票据	837659.75	551623.80	2694601.49
应付账款	161320.96	315177.04	
预收款项	58307.72	68038.82	91997.29
应付职工薪酬	6752.78	12432.72	17022.71
应交税费	9483.42	13285.07	6625.34
应付利息	3907.10	4470.71	-
其他应付款	23142.65	29504.38	55130.89
一年内到期非流动负债	285921.49	204490.75	257042.47
其他流动负债	61.27	-	-
流动负债合计	2909348.96	3368147.30	5421573.78
非流动负债：			
长期借款	972467.28	1005691.46	4006659.40
长期应付款	14304.14	9441.35	4255.13
递延收益	122570.61	243005.22	299814.04
非流动负债合计	1109625.44	1258138.03	4311838.77
负债合计	4018974.40	4626285.33	9733412.55
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本（或股本）	454508.99	454508.99	505278.99
资本公积	1391152.47	1391152.47	2045767.22
其他综合收益	6.49	-33.61	663.76
盈余公积	25188.21	40304.00	57978.06
未分配利润	-241548.15	20022.90	208699.38
归属母公司所有者权益合计	1629308.01	1905954.75	2758767.34
少数股东权益	18712.17	21482.93	32066.29
股东权益合计	1648020.17	1927437.69	2790833.64
负债与股东权益合计	5666994.58	6553723.02	12524246.19

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016 年 (备考)	2017 年 (备考)	2018 年
一、营业总收入	4133950.50	4748061.11	6006725.52
其中：营业收入	4133950.50	4748061.11	6006725.52
减：营业成本	3752631.01	4146025.83	5241324.45
营业税金及附加	15528.54	17408.92	32478.13
销售费用	58883.69	52233.70	54339.90
管理费用	76521.83	120174.90	62043.77
研发费用	-	-	83421.45
财务费用	170990.99	100663.45	147816.13
资产减值损失	-7930.86	-7891.87	5892.64
加：投资收益	3258.56	937.64	10819.94
资产处置收益	302.93	-4.55	135.08
其他收益	-	34699.97	20474.27
二、营业利润	70886.79	354154.90	411916.77
加：营业外收入	14554.24	411.57	2561.46
减：营业外支出	338.04	178.74	470.14
三、利润总额	85102.98	354387.73	414008.09
减：所得税	25266.68	32536.24	73761.43
四、净利润	59836.30	321851.49	340246.66
归属于母公司所有者的净利润	63365.37	319072.16	332261.09
少数股东损益	-3529.07	2779.34	7985.57

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016 年 (备考)	2017 年 (备考)	2018 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	4280193.66	4615020.26	5984309.64
收到的税费返还	11519.87	16412.22	10907.07
收到的其他与经营活动有关的现金	174132.50	203349.10	202435.19
经营活动现金流入小计	4465846.02	4834781.58	6197651.90
购买商品、接受劳务支付的现金	3486537.03	4267364.05	5129452.44
支付给职工以及为职工支付的现金	107076.20	127176.15	175345.33
支付的各项税费	110316.59	94267.32	211251.28
支付的其他与经营活动有关的现金	307418.71	189259.42	268457.97
经营活动现金流出小计	4011348.52	4678066.94	5784507.03
经营活动产生的现金流量净额	454497.50	156714.64	413144.87
二、投资活动产生的现金流量			
取得投资收益所收到的现金	-	64386.02	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	550.41	27.30	315.90
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	86650.00	-
收到的其他与投资活动有关的现金	905976.59	973341.25	1619880.57
投资活动现金流入小计	910497.46	1124720.52	1620196.47
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	88636.52	1405276.62	3536717.54
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	63825.00	-	-
支付的其他与投资有关的现金	339324.13	829415.00	1326498.95
投资活动现金流出小计	491785.65	2236691.62	4863216.49
投资活动产生的现金流量净额	418711.80	-1111971.10	-3243020.02
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	155999.98	-	719380.32
取得借款所收到的现金	2170926.41	3165233.37	7443427.75
收到的其他与筹资活动有关的现金	150099.98	158241.75	67817.24
筹资活动现金流入小计	2477026.37	3323475.12	8230625.30
偿还债务所支付的现金	2593587.59	2500743.14	4292271.98
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	147992.50	177022.94	387615.81
支付其他与筹资活动有关的现金	357064.81	47997.77	120279.49
筹资活动现金流出小计	3098644.90	2725763.84	4800167.27
筹资活动产生的现金流量净额	-621618.53	597711.28	3430458.03
四、汇率变动对现金的影响额	-60065.36	2594.49	-3927.73
五、现金和现金等价物净增加额	191525.41	-354950.70	596655.16

附件八：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2016 年 (备考)	2017 年 (备考)	2018 年
1、净利润	59836.30	321851.49	340246.66
资产减值准备	-7930.86	-7891.87	5892.64
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	184439.75	177287.56	177572.83
无形资产摊销	6274.15	7040.07	6819.42
长期待摊费用摊销	6490.02	3908.72	3883.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-302.93	4.55	-135.08
固定资产报废损失	-	-	6.35
财务费用	165496.10	89946.08	125995.39
投资损失	-3258.56	-937.64	-10819.94
递延所得税资产减少	446.35	-850.82	-1767.89
递延所得税负债增加	283.42	-283.42	1110.19
存货的减少	168708.82	-218234.60	-1280269.08
经营性应收项目的减少	32404.63	120959.47	-145490.24
经营性应付项目的增加	-158389.66	-337009.29	1205295.06
经营活动产生的现金流量净额	454497.50	156714.64	413144.87
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	561692.55	206741.85	803461.66
减：现金的期初余额	370167.14	561692.55	206806.50
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	191525.41	-354950.70	596655.16

附件九：公司主要财务指标

项 目	2016 年 (备考)	2017 年 (备考)	2018 年
盈利能力			
营业利润率(%)	8.85	12.31	12.20
总资本收益率(%)	3.93	7.69	4.48
净资产收益率(%)	3.63	16.70	12.19
偿债能力			
资产负债率(%)	70.92	70.59	77.72
长期债务资本化比率(%)	37.45	34.50	58.97
全部债务资本化比率(%)	68.85	67.31	73.32
流动比率(%)	92.74	65.25	73.00
速动比率(%)	80.86	48.40	38.92
经营现金流流动负债比(%)	15.62	4.65	7.62
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	4.93	2.71
全部债务/EBITDA(倍)	8.46	5.88	10.49
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.24	-0.24	-0.37
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	5.86	-6.98	-10.48
经营效率			
销售债权周转次数(次)	-	10.84	12.27
存货周转次数(次)	-	9.08	4.34
总资产周转次数(次)	-	0.78	0.63
现金收入比(%)	103.54	97.20	99.63
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	15.65	48.66
净资产年平均增长率(%)	-	16.95	30.13
营业收入年平均增长率(%)	-	14.86	20.54
利润总额年平均增长率(%)	-	316.42	120.56
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.31	6.74	7.31
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	44.66	48.35	61.98
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	4.54	1.57	4.13
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	8.73	-9.55	-28.30

附件十：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+利息费用)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期有息债务+短期有息债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益)×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=【(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1】×100%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十一：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“~”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

关于恒力石化股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“恒力石化股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的存续期内密切关注恒力石化股份有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在恒力石化股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向恒力石化股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，恒力石化股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如恒力石化股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站（<http://www.dfratings.com>）和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 4 月 22 日

