跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1752 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”、“14 宁宝塔 MTN002”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十六日

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(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：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.47	6.84	2.69	52.59
资产总额(亿元)	347.16	524.43	565.70	583.67
所有者权益合计(亿元)	142.79	194.83	227.70	228.94
长期债务(亿元)	60.64	109.03	97.14	98.11
全部债务(亿元)	186.22	280.21	280.75	291.85
营业收入(亿元)	301.81	361.25	409.31	98.13
利润总额(亿元)	8.96	8.63	9.42	1.82
EBITDA(亿元)	22.61	24.85	25.68	--
经营性净现金流(亿元)	14.35	16.11	15.96	5.74
营业利润率(%)	7.73	6.31	6.49	5.80
净资产收益率(%)	4.05	3.02	2.91	--
资产负债率(%)	58.87	62.85	59.75	60.78
全部债务资本化比率(%)	56.60	58.99	55.22	56.04
流动比率(%)	74.32	74.69	69.04	63.68
全部债务/EBITDA(倍)	8.24	11.27	10.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.52	1.31	--
经营现金流动负债比(%)	10.02	7.45	6.81	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款科目已计入长期债务；3.2013~2015 年现金类资产中已扣除受限部分。

分析师

高利鹏　李博文
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大型民营地炼企业之一，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 2015 年原油价格继续波动下行、公司资产受限比例高、短期债务规模扩大等因素对公司整体流动性带来的不利影响。

跟踪期内，公司获得原油进口资质及使用配额，在宁夏自治区政府设立“宝塔原油进口炼化项目子基金”等政策支持下，公司炼化产能有望得到充分发挥，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。

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，公司主要产品汽、柴油产销量稳步提升。
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、收入及所有者权益规模快速增长，综合实力有所增强。
3. 跟踪期内，公司获得原油进口资质及使用权，有利于公司充分利用炼化产能，宁夏自治区政府对公司原油进口及加工给予了资金及政策支持。

关注

1. 国际原油价格大幅下挫对公司炼油板块收入规模有一定影响。
2. 公司资产中受限部分规模大，公司通过资产抵质押获得融资的能力有限；公司货币资金受限比例高，影响公司短期流动性。
3. 公司在建工程规模大，未来转固后将对公司利润造成一定侵蚀。

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2016年6月底，公司注册资本增至23.36亿元，股东分别为孙珩超（持股比例43.80%）、孙淑兰（持股比例5.64%，孙珩超姐姐）、何东翰（持股比例18.46%）和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（持股比例32.10%，孙珩超对其拥有控制权）。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。

截至2016年3月底，公司合并范围子公司合计18家，其中宝塔实业股份有限公司（以下简称“宝塔实业”）为深圳交易所上市公司，股票代码000595.SZ。截至2016年3月底，宝塔实业资产总额合计12.63亿元，所有者权益合计7.42亿元，公司对其持股比例达54.43%。

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2016年3月底，公司共拥有控股及相对控股子公司18家。

截至2015年底，公司资产总额为565.70亿元，所有者权益合计为227.70亿元（其中少数股东权益为30.17亿元）；2015年公司实现营业收入409.31亿元，实现利润总额9.42亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额为583.67亿元，所有者权益合计为228.94亿元（其中少数股东权益为30.22亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入98.13亿元，实现利润总额1.82亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产

业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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。2015 年，中国石油消费持续中低速增长，石油表观消费量为 5.43 亿吨，比上年增加 0.25 亿吨，对外依存度首次突破 60%。由于国内原油产能增长缓慢及国际油价大幅下跌等因素共同作用，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2015 年中国原油对外依存度达到 60.56%，同比上升 0.94 个百分点，对外依存度进一步扩大。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。

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，拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。

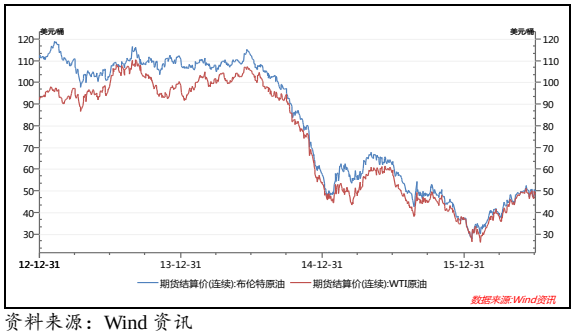
石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯、丙烯及其他衍生产品，中国乙烯生产仍然由中石化和中石油两大集团垄断，产量约占全国总产量的 90%左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

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。

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，2015 年 6 月反弹至 60 美元/桶后再次下跌，2016 年 1 月跌破 30 美元/桶。2016 年 5 月再次反弹至 45 美元/桶。WTI 和布伦特原油期货 2015 年均价分别为 48.76 美元/桶和 53.60 美元/桶，同比分别下降 47.52%和 46.11%。从短期看，国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

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，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，2015 年国内成品油零售限价累计下调 12 次，累计上调 7 次，搁浅 4 次。汽油累计下调 2165 元/吨，上调 1495 元/吨；柴油累计下调 2155 元/吨，上调 1440 元/吨。冲抵之后汽油最终累计下调 670 元/吨，柴油下调 715 元/吨。未来，成品油市场形成价格将成为发展趋势，2015 年 10 月 15 日，《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》提出加快推进能源价格市场化，择机放开成品油价格。2016 年 1 月 13 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》，决定进一步完善成品油价格机制，并进一步推进价格市场化，主要内容包括：（一）设定成品油价格调控下限。下限水平定为每桶 40 美元，即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油

价格低于每桶 40 美元时，国内成品油价格不再下调；（二）建立油价调控风险准备金。当国际市场原油价格低于 40 美元调控下限时，成品油价格未调金额全部纳入风险准备金，设立专项账户存储，经国家批准后使用，主要用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面；（三）放开液化石油气出厂价格。液化石油气出厂价格由供需双方协商确定；（四）简化成品油调价操作方式。发展改革委不再印发成品油价格调整文件，改为以信息稿形式发布调价信息。

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，随着我国原油对外依存度的提高，中国主要石油公司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。目前国际原油价格在 50 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产生一定积极影响。

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。

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。2015 年 5 月 5 日，国家发展改革委等七部门联合印发《加快成品油质量升级工作方案》，将车用汽油、柴油国Ⅴ标准全面实施时间提前至 2017 年 1 月 1 日，时隔仅 1 年，2016 年 6 月 23 日，国家能源局发布车用汽油、柴油国Ⅵ标准征求意见稿，进一步提高成品油质量标准，基本达到甚至部分指标优于欧Ⅵ标准。国Ⅵ车用汽油标准提高了苯含量、烯烃含量、芳烃含量、50%蒸发温度（T50）等技术指标的要求；国Ⅵ车用柴油标准提高了多环芳烃含量、总污染物含量、密度、闪电等技术指标的要求。车用汽油国ⅥA 阶段标准自 2019 年 1 月 1 日起执行，国ⅥB 阶段标准自 2024 年 1 月 1 日起执行；车用柴油国Ⅵ标准自 2019 年 1 月 1 日起执行。油品质量标准的提高将利于改善环境、治理雾霾、淘汰落后产能、促进炼油产业结构调整与升级，随着国Ⅴ标准实施日期的到来及国Ⅵ标准的提出，中石油、中石化、中海油及其他地方国企和民营企业将进一步加快实施相关油品质量升级项目。

民营企业原油进口使用权门槛降低

自 1999 年国家出台《关于清理整顿小炼油厂和规范原油成品油流通秩序的意见》（以下简称“意见”）之后，民营炼化企业不再拥有从国外进口原油和使用的权利，意见规定中石油集团和中石化集团生产的原油、中国海洋石油总公司国内销售的原油及中国新星石油公司和地方油田生产的原油，以及进口的原油，全部由国家统一配置，不得自行销售，各炼油厂生产的成品油必须交由中石油、中石化等批发企业经营。原油资源长期为中石油、中石化两大集团所垄断，民营炼化企业主要从事下游加工，油源则主要依靠中石油、中石化的批发和代购，造成了民营炼化企业普遍存在原料缺口大和产能利用率低等问题，发展受到了极大限制。2013 年 10 月，国家发改委印发《炼油企业进口原油使用资质条件（征求意见稿）》（以下简称“意见稿”，赋予符合质量、环保、安全及能耗等标准的原油加工企业原油进口及使用资质，但总体上设置了极为严格的量化标准，如《意见稿》明确要求申请主体在规模上应达到主要炼油装置实际一次加工能力不低于 500 万吨/年，并且单套装置不低于 300 万吨/年，二次加工能力不低于 300 万吨/年，三次加工能力不低于 400 万吨/年，除此之外，意见稿对企业的配套码头、管线、铁路等储运设施以及与原油加工能力匹配的原料储备能力等有相应的要求。2015 年 2 月，国家发改委下发《关于进口原油使用管理有关问题的通知》（以下简称“通知”），经报请国务院同意，在通知发布日前建成投产、尚未使用进口原油的原油加工企业，经确认符合条件并履行相应义务的前提下，可使用进口原油。《通知》要求新增用油企业应拥有一套以上单系列设计原油加工能力大于 200 万吨/年（不含）的常减压装置，同时应淘汰本企业所有设计原油加工能力 200 万吨/年（含）以下常减压装置。与《意见稿》相比，《通知》进一步降低了民营炼化企业申请进口原油使用资质的门槛，使其真正具有了可实施性。截至 2016 年 3 月底，全国已有 12 家地方炼厂获准使用进口原油，核准数量 5139 万吨。其中，山东 10 家，分别是东明石化、中化弘润、利津石化、垦利石化、亚通石化、汇丰石化、鲁清石化、京博石化、天宏石化和齐润石化，共获准使用进口原油 3823 万吨/年；辽宁省北方沥青 1 家企业获准使用进口原油 700 万吨/年；宁夏自治区宝塔石化 1 家企业获准使用进口原油 616 万吨/年。随着原油进口及使用资质的逐步下放，地方炼厂的油源问题将在很大程度上得以改善，但仍然不是全面覆盖，虽然政策较此前已显著放松，但对于更广大的中小地炼而言，难以直接获得政策优惠。未来，优势地方炼厂有望借助进口原油的放开来实现格局重整，进一步整合社会资源，实现规模效益。

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2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年宁夏回族自治区实现生产总值2911.77亿元，按可比价格计算，同比增长8.0%，其中第二产业增加值1379.04亿元，同比增长8.5%。

工业方面，2015年宁夏回族自治区全年全部工业增加值979.7亿元，同比增长7.4%，规模以上工业企业实现主营业务收入3403.9亿元，实现利润总额79.3亿元。固定资产投资方面，2015年宁夏回族自治区固定资产投资3532.93亿元，同比增长10.4%。

总体看，2015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43.80%），孙淑兰（持股比例5.64%）、何东翰（持股比例18.46%）和宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（持股比例32.10%）。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23.36亿元。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1500万吨/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2016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“2015年中国民营企业制造业500强”中，公司排位提升至62位。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会及监事会成员有所变更。截至报告期日，公司董事会成员包括孙培华、何东翰、赵鹏云、赵立宝、高国正和罗云刚，孙珩超任董事长；公司监事会成员包括张立忠、史兴家、孙淑兰、董伏安、尚彦斌和梁黎，周生信任监事会主席。

公司在管理制度和管理结构等方面无其他重大变化。

七、重大事项

宝塔实业股权质押及冻结

跟踪期内，因涉及多起诉讼，公司所持下属上市子公司宝塔实业股份有限公司（原西北轴承股份有限公司，以下简称“宝塔实业”）股权多次被轮候冻结。截至2016年6月底，公司持有宝塔实业股份共202707962股，其中累计

198976658股被轮候冻结，占公司持有的宝塔实业股份总数的98.16%。根据公司2016年4月27日所发《关于宝塔石化集团所持宝塔实业股份被冻结的公告》，因合同纠纷，甘肃省天水市中级人民法院裁定将公司所持宝塔实业股份43365867股、124740125股、30870666股分别轮候冻结，冻结期限36个月，委托日为2016年4月25日。

根据公司于2016年6月8日所发《关于宝塔石化集团所持宝塔实业部分股份被质押的公告》，公司将所持宝塔实业3731304股股份质押给朱盛兰以补充营运资金，占其所持宝塔实业股份的1.84%，质押期限为2016年6月2日至2016年9月27日。截至2016年6月8日，公司所持宝塔实业股份累计被质押202707962股，占公司所持宝塔实业股份总数的100%。按照2016年6月8日宝塔实业股票收盘价10.62元/股计算，累计被质押股份对应金额为21.53亿元，占公司2015年经审计净资产的9.40%；按照2016年6月8日（含）前20个交易日股票收盘价均价11.66元/股计算，累计被质押股份对应金额为23.64亿元，占公司2015年经审计净资产的10.33%。

宝塔实业重大资产重组最新进展

宝塔实业曾于2015年7月27日发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，确认所筹划的重大事项构成重大资产重组。此次重大资产重组计划由宝塔实业发行股份及支付现金购买江苏润兴融资租赁有限公司（以下简称“润兴租赁”）75%股权和发行股份募集配套资金两部分组成。润兴租赁75%股权的交易对价为18.75亿元，宝塔实业需向润兴租赁相关股东发行股份共计10708万股合114147.28万元用于支付交易对价的60.88%，并支付现金共计73352.72万元用于支付交易对价的39.12%。同时，宝塔实业向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过89452.72万元，其中公司认购53352.72万元。募集配套资金扣除相关发行费用后的净额用于支付此次交易的现金对价，剩余部分用于补充上市公司流动资金。2015年12月28日，宝塔实业召开第四次临时股东大会，审议通过了此次交易的相关议案。

关于此次重大重组的最新进展情况，宝塔实业分别于2016年6月3日召开了第七届董事会第二十九次会议，2016年6月22日召开2016年第二次临时股东大会，审议通过了《关于终止重大资产重组事项并撤回重大资产重组申请文件的预案》，由于在当前市场环境下宝塔实业与交易对方在对交易标的的现金对价支付细节等方面存在较大分歧，经反复协商无法达成一致。为确保宝塔实业后续资本运作工作的有序开展，保护公司及广大中小股东利益，根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》，宝塔实业决定终止本次重组并向中国证监会申请撤回本次重组的相关申请文件。2016年6月29日，宝塔实业向中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）提交了撤回重大资产重组的申请文件的申请。2016年7月12日，中国证监会出具了《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》，决定终止对该重大资产重组事项的行政许可申请的审查。

八、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。2015 年，公司石化板块实现收入 217.68 亿元，同比小幅下降 1.03%；油品贸易板块为公司另一重要收入来源，近年来受国际原油价格下滑影响，国内油品市场持续疲软，油品贸易业务盈利并不稳定，导致该板块毛利率处在较低水平。公司分别于 2015 年 8 月 22 日和 9 月 6 日获得国家发改委进口原油使用资

质及商务部原油进口贸易资质，配额为 616 万吨/年，为充分利用进口原油配额，公司加大上游采购规模，以国际布伦特、WTI 价格采购原油，采购成本有所下降 ，公司油品贸易板块收入规模大幅增长，2015 年公司实现贸易收入 181.25 亿元，同比增长 45.78%；公司化工板块产品主要包括乙烯、PX（对二甲苯）、PTA（精对苯二甲酸）等产品。公司正由传统炼化主业向化工、精细化工等炼化一体化方向转型，提升利润空间，公司宁夏炼化基地将向以 PTA 及其工艺配套的催化重整、芳烃抽提、芳烃歧化、二甲苯异构化等围绕纺织原料的精细化工生产基地转型。2015 年公司化工板块实现收入 2.40 亿元，同比小幅下降 1.23%；2015 年，受国内经济下行影响，机械制造业不景气，公司生产及机械加工板块实现收入 5.74 亿元，同比下降 39.13%；公司其他业务板块包括餐饮酒店、物流运输、教育科技、房地产、物业服务、农业和金融等，2015 年合计实现收入 2.25 亿元，同比下降 55.97%。

毛利率方面，公司各业务板块毛利率同比均有不同程度上升，带动公司整体毛利率由 2014 年的 8.48%小幅提升至 8.92%，公司成本控制能力有所增强。

总体上，石化板块和油品贸易板块仍为公司收入的主要来源，受益于油品贸易板块收入的大幅增长，公司营业收入规模显著提升。

表 1　公司主要业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	219.95	60.89	11.05	217.68	53.18	12.09	53.85	54.88	11.41
化工板块合计	2.43	0.67	1.11	2.40	0.59	3.87	0.33	0.34	2.31
生产及机械加工板块合计	9.43	2.61	7.79	5.74	1.40	8.37	0.91	0.93	15.83
油品贸易板块	124.33	34.42	3.87	181.25	44.28	4.87	42.70	43.51	3.88
其他	5.11	1.41	14.72	2.25	0.55	35.23	0.33	0.34	43.33
合计	**361.25**	**100.00**	**8.48**	**409.31**	**100.00**	**8.92**	**98.13**	**100.00**	**8.25**

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。

石化板块为公司的核心业务板块，石化产品以汽、柴油以及燃料油为主，此外还包括少量的丙烯、聚丙烯及民用烃类产品。2015年，公司大部分石化产品收入规模均有所下降，其中汽油、丙烯、燃料油1#、燃料油4#和燃料油7#分别实现收入60.23亿元、1.50亿元、10.99亿元、9.33亿元和0.43亿元，分别同比下降4.47%、75.49%、40.21%、32.10%和58.65%。

2015年，公司石化板块实现收入合计217.68亿元，其中汽、柴油收入占整个石化板块收入的比重分别为27.67%和27.92%，同比基本保持稳定；燃料油1#和燃料油4#收入占板块收入比重分别为5.05%和4.29%，同比分别下降了3.31个和1.96个百分点。

表 2　公司部分石化产品收入构成（单位：亿元、%）

产品	2014 年		2015 年		16 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽油	63.05	28.67	60.23	27.67	17.60	32.68
柴油	59.88	27.22	60.77	27.92	17.62	32.72
丙烯	6.12	2.78	1.50	0.69	0.18	0.33

聚丙烯	3.81	1.73	6.57	3.02	1.22	2.27
MTBE	0.99	0.45	0.97	0.45	0.24	0.45
燃料油 1#	18.38	8.36	10.99	5.05	2.32	4.31
燃料油 4#	13.74	6.25	9.33	4.29	1.58	2.93
燃料油 7#	1.04	0.47	0.43	0.20	--	--
民用烃	6.12	2.78	6.48	2.98	1.08	2.01
合计	**173.13**	**78.71**	**157.27**	**72.25**	**41.84**	**77.70**

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司实现收入 98.13 亿元，为 2015 年的 23.97%。其中，石化板块和油品贸易板块分别实现收入 53.85 亿元和 42.70 亿元，收入占比分别为 54.88%和 43.51%。毛利率方面，石化板块和油品贸易板块毛利率均有所下降，导致公司整体毛利率由 2015 年的 8.92%下降至 8.25%。

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。

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，其中国内采购主要区域包括新疆、陕甘宁周边、二连浩特等区域；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。

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，自治区政府曾于 2012 年下发政府函件，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 3　公司原料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项目		2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
原油	采购总量	150.06	191.64	61.64
	采购均价	5163.30	3938.67	--
重质油	采购总量	153.50	169.18	49.66
	采购均价	4404.65	3167.79	--

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。2015 年公司采购原油 191.64 万吨，同比增长 27.71%；采购重质油 169.18 万吨，同比增长 10.22%，公司主要通过大型贸易商从境外采购。从采购价格来看，受 2015 年国际原油价格延续下行走势的影响，公司原油采购均价同比大幅下降至 3938.67 元/吨；重质油采购均价下降至 3167.79 元/吨。公司原材料采购成本进一步下降。

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。

2015 年，公司连续获得国家发改委正式颁发的原油进口使用资质、国家商务部批准的国家原油进口资质、原油进口许可、原油进口配额和原油代加工资质，即新“五证”。按照规定，公司每年将获得 616 万吨进口原油使用配额，能够保证公司获得稳定的原油和原料，未来公司炼化产能有望得到充分发挥。

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，能够保障公司的正常生产经营，在公司获得进口原油使用资质后，有望为公司提供稳定的原油资源，有利于公司炼化产能的充分发挥。

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。

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 4 公司主要石化产品销售情况（单位：万吨，元/吨）

指标名称		2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
汽油	产量	84.82	108.94	27.87
	销量	91.73	107.90	28.41
	销售均价	6873.27	5582.10	4282.00
柴油	产量	85.3	115.09	27.05
	销量	92.43	113.37	27.64
	销售均价	6478.54	5360.13	4269.96
丙烯	产量	4.99	4.87	0.09
	销量	2.84	2.57	0.01

	销售均价	7962.45	5838.39	5741.08
聚丙烯	产量	5.44	7.25	0.66
	销量	4.13	8.67	0.74
	销售均价	9224.70	7572.67	5900.74
MTBE	产量	1.61	2.06	0.11
	销量	1.5	1.85	0.02
	销售均价	6604.9	5252.02	3589.74
燃料油 1#	产量	29.31	22.77	--
	销量	28.89	23.30	--
	销售均价	6363.34	4716.55	--
燃料油 4#	产量	23.89	21.32	--
	销量	26.27	20.94	--
	销售均价	5228.49	4453.49	--
燃料油 7#	产量	3.2	1.90	--
	销量	3.3	2.24	--
	销售均价	3145.78	1953.13	--
民用烃	产量	13.69	15.50	0.82
	销量	11.77	17.05	0.89
	销售均价	5197.03	3804.45	3252.62

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司获得原油进口配额后，很大程度上解决了油源问题，产能利用率有所提升，公司汽、柴油产量大幅增长。

从公司主要石化产品售量来看，公司主要产品汽、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，2015 以来公司主要石化产品价格延续了下行走势。

总体看，公司石化产品具有稳定的需求，产品销量稳定增长，但主要产品价格持续下降。

5. 经营效率

2013~2015 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，三年分别为 51.83 次、26.17 次和 20.01 次；同期，受存货规模增长的影响，公司存货周转次数呈下降趋势，三年分别为 11.54 次、11.04 次和 10.32 次；公司总资产周转次数小幅下降，三年分别为 1.07 次、0.83 次和 0.75 次。2013~2015 年，公司管理费用率分别为 1.70%和 1.94%和 2.19%。

整体看，公司经营效率近年来有所下降。

6. 未来发展

未来，公司首先将继续坚持“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。公司将重点抓宁夏、珠海、新疆和内蒙的产业配套升级和产业链的形成，把宁东西区、化纤项目、珠海二期和新疆一期未完成项目作为总体目标推动完成，运用新技术，进行技术改造，提高产品附加值和效益；其次，公司将发展产融结合下的金融资本，做实金融控股，通过将主营业务上市及引入战略投资者等方式盘活公司资产，释放股权。目前，新疆生产建设兵团将入股新疆奎山 10%股权，现已进入资产评估阶段，

预计将为公司带来 20 亿元新增融资；伊犁自治州政府、奎屯市政府已完成了对新疆奎山的 1%入股工作；另外，公司已获得进口原油使用资质，每年可以获得 616 万吨的进口原油使用配额，宁夏回族自治区政府已决定从自治区产业引导基金中安排 5 亿元，通过宁东投资公司放大到 15 亿元，设立“宝塔原油进口炼化项目子基金”，以支持公司进口原油的生产加工，另外，自治区还倡导各有关金融机构保持现有授信和贷款规模，待公司原油加工启动后，由自治区金融工作局协调宁夏银行业协会，组织各金融机构以银团贷款方式参与公司炼油项目；最后，公司计划组建财务公司，以改善公司短期资金不足的问题，进一步降低流动性风险，同时强化公司内部资金管理，提升资金使用效率。宝塔石化集团财务有限公司已于 2015 年 5 月 6 日获得银监会批准，并于 2016 年 4 月 8 日正式成立。

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。目前，新疆基地项目已进入扫尾阶段，其中 500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目（一期）拟投产日期为 2016 年 10 月、500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目（二期）拟投产日期为 2018 年 12 月、新疆基地配套公用工程及热电联产项目拟投产日期为 2016 年 9 月。

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 5　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	2015 年末累计投资	2016 年投资计划	2017 年投资计划
宁夏片区	能源化工	宁东炼化基地技术改造项目	14.11	13.53	0	0.55
		宁东铁路建设项目	2.51	6.81	0	0.10
		精细化工二期技改项目	6.19	6.18	0	0
	联合化工	电石乙炔联产及配套项目	19.59	10.33	1.10	0.33
		90 万吨半焦项目	2.30	1.30	0	0
珠海片区	珠海宝塔	珠海烯烃项目配套仓储工程	10.41	14.72	0	0
		珠海二期烯烃项目(前期工程)	8.00	7.9	0	0
新疆片区	新疆奎山	500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目	31.93	68.06	0	0
		500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目（二期）	46.00		3.5	3.50
		配套公用工程及热电联产项目	25.89	20.05	0	0
合计			**166.93**	**148.88**	**4.60**	**4.48**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程已完成度较高，未来两年计划投资总额为 9.08 亿元，公司投资支出压力较轻。未来随着在建项目逐步投产，公司生产规模有望得到提升，但考虑到现有在建工程整体规模较大，未来随着在建工程逐步转固，公司折旧费用可能会有所上升。

九、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。

两期中期票据所募集资金均已按要求使用完毕。

十、财务分析

公司 2013~2014 年财务数据经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015 年财务数据经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。2015 年，公司合并范围较 2014 年无变化。

截至 2015 年底，公司资产总额为 565.70 亿元，所有者权益合计为 227.70 亿元（含少数股东权益 30.17 亿元）。2015 年公司实现营业收入 409.31 亿元，利润总额 9.42 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 583.67 亿元，所有者权益 228.94 亿元（含少数股东权益 30.22 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 98.13 亿元，利润总额 1.82 亿元。

1．盈利能力

跟踪期内，在油品贸易板块的带动下，公司整体收入规模大幅增长。2015 年，公司实现营业收入 409.31 亿元，同比增长 13.30%；同期，公司营业成本为 372.79 亿元，同比增长 12.75%，增幅略小于营业收入。

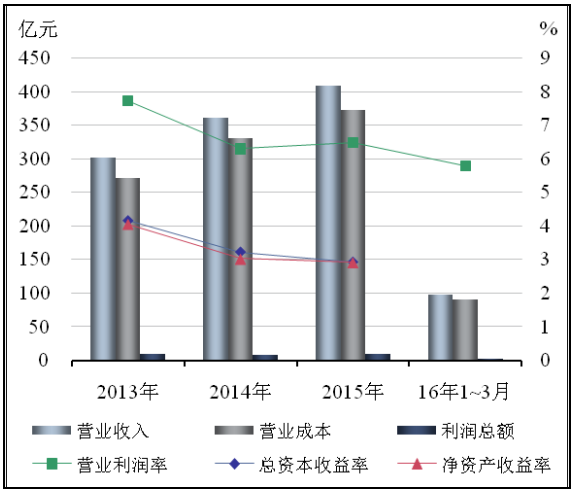
2015 年，公司期间费用为 19.16 亿元，同比增长 13.58%，其中销售费用占 9.23%、管理费用占 46.69%、财务费用占 44.10%。受财务费用下降及营业规模增长的影响，2015 年公司期间费用占营业收入比重有所下降，为 4.68%，公司期间费用控制水平较好。

2015 年公司实现投资收益 2.23 亿元，其中处置可供出售金融资产取得的投资收益 1.82 亿

元，可供出售金融资产在持有期间的投资收益为 0.36 亿元；公司实现营业外收入 0.53 亿元，同比下降 80.30%，主要为公司获得的各项政府补助。

盈利指标方面，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.93%和 2.91%，分别同比下降 0.30 和 0.11 个百分点。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

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 98.13 亿元，占 2015 年全年收入的 23.97%；同期公司实现利润总额 1.82 亿元；2016 年一季度公司营业利润率为 5.80%。

总体看，公司经营收入规模快速上升，且增长幅度高于营业成本，公司毛利润获利空间有所扩大，期间费用控制能力同比有所增强，但整体盈利指标仍偏低，公司盈利水平一般。

2．现金流及保障

经营活动方面，随着公司营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相应快速增长，2015年为471.63亿元，同比增长17.73%；2015年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为78.09亿元，同比大幅增长66.57%，主要为公司收到的往来款。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为472.54亿元，同比增长32.73%；公司支付的其他与经营活动有关现金为38.99亿元，同比下降33.72%，主要为公司支付的往来款。受上述因素共同影响，2015年公司经营活动产生的现金流量净额同比小幅下降，为15.96亿元。从收入质量情况看，2015年，公司现金收入比为115.23%，同比增长了4.33个百分点，公司收入实现质量保持较好水平。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入规模同比增幅较大，为 12.55 亿元，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；公司投资活动现金流出主要为对新疆奎山项目的投资，2015 年公司投资活动现金流出量为 58.57 亿元，同比下降 17.22%，主要由投资支付的现金大幅下降所致；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-46.02 亿元。2015 年，公司筹资活动前现金流量净额合计-30.05 亿元，具有一定的对外融资需求。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入量为 184.75 亿元，同比下降 14.15%，主要来自于取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出量为 158.81 亿元，同比小幅下降 1.67%，主要为偿还债务支付的现金；2015 年，公司支付其他与筹资活动相关的现金 31.60 亿元，同比下降 45.13%，主要为票据支付的保证金和融资租赁款。受上述因素共同影响，2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额同比下降 51.67%至 25.95 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.74 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-22.19 亿元；筹资活动产生现金净流入 17.98 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入与流出量均快速增长，经营活动产生的现金流量净额同比小幅下降；公司投资活动现金流出量仍处于较高水平，公司经营活动产生的现金流无法满足投资活动的资金需求。

3．资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产规模 565.70 亿元，其中流动资产占 28.62%，非流动资产占 71.38%，公司资产仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 161.92 亿元，同比小幅增长 0.30%，主要由货币资金（占 31.27%）、存货（占 24.11%）、应收账款（占 12.66%）、预付款项占（15.64%）和其他应收款（占 13.12%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金规模 50.62 亿元，同比下降 30.81%，主要为银行存款和其他货币资金大幅下降所致。2015 年末公司货币资金主要由银行存款（占 5.12%）和其他货币资金（占 94.84%）构成。其中，其他货币资金中 37.51 亿元用于银行承兑汇票保证金款、10.50 亿元用于借款质押，公司受限资金占比高，货币资金实际可流通性较弱。

截至 2015 年底，公司应收账款为 20.50 亿元，同比增长 1.21%。公司应收账款账面余额为 21.74 亿元，共计提坏账准备 1.24 亿元，计提比例为 5.71%。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，主要由于宝塔实业的应收款具有较大的回收风险，根据其未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提坏账准备。按账龄组合计提坏账准备的应收款项余额为 1.96 亿元，其中，1 年以内的占 52.55%、1 至 2 年的占 33.16%，公司应收账款账龄较短。

截至 2015 年底，公司预付款项为 25.32 亿元，同比增长 34.41%，主要系尚未到货而未结算所形成的预付款项。公司预付款项中，账龄在 1 年以内的占比为 76.03%。

截至 2015 年底，公司存货为 39.04 亿元，同比增长 17.63%，主要为原材料规模增长所致，其中原料油等原材料占比 35.36%，库存商品占比 41.19%。公司对存货共计提存货跌价准备 1.01 亿元，计提比例为 2.52%，计提比例偏低。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。公司存货中有 6.20 亿元被用于质押，主要系公司合并范围内子公司之间为银行贷款提供担保所致。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 21.25 亿元，同比大幅增长 77.17%，主要为资金往来款增长所致，其中单项金额较大的往来款主要来自香港能源集团投资有限公司、江苏汇金控股集团有限公司、宁夏灵宝化工有限公司等。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 0.42 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 54.76%。公司其他应收款共计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例为 0.82%，计提比例偏低。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 403.78 亿元，同比增长 11.24%，主要来自于在建工程规模的迅速扩大。公司非流动资产主要由在建工程（占 36.26%）、固定资产（占 19.46%）、无形资产（占 20.04%）、其他非流动资产（占 8.04%）和投资性房地产（占 6.24%）构成。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 5.80 亿元，同比增长 86.23%，主要为公司联营企业权益法下所确认的投资收益增长所致。

截至 2015 年底，公司固定资产为 78.59 亿元，同比下降 6.88%，其中融资租入的固定资产账面价值 19.24 亿元。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 26.05%）、油气集输设施（占 16.87%）和生产设备（占 49.33%）等组成。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 26.50 亿元，公司对运输机械设备计提 97.46 万元减值准备。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 146.40 亿元，同比大幅增长 40.53%，主要系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。公司固定资产和

在建工程中合计有 44.46 亿元被用于抵押，主要系合并范围内公司及子公司之间为银行贷款及信托贷款提供担保所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 25.19 亿元，同比增长 21.63%，主要为固定资产、在建工程转入及采用公允价值计量的投资性房地产公允价值变动所致。经公司对主要投资性房地产进行评估，共确认公允价值变动 2.42 亿元，其中计入其他综合收益的金额为 2.34 亿元，计入当期公允价值变动收益的金额为 783.82 万元。公司投资性房地产中合计有 3.51 亿元被用于抵押，主要系合并范围内公司及子公司之间为银行贷款提供担保所致。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 80.90 亿元，同比小幅增长 0.25%，主要由采矿权、探矿权及土地使用权构成。公司曾于 2009 年接受关联企业宁夏华信投资有限公司[1]增资而获得三眼井探矿权，2010 年，宁夏回族自治区矿产资源储量评审中心出具了《宁夏回族自治区平罗县三眼井勘查区煤炭详查报告评审意见书》，确认三眼井地区的煤炭保有储量为 1.56 亿吨。另外，公司拥有的三合矿产采矿权最初为探矿权，为公司于 2012 年 3 月 23 日经宁夏回族自治区国土资源局批准获得，该矿产为电石灰岩矿，2013 年 5 月 6 日，公司将其评估价值 61223.94 万元以增资的方式投入子公司宁夏三合矿产开发有限公司，其中 1400 万元作为注册资本，其余 59823.94 万元计入资本公积。公司探矿权及采矿权合计 57.06 亿元，由于尚未开采而未进行摊销。公司无形资产中有 4.78 亿元被用于抵押，主要系合并范围内公司及子公司之间为银行贷款提供担保所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 32.46 亿元，同比下降 9.51%，主要为股权预付款。公司于 2014 年 12 月与江苏汇金控股集团有限公司（以下简称“江苏汇金”）签署《战略合作框架协议书》及其补充协议，约定江苏汇金对公司增资，持有公司 20%的股权；公司对江苏正阳投资控股集团有限公司（以下简称“江苏正阳”）增资 30 亿元，持有江苏正阳 51%股权，因此形成对江苏正阳的股权预付款 30 亿元。2016 年 5 月 27 日，公司召开股东大会，同意将江苏汇金持有的公司股权转让给何东翰，相关股权变更已完成工商登记，同时公司完成了对江苏正阳的撤资工作。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 583.67 亿元，较 2015 年底增长 3.18%；公司资产结构变化不大，其中流动资产占 27.31%，非流动资产占 72.69%。

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；公司货币资金受限比例较高，公司资产中用于抵质押的规模较大，公司资产流动性偏弱。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 227.70 亿元（含少数股东权益 30.17 亿元），同比增长 16.87%，主要系公司盈利导致未分配利润增加及宁夏泰瑞智本投资管理有限公司（以下简称“泰瑞智本”，实际控制人为孙珩超）以货币形式对公司增资扩股所致，根据公司第十四次增资扩股协议，由泰瑞智本认缴公司新增资金 12.00 亿元，包括认缴注册资本 1.80 亿元和资本公积 10.20 亿元，该次增资已完成工商变更登记。公司所有者权益中，归属母公司所有者权益为 197.53 亿元，主要由资本公积（占 68.55%）、未分配利润（占 17.07%）和实收资本（占 11.83%）构成。公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 228.94 亿元（其中少数股东权益 30.22 亿元）。公司归属于母公司所有者权益为 198.72 亿元，构成较 2015 年底变化不大。

负债

2015 年，公司负债总额为 338.00 亿元，同比增长 2.55%，其中流动负债占 69.39%，非流

[1]宁夏华信投资有限公司与发行人是关联企业，发行人第一大股东孙珩超先生持有华信投资 49%的股权，潘建国先生持有华信投资 51%的股权。实际上潘建国先生所持股份 为代持，委托人为孙珩超先生。

动负债占 30.61%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 234.53 亿元，同比增长 8.50%，主要系短期借款大幅增长所致。从构成上来看，公司流动负债主要以短期借款（占 39.35%）、应付票据（占 23.99%）、应付账款（占 9.74%）、其他应付款（占 6.93%）、一年内到期的非流动负债（占 8.97%）和其他流动负债（占 6.07%）为主。

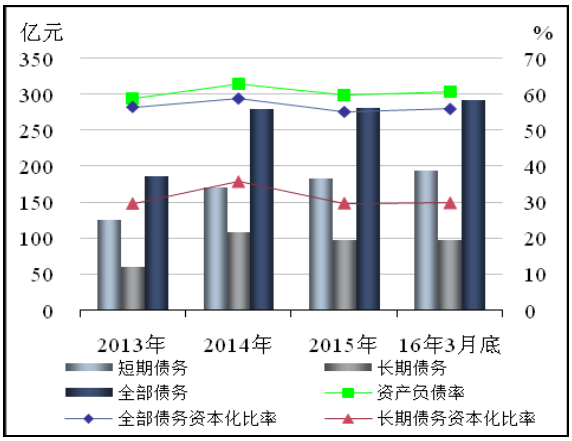
截至 2015 年底，公司短期借款为 92.30 亿元，同比大幅增长 97.29%，其中保证借款占 44.25%，信用借款占 17.82，保证抵押借款占 13.47%；公司应付票据为 56.27 亿元，同比下降 43.75%，主要以银行承兑汇票为主；公司应付账款为 22.84 亿元，同比下降 11.11%，主要为应付的货款及工程款，其中 1 年以上的应付账款为 4.19 亿元；公司其他应付款为 16.24 亿元，同比大幅增长 77.01%，主要系公司受让被投资公司股权的尾款及资金往来所形成的其他应付款大幅增长所致；公司一年内到期的非流动负债为 21.04 亿元，同比增长 46.40%，主要系部分长期借款和长期应付款接近到期日而转入流动负债核算所致；公司其他流动负债为 14.25 亿，同比增长 40.04%，主要系公司在 2015 年度偿付了 10 亿元 2014 年度第一期短期融资券及新发了 14 亿元 2015 年度第一期短期融资券所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 103.47 亿元，同比下降 8.79%，主要系长期借款及应付债券规模下降所致。从构成上来看，公司非流动负债以长期借款（占 61.10%）、应付债券（占 17.40%）和长期应付款（占 15.39%）为主。

截止 2015 年底，公司长期借款为 63.22 亿元，同比下降 7.42%，其中质押借款占 32.46%，保证借款占 26.81%，信用借款占 17.40%；公司应付债券为 18.00 亿元，同比下降 9.77%，主要系公司发行的合计金额 1.95 亿元的中小企业私募债到期偿付所致；公司长期应付款为 15.92 亿元，同比下降 23.42%，公司长期应付款全部为融资租赁款。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 280.75 亿元，同比小幅增长 0.19%。其中短期债务占 65.40%，长期债务占 34.60%，公司债务结构仍以短期债务为主。同期，受益于所有者权益的增长，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分别为 59.75%、55.22%和 29.90%，分别同比下降了 3.10 个、3.77 个和 5.98 个百分点，公司资本结构得到优化。

图 3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 354.73 亿元，较 2015 年底增长了 4.95%；债务负担方面，截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 291.85 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 60.78%、56.04%和 30.00%，较 2015 年底略有升高。

总体看，受短期借款大幅增长的影响，公司债务结构中短期债务占比有所增长，公司具有一定的短期偿付压力，但考虑到公司在建项目投资完成度较高，能够在一定程度上缓解公司对外融资需求，且受益于增资扩股带来的权益增长，公司资本结构得到优化。

4．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 69.04%和 52.39%，分别同比下降了 5.65 个、6.94 个百分

点；公司经营现金流动负债比为 6.81%，同比下降了 0.64 个百分点。截至 2016 年 3 月底，上述三项指标分别为 63.68%、48.34%和 9.17%。考虑到公司货币资金中受限比例较高及部分存货处于被质押状态，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 合计 25.68 亿元，同比增长了 3.34%；同时，受资本化利息支出增长的影响，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2014 年的 1.52 倍下降至 1.31 倍；公司全部债务/EBITDA 则由 2014 年的 11.27 倍下降至 10.93 倍。同时考虑到公司在建项目大部分已接近完工，未来融资需求较小，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 6 月底，公司获得的银行授信总额为 202.81 亿元，其中未使用额度 66.96 亿元，公司间接融资渠道仍有待拓宽。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 2016 年 3 月底，公司对外担保余额 9.90 亿元，对外担保比率为 4.34%。

表 6　公司对外担保明细（单位：万元）

贷款主体	担保金额	担保到期日
宁夏力成电气有限公司	5000.00	2016 年 4 月 28 日
新疆华业化工发展有限公司	10000.00	2016 年 5 月 15 日
喀什月星上海城发展有限公司	8000.00	2016 年 8 月 1 日
喀什月星上海城发展有限公司	36000.00	2016 年 5 月 16 日
宁夏宁东能化投资有限责任公司	40000.00	2020 年 1 月 22 日
合计	**99000.00**	

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 2016 年 4 月 22 日，公司当前负债信息中，共有 2 笔合计 102.04 万元欠息余额、1 笔合计 4771.20 万元垫款余额、10 笔合计 27317 万元关注类贷款，公司无未结清不良/违约信贷记录；已还清债务信息中，共有 16 笔合计 11400 万元垫款余额、6 笔关注类贷款、23 笔关注类银行承兑汇票，公司无已结清不良/违约类贷款。总体来看，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。未来随着公司在建项目投产和利用进口原油使用资质及配额，公司炼化产能有望得到充分发挥，公司产品毛利空间有望得到提升，有利于公司整体盈利水平及抗风险能力的提升。整体看，公司抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力

“14 宁宝塔 MTN001”和“14 宁宝塔 MTN002”发行规模分别为 8 亿元和 10 亿元，到期日分别为 2019 年 1 月 29 日和 2019 年 9 月 26 日。2015 年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 549.78 亿元、15.96 亿元和 25.68 亿元，分别为两期中期票据偿还总额的 30.54 倍、0.89 倍和 1.43 倍。

十二、结论

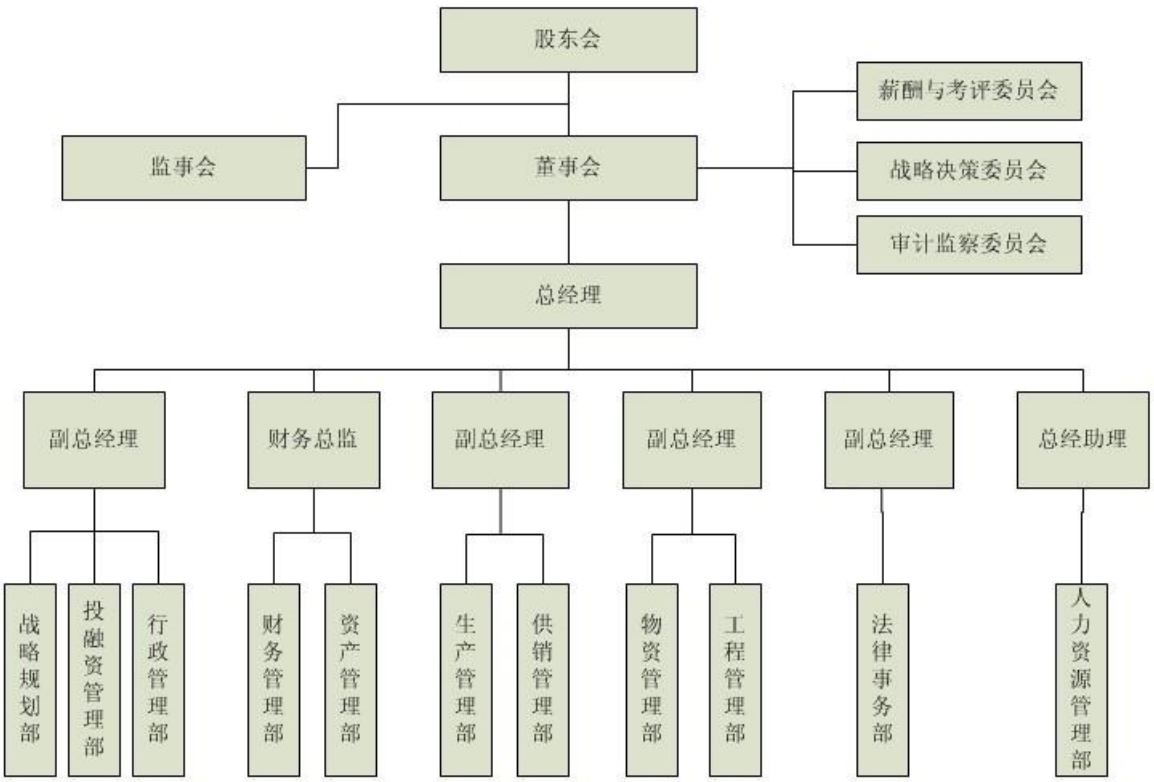
综合考虑，联合资信确定维持宝塔石化集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002”AA的信用等级。

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	出资金额（万元）	出资比例（%）
孙珩超	102316.20	43.80
孙淑兰	13186.07	5.64
宁夏泰瑞智本投资管理有限公司	75000.72	32.10
何东翰	43125.75	18.46
合计	**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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.47	6.84	2.69	52.59
资产总额(亿元)	347.16	524.43	565.70	583.67
所有者权益(亿元)	142.79	194.83	227.70	228.94
短期债务(亿元)	125.58	171.18	183.60	193.74
长期债务(亿元)	60.64	109.03	97.14	98.11
全部债务(亿元)	186.22	280.21	280.75	291.85
营业收入(亿元)	301.81	361.25	409.31	98.13
利润总额(亿元)	8.96	8.63	9.42	1.82
EBITDA(亿元)	22.61	24.85	25.68	--
经营性净现金流(亿元)	14.35	16.11	15.96	5.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	51.83	26.17	20.01	--
存货周转次数(次)	11.54	11.04	10.32	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.83	0.75	--
现金收入比(%)	115.21	110.90	115.23	114.56
营业利润率(%)	7.73	6.31	6.49	5.80
总资本收益率(%)	4.16	3.23	2.93	--
净资产收益率(%)	4.05	3.02	2.91	--
长期债务资本化比率(%)	29.81	35.88	29.90	30.00
全部债务资本化比率(%)	56.60	58.99	55.22	56.04
资产负债率(%)	58.87	62.85	59.75	60.78
流动比率(%)	74.32	74.69	69.04	63.68
速动比率(%)	55.67	59.33	52.39	48.34
经营现金流动负债比(%)	10.02	7.45	6.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.52	1.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.24	11.27	10.93	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将长期应付款科目计入长期债务；3.2013~2015 年现金类资产中已扣除受限部分。

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　主体长期债券信用等级的定义

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期债券