跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1548 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宝塔石化集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十八日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

宝塔石化集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 宁宝塔 MTN001	8 亿元	2014/01/29~2019/01/29	AA	AA
14 宁宝塔 MTN002	10 亿元	2014/09/26~2019/09/26	AA	AA

跟踪评级时间：2015 年 07 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.19	7.47	6.84	12.85
资产总额(亿元)	214.37	347.16	524.43	517.41
所有者权益合计(亿元)	79.70	142.79	194.83	195.79
长期债务(亿元)	54.83	60.64	109.03	115.32
全部债务(亿元)	125.75	186.22	280.21	275.57
营业收入(亿元)	192.56	301.81	361.25	102.37
利润总额(亿元)	6.96	8.96	8.63	1.91
EBITDA(亿元)	18.69	22.61	24.85	--
经营性净现金流(亿元)	10.36	14.35	16.11	3.96
营业利润率(%)	9.73	7.73	6.31	6.08
净资产收益率(%)	7.35	4.05	3.02	--
资产负债率(%)	62.82	58.87	62.85	62.16
全部债务资本化比率(%)	61.21	56.60	58.99	58.46
流动比率(%)	82.14	74.32	74.69	77.44
全部债务/EBITDA(倍)	6.73	8.24	11.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.92	1.52	--
经营现金流动负债比(%)	13.08	10.02	7.45	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2.由于公司 2013 年更换会计师事务所并对 2012 年财务数据进行追溯更正，公司 2012 年调整财务数据采用 2013 年财务数据期初数；3. 本报告将长期应付款科目计入长期债务；4. 现金类资产计算扣除公司受限资金。

分析师

祖宇　黄露　周潇

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”）对宝塔石化集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为中国民营大型地炼企业之一，在跟踪期内保持了其在原料保障、技术研发、生产规模以及产品销售等方面的优势。同时，联合资信也关注到 2014 年下半年以来原油价格大幅下挫、炼化行业上下游市场化程度仍较低，以及债务规模快速扩大等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

公司充分利用新疆地区资源优势，新建生产基地，未来随着公司在建项目的投产，公司经营和收入规模有望继续增长，公司整体竞争力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司EBITDA和经营现金流对存续期中期票据保障程度高，综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002” AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，中国经济的持续发展推动燃油需求量稳定增长，为石油炼化企业提供了良好的市场空间。
2. 公司已形成以燃料油（重油）催化制烯烃（丙烯）为主导产品的较为完整的产业链和产能规模，跟踪期内公司经营规模、收入规模及所有者权益快速增长，综合实力有所增强。

关注

1. 国际原油价格大幅下挫对公司炼油板块经营业绩有一定影响；受中国国内成品油定价机制影响，公司盈利能力仍处于较低水平。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，债务负担较重。

3. 公司应收账款增长快，部分账款账期较长，回收难度较大，公司应收账款存在一定回收风险。
4. 国际原油价格不断下降，公司存货规模较大，具有一定跌价风险。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于宝塔石化集团有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

宝塔石化集团有限公司（原“宁夏宝塔石化集团有限公司”，以下简称“公司”）成立于1997年，前身为宁夏宝塔石化有限公司（以下简称“宁夏石化”），由银川宝塔化工助剂有限公司和宁夏灵武宝塔化工助剂有限公司共同出资成立，初始注册资本为1000万元，其中孙珩超通过上述两家企业间接出资240万元，持股比例24%，是公司的实际控制人。公司先后经历多次股权变更及增资，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。2014年12月18日，公司引进战略投资者江苏汇金控股集团有限公司以实现公司股权多元化，截至2015年3月底，公司注册资本增至21.56亿元，股东分别为孙珩超（持股比例47.45%）、孙淑兰（持股比例6.12%，孙珩超姐姐）、宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（持股比例26.43%，孙珩超对其拥有控制权）和江苏汇金控股集团有限公司（持股比例20.00%）。2015年3月16日，因公司发展需要，经国家工商管理总局核准，公司名称由“宁夏宝塔石化集团有限公司”变更为“宝塔石化集团有限公司”。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）；企业管理咨询服务；投资管理。

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2015年3月底，公司共拥有控股及相对控股子公司19家。

截至2014年底，公司资产总额为524.43亿元，所有者权益合计为194.83亿元（其中少数股东权益为23.82亿元）；2014年公司实现营业收入361.25亿元，实现利润总额8.63亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额为517.41亿元，所有者权益合计为195.79亿元（其中少数股东权益为26.00亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入102.37亿元，实现利润总额1.91亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394

亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱行业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

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，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据国家统计局的统计数据，2014 年中国生产原油 2.11 亿吨，同比增长 0.94%；进口原油 3.08 亿吨，同比增长 9.37%；原油表观消费量为 5.18 亿吨，同比增长 6.02%。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，根据国务院发布的《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间石油对外依存度控制在 61%以内。2014 年，中国原油进口依存度达到 59.55%，同比上升 1.83 个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望维持较低水平。

表 1　中国原油消费平衡情况（单位：百万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2010	20301.40	23931.14	43868.33	53.86
2011	20364.60	25254.92	45367.32	55.11
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20946.87	28195.00	48845.87	57.72
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.55

资料来源：Wind 资讯

在石油炼制板块，中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）和中国石油化工集团公司（下称“中石化”）两大集团已经垄断国内 90%以上的原油加工和成品油生产业务，形成非常完备的石油化工产业链条，两大集团体为内部的炼油企业，拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。

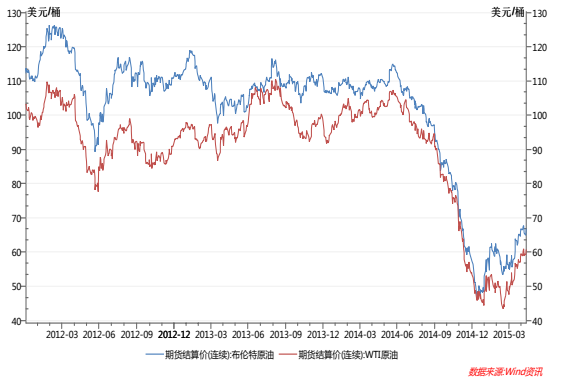
石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯、丙烯及其他衍生产品，中国乙烯生产仍然由中石化和中石油两大集团垄断，产量约占全国总产量的 90%左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

价格走势

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，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、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。

2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为108.70美元/桶，比上年下降2.97美元/桶，WTI原油期货结算（连续）全年平均价格为98.05美元/桶，比上年增长3.91美元/桶。2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，并于45~55美元/桶的历史低位开始企稳。2015年1季度以来，由于美国页岩油减产导致其库存持续下降，国际原油价格出现缓慢回升迹象，截至2015年6月30日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别为62.01美元/桶和58.33美元/桶。同期，由于国内成品油价格是依据国际原油价格进行调节，其价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济逐步恢复，原油价格仍有回升的潜力。

图 1　近年国际原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013 年 3 月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从 22 个工作日缩短为 10 个工作日；取消平均价格波动 4%的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果 10 个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真，同时，市场化程度的提高，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。2013 年 9 月底，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价 290 元（约每升 0.21 元）、370 元（约每升 0.32 元）；2017 年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价 170 元和 160 元。从成品油价格调整情况看，2014 年以来，

中国政府对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调，其中 2014 年 7 月至 2015 年 1 月连续向下调整国内汽油、柴油价格 13 次，汽油标准品价格累计下降人民币 2975 元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币 3155 元/吨。2015 年 2 月以来，随着国际原油价格的企稳回升，中国政府对国内汽油、柴油价格的调整呈上升趋势。

2．行业关注

原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

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，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。为应对上游资源不足的问题，目前国内两大石油石化企业中石化集团公司及中石油集团公司均不同程度的加快了国际化的步伐，但国际政治、经济和包括进入壁垒、合同违约等在内的其他条件的复杂性，都可能加大石油石化企业海外业务拓展及经营的风险。

宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整仍显滞后

石油石化行业发展与国民经济的景气程度有很强的相关性，宏观经济形势波动会对石油产品及石化产品的需求产生影响，进而影响相关企业的经营业绩。价格方面，虽然国内成品油价格形成机制进一步趋于市场化，但仍由政府进行适当的管理。由于国内成品油价格的调整频率和调整幅度仍相对滞后于国际原油价格的变动，因此有可能影响国内石油石化企业的炼油业务、营销及分销业务以及化工业务的经营状况。

税费政策的调整影响企业成本

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。新资源税的全面实施，调整增加了石油石化企业的应交税费，加大了相关企业的业务运营成本。

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。2011 年 12 月 29 日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》（财企[2011]480 号），决定从 2011 年 11 月 1 日起，将石油特别收益金起征点从 40 美元/桶提高至 55 美元/桶。2014 年 12 月，经国务院批准，财政部决定从 2015 年 1 月 1 日起，将石油特别收益金起征点提高至 65 美元/桶。目前国际原油价格仍在 70 美元/桶以下，石油特别收益金起征点上调将对石油开采企业的盈利能力将产生一定积极影响。

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用柴油标准，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。

成品油消费税对地炼企业税负的影响

成品油消费税并不是一个税种，而是对成品油征收的消费税，包括汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油和燃料油等 7 个品种。消费税具有宏观调控的作用，设置目的不

是为了收入，主要是针对成品油以及金银手表化妆品等奢侈品类产品。

2012 年 9 月，国家税务总局官员在第五届中国企业税务管理创新大会上透露，消费税改革将会从两个方面进行改革，一个方面是对征收范围的扩大或缩小，将会增大对“两高一资”（高耗能、高污染、资源性）产品的税率。2013 年 1 月 1 日起，成品油消费税征收范围将扩大，MTBE、芳烃、混芳等用于调和汽油的主要原材料被纳入征税范围，并且视同石脑油按照每升 1 元的税率进行征收。2014 年 11 月至 2015 年 1 月，在国际原油价格快速下降的同时，中国财政部和国家税务总局三次调整成品油消费税标准，将汽油和柴油消费税单位税额分别提升至 1.52 元/升和 1.20 元/升。由于目前中国成品油的消费税仍属于价内税，是在炼厂出厂环节缴纳，成品油消费税的提升，将直接增加炼厂的纳税成本。

3．行业发展

油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继 2006 年 12 月发布“国Ⅲ”汽油标准之后，2009 年 6 月我国又发布了“国Ⅲ”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》拟于 2013 年 7 月 1 日将 3.5 吨以上柴油车执行国Ⅳ标准。2013 年 9 月 23 日发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段。为了缓解油品低碳化的压力，北京于 2013 年 2 月 1 日起执行相当于欧Ⅴ标准的京Ⅴ标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。中国炼油行业在《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》的指导下，正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

提高产业区集聚度，发展高端石化产品

2012 年 2 月工信部发布的《石化和化学工业“十二五”发展规划》（以下简称《规划》）明确指出，“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。到 2015 年，全国炼厂平均规模超过 600 万吨/年，石油路线乙烯装置平均规模达到 70 万吨/年以上。

《规划》指出，成品油“北油南运”状况“十二五”期间将得到改善。长三角、珠三角、环渤海地区三大石化产业区集聚度进一步提高，形成 3~4 个 2000 万吨级炼油及 3 个 200 万吨级乙烯生产基地；配合国家油气战略通道建设，完善东北、西北、西南石化产业布局。

《规划》同时明确提出，发展高端石化产品是石化和化学工业转变发展方式，实现产业转型升级的重要内容。“十二五”全行业要围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。

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、高端石化产品的提升及发展，行业内国有石油公司的规模有望进一步扩大，产业转型升级将加快，其产业链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业务多元化

石油石化行业是典型的规模经济行业。从我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油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。目前我国所有的石油石化企业中，仅有中石化集团公司和中石油集团公司两家具有完整产业链，随着国家打造大型石油石化航母战略的实施，包括中海油总公司、中化集团、延长石油在内的几

家拥有一定规模和油源的石油石化企业也在逐步完善自己的产业链条。近年来，中石化集团公司、中石油集团公司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。未来几年中国石油石化行业将加快产业结构调整步伐，向大型化、集约化、一体化发展，并且有望形成 3~4 家产业链高度整合的大型石油石化企业。

2014 年 9 月，国家发改委发布《石化产业规划布局方案》，将按照产业园业化，炼化一体化、装置规模化等推动石化企业优化调整和产业基地建设，优化产业布局。按此规划，围绕上海潘泾、浙江宁波、广东惠州、大连长兴岛、江苏连运港、福建古雷、河北曹妃甸七大石化产业基地建设，预计到 2020 年，七大基地炼油生产能力将达到 18000 万吨。彼时，中国炼油综合加工能力将达到 79000 万吨。此举将有效缓解目前国内因地区间的供需不平衡导致地区生产柴汽比和消费柴汽比出现差异。

推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有关节能减排的政策措施，建立和完善石油化工行业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用 LNG 替代油料，削减碳排放。

国务院办公厅 2013 年 1 月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出 2015 年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

作为国民经济的战略性支柱行业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，我国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，我国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

4. 区域经济环境

公司主要生产基地位于宁夏银川芦花、宁东，靠近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。

根据《宁夏回族自治区 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年宁夏回族自治区实现生产总值 2752.10 亿元，同比增长 8.0%，其中第二产业增加值 1343.13 亿元，同比增长 9.2%。

工业方面，2014 年宁夏回族自治区全年全部工业增加值 973.5 亿元，同比增长 8.3%，规模以上工业企业实现主营业务收入 3468.9 亿元，盈亏相抵后实现利润 163.5 亿元。固定资产投资方面，2014 年宁夏回族自治区固定资产投资 3200.98 亿元，同比增长 19.4%。

总体看，2014 年宁夏回族自治区经济继续保持平稳增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东包括自然人孙珩超（持股比例 47.45%），孙淑兰（持股比例 6.12%）和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（持股比例 26.43%）以及江苏汇金控股集团有限公司（持股比例

20.00%）。公司实际控制人为自然人孙珩超先生。

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 21.56 亿元。现拥有 4 家核心控股子公司、1 家上市公司—宝塔实业股份有限公司（2015 年 6 月 4 日，“西北轴承股份有限公司”更名为“宝塔实业股份有限公司”，简称为“宝塔实业”，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、宁东和广东珠海以及在建的新疆奎山三大生产基地。炼化主业方面，现已形成一次加工能力 650 万吨/年的产能规模，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。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有近 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 100 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。

公司目前为宁夏自治区规模最大的民营企业，现有职工 1.3 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。在 2014 年由全国工商联主办发布的“中国民营企业 500 强”中，排位提升至 114 位。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理制度和管理结构等方面无重大变化。

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、生产及机械加工板块和油品贸易板块，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 20.73%，2014 年公司该板块实现收入 219.95 亿元，同比增长 15.02%。油品贸易板块为公司另一重要收入来源，近年来公司贸易业务快速发展，2014 年实现贸易收入 124.33 亿元，同比增长 38.85%，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。近年公司产能规模释放带动了公司营业收入的快速增长，未来随着公司在建项目的陆续投产，公司营业收入规模有望保持较快增长。

表 2　公司主要业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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
石化板块合计	191.22	63.36	12.25	219.95	60.89	11.05	50.67	49.49	11.30
化工板块合计	3.45	1.14	2.88	2.43	0.67	1.11	0.61	0.60	3.18
生产及机械加工板块合计	9.81	3.25	6.75	9.43	2.61	7.79	0.78	0.76	10.99
油品贸易板块	89.54	29.67	5.13	124.33	34.42	3.87	49.74	48.59	4.46

其他	7.79	2.58	21.41	5.11	1.41	14.72	0.57	0.55	46.12
合计	**301.81**	**100.00**	**10.09**	**361.25**	**100.00**	**8.48**	**102.37**	**100.00**	**8.12**

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；物业服务板块等。

随着公司炼化产能逐步释放，公司石化板块收入规模快速增长，从产品销售收入来看，汽油、柴油及燃料油所占比重较高。2013~2014年，公司汽油、柴油和燃料油1#收入均呈现上升趋势，其中柴油收入增长较快，占石化板块总收入比重波动上升；同期燃料油4#收入呈波动下降趋势。2014年，公司石化板块实现收入219.95亿元，占营业务收入60.89%，其中汽油、柴油收入贡献率为55.89%；燃料油贡献率15.08%。

表 3　公司部分石化产品收入构成（单位：亿元、%）

产品	2013 年		2014 年		15 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽油	57.99	30.33	63.05	28.67	13.42	26.49
柴油	47.40	24.79	59.88	27.22	13.12	25.89
丙烯	2.53	1.32	6.12	2.78	0.42	0.83
聚丙烯	3.73	1.95	3.81	1.73	1.85	3.65
MTBE	1.01	0.53	0.99	0.45	0.21	0.41
燃料油 1#	22.22	11.62	18.38	8.36	2.83	5.59
燃料油 4#	12.14	6.35	13.74	6.25	2.28	4.50
燃料油 7#	1.64	0.86	1.04	0.47	0.14	0.28
民用烃	5.80	3.03	6.12	2.78	2.29	4.52
混合芳烃	1.87	0.98	--	--	--	--
合计	**156.33**	**81.75**	**173.13**	**78.71**	**36.56**	**72.15**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受制于炼油行业整体生产特点、国内成品油定价机制以及资源税的改革影响，公司石化板块近年来毛利率有所下降，同时由于石化板块收入在公司总收入中占比高，公司整体毛利率与石化板块毛利率趋同变化；同期，公司贸易板块毛利率持续下跌且占总收入比例不断提高，进一步导致了公司整体毛利率的下跌，分别为10.09%和8.48%。此外，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。

2015年1~3月，公司实现收入102.37亿元，其中石化板块实现收入 50.67 亿元，毛利率较2014年小幅增长至11.30%；同期贸易板块实现收入49.74亿元，毛利率较2014年小幅增长至4.46%。

公司与中石油、中石化下属销售公司及一级批发商等保持长期紧密的合作关系，近年来，公司通过新建、并购加油站，拓展了成品油销售网络，增加零售终端布局。目前在全国范围内拥有加油、加气站近200座，所生产汽、柴油产品标号较高，具有一定的定价转移能力，帮助公司平缓了原油价格快速下跌带来的冲击。

综合来看，公司近年产能规模释放带动收入规模快速增长，但受国际油价波动及贸易业务扩张影响，公司整体利润率呈现持续下降趋势。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。

新疆地区自行采购量约 50~90 万吨。新疆地区油气资源非常丰富，区内各类计划外供应量超过 300 万吨，并且潜力巨大。公司于 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，逐步拓宽和理顺了在新疆的采购渠道。此外，公司建设的新疆奎山宝塔公司的 800 万吨/年重油制烯烃芳烃及配套循环经济综合利用项目，是自治区重点关注项目，自治区政府 2012 年已经正式下发政府函件，承诺将积极协调中石油、中石化每年调剂 300 万吨原油供应新疆奎山宝塔使用。

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。

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。凭借燃料油进口渠道优势，公司可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责任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，中石化已经于 2013 年 6 月开始向芦花基地供应原油。

表 4　公司原料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目		2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
原油	采购总量	114.01	150.06	34.24
	采购均价	5615.19	5163.30	4222.68
重质油	采购总量	159.37	153.50	40.04
	采购均价	5049.91	4404.65	3274.87

资料来源：公司提供

公司对外采购规模稳定增长，其中由于原油加工价值更大，采购量占比逐年增加。2014 年公司采购原油 150.06 万吨，同比增长 31.62%；采购重质油 153.50 万吨，同比下降 3.68%，主要通过大型贸易商从境外采购。从采购价格来看，受国际原油价格波动影响，公司原油采购价格 2014 年以来大幅回落；重质油采购价格呈现相同趋势。公司原材料采购成本近期有所降低。

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 100 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。

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，宁夏基地主要产品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。截至目前，公司已形成汽油 144~166 万吨/年、柴油 144～166 万吨/年、丙烯 15～17 万吨/年、聚丙烯 16 万吨/年、民用烃 31～42 万吨/年、燃料油 1# 23～29 万吨/年、燃料油 4# 24～29 万吨/年、燃料油 7# 5 万吨/年，混合芳烃 3～4 万吨/年的产能规模。近年来随着公司技术改造，公司产能进一步释放，各产品产量有所增长，经营规模进一步扩大，收入规模进一步扩大。

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过程中积极开拓分销渠道，构架多元化销售渠道，进一步分散了销售风险。近两年，公司通过新建、并购加油站，拓展成品油销售网络，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。公司以一级批发商为主要销售渠道，同时根据资金情况，适度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（单位：万吨，元/吨）

指标名称		2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
汽油	产量	69.59	84.82	22.7
	销量	80.84	91.73	22.54
	销售均价	7173.05	6873.27	5952.13
柴油	产量	68.47	85.3	23.22
	销量	70.97	92.43	22.8
	销售均价	6678.31	6478.54	5752.20
丙烯	产量	5.44	4.99	0.82
	销量	3.23	2.84	0.62
	销售均价	7822.64	7962.45	6823.19
聚丙烯	产量	4.14	5.44	1.32
	销量	4.14	4.13	2.27
	销售均价	9026.32	9224.70	8120.68
MTBE	产量	1.65	1.61	0.37
	销量	1.49	1.5	0.39
	销售均价	6772.98	6604.9	5254.64
燃料油 1#	产量	24.08	29.31	5.04
	销量	24.70	28.89	5.52
	销售均价	6404.3	6363.34	5124.11
燃料油 4#	产量	20.46	23.89	4.6
	销量	21.70	26.27	4.67
	销售均价	5593.06	5228.49	4869.70
燃料油 7#	产量	4.43	3.2	0.6
	销量	4.69	3.3	0.59
	销售均价	5490.61	3145.78	2358.17

民用烃	产量	12.64	13.69	3.74
	销量	10.99	11.77	5.58
	销售均价	5277.35	5197.03	4095.22
混合芳烃	产量	2.67	--	--
	销量	2.53	--	--
	销售均价	7386.54	--	--

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，受国际原油价格波动影响，2014 以来公司主要石化产品价格有所回落。

总体看，公司石化产品具有一定需求刚性，产品销量整体稳步增长，但由于近期产品销售价格下降，公司石化板块实际盈利水平一般。

5. 经营效率

2012~2014 年，由于公司应收账款的大幅增长，公司销售债权周转次数快速下降，三年平均值为 42.39 次，2014 年为 26.17 次；同期，公司存货周转次数有所波动，三年平均值为 10.81 次，2014 年为 11.04 次；由于公司总资产增速高于营业收入增速，公司总资产周转次数小幅下降，2014 年为 0.83 次。2012~2014 年，公司管理费用率分别为 2.27%、1.70%和 1.94%。

整体看，公司经营效率良好。

6. 未来发展

公司在未来五年里将围绕立足于化工、资源产业，调整结构、构建特色、统筹发展，实施“走出去”战略，加快推进国内跨区域全国化发展步伐，重点构建沿江沿海、边疆地区的战略性产业基地，实现地区公司向全国化大型跨区域资本经营公司的转化，为未来国际化奠定基础。其中炼化产业总规模规划将达到一次加工能力约为 2000 万吨，建成新疆、宁夏、珠海三大石化基地，总资产达到 600 亿以上，销售收入 600 亿元以上，净利润超过 50 亿元，开发建设 1 个油气资源基地。

立足宁夏

在宁夏地区，该公司建设重点主要以改造宁东基地和芦花基地两大生产基地为主，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，计划将炼化一次加工能力提升至 650 万吨，二次及重油加工规模达到 300 万吨以上，气分加工能力 30 万吨，聚丙烯产能 15 万吨。其中宁东基地以重油加工为主，通过重油催化、吸附脱硫、柴油加氢、气体分馏和与产能配套的汽油醚化、液化气芳构化及酸性水汽提、硫磺回收、生化水处理、干气脱硫等技术改造项目，加快实施 100 万吨油品储备库建设；同时实施东区石化储运中心建设，建设宁东与国家输油管网连接管道，实现国内原油管道输送配置，降低公司运输成本。

沿疆战略——新疆奎山生产基地

在新疆地区，该公司的生产基地将建成主要包括 500 万吨/年重油制烯烃、120 万吨/年煤制氢、2×350MW 热电联产等三部分主体项目。一期工程投产后可以形成完善而独立的重油原料处理的能力。热电站为项目和园区供应蒸汽，实现热电联产，节能 20%至 30%；副产煤焦油将通过加氢生产汽柴油。为提高油品质量、收率和效益，需要进行深度加氢处理，一期 120 万吨/年煤制氢项目以配套建设的煤制氢提取供应氢气来源，解决炼油氢源不足的问题，同时剩余弛放气及炼化尾气，并将副产粉煤供热电站锅炉发电。经过优化的油、煤、化、电、热一体化项目，充分发挥新疆资源优势，实现石油、煤炭资源的优化配置。实现综合利用，循环利用，产业联动，降低能耗，减少排放，

经济效益好，社会效益好，生态环保效益好，具有产业示范带动作用。

此外，公司新疆基地建设获得了新疆自治区政府的支持，新疆维吾尔自治区人民政府对公司新疆在建项目出函《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

在珠海地区，在国家产业政策的指引下，该公司的生产基地将围绕 150 万吨重油催化裂解制烯烃项目，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，充分利用自有专用码头、铁路专运线、仓储中心，直接加工海上来油，延伸产业链，走精细化工之路。充分利用境内和境外资本市场，运作优良资产，进一深化公司的资本化和国际化进程。

表 6　公司主要在建项目及规划投资情况(单位：亿元)

区域	主体	项目名称	计划总投资	截至 2015 年 3 月底已投资	未来资金计划		2015 年投资计划	2016 年投资计划
					自有资金	自筹资金		
宁夏片区	能源化工	宁东炼化基地技术改造项目	14.11	13.46	0.33	0.32	0.10	0.00
		宁东铁路建设项目	2.51	1.82	0.35	0.34	0.30	0.00
		精细化工二期技改项目	6.19	6.18	0.01	0.00	0.01	0.00
	联合化工	电石乙炔联产及配套项目	19.59	16.74	1.34	1.51	1.36	1.49
		90 万吨半焦项目	2.30	1.30	0.48	0.52	0.69	0.00
珠海片区	珠海宝塔	珠海烯烃项目配套仓储工程	10.41	10.05	0.19	0.17	0.17	0.00
		珠海二期烯烃项目(前期工程)	8.00	7.80	0.20	0.00	0.20	0.00
新疆片区	新疆奎山	500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目（二期）	31.93	30.03	1.20	0.70	1.12	0.00
		500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目（二期）	46.00	21.60	13.40	11.00	5.00	3.50
		配套公用工程及热电联产项目	25.89	19.76	2.82	3.31	2.89	0.00
合计			**166.93**	**128.74**	**20.32**	**17.87**	**11.84**	**4.99**

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目规模较大，已完成程度较高，未来两年计划投资总额 16.83 亿元，考虑到公司现有的盈利能力，公司对外资金需求不大。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、募集资金使用情况

“14 宁宝塔 MTN001”

公司于2014年发行额度为8亿元的中期票据“14宁宝塔MTN001”，其中4亿元用于置换银行贷款，4亿元用于补充流动资金。

“14 宁宝塔 MTN002”

公司于2014年发行额度为10亿元的中期票据“14宁宝塔MTN002”，其中3.1亿元用于置换银行贷款，6.9亿元用于补充流动资金。

九、财务分析

公司于 2014 年 4 月 28 日发布公告《宁夏宝塔石化集团有限公司关于更正已披露财务信息的公告》（以下简称“公告”）。根据“公告”，公司 2013 年度财务数据审计工作更换审计机构，由中汇会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中汇所”）对公司 2013 年度财务数据进行审计，中汇所在对公司 2013 年度财务数据审

计过程中经与公司沟通达成共识，认为公司需对前期财务数据进行追溯调整/差错更正。更正后公司 2012 年期末资产总计较更正前下降 14.56 亿元，所有者权益较更正前下降 14.20 亿元。以下财务分析采用更正后财务数据进行分析。

表 7　公司 2012 年财务报表调整情况(单位：元)

科目	调整前	调整后	变动
资产			
固定资产	7636606020	6372543040	-1264062980
无形资产	2294701393	2170717205	-123984188
商誉	741089773	673280942	-67808831
合计	--	--	-1455855999
负债和所有者权益			
其他应付款	147752947	112060161	-35692786
资本公积	3575145315	2627528702	-947616613
盈余公积	201066067	0	-201066067
未分配利润	2074423074	1635680354	-438742720
少数股东权益	1814915800	1982177987	167262187
合计	--	--	-1455855999

资料来源:《宁夏宝塔石化集团有限公司关于更正已披露财务信息的公告》

由于公司 2013 年更换会计师事务所并对公司 2012 年财务数据进行了追溯调整，公司 2012 年调整后财务数据为 2013 年财务数据的期初数；公司提供的 2013~2014 年财务数据已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的设计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2013 年公司合并报表范围新增非同一控制下合并企业宝塔实业股份有限公司（原西北轴承股份有限公司），2014 公司合并报表范围新增非同一控制下合并企业宁夏西部花园假日酒店（有限公司）。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 2014 年底，公司资产总额为 524.43 亿元，所有者权益合计为 194.83 亿元（含少数股东权益 23.82 亿元）。2014 年公司实现营业收入 361.25 亿元，利润总额 8.63 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 517.41 亿元，所有者权益 195.79 亿元（含少数股东权益 26.00 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 102.37 亿元，利润总额 1.91 亿元。

1. 盈利能力

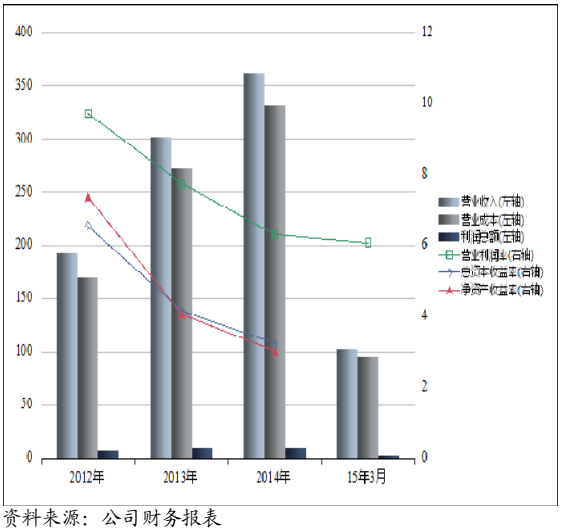
2012 年以来，受公司产能释放、经营规模扩大影响，公司营业收入快速增长，年均增长率 36.97%；同期，公司营业成本年均增幅 39.71%，略高于收入增幅。

2013~2014 年，公司期间费用规模持续增长，期间费用占营业收入的比重有所下降，其中管理费用及财务费用占比较高，且受公司经营规模扩张及债务融资规模上升影响而较快增长；2014 年期间费用合计 17.75 亿元，占营业收入的 4.91%，其中财务费用占营业收入比重为 2.52%，公司期间费用控制水平较好。

2014 年公司实现营业外收入 2.69 亿元，同比增加 457.84%，主要由于公司债务重组利得（1.71 亿元，其中宝塔实业 1.58 亿元）及政府补助（0.69 亿元）的大幅增长。

从盈利指标来看，2013~2014 年，公司营业利润率下降，2014 年为 6.31%；同期，受公司债务规模快速增长影响，公司总资本收益率呈逐年下降趋势，2014 年为 3.23%；净资产收益率有所下滑，2014 年为 3.02%。整体看，公司盈利水平一般。

图 2 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报表

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 102.37 亿元，占 2014 年全年收入的 28.34%；同期公司实现利润总额 1.91 亿元；2015 年一季度公司营业利润率 6.08%，较 2014 年有所下降。

总体看，伴随公司产能逐步释放，公司经营收入规模快速上升，但是受油品价格下降和贸易业务收入规模扩大利润率降低的影响，公司利润空间有限，整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

经营活动方面，随着公司营业收入的增长，2013~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相应快速增长，2014年为400.61亿元；2013及2014年公司收到的其他与经营有关的现金大幅增长，主要由公司更换会计师事务所使得确认口径差异导致，其主要构成为公司收到的暂付款与收回其他应收款。同期，因购买原料支付的现金快速增长，2014年为431.41亿元；其中公司支付的其他与经营活动有关现金同样因确认口径变更而减少至58.83亿元，其主要构成为支付的暂付款和公司票据保证金。目前市场成品油及相关化工产品市场的销售行情仍然是供不应求，销售收入逐年上升，公司的产品进入成熟期且绝大部分产品的销售是现款结算，故公司经营活动现金净流量稳步增长，2014年为16.11亿元。从收入质量情况看，2013~2014年，公司现金收入比分别为115.21%和110.90%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，公司投资活动现金流入较少，主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益得到的现金；2013~2014 年，随着公司新疆项目投资规模扩大，公司投资活动现金流出量上升，2014 年为 70.75 亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金 55.50 亿元；2013~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为-30.30 亿元和-69.31 亿元。

筹资活动方面，2013~2014 年，公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款收到的现金和吸收投资收到的现金；2014 年公司筹资活动现金流入 215.20 亿元，其中取得借款收到的现金 149.51 亿元；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；2014 年，支付其他与筹资活动相关的现金 57.59 亿元，相较 2013 年有较大幅度增长，其主要构成为融资租赁相关款项。公司筹资活动净现金流量规模波动较大，2013~2014 年分别为 14.42 亿元和 53.69 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生现金净流入 3.96 亿元；投资活动现金净流出 0.62 亿元；筹资活动产生现金净流入 2.73 亿元。

总体看，公司经营性现金流入规模较大，获现能力强，经营性净现金流稳步增长；但公司经营活动现金净流入以及投资活动的现金流入无法满足公司投资支出的现金需求，公司未来有一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产规模 524.43 亿元，其中流动资产占 30.78%，非流动资产占 69.22%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 161.44 亿元，较 2013 年底快速增长，其主要由货币资金（占 45.32%）、存货（占 20.56%）。应收账款（占 12.55%）和预付款项占（11.67%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金规模 73.17 亿元，同比增长 60.63%，主要因为公司业务规模扩大，对银行承兑汇票需求增加，银行承兑汇票保证金相应增长较快。2014 年末公司货币资金主要由银行存款（占 22.89%）和其他货币资金（占 77.04%）构成。其中银行存款中 15.42 亿元为定期存款用于借款质押；其他货币资金中 51.03 亿元用于银行承兑汇票保证金款，公司受限资金占比高，货币资金实际可流通性较弱。

截至 2014 年底，公司应收账款为 20.25 亿元，同比增长 186.95%。公司应收账款增长幅

度大，一是因为炼化及贸易业务受行业景气度影响，非现金结算款项增加，整体回款周期拉长；二是因为公司稳步扩张，对长期合作且信誉有保障的客户采用赊销结算。公司应收账款账面余额为 21.61 亿元，计提坏账准备 1.36 亿元，计提比例为 6.27%。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款集中于宝塔实业，计提比例较高，主要由于宝塔实业的应收款具有较大的回收风险，故其经销商根据客户单位资产负债保障率单项计提资产减值准备。从账龄来看，公司账款主要分布在 1 年以内，占 79.67%。公司应收账款主要是宝塔实业应收款，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。

截至 2014 年底，公司预付款项 18.84 亿元，主要为工程设备款及原料采购款，其中 1 年以内占 94.03%。

截至 2014 年底，公司存货 33.19 亿元，其中原料油等原材料占比 24.65%，库存商品占比 53.71%。公司对存货共计提存货跌价准备 0.66 亿元，计提比例低。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。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 362.99 亿元，较 2013 年底快速增长，增长主要来自于投资性房地产、在建工程和无形资产和其他非流动资产的增长。公司非流动资产主要由在建工程（占 28.70%）、固定资产（占 23.25%）、无形资产（占 22.23%）、其他非流动资产（占 9.88%）和投资性房地产（占 5.70%）构成。

截至 2014 年底，公司固定资产为 84.40 亿元，同比增长 8.21%，其中融资租入的固定资产账面价值 24.13 亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 25.27%）、油气集输设施（占 17.10%）和生产设备（占 50.64%）等组成。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 20.00 亿元，固定资产成新率 80.84%，公司对运输机械设备计提 97.46 万元减值准备。

截至 2014 年底，公司在建工程 104.17 亿元，同比大幅增长 53.89%，主要因为公司为完善产业布局，延伸产业链，实现战略规划，能源公司在建项目、珠海公司在建项目和新疆奎山公司在建项目持续扩大建设。其中，宝塔实业公司在建项目因部分拆除清理形成损失而计提减值准备 0.06 亿元；同期，公司在建工程投产转入固定资产 6.44 亿元。

公司生产经营不断扩张，投资性房地产也随之快速增长，年复合增长率 165.91%。截至 2014 年底，公司房屋及建筑物账面价值 20.71 亿元，同比增长 280.27%。同期，公司对主要对房地产进行了重新评估，导致公司公允价值变动收益的大幅增长，公司投资性房地产未计提减值准备，且全部用于担保。

截至 2014 年底，公司无形资产为 80.70 亿元，同比增长 10.25%，主要为土地使用权价值的增加所致。同时点，公司无形资产中有原值为 4.95 亿元的无形资产用于抵押或担保，同时有原值为 2.05 亿元的土地资产尚未办妥权证。

截至 2014 年底，其他非流动资产 35.87 亿元，主要为股权预付款。其中，投资江苏正阳投资控股集团有限公司股权预付款 30.00 亿元、投资博信矿业投资有限公司股权预付款 2.40 亿元、投资内蒙古奈伦集团股份有限公司股权预付款 1.55 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 517.41 亿元，较 2014 年底小幅下降 1.34%；公司资产结构变化不大，其中流动资产占 30.21%，非流动资产占 69.79%。

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；公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及预付款项构成，其中货币资金中受限资金占比较高，公司应收款项具有一定回收风险。整体看，公司资产质量尚可，资产流动性一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 194.83

亿元（含少数股东权益 23.82 亿元），其中归属母公司所有者权益 171.01 亿元，主要由资本公积（占 70.05%）、未分配利润（占 15.91%）和实收资本（占 12.61%）构成。公司 2014 年公司资本公积较上年增加 38.67 亿元，系江苏汇金控股集团公司以 30 亿元货币资金对公司增资，增加实收资本 4.31 亿元，增加资本公积 25.69 亿元；公司实际控制人孙珩超将其持有的海皓达（北京）置业有限公司 100%股权（价值 10.83 亿元）及持有的部分其他企业股权（合计价值 2.30 亿元）无偿转让给公司。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 195.79 亿元（其中少数股东权益 26.00 亿元）。公司归属于母公司所有者权益构成较 2014 年底变化不大。

负债

2012~2014 年，受公司投资规模不断扩大影响，公司负债总额快速增长，年均增幅 56.45%。截至 2014 年底，公司负债总额 329.60 亿元，其中流动负债占 65.58%，非流动负债占 34.42%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，受公司应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债的大幅增长影响，公司流动负债快速增长，年均复合增长 65.17%。截至 2014 年底，流动负债合计 216.16 亿元，主要由短期借款（占 21.64%）、应付票据（占 46.28%）和应付账款（占 11.89%）等构成。

2012~2014 年，公司规模扩张以及业务量稳步增长导致公司对营运资金需求的增加，公司短期借款年均复合增长 20.26%。截至 2014 年底，公司短期借款 46.78 亿元，主要由保证借款（占 45.37%）和抵押借款（占 17.72%）构成。

2012~2014 年公司应付票据大幅增长，年均复合增长 61.03%，主要是公司产能释放，石油炼化板块采购量增长，公司利用银行承兑汇票解决短期资金需求。截至 2014 年底，公司应付票据为 100.04 亿元，其中银行承兑汇票占 95.99%。

2012~2014 年，公司应付账款年均复合增长 101.30%。截至 2014 年底，公司应付账款 25.70 亿元，同比增长 120.97%，主要为 1 年以内应付账款。公司应付账款快速增加，一是因为公司生产贸易规模扩大，项目投资增长，资金需求量增加；二是因为公司充分利用商业信誉，获得供应商货款方面的账期支持。

2012~2014 年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 43.06%，主要系长期借款增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债 113.44 亿元，主要由长期借款（占 60.19%）、应付债券（占 17.59%）和长期应付款（占 18.33%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 50.99%，主要因为公司规模扩张，长期融资需求相应扩大。截至 2014 年底，公司长期借款为 68.29 亿元，其中保证借款占 38.64%；质押借款占 29.57%。

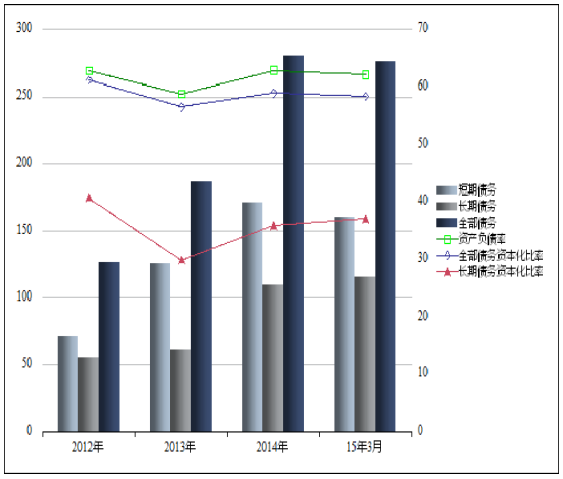
截至 2014 年底，公司应付债券 19.95 亿元，较 2013 年增长近九倍，主要因为公司 2014 年新增发行中期票据 18 亿元；其子公司北京宝塔石化有限责任公司新增发行中小企业私募债券 0.95 亿元。

2012~2014 年，公司长期应付款波动下降。截至 2014 年底，公司长期应付款 20.79 亿元，同比下降 23.13%，主要由于部分融资租赁款项到期所致。公司长期应付款全部为融资租赁款（计入长期债务）。

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 49.28%。截至 2014 年底，公司全部债务 280.21 亿元。其中短期债务 61.09%，长期债务占 38.91%，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。2012~2014 年，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波动较大，三年平均值分别为

61.65%、58.71%和 35.03%，2014 年底分别为 62.85%、58.99%和 35.88%。

图 3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 321.62 亿元，较 2014 年底下降 2.42%；债务负担方面，截至 2015 年 3 月底，公司债务合计 275.57 亿元，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 62.16%、58.46%和 37.07%，较 2014 年底变化不大。

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；公司债务负担指标波动较大，实际债务负担较重；随着公司在建项目的推进，公司面临一定对外融资需求，未来公司债务负担可能有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2014 年，公司流动比率波动下降，2014 年底公司流动比率为 74.69%；由于存货规模较大，公司速动比率三年平均值为 57.66%，2014 年底为 59.33%；2013~2014 年，公司经营现金流动负债比有所下降，分别为 10.02%和 7.45%。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 77.44%和 61.14%，较 2014 年底有所提升。考虑到公司经营性现金流入量规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013~2014 年，公司 EBITDA 有所增长，分别为 22.61 亿元和 24.85 亿元；由于公司债务规模增长快速，全部债务/EBITDA 增长，2014 年为 11.27 倍。公司 2014 年 EBITDA 利息倍数为 1.52 倍。考虑到公司债务规模快速上升，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 138.98 亿元，其中未使用额度 42.14 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司子公司宝塔实业为上市公司，公司具有直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额 7.20 亿元，对外担保比率为 3.70%，被担保方经营情况正常，公司对外担保对公司影响小。

表 8 公司对外担保明细（单位：万元）

贷款主体	借款单位	实际担保金额
宁夏力成电气有限公司	建行宁夏区分行	5000.00
新疆华业化工发展有限公司	中国农业银行新疆生产建设兵团分行营业部	10000.00
银川市德隆楼清真餐饮有限公司	中国农业银行宁夏区分行营业部	3000.00
喀什月星上海城发展有限公司	国家开发银行	30000.00
喀什月星上海城发展有限公司	上海浦东发展银行喀什分行	10000.00
宁夏宁东能化投资有限责任公司	国家开发银行宁夏回族自治区分行	14000.00
合计		72000.00

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1064010600012080J），截至 2015 年 7 月 9 日，公司无重大“未结清”和“已结清”的不良信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在 1 笔关注类记录。公司过往债务履约情况良好。

6. 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

风险能力强。

十一、结论

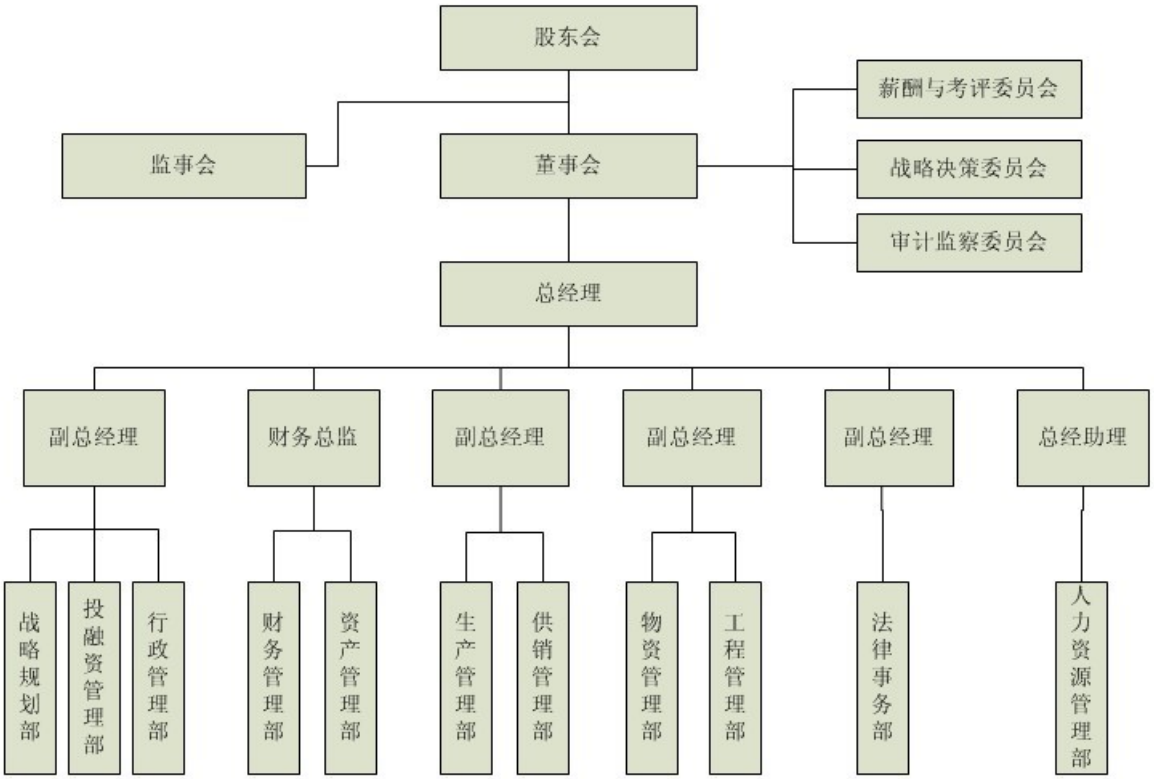
综合考虑，联合资信维持宝塔石化集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002”AA的信用级别。

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	102316.20	102316.20	47.45
孙淑兰	13186.07	13186.07	6.12
宁夏泰瑞智本投资管理有限公司	57000.72	57000.72	26.43
江苏汇金控股集团有限公司	43125.75	43125.75	20.00
合计	**215628.74**	**215628.74**	**100.00**

宝塔石化集团组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.19	7.47	6.84	12.85
资产总额(亿元)	214.37	347.16	524.43	517.41
所有者权益(亿元)	79.70	142.79	194.83	195.79
短期债务(亿元)	70.92	125.58	171.18	160.25
长期债务(亿元)	54.83	60.64	109.03	115.32
全部债务(亿元)	125.75	186.22	280.21	275.57
营业收入(亿元)	192.56	301.81	361.25	102.37
利润总额(亿元)	6.96	8.96	8.63	1.91
EBITDA(亿元)	18.69	22.61	24.85	--
经营性净现金流(亿元)	10.36	14.35	16.11	3.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	68.81	51.83	26.17	--
存货周转次数(次)	9.15	11.54	11.04	--
总资产周转次数(次)	1.10	1.07	0.83	--
现金收入比(%)	104.91	115.21	110.90	114.85
营业利润率(%)	9.73	7.73	6.31	6.08
总资本收益率(%)	6.56	4.16	3.23	--
净资产收益率(%)	7.35	4.05	3.02	--
长期债务资本化比率(%)	40.75	29.81	35.88	37.07
全部债务资本化比率(%)	61.21	56.60	58.99	58.46
资产负债率(%)	62.82	58.87	62.85	62.16
流动比率(%)	82.14	74.32	74.69	77.44
速动比率(%)	56.47	55.67	59.33	61.14
经营现金流动负债比(%)	13.08	10.02	7.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.16	1.92	1.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.73	8.24	11.27	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2.由于公司 2013 年更换会计师事务所并对 2012 年财务数据进行追溯更正，公司 2012 年调整财务数据采用 2013 年财务数据期初数；3. 本报告将长期应付款科目计入长期债务；4. 现金类资产计算扣除公司受限资金。

附件 3　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/营业收入×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%
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
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%

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

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 4　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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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其含义同中长期债券。