

浙江荣盛控股集团有限公司

2017 年度第二期短期融资券

## 跟踪评级报告

主体信用等级：AA<sup>+</sup> 级

17 荣盛 CP002 信用等级：A-1 级

评级时间：2018 年 2 月 8 日



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[2018]100011】

**跟踪对象: 浙江荣盛控股集团有限公司 2017 年度第二期短期融资券 (简称“本期短券”)**

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA <sup>+</sup>	稳定	A-1	2018 年 2 月
<b>首次评级:</b>	AA <sup>+</sup>	稳定	A-1	2017 年 6 月

### 主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	5.91	14.77	3.32	25.22
短期刚性债务	46.77	78.51	65.58	86.74
所有者权益	22.57	21.73	19.14	18.59
现金类资产/短期刚性 债务[倍]	0.28	0.26	0.15	0.39
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
流动资产	224.78	264.25	294.65	390.37
货币资金	43.68	54.47	69.14	113.56
流动负债	300.72	356.74	311.87	391.88
短期刚性债务	222.14	268.59	213.30	288.52
所有者权益	125.87	156.77	188.79	251.87
营业收入	369.65	326.21	507.36	586.44
净利润	-0.33	4.62	19.04	16.04
经营性现金净流入量	36.45	1.12	41.51	7.84
EBITDA	20.16	31.08	52.06	—
资产负债率[%]	74.85	72.53	69.93	67.49
流动比率[%]	74.75	74.07	94.48	99.61
现金比率[%]	19.43	18.69	26.72	32.29
利息保障倍数[倍]	0.75	1.14	2.09	—
经营性现金净流入与 流动负债比率[%]	12.53	0.34	12.42	—
非筹资性现金净流入 与流动负债比率[%]	-9.97	-8.85	0.97	—
EBITDA/ 利息支出 [倍]	1.33	1.71	2.89	—
EBITDA/ 短期刚性债 务[倍]	0.10	0.13	0.22	—

注: 根据荣盛控股经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

### 分析师

吴迪妮  
Tel: (021) 63501349-936  
E-mail: wdn@shxsj.com

周宛霖  
Tel: (021) 63501349-890  
E-mail: zwl@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
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“新世纪评级”或“本评级机构”) 对浙江荣盛控股集团有限公司 (简称“荣盛控股”、“该公司”或“公司”) 及其发行的 2017 年度第二期短期融资券的跟踪评级反映了 2017 年以来荣盛控股在市场地位、盈利能力、融资能力等方面继续保持优势, 同时也反映了公司在原料价格波动、汇率波动及债务结构等方面继续面临压力与风险。

#### 主要优势:

- **市场地位显著。**荣盛控股 PTA 权益产能和聚酯涤纶产能均位于全国前列, 且跟踪期内保持了较高的开工率及产销率, 公司具有较显著的市场地位。
- **产业链完整, 行业竞争力强。**跟踪期内, 中石化芳烃项目产能充分释放, 荣盛控股产业链不断延伸, 已形成芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹的产业链结构, 产业链的延长提升了公司的盈利能力。
- **融资渠道优势。**荣盛控股目前拥有荣盛石化、宁波联合 2 家上市公司的控股权以及天原集团的大量股权, 融资渠道畅通。
- **行业景气度提升, 盈利能力增强。**跟踪期内, 石化及化纤行业景气度显著提升, 主导产品芳烃、PTA、聚酯价格及销量均呈现上升态势, 促使荣盛控股盈利情况改善, 2017 年前三季度营业收入较上年同期增长 67.25%, 净利润较上年同期增长 26.21%。

#### 主要风险:

- **原料价格波动风险。**荣盛控股芳烃、PTA 和聚酯涤纶产品的主要原材料均为石油制品。国际石油价格频繁波动增加了成本控制难度, 公司盈利的波动加大。

- 投资压力大。目前荣盛控股正在舟山上马大型炼化项目，后续仍面临很大的投资支出压力。
- 即期偿债压力大。荣盛控股负债率较高，且债务期限结构不合理，短期刚性债务占比大。且流动资产中其他应收款规模大，流动资产对短期刚性债务的保障程度不足，公司面临较大的流动性压力。
- 汇率波动风险。荣盛控股的美元债务规模较大，如果美元大幅升值，公司将遭受较大的汇兑损失。
- 对外担保与委托贷款风险。荣盛控股对外担保及对关联方委托贷款规模较大，在经济下行的情况下，存在或有损失或款项回收风险。
- 安全生产风险。PTA 及芳烃的生产具有易燃易爆等特点。尽管荣盛控股严格遵守安全生产准则，但仍存在安全生产风险。

#### ➤ 未来展望

通过对荣盛控股及其发行的 17 荣盛 CP002 主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA<sup>+</sup> 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性极高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对浙江荣盛控股集团有限公司 2017 年度第二期短期融资券的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估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。

本评级机构与评估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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至浙江荣盛控股集团有限公司 2017 年度第二期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

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。

# 浙江荣盛控股集团有限公司

## 2017 年度第二期短期融资券

### 跟踪评级报告

#### 一、跟踪评级原因

按照浙江荣盛控股集团有限公司(简称“荣盛控股”、“该公司”或“公司”)2017 年度第二期短期融资券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 2016 年财务报表、未经审计的 2017 年前三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。

#### 二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下,整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续,通胀预期走高,美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应,全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,美国经济、就业表现强韧,美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地,经济增长有望保持强劲,需谨防地产和资本市场泡沫风险;欧盟经济复苏势头良好且前景乐观,但内部政治风险不容忽视,欧洲央行量化宽松缩减,或为继美联储之后第二个退出量化宽松;日本经济温和复苏,增长基础仍不稳固,超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中,相关央行普遍降息刺激经济,其中印度经济仍保持中高速增长,增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转;俄罗斯经济复苏

向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求回暖带动下，2017年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对GDP增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进

稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

### 三、公司所处行业及区域经济环境

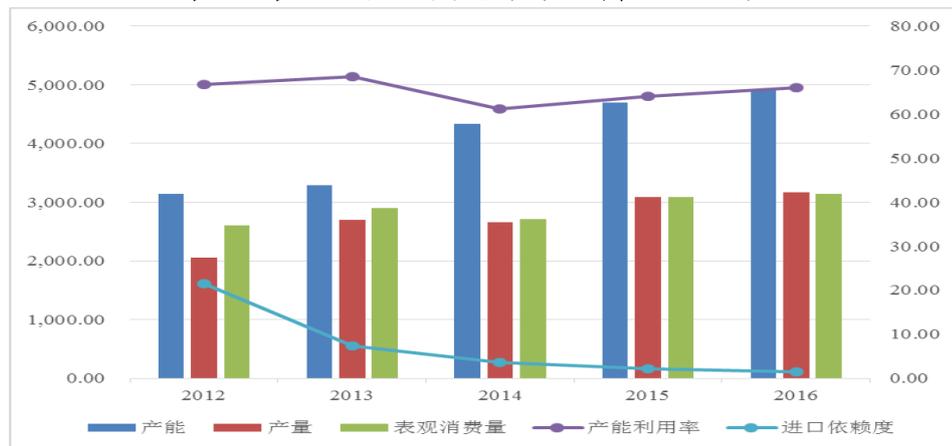
该公司主要从事芳烃、PTA 及聚酯涤纶等石化产品的生产销售及房地产开发业务，以上行业的发展情况对公司经营影响大。

#### 1. 石化及化纤行业

近年来，PTA 产能扩张速度明显放缓，行业供需关系改善，加之原油价格上涨等因素，PTA 价格回升。目前行业内竞争较激烈，但行业内落后产能淘汰的加速，将为优质企业长期发展提供更大空间。

2016 年末 PTA 产能为 4,909 万吨，但由于部分产能长期停产或闲置，实际有效产能约 3,545 万吨。进入 2017 年以来，部分 PTA 生产线复产，包括蓬威石化 90 万吨装置于 2017 年 2 月份重启复产，华彬石化(远东石化重组)140 万吨装置于第四季度复产，翔鹭石化三条生产线中的两条约 300 万吨装置于 2017 年 11 月复产。此外，2017 年 12 月底，桐昆股份新建的 200 万吨装置进入试生产阶段，PTA 有效产能升至 4,258 万吨。近两年 PTA 行业产能增速明显放缓，行业开工率水平显著提升，2016 年产量同比增长 2.53% 至 3,164 万吨。同期 PTA 表观消费量为 3,141.18 万吨，同比增长 1.58%，供需格局有所改善。

图表 1. PTA 产能、产量及表观需求量等情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯

图表 2. 国内主要 PTA 生产商产能情况 (单位: 万吨)

公司	产能	生产基地	备注
恒力石化	660	辽宁大连	恒力集团的关联企业
逸盛大化	600	辽宁大连	荣盛控股的控股孙公司, 恒逸集团联营企业
浙江逸盛	540	浙江宁波	恒逸集团控股孙公司, 荣盛控股联营企业
桐昆股份	370	浙江嘉兴	200 万吨 PTA 项目于 2017 年 12 月底试生产, 自给率提升至 100%
翔鹭石化	300	福建厦门	2015 年 4 月相邻 PX 装置爆炸, PTA 随即停车, 2017 年 11 月复产两条生产线
海南逸盛	210	海南洋浦	荣盛控股和恒逸集团的联营企业
华彬石化	140	浙江绍兴	远东石化重组

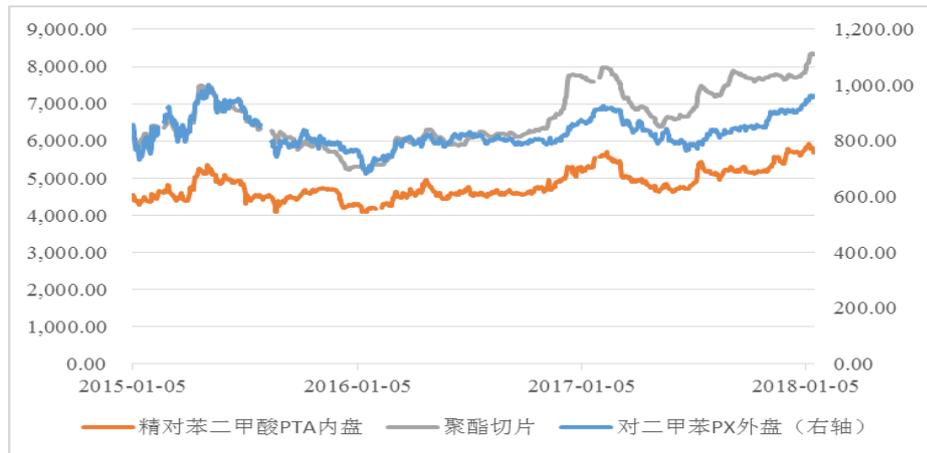
资料来源: 中国 PTA 行业协会及上市公司公开资料

我国 PTA 产业集中度较高, 前三大企业的产能占全国总产能的 40% 左右, 以恒力集团有限公司 (简称“恒力集团”)、荣盛控股、浙江恒逸集团有限公司 (简称“恒逸集团”) 等为代表的民营生产企业在行业中的影响力较大, 其装置检修及联合限产保价均会影响 PTA 短期的价格走势。但中长期来看, 价格主要受供需关系及原料价格影响。2015 年石油价格在低位徘徊, PTA 价格呈下滑趋势。2015 年末, PTA 价格较 2014 年初下滑约 42% 至 4,305 元/吨。2016 年以来, 随着原油价格回升 (一揽子原油价格由 2016 年初的 31.79 美元/桶小幅回升至 2017 年 12 月末的 64.47 美元/桶), PTA 价格小幅回升, PTA 价格由 2016 年末的 5,270 元/吨攀升至 2017 年末的 5,700 元/吨。

PTA 的下游主要是涤纶长丝行业。近年来, 我国化纤行业持续快速发展, 产业结构进一步优化。2016 年, 化纤行业运行质量明显好转, 主要产品新增产能投放放缓, 产量中速增长, 整体开工率较 2015 年有所提升, 当年我国化纤行业累计完成产量 4,943.7 万吨。

2014-2016 年我国涤纶纤维生产量分别为 3,580.99 万吨、3,945.20 万吨和 3,959.00 万吨，年均复合增长率为 5.15%。2017 年 1-5 月我国涤纶纤维生产量为 1,647.63 万吨，同比增长 3.90%。POY、FDY 和 DTY 价格走势与 PTA 趋同，2016 年以来也略有回升，到 2017 年 11 月底分别为 8900 元/吨、9150 元/吨和 10450 元/吨。

图表 3. CCFEI 的 PX、PTA、聚酯切片价格走势（左轴：元/吨，右轴：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

PTA 上游主要原料为 PX，每吨 PTA 生产约消耗 PX0.65 吨，按目前 PTA 有效产能 4,258 万吨计算，PX 年需求量约 2,768 万吨。截至 2016 年末，我国 PX 产能约 1,439.60 万吨/年，且由于国内石脑油供应偏紧、2015 年腾龙芳烃爆炸等因素影响，行业开工率不高，PX 进口依存度较高。

图表 4. 2014~2016 年我国 PX 进口概况

	2014 年	2015 年	2016 年
PX 进口量 (万吨)	997.27	1,168.71	1,236.13
PX 进口金额 (亿美元)	125.55	98.56	96.84
PX 进口均价 (美元/吨)	1,258.94	843.32	783.41

资料来源：Wind 资讯

受 PX 高利润驱动，韩国、中东等地加快扩产步伐，近年全球产能得到一定幅度增长，未来也有大量新产能投放市场，全球 PX 供应充足。另外，为了配套国内扩张过快的 PTA 产能，国内规划建设 PX 项目也较多。但因装置建设需要一定时间，且受国内 PX 环保风暴持续影响，装置投产具有一定不确定性。2016 年末，国内 PX 待建产能合计约 1,500 万吨，主要分为两类，一类是较早规划的未

建产能，主要为中石化扩建项目；另一类是近期规划的炼化一体化项目，但项目投资规模巨大，建设期较长，预计国内 PX 产能大幅投放将在 2019 年前后，届时国内 PX 产能将达 1,870~2,140 万吨/年。但由于新建装置布局与下游需求不匹配、原料不落实，因此装置负荷可能较低。随着产能投放加速，PX 供求关系有望缓解，PX 利润空间或有所收窄。

荣盛石化下属全资子公司宁波中金石化有限公司（简称“中金石化”）的 200 万吨/年芳烃项目已于 2015 年 9 月投产。该项目使公司能够规避国内 PTA 产能过剩、PX 产能不足所造成的负面影响，盈利能力得以大幅增强。

**近年来国内炼油业产能过剩严重，而下游油品需求增速放缓。但由于行业盈利情况可观，炼油行业去产能效果不佳。国际油价维持稳中趋升的态势。**

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

报告预测，2018 年，中国石油表观消费量将首次突破 6 亿吨，对外依存度将逼近 70%。成品油需求增速将放缓，成品油产量增速双提高，净出口将恢复较快增长；2018 年地炼原油配额大幅增长，成品油资源过剩，业内竞争将加剧，市场化改革将进一步推进；中国天然气需求仍将保持快速增长；2018 年，中国炼油能力将首次突破 8 亿吨/年，炼油能力过剩问题更趋严重。

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

在建设或处于规划中。其中浙石化项目系该公司在舟山建设的炼化一体化项目。该项目将进一步延伸公司石化产品产业链，公司盈利能力有望进一步增强。

## 2. 房地产行业

受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年前三季度我国房地产行业完成投资额为8.06万亿元，较上年同期增长8.11%；住宅年完成投资额为5.51万亿元，较上年同期增长10.37%，增速总体处于适中水平。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较上年提升了1.25个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图表 5. 2006-2017 年前三季度房地产投资情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind 资讯及国家统计局

2016年，我国商品房新房销售面积为15.73亿平方米，同比增

长 22.46%；其中住宅销售面积为 9.31 亿平方米，同比增长 22.36%。2017 年前三季度我国商品房新房销售面积为 11.60 亿平方米，同比增长 10.29%，较上年同期涨幅收窄 16.6 个百分点；其中住宅销售面积为 10.01 亿平方米，同比增长 7.61%，较上年同期收窄 19.5 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年前三季度我国 50 个代表城市商品住宅市场月均成交面积约 2,960 万平方米，同比下降 22%，降幅较上半年扩大了 2.5 个百分点。其中一线城市下降幅度达 44%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 6. 2006-2017 年前三季度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）

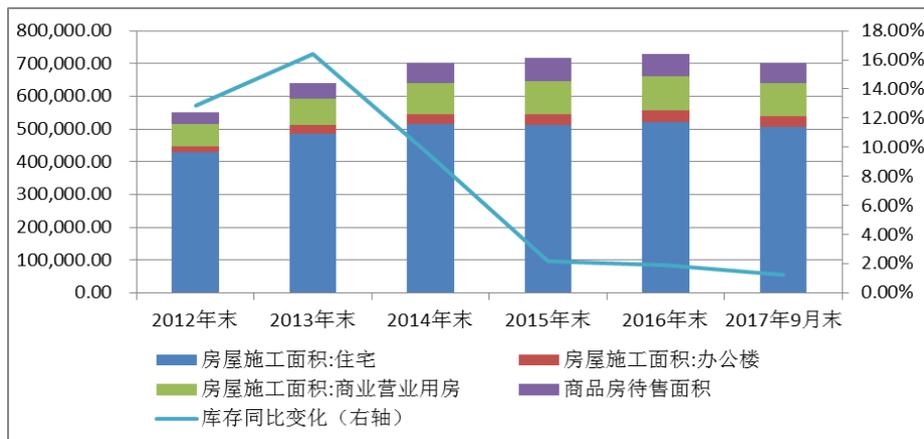


资料来源：Wind 资讯

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存<sup>1</sup>持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年 9 月末，我国房地产市场库存为 70.20 亿平方米，较上年末减少 3.89%；其中待售面积为 6.95 亿平方米，较上年末减少 12.08%，库存总体趋稳。

<sup>1</sup>包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

图表 7. 近年我国房地产库存变化情况 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind 资讯

为化解房地产市场库存压力, 中央政府自 2014 年下半年陆续出台多项政策: 央行多次降息降准、公积金贷款额度上调、限购政策大面积放开等。2015 年政策延续上年的宽松态势, 在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下, 我国房地产市场整体回暖。2016 年以来, 我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末, 上海、深圳先后提高购房门槛, 一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下, 二线城市房价显著上涨, 南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起, 二线城市房价调控政策趋紧, 南京提高二套房首付比例, 苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后, 北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策, 从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节 (以北京“930 新政”为标志)。

2017 年前三季度, 各地政府调控政策持续收紧, 多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码, 多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外, 自“930 调控”以来, 三四线城市承接市场外溢需求, 再加上城市棚改力度大, 需求集中释放, 房价上涨明显, 此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延, 且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数据显示, 截至 2017 年 9 月末, 74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控, 其中海南、河北从省级层面全面调控。随着相

关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

目前，该公司所建的几个重要房地产项目位于温州苍南县及宁波市。温州商品房销售面积保持稳定增长，2016年温州市商品房销售面积为772.67万平方米，同比上涨47.92%；销售额为1,010.29亿元，同比增长38.90%。2017年1-11月温州市商品房销售面积为854.81万平方米，同比增长46.60%；销售额为1,048.92亿元，销售额增长27.10%。2016年以来，温州商品房成交均价波动不大，目前维持在1.30万元/平方米左右。宁波房地产市场受全国市场影响，2014年景气度下滑，2015年起楼市回暖显著，2016年全年商品房销售面积1,336.95万平方米，同比增长32.70%；销售额1,501.14亿元，同比增长39.20%。2017年1-11月宁波商品房销售面积1,379.50万平方米，同比增长20.30%；商品房销售额为1,860.31亿元，同比增长44.20%。宁波房地产市场交易较火热，推动商品房价格攀升，成交均价由2016年的1.42万/平方米升至2017年的1.89万/平方米。

#### 四、公司自身素质

##### （一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

该公司为民营企业，产权结构清晰，法人治理结构较完善。公司关联担保规模较大，存在一定的或有损失风险。

2017年以来，该公司法人治理结构及管理平等方面均无重大变化。公司产权状况详见附录二。

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参股公司浙江逸盛、海南逸盛及宁波恒逸贸易有限公司（专职负责浙江逸盛的产品销售工作，简称“宁波恒逸”）采购PTA。公司向关联方提供劳务、销售商品主要向海南逸盛、浙江逸盛销售原料PX及向杭州博佳化纤原料有限公司销售涤纶丝等。2016年公司关联购销金额分别为2.14亿元和67.03亿元，因中金石化项目投产，公司关联销售大幅增加。该项关联销售预计将持续。公司关联购销的主要产品均为大宗商品，有明确的市场价格可参照。

该公司与关联方有一定规模的资金往来，2016年末对关联方的

应收账款和其他应收款分别为 1.94 亿元和 18.80 亿元，对关联方的应付票据和预收款项分别为 1.40 亿元和 1.89 亿元，其他关联方款项均较小。其中其他应收款主要为对参股公司海南逸盛的委托贷款或暂借款，2016 年末余额为 13.75 亿元，占比为 27.89%，利率为同期银行贷款利率上浮 10%。此外，2016 年末公司为关联方提供担保金额为 41.84 亿元，2017 年 9 月末降至 35.93 亿元，被担保对象主要为参股企业海南逸盛、三元控股集团有限公司（简称“三元控股”，其控股股东李斌先生是李水荣的侄子）及旗下纺织印染企业。三元控股的主营业务为纺织面料的生产，目前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。

## （二） 经营状况

跟踪期内，石化及化纤行业景气度提升，该公司主导产品芳烃、PTA、聚酯涤纶销售价格及销量均有所上升，公司盈利能力提高。而房地产板块收入结转规模有所增加，且目前去化情况较好。由于舟山炼化项目投资规模大，公司后续面临较大的投资支出压力。综合来看，公司经营规模继续扩大，经营情况总体向好。

2016 年随着芳烃产能充分释放，加之 PTA 及聚酯涤纶价格回升，该公司营业收入同比增长 55.53% 至 507.36 亿元。芳烃及 PTA 业务为公司的核心业务，2016 年分别贡献了收入的 22.62% 和 41.99%。当年芳烃产能充分释放，公司芳烃业务实现收入 114.77 亿元，成为公司重要的收入及利润来源。2017 年前三季度公司实现营业收入 586.44 亿元，较上年同期增长 67.25%，主要由于芳烃产能充分释放，加之房地产业务结转收入较多。另外由于芳烃业务毛利率相对较高，2017 年前三季度公司实现净利润 16.04 亿元，较上年同期增长 26.21%。

图表 8. 公司各板块收入及毛利率构成（单位：亿元，%）

收入	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年前三季度
芳烃	-	24.59	114.77	125.18
PTA	212.55	175.22	213.03	281.21
聚酯涤纶	88.53	71.78	69.08	59.05
批发与零售	22.14	21.47	22.77	13.69
热电	3.50	3.24	3.39	3.36
房地产	19.54	12.43	16.49	30.24

其他	23.39	17.48	67.83	73.71
合计	<b>369.65</b>	<b>326.21</b>	<b>507.36</b>	<b>586.44</b>
<b>毛利率</b>	<b>2014年</b>	<b>2015年</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年前三季度</b>
芳烃	-	36.17%	28.24%	14.23%
PTA	1.34%	4.30%	3.48%	2.09%
聚酯涤纶	3.25%	6.40%	9.38%	11.25%
批发与零售	3.41%	3.32%	3.43%	3.90%
热点	21.40%	22.10%	22.29%	18.58%
房地产	40.51%	38.03%	34.75%	17.32%
其他	10.84%	6.57%	3.26%	2.77%
合计	<b>4.79%</b>	<b>8.68%</b>	<b>10.99%</b>	<b>6.61%</b>

注：根据荣盛控股提供的资料绘制

## 1. 芳烃业务

为增强经营的稳定性，该公司产业链不断向上游延伸。2015年1月，公司根据自身发展的需要及降低单位生产能耗的要求，将中金石化负责建设的芳烃项目由原来的年产90万吨调整为年产200万吨，投资由25.29亿元调整至105.70亿元。2015年8月该项目开始进行调试装置，9月开始投产。2016年，公司芳烃产量为178.93万吨，同期没有自用量，外销量为174.05万吨，由于国内芳烃市场供给偏紧，公司芳烃业务产销率<sup>2</sup>高，2016年为97.27%。公司芳烃外销客户主要为浙江逸盛，全年实现销售收入114.77亿元，毛利率为28.24%。

2017年前三季度，该公司芳烃业务产能充分释放，产量为158.31万吨，产能利用率为105.54%，销量为160.54万吨，产销率提高至101.41%。2017年前三季度公司芳烃业务实现收入125.18亿元，毛利率为14.23%，较上年同期降低16.79个百分点，主要是因为原材料（燃料油、石脑油等）采购价格与芳烃销售价格波动幅度存在较大差异。2017年1-9月，公司燃料油、石脑油采购价格较往年上升23.26%，但芳烃销售价格仅较2016年上升7.85%，二者价差缩小<sup>3</sup>导致芳烃业务毛利收窄。

<sup>2</sup> 产销率=销量/产量，下同

<sup>3</sup> 2017年前三季度对二甲苯-石脑油价差约300美元/吨，2016年前三季度对二甲苯-石脑油价差约333美元/吨。

图表 9. 公司芳烃业务产销情况

芳烃	折合产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能 利用率	自用 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
2015 年	200	95.98	47.99%	5.7	57.29	63.46%
2016 年	200	178.93	89.46%	0	174.05	97.27%
2017 年 1-9 月	200	158.31	105.54%	0	160.54	101.41%

注：根据荣盛控股提供的资料绘制

## 2. PTA 业务

该公司为国内大型 PTA 生产厂商,2016 年末年产能达 600 万吨,2016 年公司产量为 567.81 万吨,产能利用率为 94.64%,远高于行业 64%的平均水平。公司 PTA 外销比例保持在 85%以上,少量用于自己生产聚酯涤纶产品,2016 年产销率为 94.64%。2017 年前三季度公司产能利用率仍保持高位,为 93.74%;同时,由于 PTA 贸易计入销量,PTA 销量和产销率大幅增加,达到 154.09%。

此外,该公司参股的浙江逸盛石化有限公司(简称“浙江逸盛”)、海南逸盛(截至 2016 年末公司持有股权比例分别为 30%和 37.50%)现有 PTA 设计生产能力分别为 540 万吨/年和 210 万吨/年,公司 PTA 权益产能(包括逸盛大化 PTA 产能及按持股比例折算的浙江逸盛和海南逸盛 PTA 产能)达 840.75 万吨,市场地位显著。

该公司生产每万吨 PTA 约耗用 0.65-0.66 万吨 PX。鉴于国内 PX 产能不足,为保证产品质量和稳定原料供应,逸盛大化与各供应商按年签订 PX 采购协议。目前逸盛大化主要 PX 采购合同以定量浮价的方式确定交易金额,即约定一定期间的采购数量,以市场价格为基准进行结算。由于 PX 行业集中度高,议价能力强,2016 年以来 PTA 与 PX 价差仍处于低位。

2016 年,随着原料油价格企稳回升,该公司 PTA 产品价格有所提高,公司 PTA 销售收入为 213.03 亿元,同比增长 21.58%;但成本上升更快,PTA 毛利率较上年降低 0.82 个百分点至 3.48%,盈利较弱。2017 年前三季度,公司 PTA 销量及价格均显著增加,促使当期销售收入较上年同期大幅增长 87.66%至 281.21 亿元,但因原料价格上涨更快,毛利率降至 2.09%。

图表 10. 公司 PTA 业务产销情况

芳烃	折合产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能 利用率	自用 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
2014 年	475	394.30	83.01%	64.07	294.23	90.87%

2015 年	525	431.08	82.11%	71.50	386.39	106.22%
2016 年	600	483.45	80.57%	65.10	445.92	106.59%
2017 年 1-9 月	600	567.81	94.64%	87.53	537.41	94.64%

注：根据荣盛控股提供的资料绘制

### 3. 聚酯涤纶业务

该公司聚酯涤纶产品的生产集中于本部及盛元化纤。截至 2017 年 9 月末，公司拥有 5 套完整的聚酯-纺丝-加弹一体化生产线（荣盛石化本部 3 套，盛元化纤 2 套），设计生产能力为 PET 切片 110 万吨/年、FDY 及 POY 合计 90 万吨/年、DTY 为 35 万吨/年。2016 年各产品产能利用率均超过 90%，PET 切片、POY、FDY 及 DTY 产量同比分别降低 5.28%、4.98%、5.75% 和 4.09%，其中 PET 切片和 POY 自用比例均较上年略有减少，2016 年 PET 切片、POY、FDY 及 DTY 销量同比分别增长 1.29%、-21.61%、-4.60% 和 1.80%，产销率均超过 99%。2017 年前三季度，公司聚酯涤纶产品产销情况稳步增长。

图表 11. 2017 年前三季度公司化纤产品产销情况（单位：吨、万元）

产品名称	产量	自用	销量	销售收入	收入同比增长
PET	759,623.20	627,192.74	133,524.87	82,706	7.43%
POY	227,223.23	207,843.37	17,956.73	12,157	1.11%
FDY	360,739.20	-	354,812.79	280,103	24.30%
DTY	249,189.38	-	246,153.79	215,581	16.89%

注：根据荣盛控股提供的资料绘制

2016 年该公司聚酯涤纶产销量均较上年有所减少，收入同比下降 3.77% 至 69.08 亿元，但受行业内新产能投放减少、落后产能退出以及销售价格提升等影响，公司聚酯涤纶毛利率提高 2.98 个百分点至 9.38%。2017 年前三季度，由于化纤景气度有所提升，带动聚酯销量和售价增长，聚酯涤纶业务实现收入 59.05 亿元，较上年同期增长 18.40%，当期毛利率为 11.25%，较上年同期增加 4.36 个百分点。

### 4. 批发及零售贸易业务

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

鞋类、纸张等。2016 年公司实现进出口总额 2.94 亿美元，同比增长 0.68%。2016 年，公司对外贸易业务收入同比增长 6.05% 至 22.77 亿元，毛利率为 3.43%。2017 年前三季度，公司对外贸易业务收入和毛利率分别为 13.69 亿元和 3.90%。

## 5. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务由宁波联合多个子公司经营，主要从事住宅类地产的投资开发，同时兼顾文化旅游地产和特色商业地产领域。传统住宅开发主要分布在宁波、温州、河源等城市；文化旅游地产开发主要在宁波和舟山两地，目前有特色景观住宅宁波梁祝文化园及海滨度假村嵊泗天悦湾景区；特色商业地产开发主要为梁祝天地休闲广场项目，该项目以婚庆产业链商户为主要招商目标。

该公司为区域性房地产开发企业，在宁波、温州苍南、舟山嵊泗等地具有多年的开发经验。目前公司在售房地产项目主要包括苍南天和家园一期排屋、苍南天和家园（二期、三期）、天悦湾滨海度假村 A 区、苍南瑞和家园、河源天和城（一期、二期）等。公司项目多位于三、四线城市，去化速度总体偏慢，去化周期一般在 2-3 年，截至 2017 年 9 月末公司主要在售房地产项目去化率基本达到 80% 及以上。

目前，该公司在建河源天和家园二期、梁祝逸家园一期等项目均已进入建设收尾阶段，后续尚需投入约 10 亿元。公司另有戚家山天湖谷、考试场地块、董家沟地块等多个项目处于前期规划阶段，开工时间有较大不确定性。

**图表 12. 2017 年 9 月末公司主要在售及在建房地产项目情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)**

项目名称	性质	规划可 售面积	累计销 售面积	去化率	总投资	累计回 笼资金	销售均价
温州天和家园一期	排屋	2.82	16.79	95%	15.50	28.87	1.73
温州天和家园二期	住宅	6.52	6.27	83%	6.50	9.76	1.59
温州天合二期	商铺	1.22	1.17	82.25%		2.03	1.725
温州天和家园三期	住宅	11.24	11.11	99%	12.56	15.05	1.44
温州瑞和家园	住宅	11	10.80	98%	11.62	11.02	1.08
温州瑞和家园二期	住宅	0.45	0.1	21.95%	0.56	0.08	1.49
河源天和家园一期(别墅)	住宅	1.80	1.75	98%	7.57	2.46	1.46
河源天和家园一期(高层)	住宅	6.24	6.20	99%		3.37	0.56
河源天和家园一期(商业)	商铺	0.81	0.22	27%		0.22	1.2
河源天和家园二期(别墅)	住宅	1.30	1.15	88%		1.54	1.46

项目名称	性质	规划可 售面积	累计销 售面积	去化率	总投资	累计回 笼资金	销售均价
河源天和家园二期(高层)	住宅	13.4	0	0%	7.09	0	0
天悦湾滨海度假村 A 区 (商业公寓) 第一批	住宅	1.94	1.52	78.35%	4.10	1.20	0.81
天悦湾滨海度假村 A 区 (商业公寓) 第二批	住宅	1.98	1.53	77.27%		1.18	0.97
梁祝逸家园一期第一批	住宅	6.35	5.67	89.29%	7.75	7.63	1.25
天瑞峰景里小区	住宅	2.78	2.74	98.45%	2	1.50	0.72
城庄 7#-1 地块	商业	0.57	0.56	98.65%	1.53	0.4	0.80
<b>合计</b>	-	<b>70.42</b>	<b>67.58</b>	-	<b>78.32</b>	<b>86.23</b>	-

资料来源：荣盛控股

2016 年度，该公司房地产项目竣工面积较多，结转收入同比增长 32.66% 至 16.49 亿元，结转毛利同比增长 21.14% 至 5.73 亿元。2016 年结转项目毛利率为 34.75%，主要是因为结转项目拿地时间早，成本低，盈利能力较有保障。2017 年 1-9 月，公司房地产结转销售收入 30.24 亿元；实现毛利 5.24 亿元，毛利率为 17.32%，毛利率较上年同期下降 17.11 个百分点，主要是因为当期结转项目土地成本较高。

## 6. 热电工业业务

目前，该公司热电工业业务集中于宁波联合的下属子公司宁波经济技术开发区热电有限责任公司（简称“热电公司”）。热电公司服务范围为宁波经济技术开发区联合开发区域内的企业。2016 年，公司共完成发电量 25,330 万度，较上年增长 7.36%；售汽量 125 万吨，同比增长 5.04%。2016 年以来，由于煤炭行业去产能初见成效，煤价回调，公司热电板块收入小幅上升 4.63% 至 3.39 亿元，实现毛利率 22.29%，上升 0.19 个百分点。2017 年前三季度，公司实现热电工业收入 3.36 亿元，毛利率 18.58%。

## 7. 发展规划

该公司拟在舟山岱山县鱼山岛绿色石化基地建设 4000 万吨/年炼化一体化项目。项目分二期建设，一期建成后形成 2000 万吨/年炼油、约 400 万吨/年对二甲苯、140 万吨/年乙烯的生产能力；二期和一期具有相同的产品结构及产能。项目建设单位为浙江石油化工有限公司（简称“浙石化”），计划投资总额 1,730.85 亿元人民币，其中项目一期投资 901.56 亿元，项目二期投资 829.29 亿元。目前，浙石化已取得《关于浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体

化项目环境影响报告书的批复》（环审【2017】45号）和《浙江省发展和改革委员会关于浙江石油化工有限公司4000万吨/年炼化一体化项目核准的批复》（浙发改产业【2017】394号），相关土地证正在办理中。一期项目预计2018年第四季度建成投产，并滚动建设二期项目，预计2020年12月底二期完全建成。

浙石化由该公司（股权占比51%）、巨化集团公司（股权占比20%）、浙江桐昆控股集团有限公司（股权占比20%）、舟山海洋综合开发投资有限公司（股权占比9%）共同出资组建，初始注册资本为10亿元，2017年1月6日，浙石化股东会作出将注册资本增加至238亿元的决议，各股东以货币资金等比例认缴新增出资。截至2017年11月，各股东已实际缴纳注册资本170亿元。项目建成后，该公司产业链将进一步向上游延伸，有效解决自身PTA原料需求，降低国内芳烃供给缺口，同时该项目将带动公司进入芳烃烯烃下游深加工领域，将极大增强公司的市场地位及经营的稳定性。

根据该公司2017年9月29日发布的公告，浙石化拟与浙江省能源集团有限公司（简称“浙能集团”）<sup>4</sup>共同出资设立浙江省石油股份有限公司（简称“浙石油”），注册资本为110.00亿元，其中浙能集团和浙石化出资比例分别为60%和40%。浙石油将从事原油、成品油、燃料油进出口，参与国内原油、船供油、成品油市场开发与加工利用。当前环境下该类业务均有较强的政策壁垒，未对民营企业放开。通过浙石油的混合所有制模式，浙石化炼化一体化项目有望有效突破相关领域政策壁垒，拓展原油进口，建设成品油销售渠道等。浙石化一期汽、柴油产量500余万吨，两期合计1,000余万吨，将为浙石油提供稳定的油源；而浙石化通过浙石油实现成品销售，分享零售环节利润，二者互补。

### （三） 财务质量

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2016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。2014年7月起，公司执行财政部新制定及修订的8项会计准则。

截至2016年末，该公司经审计的合并口径资产总额为627.91

<sup>4</sup> 浙能集团隶属于浙江省国资委，是以原浙江省电力开发公司和浙江省煤炭集团公司为基础组建而成的省级能源类国有大型企业，拥有下游成品油销售渠道。

亿元，所有者权益为 188.79 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 98.76 亿元）；2016 年度实现营业收入 507.36 亿元，实现净利润 19.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 11.29 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 41.51 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 774.73 亿元，所有者权益为 251.87 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 107.70 亿元）；2017 年前三季度实现营业收入 586.44 亿元，实现净利润 16.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 9.54 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 7.84 亿元。

2016 年，该公司合并范围新增 6 家子公司，清算 1 家子公司，以上合并范围变化对公司收入及利润影响小。截至 2017 年 9 月末，公司合并范围内一级子公司 14 家，二级子公司 24 家，三级子公司 15 家。

跟踪期内，因行业回暖及芳烃项目产能充分释放，该公司盈利大幅增加。但公司刚性债务规模继续上升，资产负债率仍处于较高水平，且债务期限结构不合理，即期偿债压力大。

#### （四）公司抗风险能力

该公司生产基地周边上下游资源丰富，产业布局良好。公司产业链不断向上游延伸，经营风险有效降低。公司产能不断释放，经营规模持续扩张，行业地位稳固。另外，旗下的两家上市公司，扩大了公司的融资空间。

##### （1）产业布局

该公司旗下的逸盛大化位于大连大孤山石化产业园区，该园区布局多个大型油品储运项目，大型石油、石化、化工企业集中于此，石化项目数量众多，产业链完整；子公司荣盛石化位于浙江杭州萧山区，而萧山区是我国化纤原料、面料、服装生产的重点产业集群地区，市场需求及产品交易十分活跃。良好的产业布局为公司带来一定的竞争优势。

##### （2）产业链完整

该公司经过多年经营，已经形成“燃料油、石脑油-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。目前公司正

在建设浙石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目，公司将进一步巩固并提升产业链一体化优势，将产业链向上游延伸，逐步形成以石化、聚酯、纺丝、加弹为主业的更为完整的产业链。通过产业链向上延伸，以及最终产品的多样化，公司盈利空间将有所提升，经营风险相应降低。产业链内部各环节的协调发展也将为公司的稳定增长起到积极作用。

### (3) 经营规模

该公司具有一定的 PTA 及聚酯纤维生产规模，在化纤市场具有较显著的市场地位及一定的定价话语权。较大的经营规模保证了生产设备的持续运作，稳定了供应商的原料供应，提高了产品质量和生产效率，同时也有效降低了产品的单位成本，对公司盈利能力有一定的推动作用。

### (4) 融资渠道

该公司并表范围内包括 2 家上市公司。截至 2017 年 9 月末，公司拥有荣盛石化 268,499.99 万股，占 70.36% 的股权；拥有宁波联合 9,041.76 万股，占 29.08% 的股权，为其第一大股东。控股上市公司显著扩大了公司的融资空间，目前荣盛石化非公开发行股票已获证监会发审会审核通过，定增完成后公司资产规模将进一步扩大，资本结构将得到改善。

## 五、公司盈利能力与偿债能力

**跟踪期内，芳烃产能充分释放，PTA、聚酯量价齐升，房地产业务结转较多。此外，由于公司持有石脑油、燃料油、PX 和 PTA 等大宗商品的期货合约及远期外汇合约，跟踪期内公允价值变动收益显著增加，促使该公司盈利能力大幅增强。**

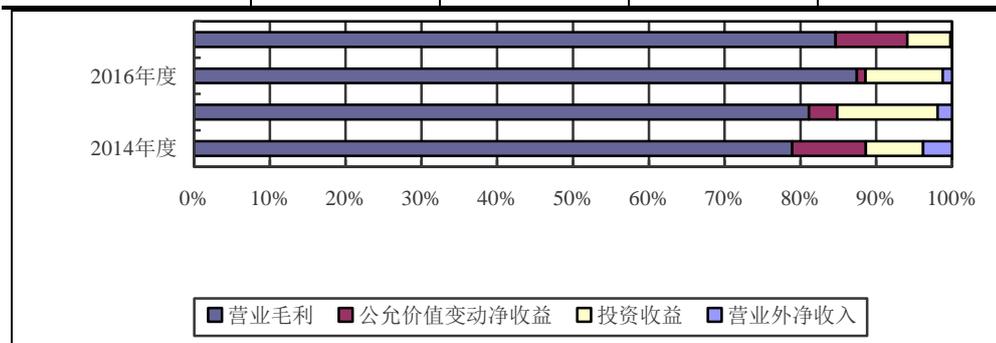
由于芳烃项目产能释放，且 PTA 和聚酯涤纶毛利空间扩大，该公司 2016 年营业毛利同比大幅增长 96.93% 至 55.78 亿元。公司持有石脑油、燃料油、PX 和 PTA 等大宗商品的期货合约及远期外汇合约，公允价值变动净收益为 0.74 亿元，同比下降 42.91%；而因参股企业盈利情况改善，公司实现投资净收益 6.48 亿元，而上年为 4.63 亿元。公司参股企业多数同处于 PTA 行业，与公司主业盈利情况波动趋势相同，因而公司投资净收益近几年波动同样较大。公司营业外净收入主要为政府补助，2016 年为 1.09 亿元，同比增长 17.58%。

2016年，该公司期间费用同比增长40.61%至34.66亿元，期间费用率上升至6.83%。其中财务费用同比增长42.01%至17.31亿元，已占到期间费用近50%，其中利息支出为14.64亿元，汇兑损失为4.92亿元；公司经营规模扩大，加之研发投入增加等，管理费用同比增长69.52%至11.74亿元；销售费用同比增长1.34%至5.61亿元。跟踪期内，因主业盈利情况改善，公司利润水平明显回升，2016年实现净利润为19.04亿元。

2017年前三季度，该公司实现营业收入586.44亿元，较上年同期大幅增长67.25%，主要芳烃业务产能充分释放，加上房地产业务结转收入较多。另外2017年前三季度公司因持有期货合约及远期外汇合约而产生公允价值变动净收益4.32亿元，投资净收益2.62亿元（其中对联营和合营企业的投资收益为2.56亿元）。2017年前三季度公司实现净利润16.04亿元，较上年同期增长26.21%。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2014年度	2015年度	2016年度	2017年前三季度
营业毛利	17.69	28.32	55.78	38.77
公允价值变动净收益	2.18	1.30	0.74	4.32
投资收益	1.69	4.63	6.48	2.62
营业外净收入	0.86	0.66	0.79	0.09
合计	22.43	34.91	63.79	45.80



资料来源：根据荣盛控股所提供数据整理、绘制

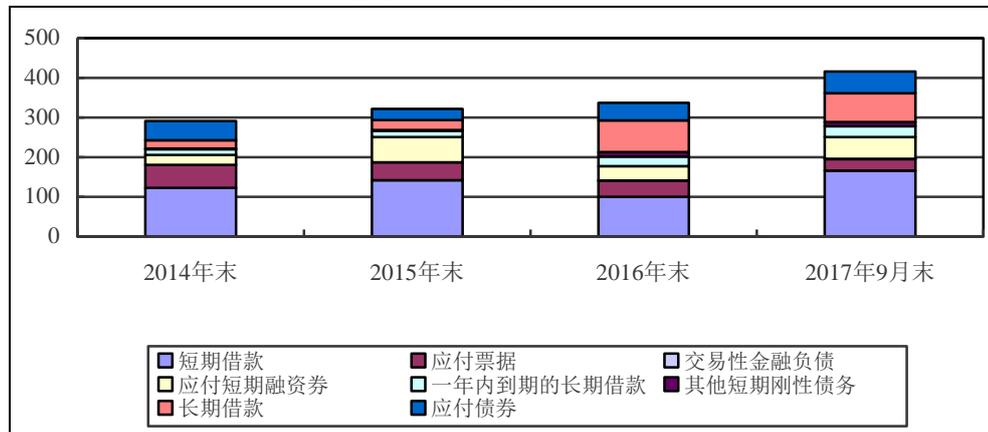
跟踪期内，该公司刚性债务呈增长态势，财务杠杆仍处于偏高水平，加上债务期限结构不合理，即期偿债压力大。但公司收现情况良好，货币资金相对充裕，且持有上市公司股权，能为到期债务偿付提供保障。

为满足投资需求及经营规模扩张带来的运营资金增加，该公司负债总额持续增长，2016年末及2017年9月末分别为439.12亿元

和 522.86 亿元。近年来通过利润积累及定向增发，权益资本有所增强，2016 年末和 2017 年 9 月末资产负债率分别为 69.93% 和 67.49%。

该公司负债以刚性债务为主，2014-2016 年末刚性债务规模分别为 291.41 亿元、321.63 亿元和 336.81 亿元，占债务总额比例均超过 75%。从期限结构来看，公司负债结构偏重短期。2016 年 6 月公司签订了 6 年期 64 亿元的银团贷款，促使当年末公司短期刚性债务占比较上年末降低 20 个百分点至 63.33%。从构成来看，2016 年末公司刚性债务主要由 203.70 亿元银行借款、90.31 亿元各类债券及 39.71 亿元应付票据构成，其中银行借款中 28.17% 为美元借款，面临一定的汇兑损益波动风险。从融资方式看，公司借款以保证借款为主，抵质押及信用借款规模相对小。从融资主体来看，2016 年末公司本部、荣盛石化和宁波联合刚性债务占比分别为 31.43%、63.88% 和 3.16%，承债主体的资产及负债规模基本匹配。2017 年前三季度，随着公司成功发行两笔超短期融资券和公司债券，公司刚性债务规模继续扩大。2017 年 9 月末，公司刚性债务规模较年初增长 23.55% 至 416.12 亿元，其中短期刚性债务较年初增长 35.26% 至 288.52 亿元，中长期刚性债务较年初增长 3.32% 至 127.61 亿元，即期偿债压力增大。

图表 14. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)



资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
短期借款	122.37	142.19	100.22	166.39
应付票据	58.56	45.30	39.71	29.01
交易性金融负债	-	0.01	1.16	0.36
应付短期融资券	25.00	63.00	36.00	55.00
一年内到期的长期借款	13.96	16.18	24.27	27.42
其他短期刚性债务	2.26	1.91	11.93	10.33

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
长期借款	20.46	24.59	79.20	72.61
应付债券	48.80	28.45	44.31	55.00

资料来源：根据荣盛控股所提供资料整理、绘制

注：其他短期刚性债务主要为应付利息和一年内到期的应付债券

除刚性债务外，该公司应付账款、预收款项及其他应付款规模相对较大。2016 年末应付账款为 40.56 亿元，较上年末降低 10.66%，主要为应付供应商货款及长期资产购置款；预收款项主要为预收房款和货款，较年初大幅增长 67.77% 至 40.44 亿元，主要是因为宁波联合新开盘项目预售情况良好，加之芳烃项目预收较多货款；其他应付款较上年末略减少 1.42% 至 12.17 亿元，暂借款的出借方主要为三元控股，公司按同期银行借款基准利率支付利息。2017 年 9 月末，宁波联合部分房地产项目竣工交付，预收款项减少；而应付账款及其他应付款均有所增加。

2016 年末和 2017 年 9 月月末，该公司本部刚性债务分别为 104.38 亿元和 144.66 亿元，且以短期刚性债务为主。公司持有荣盛石化、宁波联合和天原集团三家上市公司股份，2017 年 9 月末持股比例分别为 70.36%、29.08% 和 11.14%，目前公司所持有的荣盛石化和天原集团的股份未被质押，所持宁波联合约三分之二的股票被质押。整体来看，公司本部债务规模虽然较大，但债务偿付较有保障。

2016 年末，该公司对外担保金额为 41.84 亿元，2017 年 9 月末降至 37.56 亿元人民币，担保比率分别为 22.16% 和 14.91%，担保比率高，代偿风险较大。被担保对象主要为参股企业海南逸盛、三元控股及旗下纺织印染企业，目前二者经营情况正常。

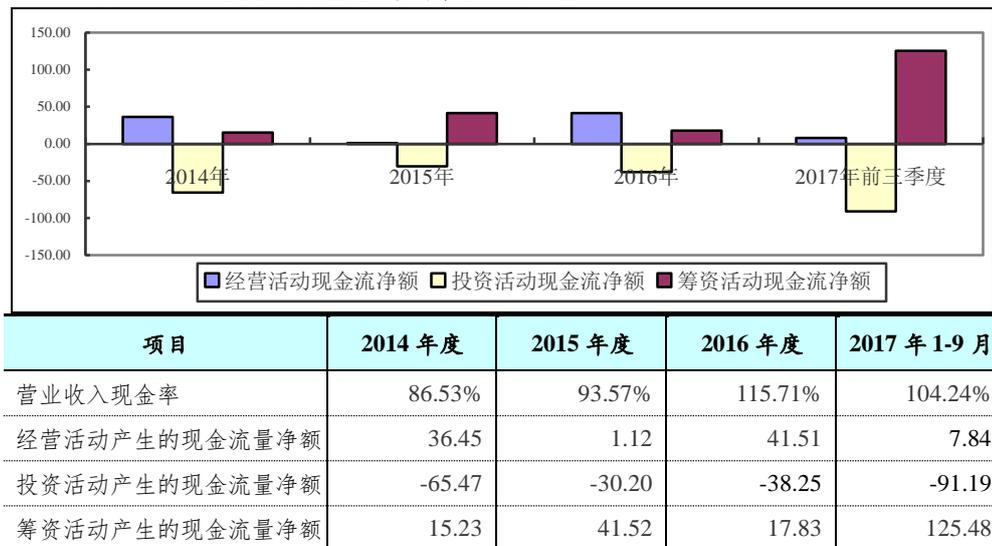
总体来看，目前该公司已积累较大的债务规模，且由于舟山炼化项目投资规模大，预计未来两年仍是公司的投资高峰期，债务规模仍将维持高位。

该公司石化相关产品主要采用款到发货的结算方式；批发与零售业务销售款虽有一定账期但能有序回笼，故公司资金整体回笼情况良好，2016 年公司营业收入现金率为 115.71%。

跟踪期内，该公司芳烃项目产能充分释放，经营性净现金流迅速积累，2016 年及 2017 年前三季度经营活动现金净流量分别为

41.51 亿元和 7.84 亿元，其中 2017 年前三季度经营性现金净流量显著减少主要是因为 2017 年以来原油价格上涨，促使经营活动现金流出大幅增加。因中金石化和舟山炼化项目的建设投入大，2016 年及 2017 年前三季度公司投资活动现金流量净额为-38.25 亿元和-91.19 亿元。公司投资的资金缺口较大，主要依靠股权和债权融资渠道筹措资金，2016 年及 2017 年前三季度筹资性现金净流入 17.83 亿元和 51.72 亿元。

图表 15. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



资料来源：根据荣盛控股所提供资料整理、绘制

综合来看，该公司经营活动现金流波动较大，但整体能够维持净流入状态；同时，由于近两年公司仍处于投资高峰期，投资活动现金支出压力大，非筹资环节资金缺口大，故短期内现金流仍将以筹资活动为主。

随着业务的发展，该公司资产规模逐年扩大，2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 627.91 亿元和 774.73 亿元。2016 年末公司流动资产占资产总额的 46.93%，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，货币资金为 69.14 亿元，包括不可动用的货币资金 20.76 亿元；预付款项为 34.30 亿元，较年初增长 52.97%，主要因芳烃项目投产，预付原料款大幅增加；其他应收款为 49.00 亿元，较上年末降低 2.20%，其中海南逸盛占款为 13.75 亿元；存货为 96.45 亿元，其中房地产业务形成的开发成本和开发产品分别为 49.99 亿元和 20.77 亿元，占比达 73.35%；其他流动资产为 23.96 亿元，较上年末增长 22.39%，因待抵扣增值税进项税额增加。2017

年9月末，由于融资规模增加，公司货币资金增长64.24%至113.56亿元，其中不可动用货币资金21.01亿元；由于业务规模扩大，应收票据较年初增加18.35亿元至23.46亿元，均为银行承兑汇票；同时，预付款项较年初增长116.15%至74.14亿元，主要是浙石化预付工程设备款。流动资产中其他科目较年初变化较小。截至2017年9月末，公司流动比率和速动比率分别为99.61%和56.36%，资产流动性较差。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和长期股权投资构成。2016年末固定资产为121.09亿元，以石化产品的生产设备为主，2016年因芳烃项目部分转固，固定资产较年初增长40.34%；同时在建工程较年初减少71.79%至21.09亿元，主要仍为中金石化200万吨/年芳烃项目账面余额；长期股权投资为46.54亿元，主要是对浙江逸盛和海南逸盛等联营企业的投资。2017年9月末，公司非流动资产为384.36亿元，较年初增长15.33%，主要是在建工程由年初的21.09亿元增加至52.22亿元。另外，其他非流动资产较年初增加16.46亿元，主要是浙石化预付土地购置款。

图表 16. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	43.68	8.73	54.47	9.55	69.14	11.01	113.56	14.63
预付款项	9.50	1.90	22.42	3.93	34.3	5.46	74.14	9.55
其他应收款	42.91	8.58	50.10	8.78	49.00	7.80	45.63	5.88
存货	95.62	19.11	99.14	17.38	96.45	15.36	95.38	12.29
其他流动资产	13.65	2.73	19.58	3.43	19.58	3.12	18.08	2.33
长期股权投资	41.00	8.19	43.99	7.71	46.54	7.41	52.50	6.76
固定资产	111.94	22.37	157.54	27.61	221.09	35.21	210.51	27.11
在建工程	91.91	18.37	74.74	13.10	21.09	3.36	52.22	6.73

资料来源：根据荣盛控股所提供资料整理

## 六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的2018年1月23日《企业信用报告》所载，公司本部及核心子公司荣盛石化本部无不良贷款和欠息记录。截至2017年9月末，公司13期债券尚在存续期，本金为118.00亿元，付息情况正常（如图表17所示）。

图表 17. 截至 2017 年 9 月末公司尚未兑付的债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (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
13 荣盛 MTN1	10.00	10.00	5 年	6.00%	2013.3.29	20 亿元/2013 年 3 月	未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	本金余额 (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
17 荣盛 CP001	12.00	12.00	365 天	5.90%	2017.5.5	25 亿元/2015 年 11 月	未到期
17 荣盛 CP002	13.00	13.00	365 天	5.17%	2017.8.9		未到期
16 荣盛 MTN001	6.00	6.00	3 年	4.79%	2016.8.26	20 亿元/2015 年 11 月	未到期
16 荣盛 MTN002	7.00	7.00	3 年	4.23%	2016.11.2		未到期
16 荣盛 MTN003	7.00	7.00	3 年	4.10%	2016.11.9		未到期
17 荣盛 SCP003	10.00	10.00	270 天	5.35%	2017.9.6	60 亿元/2017 年 7 月	未到期
17 荣盛 SCP004	10.00	10.00	270 天	5.23%	2017.10.13		未到期
16 荣盛 01	6.00	6.00	5(3+2)年	4.06%	2016.10.13	35 亿元/2016 年 3 月	未到期
17 荣盛 01	9.00	9.00	5(3+2)年	5.69%	2017.3.13		未到期
17 荣盛 02	10.00	10.00	3(2+1)年	5.99%	2017.7.21		未到期
17 荣盛 03	10.00	10.00	3(2+1)年	6.00%	2017.8.15		未到期

资料来源：荣盛控股

## 七、跟踪评级结论

跟踪期内，该公司芳烃产能充分释放，加之 PTA 行业回暖，使得公司盈利能力大幅增强。公司主业回款情况较好，融资渠道畅通，保证了公司债务的偿付能力。在建的舟山大型炼化项目投资规模巨大，建成后将极大增强公司的市场地位及竞争优势，但目前公司面临很大的投融资压力。债务方面，公司刚性债务规模持续扩大，且短期刚性债务规模大，具有很高的即期偿债压力。

同时，我们仍将持续关注（1）芳烃、PTA 及聚酯涤纶行业上下游的发展情况；（2）原油价格的波动；（3）该公司中金石化芳烃项目的生产及盈利情况；（4）区域房地产市场的景气度；（5）公司对外担保情况；（6）舟山炼化项目的投融资进度及建设进度。

附录一：

## 信用等级符号及定义

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	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

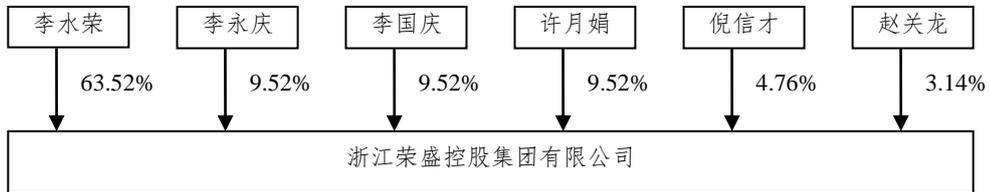
本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录二：

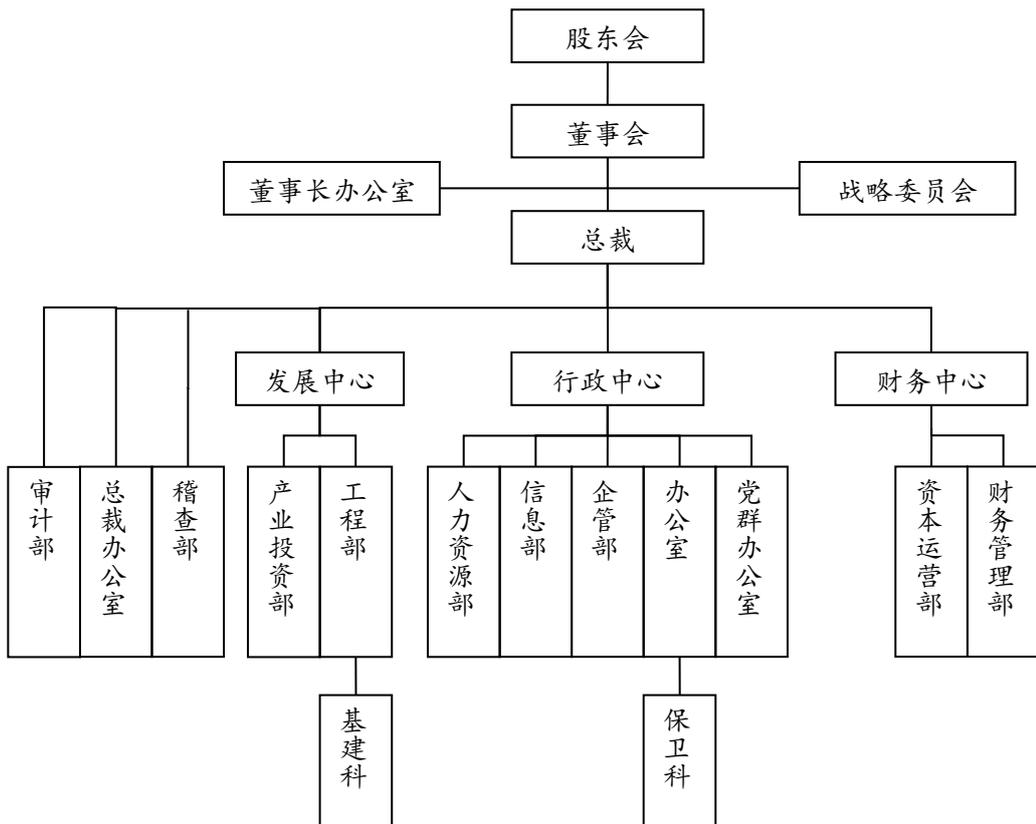
## 公司股权结构图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

## 组织架构图



注：根据荣盛控股提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

## 附录四：

## 公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
流动资产合计	224.78	264.25	294.65	390.37
货币资金	43.68	54.47	69.14	113.56
流动负债合计	300.72	356.74	311.87	391.88
短期刚性债务	222.14	268.59	213.30	288.52
所有者权益合计	125.87	156.77	188.79	251.87
营业收入	369.65	326.21	507.36	586.44
净利润	-0.33	4.62	19.04	16.04
EBITDA	20.16	31.08	52.06	—
经营性现金净流入量	36.45	1.12	41.51	7.84
投资性现金净流入量	-65.47	-30.20	-38.25	-91.19
资产负债率[%]	74.85	72.53	69.93	67.49
权益资本与刚性债务比率[%]	43.19	48.74	56.05	60.53
长期资本固定化比率[%]	138.03	143.25	105.45	100.40
流动比率[%]	74.75	74.07	94.48	99.61
速动比率[%]	39.79	40.00	52.55	56.36
现金比率[%]	19.43	18.69	26.72	32.29
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.26	0.25	0.39	0.44
应收账款周转速度[次]	57.62	59.40	75.98	—
存货周转速度[次]	3.69	3.06	4.62	—
固定资产周转速度[次]	3.25	2.42	2.68	—
毛利率[%]	4.79	8.68	10.99	6.61
营业利润率[%]	-0.16	1.81	4.37	3.10
利息保障倍数[倍]	0.75	1.14	2.09	—
总资产报酬率[%]	2.38	3.88	6.27	—
净资产收益率[%]	-0.26	3.27	11.02	—
营业收入现金率[%]	86.53	93.57	115.71	104.24
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	12.53	0.34	12.42	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-9.97	-8.85	0.97	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.33	1.71	2.89	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.10	0.13	0.22	—

注：表中数据依据荣盛控股经审计的 2014-2016 年度财务数据及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度	报告期营业收入/[[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
利息保障倍数	(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)
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%
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%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[[(期初流动负债+期末流动负债)/2]]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额