

信用等级公告

联合[2014] 379 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 年度第二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 年度第二期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。



宁夏宝塔石化集团有限公司

2014 年度第二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: 10 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: 置换银行贷款, 补充流动资金

评级时间: 2014 年 7 月 2 日

财务数据

项目	2011 年 (调整)	2012 年 (调整)	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.52	25.01	46.78	49.23
资产总额(亿元)	136.58	214.37	347.16	358.50
所有者权益(亿元)	48.38	79.70	142.79	143.85
长期债务(亿元)	36.81	54.83	60.64	67.41
全部债务(亿元)	85.74	125.75	186.22	199.04
营业收入(亿元)	132.14	192.56	301.81	58.83
利润总额(亿元)	5.29	6.96	8.96	1.67
EBITDA(亿元)	12.24	18.69	22.61	--
经营性净现金流(亿元)	6.75	10.36	14.35	3.09
营业利润率(%)	9.45	9.73	7.73	8.86
净资产收益率(%)	9.28	7.35	4.05	--
资产负债率(%)	64.58	62.82	58.87	59.87
全部债务资本化比率(%)	63.93	61.21	56.60	58.05
流动比率(%)	95.29	82.14	74.32	76.60
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.73	8.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.16	1.92	--
EBITDA/本期中期票据额度 (倍)	1.22	1.87	2.26	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计; 2. 本报告将长期应付款科目调至长期债务; 3. 公司对 2011 年及 2012 年财务数据进行差错更正并重新审计, 对公司财务分析根据经重新审计的 2011 年、2012 年财务数据。

分析师

祖宇 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一定优势。联合资信同时关注到中国炼化行业上下游市场化程度较低、公司经营规模低于业内国有大型企业、盈利能力一般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高。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付的风险低。

优势

1. 公司作为大型民营炼化企业拥有多元化原料采购渠道, 有助于保障原料稳定供应。
2. 公司具有一定规模储油能力, 有助其抵御市场短期波动风险。
3. 公司专注于炼化主业, 近年经营规模、收入规模及所有者权益快速增长, 综合实力有所增强。
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. 原料油供应行业具有一定垄断特点, 随着公司产能规模的逐步扩张, 公司面临一定

- 的原料保障及成本控制压力。
2. 公司存货规模较大具有一定跌价风险。
 3. 公司所在行业属强周期性行业，受宏观经济波动影响较大；成品油定价由国家调控，公司对下游议价能力较弱。
 4. 公司债务规模快速上升，债务负担较重。

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 年度第二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2013年底，公司共拥有控股及相对控股子公司22家。

截至2013年底，公司资产总额为347.16亿元，所有者权益合计为142.79亿元（其中少数股东权益为19.89亿元）；2013年公司实现营业收入301.81亿元，实现利润总额8.96亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为358.50亿元，所有者权益合计为143.85亿元（其中少数股东权益为19.97亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入58.83亿元，实现利润总额1.67亿元。

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

公司于2014年注册总金额为28亿元的中期票据，其中已发行2014年度第一期中期票据金额为8亿元，期限5年。公司拟发行2014年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）额度10亿元，期限5年。

公司本期中期票据计划用于置换银行贷款、补充流动资金，其中3.1亿元计划用于置换公司银行贷款，其余6.9亿元计划用于补充公司流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，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）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增

长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿

元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体

目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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。

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。中国国家统计局公布的数据显示，2013年全年原油产量达到2.08亿吨，同比增加1.65%。原油进口量约为2.82亿吨，同比增长4.1%。原油表观消费量为4.87亿吨，同比增长2.8%。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。2013年原油进口依存度达到58.1%，与上年基本持平。

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。

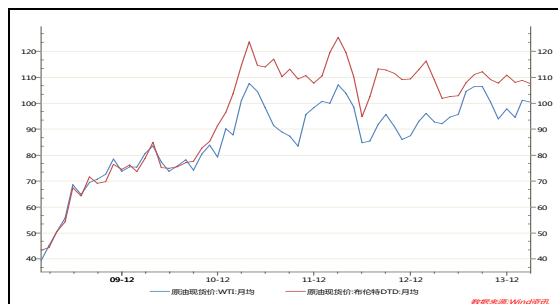
石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成纤维、合成橡胶、尿素等大类。2011年全国乙烯产量为1527.5万吨，同比增长8.9%，继续稳居世界第二。据国家统计局发布的数据显示，2012年，全国乙烯产量1487万吨，同比下降2.50%。2013年，全国乙烯产量累计达1623万吨，同比增长8.5%。

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1 国际原油现货价格走势



资料来源：Wind

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。2013年，市场供需宽松局势仍持续，地缘政治不稳与市场投机导致国际油价宽幅振荡，美国西德克萨斯中质原油（WTI）和北海布伦特原油（Brent）价格走势出现分化。WTI原油现货年均价为98.02美元/桶，同比上升4.13%，而Brent现货年均价为108.66美元/桶，同比下跌2.64%。

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。2013 年，成品油价格经历 7 降 8 升共计 15 次调整，调整频率较 2012 年更加频繁。

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，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。在原油高度依赖进口的现状下，当国际原油价格处于较高位置时，国内成品油市场仍有可能面临价格“倒挂”的风险。

相关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。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。新资源税的全面实施, 将显著增加业内企业的税收负担。

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

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。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。我国炼油行业在《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公司具有完整产业链，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。

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产业，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。

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%）。公司实际控制人为自然人孙珩超。

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 1.3 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。2013 年位列“中国化工企业 500 强排行榜”第 37 位，在 2013 年由全国工商联主办发布的“中国民营企业 500 强”中位列第 161 位，成为宁夏唯一民营上榜企业。

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 2014 年 3 月底，公司共有在职人员 13023 人，从学历分布来看，高中、中专以下占 25.68%，大专占 42.27%，本科及以上学历占 32.05%；从岗位构成来看，管理人员占 18.82%，技术人员占 29.45%，生产人员占 49.50%，销售人员占 2.23%。

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 $8400 \times 104 \text{Nm}^3/\text{a}$ （ 25.2×104

Nm³/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是公司参与市场竞争的重要保障。

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 380m³/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 SO₂、NO_x、H₂S、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 1 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 23.57%，2013 年公司该板块实

现收入 191.20 亿元，同比增长 26.71%。贸易板块为公司另一重要收入来源，2013 年公司贸易业务快速发展，本年实现贸易收入 89.54 亿元，同比增加 58.08 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（单位：亿元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	125.21	94.76	11.83	150.89	79.91	12.48	191.20	63.36	12.25	39.75	67.56	13.16
化工板块合计	1.61	1.22	0.86	3.43	1.81	1.53	3.45	1.14	2.88	0.54	0.92	-6.95
生产及机械加工板块合计	0.74	0.56	25.07	1.44	0.76	13.64	9.81	3.25	6.75	1.24	2.11	13.61
油品贸易板块	3.16	2.39	14.94	31.46	16.66	8.57	89.54	29.67	5.09	17.04	28.96	5.52
其他	1.42	1.07	52.39	1.61	0.85	56.62	7.81	2.58	39.83	0.26	0.45	13.66
合计	132.14	100.00	12.28	188.83	100.00	12.02	301.81	100.00	10.09	58.83	100.00	10.78

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。

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，2013 年合计占 63.36%。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，2013 年燃料油合计对石化板块贡献约 23.02%，2013 年公司汽、柴油和燃料油合计对该板块收入贡献约为 90.44%。

表 2 公司部分石化产品收入构成（单位：亿元，%）

产品	2011 年		2012 年		2013 年		14 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽油	41.8	32.76	49.77	32.74	57.99	37.09	6.91	19.58
柴油	41.49	32.52	38.82	25.53	47.40	30.32	5.31	15.04
丙烯	1.53	1.20	1.80	1.19	2.53	1.62	0.49	1.39
聚丙烯	5.07	3.97	4.03	2.65	3.73	2.39	0.63	1.78
MTBE	1.16	0.91	1.60	1.05	1.01	0.65	0.27	0.76
燃料油 1#	14.70	11.52	15.69	10.32	22.22	14.21	5.60	15.86
燃料油 4#	15.47	12.13	17.26	11.35	12.14	7.77	8.75	24.79
燃料油 7#	--	--	2.07	1.36	1.64	1.05	5.71	16.18
民用烃	4.54	3.56	5.14	3.38	5.80	3.71	1.37	3.88
混合芳烃	1.31	1.03	2.34	1.54	1.87	1.20	0.26	0.74
合计	127.07	100	138.53	100	156.33	100	35.30	100

资料来源：公司提供

从毛利率来看，公司石化板块近年毛利率有所波动，三年分别为 11.83%、12.48%和 12.25%。公司贸易板块毛利率持续下降，2013 年为 5.09%。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。由于公司贸易板块收入规模占比逐年快速增大，但毛利率持续下降，且主要收入来源石化板块毛利率呈波动状态，公司近

三年整体毛利率呈逐步下跌趋势。2013 年公司整体毛利率为 10.09%，较 2012 年下降 1.93 个百分点。整体看，公司盈利能力一般。

2014 年一季度，公司实现主营业务收入 58.83 亿元，其中石化板块实现收入 39.75 亿元，毛利率较上年有所提升为 13.16%；贸易板块实现收入 17.04 亿元，同期实现毛利率为 5.52%。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，但受贸易业务影响公司整体利润率有持续下降趋势，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）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
原油采购总量	95.46	90.48	114.01	27.06
重质油采购总量	108.52	152.94	159.37	34.88

资料来源：公司提供

注：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。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 年随着技术改造逐步投入使用，公司产能进一步释放，公司经

营规模进一步扩大，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（单位：万吨）

项目			2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
宁夏能源化工/宁东生产基地	汽油	产能	45~55	45~55	45~55	45~55
		产量	29.57	37.58	39.39	8.35
	柴油	产能	45~55	45~55	45~55	45~55
		产量	31.87	36.57	35.91	7.61
	丙烯	产能	4~5	4~5	4~5	4~5
		产量	1.02	1.76	2.61	0.6
	聚丙烯	产能	8	8	8	8
		产量	2.8	2.48	2.21	0.47
	民用烃	产能	8~10	8~10	8~10	8~10
		产量	2.54	3.05	5.05	1.07
宁夏精细化工/芦花生产基地	汽油	产能	54~66	54~66	54~66	54~66
		产量	22.31	25.58	30.20	6.24
	柴油	产能	54~66	54~66	54~66	54~66
		产量	24.04	24.89	32.56	6.72
	丙烯	产能	6~7	6~7	6~7	6~7
		产量	0.77	1.2	2.83	0.54
	民用烃	产能	11~13	11~13	11~13	11~13
		产量	1.1	1.67	4.27	0.88
珠海生产基地	燃料油 1#	产能	23~29	23~29	23~29	23~29
		产量	22.91	22.92	24.08	8.87
	燃料油 4#	产能	24~29	24~29	24~29	24~29
		产量	17.68	21.18	20.46	5.33
	燃料油 7#	产能	--	5	5	5
		产量	--	4.21	4.43	1.15
	聚丙烯	产能	8	8	8	8
		产量	2.43	2.1	1.93	0.50
	民用烃	产能	4~5	4~5	4~5	4~5
		产量	4.94	4.6	3.32	0.86
	混合芳烃	产能	3~4	3~4	3~4	3~4
		产量	1.55	3.26	2.67	0.37

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，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		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
汽油	产量	51.88	63.15	69.59	14.58
	销量	52.79	62.91	80.84	9.46
	销售均价	7917.98	7912.2	7173.05	7313.08
柴油	产量	55.91	61.46	68.47	14.33
	销量	54.68	56.15	70.97	7.50
	销售均价	7587.97	6914.29	6678.31	7078.61
丙烯	产量	1.79	2.95	5.44	1.14
	销量	1.73	2.16	3.23	0.57
	销售均价	8837.96	8342.74	7822.64	8658.95
聚丙烯	产量	5.23	4.57	4.14	0.97
	销量	5.06	4.41	4.14	0.66
	销售均价	10007.49	9124.92	9026.32	9456.06
MTBE	产量	1.83	1.99	1.65	0.43
	销量	1.67	2.16	1.49	0.37
	销售均价	6950.28	7399.63	6772.98	7253.59
燃料油 1#	产量	22.91	22.92	24.08	8.87
	销量	22.81	22.82	24.70	8.68
	销售均价	6445.8	6874.8	6404.3	6455.74
燃料油 4#	产量	17.68	21.18	20.46	5.53
	销量	24.9	28.46	21.70	4.83
	销售均价	6215.35	6063.94	5593.06	6822.67
燃料油 7#	产量	-	4.21	4.43	1.15
	销量	-	3.94	4.69	1.11
	销售均价	-	5259.35	5490.61	7031.51
民用烃	产量	8.58	9.31	12.64	2.82

	销量	8.24	8.86	10.99	2.20
	销售均价	5514.62	5803.71	5277.35	6234.87
混合芳烃	产量	1.55	3.26	2.67	0.37
	销量	1.53	3.21	2.53	0.35
	销售均价	8538.52	7279.46	7386.54	7427.15

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，近期公司主要石化产品价格有所回升。

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，近期石化板块产品销售价格有所回升，对公司石化板块盈利具有一定影响。

5. 经营效率

2012~2013 年公司销售债权周转次数波动下降，三年平均值为 90.55 次，2013 年为 51.83 次。同期，公司存货周转次数呈波动下降趋势，三年平均值为 11.29 次，2013 年为 11.54 次。2011~2013 年，公司总资产周转次数分别为 1.93 次、1.10 次和 1.07 次。

2011~2013 年，公司管理费用率分别为 2.41%、2.27%和 1.70%。

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，主要包括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/年重油制烯烃项目和配套公用工程以及 2×350MW 热电联产项目。

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、硫磺等清油油品和化工产品，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。②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

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 14 年 3 月底已投资	未来资金计划		2014 年 4-12 月计划投资	2015 年计划投资	2016 年计划投资
				自有资金	自筹资金			
能源化工	宁东炼化基地改造项目	14.11	13.84	0.12	0.15	0.17	0.1	0
	宁东铁路建设项目	2.51	1.62	0.2	0.69	0.59	0.3	0
	精细化工二期技改项目	6.19	3.97	0.62	1.60	1.63	0.59	0
联合化工	电石乙炔联产及配套项目	19.59	11.05	3.16	5.38	3.63	3.42	1.49
	90 万吨半焦项目	2.3	0.71	0.47	1.12	0.90	0.69	0
珠海宝塔	珠海烯烃项目配套仓储工程	10.41	9.91	0.18	0.32	0.33	0.17	0
新疆奎山	500 万吨/年重油制烯烃芳烃项目	31.93	29.06	1.03	1.84	1.75	1.12	0
	120 万吨/年煤制氢	0.56	0.56	0	0	0	0	0
	配套公用工程及热电联产项目	25.89	18.86	2.79	4.24	4.14	2.89	0
合计		113.49	89.58	8.57	15.34	13.14	9.28	1.49

资料来源：公司提供

注：公司 120 万吨/年煤制氢项目已投入部分已转入其他基础公共基础设施建设项目，未来将不再投资建设。

总体看，公司目前在建项目规模较大，考虑到公司现有的盈利能力，公司对外资金需求不大。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 2011 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；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 2011 年和 2012 年财务报表调整情况 (单位: 元)

科目	2011 年			2012 年		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
资产：						
固定资产	4592093380.02	3328030399.06	-1264062980.96	7636606020.46	6372543039.50	-1264062980.96
无形资产	127641349.60	1147657161.43	-123984188.17	2294701393.24	2170717205.07	-123984188.17
商誉	296987468.20	229178637.10	-67808831.10	741089773.24	673280942.14	-67808831.10

合计	--	--	-1455856000.23	--	--	-1455856000.23
负债和所有者权益：						
其他应付款	57576277.86	21883491.87	-35692785.99	147752946.91	112060160.92	-35692785.99
资本公积	2203888845.55	1256272232.65	-947616612.90	3575145314.74	2627528701.84	-947616612.90
盈余公积	201066066.64	0.00	-201066066.64	201066066.64	0.00	-201066066.64
未分配利润	1489970849.31	1051228128.47	-438742720.84	2074423074.41	1635680353.57	-438742720.84
少数股东权益	938163004.18	1105425190.32	167262186.14	1814915800.47	1982177986.61	167262186.14
合计	--	--	-1455856000.23	--	--	-1455856000.23

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》

公司提供的 2011~2012 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，对该两年的财务数据出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2013 年财务数据已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并仅对 2013 年财务数据出具了标准无保留意见的设计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

2013 年公司合并报表范围子公司 22 家，2012 年为 18 家，2011 年为 26 家。2012 年公司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；2013 年合并报表范围增加主要系公司新取得三家公司的控制权及一家子公司因股权结构变更变为公司的一级子公司后纳入合并范围所致。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。

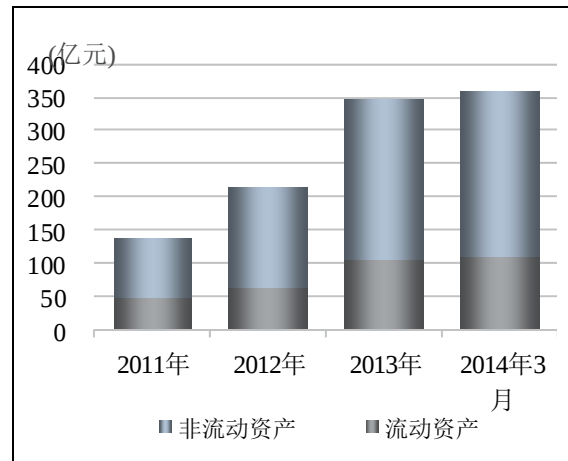
截至 2013 年底，公司资产总额为 347.16 亿元，所有者权益合计为 142.79 亿元（含少数股东权益 19.89 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 301.81 亿元，利润总额 8.96 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 358.50 亿元，所有者权益 143.85 亿元（含少数股东权益 19.97 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.83 亿元，利润总额 1.67 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额保持快速增长，年均复合增长 59.43%，截至 2013 年底，公司资产规模 347.16 亿元，其中流动资产占 30.65%，非流动资产占 69.35%，公司资产以非流动资产为主。

图 2 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 47.43%，主要是货币资金、应收账款、其他应收款和存货快速增长所致。截至 2013 年底，公司流动资产合计 106.42 亿元，主要由货币资金、其他应收款、预付账款和存货构成。

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 57.03%。截至 2013 年底，公司货币资金规模 45.55 亿元，同比增长 84.85%，主要由银行存款（占 13.53%）和其他货币资金（占 86.30%）构成。其他货币资金中 38.31 亿元为银行承兑汇票保证金，1.00 亿元为公司定期存单质押。公司货币资金受限资金占比过高。

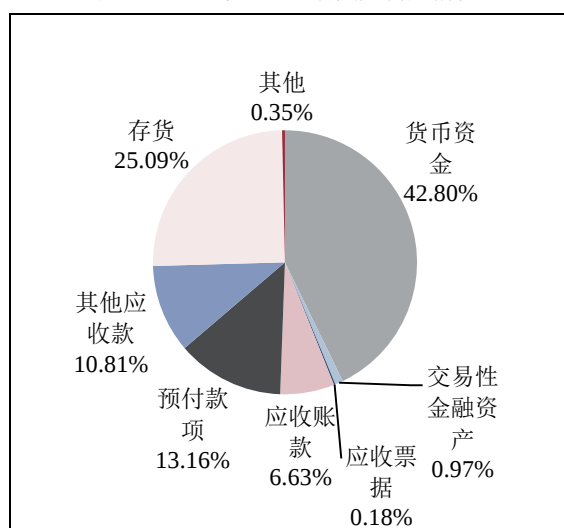
截至 2013 年底，公司交易性金融资产 1.04 亿元，全部为交易性权益工具投资。

截至 2013 年底，公司应收票据 0.19 亿元，全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，

截至 2013 年底为 7.06 亿元，较上年增加 3.03 亿元。本期公司应收账款账面余额共计 8.77 亿元，共计提坏账准备 1.72 亿元，计提比例为 19.55%，公司应收账款坏账较多，主要系子公司西北轴承账款具有较大回收风险所致，公司应收账款面临一定回收风险。从账龄来看，公司账款主要分布在 1 年以内，占 71.53%。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。

图 3 2013 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

受公司近年在建项目投入快速增长及原料采购增长影响，2011~2013 年公司预付款波动增长，年均复合增长 39.52%，主要为工程设备款及原料采购款。截至 2013 年底，公司预付款项 14.00 亿元，其中 1 年以内占 80.23%，1~2 年占 19.77%。

2011~2013 年，公司存货年均增长 26.43%，主要是原材料以及库存商品增长所致。截至 2013 年底，公司存货 26.71 亿元，其中原油等原材料占比 34.03%，库存商品占比 40.78%。公司对存货共计提存货跌价准备 0.44 亿元。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。

2011~2013 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 51.04%，较 2012 年增加 10.47 亿元。公司其他应收款增长主要系对宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司的股权预付款 1.3 亿元和对其他公司的货款、往来款和土地保证金等。

表 7 2013 年底公司其他应收款金额前五位
(单位：万元，%)

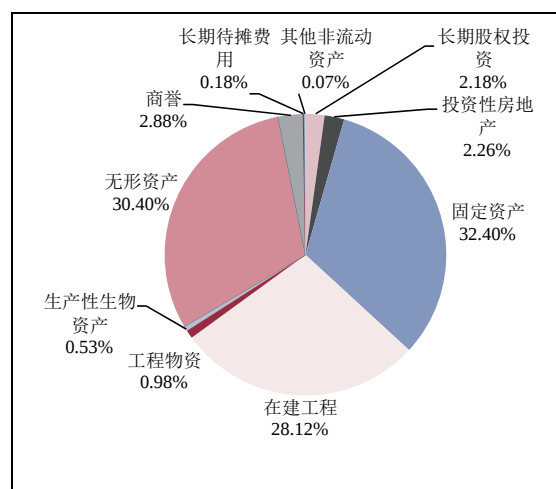
单位名称	金额	款项性质	占其他应收款总额的比例
宁夏沙坡头水利枢纽有限责任公司	13000.00	股权预付款	11.30
深圳市宇武泽贸易有限公司	5429.29	资金往来款	4.72
北京欧耀贸易有限公司	4800.00	股权转让款	4.17
珠海市联丰汽车零部件有限公司	4164.33	资金往来款	3.62
博信矿业投资有限公司	4080.00	资金往来款	3.55
合计	31473.62		27.36

资料来源：公司财务报表

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 65.76%，增长主要来自于固定资产、在建工程和无形资产的增长。截至 2013 年底，公司非流动资产合计为 240.74 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

图 4 2013 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2011~2013 年,公司长期股权投资波动下降,截至 2013 年底为 5.25 亿元,较上年增长 2.14 亿元,主要系公司本年度新增对中国风险投资有限公司等投资所致。

近三年,公司固定资产快速增长,年均复合增长 53.09%。截至 2013 年底,公司固定资产为 78.00 亿元,同比增幅达 22.40%。固定资产主要由房屋及建筑物(占 20.67%)、油气集输设施(占 19.33%)、运输机械设备(占 1.76%)、生产设备(占 51.88%)和公用设施(占 4.73%)等组成。截至 2013 年底,公司固定资产累计折旧 14.75 亿元,固定资产成新率 84.85%,公司对运输机械设备计提 97.46 万元减值准备。

2011~2013 年,公司在建工程大幅增加,年均复合增长 70.82%。截至 2013 年底,公司在建工程 67.69 亿元,同比大幅增长 37.86%,主要是新疆奎山公司在建项目投入形成。

截至 2013 年底,公司生物性资产 1.28 亿元,主要系 2013 年新增未成熟枣园所致。

2011~2013 年,公司无形资产大幅增长,年均复合增长 152.54%。截至 2013 年底,公司无形资产为 73.20 亿元,同比增加 51.49 亿元,主要系公司股东以三眼井探矿权投入公司所致。该探矿权经北京晟恒烨矿业投资咨询有限公司评估,并出具的晟恒烨矿报字(2013)第 2005 号探矿权评估报告。报告确定“宁夏平罗县三眼井地区煤炭资源勘探探矿权”在未来 28.17 年内(评估计算期为 2010 年 11 月 1 日至 2038 年 12 月 31 日),拟动用可采储量 10420.13 万吨,其探矿权评估价值为 410552.07 万元。

截至 2013 年底,公司商誉为 6.92 亿元,同比增长 2.82%,较上年变动较小。

截至 2014 年 3 月底,公司合并资产总额为 358.50 亿元,较 2013 年底增长 3.27%;公司资产结构变化不大,其中流动资产占 31.34%,非流动资产占 68.66%。截至 2014 年 3 月底,公司流动资产主要系货币资金增长所

致,非流动资产增长主要系公司在建项目投入所致。

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、其他应收款、存货及预付款项,其中货币资金中受限资金占比较高,流动资产存货占比较高,鉴于原油及其炼化制品市场价格波动较大,其他应收款以往来款和货款为主,存货周转速度较快。另外,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、资产流动性尚可。

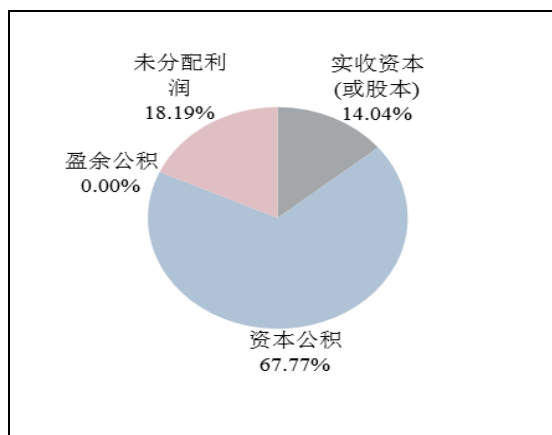
3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年,公司所有者权益年均增长 71.80%,主要是股本、资本公积以及未分配利润增长所致。根据公司 2013 年年报披露,公司 2013 年资本公积较上年增加 56.98 亿元,主要系股东以三眼井探矿权(41.06 亿元)投入公司和控股子公司宁夏三和矿产开发股份公司引入新股东改制为股份有限公司,相关资产和负债按照公允价值计量所致。截至 2013 年底,公司所有者权益 142.79 亿元,其中归属母公司所有者权益 122.90 亿元,其中实收资本占 14.04%、资本公积占 67.74%、专项储备和未分配利润分别占 0.04%和 18.18%,所有者权益的稳定性良好。

2011~2013 年,随着公司引入战略投资者及控股子公司增加,公司少数股东权益快速增长,年均复合增长 34.13%。截至 2013 年底,公司少数股东权益为 19.89 亿元。

图5 2013年底公司所有者权益构成情况



资料来源：公司财务报表

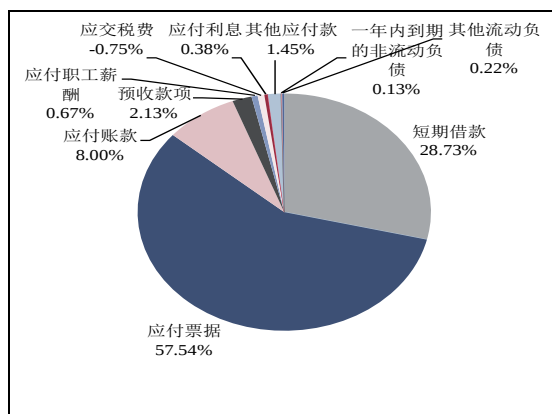
截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 143.85 亿元（其中少数股东权益 19.97 亿元）。公司归属于母公司所有者权益构成较 2013 年底变化不大。

负债

2011~2013 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 52.22%。截至 2013 年底，公司负债总额 204.37 亿元，其中流动负债占 70.06%，非流动负债占 29.94%，公司负债以流动负债为主。

2011~2013 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 66.94%。截至 2013 年底，流动负债合计 143.18 亿元，主要由短期借款（占 29.16%）、应付账款（占 8.12%）和应付票据（占 58.42%）等构成。

图6 2013年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报表

2011~2013 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 57.14%。截至 2013 年底，公司短期借款 41.75 亿元¹，其中以保证借款和抵押借款为主，分别占 31.56%和 30.08%。

2011~2013 年公司应付票据大幅增长，年均复合增长 61.63%，主要系公司产能释放，石油炼化板块采购量增长所致。截至 2013 年底，公司应付票据为 83.64 亿元，全部为银行承兑汇票。

2011~2013 年，公司应付账款年均复合增长 232.92%。截至 2013 年底，公司应付账款 11.63 亿元，同比增长 83.37%，主要系公司收入规模快速扩大导致。

截至 2013 年底，公司其他应付款为 2.11 亿元，同比增长 88.09%，其中，主要为公司资金往来款，另外公司子公司西北轴承向职工借款 0.71 亿元。

近三年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 28.91%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。截至 2013 年底，公司非流动负债 61.19 亿元，其中长期借款为 31.60 亿元，长期应付款为 24.87 亿元。

2011~2013 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 6.61%。截至 2013 年底，公司长期借款为 31.60 亿元。

2011~2013 年，公司长期应付款年均复合增长 73.23%。截至 2013 年底，公司长期应付款 27.04 亿元，全部为融资租赁款（计入长期债务）。

截至 2013 年底，公司应付债券 2.00 亿元，为两期面额 1.00 亿元期限 3 年的中小企业私募债券。

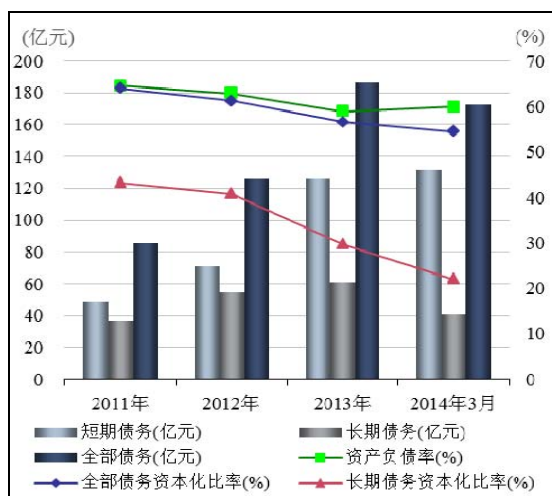
2011~2013 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 47.38%。截至 2013 年底，公司全部债务 186.22 亿元。其中短期债务 67.43%，长期债务占 32.57%，公司目前以短期债务为主。随着公司在建项目的逐步推进，

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。

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。

2011~2013 年，由于负债的增长速度慢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持续下降趋势，三年平均值分别为 61.20%、59.45%和 35.77%，2013 年底分别为 58.87%、56.60%和 29.81%。

图 7 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 214.65 亿元，较 2013 年底增长 5.03%；债务负担方面，截至 2014 年 3 月底，公司债务合计 199.04 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 59.87%、58.05%和 31.91%，较 2013 年底相比，公司全部债务资本化比率和资产负债率均有上升。

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，但由于探矿权及子公司改制的原因公司净资产快速增长，公司债务负担指标降低，但公司实际债务负担较重；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. 盈利能力

2011 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

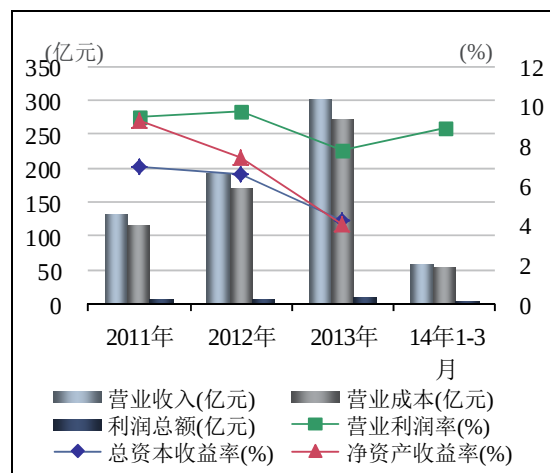
增长率 51.13%；同期，公司营业成本年均增幅（53.01%）略高于收入增幅。

2011~2013 年，公司期间费用快速增长（年均增幅 33.05%），期间费用占营业收入的比重波动下降，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；2013 年期间费用合计 14.85 亿元，期间费用占营业收入比重为 4.92%，较 2012 年下降 1.65 个百分点，其中财务费用占营业收入比重为 2.68%。

2013 年公司实现营业外收入 0.48 亿元，主要系公司债务重组利得（726 万元）及政府补助（3245 万元）。

从盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率波动下降，三年均值为 8.67%，2013 年为 7.73%；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 5.89%，2013 年为 4.16%；净资产收益率有所下滑，三年平均值为 6.09%，2013 年为 4.05%。整体看，公司盈利水平一般。

图 8 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报表

2014 年一季度公司实现营业收入 58.83 亿元，占 2013 年全年收入的 19.49%；同期公司实现利润总额 1.67 亿元；2014 年 1~3 月，公司营业利润率 8.86%，较 2013 年略有提升。

总体看，伴随公司产能逐步释放，公司经营及收入规模快速上升；受贸易业务收入规模

扩大利润率降低的影响，公司利润空间有限，利润率被逐渐压缩，整体盈利能力一般。

5. 现金流

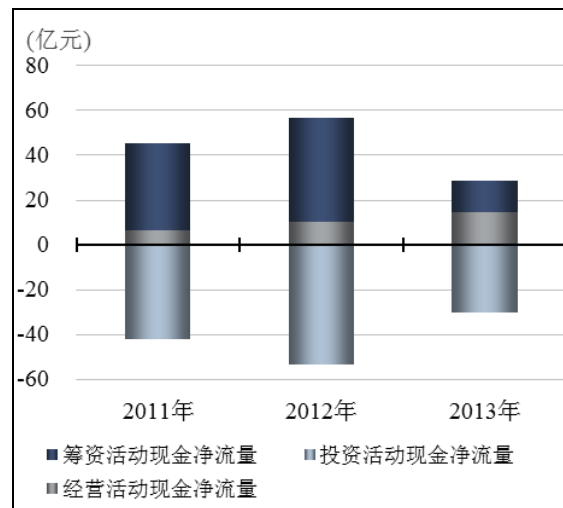
经营活动方面，随着公司营业收入的增长，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模相应逐年增长，年均增幅62.56%，2013年为347.72亿元；2013年公司收到的其他与经营有关的现金有大幅增长，为30.87亿元，系公司更换会计师事务所使得确认口径差异导致，其主要构成为公司收到的暂付款与收回其他应收款。2011~2013年，公司现金收入比分别为99.58%、104.91%和115.21%，公司收入实现质量尚可。同期，因购买原料支付的现金快速增长，公司经营活动现金流出规模年均复合增长70.44%，2013年为364.27亿元；同期公司支付的其他与经营活动有关现金相较于上年有大幅增长，为62.78亿元，同样系公司更换会计师事务所使得确认口径差异导致，其主要构成为支付的暂付款和公司票据保证金。2011~2013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6.75亿元、10.36亿元和14.35亿元。

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；2011~2013年，随着公司珠海项目投资规模波动降低和新疆项目投资规模逐渐扩大，公司投资活动现金流出量波动下降，年均下降15.84%，2013年为30.70亿元，其中购建固定资产、无形资产支付的现金29.07亿元；2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-42.24亿元、-53.26亿元和-30.30亿元。

筹资活动方面，2011~2013年，公司筹资活动现金流入均主要来自于银行贷款收到的现金；2013年公司筹资活动现金流入157.99亿元，其中取得借款收到的现金126.23亿元；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；2013年，

公司收到其他与筹资活动相关的现金29.62亿元，支付其他与筹资活动相关的现金19.34亿元，相较2012年有较大幅度增长，系公司更换会计师事务所确认口径差异导致，其主要构成为融资租赁相关款项。近三年，公司筹资活动净现金流量规模波动减少，三年分别为38.85亿元、46.47亿元和14.42亿元。

图9 2011~2013年公司现金流情况



资料来源：公司财务报表

2014年1~3月，公司经营活动产生现金流量净额3.09亿元；2014年1~3月，公司投资活动现金净流出5.75亿元；筹资活动产生现金净流入6.03亿元。

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，2011~2013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80.86%，2013年底该值为74.32%；由于存货规模较大，公司速动比率三年平均值为57.33%，2013年底为55.67%；2011~2013年，公司经营现金流动负债比分别为13.14%、13.08%和10.02%。截至2014年3月底，公司流动比率和速动比

率分别为 76.60%和 57.09%。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，2011~2013 年，公司 EBITDA 逐年增长，三年分别为 12.24 亿元、18.69 亿元和 22.61 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 7.54 倍，2013 年为 8.24 倍。2011~2013 年，公司 EBITDA 利息倍数三年平均值为 2.04 倍，2013 年为 1.92 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 2014 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 76.53 亿元，其中未使用额度 19.44 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司子公司西北轴承为上市公司，公司具有直接融资渠道。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保余额 7.50 亿元，对外担保比例为 5.21%，被担保方经营情况正常，公司对外担保对公司影响小。

7. 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 2014 年 2 月 25 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

公司本期中期票据拟发行额度为 10 亿元，占公司 2014 年 3 月底长期债务的 14.83%、全部债务的 5.02%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2014 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 59.87%、58.05%和 31.91%，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至 60.96%、59.24%和 34.99%，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置换银行借款，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

2011~2013 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 276.47 亿元，为本期中期票据发行额度的 27.65 倍，其中 2013 年公司经营活动现金流入量为 378.63 亿元，为本期中期票据发行额度的 37.86 倍；近三年，公司经营活动现金净流入加权平均值为 11.64 亿元，为本期中期票据的 1.16 倍，其中 2013 年公司经营活动现金净流入为 14.35 亿元，为本期中期票据发行额度的 1.44 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。

2011~2013 年，公司 EBITDA 加权平均值为 19.36 亿元，为本期中期票据发行额度的 1.94 倍，其中 2013 年公司 EBITDA 为 22.61 亿元，为本期中期票据发行额度的 2.26 倍，对本期中期票据覆盖程度好。

公司于 2014 年 1 月发行了 2014 年第一期中期票据（14 宁宝塔 MTN001），额度 8 亿元期限 5 年。考虑到两期票据存在集中偿付可能性，故以两期票据合计 18 亿元额度测算，2011~2013 年公司经营活动现金流入量三年加权平均值为两期中期票据的 15.36 倍，其中 2013 年经营活动现金流入量为两期中期票据的 21.03 倍；公司三年经营活动现金净流量加权平均值为两期中期票据的 0.64 倍，2013 年为两期中期票据的 0.80 倍；公司三年 EBITDA 加权平均值为两期中期票据的 1.08 倍，2013 年为两期中期票据的 1.26 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对两期票据保障能力强，

EBITDA 对两期票据具有一定保障能力。未来伴随公司在建产能的陆续投产，公司收入及利润规模有望持续提升，公司经营规模的扩大有助提升其对两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，盈利能力一般、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会有所加重，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持续增长。

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。

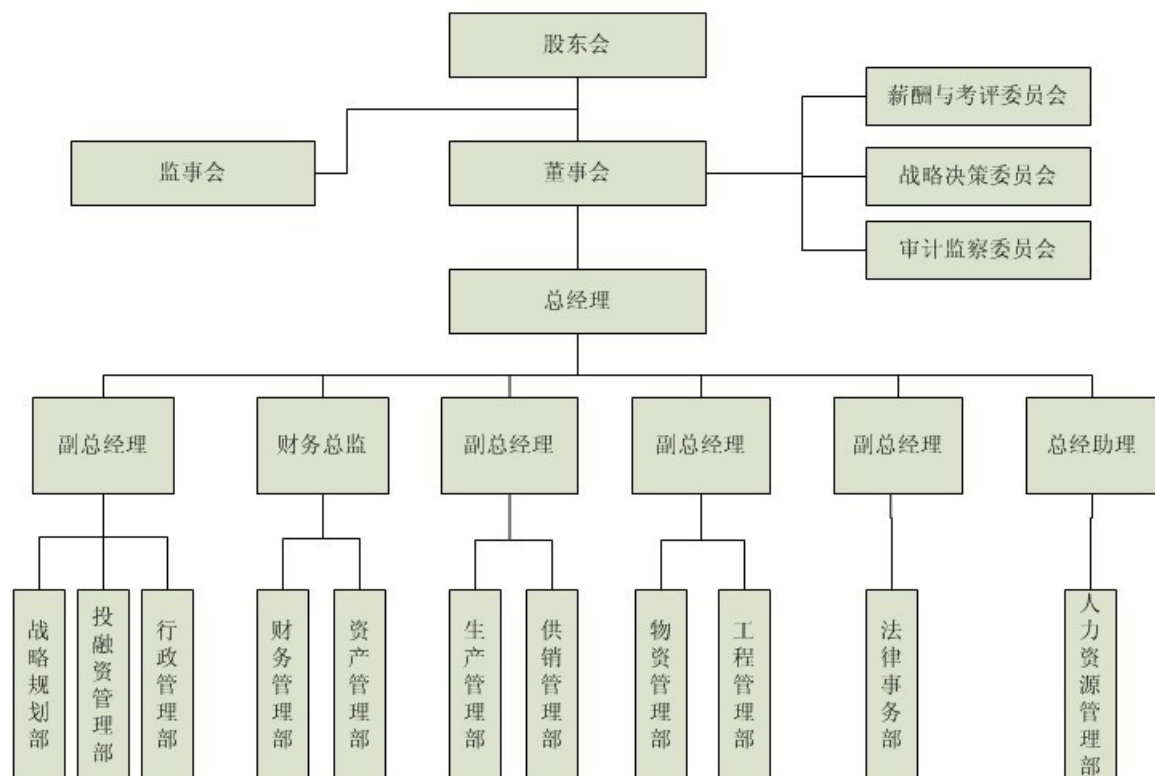
综合来看，本期中期票据到期不能偿付的风险较低，安全性较高。

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.52	25.01	46.78	49.23
资产总额(亿元)	136.58	214.37	347.16	358.50
所有者权益(亿元)	48.38	79.70	142.79	143.85
短期债务(亿元)	48.93	70.92	125.58	131.63
长期债务(亿元)	36.81	54.83	60.64	67.41
全部债务(亿元)	85.74	125.75	186.22	199.04
营业收入(亿元)	132.14	192.56	301.81	58.83
利润总额(亿元)	5.29	6.96	8.96	1.67
EBITDA(亿元)	12.24	18.69	22.61	--
经营性净现金流(亿元)	6.75	10.36	14.35	3.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	219.97	68.81	51.83	--
存货周转次数(次)	13.87	9.15	11.54	--
总资产周转次数(次)	1.93	1.10	1.07	--
现金收入比(%)	99.58	104.91	115.21	108.52
营业利润率(%)	9.45	9.73	7.73	8.86
总资本收益率(%)	6.94	6.56	4.16	--
净资产收益率(%)	9.28	7.35	4.05	--
长期债务资本化比率(%)	43.21	40.75	29.81	31.91
全部债务资本化比率(%)	63.93	61.21	56.60	58.05
资产负债率(%)	64.58	62.82	58.87	59.87
流动比率(%)	95.29	82.14	74.32	76.60
速动比率(%)	62.77	56.47	55.67	57.09
经营现金流动负债比(%)	13.14	13.08	10.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.17	2.16	1.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.00	6.73	8.24	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.22	20.24	37.86	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.68	1.04	1.44	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.22	1.87	2.26	--

注：1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将长期应付款科目调至长期债务；3. 公司对 2011 年及 2012 年财务数据进行差错更正并重新审计，对公司财务分析根据经重新审计的 2011 年、2012 年财务数据。

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%
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

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，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 年度第二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。

