

信用等级公告

联合[2013] 470 号

联合资信评估有限公司通过对宁夏宝塔石化集团有限公司及其拟发行的 2014 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

宁夏宝塔石化集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

宁夏宝塔石化集团有限公司

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年五月十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

宁夏宝塔石化集团有限公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行贷款, 补充流动资金

评级时间: 2013 年 5 月 16 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	83.58	151.16	228.93	234.37
所有者权益(亿元)	38.15	62.58	93.91	94.99
长期债务(亿元)	16.44	36.81	54.83	33.99
全部债务(亿元)	42.21	85.74	125.75	108.00
营业收入(亿元)	80.70	132.14	192.56	47.63
利润总额(亿元)	3.84	5.29	6.96	1.37
EBITDA(亿元)	7.26	12.24	18.69	--
经营性净现金流(亿元)	5.19	6.75	10.36	2.60
营业利润率(%)	9.38	9.45	9.73	9.21
净资产收益率(%)	8.65	7.17	6.24	--
资产负债率(%)	54.36	58.60	58.98	59.47
全部债务资本化比率(%)	52.53	57.81	57.25	57.83
流动比率(%)	102.56	94.60	81.77	77.24
全部债务/EBITDA(倍)	5.82	7.00	6.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	2.17	2.16	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.91	1.53	2.34	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 侯煜明

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对宁夏宝塔石化集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了其作为中国民营大型地炼企业之一,在技术研发、生产规模及原料保障等方面具备的优势。同时联合资信也关注到中国炼化行业上游原料具有一定垄断特点,下游定价机制非市场化,以及相较于国有大型炼化企业公司规模仍较小等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

公司新建新疆生产基地周边油料资源较丰富,未来随着公司在建项目的投产,公司经营规模及收入规模将快速增长,公司整体竞争能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司拥有多元化原料采购渠道,具有一定原料保障能力。
2. 公司具有一定规模储油能力,有助于其短期内抵抗市场波动风险。
3. 公司专注自身核心业务,近年经营规模及收入规模快速增长,综合实力有所增强。
4. 公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据覆盖能力强。

关注

1. 公司所处行业上游具有一定垄断特点,随着公司产能规模的逐步扩张,公司原料保障将面临一定压力。

2. 公司下游零售渠道集中度较高，公司下游议价能力较弱。
3. 公司所在行业属强周期性行业，公司面临一定行业周期风险。
4. 公司在建项目规模较大，随着在建项目的推进，公司债务负担可能继续上升。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与宁夏宝塔石化集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宁夏宝塔石化集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因宁夏宝塔石化集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由宁夏宝塔石化集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、宁夏宝塔石化集团有限公司 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

宁夏宝塔石化集团有限公司（以下简称“公司”）前身为宁夏宝塔石化有限公司（以下简称“宁夏石化”），于1997年10月7日经宁夏回族自治区工商局批准设立，注册资本1000万元，公司先后经历3次股权变更及12次增资，其中2010年9月6日公司召开股东会并通过宁夏泰瑞智本投资管理有限公司以增资方式成为公司股东，截至2012年底公司注册资本为17.25亿元，股东分别为孙珩超（股权比例59.3127%）、孙淑兰（股权比例7.644%，系孙珩超姐姐）和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（股权比例33.0433%，孙珩超对其拥有控制权），公司实际控制人为孙珩超先生。

公司经营范围包括：液化石油气、凝析油、石脑油、重油、渣油、脱蜡柴油、重柴油、丙烯、甲醇、甲基叔丁基醚、石蜡、重胶沥青、润滑油、五金交电、办公用品、针织纺品的批发、零售；房屋租赁；汽油、柴油零售（仅限分支机构经营）。

公司下设生产管理部、供销管理部、物资管理部、投融资管理部、战略规划部等11个职能部门；截至2012年底，公司共拥有控股及相对控股子公司18家。

截至2012年底，公司资产总额为228.93亿元，所有者权益合计为93.91亿元（其中少数股东权益为18.15亿元）；2012年公司实现营业收入192.56亿元，实现利润总额6.96亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额为234.37亿元，所有者权益合计为94.99亿元（其中少数股东权益为18.32亿元）；2013年1~3月公司实现营业收入47.63亿元，实现利润总额1.37亿元。

公司注册地址：银川市金凤区宁安大街88号宝塔石化大厦；法定代表人：孙珩超。

二、本期中期票据概况

公司计划注册总额度为28亿元的中期票据，其中2014年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度为8亿元，期限5年。

本期中期票据所募集的资金8亿元，其中4亿元用于置换银行贷款，4亿元用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同

期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增

长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇

率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

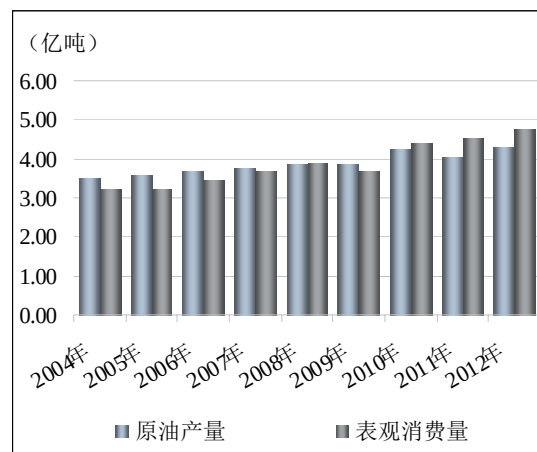
1. 石化行业

行业概况

石油及石油石化产品是一种重要战略资源，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业。随着中国经济的快速发展，对能源的需求越来越大，石油作为能源的重要组成部分，在中国一次能源消费中所占的比重迅速上

升，石油已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。

图 1 中国原油产量和表观消费量



资料来源：国家统计局，《国民经济和社会发展统计公报》。

20 世纪，中国石油工业经历了 50 年代恢复和探索、60~70 年代高速发展和 80 年代以后稳定发展的三大历史阶段。1978 年中国原油产量突破 1 亿吨大关，进入了世界产油大国的行列。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国。近年来，中国原油消费量持续增长。根据国家统计局统计，2012 年中国生产原油 2.07 亿吨，同比增长 2%，较上年上升 1.7 个百分点；进口原油 2.71 亿吨，同比增长 7.11%；表观消费量为 4.76 亿吨，同比增长 5.08%。2013 年前三季度，中国生产原油 0.51 亿吨，同比增长 2.3%；进口原油 0.69 亿吨，同比增长 2.3%；表观消费量为 1.17 亿吨，同比下降 0.1%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2012 年原油进口依存度达到 56.6%，同比上升 1.5 个百分点。

竞争格局

石油石化行业主要可以分为石油和天然气勘探开发生产、石油炼制与油品销售、石化产品生产及销售三大板块。

石油属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束。经过 1998 年的战略性重组，在原油经营

领域，目前国土资源部仅允许中国石油化工集团公司（简称“中石化集团”）、中国石油天然气集团公司（简称“中石油集团”）、中国海洋石油总公司（简称“中海油”）和陕西延长石油（集团）有限责任公司（简称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；中国联合石油公司（中石油集团下属子公司）、中国国际石油化工联合公司（中石化集团下属子公司）、中国中化集团（简称“中化”）和珠海振戎等四家国有公司控制了中国 90%以上的原油进口业务。

目前以上几家国有石油公司控制了中国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化主要负责海外原油和成品油的进口业务。

石油炼制与油品销售方面，目前中国成品油生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油、中化和延长石油成品油生产规模较小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，中石化集团和中石油集团对中国的成品油市场具有很强的控制力。

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成纤维、合成橡胶、尿素等大类。2008 年，受下半年原油价格大幅下滑以及化工行业景气度下降的影响，乙烯产量同比下滑 2.1%。2009 年，得益于下半年化工市场形势好转，乙烯产量有所回升，全年乙烯产量 1069.69 万吨，同比增长 8.32%。2010 年，受天津乙烯和镇海乙烯两大裂解装置投产的影响，全国乙烯产量出现大幅增长，乙烯产量为 1418.79 万吨，同

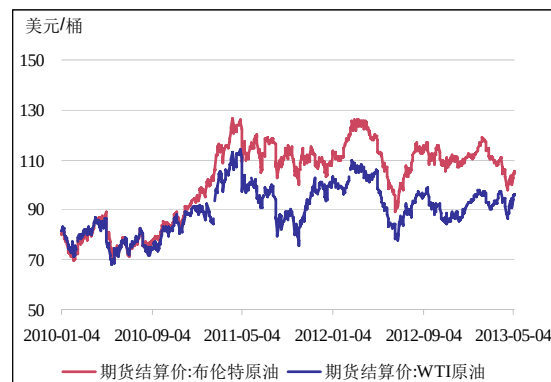
比增长 32.6%。2011 年全国乙烯产量为 1527.5 万吨，同比增长 8.9%，继续稳居世界第二。据百川资讯的数据统计，2012 年 1~9 月，全国乙烯产量 1106 万吨，同比下降 2.90%。

总体看，石油石化行业是资本密集型和技术密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者均为国有石油公司，市场主体较少，但规模很大，竞争并不激烈。

定价机制

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准主要包括迪拜（Dubai）、米纳斯（Minas）、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

图 2 布伦特和 WTI 原油期货结算价走势（美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

2008 年国际原油价格大幅波动对中国石油企业影响较大，中石化集团、中石油集团炼油板块均因此出现亏损。2009 年，国际原油价格相对平稳，自 4 月份以来基本在 60~80 美元/桶区间波动，在一定程度上缓解了炼油行业的经营压力。2010 年，国际原油价格继续保持相对稳定，WTI 期货价格基本在 70~90 美元/桶区间波动。由于政治原因导致利比亚 150 万桶日产量的原油停产，加上世界范围石油需求继续强劲增长，另有全球宽松货币政策的支持，三方面因素共同作用下，2011 年上半年，

WTI 原油期货价格上涨了约 20%，在 100 美元/桶左右。从全年情况看，2011 年纽约 WTI 原油期货交易价格在 74.95 美元/桶至 115.11 美元/桶之间，BRENT 原油期货的价格运行期间为 93.35 美元/桶至 126.66 美元/桶。2012 年世界经济持续低迷，WTI 原油期货价格出现大幅波动，从 3 月 108~109 美元/桶的高点跌至 6 月底 78 美元/桶的低位，下半年在 80~100 之间呈倒“U”型波动，最终年底收官于 91.82 美元/桶。进入 2013 年，WTI 原油期货价格有所上升，从年初的 92.92 美元/桶到 2 月 1 日上升至年内新高，97.77 美元/桶，随后出现一波下滑，但都维持在 87 美元/桶以内，并在 4 月 19 日开始持续震荡上行，截至到 2013 年 5 月 7 日，为 95.62 美元/桶。英国布伦特原油期货结算价格变化基本与美国 WTI 原油期货结算价格变化趋势相同。

成品油定价方面，2008 年 12 月，国家发改委出台了成品油价格和税费改革方案：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。具体调整方案为：当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。自 2008 年 12 月方案出台以来，成品油价格已经进行 10 降 15 升共计 25 次调整。2013 年 3 月 26 日，国家发改委发出《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》（发改价格【2013】624 号，以下简称“通知”），“通知”提出进一步完善成品油价格形成机制，其中包括缩短调价周期由现行 22 个工作日缩短至 10 个工作日，并取消上行幅度 4% 的限制，同时调价幅度如低于每吨 50 元时，不作调整，并纳入下次调价时累加或冲抵。

新成品油定价机制的出台，市场化程度有所提高，使得炼油企业的利润空间更有保障，炼油企业在一定程度上能够规避国内外成品油价格“倒挂”所带来的亏损风险。

2. 行业关注

原油对外依存度逐年提高

目前中国是全球第二大石油消耗国和第二大原油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，2011 年对外依存度高达 56.5%，据专家预计，到 2020 年中国石油对外依存度将高达 60%。届时，中国主要石油公司均将面临资源对外依存度上升的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。

成品油定价仍由政府主导

目前国内原油价格与国际市场基本接轨，但成品油价格仍由政府主导。2006 年以来，国际原油价格的上涨以及国内成品油的定价机制直接导致了炼油行业的全面亏损。2009 年新出台的成品油定价机制较原有政策更加灵活和市场化，也为炼油企业保留了一定的利润空间。

特别收益金征收

根据国务院及财政部有关文件规定，自 2006 年 3 月 26 日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。后经国务院批准，财政部决定从 2011 年 11 月 1 日起，将石油特别收益金起征点从之前的 40 美元/桶提高至 55 美元/桶。从近年国际油价的走势来看，国产原油高于 55 美元/桶的情况已属于常态，征收石油特别收益金将对石油开采企业的盈利能力产生一定影响。

油品升级推升炼油成本

2013 年 2 月 6 日，国务院常务会议确定油品升级时间表，要求在已发布第四阶段车用汽油标准的基础上，由国家质检总局、国家标准委尽快发布国四汽油柴油标准，过渡期至 2014

年底; 2013 年 6 月底前发布的国五柴油标准和 2013 年底前发布国五汽油标准, 过渡期均至 2017 年底, 即 2015 年将全面实施国四汽、柴油标准; 2018 年将全面实施国五汽、柴油标准。据卓创资讯测算, 中石油、中石化和中海油将汽柴油标准全部由国三升级为国四, 预计要增加 500 亿元以上的投入, 届时国内炼油企业产品成本将有一定程度增加。

3. 行业政策

燃油消费税改革

国家发改委、财政部、交通运输部、税务总局拟定的《成品油价税费改革方案》于 2009 年正式实施, 按照这一方案, 在不提高成品油价格的前提下, 中国汽油消费税单位税额由每升 0.2 元提高到 1 元, 柴油由每升 0.1 元提高到 0.8 元。该方案的实施将显著增加成品油销售企业的税收负担。

资源税改革

2011 年 11 月 1 日起, 修订通过的《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》正式实施。按照新的资源税实施细则, 原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税 30 元、天然气每立方米 7~9 元, 一律调整为按产品销售额的 5% 计征, 同时对稠油、高凝油、高含硫天然气和三次采油暂按综合减征率的办法落实资源税减税政策。

完善成品油价格形成机制

《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》(发改价格【2013】624 号, 以下简称“通知”) 中指出, 根据成品油价格形成机制完善意见对《石油价格管理办法(试行)》第六条作相应修改, 其具体内容包括: ①将成品油计价和调价周期由现行 22 个工作日缩短至 10 个工作日, 并取消上下 4% 的幅度限制; 为节约社会成本, 当汽、柴油调价幅度低于每吨 50 元时, 不作调整, 纳入下次调价时累加或冲抵。②当国内价格总水平出现显著上涨或发生重大突发事件, 以及

国际市场油价短时间内出现剧烈波动等特殊情形需对成品油价格进行调控时, 依法采取临时调控措施, 由国家发展改革委报请国务院批准后, 可以暂停、延迟调价, 或缩小调价幅度。当特殊情形消除后, 由国家发展改革委报请国务院批准, 价格机制正常运行。

4. 行业发展

炼油装置规模化、集约化

2005 年底国家发改委出台的《炼油工业中长期发展专项规划》明确了国家对炼油产业“限小扶大”的政策取向。2011 年 3 月, 国家发改委出台《产业结构调整指导目录(2011 年本)》, 自 2011 年 6 月 1 日起施行。主要内容包括: 中国将限制新建 1000 万吨/年以下常减压装置, 即未来 5 年中国新建炼油项目的规模门槛从指导目录(2005 年本)中的 800 万吨/年提高到千万吨级; 中国新增炼油项目门槛由 100 万吨/年抬高到 200 万吨/年。2013 年前中国将淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置(青海格尔木炼厂、新疆泽普炼厂除外), 鼓励含硫重质、劣质原油炼制技术和高标准油品生产技术的开发和应用。按照规划的要求, 现有的大多数小型炼油项目都将遭到淘汰, 而伴随着新建炼油项目的上马, 国有石油公司的规模将进一步扩大, 一体化程度和行业主导地位将进一步加强。

产业整合推动竞争主体多元化

石化行业是典型的规模经济行业。从中国近两年来的石油产业政策来看, 国家已经明确了打造大型石化航母的战略思想, 无论是原油、成品油的经营资格, 还是炼油项目的审批, 都对规模作了严格的限制。目前中国所有的石化企业中, 仅有中石油集团和中石化集团两家公司具有完整产业链的大型企业, 随着国家打造大型石化航母战略的实施, 包括中海油、中化、延长石油在内的几家拥有一定规模和油源的石化企业也在逐步完善自己的产业链条。中石油集团、中石化集团也在对下游的炼油和化工

企业进行大规模的整合和扩产改造，未来几年中国石化行业将向大型化、规模化、集约化方向发展，并且有望形成 3~4 家产业链高度整合的大型石化企业。

2009 年 5 月 18 日，国务院印发了《石化产业调整和振兴规划》，全面规划了未来三年中国石化行业的发展，确立了行业发展 3 项基本原则，明确了 6 项行业发展目标，部署了 11 项产业调整和振兴任务，制定了 10 项行业发展政策措施。《石化产业调整和振兴规划细则》的实施，对于确保石化产业稳定发展、加快结构调整、推动产业升级、进一步增强石化产业的支柱产业地位将起到重要的推动作用。工信部于 2012 年 2 月 3 日发布了《石化和化学工业“十二五”发展规划》（以下简称规划），计划“十二五”期间，全行业经济总量继续保持稳步增长，总产值年均增长 13% 左右。到 2015 年，石化和化学工业总产值增长到 14 万亿元左右。

总体来看，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱行业，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求继续保持快速增长态势，并且在整个国民经济中的重要性及战略地位日益突出。行业整体竞争程度不高，获利能力较强。随着中国石油进口量的不断增加，进口石油对中国石化行业的影响越来越大，其特殊的行业地位决定了国家对石油石化行业重视程度会日益提高，这为石油石化行业提供了稳定良好的发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东包括孙珩超先生（持股比例为 59.3127%），孙淑兰（持股比例为 7.644%）和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（持股比例 33.0433%）。公司实际控制人为孙珩超先生。

2. 企业规模

公司是一家以石油化工为主，向煤化工、气化工、煤油化工一体化和产、学、研相结合的民营石化企业，目前注册资本金 17.25 亿元。现拥有 4 家核心控股子公司、1 家上市公司（西北轴承，证券代码：000595）、10 个生产厂、近 200 个加油、加气站，地域上已形成宁夏银川芦花、宁东和广东珠海 2 大生产基地，目前在新疆奎山公司系第三个生产基地。炼化主业方面，现已形成一次加工能力 650 万吨的产能规模，二次加工能力 400 万吨/年的产能规模；重整、加氢、芳烃、异构化、醚化、气分、聚丙烯等化工深加工装置配套完整，并向煤化工、装备制造延伸。

公司目前拥有近 200 万立方原油、成品油储备能力，其中，宁东基地东区 22 万立方，宁东基地西区 23 万立方，芦花基地 22 万立方，珠海基地 69 万立方，同时公司还承担国家 50 万立方原油储备库的建设任务。

公司拥有平罗三眼井煤矿、内蒙古羊路井、宁夏红石湾煤矿、中宁米钵山的探矿权，所涉矿产资源远景储量四十多亿吨。目前已取得新疆米泉市米东新区油页岩的探矿权，预测原油储量大于 1 亿吨，公司具有一定资源发展潜力。

公司目前为宁夏回族自治区规模最大的民营企业，现有职工 1.2 万人，是宁夏回族自治区政府重点扶持的 50 家龙头骨干企业。2012 年位列“中国化工企业 500 强排行榜”第 71 位，在 2012 年 8 月由全国工商联主办发布的“中国民营企业 500 强”中位列第 213 位，成为宁夏唯一民营上榜企业，同时荣登“2012 中国制造业 500 强”第 150 位。

3. 人员素质

公司董事长孙珩超先生，现年 53 岁，1979~1983 年就读于西北政法学院法律系；1983~1993 年任教于兰州大学法律系；1993~1997 年创办甘肃省商务代理公司并任

甘肃省商务联合会会长；1997 年至今任宁夏宝塔石化集团有限公司董事长，兼任银川大学校长。

公司总经理李健刚先生，现年 55 岁，1975 年 9 月～1976 年工作于中卫县南山台子指挥部；1977 年～1978 年 10 月，任镇罗乡九塘大队会计；1978 年 12 月～2005 年在军队服役；2005 年 3 月～2008 年 1 月任铁路运输管理部总经理；2008 年 1 月～2010 年 10 月任宁夏宝塔石化集团有限公司副总经理；2010 年 10 月～2012 年 9 月任宁夏宝塔石化集团有限公司常务副总经理；2012 年 9 月至今任宁夏宝塔石化集团有限公司总经理。

截至 2012 年底，公司共有在职人员 12361 人，从学历分布来看，高中、中专以下占 27.78%，大专占 40.78%，本科及以上占 31.44%；从岗位构成来看，管理人员占 17.04%，技术人员占 28.35%，生产人员占 52.47%，销售人员占 2.14%。

总体看，公司人员构成文化程度较高，主要管理人员具备较好的行业经验及管理经验，公司人员构成能够满足生产经营需要。

4. 技术水平

公司拥有 2 个国家级重点实验室、2 个博士后科研工作站、省级企业技术中心、石化应用技术研究院、煤化工研究院、节能环保公司和甲级石化设计院，另外公司创建了银川大学，银川大学是经宁夏回族自治区人民政府批准、国家教育部备案的一所多学科综合性全日制高等院校，为宁夏地区唯一一所民办高等本科院校。石化应用技术研究院拥有液化气芳构化、汽油醚化等 18 项专利，其技术研发团队拥有专职、兼职人员共计 80 多人。宝塔石化集团设计院（以下简称“集团设计院”）拥有硫酸烷基化、油田伴生气回收利用、苯醇烷基化等 15 项专利。集团设计院自主开发了液化气芳构化、轻汽油醚化、硫酸烷基化、苯醇烷基化、汽油异构化、C4 制

丙烯、油田伴生气回收等多项新技术。另外，集团设计院承接了哈萨克斯坦库姆克里运输有限公司的油田伴生气轻烃回收项目的总体设计任务，油田伴生气轻烃回收利用装置的设计规模为 $8400 \times 104 \text{Nm}^3/\text{a}$ ($25.2 \times 104 \text{Nm}^3/\text{d}$)，高于中国国内其他油田伴生气回收装置，采用较先进的浅冷冷凝分离工艺，产品有脱油尾气，液化石油气及轻油三种。

总体看，鉴于公司所处行业属于技术密集型行业，公司注重技术积累与研发，目前已拥有一定技术研发能力，公司技术水平及科研能力能够保障其自身生产需求。

5. 环境保护

随着中国对环保要求的不断提高，公司不断加强自身环保能力，公司厂区物料实现全封闭，形成循环经济，催化烧焦烟气全部用来带动烟机驱动主风机；焦化干气和催化干气全部用作制氢原料；各系统自产蒸汽进入蒸汽网带动各种蒸汽透平，实现全封闭无外排；另外对于催化、焦化、气分等装置所产生的液化气、干气，为了脱除其中的硫化氢和有机硫，采用醇胺吸收法达到脱除硫化氢，脱出的硫化氢气体进入硫磺回收装置制得固体硫磺，从而达到了减少硫化氢的排放；西区所有含硫酸性水最终进入酸性水汽提装置，气体硫化氢进入硫磺回收装置制取硫磺，净化后的水重复利用，建设 $380\text{m}^3/\text{小时}$ 污水处理装置，采用最先进的水处理技术进行深度处理和中水回用，达到节约用水，治理废水的效果。公司所有生产装置中的主要污染物 SO_2 、 NO_x 、 H_2S 、烟尘等严格按照国家节能减排的要求，建设配套措施，确保在各装置运行排放中满足排放标准。同时，公司对储运系统排放的烃类废气，采用不同油品用不同的储存方式，防止烃类废气的无组织排放，以免污染环境。

2010 年 11 月 3 日，自治区环保厅、银川市环保局、灵武市环保局等相关部门的领导

及专家对《宝塔灵州公司炼油污水处理和回用技术改造项目》进行了验收，经过专家论证，项目符合国家规范并通过验收。该项目采用“石油化工高浓度有机污水治理技术”“炼油污水回用技术”等先进工艺，被列入《国家黄河中上游流域水污染防治计划》工业污染防治项目计划，同时又被列为《宁夏十大重点节能工程循环经济和资源节约重点示范项目及重点工业污染源治理 2010 年中央预算内投资项目》。

6. 外部环境

公司生产基地主要集中于宁夏、珠海以及在建的新疆地区。新疆、陕甘宁地区原油资源较丰富，其中，宁夏基地位于陕甘宁延长油田及内蒙古富油区，油源资源较充裕、稳定，资源保障能力较好，新疆奎山基地选址为奎屯-独山子国家级经济技术开发区，罐区建在中哈原油管道的开口处，该项目距霍尔果斯口岸和阿拉山口口岸约 500 公里处，有助于有效利用中亚丰富的石油资源。中亚通过新疆的运输途径为两条铁路口岸和一条管道。该管道设计输油能力为 3000 万吨，截至目前为止仅达到 1000 万吨，仍有较大供给空间。另外，公司珠海基地所在的珠海临港工业区距香港 45 海里，澳门 11 海里，位于珠江三角洲地区中心。珠海临港工业区拥有中国沿海主枢纽港珠海港，毗邻珠海机场，与多条国家级高速公路以及筹建中的珠海至广州铁路相连。工业区距离珠三角各地均在 2 小时的车程之内，区位优势明显。

公司主要生产基地周边资源较丰富，或拥有较好的采购通道，且交通较便利，对公司发展具有一定积极作用。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设有股东会，股东会由全体股东组

成，股东会会议由股东按出资比例行使表决权，公司股东会系公司权力机构；公司设董事会，董事会对股东会负责，董事由股东会选举产生，公司目前董事会成员 7 名，董事会负责公司日常重大事项的决策，决定聘任或解聘总经理并根据总经理提名聘任或解聘公司高级管理人员；公司设监事会，目前监事会成员 7 名，监事会成员由股东代表和公司职工代表担任，公司董事、高级管理人员不兼任监事；公司设总经理一名，副总经理若干，总经理负责公司日常生产经营活动的管理及公司具体规章的制定，并决定聘任或解聘除副总经理、财务负责人以外的公司人员。公司目前拥有 7 名高级管理人员，其中总经理 1 名、副总经理 4 名、总经理助理 1 名、财务总监 1 名。

2. 管理水平

近年公司快速扩张对公司管理能力提出一定挑战。

随着公司发展，为加强对子公司高效、规范化管理，公司制定了《宁夏宝塔石化集团（投资控股）有限公司子公司管理暂行办法》（以下简称“办法”），“办法”强化对子公司资产的占有、使用、处置和收益等四项权利的管理，公司对子公司投资决策实行集中统一管理，子公司投资决策须由集团董事会授权，公司对子公司融资采取分类管理模式，子公司自行融资须报控股公司及董事会，并在董事会批准的融资方案内进行融资，对于需控股公司协助的融资，须按有偿原则进行操作。

资金管理方面，公司根据有关法律法规结合自身经营特点制定资金管理办法，公司在制度上不断完善自身对资金的监控，逐步建立资金管理信息网络，手段上目前主要依靠《资金日报表》实现对资金的管理，公司未来将逐步实现电算化管理。

对外投资方面，原则上由公司及其一级子公司实施，二级子公司未经上级公司及公

司审批，不得实施对外投资行为。其中由一级子公司负责立项并实施投资管理的投资项目范围包括：属于公司主营业务范围，且一次性投资总额在人民币 1000 万元以下、资金由其自身解决的项目；公司授权一级子公司直接投资的项目。

公司原材料采购管理分别采取备案制、鉴定制和审批制。其中，驻外机构操作的采购业务单笔合同总价款在 1000 万元人民币以内（含 1000 万元）实行备案制管理；驻外机构洽谈议定的采购业务单笔合同总价款在 1000~2000 万元（含 2000 万元）实行鉴定制管理，合同文本传真至相关业务部门领导进行鉴定，合同鉴定意见最迟须次日内反馈驻外机构；驻外机构洽谈单笔合同总价款在 2000 万元以上的采购业务实行审批制管理，须分别报供应业务主管单位、主管副总经理、总经理批准方可执行。

安全管理方面，公司严格落实安全生产责任制，各厂厂长、车间主任为安全生产第一责任人，主管生产副厂长、车间副主任为安全生产直接责任人；职工安全风险管理方面，公司采取安全风险基金管理办法，对职工每月工资的 5%计提安全风险基金，若发生安全事故，从责任人风险基金及工资中扣足，对年底未发生安全事故职工一次返还安全风险基金及利息。

对外担保方面，公司对担保实行统一管理，未经公司董事会或股东会审议批准，公

司及其控股子公司、分公司不得对外提供担保，不得互保，不得请外单位为控股子公司提供担保。另外，公司对对外担保审查、合同订立、以及担保合同日后履行限制约定等方面均规范了管理办法。

总体看，公司已经初步建立起现代法人治理结构，公司近年快速扩张对其管理水平提出挑战，公司治理结构及管理水平有待完善。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事石油炼化、加工；机械加工；贸易；餐饮、酒店；物流运输；教育科技等业务，其中石油炼化、加工系公司核心业务。从板块来看，公司收入主要来源包括石化板块、化工板块、机械加工板块和贸易板块，其中石化板块系公司核心板块，为公司最重要收入来源。近年随着公司炼化产能的逐步释放，公司石化板块收入规模快速增长，年均增幅 41.48%，2012 年公司该板块实现收入 150.89 亿元，同比增长 20.51%。贸易板块为公司另一重要收入来源，2012 年公司贸易业务快速发展，本年实现贸易收入 31.46 亿元，同比增加 28.30 亿元，贸易板块收入主要是宝塔石化集团在各地设立的区域型贸易公司形成的收入，主要销售产品为燃料油、石油化工产品等。

表 1 公司主要业务构成情况（亿元、%）

项目	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化板块合计	75.38	93.41	9.46	125.21	94.76	11.83	150.89	79.91	12.48	38.55	80.94	11.10
化工板块合计	--	--	--	1.61	1.22	0.86	3.43	1.81	1.53	0.43	0.90	2.40
生产及机械加工板块合计	0.62	0.77	23.92	0.74	0.56	25.07	1.44	0.76	13.64	1.31	2.75	15.52
油品贸易板块	3.49	4.32	27.19	3.16	2.39	14.94	31.46	16.66	8.57	7.12	14.95	12.67
其他	1.21	1.50	44.26	1.42	1.07	52.39	1.61	0.85	56.62	0.22	0.46	7.59
合计	80.70	100.00	10.86	132.14	100.00	12.28	188.83	100.00	12.02	47.63	100.00	11.36

资料来源：公司提供

注：其他项主要包括公司餐饮、酒店；物流运输；教育科技；金融；物业服务板块。

从产品来看，公司石化板块产品主要为汽、柴油及燃料油 1#、燃料油 4#，公司汽油收入规模平稳上升，柴油收入有所波动。近年受燃料油快速增长影响，汽、柴油收入比重有所下降，但仍为公司石化板块重要收入来源，2012 年合计占 58.27%。近年随着公司产能释放公司燃料油收入快速增长，为石化板块收入另一重要来源，2012 年燃料油合计对石化板块贡献约 23.03%，2012 年公司汽、柴油和燃料油合计对该板块收入贡献约为 81.30%。

表 2 公司部分石化产品收入构成（亿元，%）

产品	2010 年		2011 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽油	27.69	36.73	41.80	32.76	49.77	32.74
柴油	26.24	34.82	41.49	32.52	38.82	25.53
丙烯	0.28	0.37	1.53	1.20	1.80	1.19
聚丙烯	8.75	11.60	5.07	3.97	4.03	2.65
MTBE	0.29	0.38	1.16	0.91	1.60	1.05
燃料油 1#	0.89	1.18	14.70	11.52	15.69	10.32
燃料油 4#	--	--	15.47	12.13	17.26	11.35
燃料油 7#	--	--	--	--	2.07	1.36
民用烃	4.34	5.76	4.54	3.56	5.14	3.38
混合芳烃	--	0.00%	1.31	1.03	2.34	1.54
合计	68.48	100.00	127.07	100.00	138.53	100.00

资料来源：公司提供

从毛利率来看，公司石化板块近年实现平稳增长，三年分别为 9.46%、11.83%和 12.48%。公司贸易板块毛利率有所波动，2012 年为 8.57%。另外，公司其他业务盈利能力较强，但受限于其收入规模，整体利润贡献能力有限。公司近年毛利率整体较平稳，三年分别为 10.86%、12.28%和 12.02%。整体看，公司盈利能力一般。

2013 年一季度，公司实现主营业务收入 47.63 亿元，其中石化板块实现收入 38.55 亿元，毛利率较上年略有下降为 11.10%；贸易板块实现收入 7.12 亿元，同期实现毛利率为 12.67%。公司贸易板块以自身生产基地为依托，借助生产基地良好的上下游渠道及运输能力，故而具有一定竞争力。

综合来看，公司近年产能规模释放带动收入规模快速增长，同时公司盈利保持平稳，未来随着公司在建项目的陆续投产，公司经营及收入规模有望继续保持快速增长。

2. 原材料采购

公司目前已经在地域上形成了宁夏宁东、芦花生产基地，广东珠海生产基地和正在建设的新疆奎山生产基地三大生产基地，随着公司发展及产能释放，原料保障能力将成为公司核心竞争力之一。公司目前主要有国内和国外两大采购渠道，其中国内采购渠道主要原料采购地为新疆、陕甘宁周边；国外采购渠道主要通过大型贸易商向包括哈萨克斯坦、俄罗斯、蒙古等国进行采购，珠海生产基地作为公司重要子公司打通了海上采购通道。

公司国内采购主要区域包括新疆、陕甘宁周边、二连浩特等区域。

新疆区内自行采购量约 50~90 万吨。公司 2005 年挂牌成立了新疆宝塔石化有限公司，专门从事原料油采购工作，现已与 10 多家供应商建立了稳固的合作关系，逐步拓宽了在新疆的采购渠道。另一方面，新疆区域内各类计划外供应量超过 300 万吨，原料潜力较大。

陕甘宁周边采购量约为 50~90 万吨。陕甘宁地区是“长庆油田”和“延长集团”石油开采和销售的主产区，其中，长庆油田年产油气量在 3000 万吨；陕甘宁周边油气总产量约 1000 万吨，每年约有 200 万吨的溢量可供计划外销售。公司宁夏生产基地处在该区域之内，与延长集团距离较近，交通运输具有一定优势。公司为了进一步巩固和稳定在陕甘宁周边的原料采购渠道，2012 年 7 月 22 日与青海国融红杉能源投资公司（以下简称“红杉投资”）签订了原油供应战略合作协议。红杉投资于 2006 年注册成立，是北京国融红杉石油能源公司的全资子公司，致力于

勘探、开发青海民和盆地油气田。“国融红杉能源”已与延长油矿管理局签订了长期战略合作协议，原油储备达 8000 万吨，现正在逐步开发，所开采的原油按 1: 9 进行分销。红杉投资生产的原油将优先供给公司，目前红杉投资正在青海民和盆地全面开工进行开采工作，预计 2~3 年后可为公司提供原油约 60 万吨/年。

二连浩特采购主要为重质油，采购量约为 20~50 万吨。2006 年公司在二连浩特建立了 5 万吨油库储运站。目前，华北油田、中原油田等在二连浩特周边勘探若干整装油田，地产原油产量逐年递增，已经试生产的油井约 150 口，该区域具有一定原料供给潜力。

另一方面，公司不断开拓国外原料采购渠道。公司于 2006 年 12 月 7 日获国家商务部第 98 号文（第七批）批准，取得了成品油（燃料油）贸易进口经营的资质。2013 年国家商务部核定公司（本部）成品油（燃料油）进口量为 20 万吨；同时，按照国家商务部规定，企业可根据实际采购量和生产经营情况随用随批。另外，公司通过代理进口方式从阿拉山口、霍尔果斯、二连浩特、珠海口岸采购哈萨克斯坦、俄罗斯、伊拉克等中亚、北亚、中东地区及新加坡等东南亚地区的重质油资源。其中：①阿拉山口和霍尔果斯口岸重油供应能力约 500 万吨。目前，两口岸原料油主要来自于哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦和俄罗斯等国，其中，哈萨克斯坦的巴甫洛达尔、奇姆肯特、阿特劳三大炼厂所产的原料油品所占比重最大，供给量可达 300 万吨/年。公司通过阿拉山口、霍尔果斯进口的油品主要有 M-100 重油、燃料油以及少量的液化原料气。公司已与哈萨克斯坦共和国中亚石油化工有限公司签订了进口重油框架协议；②二连浩特境外供应能力为 300 万吨/年以上。公司通过二连浩特口岸进口燃料油主要来自俄罗斯。

③公司从新加坡等东南亚国家进口重质燃料油，最大量可达到 120 万吨/年，并通过珠海高栏港码头进入珠海宝塔生产基地。珠海生产基地靠近新加坡，具有较为明显的运输成本优势。燃料油属于大宗交易商品，燃料油供给充足，公司与新加坡等地的多个贸易商直接签订了战略合作协议，以保障公司燃料油进口渠道的稳定性。

公司目前已与中石化建立合作关系。经过长时间的沟通和拓展，2012 年 9 月 5 日，宝塔石化集团与中国石油化工集团公司签订了不限期的战略合作协议，协议中明确包括委托加工、委托销售等多种合作方式。从 2012 年开始，宝塔宁夏基地已经向中石化供应成品油，中石化向宝塔石化集团供应原油有关协议正在推进中。

表 3 公司原料采购情况（万吨）

项目		2010 年	2011 年	2012 年
原油	采购总量	76.32	95.46	90.48
重质油	采购总量	63.51	108.52	152.94

资料来源：公司提供

注：公司重质油主要通过大型贸易公司从境外采购

伴随公司近年产能释放达产，公司对外采购规模快速增长，其中公司重质油采购主要通过大型贸易商从境外采购，从采购价格来看，原油采购近年受国际原油高位震荡影响，公司采购价格不断上升，另外重质油采购价格近年略有上升。考虑到公司主要产品需求弹性较低，故而公司具备一定成本转嫁能力。

从仓储能力来看，公司目前拥有近 200 万立方原油、成品油储备能力，其中，宁东基地东区 22 万立方，宁东基地西区 23 万立方，芦花基地 22 万立方，珠海基地 69 万立方，同时公司还承担国家 50 万立方原油储备库的建设任务。

从运输保障能力来看，公司在宁夏有连接国铁包兰线、太中银线的三处铁路专用线，

在珠海有专用码头和铁路专用线。

从采购价格来看，由于公司采购原料属大宗商品，且市场较为透明，公司采购价格主要根据采购区域内周边市场价格及油品质量定价收购；从结算方式来看，公司根据原料渠道不同采用不同结算方式，对生产基地周边地区采取先货后款方式，货到检验合格后付款。对进口原料则采用先款后货的结算方式，根据国外发货地点不同，一般账期在15~45天不等。

总体看，公司原料采购渠道多元化，基本能够保障公司的正常生产经营，未来随着公司在建产能的逐步投产，公司原料采购可能面临一定挑战。

3. 生产经营

炼油设备产能以一次加工（原油常减压）能力衡量，中国地炼企业受限于国家政策其原油保障能力较弱，一次加工产量/产能普遍偏低，平均在30~40%左右。地炼企业主要依靠二次加工（重质油深加工）能力。公司目前主要有两大炼化基地投入生产，分别为宁夏基地及珠海基地，其中宁夏基地主要由宁东基地及芦花基地组成。其中宁夏基地两个炼化厂生产工艺相近主要产品相同，主要为汽柴油及石化产品。珠海基地主要产品为燃料油及石化产品。2011年公司燃料油产能逐步释放，2012年生产较平稳。2013年初公司宁东基地产能进一步释放，新增一次炼化能力150万吨/年，公司汽柴油及石化产品产能均大幅增长，公司经营规模进一步扩大，公司收入规模有望进一步增长。

表4 公司主要生产能力及产量情况（吨）

项目			2010年	2011年	2012年
宁夏能源化工/宁东生产基地	汽油	产能	45~55	45~55	45~55
		产量	32.10	29.57	37.58
	柴油	产能	45~55	45~55	45~55
		产量	4.76	31.87	36.57
	丙烯	产能	4~5	4~5	4~5
		产量	--	1.02	1.76
	聚丙烯	产能	8	8	8
		产量	9.17	2.80	2.48
	民用烃	产能	8~10	8~10	8~10
		产量	8.14	2.54	3.05
宁夏精细化工/芦花生产基地	汽油	产能	54~66	54~66	54~66
		产量	11.45	22.31	25.58
	柴油	产能	54~66	54~66	54~66
		产量	1.70	24.04	24.89
	丙烯	产能	3~3.5	6~7	6~7
		产量	0.31	0.77	1.20
	民用烃	产能	5.5~6.6	11~13	11~13
		产量	0.85	1.10	1.67
珠海生产基地	燃料油 1#	产能	15~19	23~29	23~29
		产量	1.59	22.91	22.92
	燃料油 4#	产能	16~19	24~29	24~29
		产量	--	17.68	21.18
	燃料油 7#	产能	--	--	5
		产量	--	--	4.21
	聚丙烯	产能	8	8	8
		产量	1.14	2.43	2.10
	民用烃	产能	4~5	4~5	4~5
		产量	1.85	4.94	4.60
	混合芳烃	产能	--	3~4	3~4
		产量	--	1.55	3.26

资料来源：公司提供

注：1. 炼化设备产品结构具有一定调整能力，故而公司主要产品产能系一定范围；

2. 炼化装备产能主要根据其一次加工能力来描述。

宁夏生产基地先后投产了重油催化裂化、延迟焦化等装置，形成了以燃料油（重油）催化制烯烃（丙烯）为龙头的较为完整的产业链和产能规模；重整、加氢、异构化、醚化等质量装置和气分、聚丙烯等化工深加工装置配套完整。其“常减压、重催、延迟焦化、重整、加氢、气分、聚丙烯”等几大炼化核心装置可以对各种廉价的重质油进行深加工，生产附加值高的石化产品和轻质油品，公司可以炼制减压渣油、油浆、密度较大重油等，原料范围较广拓宽了公司上游采购面和采购渠道。公司产品质量较好，加氢后的汽油达到欧III标准，并向欧IV标准靠近，销售价格较高，具有一定竞争优势。

珠海公司以重油催化裂解（DCC）装置为核心，包括原料预处理、气体分馏、聚丙烯、二甲醚、酸性水汽提、硫磺回收等装置及相应配套的公用工程和辅助设施。珠海公司目前已经投产的装置包括 150 万吨/年原料预处理、80 万吨/年催化、20 万吨/年气分、8 万吨/年聚丙烯、10 万吨/年的二甲醚、6 万吨/年硫磺回收等装置，主要针对从海上采购的燃料油而规划和设计，特别是针对 M100 和 SK180 进行重油生产烯烃的工艺技术。

总体看，公司炼化加工工艺路线适用原料较广泛，一定程度保障了公司正常生产经营，另外公司近年产能不断扩大，未来随着公司新疆基地投产，公司生产经营规模将进一步扩张。

4. 产品销售

公司在与中石油、中石化下属销售公司保持良好合作的前提下积极开拓分销渠道，构架多元化销售渠道，有利于分散销售风险。公司与中石油、中石化下属销售公司，一级批发商等保持长期、紧密的合作伙伴关系，近两年，公司通过新建、并购加油站，拓展了成品油销售网络，增加零售终端的布局。目前在全国范围内拥有加油、加气站近 200

座。公司目前仍以一级批发商为主要销售渠道，同时根据资金情况，有节奏地在重点市场区域内新建、改建、兼并加油、加气站。

从销售区域来看，公司注重销售区域多元化。公司目前销售以批发为主，零售为辅。批发油品远销全国各地，主要以西北陕西、甘肃、内蒙等地区，西南四川、重庆、贵州等地区，华北山西、河南、北京等地，华中湖北湖南等地区为主，并辐射华东、华南市场。聚丙烯主要销往上海、浙江、湖北、广东等地。由于多年合作，企业有稳定的销售市场。

公司对直销客户主要由生产基地供销科进行直接销售，对加油站终端销售由油气公司进行配送销售。销售价格方面，由于公司严控成本，故而价格策略具有一定灵活空间，主要参照延长集团进行定价，同时公司会根据淡季、旺季及运费对客户做出适当调整。公司销售结算一般采用预收货款或现款现货方式。

表 5 公司主要石化产品销售情况（万吨，元/吨）

指标名称		2010 年	2011 年	2012 年
汽油	产量	43.56	51.88	63.15
	销量	40.32	52.79	62.91
	销售均价	6866.36	7917.98	7912.20
柴油	产量	6.46	55.91	61.46
	销量	0.65	54.68	56.15
	销售均价	6459.52	7587.97	6914.29
丙烯	产量	0.31	1.79	2.95
	销量	0.30	1.73	2.16
	销售均价	9260.88	8837.96	8342.74
聚丙烯	产量	10.31	5.23	4.57
	销量	10.01	5.06	4.41
	销售均价	8735.24	10007.49	9124.92
MTBE	产量	0.54	1.83	1.99
	销量	0.51	1.67	2.16
	销售均价	5702.92	6950.28	7399.63
原料气	产量	0.47	0.09	0.10
	销量	0.43	0.08	0.10
	销售均价	5269.36	5600.00	4917.88
燃料油 1#	产量	1.59	22.91	22.92
	销量	1.58	22.81	22.82
	销售均价	5649.89	6445.80	6874.80
燃料油 4#	产量	-	17.68	21.18
	销量	-	24.90	28.46
	销售均价	-	6215.35	6063.94
燃料油 7#	产量	-	-	4.21
	销量	-	-	3.94
	销售均价	-	-	5259.35
民用烃	产量	10.84	8.58	9.31

	销量	10.31	8.24	8.86
	销售均价	4210.08	5514.62	5803.71
混合芳烃	产量	-	1.55	3.26
	销量	-	1.53	3.21
	销售均价	-	8538.52	7279.46
	产量	-	0.30	0.32
液化天然气	销量	-	0.29	0.32
	销售均价	-	6384.37	5238.94

资料来源：公司提供

从公司主要石化产品销售来看，公司汽柴油呈现增长态势，燃料油则表现较平稳；从公司主要石化产品销售价格来看，近年公司主要石化产品价格涨跌互现，其中汽油销售价格较平稳，柴油价格出现一定幅度下滑，燃料油 1# 价格呈现增长态势，而燃料油 4# 价格则有所波动，民用烃价格呈现增长趋势。

总体看，公司石化产品具有一定需求刚性，公司石化产品销售较平稳。

5. 经营效率

2010~2012 年公司销售债权周转次数波动下降，三年平均值为 85.86 次，2012 年为 68.81 次。同期，公司存货周转次数呈现增长趋势，三年平均值为 7.63 次，2012 年为 9.15 次。2010~2012 年，公司总资产周转次数分别为 0.97 次、1.13 次和 1.01 次。

2010~2012 年，公司管理费用率分别为 1.88%、2.41%和 2.27%。

整体看，公司经营效率良好。

6. 未来发展

公司未来发展战略为在国内推进石化行业的跨区域发展，立足于宁夏区域竞争优势，重点构建沿边、沿海的战略性新兴产业基地。

立足宁夏

未来五年，公司宁夏地区重点建设主要以改造宁东基地和芦花基地两大生产基地为主；其中宁东炼化基地改造项目主要以发展重油为主，同时兼顾轻油加工，主要通过宁东炼化基地改造项目、宁东铁路建设项目。

通过对宁夏宁东及芦花的技术改造项目，公司宁夏地区将形成以燃料油（重油）催化制

烯烃（丙烯）为龙头完整的常减压、重催、气分、聚丙烯产业链，将在一定程度提高成品油产品质量。宁东铁路建设项目将使公司综合项目通过本专用线与中太银铁路宁东站相连，原材料的到达和产品的发送均可通过铁路来运输，对降低公司运输成本，提高公司经济效益等将起到重要的作用，此项目预计于 2016 全部建成。

沿疆战略——新疆奎山生产基地

未来五年，公司沿疆战略通过发展新疆奎山生产基地实现，公司主要分两期进行工程建设，一期主要包括 500 万吨/年重油制烯烃项目、120 万吨/年煤制氢项目、配套公用工程及 2×350MW 热电联产三部分主体项目。

一期项目具体包括：①500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目，包括建设 500 万吨重油预处理及其配套的重油催化裂解、延迟焦化、汽柴油加氢及制氢、气体分馏及 MTBE、液化气烷基化、聚丙烯、硫磺回收等装置，以及配套的辅助生产、安全环保设施、公用工程、办公生活等设施。项目以重油为原料，生产液化石油气、汽油、柴油、芳烃、石油焦、硫磺等清洁油品和化工产品，及烯烃、芳烃等化工原料。目前，项目一期 500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目已经于 2011 年 3 月全面展开，预计 2015 年建成投产。②120 万吨/年煤制氢项目，利用煤制氢技术对煤炭部分进行干馏，生产冶金喷吹料（兰炭），副产的焦炉煤气经变压吸附提纯氢气，供石化装置加氢加工，剩余弛放气送至热电站作为燃料，副产煤焦油加氢生产汽柴油。筛分的粉煤送至热电站作为燃料。③配套公用工程及热电联产项目，项目将建设 2×350MW 燃煤、空冷、超临界抽凝式发电机组，并同步建设 12MW 背压式汽轮发电机组，以及 2×130t/h 的高压煤粉锅炉。目前，新疆奎山宝塔已与上海电气集团有限公司签署了 EPC（设计采购施工）总承包合同，委托上海电气全面负责本项目的建设。

一期工程投产后将形成完善而独立的重

油原料处理能力。热电站为项目和园区供应蒸汽，实现热电联产，节能 20%至 30%。

另外，公司新疆基地建设获得了新疆维吾尔自治区政府的支持，新疆维吾尔自治区人民政府对公司新疆在建项目函《关于支持新疆奎山宝塔石化有限公司项目建设的函》（新政函【2012】23 号）（以下简称“该函”），“该函”明确将从协调项目建设、原料保障、贷款

融资等方面予以公司全力支持。

沿海战略——珠海宝塔生产基地

未来五年，公司的沿海战略通过发展珠海宝塔生产基地实现，依托珠海市高栏港经济区石化基地，以重油催化裂解（DCC）装置为核心，利用珠海自有专用码头、铁路专运线、仓储中心，直接加工海上来油，延伸产业链。

表 6 公司主要在建和拟建项目及规划投资情况

(单位：亿元)

区域	项目名称	计划总投资	截至 2012 年底已投资	未来资金计划		2013-2016 年规划投资			
				自有资金	自筹资金	2013 年计划投资	2014 年计划投资	2015 年计划投资	2016 年计划投资
能源化工	宁东炼化基地改造项目	14.11	12.18	0.93	1.00	0.47	0.53	0.49	0.44
	宁东铁路建设项目	2.51	1.00	0.51	1.00	0.31	0.30	0.40	0.50
	精细化工二期技改项目	6.19	1.03	1.16	4.00	1.30	1.12	1.39	1.35
联合化工	电石乙炔联产及配套项目	5.70	5.09	0.61	-	0.21	0.13	0.27	-
	90 万吨半焦项目	2.30	0.26	1.04	1.00	0.57	0.71	0.76	-
珠海宝塔	珠海烯烃项目配套仓储工程	5.90	3.06	1.04	1.80	0.69	0.64	0.73	0.78
新疆奎山	500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目	31.93	19.63	3.50	8.80	5.60	6.70	-	-
	120 万吨/年煤制氢	1.03	0.53	0.50	-	0.30	0.20	-	-
	配套公用工程及热电联产项目	25.89	15.20	2.64	8.05	4.29	3.20	3.20	-
合计		95.56	57.98	11.93	25.65	13.74	13.53	7.24	3.07

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目规模较大，对外资金需求较大，公司已与国家开发银行股份有限公司签订《开发性金融支持宁夏宝塔石化集团有限公司发展合作协议》，同时公司引入战略投资者，保障其项目顺利推进。未来随着公司在建项目逐步投产，公司整体经营收入规模有望进一步提升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010~2012 年财务数据已经北京中诚恒平会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年一季度财务数据未经审计。

2012 年公司合并报表范围子公司 18 家，2011 年为 37 家，公司本期合并报表范围减少主要系公司根据下属子公司业务类型进行整合，将部分企业合并或划归二级子公司，公司

本年新合并 7 家子公司，其中一家为上市公司西北轴承股份有限公司（以下简称“西北轴承”），西北轴承 2012 年资产总额 8.42 亿元，所有者权益合计 2.24 亿元，2012 年西北轴承实现营业收入 3.74 亿元，实现利润总额 811.20 万元，西北轴承相较公司规模小，且近年经营欠佳。总体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2012 年底，公司资产总额为 228.92 亿元，所有者权益合计为 93.91 亿元（含少数股东权益 18.15 亿元）。2012 年，公司实现营业收入 192.56 亿元，利润总额 6.96 亿元。

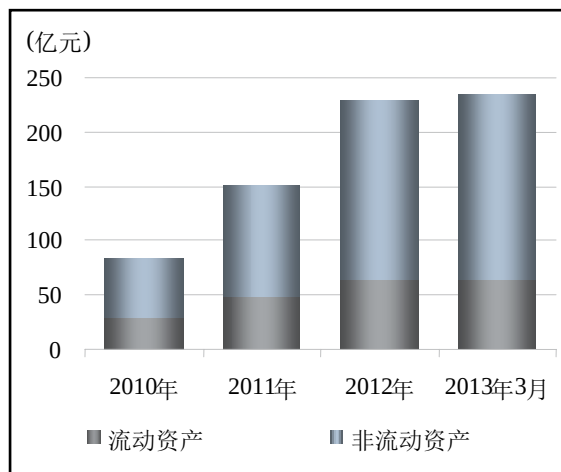
截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 234.37 亿元，所有者权益 94.99 亿元（含少数股东权益 18.32 亿元）。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.63 亿元，利润总额 1.37 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司资产总额保持快速增

长, 年均复合增长 65.50%, 截至 2012 年底, 公司资产规模 228.92 亿元, 其中流动资产占 28.43%, 非流动资产占 71.57%, 公司资产以非流动资产为主。

图 3 公司资产构成情况



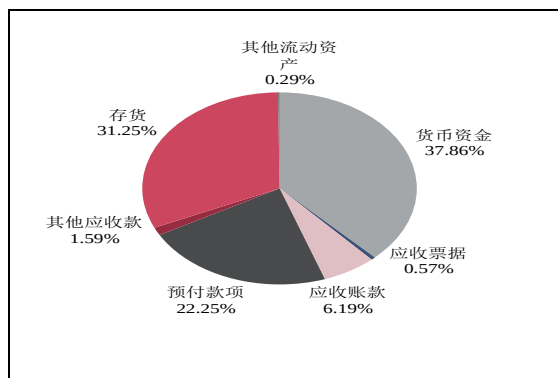
资料来源：公司财务报表

流动资产

近三年, 公司流动资产年均复合增长 48.24%, 主要是预付账款、应收账款和存货快速增长所致。截至 2012 年底, 公司流动资产合计 65.08 亿元, 主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。

2010~2012 年, 公司货币资金快速增长, 年均复合增长 82.22%。截至 2012 年底, 公司货币资金规模 24.64 亿元, 同比增长 33.40%, 主要由人民币银行存款(占 99.51%)和现金(占 0.49%)构成。其中, 受限制的货币资金为 16.82 亿元, 为银行承兑汇票保证金。

图 4 2012 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

截至 2012 年底, 公司应收票据 0.37 亿元, 全部为银行承兑汇票。

2010~2012 年, 公司应收账款快速增长, 截至 2012 年底为 4.03 亿元, 较上年增加 2.88 亿元, 主要系本年合并西北轴承财务数据所致。公司对应收账款共计提坏账准备 1.82 亿元, 计提比例为 31.16%, 从账龄来看, 公司账款主要分布在 1 年以内和三年以上, 分别占 33.67%和 60.76%。公司应收账款主要系西北轴承应收款, 部分账款账期较长, 回收难度较大, 公司应收账款具有一定回收风险。

受公司近年在建项目投入快速增长及原料采购增长影响, 2010~2012 年公司预付款快速增长, 年均复合增长 92.97%, 主要为工程设备款及原料采购款。截至 2012 年底, 公司预付款项 14.48 亿元, 其中 1 年以内占 86.35%, 1~2 年占 13.65%。

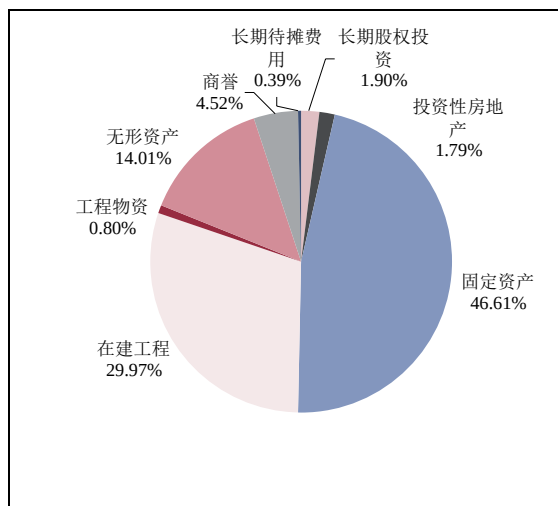
2010~2012 年, 公司存货年均增长 13.79%, 主要是原材料波动增长以及库存商品快速增长所致。截至 2012 年底, 公司存货 20.34 亿元, 其中原料油等原材料占比 41.54%, 库存商品占比 46.90%。公司对存货共计提存货跌价准备 0.33 亿元, 全部为西北轴承存货跌价准备。公司存货规模较大, 主要为原油及其相关炼化制品, 其价格对宏观经济环境及地缘政治较敏感具有一定波动性, 故而公司存货面临一定跌价风险。

2010~2012 年, 公司其他应收款波动中有下降, 年均复合下降 15.80%。截至 2012 年底为 1.04 亿元, 其中账龄在 1 年以内占 50.00%, 1~2 年占 19.02%, 2~3 年占 9.64%, 3 年以上占 21.34% (主要为西北轴承其他应收账款), 公司其他应收款坏账计提比例 20.10%。截至 2012 年底, 前五名其他应收款占比 90.28%, 主要债务方包括银川经济技术开发区管委会财政社会发展基金管理局、珠海市港银房地产开发有限公司、珠海万通化工有限公司、浙江省纺织品进出口集团有限公司和宁夏回族自治区公用资源管理局等。

非流动资产

2010~2012 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 74.24%，增长主要来自于固定资产、在建工程、无形资产和商誉的增长。截至 2012 年底，公司非流动资产合计为 163.85 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

图 5 2012 年公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2010~2012 年，公司长期股权投资波动下降，截至 2012 年底为 3.11 亿元，较上年大幅减少 10.16 亿元，主要系公司本年度对 7 家参股公司实现控制权进而合并报表所致。

近三年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 50.97%。截至 2012 年底，公司固定资产为 76.37 亿元，同比增幅达 66.30%，主要系宁东西区技改项目及宁夏灵武宝塔大古储运有限公司储运 50 万立方米储油罐项目投产转固所致。截至 2012 年底，公司固定资产原值 86.92 亿元；固定资产主要由房屋及建筑物（占 15.88%）、油气集输设施（占 12.05%）、运输机械设备（占 3.59%）、生产设备（占 62.45%）和公用设施（占 4.71%）等组成。截至 2012 年底，公司固定资产累计折旧 10.54 亿元，固定资产成新率 87.86%，公司对运输机械设备计提 97.46 万元减值准备。

2010~2012 年，公司在建工程大幅增加，

年均复合增长 164.06%。截至 2012 年底，公司在建工程 49.10 亿元，同比大幅增长 111.64%，主要是新疆奎山公司在建项目投入形成。

2010~2012 年，公司无形资产大幅增长，年均复合增长 93.72%。截至 2012 年底，公司无形资产为 22.95 亿元，同比上涨 80.45%，主要是由于公司子公司宁夏宝塔甲醇多联产有限公司本期吸收王珍瑾知识产权入股所致，王珍瑾先生拥有的液化气烷基化制高辛烷值汽油和催化轻汽油醚化项目技术包经北京鲁光资产评估有限公司（以下简称“鲁光评估”）评估并出具鲁光评报字（2012）第 075 号资产评估报告，经鲁光评估评定其技术包的所有权价值为 8.40 亿元。

截至 2012 年底，公司商誉为 7.41 亿元，同比增长 149.49%，主要系收购西北轴承、珠海新方盛投资顾问有限公司和宁夏清洁能源发展有限公司所致。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额为 234.37 亿元，较 2012 年底增长 2.38%；公司资产结构变化不大，其中流动资产占 27.17%，非流动资产占 72.83%。

总体看，公司资产以非流动资产为主，符合炼油行业资产密集型的特点；公司流动资产主要系货币资金、存货及预付款项，其中存货占比较高，鉴于原油及其炼化制品市场价格波动较大，公司存货面临一定的跌价风险。整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

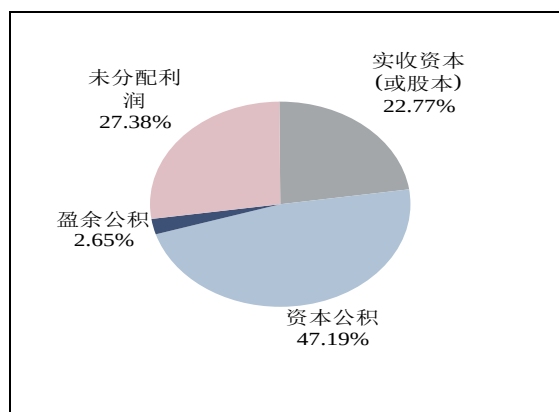
所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益年均增长 56.89%，主要是股本、资本公积以及未分配利润增长所致。2012 年 12 月 7 日，根据宁夏五岳联合会计师事务所出具宁五岳验字【2012】758 号《验资报告》，公司第一大股东孙珩超以货币出资 2.00 亿元对注册资本增资。2012 年 12 月 13 日，根据宁夏五岳联合会计师事务所出具宁五岳验字【2012】773 号《验资报告》，

宁夏泰瑞智本投资管理有限公司以货币出资 1 亿元对注册资本增资。公司 2012 年资本公积较上年增加 13.71 亿元，主要系战略投资者对公司子公司投资的资本溢价形成。截至 2012 年底，公司归属母公司所有者权益 75.76 亿元，其中实收资本占 22.77%、资本公积占 47.19%、盈余公积和未分配利润分别占 2.65% 和 27.38%，所有者权益的稳定性一般。

2010~2012 年，随着公司引入战略投资者及控股子公司增加，公司少数股东权益大幅增加，年均复合增长 119.98%。截至 2012 年底，公司少数股东权益为 18.15 亿元。

图6 2012年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司财务报表

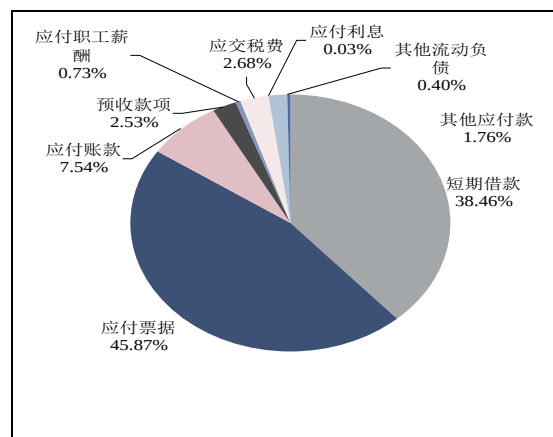
截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益合计 94.99 亿元(其中少数股东权益 18.32 亿元)，公司所有者权益结构较上年底变化不大。

负债

2010~2012 年，受公司投资规模不断扩大影响，公司负债总额增长较快，年均增幅 72.39%。截至 2012 年底，公司负债总额 135.02 亿元，其中流动负债占 58.95%，非流动负债占 41.05%，公司负债以流动负债为主。

2010~2012 年，受公司短期借款、应付票据和应付账款大幅增长影响，公司流动负债快速增长，年均复合增长 66.02%。截至 2012 年底，流动负债合计 79.59 亿元，主要由短期借款（占 38.46%）、应付账款（占 7.54%）和应付票据（占 45.87%）等构成。

图7 2012 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报表

2010~2012 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 54.45%。截至 2012 年底，公司短期借款 32.35 亿元¹，抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款占比分别为 35.21%、25.78%、37.47%和 1.54%。

受公司产能释放原料采购大幅增加影响，2010~2012 年公司应付票据大幅增长，年均复合增长 77.74%。截至 2012 年底，公司应付票据为 38.58 亿元，全部为银行承兑汇票。

2010~2012 年，公司应付账款年均复合增长 108.82%。截至 2012 年底，公司应付账款 6.34 亿元，同比增长 503.81%，主要系公司采购量加大及在建工程增加部分工程方垫款所致。从账龄看，1 年以内占 85.20%，1~2 年占 14.80%。

截至 2012 年底，公司其他应付款为 1.48 亿元，同比增长 156.62%，增长主要系公司借款增加所致，其中，公司向亿利资源集团有限公司及新疆新业物流有限责任公司借款 7500 万元，另外公司子公司西北轴承向职工借款 3444 万元。

近三年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 82.97%，主要系长期借款和长期应付款大幅增加所致。截至 2012 年底，公司非流动负债 55.43 亿元，其中长期借款为 29.95 亿

¹ 短期借款中 2.86 亿元为 2012 年公司收购西北轴承股份有限公司，其欠付中国长城资产管理公司的款项。

元，长期应付款为 24.87 亿元。

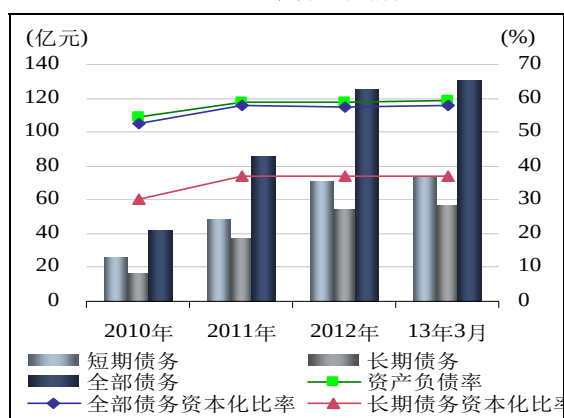
2010~2012 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 39.15%。截至 2012 年底，公司长期借款为 29.95 亿元。

2010~2012 年，公司长期应付款年均复合增长 406.74%。截至 2012 年底，公司长期应付款 24.87 亿元，全部为融资租赁款（计入长期债务），其中 5.28 亿元为直接租赁，19.59 亿元为售后回租。

2010~2012 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 72.60%。截至 2012 年底，公司全部债务 125.75 亿元。其中短期债务 56.40%，长期债务占 43.60%，公司目前以短期债务为主。随着公司在建项目的逐步推进，公司未来仍面临一定对外融资需求，公司债务负担可能进一步上升。

2010~2012 年，由于负债的增长速度快于资产和所有者权益的增速，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动上升趋势，三年平均值分别为 57.94%、56.47%和 35.56%，2012 年底分别为 58.98%、57.25%和 36.86%。

图 8 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至 2013 年 3 月底，公司负债合计 139.38 亿元，较 2012 年底增长 3.23%；债务负担方面，截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.47%、57.83%和 37.18%，较 2012 年底均

略有上升。

总体看，公司近年发展较快，在建项目投资规模较大，公司债务规模快速增长，债务负担有所上升，随着公司在建项目的推进，公司债务负担可能有所加重，债务期限结构有待进一步改善。

4. 盈利能力

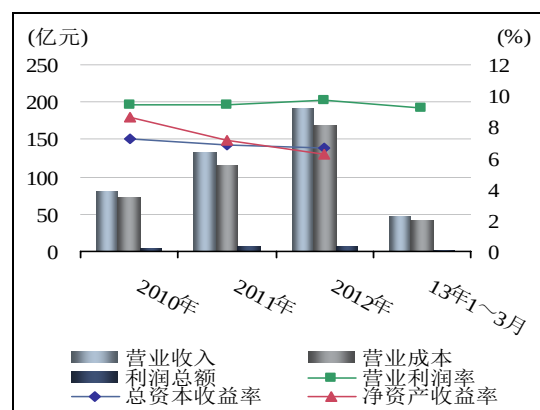
2010 年以来，受公司产能释放、经营规模扩大影响，公司营业收入逐年较快增长，年均增长率 54.48%；同期，公司营业成本本年增幅（53.46%）略低于收入增幅。

2010~2012 年，公司期间费用快速增长（年均增幅 82.31%），期间费用占营业收入的比重逐年上升，其中管理费用及财务费用受公司经营规模扩张及债务融资规模上升影响快速增长；2012 年期间费用合计 12.61 亿元，期间费用占营业收入比重为 6.55%，其中财务费用占营业收入比重为 3.83%。

2012 年公司实现营业外收入 1.20 亿元，主要系公司债务重组利得（8244 万元）及政府补助（2530 万元）。

从盈利指标来看，2010~2012 年，公司营业利润率逐年上行，三年均值为 9.58%，2012 年为 9.73%；同期，受公司总资产增长快于收入增长影响，公司总资产收益率呈逐年下降趋势，三年均值为 6.26%，2012 年为 6.14%；净资产收益率有所下滑，三年平均值为 7.00%，2012 年为 6.24%。整体看，公司盈利水平一般。

图 9 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报表

2013年一季度公司实现营业收入47.63亿元，占2012年全年收入的24.74%；同期公司实现利润总额1.37亿元；2013年1~3月，公司营业利润率9.21%，较2012年下降0.52个百分点。

总体看，受原油价格高位波动及下游议价能力偏低，公司利润空间有限，整体盈利能力一般。

5. 现金流

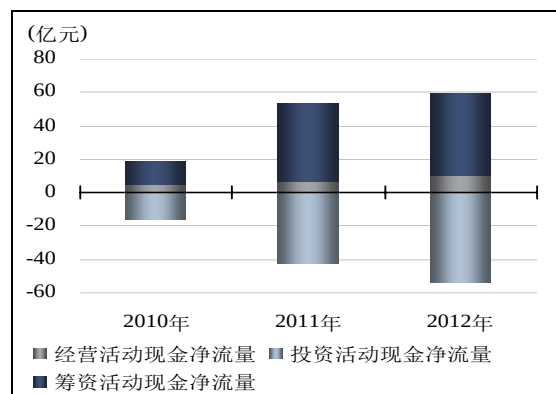
经营活动方面，随着公司营业收入的增长，2010~2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相应逐年增长，年均增幅58.16%；2010~2012年，公司现金收入比分别为100.08%、99.58%和104.91%，公司收入实现质量尚可。同期，因购买原料支付的现金快速增长，公司经营活动现金流出规模年均复合增长58.50%；2010~2012年，公司经营活动现金流量净额逐年增长，公司三年经营性净现金流分别为5.19亿元、6.75亿元和10.36亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入较少，且全部来自收回投资收到的现金；2010~2012年，随着公司珠海项目和新疆项目投资规模逐渐扩大，公司投资活动现金流出快速增长，年均增长83.64%，2012年为53.31亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金52.95亿元；2010~2012年，公司投资活动现金流量净额分别为-15.71亿元、-42.24亿元和-53.26亿元。

筹资活动方面，2010~2012年，公司筹资活动现金流入主要来自于吸收投资收到的现金和银行贷款和发行债券收到的现金；2012年，公司吸收投资收到现金16.10亿元，为股东对公司增资及引入战略投资者投资所致；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、偿付利息及偿付融资租赁款及利息所致；2012年，公司收到其他与筹资活动相关的现金22.14亿元，系全部为融资租赁款，公司支付其他与筹资活动相关的现金6.28亿元，系偿还的部分融

资租赁款及利息。近三年，公司筹资活动净现金流量规模快速上升，三年分别为13.88亿元、46.54亿元和49.06亿元。

图10 2010~2012年公司现金流情况



资料来源：公司财务报表

2013年1~3月，公司经营活动产生现金流入和流出分别为47.01亿元和44.42亿元，现金流量净额2.60亿元；2013年1~3月，公司投资活动现金净流出4.38亿元；筹资活动产生现金净流入2.31亿元。

总体看，公司经营性现金流入规模较大，且经营性净现金流逐年增长；随着公司在建项目推进，未来公司仍面临一定对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2010~2012年，由于流动资产年均增幅较流动负债增幅慢，公司流动比率逐年下降，三年平均值为89.78%，2012年底该值为81.77%；由于存货规模较大，公司速动比率三年平均值为56.44%，2012年底为56.22%；2010~2012年，公司经营现金流流动负债比分别为17.97%、13.05%和13.02%。截至2013年3月底，公司流动比率和速动比率分别为77.24%和51.71%。考虑到公司经营现金流入量规模较大，且公司资金周转效率较好，总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2010~2012年，公司EBITDA逐年增长，三年分别为7.26亿元、12.24亿元和18.69亿元；由于公司债务规模增长快速，全部债务/EBITDA呈波动增长态

势，三年平均值为 6.63 倍，2012 年为 6.73 倍。2010~2012 年，公司 EBITDA 利息倍数三年平均值为 2.31 倍，2012 年为 2.16 倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2013 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 62.90 亿元，其中已使用额度 44.45 亿元，剩余未使用额度 18.45 亿元，公司间接

融资渠道较畅通。公司子公司西北轴承为上市公司，公司具有直接融资渠道。整体看，公司融资渠道较畅通。

截至 2012 年底，公司对外担保余额 2.85 亿元，对外担保比例为 3.03%，公司对外担保对公司影响较小。

表 7 公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保金额	保证责任到期日	贷款种类	实际担保金额	备注
宁夏力成电气有限公司	5000	2017.04.28（债务履行期限届满之日起两年）	贷款	5000	连带
新疆华业化工发展有限公司	13000	2013.05.10（债务履行期限届满之日起两年）	贷款	10000	连带
新疆华业化工发展有限公司	9500	2013.03.28（债务履行期限届满之日起两年）	承兑汇票	9500	连带
新疆华业化工发展有限公司	1000	2013.05.13（债务履行期限届满之日起两年）	贷款	1000	连带
新疆华业化工发展有限公司	3000	2013.04.27（债务履行期限届满之日起两年）	贷款	3000	连带
小计	31500			28500	

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（报告编号：E201212310000395995），截至 2012 年 12 月 31 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为中国民营大型炼化企业，在技术能力、经营规模、原料保障、油品储备能力等方面具备一定优势。未来公司在建项目投产有利于公司抗风险能力的提升。整体看，公司抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司计划注册发行总额度为 28 亿元的中期票据，其中本期中期票据拟发行额度为 8 亿元，占公司 2013 年 3 月底长期债务的 14.23%、全部债务的 6.14%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.47%、57.83%和 37.18%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分

别升至 60.81%、59.27%和 40.34%，公司债务负担将有一定程度上升。鉴于本期中期票据所募集的资金中部分用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2010~2012 年公司经营活动现金流入量呈快速增长，公司经营活动现金流入量三年加权平均值为 157.18 亿元，为本期中期票据发行额度的 19.65 倍，其中 2012 年公司经营活动现金流入量为 202.42 亿元，为本期中期票据发行额度的 25.30 倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为 8.24 亿元，为本期中期票据的 1.03 倍，其中 2012 年公司经营活动现金净流入为 10.36 亿元，为本期中期票据发行额度的 1.30 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据本金的保障程度强。

2010~2012 年，公司 EBITDA 加权平均值为 14.47 亿元，为本期中期票据发行额度的 1.81 倍，其中 2012 年公司 EBITDA 为 18.69 亿元，为本期中期票据发行额度的 2.34 倍，对本期中期票据覆盖程度好。未来随着公司及在建产能的陆续投产，公司收入及利润规模有望持续提升，有助提升其对本期中期票据本息的

偿付能力。

综合以上分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

十、结论

公司为中国大型民营炼化企业之一，其在技术水平、经营规模、原料采购渠道及油品储备能力等方面具备一定优势。另一方面，与国营大型炼化企业相比，公司规模依旧有限，公司在建项目规模较大，伴随在建项目推进公司债务负担可能进一步加重，同时随着公司产能的逐步释放，公司原料保障可能面临一定压力。

公司目前在新疆在建的炼化基地周边资源优势明显，未来伴随公司在建项目投产，公司经营规模及收入规模有望快速增长。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力好。

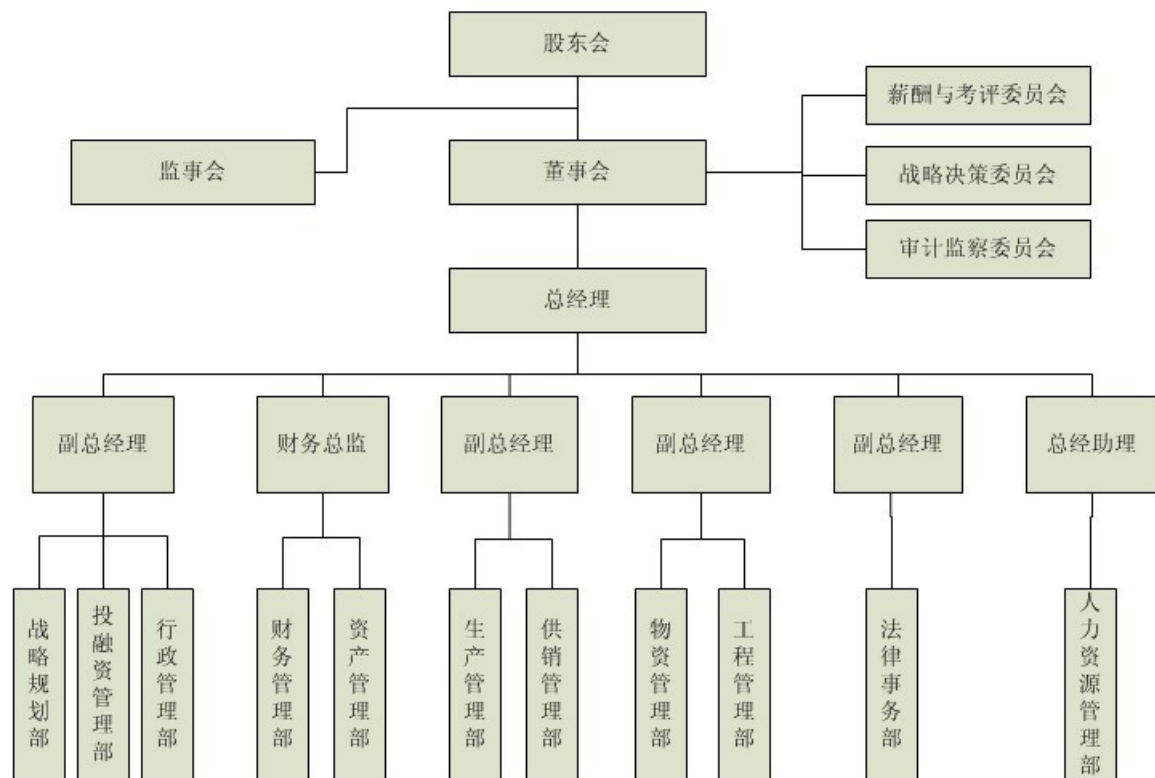
综合来看，公司对本期中期票据具备较强的偿还能力。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图

股权结构图

股东名称	认缴情况	实际缴付	出资比例（%）
	出资金额（万元）	出资金额（万元）	
孙珩超	102316.2018	102316.2018	59.3127
孙淑兰	13186.0747	13186.0747	7.644
宁夏泰瑞智本投资管理有限公司	57000.7235	57000.7235	33.0433
合计	172503	172503	100

宝塔石化集团组织架构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	74212.41	184720.76	246410.62	82.22	251668.71
交易性金融资产	2.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
应收票据	305.00	525.00	3684.18	247.55	2529.53
应收账款	9913.46	11488.92	40270.94	101.55	41270.23
预付款项	38895.12	71932.32	144835.34	92.97	115131.35
应收利息	841.46	42.50	0.00	-100.00	0.00
应收股利					
其他应收款	14616.83	50430.68	10362.64	-15.80	13227.43
存货	157068.45	167078.64	203371.77	13.79	210493.52
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	318.72	3364.69	1890.04	143.52	2449.19
流动资产合计	296173.45	489583.51	650825.52	48.24	636769.96
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	0.00	50.00	0.00		0.00
长期应收款					
长期股权投资	34004.13	132729.09	31120.00	-4.33	29572.00
投资性房地产	28996.78	29286.75	29286.75	0.50	29286.75
固定资产	335044.69	459209.34	763660.60	50.97	768793.66
在建工程	70422.82	231982.02	491037.78	164.06	510607.84
工程物资	2934.02	5352.90	13029.46	110.73	21454.78
固定资产清理	0.00	67.74	67.74		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	39.13		10360.43
油气资产					
无形资产	61145.06	127164.13	229470.14	93.72	255568.15
开发支出	0.00	125.00	268.28		264.40
商誉	0.00	29698.75	74108.98		74108.98
合并价差					0.00
长期待摊费用	7107.03	6316.93	6377.06	-5.27	6923.59
递延所得税资产					0.00
其他非流动资产	14.43	0.00	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	539668.97	1021982.65	1638465.91	74.24	1706940.56
资产总计	835842.43	1511566.17	2289291.43	65.50	2343710.53

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	135592.99	169093.48	323463.69	54.45	289463.04
交易性金融负债					
应付票据	122114.98	320159.36	385792.51	77.74	447792.19
应付账款	14543.27	10492.18	63418.32	108.82	66626.42
预收款项	10064.93	10352.71	21315.83	45.53	27338.36
应付职工薪酬	570.86	1692.33	6133.39	227.78	7578.42
应交税费	149.14	-2588.30	-22559.46		-33659.78
应付利息	39.64	0.00	213.03	131.82	213.03
应付股利					
其他应付款	5349.77	5757.63	14775.29	66.19	16127.91
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	346.15	2583.11	3359.69	211.54	2913.07
流动负债合计	288771.73	517542.50	795912.31	66.02	824392.65
非流动负债：					
长期借款	154700.30	278014.14	299522.30	39.15	339851.14
应付债券					
长期应付款	9686.46	90118.98	248729.57	406.74	222465.32
专项应付款	1185.00	79.40	1200.22	0.64	2205.09
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	0.00	0.00	4869.00		4869.00
非流动负债合计	165571.77	368212.52	554321.10	82.97	569390.56
负债合计	454343.49	885755.02	1350233.40	72.39	1393783.21
所有者权益：					
实收资本(或股本)	118502.28	142502.28	172503.00	20.65	172503.00
资本公积	101501.03	220388.88	357514.53	87.68	357514.53
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	15617.39	20106.61	20106.61	13.47	20106.61
未分配利润	108374.29	148997.08	207442.31	38.35	216604.18
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	343994.99	531994.85	757566.45	48.40	766728.32
少数股东权益	37503.95	93816.30	181491.58	119.98	183199.00
所有者权益合计	381498.94	625811.15	939058.03	56.89	949927.32
负债和所有者权益总计	835842.43	1511566.17	2289291.43	65.50	2343710.53

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	806959.33	1321360.05	1925626.62	54.48	476294.19
减: 营业成本	719342.37	1159089.45	1693956.85	53.46	422191.79
营业税金及附加	11909.29	37407.72	44347.40	92.97	10224.66
销售费用	4208.49	4976.26	9137.32	47.35	2752.49
管理费用	15169.67	31866.10	43629.18	69.59	11121.24
财务费用	19393.00	47061.62	73728.04	94.98	16634.27
资产减值损失	0.00	0.00	2580.99		-65.17
加: 公允价值变动收益	0.00	289.97	0.00		0.00
投资收益	757.61	10966.54	507.77	-18.13	1.20
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	37694.11	52215.41	58754.61	24.85	13436.12
加: 营业外收入	1566.41	4186.26	12033.57	177.17	502.75
减: 营业外支出	820.24	3472.77	1177.71	19.83	197.67
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	11.32		0.00
三、利润总额	38440.28	52928.90	69610.47	34.57	13741.19
减: 所得税费用	5424.69	8036.74	11016.31	42.51	2871.90
四、净利润	33015.59	44892.16	58594.16	33.22	10869.29
其中: 归属于母公司的净利润	32459.94	45112.01	52972.02	27.75	9161.88
少数股东损益	555.65	-219.85	5622.14	218.09	1707.42

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
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	807590.15	1315852.36	2020184.29	58.16	467823.11
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	8837.47	5666.44	4014.52	-32.60	2316.23
经营活动现金流入小计	816427.62	1321518.80	2024198.82	57.46	470139.34
购买商品、接受劳务支付的现金	714351.11	1205600.29	1839350.38	60.46	426697.66
支付给职工以及为职工支付的现金	22348.54	24295.24	35154.29	25.42	9931.74
支付的各项税费	16809.39	13098.39	26627.63	25.86	2576.27
支付其他与经营活动有关的现金	11029.63	11001.96	19447.47	32.79	4974.85
经营活动现金流出小计	764538.66	1253995.88	1920579.77	58.50	444180.52
经营活动产生的现金流量净额	51888.96	67522.92	103619.04	41.31	25958.82
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	202.00	50.00		0.00
取得投资收益收到的现金	757.61	10966.54	507.77	-18.13	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	219.84	0.00	0.00	-100.00	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	977.45	11168.54	557.77	-24.46	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	140796.09	334559.09	529528.39	93.93	43813.85
投资支付的现金	17294.13	98974.96	3588.00	-54.45	0.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	158090.22	433534.05	533116.39	83.64	43813.85
投资活动产生的现金流量净额	-157112.77	-422365.51	-532558.63	84.11	-43813.85
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	75000.00	83832.20	161000.00	46.52	0.00
取得借款收到的现金	83160.11	578932.57	352200.61	105.80	170730.85
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	93692.00	221448.97		487.90
筹资活动现金流入小计	158160.11	756456.77	734649.57	115.52	171218.75
偿还债务支付的现金	0.00	229473.86	110689.08		102402.98
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19393.00	48547.48	70492.67	90.66	18950.49
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	13084.49	62838.37		26752.15
筹资活动现金流出小计	19393.00	291105.83	244020.12	254.72	148105.63
筹资活动产生的现金流量净额	138767.11	465350.93	490629.45	88.03	23113.12
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	33543.29	110508.35	61689.87	35.61	5258.09

附件 4-2 公司现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	33015.59	44892.16	58594.16	33.22
加: 资产减值准备	0.00	0.00	2570.17	
固定资产折旧及其他	13834.15	19636.15	28043.31	42.38
无形资产摊销	345.54	1060.29	5819.60	310.39
长期待摊费用摊销	306.95	659.22	7113.51	381.40
处置固定资产、无形资产等损失	342.35	0.00	-36.18	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	0.00	-289.97	0.00	
财务费用	19393.00	48541.79	70492.67	90.66
投资损失	-757.61	-10966.54	-507.77	-18.13
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
待摊费用减少	-287.40	-3045.98	1475.69	
预提费用增加	83.05	2236.96	776.58	205.79
存货的减少	-89671.51	-10010.19	-36293.13	-36.38
经营性应收项目的减少	-17213.96	-19931.80	-25460.02	21.62
经营性应付项目的增加	92478.80	-5259.19	-8969.57	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	51868.96	67522.92	103619.04	41.34
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	74212.41	184720.76	246410.62	82.22
减: 现金的期初余额	40669.12	74212.41	184720.76	113.12
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	33543.29	110508.35	61689.87	35.61

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	78.97	118.87	68.81	85.86	--
存货周转次数(次)	4.58	7.15	9.15	7.63	--
总资产周转次数(次)	0.97	1.13	1.01	1.04	--
现金收入比(%)	100.08	99.58	104.91	102.35	98.22
盈利能力					
营业利润率(%)	9.38	9.45	9.73	9.58	9.21
总资本收益率(%)	7.23	6.83	6.61	6.80	--
净资产收益率(%)	8.65	7.17	6.24	7.00	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	30.11	37.04	36.86	35.57	37.18
全部债务资本化比率(%)	52.53	57.81	57.25	56.47	57.83
资产负债率(%)	54.36	58.60	58.98	57.94	59.47
偿债能力					
流动比率(%)	102.56	94.60	81.77	89.78	77.24
速动比率(%)	48.17	62.31	56.22	56.44	51.71
经营现金流动负债比(%)	17.97	13.05	13.02	14.02	12.60
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	2.17	2.16	2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.82	7.00	6.73	6.63	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.25	-0.41	-0.30	-0.33	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.20	-6.29	-4.42	-4.94	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	0.91	1.53	2.34	1.81	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.21	16.52	25.30	19.65	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.65	0.84	1.30	1.03	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-1.32	-4.44	-5.36	-4.27	--

注：2013 年一季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
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	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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
短期偿债能力指标	
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	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偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
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/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 宁夏宝塔石化集团有限公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

宁夏宝塔石化集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。宁夏宝塔石化集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，宁夏宝塔石化集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁夏宝塔石化集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现宁夏宝塔石化集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如宁夏宝塔石化集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送宁夏宝塔石化集团有限公司、主管部门、交易机构等。

