信用等级公告

联合[2018] 2021 号

联合资信评估有限公司通过对宝塔石化集团有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宝塔石化集团有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“14 宁宝塔 MTN001”和“14 宁宝塔 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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

宝塔石化集团有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 宁宝塔 MTN001	8 亿元	2019/01/29	AA	AA
14 宁宝塔 MTN002	10 亿元	2019/09/26	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	50.70	37.82	48.29	47.06
资产总额(亿元)	565.70	685.38	637.07	639.19
所有者权益(亿元)	227.70	325.56	323.07	324.22
短期债务(亿元)	183.60	189.79	225.28	225.36
长期债务(亿元)	97.14	100.71	52.32	53.16
全部债务(亿元)	280.75	290.50	277.59	278.52
营业收入(亿元)	409.31	469.76	524.78	105.61
利润总额(亿元)	9.42	11.36	15.95	1.73
EBITDA(亿元)	25.68	29.05	36.58	--
经营性净现金流(亿元)	15.96	36.18	26.61	7.03
营业利润率(%)	6.49	5.76	5.17	5.29
净资产收益率(%)	2.91	2.37	3.44	--
资产负债率(%)	59.75	52.50	49.29	49.28
全部债务资本化比率(%)	55.22	47.15	46.21	46.21
流动比率(%)	69.04	65.44	96.17	97.70
经营现金流动负债比(%)	6.81	14.45	10.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.93	10.00	7.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.25	1.84	--

注：1. 2018 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。

分析师

王 爽　李博文
邮箱：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）
网址：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，联合资信也关注到公司短期债务占比高、整体资产受限比例高、进口原油配额暂时性削减、重要生产基地被转让、下属财务公司票据逾期等因素及事件对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司对外转让奎山基地和珠海基地，提前收回奎山基地的投资，但公司原料预处理能力将有一定程度下降，另外公司进口原油配额暂时性削减，未来公司产能释放或受到一定程度削弱，下属财务公司票据逾期事件在一定程度上对公司市场信誉度造成了负面影响。

公司经营活动现金流入量及EBITDA对两期中票本金的保障程度较高。综合评估，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，维持“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002”信用等级为AA。

优势

1. 公司在宁夏周边及西部地区具有较强的市场竞争优势。
2. 公司石化板块产品链条完善，炼化一次及二次加工能力在行业内处于领先地位。
3. 跟踪期内，公司保持着较高的产能释放，营业收入及利润规模进一步增长。

关注

1. 国际原油价格波动对公司业务经营影响较大，2018 年 1 季度公司原料油采购价格大幅增长，公司采购成本控制压力加重。
2. 公司短期债务占比偏高，给公司带来一定短

期支付压力。

3. 公司货币资金受限比例高、公司所持宝塔实业股权轮候冻结，公司资产流动性弱。
4. 跟踪期内，公司转让珠海基地，未来原料预处理能力将有一定程度下降。
5. 公司进口原油配额暂时性削减，未来公司原油加工比例或有所下降。
6. 公司转让奎山基地后，较大规模的前期往来款转变为其他应收款，未来回款存在一定不确定性，联合资信将密切关注。
7. 截至 2018 年 3 月底，公司现金及现金等价物余额较小，下属财务公司票据未如期兑付，反映出公司内部管理仍存在不足。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宝塔石化集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宝塔石化集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于宝塔石化集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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。截至2018年3月底，公司注册资本为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）。公司实际控制人为孙珩超先生。

公司主要从事石油炼化和油品贸易，产品包括汽、柴油、燃料油以及丙烯、聚丙烯、民用烃类等化工产品。

公司下设战略运营部、科技与工程管理部、采购管理部、投融资管理部、资产管理部、财务管理部、人力资源部、信息宣传部、综合管理部、风险管理部和法务部共11个职能部门。

截至2017年底，公司资产总额为637.07亿元，所有者权益合计为323.07亿元（其中少数股东权益为105.17亿元）；2017年公司实现营业收入524.78亿元，实现利润总额15.95亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为639.19亿元，所有者权益合计为324.22亿元（其中少数股东权益为105.13亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入105.61亿元，实现利润总额1.73亿元。

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、存续债券概况和募集资金使用情况

公司分别于2014年1月和2014年9月发行了“14宁宝塔MTN001”和“14宁宝塔MTN002”，发行额度分别为8亿元和10亿元，将分别于2019年1月和2019年9月到期偿付。

“14宁宝塔MTN001”募集的8亿元资金中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”募集的10亿元资金中3.1亿元用于置换银行贷款，6.9亿元用于补充流动资金，两期中票所募集的资金均已按要求使用完毕。

“14宁宝塔MTN001”票面利率为8.90%，应于存续期内每年1月29日支付相应利息；“14宁宝塔MTN002”票面利率为8.60%，应于存续期内每年9月26日支付相应利息，根据公司历年付息公告，截至目前两期中票均已按期支付相应利息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14宁宝塔MTN001	8	8	2014/1/29	2019/1/29
14宁宝塔MTN002	10	10	2014/9/26	2019/9/26

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，

为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增

长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

石油产品是重要的战略资源，是仅次于煤炭的第二大能源消费品，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。石油化工行业链条包括原油开采、炼制、成品油销售和石化产品再加工，以及天然气工业，在国民经济中占有举足轻重的地位。根据国家统计局 2018 年 3 月公布数据显示，截至 2017 年末，石油和化工行业规模以上企业 29307 家，累计主营业务收入 13.8 万亿元，比上年增长 15.7%；利润总额 8462.0 亿元，同比增长 51.9%，分别占全国规模工业主营收入和利润总额的 11.8%和 11.3%，2017 年行业整体运行情况较好。

石油产品种类繁多，并与其他化工链条存在交叉。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，且行业发展受国家多方位管控，进入壁垒较高。

原油生产和进口供应方面，受国际原油市场和中国石油生产开采条件变化等多种因素影响，国内原油和天然气产量变化出现分化。2017 年全年原油天然气总产量 3.24 亿吨（油气当量），同比增长 0.8%。其中，原油产量 1.92 亿吨，下降 4.0%，产量创 2010 年以来新低；天然气产量（含煤层气，下同）1474.2 亿立方米，增长 8.5%；液化天然气产量 829.0 万吨，增长 14.4%。中国巨大的能源缺口主要依靠进口弥补，根据美国能源信息管理局的报告，中国已超越美国成为全球第一大原油进口国，原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。2017 年全年进口原油 4.20 亿吨，同比增长 10.2%，对外依存度达到 68.4%的新高；进口天然气 955.2 亿立方米，增长 27.0%，对外依存度 38.4%。原油和天然气开采业景气度有所回升，截至 2017 年末，石油和天然气开采业

规模以上企业 293 家，2017 年全年累计主营收入 9201.5 亿元，同比增长 17.6%；利润总额 329.8 亿元，去年同期为亏损 550.8 亿元。尽管行业效益总体上明显改善，但利好主要来自于天然气开采方面，受中国石油开采成本偏高影响，原油开采业仍有近六成企业亏损；效益继续恶化，原油开采业净亏损 11.5 亿元，连续第二年亏损。原油开采业面临的形势依然十分严峻。

石油加工业是石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。截至 2017 年末，石油加工业规模以上企业 1366 家，累计主营收入 3.42 万亿元，同比增长 21.5%；利润总额 1911.5 亿元，增长 14.4%；完成固定资产投资 2228.2 亿元，增长 5.6%；资产总计 2.05 万亿元，增长 12.3%；资产负债率 57.35%。全年石油加工行业呈现了盈利继续向好、大型企业顶部优势显著和行业格局逐渐清晰的整体态势，已形成以中石油等为代表的国有综合性能源公司和地方炼油企业为主体的加剧竞争格局。

2017 年全国原油加工能力 7.72 亿吨/年，经 2015 年和 2016 年的徘徊后重回增长轨道。其中，2017 年新增能力 4000 万吨/年，仍以国有企业为主，而地方炼油企业为取得“两权”淘汰落后能力 2240 万吨/年，行业同比净增 1760 万吨/年。截至 2017 年末，三大国有石油公司炼油能力占全国炼油能力的 66.14%，地方炼油企业占 31.40%，其他为煤基油品及外资企业产能。虽然近几年大量落后产能遭到淘汰，但随着国内炼油能力重拾增长，过剩形势还将持续加剧，初步估计目前中国炼油能力在计入必要的出口后仍至少过剩约 8000 万吨/年。随着近年来国家不断推进行业改革和转型升级，小型、单位能耗偏高的一次落后产能淘汰加速，千万吨级项目不断落地，炼厂平均规模逐年提升，截至 2017 年底，全国千万吨级炼厂共 25 家，较上年底增加 1 家，合计炼油能力 3.37 亿吨/年，占全国的 43.7%，较上年提高 1.7 个百分点，显示出行业规模化发展态势。惠州炼厂成为中国第四家 2000 万吨/年级世界级炼厂。虽然中石化、中石油的炼厂平均规模已基本达到世界炼厂平均规模，分别为 743 万吨/年和 746 万吨/年，但由于国内其他炼油企业规模较小，国内炼厂平均规模仅 413 万吨/年，与世界炼厂平均规模 754 万吨/年仍有较大差距。地区分布上，山东、辽宁、广东是中国炼油能力的主要大省，三省合计炼油能力 3.52 亿吨/年，占全国总能力的 45.64%。环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲是国内三大炼化产业集群区，集中了全国约七成的炼油能力。

原油加工量方面，2017 年，原油加工量继续保持增长，加工量 5.68 亿吨，同比增长 5.0%；全国炼厂开工率同比上升 1.9 个百分点至 73.7%的近年来最高水平，同时呈现出地方炼油企业开工率提高、大型国有石油公司炼油开工率下降的分化，以往二者巨大的产能利用率差距得以收窄。2017 年全国成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.58 亿吨，增长 3.0%，其中，柴油产量 1.83 万吨，增长 2.4%；汽油产量 1.33 亿吨，增长 3.0%。汽煤柴油收率受部分馏分油转而生产化工用油影响，略微下降，炼厂生产柴汽比与上年基本持平。汽煤柴油净出口量经过两年的高速增长后大大放缓，同比仅增长 6.8%，吨油利润连续 3 年实现增长。

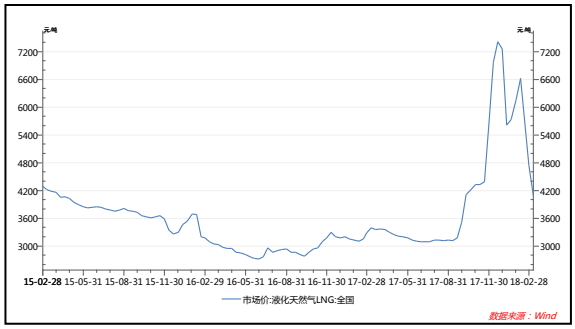
炼油产能结构方面， 2017 年全国二次加工能力达到 8.04 亿吨/年，同比增长 5920 万吨/年，使中国二次加工能力首次超过一次加工能力。在环保法规要求日趋严格的大背景下，行业整体深加工能力得到强化，以满足不断提升的国家油品质量标准。实力较强的地方炼厂纷纷加大产品升级力度，上马催化重整、加氢处理、加氢裂化等装置，部分地方炼厂甚至能够将满足第六阶段标准产品供应北京。加氢类装置运行条件较为复杂，配套投入和运营成本高，未来随着行业装备水平差距进一步加大，行业内部或将出现分化。

成品油、天然气和化工产品销售为石油化工行业下游，其中又以成品油和天然气销售为主。2017 年，中国石油天然气表观消费量 7.99

亿吨（油当量），同比增长 7.4%，增速比上年加快 3.1 个百分点。其中，原油表观消费量 6.07 亿吨，增长 5.0%；天然气表观消费量 2393.90 亿立方米，增长 15.3%，占石油天然气比重为 27.0%，同比提高 1.8 个百分点。随着工业、交通、房地产等领域出现短期回暖，拉动成品油消费重归增长区间，2017 年全国成品油消费量约为 3.25 亿吨，同比增长 3.2%，回升 3.7 个百分点，其中汽油消费量在乘用车销量下滑、限行限售、新能源汽车与共享出行等因素冲击下，全年表观消费量 1.23 亿吨，增速仅为 3.0%；中国工业生产回升、煤炭运输回暖、快递物流高速增长，拉动柴油消费重归正增长。全年柴油消费量 1.68 亿吨，同比增长 2.0%，增速较上年回升 7.0 个百分点；受航空、货运周转量持续高增长影响，煤油需求强劲，表观消费量为 0.33 亿吨，同比增长 10.5%，增速回升 1.3 个百分点，同时净出口有所减少，反映出航空业内需仍在扩张。

天然气方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2017 年全国天然气消费量保持高速增长，全年天然气(含页岩气、煤层气)表观消费量约为 2352 亿立方米左右，同比增长 17.0%，占一次能源总消费量比重已达到 7.0%，消费增量创历史新高。中国天然气产量与消费量缺口巨大，对进口依赖增加，且季节性供求矛盾明显，河北、山东、山西、陕西和河南等省份部分地区 2017 年冬季甚至出现供应紧张和限量、断供情况，尽管政府部门通过推动上游供气企业加大气田产量与采购 LNG 现货、压减非居民用户等方式保障居民生活和采暖用气，但市场仍存在较大供需缺口。

图 1 液化天然气 LNG 市场价格情况



资料来源：Wind

2．行业政策

石油化工行业当前仍受国家多方面的监管，涉及原油及天然气的勘探、生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品的生产、运输和销售等多方面，行业总体发展规划、生产总量、进口规则、定价等由国家能源局、国家发改委等统筹规划，税收由国家财政部和国家税务总局共同管控，而作为高危高污染行业，石油化工行业在环保、安全等方面由国家环保和安全生产单位密切监控。

总体政策导向方面，国家能源局发布《2018 年能源工作指导意见》，政策取向强调注重绿色低碳发展、注重提高能源供给体系质量、注重提高能源系统效率、注重依靠创新驱动发展、注重保障和改善民生、注重开放合作共赢发展和深化能源依法治理实践。重点目标包括全国能源消费总量控制在 45.50 亿吨标准煤左右、非化石能源消费比重提高到 14.3%左右、天然气消费比重提高到 7.5%左右和煤炭消费比重下降到 59.0%左右。该政策表明 2017 年国内原油开采水平将维持 1.90 亿吨左右水平，原油对外依存度可能进一步加大，同时天然气及下游相关化工产业将持续利好。从近年来多个行业政策文件解读来看，环保和油品质量升级仍是行业政策重心，国六标准油品炼油装置改造方案和时间表得以明确，并对加快淘汰炼油行业落后产能、提高炼厂能效和研究实施炼油行业能效领跑者计划加以了强调。

成品油定价方面，目前全国成品油价格仍

然按照 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，实行政府指导价和政府定价，其中汽、柴油零售价格和批发价格，向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应汽、柴油供应价格，实行政府指导价；向国家储备和新疆生产建设兵团供应汽、柴油供应价格，实行政府定价。当国际市场原油价格低于每桶 40 美元(含)时，按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 40 美元低于 80 美元(含)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(含)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。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。调价生效时间为调价发布日 24 时。当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。2017 年共出现 25 轮调价周期，其中因调幅不足 50 元/吨而搁浅共有 8 次，调价窗口正常开启 17 次，其中 11 次上调、6 次下调。年内汽油累计上调 435 元/吨，柴油累计上调 420 元/吨。

天然气价格方面，2017 年 6 月国家发改委引发《关于加强配气价格监管的指导意见》，建立成本约束机制及配气价格制定方法，规定供销差率不超过 5%，3 年内降至不超过 4%；管网折旧年限不低于 30 年，准许收益率不超过 7%，充分体现了燃气行业属于公用事业的特点。2017 年 11 月，国家发改委出台《关于全面深化价格机制改革的意见》，以供给侧结构性改革为主线，按照“管住中间、放开两头”的总体思路要求深化非居民用天然气价格市场化改革，适时放开气源价格和销售价格，完善居民用气价格机制。

原油进口权与进口原油使用权方面，中国近年来一直实行非国营原油进口权和使用权发放制度，其中进口权（原油非国营贸易进口配额）由商务部下发，进口原油使用权则由发改委审批下发。2017 年 12 月，商务部公布 2018 年原油非国营贸易进口允许量 1.42 亿吨，同比大增 62.6%。新增配额主要来自 2017 年新获配额的地方炼油企业及恒力石化。在增加允许量的同时，注重提高使用效率，沿用 2017 年首次采用的分批下达、追加调整、严格考核的分配原则，对于实际进口原油使用率较低的企业，相应获得的允许量也较低；连续两年无进口的不再安排允许量。2018 年首批原油非国营贸易进口配额总计 1.21 亿吨，32 家地方炼油企业占据其中 9000 万吨配额。另一方面，由于部分民营企业存在未拆除落后装置、私下转卖进口配额等失信或违法违规行为，国家发改委于 2017 年 4 月发布《关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》，明确自 2017 年 5 月 5 日起停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料。随着原油进口配额的大幅增长和加工企业进口原油使用权的停止审批，已经完成落后产能置换的炼油行业顶部企业的原料来源得以大幅放开，同时落后产能从原料来源受到压缩，有利于行业整理和产业升级。

税收政策方面，中国成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税，还包含一些地方性的教育费附加税。除消费税外，其他税种均按照油价比例征收。成品油是消费税 15 个应税消费品大项中的一项，税目项下还包括七个子目，即汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油。2015 年以来，成品油消费税为汽油 1.52 元/升，柴油 1.2 元/升，对应的消费税约合汽油 2082 元/吨和柴油 1404 元/吨。2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读，宣布对消费税征收管理方法实施改革，对成品油经销企业的开票方式，开票金额及开票限额均作出规定，并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前（包括 3 月 10 日），将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品

油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制，并为成品油价格市场化做出准备。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开,印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》,明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染物防治工作，并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换，并禁止销售普通柴油。同时，2020 年起，全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称“国六”标准）的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，对行业落后产能将产生较大的淘汰压力。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，提出打造一批化工类国家新型工业化产业示范基地，形成若干个世界一流水平的石化产业基地、现代煤化工产业示范区；城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园全面启动，新建化工项目全部进入合规设立的化工园区。这一文件强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工行业绿色集群化发展。

3. 行业发展

炼油行业将向集群化发展

近年来国内炼油行业呈现小型产能不断淘汰、中型产能整合发展、大型产能项目不断落地的发展态势。按照国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》，未来炼化产业将优化布局，拥有更低吨成本、更强全厂优化能力和更灵活生产方案的千万吨世界级大型炼化项目将不断落成。2016 年 9 月工业和信息化部印发《石化和化学工业发展规划（2016~2020）》，指出有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，目前多个项目正在有序推进。2017 年山东炼化能源集团有限公司、浙江石油公司相继成立，重点对山东、浙江地区地方炼化企业进行销售整合，强化原料采购、下游销售等环节的资源整合，形成规模优势。未来随着行业集群化发展，规模较小产能或将逐渐淘汰，炼油行业群雄逐鹿的格局将发生改变。

成品油市场竞争将进一步加剧

地方炼油企业在原油进口和使用权放开、企业装备水平大幅提升的背景下，2017 年开始全国范围成品油价格战愈演愈烈。据中国石油集团经济技术研究院估测，2018 年，地方民营炼油企业汽柴油产量的市场份额将由 2017 年的 21.5%增至 23.6%。随着中国炼油能力连增两年且增速扩大，2018 年炼油能力将过剩近 1 亿吨。即使在开工率较低的情景下，国内成品油资源仍将过剩 4500 万吨以上，出口压力较大，国内市场竞争形势将更为严峻。2018 年下半年，随着新建成炼厂的先后投产运行，国内成品油市场的竞争将更为激烈。

市场化改革将不断推进

上海国际能源交易中心于 2018 年 3 月 12 日宣布，中国原油期货将于 2018 年 3 月 26 日开始上市交易，正式为中国原油定价与交易放开提供市场运作平台，这是中国石油化工行业市场化的里程碑。同时，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的要求，2018 年中国成品油价格改革还将进一步推进并完善。随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

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。

2017 年宁夏回族自治区实现生产总值

3453.93 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.8%，其中第一产业增加值 261.07 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 1580.53 亿元，同比增长 7.0%；第三产业增加值 1612.33 亿元，同比增长 9.2%。

工业方面，2017 年宁夏回族自治区工业增加值 1096.30 亿元，同比增长 8.4%。从轻重工业看，规模以上轻工业实现增加值增长 1.8%；重工业增长 9.9%。从产业看，采矿业增长 2.0%、制造业增长 8.4%、电力、燃气和水的生产和供应业增长 12.6%。

2017 年，全区全社会固定资产投资 3813.38 亿元，同比增长 4.2%。其中，固定资产投资 3725.12 亿元，增长 4.2%。分产业看，第一产业投资 214.59 亿元，增长 60.79%；第二产业投资 2138.03 亿元，下降 8.3%；第三产业投资 2138.03 亿元，增长 10.0%

总体看，2017 年宁夏回族自治区经济继续保持平稳增长，但固定资产投资中第二产业投资同比下降。

六、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%，孙珩超对其拥有控制权）。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。目前以宁东及芦花基地为生产核心，拥有 1 家上市公司—宝塔实业（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”）。炼化主业方面，公司现有一次加工能力 750 万吨/年，二次加工能力 400 万吨/年，建有重油催化裂化、延迟焦化等装置，形成了以燃料油（重油）、催化制烯烃（丙烯）为核心的较为完整的产业链，并具备较为完整的重整、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作为配套。

公司拥有一定规模的原油、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，同时公司在内蒙古二连浩特市经济产业园东侧拟建 500 万方原油商业储备库，该项目既可作为国家战略原油储备库使用，又可作为商业储备库运营使用。目前该项目正在内蒙古自治区发改委备案中。

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，同时 2017 年 3 月，公司通过股权收购获得新疆吐鲁番市艾丁湖一区煤矿部分探矿权，该煤矿隶属于新疆中核泰盛矿业开发有限公司，煤炭储量四十四亿吨以上。公司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。

七、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、王静波、刘增棋、王建庭、张立宁，孙珩超任董事长；公司监事会成员包括周生信、张立忠、史兴家、孙淑兰和梁黎。

表 2 董事变更情况

变更前		变更后	
姓名	职务	姓名	职务
孙珩超	董事长	孙珩超	董事长
孙培华	董事	孙培华	董事
何东翰	董事	何东翰	董事
王静波	董事	王静波	董事
顾自安	董事	刘增棋	董事
霍言	董事	王建庭	董事
赵立宝	董事	张立宁	董事

资料来源：公司提供

表 3 监事变更情况

变更前		变更后	
姓名	职务	姓名	职务
周生信	监事	周生信	监事
张立忠	监事	张立忠	监事
史兴家	监事	史兴家	监事
孙淑兰	监事	孙淑兰	监事
梁黎	监事	梁黎	监事
李建刚	监事	--	--
张立宁	监事	--	--

资料来源：公司提供

2017 年 5 月 8 日，公司进行管理机构调整，公司董事局出台《关于当前集团体制机制改革的指导意见》，意见中要求组建石化产业集团、金控产业集团、商贸产业集团、科技工程产业集团、教育产业集团、投资控股产业集团、新能源产业集团等 7 个产业集团，分别管理公司各个板块生产经营，目前已组建完毕。

公司在管理制度和管理结构等方面无其他重大变化。

八、重大事项

转让子公司股权

公司于 2017 年 12 月 27 日发布公告称，公司通过股权转让的方式将持有的新疆奎山宝塔石化有限公司（以下简称“奎山宝塔”）74.79%股权和新疆宝塔投资控股有限公司持有的奎山宝塔 4.20%股权转让予温州和力商业管理合伙企业（有限合伙），转让对价为 33.75 亿元；将新疆宝塔投资控股有限公司持有的奎山宝塔 0.01%股权转让予温州亚天环保设备有限公司，转让对价为 42.73 万元。公司于 2017 年 12 月 29 日发布公告，公司通过股权转让的方式将珠海宝塔石化有限公司（以下简称“珠海宝塔”）89.15%股权、珠海中南汇化工有限公司 100%股权、珠海宝塔石化储运有限公司 100%股权、珠海宝塔海港石化有限公司 100%股权转让给北京裕隆国际贸易有限公司，转让对价分别为 14.17 亿元、2.01 亿元、6.46 亿元和 1000 万元。目前交易合同已履行完毕，并在工商部门完成股权变更登记手续。

截至 2017 年底，公司不再将上述已完成对外转让的子公司纳入合并范围，新疆奎山基地和珠海基地均为公司重要生产基地，公司对新疆基地已投资建设多年，主要为重油制烯烃一体化项目，投资规模较大，目前尚未正式投产；珠海基地原料预处理能力为 250 万吨/年，主要产品为汽柴油，公司宁夏基地原料预处理能力 750 万吨/年，此次股权出售后，公司将保留宁夏基地；公司出售新疆基地有利于公司提前收回投资及缓解后期资金支出压力；珠海基地出售后公司原料预处理能力将有一定程度削减。

宝塔实业股权轮候冻结

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权多次被轮候冻结。截至2018年3月底，公司持有宝塔实业股份共405415924股，持股比例53.05%，其中155935674股流通股及249480250股限售股处于轮候冻结状态，占公司持有宝塔实业股份总数的100%，占宝塔实业总股本的53.05%。

宝塔实业股权轮候冻结，公司利用上市公司股权质押融资或有所受限。

进口原油配额暂时削减

2017年9月11日，国家发展改革委办公厅发布《国家发展改革委办公厅关于宝塔石化集团有限公司延长储气建设期限有关问题的复函》（发改办运行[2017]1510号），根据函复，公司2亿立方米LNG储气设施项目建设可延期至2019年8月20日，自2018年起，公司进口原油使用量由616万吨/年暂调减至216万吨/年，该储气设施建成后，另行研究恢复相应进口原油使用量。

公司原油配额削减主要原因系2017年国家海洋局对沿海项目出台新的禁止填海政策，公司2亿立方米LNG储气设施项目无法按照计划时间动工，而无法在承诺期间完成该项目的建设。公司未来将通过新的方案落实项目建设。

公司进口原油配额有所削减，2018年公司原油加工比例或有所下降，对促进产能利用率提升的作用或有一定程度削弱。

下属财务公司票据未如期兑付

宝塔石化集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）为公司下属财务公司，财务公司于2018年7月11日在其官方网站发布公告称，由于工作上的失误，财务公司未能对风控兑付问题进行严格统筹，造成持有宝塔票据的客户未能如期兑付。

根据该公告，财务公司经集团董事局、票据销售商磋商，计划将持有财务公司10万元（含）以下已到期尚未兑付票据于公告当周全部兑付，10万元~50万元（含）已到期尚未兑付票据将于7月16日~20日兑付，其余投资机构将于本月23日至8月20日进行统筹、协调、兑付完毕。

联合资信关注到宝塔石化财务公司主要对宝塔石化集团内部子公司提供资金管理、信贷、结算等金融服务，财务公司票据兑付逾期反映出其在集团子公司资金归集、风控管理方面仍存在不足，对其市场信用度造成一定负面影响，联合资信将持续关注公司的流动性问题。

九、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。2017 年，公司石化板块实现收入 225.53 亿元，同比小幅增长 0.85%；油品贸易板块为公司另一重要收入来源，2016 年以来，国际原油价格触底反弹并持续上涨，2017 年，公司油品贸易板块收入规模同比有所增长，2017 年公司实现贸易收入 285.17 亿元，同比增长 21.88%；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。2017 年公司化工板块实现收入 2.91 亿元，同比增长 11.49%；2017 年，公司生产及机械加工板块实现收入 7.70 亿元，同比增长 12.57%；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，2017 年合计实现收入 3.47 亿元，同比增长 27.57%；公司油品贸易规模较大，近两年分别实现收入 233.98 亿元和 285.17 亿元。

毛利率方面，2017 年，石化板块毛利率为 12.00%，同比下降 1.42 个百分点；化工板块毛利率为 2.60%，同比下降 0.99 个百分点；生产及机械加工板块毛利率为 19.53%，同比增长 10.03 个百分点；收入占比较高的油品贸易板块毛利率同比下降 0.48 个百分点至 2.54%。各板块综合影响下，公司整体毛利率同比下降 1.19 个百分点至 7.20%。

总体上，跟踪期内公司石化板块和贸易业务仍为收入的主要来源，利润贡献则主要来自石化板块，公司整体毛利率同比变化不大。

表 4　公司主要业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	223.62	47.60	13.42	225.53	42.98	12.00	42.25	40.01	12.79
化工板块合计	2.61	0.56	3.59	2.91	0.55	2.60	1.07	1.02	2.75
生产及机械加工板块合计	6.84	1.46	9.50	7.70	1.47	19.53	1.24	1.18	22.07

油品贸易板块	233.98	49.81	3.02	285.17	54.34	2.54	60.62	57.39	3.12
其他	2.72	0.57	57.78	3.47	0.66	1.62	0.43	0.40	6.19
合计	**469.76**	**100.00**	**8.39**	**524.78**	**100.00**	**7.20**	**105.61**	**100.00**	**7.22**

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。2017年，公司主要石化产品收入规模均有所上升，其中汽油、柴油分别实现收入73.73亿元、73.39亿元，同比分别增长3.52%、6.39%。

2017年，公司石化板块实现收入合计225.53亿元，其中汽、柴油收入占整个石化板块收入的比重分别为32.69%和32.54%，同比分别增长0.67个百分点和1.52个百分点，同比变化不大。

表 5　公司部分石化产品收入构成（单位：亿元、%）

产品	2016 年		2017 年		18 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽油	71.22	32.02	73.73	32.69	16.16	38.24
柴油	68.98	31.02	73.39	32.54	17.60	41.66
丙烯	1.42	0.64	1.41	0.63	0.27	0.64
聚丙烯	5.32	2.39	3.82	1.69	0.42	1.0
MTBE	0.84	0.38	0.78	0.35	-	-
燃料油 1#	9.18	4.13	7.01	3.11	-	-
燃料油 4#	12.36	5.56	7.99	3.54	-	-
燃料油 7#	--	--	0.06	0.03	-	-
民用烃	4.16	1.87	4.22	1.87	0.53	1.25
其他	50.14	21.99	53.12	23.55	7.27	17.21
合计	**223.62**	**100.00**	**225.53**	**100.00**	**42.25**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：其中 2016 年及 2017 年数据含珠海基地，2018 年 1~3 月不含。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 105.61 亿元，为 2017 年全年水平的 20.12%。其中，石化板块和油品贸易板块分别实现收入 42.25 亿元和 60.62 亿元，收入占比分别为 40.01%和 57.39%。毛利率方面，石化板块和油品贸易板块毛利率均较 2017 年全年水平略有提升，公司整体毛利率为 7.22%，与 2017 年全年水平相当。

2．生产经营

公司原有宁夏（宁东基地、芦花基地）、珠海和新疆奎山三大生产基地，其中新疆奎山基地一直处于建设过程中，未有产出。

2017 年底，公司完成子公司珠海宝塔和奎山宝塔全部股权的对外转让，公司未来将围绕宁夏，以宁东基地和芦花基地为生产核心。

表 6　公司原有基地生产情况对比

基地	加工能力	生产装置	产出品
宁夏（宁东、芦花）基地	原油一次加工 750 万吨/年、二次加工 400 万吨/年	重油催化裂化、延迟焦化、燃料油（重油）催化制烯烃（丙烯）装置、	汽油、柴油、燃料油、丙烯、聚丙烯、民用烃等。

		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。	
珠海基地	原油一次加工 250 万吨/年	250 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、30 万吨/年柴油加氢装置、30 万吨/年汽油加氢装置和 11000m^3/h 制氢装置以及产能配套的 30 万吨/年酸性水气提、2 万吨/年硫磺回收装置、69 万 m^3 储罐等相关配套公用工程设施.	汽油、柴油、燃料油、丙烯、聚丙烯、民用烃等。
新疆奎山基地	在建原油预处理能力 500 万吨/年（一期）、300 万吨/年（二期）	在建重油制烯烃一体化装置，包括 500+300 万吨/年重油预处理装置、200 万吨/年催化裂化装置、200 万吨/年催化热裂化 CPP 装置、200 万吨/年延迟焦化装置、150 万吨/年汽柴油加氢装置、200 万吨/年重油加氢处理装置等。	汽油、柴油、丙烷、液化气、苯、甲苯、二甲苯、聚乙烯、聚丙烯、MMA、硫磺、石油焦等（生产装置处于建设过程，未有实际产出品）。

资料来源：公司提供

注：2017 年底，公司已完成对珠海基地和新疆奎山基地的转让。

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。

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。

前珠海基地以重油催化裂解（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。前珠海基地投产的装置包括 250 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、30 万吨/年柴油加氢装置、30 万吨/年汽油加氢装置和 11000m^3/h 制氢装置，以及产能配套的 30 万吨/年酸性水气提、2 万吨/年硫磺回收装置、69 万 m^3 储罐等相关配套公用工程设施。

前新疆奎山基地一直处于建设过程中，为重油制烯烃一体化项目，其中一期规模为重油预处理能力 500 万吨/年，二期规模为 300 万吨/年，项目主要生产装置为：800 万吨/年重油预处理装置、200 万吨/年重油催化裂解装置、200 万吨/年重油催化热裂解 CPP 装置、200 万吨/年延迟焦化装置、200 万吨/年重油加氢处理装置、60 万吨/年催化重整-芳烃抽提装置、150 万吨/年汽柴油加氢处理装置、100 万吨/年气体分馏装置、30 万吨/年 MTBE 装置、40 万吨/年液化气烷基化装置、30 万吨/年聚乙烯装置、75 万吨/年聚丙烯装置、30 万吨/年 MMA 装置、10 万吨/年硫磺回收装置、6 万方/时制氢装置、100 万方油品储运站等，以及配套的储运、附注生产设施、公用工程及环保设施等。项目拟产出产品产能包括 8.78 万吨/年丙烷、11.32 万吨/年液化气、187.93 万吨/年汽油、

274.64 万吨/年柴油、6.94 万吨/年苯、16.04 万吨/年甲苯、12.61 万吨/年二甲苯、34.70 万吨/年聚乙烯、84.39 万吨/年聚丙烯、29.94 万吨/年 MMA、9.77 万吨/年硫磺、37.59 万吨/年石油焦。

总体看，公司转让珠海基地后，原油一次加工能力将在一定程度上有所削弱，新疆奎山基地尚未正式投产，对外转让不会对公司在产产能造成影响。综合影响下，未来公司主要产品产量或有所下降，公司收入及利润规模或受到一定不利影响。

3. 原材料采购

国内石油资源为中国石油、中国石化等大型国企垄断，民营地炼企业产能利用率普遍偏低，原料保障能力是地炼企业核心竞争力之一。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。

公司与中石油、中石化下属销售公司及一级批发商保持长期合作关系，2012 年 9 月 5 日，公司与中石化签订了不限期战略合作协议，中石化自 2013 年起长期为公司芦花基地供应原油。

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。

2015 年，公司获得国家发改委及商务部批复的 616 万吨/年进口原油使用配额，2017 年 9 月，因公司 2 亿立方米 LNG 储气设施项目建设延期至 2019 年 8 月 20 日，国家发改委决定自 2018 年起将公司进口原油使用配额暂调减为 216 万吨/年[1]，待储气设施建成后，国家发改委将另行研究恢复相应进口原油使用配额。对于地炼企业，原油具有更大的加工价值，公司获得进口原油配额有利于提高公司原油的加工比例，进而提高经济效益。考虑到 2018 年起公司进口原油配额有所削减，该年度原油加工比例或有所下降。应对此事项，公司一方面积极落实 2 亿立方米 LNG 储气设施新的建设方案，另外一方面将尝试以淘汰宁夏生产基地落后产能

[1] 详见报告第八部分重大事项。

的方式恢复原油配额，恢复配额期间，公司也将积极调整经营计划，在 2018 年除充分利用 216 万吨原油配额外，将深化与中石油、中石化等企业的合作，调剂国内原油采购，利用陕甘宁地区调剂油源，将公司下属石化产业集团经营成本受到的影响降至最低。

表 7　公司原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
原油	采购总量	270.02	328.60	65.89
	采购均价	3086.45	3088.29	3712.43
重质油	采购总量	209.25	141.57	19.98
	采购均价	2609.46	2984.78	3439.91

资料来源：公司提供

因公司获得进口原油使用配额，近年来，公司原油采购量不断增长，2017 年公司采购原油 328.60 万吨，同比增长 21.69%；重质油采购量则相应下降，2017 年公司采购重质油 141.57 万吨，同比下降 32.34%，公司主要通过大型贸易商从境外采购。从采购价格来看，自 2016 年初国际原油价格开始触底反弹，公司原料油采购均价也逐年上升，2017 年，公司原油和重质油采购均价分别为 3088.29 元/吨和 2984.78 元/吨，分别同比增长 0.06%和 14.38%，2018 年 1~3 月，采购均价则进一步上涨至 3712.43 元/吨和 3439.91 元/吨，原料价格上涨将加重公司的采购成本。

从仓储能力来看，公司宁东、芦花生产基地均拥有一定规模的原油、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，同时公司在内蒙古二连浩特市经济产业园东侧拟建 500 万方原油商业储备库，该项目既可作为国家战略原油储备库使用，又可作为商业储备库运营使用，目前该项目正处于内蒙古自治区发改委备案过程中。

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，可为公司提供稳定的原油资源，但 2018 年起原油配额暂时削减，公司原油加工比例或有所下降，对促进公司产能利用率提升的作用会受到一定程度弱化。

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，目前销售以批发为主，零售为辅。批发油品销往全国各地，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 8　公司主要石化产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

指标名称		2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
汽油	产量	108.94	161.64	143.01	26.22

	销量	107.90	162.76	159.65	30.65
	销售均价	5582.10	4375.67	4618.62	5272.82
柴油	产量	115.09	157.25	160.24	31.94
	销量	113.37	159.63	159.75	38.16
	销售均价	5360.13	4321.56	4594.13	4613.36
丙烯	产量	4.87	3.34	4.91	0.44
	销量	2.57	1.10	2.56	0.49
	销售均价	5838.39	4581.07	5515.22	5335.55
聚丙烯	产量	7.25	9.21	5.61	0.66
	销量	8.67	8.81	5.91	0.55
	销售均价	7572.67	6036.86	6458.50	7732.25
MTBE	产量	2.06	2.18	1.46	--
	销量	1.85	2.07	1.82	--
	销售均价	5252.02	4071.54	4299.73	--
燃料油 1#	产量	22.77	25.96	19.29	--
	销量	23.30	23.89	16.76	--
	销售均价	4716.55	3841.56	4173.17	--
燃料油 4#	产量	21.32	35.96	22.64	--
	销量	20.94	33.80	18.02	--
	销售均价	4453.49	3655.34	4437.31	--
燃料油 7#	产量	1.90	-	0.33	--
	销量	2.24	-	0.38	--
	销售均价	1953.13	-	1593.75	--
民用烃	产量	15.50	14.39	11.64	1.21
	销量	17.05	14.53	11.69	1.31
	销售均价	3804.45	2866.02	3602.51	4029.62

资料来源：公司提供

注：其中 2016 年及 2017 年数据含珠海基地，2018 年 1~3 月不含。

公司获得原油进口配额后，原料保障能力得到提升，产能利用率得到提升，公司汽、柴油产销量较 2015 年大幅增长。2015~2017 年，公司汽油产量分别为 108.94 万吨、161.64 万吨和 143.01 万吨，销量分别为 107.90 万吨、162.76 万吨和 159.65 万吨；公司柴油产量分别为 115.09 万吨、157.25 万吨和 160.24 万吨，销量分别为 113.37 万吨、159.63 万吨和 159.75 万吨。

从公司主要石化产品销售价格来看，国内石化产品价格与国际原油价格相关性较高，2016 年初，国际原油价格逐渐企稳回升，国内汽、柴油价格调整稍有滞后，2016 年整体上石化产品出厂均价仍处在较低水平，2017 年均价则表现出一定程度的提升。

5. 油品贸易

油品贸易板块是以公司生产基地为依托，借助生产基地良好的上下游渠道优势及物流优势而设立的市场独立型的贸易公司，主要向公司各生产基地购销产品，除此之外，还从事自主经营，以利润最大化为目标进行市场化的运作。贸易板块所属子公司主要分布在银川、北京、西安、兰州、敦煌、二连浩特、乌鲁木齐、广州、深圳、厦门、成都等地，主要经营各种

品质和型号的燃料油、汽油、柴油，以及聚丙烯等石油化工产品。

公司油品贸易包括燃料油及汽、柴油，燃料油采购主要来自大型国有企业下属的国际贸易公司、陕甘宁和内蒙古以及延长油田辐射的采油区、各类石化贸易企业，另外，公司的部分贸易公司还拥有商务部燃料油进口配额，可直接从国外贸易商采购燃料油。公司在宁夏拥有 3 处铁路专用线、6 条危化货物专用作业线、仓储中心，拥有专业的危险化学品运输车队，与山东、天津等港口的贸易、仓储及货运公司保持着良好的业务关系，雄厚的物流能力使得各贸易公司拥有较强的竞争优势。

燃料油采购价格由公司油品贸易部组织制定价格，宝塔集团下属各油品贸易公司依据集团价格与客户签订采购合同。主要供应商为：新疆中海联合石油化工有限公司、中铁物资集团有限公司等。公司各贸易公司采购的燃料油及化工原料，主要供应给公司下属炼化基地及关联公司，如宁夏宝塔能源化工有限公司、银川宝塔精细化工有限公司和珠海宝塔石化有限公司等，作为炼化原材料，剩余部分主要批发至发电、交通运输、冶金、化工、轻工等行业。主要客户为：湖南有色国贸有限公司、岳阳新华联富润石油化工有限公司等。

公司从中石化、中石油等大型国有石油炼化企业集中采购汽柴油，一般采用现货现款的结算方式，或可根据下游采购方资金的收集情况，向上游支付少部分预付账款。汽油、柴油主要进入宝塔集团自有加油站进行终端销售，主要销售地区为陕甘宁蒙等西北地区和广东等东南沿海两个片区，剩余部分进行汽、柴油批发。

2016~2017 年，公司油品贸易板块分别实现收入 233.98 亿元和 285.17 亿元，2018 年 1~3 月油品贸易板块收入为 60.62 亿元。毛利率方面，2016~2017 年，公司油品贸易板块毛利率分别为 3.02%和 2.54%，2018 年 1~3 月该板块毛利率为 3.12%。公司贸易板块收入规模较大，但毛利率水平较低，整体盈利能力较弱、

6. 生产及机械加工以及其他业务

公司生产及机械加工板块为宁夏宝塔化工装备制造有限公司，主要进行石油化工机器设备生产，除满足宝塔集团炼化基地需求外，开拓外部市场，对外供应石油化工机器设备。2016~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司其他业务共实现营业收入 6.84 亿元、7.70 亿元及 1.24 亿元。

公司其他业务主要包括餐饮、酒店；物流运输；教育科技；金融；物业服务板块，整体收入规模较小。2016~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司其他业务共实现营业收入 2.72 亿元、3.47 亿元及 0.43 亿元。

7. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数有所下降，由 2016 年的 19.62 次下降至 18.23 次；同期，受营业收入规模增长的影响，公司存货周转次数呈增长趋势，由 2016 年的 10.85 次上升至 13.22 次；公司总资产周转次数变化不大，2017 年为 0.79 次。

整体看，跟踪期内，公司经营效率同比变化不大。

8. 在建项目

公司将奎山基地及珠海基地转让后，在建项目规模大幅下降，由 2017 年 3 月底的 166.30 亿元降至 51.61 亿元，截至 2018 年 3 月底，累计已投资 40.46 亿元，2018 年 4~12 月，以上各项目计划投资 6.02 亿元，2019 年计划投资 4.07 亿元。

宁东炼化基地技术改造项目主要包括以下装置的技改：500 万吨/年原料预处理装置、120 万吨/年催化裂化装置、80 万吨/年延迟焦化装置、25 万吨/年气体分馏装置、50 万吨/年汽油加氢脱硫装置、100 万吨/年连续重整装置、50 万吨/年连续芳构化装置；宁东铁路建设项目、电石乙炔联产及配套项目、90 万吨半焦项目目

前已基本投建完成，可供使用，后续将收尾项目建设完成以及取得相关主管部门的检查认定后转为固定资产。

表 9　公司主要在建项目及规划投资情况(单位：亿元)

主体	项目名称	计划总投资	2018 年 3 月底累计投资	2018 年 4~12 月投资计划	2019 年投资计划
能源化工	宁东炼化基地技术改造项目	25.99	18.53	4.82	1.58
	宁东铁路建设项目	8.03	7.03	0.50	0.50
联合化工	电石乙炔联产及配套项目	15.29	12.8	0.50	1.99
	90 万吨半焦项目	2.3	2.1	0.20	--
合计		51.61	40.46	6.02	4.07

资料来源：公司提供

9．未来发展

短期发展规划方面，2018 年公司全集团债务结构基本调整完备、进行体制机制改革的目标已基本完成。长期发展规划方面，公司制定了第四个五年规划纲要，宝塔集团将整合国内外能源战略资源，以环保、节能、安全、生态型石油炼化为产业核心，建设区域优势彰显、创新技术领先、产业布局全面、产融结合发展的大型多元化企业。同时，集团将利用产业转型升级来给未来发展提供更广阔空间，转型升级主要涉及传统炼化主业、新能源、产融结合、国际化工程业务等领域，具体为：公司规划从传统炼化主业向化工、精细化工等炼化一体化方向转型，从单一石油化工向多种清洁能源综合发展转型，从大型石化集团向产融结合的大型多元化集团转型，从产品输出到技术输出转型。2018 年 7 月 17 日，公司与新加坡海洋海事公司签署船舶租赁业务战略合作书，此次合作有关化学品及油轮光船租赁项目涉及马士基邮轮公司、哈夫尼亚油轮公司、天蝎油轮公司、Valt 油轮公司和黄金能源还是企业油轮公司等多家油轮运输巨头，公司拟与上述油轮公司签订 50 到 60 余艘光船租赁合同，租期 4 至 10 年，公司拟进入海外原油加工批发零售业务领域。

十、财务分析

公司提供了 2015~2017 年财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015~2016 年财务报告进行了审计，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。2016 年，公司通过非同一控制下企业合并新增两家子公司，分别为宁夏宝源宁投资管理有限公司（以下简称“宝源宁投资”）和博信矿业；2017 年，公司处置了新疆奎山宝塔石化有限公司、珠海宝塔石化有限公司、珠海中南汇化工有限公司、珠海宝塔石化储运有限公司和珠海宝塔海港石化有限公司，当期新增一家子公司宁夏宝塔石化股份有限公司，公司合并范围变化对财务数据有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产总额为 637.07 亿元，所有者权益合计为 323.07 亿元（含少数股东权益 105.17 亿元）。2017 年公司实现营业收入 524.78 亿元，利润总额 15.95 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 639.19 亿元，所有者权益 324.22 亿元（含少数股东权益 105.13 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 105.61 亿元，利润总额 1.73 亿元。

1．资产质量

截至 2017 年底，公司资产规模 637.07 亿元，其中流动资产占 39.01%，非流动资产占 60.99%，公司流动资产占比同比增长 15.10 个百分点，非流动资产占比相应下降。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 248.51 亿元，同比大幅增长 51.65%，主要来自其他应

收款的增长，主要由货币资金（占 19.28%）、应收账款（占 12.02%）、预付款项（占 13.59%）、其他应收款（占 36.55%）和存货（占 13.44%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 47.90 亿元，同比增长 28.83%，其中其他货币资金 46.32 亿元，主要为保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款为 29.86 亿元，同比增长 11.83%。公司应收账款账面余额为 31.49 亿元，共计提坏账准备 1.63 亿元。按欠款方归集的年末余额前五名应收账款余额为 10.87 亿元，占应收账款余额比重较小。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款年末余额为 3.24 亿元，其中 1 年以内的为 2.17 亿元。单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款余额 2.11 亿元，共计提坏账准备 1.18 亿元。

表 10　2017 年底期末余额前五名应收账款情况

（单位：万元、%）

债务人	账面余额	占比
富华（福建）能源有限公司	34383.15	10.92
上海博垣石油化工有限公司	24823.09	7.88
裕华能源（厦门）有限公司	16822.59	5.34
天津石然化工有限公司	16432.91	5.22
北京华亿金水贸易有限公司	16200.50	5.14
合计	**108662.20**	**34.50**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司预付款项为 33.77 亿元，同比增长 22.29%。公司预付款项中，账龄在 1 年以内的占比为 69.15%。按预付对象归集的年末余额前五名的预付款余额合计 10.66 亿元，占当期预付款项年末余额合计数的 31.58%。公司超过 1 年且金额重要的预付款期末数合计 2.57 亿元，主要系尚未到货而未结算所致。

表 11　2017 年底期末余额前五名预付款项情况

（单位：万元）

债务人	账面余额	占比
华东（福建）石油有限公司	39094.84	11.58
NewCoal Trading AG	18458.02	5.47
大连鑫川石油化工有限公司	17612.11	5.22
PETROEAST SINGAPOPE PTE	16670.27	4.94
中国林产工业公司	14769.05	4.37
合计	**106604.03**	**31.58**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司其他应收款为 90.82 亿元，同比增长大幅增加 67.80 亿元，主要系子公司奎山宝塔划出后内部往来款转变为其他应收款所致。公司按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款年末余额合计 77.24 亿元，占当期其他应收款年末余额合计数的 84.88%，均为往来款。

表 12　2017 年底期末余额前五名其他应收款情况

（单位：万元、%）

债务人	账面余额	占比
新疆奎山宝塔石化有限公司	631544.55	69.41
新疆奎山宝塔热电有限公司	98129.12	10.78
江苏汇金控股集团有限公司	21500.00	2.36
珠海靓屋装饰工程有限公司	11496.34	1.26
青州爱都商贸有限公司	9728.81	1.07
合计	**772398.8**	**84.88**

资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司存货为 33.41 亿元，同比下降 17.10%，主要为库存商品、原材料和自制半成品。公司共计提存货跌价准备 0.83 亿元，主要来自库存商品计提的跌价准备。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 388.56 亿元，同比下降 25.49%，主要来自于在建工程规模的下降。公司非流动资产主要由固定资产（占 17.08%）、在建工程（占 13.32%）

和无形资产（占 49.57%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 17.71 亿元，同比大幅下降 31.08%，主要来自可供出售权益工具的下降。其中公司采用成本计量的可供出售金融资产主要为甘肃银行股份有限公司、中国风险投资股份有限公司和罗山农村商业银行股份有限公司等。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 19.98 亿元，同比大幅下降 22.62%，主要系处置子公司导致投资性房地产合并金额下降。公司采用成本计量模式的投资性房地产年末账面价值为 0.10 亿元；采用公允价值计量模式的投资性房地产年末账面价值为 19.88 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 66.36 亿元，同比下降 17.98%，主要系处置子公司导致固定资产规模下降。公司固定资产账面原值 97.35 亿元，累计折旧 30.98 亿元，固定资产成新率 68.18%，固定资产共计提减值准备 80 万元。按账面价值划分，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 29.98%）、油气集输设施（占 15.43%）和生产设备（占 47.54%）等组成。

截至 2017 年底，公司在建工程账面价值为 51.75 亿元，同比下降 69.42%，主要系公司处置子公司奎山宝塔所致，期末公司在建项目主要包括子公司联合化工公司在建项目、能源公司在建项目和宝塔实业在建项目。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。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 192.60 亿元，同比小幅下降 3.16%。公司无形资产累计摊销 2.22 亿元。按照账面价值划分，公司无形资产主要由采矿权探矿权（占 90.61%）和土地使用权（占 9.30%），其中因采矿权探矿权尚未开采，公司未对其进行摊销。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 15.64 亿元，同比大幅增长 12.43 亿元，主要为待出售债权包增长所致。当期期末公司其他非流动资产包括待出售债权包 10.98 亿元、长期资产预付 4.66 亿元。

截至 2017 年底，公司累计受限资产规模达 132.22 亿元，其中货币资金 46.36 亿元，主要为承兑保证金、存单质押、信用证保证金和司法冻结款；存货 6.03 亿元、长期股权投资 48.54 亿元（包含公司持有的子公司股权），用于质押借款；在建工程 3.36 亿元、无形资产 4.13 亿元、投资性房地产 1.40 亿元、固定资产 22.39 亿元，用于抵押借款。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 639.19 亿元，较 2017 年底增长 0.33%；公司资产结构变化不大，其中流动资产占 39.51%，非流动资产占 60.49%。

总体来看，跟踪期内，公司处置子公司奎山宝塔，对公司资产构成影响较大，公司货币资金受限比例高，对奎山宝塔其他应收款规模较高，对公司资金形成占用，同时考虑到公司下属宝塔实业股权轮候冻结及财务公司票据逾期事项，公司资产流动性弱，具有一定的流动性风险。

2. 负债和所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 323.07 亿元（含少数股东权益 105.17 亿元），同比下降 0.77%。公司所有者权益中，归属母公司所有者权益为 217.90 亿元，主要由实收资本（占 10.72%）、资本公积（占 61.87%）和未分配利润（占 24.57%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 324.22 亿元（其中少数股东权益 105.13 亿元）。公司归属于母公司所有者权益为 219.09 亿元，构成较 2017 年底变化不大。

总体上，公司所有者权益中，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 314.00 亿元，同比下降 12.73%，其中流动负债占 82.29%，非流动负债占 17.71%，流动负债占比同比增长 12.70 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债为 258.39 亿元，同比增长 3.19%。从构成上来看，公司流动负债主要以短期借款（占 18.84%）、应付票据（占 56.37%）、应付账款（占 4.25%）、其他应付款（占 3.52%）和一年内到期的非流动负债（占 11.95%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 48.69 亿元，同比大幅下降 46.18%，其中抵押借款 6.40 亿元，保证借款 17.28 亿元、信用借款 89.94 万元、保证加抵押借款 7.62 亿元、保证加质押借款 2.97 亿元、保证加抵押及质押借款 14.40 亿元。

截至 2017 年底，公司应付票据 145.66 亿元，同比增长 102.32%，。其中银行承兑汇票 145.60 亿元，商业承兑汇票 558.09 万元。公司应付票据大幅增长主要原因系公司下属财务公司成立后，公司开始确立以票据支付上游货款的结算政策。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 9.10 亿元，同比下降 54.55%，主要系往来款下降所致；公司一年内到期的非流动负债为 30.88 亿元，同比增长 13.04%，主要系长期应付款及长期借款即将到期而转入该科目核算。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 55.61 亿元，同比下降 49.17%，主要来自长期借款及长期应付款规模的下降。从构成上来看，公司非流动负债以长期借款（占 56.83%）、应付债券（占 32.37%）和长期应付款（占 4.89%）为主。

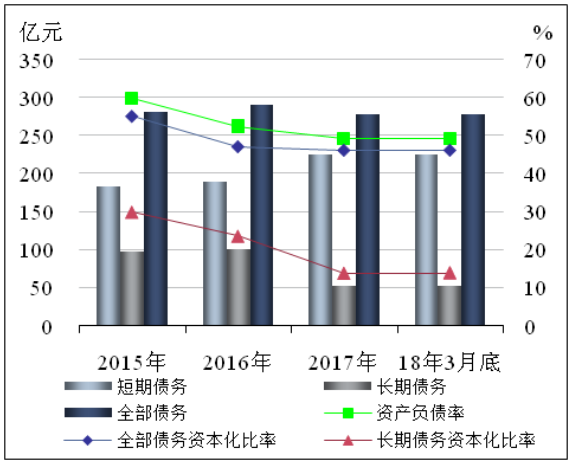
截至 2017 年底，公司长期借款为 31.60 亿元，同比大幅下降 56.67%，其中抵押借款 2.35 万元、保证借款 12.86 亿元、信用借款 72.55 万元、保证加抵押借款 2.71 亿元、保证家抵押及质押借款 13.68 亿元。

截至 2017 年底，公司应付债券为 18.00 亿元，主要系公司于 2014 年发行的两期中期票据。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 2.72 亿元，同比下降 72.33%，公司长期应付款全部为融资租赁款。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 277.59 亿元，同比下降 4.44%。其中短期债务占 81.15%，长期债务占 18.85%，受应付票据大幅增长及长期借款大幅下降的影响，公司短期债务占比同比上升 15.82 个百分点。同期，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 49.29%、46.21%和 13.94%，分别同比下降了 3.21 个、0.94 个和 9.69 个百分点，公司债务指标处于适宜水平。

图 2 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 314.97 亿元，较 2017 年底增长 0.31%；债务指标方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 278.52 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 49.28%、46.21%和 14.09%。

总体看，跟踪期内，公司应付票据规模大幅增长，长短期借款规模大幅下降，综合影响下，公司短期债务占比同比大幅上升，公司短期债务压力加重。

3. 盈利能力

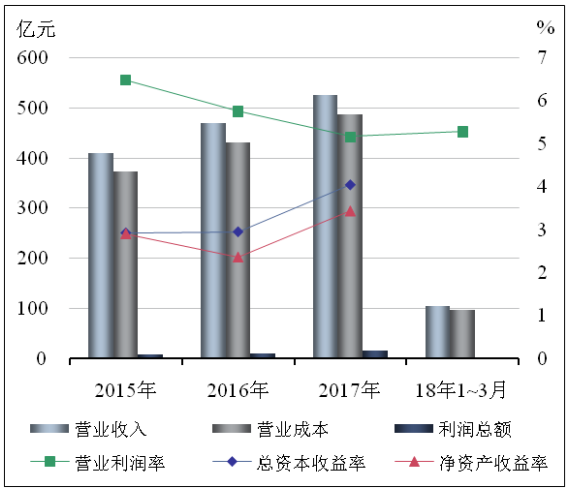
跟踪期内，公司整体收入规模大幅增长。2017 年，公司实现营业收入 524.78 亿元，同比增长 11.71%；同期，公司营业成本为 487.02 亿元，同比增长 13.16%，增幅略高于营业收入，当期公司营业利润率为 5.17%。

2017 年，公司期间费用为 19.87 亿元，同比增长 7.82%，销售费用、管理费用及财务费用占当期营业收入的比重分别为 0.29%、1.17%及 2.33%，期间费用合计占当期营业收入的 3.79%，同比下降 0.13 个百分点，公司期间费用控制能力较好。

2017 年，公司共计提资产减值损失 0.29 亿元；公司公允价值变动收益-0.69 亿元，主要来自按公允价值计量的投资性房地产；公司营业外收入 1.05 亿元，主要为政府补助利得和诉讼赔偿款；公司投资收益为 8.80 亿元，主要为公司处置子公司确认的投资收益，对公司利润水平影响较大。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.04%和 3.44%，分别同比上升 1.08 和 1.07 个百分点；公司营业利润率为 5.17%，同比下降 0.59 个百分点。整体看，公司盈利能力一般。

图 3 公司盈利能力指标情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 105.61 亿元，占 2017 年全年收入的 20.14%；同期公司实现利润总额 1.73 亿元；2018 年一季度公司营业利润率为 5.29%，期间费用率 3.72%。

总体看，跟踪期内，随着业务规模扩大，公司营业收入及营业成本均有所上升，公司营业利润率水平一般，但受益于较强的期间费用控制能力，公司维持着一定的盈利空间。

4. 现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入量同比变化不大，2017年为600.15亿元，同比增长0.78%，构成上以销售商品、提供劳务收到的现金为主，当期公司现金收入比为100.96%，同比下降11.13个百分点，公司收现质量一般；同期，公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2017年为573.54亿元，同比增长2.54%，公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金均以往来款为主，当期公司经营活动产生的现金流量净额为26.61亿元，同比大幅下降26.46%，公司经营活动获现能力有所减弱。

投资活动方面，2017 年，公司处置子公司及其他单位收到的现金 59.15 亿元，主要为公司处置子公司奎山宝塔和珠海宝塔获得的支付对价款，当期公司投资活动现金流入量 66.63 亿元，同比大幅增长 119.48%；同期，公司投资活动现金流出量同比下降 45.07%至 27.53 亿元，公司对外投资支付的现金同比大幅下降，当期公司投资活动现金流量净额为 39.09 亿元，同比大幅增长 58.86 亿元，公司处置奎山宝塔后，投资支出压力有所下降。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主，当期取得借款收到的现金为 104.30 亿元，同比下降 19.14%，公司对外筹资需求有所下降，公司筹资活动现金流入量同比下降 20.72%至 140.49 亿元；同期，公司筹资活动现金流出量为 203.46 亿元，同比增长 5.13%，公司偿还债务支付的现金 135.64 亿元，同比增长 1.49%；2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净流出量为 62.97 亿元，同比增长 46.66 亿元，公司通过处置子公司获得的对价款置换高息借款，未来利息支付压力可得到一定程度缓解。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.03 亿元，较上年同期下降 1.75 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.92 亿

元；筹资活动产生的现金净流量净额为-7.89 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司现金及现金等价物余额仅为 3.68 亿元，规模较小。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动获现能力有所减弱，公司通过处置子公司获得了大规模投资活动现金流，并用以置换高息借款，公司未来资金支出及利息偿付压力将得到一定程度缓解，考虑到目前公司短期债务规模仍较高，未来仍有一定资金流出压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 96.17%和 83.25%，分别同比增长了 30.73 个和 33.90 个百分点；公司经营现金流动负债比为 10.30%，同比下降 4.15 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 97.70%和 84.48%，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，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 合计 36.58 亿元，同比增长了 25.93%；同时，受 EBITDA 增长的影响，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2016 年的 1.25 倍上升至 1.84 倍；公司全部债务/EBITDA 则由 2016 年的 10.00 倍下降至 7.59 倍，公司长期偿债能力有所增强，但整体偿债能力仍较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的主要合作银行授信总额为 148.00 亿元，其中未使用额度 44.00 亿元，公司积极努力拓宽间接融资渠道，2018 年 7 月 20 日，公司与中国民生银行达成全面战略合作，民生银行将为公司提供授信业务，用以支持宝塔石化集团原油进口、职业教育、高端制造方面的发展。

表 13 公司银行授信明细（单位：万元）

贷款主体	授信额度	已使用额度
甘肃银行	50	43
锦州银行	37	29
平安银行	30	9
包商银行	19	11
盛京银行	12	12
合计	**148**	**104**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 26.49 亿元，对外担保比率为 8.17%。公司具有一定的或有负债风险。

表 14 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
宁夏宁东能化投资有限责任公司	40000.00	2025.1.21
北京金峰国际贸易有限责任公司	184898.37	2018.6.28
珠海华运石油有限公司	40000.00	2018.08.28
合计	**264898.37**	--

资料来源：公司提供

注：其中公司对北京金峰国际贸易有限责任公司的担保目前已接续到 2019 年 6 月 28 日。

6. 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 2018 年 7 月 11 日，公司当前负债信息概要中存在 18 笔合计 8.65 亿元关注类贷款，已还清债务信息概要中存在 1 笔不良/违约类贷款、23 笔关注类贷款和 43 笔关注类银行承兑汇票。

7. 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。整体看，公司抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

“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。2017 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 600.15 亿元、26.61 亿元和 36.58 亿元，分别为两期中期票据偿还总额的 33.34 倍、1.48 倍和 2.03 倍。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对两期中票本金的保障程度较高。

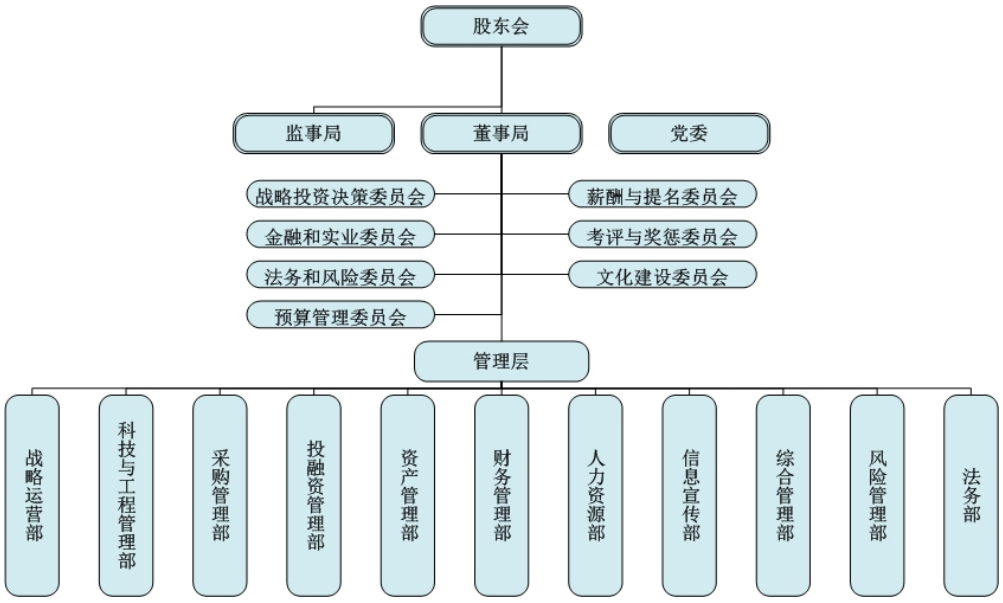
十二、结论

综合评估，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”的信用等级为AA。

附件 1　公司股权结构表及组织结构图

股权结构表

股东名称	持股比例（%）
孙珩超	43.80
孙淑兰	5.64
宁夏泰瑞智本投资管理有限公司	32.10
何东翰	18.46
合计	**100.00**



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.70	37.82	48.29	47.06
资产总额(亿元)	565.70	685.38	637.07	639.19
所有者权益(亿元)	227.70	325.56	323.07	324.22
短期债务(亿元)	183.60	189.79	225.28	225.36
长期债务(亿元)	97.14	100.71	52.32	53.16
全部债务(亿元)	280.75	290.50	277.59	278.52
营业收入(亿元)	409.31	469.76	524.78	105.61
利润总额(亿元)	9.42	11.36	15.95	1.73
EBITDA(亿元)	25.68	29.05	36.58	--
经营性净现金流(亿元)	15.96	36.18	26.61	7.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.01	19.62	18.23	--
存货周转次数(次)	10.32	10.85	13.22	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.75	0.79	--
现金收入比(%)	115.23	112.09	100.96	115.81
营业利润率(%)	6.49	5.76	5.17	5.29
总资本收益率(%)	2.93	2.96	4.04	--
净资产收益率(%)	2.91	2.37	3.44	--
长期债务资本化比率(%)	29.90	23.63	13.94	14.09
全部债务资本化比率(%)	55.22	47.15	46.21	46.21
资产负债率(%)	59.75	52.50	49.29	49.28
流动比率(%)	69.04	65.44	96.17	97.70
速动比率(%)	52.39	49.35	83.25	84.48
经营现金流动负债比(%)	6.81	14.45	10.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.25	1.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.93	10.00	7.59	--

注：1. 2018 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。

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。