



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪843号

## 宁夏宝丰能源集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”、“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行2016年公司债券（第二期）”和“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十六日

## 宁夏宝丰能源集团股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）、 公开发行 2018 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）		
发行主体	宁夏宝丰能源集团股份有限公司		
债券简称	16 宝丰 01		
债券代码	136422.SH		
发行规模	10 亿元人民币		
存续期限	2016/09/30~2021/09/30（3+2）		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

债券名称	宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）		
发行主体	宁夏宝丰能源集团股份有限公司		
债券简称	16 宝丰 02		
债券代码	136850.SH		
发行规模	10 亿元人民币		
存续期限	2016/11/23~2021/11/23（3+2）		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

债券名称	宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）		
发行主体	宁夏宝丰能源集团股份有限公司		
债券简称	18 宝丰 01		
债券代码	143459.SH		
发行规模	9 亿元人民币		
存续期限	2018/02/12~2023/02/12（3+2）		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 基本观点

2018 年，宁夏宝丰能源集团股份有限公司（以下简称“宝丰能源”或“公司”）优化烯烃产品结构，同时受益于焦炭行业回暖，公司收入规模持续增长，获利空间进一步提升，经营性现金流持续净流入，留存收益的积累使其财务杠杆比率进一步下降，整体经营情况良好。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到化工行业周期性较强，公司盈利稳定性仍需持续观察；同时，公司煤炭采掘及化工生产均属于高危行业，未来仍面临一定的潜在安全生产风险因素可能对公司经营及整体信用状况造成一定影响。

综上，中诚信证评维持宝丰能源主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定，维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>；维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>；维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 业务规模扩张，获利空间提升。2018 年，公司因烯烃产品结构优化及受益于焦炭行业回暖，公司营业总收入同比增长 6.11%至 130.52 亿元，营业毛利率同比上升 3.67 个百分点至 46.90%，整体经营表现良好。
- 获现能力增强，经营性现金流充沛。2018 年公司收入规模增长，经营效益提升，当期 EBITDA 和经营活动净现金分别同比增长 20.67%和 8.28%至 54.94 亿元和 32.65 亿元，持续增长的 EBITDA 和经营活动净现金为其债务本息的偿付提供了良好保障。
- 融资渠道进一步扩宽。2019 年 4 月 11 日，公司首次公开发行股票申请经中国证监会第十



概况数据

宝丰能源	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	108.88	114.64	136.83	147.15
总资产(亿元)	276.58	250.30	268.29	283.49
总债务(亿元)	126.54	98.22	98.50	103.71
营业总收入(亿元)	80.27	123.01	130.52	31.94
营业毛利率(%)	40.48	43.22	46.90	45.26
EBITDA(亿元)	30.82	45.53	54.94	-
所有者权益收益率(%)	15.78	25.50	27.01	27.74
资产负债率(%)	60.63	54.20	49.00	48.09
总债务/EBITDA(X)	4.11	2.16	1.79	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.73	8.97	11.71	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2019年一季度所有者权益收益率经年化处理；  
3、中诚信证评在计算债务指标时，将其他流动负债中的融资性票据以及长期应付款中的应付融资租赁款纳入其中。

八届发行审核委员会审核通过；5月16日，公司股票在上海证券交易所上市交易，未来可通过股票市场进行直接融资，融资渠道将得到进一步拓宽。

关注

- 化工行业周期性较强，盈利稳定性需持续观察。公司烯烃产品价格受原油价格影响较大，鉴于化工行业周期性较强，煤炭和石油的市场价格波动幅度较大，公司主要产品价格波动或将其盈利稳定性产生不利影响。
- 安全生产压力。公司煤炭采掘及化工生产均属于高危行业，中诚信证评对公司开采/生产环节面临的潜在安全生产风险予以长期关注。

分析师

梅楚霖, [cmel@ccxr.com.cn](mailto:cmel@ccxr.com.cn)

徐璐, [lxu@ccxr.com.cn](mailto:lxu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年6月26日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 重大事项

2019年4月11日，宁夏宝丰能源集团股份有限公司（以下简称“宝丰能源”或“公司”）首次公开发行A股股票申请经中国证监会第十八届发行审核委员会审核通过；5月16日，公司股票在上海证券交易所上市交易，证券简称为“宝丰能源”，证券代码为“600989”。本次由公司公开发行人民币普通股73,336万股，募集资金80亿元用于焦炭气化制60万吨/年烯烃项目及偿还银行借款。本次新股发行后，公司所有者权益规模将进一步扩张，短期内财务杠杆比率或有所下降。“焦炭气化制60万吨/年烯烃项目”于2017年8月开工建设，预计将于2020年初完工，达产后拥有年产40万吨精甲醇、30万吨聚乙烯和30万吨聚丙烯等的生产能力，其中烯烃产能将在现有基础上增长100.00%，有望进一步扩大公司主营业务规模，新增先进产品、丰富产品规格型号，提升公司在现代煤化工领域的竞争力。本次募投项目计划总投资152.79亿元，从长期来看，项目投资建设的推进及投产后的运营资金仍使公司面临较大的资金需求。

## 行业分析

2018年随着原油价格上涨，我国烯烃产品价格较高，煤制烯烃企业竞争优势凸显。目前国内企业对于烯烃项目的投资热情较高，未来需关注丙烯面临的潜在产能过剩风险

烯烃制取目前主要有三种工艺路线：一是石脑油制烯烃，二是煤制烯烃（MTO/MTP），三是烷烃脱氢制烯烃（PDH）。其中，以石脑油为原料生产乙烯、丙烯一直是烯烃制取的主要路线。近年来，随着以煤为原料生产聚烯烃实现工业化生产，煤制烯烃项目陆续投产，煤炭资源丰富的西部地区成为聚烯烃扩能的主要地区，产业由东向西，由港口向内陆发展将成为烯烃产业发展趋势。2013-2017年我国煤制烯烃和甲醇制烯烃装置扩能明显，年平均复合增速达46.64%，截至2017年末，我国煤制烯烃在运行装置22套，共有产能1,274.5万吨/年。2018年，随国内煤制烯烃、轻烃综合利用等装置投产，当年新增乙烯产能165万吨/年，总产能达到2,550

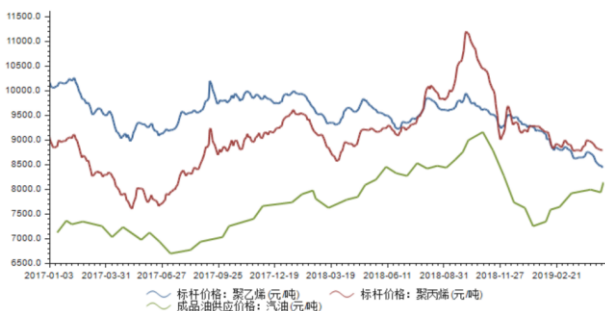
万吨/年，占世界总产能的14.3%。全年乙烯产量约2,372万吨，同比增加7.5%，装置平均开工率保持在93%的高位。同期，乙烯单体净进口量258万吨，同比上升19.4%，下游聚乙烯、乙二醇等产品净进口折纯当量2,380万吨。乙烯需求继续保持增长，2018年乙烯表观消费量2,630万吨，同比增长4.4%，当量消费量达到5,010万吨，同比增长9.2%，当量自给率不足50%。聚乙烯方面，2018年全国共有两套聚乙烯（中海壳牌、延长石油）投产，新增产能115万吨/年，国内聚乙烯总产能达到1,844万吨/年；产量1,583.5万吨，同比增加13.3%，平均产能利用率85.9%，较上年提高5个百分点；全年进口约1,400万吨，同比增长21.25%，表观消费量2,980万吨。近年国际上聚乙烯产能增速较快，供给相对充足，我国作为主要聚乙烯进口国，具有一定议价优势。丙烯方面，我国丙烯来源相对丰富，2018年煤化工、丙烷脱氢PDH、石脑油蒸汽裂解装置均有新建产能投产，全年新增丙烯产能269万吨/年，总产能达到3,620万吨/年，占世界总产能的26.2%。2018年丙烯全年产量约3,005万吨，同比增加9.2%，年均产能利用率达到83%。进口丙烯单体284万吨，同比下降8.2%，进口聚丙烯、丙烯腈等下游衍生物折丙烯当量580万吨。2018年丙烯表观消费量3,289万吨，同比增加5.8%，当年消费量达到3,869万吨，同比增加5.9%；自给率达到77.7%，同比提高1.3个百分点。聚丙烯方面，2018年全国有4套装置投产，合计新增产能125万吨/年，总产能达到2,450万吨/年；产量2,200万吨，产能利用率89.8%；净进口440万吨，表观消费量同比增长8.7%，达到2,640万吨。

从上述情况来看，相对于乙烯，丙烯进口依赖度较低，主要系2010年以前我国丙烯生产相对垄断，进口需求大，2010年以后随着煤制烯烃装置、丙烷脱氢装置陆续投产，国内丙烯产能大幅增加，进口需求相应减弱。目前，我国仍有多个在建丙烯装置，不排除未来出现产能过剩的情况。乙烯方面，目前乙烯的主要下游为聚乙烯，其他产品包括苯乙烯、乙二醇等，同时由于乙烯难以运输，多是以衍生品的形式存在。随着近年聚乙烯、乙二醇及苯乙

烯等新增装置和需求的提升，国内对乙烯的需求呈现增长趋势。整体来看，我国乙烯下游需求不断增长，进口量逐年上升，乙烯市场仍呈供不应求。

价格方面，烯烃价格与国际油价关联度较高。煤制烯烃依靠其成本优势发展迅速，同时加上国内富煤少油现状进一步促进煤制烯烃产业快速发展，但在原油价格在 50~60 美元时，煤制烯烃利润优势将有所弱化。2016 年至 2018 年 9 月，随着原油价格上涨，以及需求增长，国内乙烯、丙烯价格振荡走高，其中丙烯从不足 5,000 元/吨，最高上涨至 10,000 元/吨。受益于此，国内煤制烯烃和 PDH 路线生产企业获得较高利润。但从 2018 年 10 月以来，受原油价格下跌以及近年新增产能不断投放等因素影响，烯烃价格快速下滑。截至 2019 年 3 月 20 日，镇海炼化丙烯出厂价报 7,000 元/吨，较去年高点下跌约 30%，2019 年以来跌幅也已经超过 10%。

图 1：2017 年~2019 年 4 月成品油及烯烃产品价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

根据《石油和化学工业“十三五”发展指南》要求，“十三五”期间我国将加快现有乙烯装置的升级改造，到 2020 年全国乙烯产能要达到 3,200 万吨/年，年产量约 3,000 万吨，其中煤（甲醇）制乙烯所占比例达到 20% 以上。2020 年之前，西北、华东和东北等地区将有较多新增煤（甲醇）制烯烃装置陆续投产，包括吉林康奈尔、鲁西化工、南京诚志、青海镁业和安徽昊源等 MTO/DMTO 装置计划投产，未来 3~5 年我国甲醇制烯烃装置总产能有望进一步提升至 2,100 万吨/年左右。

### “十三五”期间煤化工示范项目稳步推进，产业投资回归理性，现代煤化工是我国煤化工行业未来发展方向

中国在传统煤化工产业上已具有较为成熟的技术和工艺水平，传统煤化工产品如甲醇、尿素等

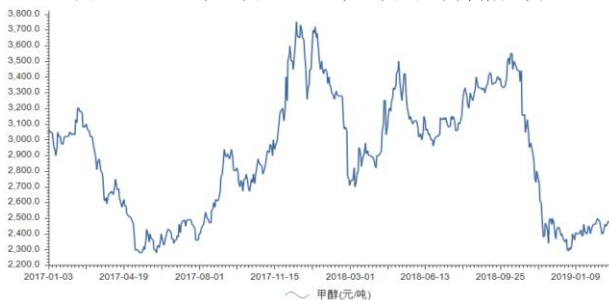
产能严重过剩；而煤制烯烃、煤制天然气等现代煤化工领域符合中国实际的发展方向，其产品对弥补国内油气资源不足有着重要意义。随着国家发改委与国务院收回煤制油煤制气项目的审批权限，并严格控制新增项目，现代煤化工的发展进入新的有序发展期，未来将严控产能，有序推进。根据能源发展“十三五”规划，“十三五”期间将实现煤制油、煤制气生产能力达到 1,300 万吨和 170 亿立方米左右。根据中国石油和化学工业联合会发布的《现代煤化工“十三五”发展指南》，预计到 2020 年，煤制烯烃产能 1,600 万吨/年，煤制芳烃产能 100 万吨/年，煤制乙二醇产能 600~800 万吨/年。

煤制甲醇方面，受制于我国“富煤、贫油、少气”的国情，煤制甲醇成为我国甲醇最主要的生产方式，产能占全国甲醇总产能的 77% 左右，与我国煤炭的地域分布相同，西北地区成为煤制甲醇企业的主产区，内蒙、陕西、山西、宁夏、新疆、山东、河南等煤炭产地均有煤制甲醇装置的分布，其中西北煤制甲醇产能占比在 42.3% 左右。2015~2017 年我国甲醇企业有效产能分别为 6,976 万吨/年、7,639 万吨/年和 8,038.5 万吨/年，随着部分企业环保设备整改到位、传统下游增速相对平稳，烯烃需求成为目前主要的需求支撑，近年来甲醇产能的快速增长与下游烯烃项目的建设息息相关。截至 2017 年末，我国煤制烯烃配套甲醇装置涉及甲醇产能 2,035 万吨/年左右，占我国甲醇总产能的 26%。2018 年我国甲醇总产能约 8,470 万吨，新投产甲醇装置产能 575 万吨，主要投产地点分布在西北、山东、安徽等地；国内甲醇表观消费量 6,009 万吨，同比增加 613 万吨；国内甲醇产量 5,275 万吨，同比增加 832 万吨。近年来煤制甲醇在环保、能耗标准不断提高的背景下，国家已禁止新建年产 100 万吨及以下煤制甲醇项目，年产超过 100 万吨的煤制甲醇项目由国务院投资主管部门核准，行业扩建已较为谨慎。同时，由于我国气价较高，天然气制甲醇项目缺乏成本优势，制约了新建产能和已有产能开工率；焦炉气制甲醇是焦化企业的产业链延伸，具备成本优势。但受限于前端焦炭生产，较难形成规模化生产，焦炉气甲醇产能在甲醇总产能中所占比例较低。未

来供给端新增产能有限，且多为下游煤制烯烃配套，商品化甲醇较少。

需求方面，我国甲醇的第一大下游已经变成甲醇制烯烃，甲醇制烯烃的发展直接影响着甲醇产业的发展。截至 2018 年 10 月末，我国已投产甲醇制烯烃产能 1,259 万吨/年，预计到 2020 年，我国规划和批准的甲醇制烯烃产能会达到 2,000 万吨/年。随着未来国内煤制烯烃项目的陆续投产，将对国内甲醇需求产生一定促进作用。而我国甲醇传统下游则继续呈现缩减态势，2016 年以来甲醛、二甲醚产能出现负增长，其中二甲醚开工仅为 20% 左右，甲醛也降至 40% 左右，该产品后期未有新建装置计划投产，且在国家供给侧改革影响下，部分长期闲置产能将逐渐失效，产能或将继续走低；此外，醋酸、MTBE 产能虽维持增多态势，但产能增长速度也有明显放缓，传统下游的低迷使得其对国内甲醇的需求放缓。

图 2：2017 年 1 月~2019 年 2 月甲醇价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

价格方面，2017 年上半年，由于煤炭价格有所回落加之下游成本压力加大，甲醇价格呈下滑趋势；下半年以来，受下游产品价格回升及上游焦企限产、天然气供应紧张等因素影响，甲醇价格大幅回涨，截至 2017 年 12 月 29 日，甲醇市场价格为 3,320 元/吨。2018 年以来，甲醇价格在年初因煤价下跌震荡下行，4 月份以来，国内外甲醇装置接连检修，库存下跌，市场价格大幅上行，10 月中旬至年末，国外甲醇价格下跌，冬季需求增加预期落空，伊朗新建甲醇装置投产导致货源增加，甲醇价格大幅下跌。

2017 年 2 月，国家能源局发布《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》，指出适度发展煤炭深加工产业既是国家能源战略技术储备和产能储备的需要，

也是推进煤炭清洁高效利用和保障国家安全、能源安全的重要举措；同年 3 月，国家发改委联合工信部发布了《现代煤化工产业创新发展布局方案》，将煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制芳烃、煤制乙二醇列入产业技术升级示范重点，以提升系统集成优化水平；规划布局了内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东和新疆准东 4 个现代煤化工产业示范区，推动产业集聚发展，未来新疆地区煤化工机遇与竞争并存。总体来看，现代煤化工是我国煤炭深加工未来发展的主要方向，而传统煤制甲醇也将因煤制烯烃的发展而受益。

**近年来受益于钢铁行业供给侧改革及环保要求的日趋严格，焦炭市场供需结构改善，产品价格上涨。但我国焦化行业产能总体过剩，未来仍需关注钢铁行业景气度以及环保政策变化的影响**

我国焦化行业处于供给过剩状态，产能利用率长期不及 70%，产能规模 200 万吨及以上的企业仅 90 多家，整体行业集中程度较低。从设备规模来看，4.3 米及以下的焦炉产能占比达到 40% 以上，落后产能占比较高。2016 年 1 月中中国炼焦行业协会出台了《焦化行业“十三五”发展规划纲要》，提出化解过剩产能 5,000 万吨的目标，并指出焦炭炭化室高度低于 4.3 米属于落后产能，应鼓励加速淘汰。随着去产能工作的不断推进，国家对焦化行业的环保要求亦日趋严格，2017 年以来焦化行业面临多次环保检查和限产。环保政策的相继出台在对焦化行业的要求逐渐提高的过程中，加速了我国焦化行业的产能出清，同时随着行业洗牌推进，一些规模较小、存在安全隐患、污染和排放标准不严格的独立焦化企业将面临一定的经营压力，但对于行业中对自身环保要求严格、规模效应明显的行业或区域性龙头企业影响较小，焦炭行业集中度将有所提升，且供需格局有望改善。

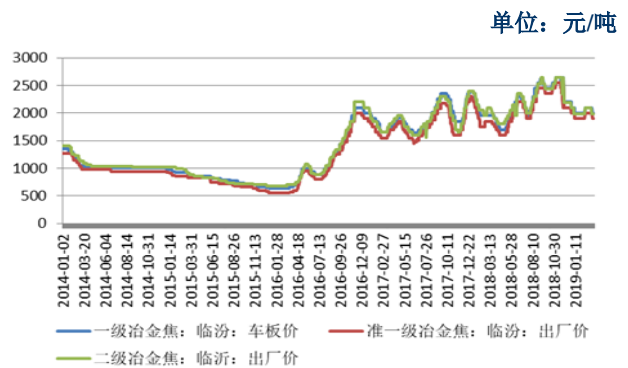
我国焦炭消费主要集中在冶金和化工行业，占全部焦炭消费总量的 90% 左右。而冶金行业中，高炉炼铁的焦炭需求占全行业焦炭总需求的 85% 左右，是中国焦炭消费最重要的领域，因此焦炭行业有明显的顺经济周期性。随着“十三五”规划逐步落

实、PPP项目加速落地等举措，建筑、汽车、机械工业等主要钢铁下游行业的用钢需求有所回暖。钢铁生产方面，随着宏观经济形势企稳向好，2016年以来，国内粗钢实现生产消费量双增长，当期国内粗钢表观消费和产量分别为7.10亿吨和8.08亿吨。2017年我国粗钢产量进一步增至8.32亿吨。2018年，我国钢铁行业持续推进供给侧结构性改革，产业结构不断优化，市场秩序明显改善，全行业经济效益创历史最好水平，全年累计生产粗钢9.28亿吨，同比增长6.60%，产量创历史新高，且创近三年最快增速。

供给方面，2017年，焦炭市场延续供不应求态势，但受环保政策趋严及前期淘汰落后焦炭产能的影响，当期我国焦炭产量为4.31亿吨，同比下降3.94%，产能利用率由2014年的65%左右升至75%，短期内产能过剩状态有所减轻。2018年，由于上半年面临供暖季，环保限产压力较大，加之高炉开工率修复未达预期，1~11月我国焦炭产量为3.98亿吨，同比小幅下降0.10%；12月，我国粗钢产量大幅增长带动当月焦炭产量同比增长4.9%至3,807万吨，拉动2018年全年焦炭产量同比小幅增长0.80%至4.38亿吨。

价格方面，2017年以来，我国焦炭价格高位震荡，截至2017年末，山西临汾一级冶金焦价格为2,400元/吨，仍维持较高水平。2018年一季度，随着冬季环保政策的趋严，前期高炉开工率降幅较大，焦炭库存规模有所增加，焦炭价格有所降低；二季度至三季度，随着高炉开工率的提升，加之焦化行业环保限产压力较大，焦炭价格多次提涨；四季度以来，受焦炭行业环保限产政策执行不及预期，行业产能供给过剩，焦炭价格出现大幅回调，截至2018年12月29日，山西临汾准一级冶金焦（车板）价格为2,100元/吨，较年初下降300元/吨。

图3：2014~2019年1月焦炭价格走势情况



数据来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

总体来看，2017年以来环保政策的相继出台提高了对焦化企业的要求，并加速了焦化行业的产能出清，焦炭行业供需格局进一步改善，产品价格上涨推动相关企业盈利明显改善。但从长远来看，我国焦化行业产能总体过剩，下游行业的供给过剩亦对焦炭价格难以形成长期支撑。此外，下游钢企与上游焦煤企业均以国有企业为主，焦化行业采购及销售时易受到两头挤压，也增加了其面临的经营压力。

## 业务运营

近年来，公司逐步完善现代煤化工循环经济产业链，已形成集煤炭开采、焦炭及相关煤化工产品生产、销售、焦油及焦油深加工产品生产、销售、硫酸铵销售、苯加氢产品生产、销售以及焦炉废气综合利用制甲醇、烯烃于一体的业务结构。2018年，受益于焦炭、改质沥青、MTBE和聚丙烯等产品价格的上涨，公司各业务板块营业收入均实现不同程度的增长，带动主营业务收入同比增长6.20%至130.14亿元。收入构成方面，2018年公司烯烃产品和焦化产品销售收入分别为55.31亿元和56.19亿元，占主营业务收入的比重分别为42.50%和43.17%，系公司主要收入来源。此外，公司还从事纯苯、改质沥青和MTBE（甲基叔丁基醚）等精细化工业务，2018年取得销售收入18.64亿元，收入比重为14.33%。



表 1: 2018 年公司主营业务收入及变动情况

单位: 亿元、%

业务类型	2017 年	2018 年	同比增幅
烯烃产品	54.07	55.31	2.31
精细化工产品	18.01	18.64	3.54
焦化产品	50.48	56.19	11.31
合计	122.55	130.14	6.20

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2018 年公司焦炭产销量保持稳定, 精细化工产量较上年度小幅下降, 但受益于焦炭及主要副产品价格的上涨, 焦化业务收入规模及盈利能力稳步提升, 精细化工业务收入亦实现小幅增长

截至 2018 年末, 公司在产煤矿马莲台煤矿和四股泉煤矿分别拥有 360 万吨/年和 150 万吨/年的产能, 2018 年原煤合计产量为 458.46 万吨, 同比增长 3.91%, 所产煤炭经洗选后全部用于焦化业务的生产。在建煤矿方面, 公司丁家梁煤矿和红四煤矿分别拥有 60 万吨/年和 240 万吨/年的产能, 截至 2018 年末二者在建工程分别完成投资 13.29 亿元和 17.36 亿元, 已基本建设完成。其中, 丁家梁煤矿目前尚未取得采矿权许可证, 未能投产; 2018 年 11 月, 国家能源局综合司出具《关于宁夏红墩子矿区红四煤矿产能置换方案的复函》(国能综函煤炭[2018]456 号), 同意红四煤矿实施产能置换并办理相关手续, 预计将于 2019 年末达产, 有望带动公司原煤产能继续扩张。2018 年, 公司煤炭耗用量为 1,129.39 万吨, 原煤自给率为 40.80%, 与上年度基本持平。自 2016 年下半年以来, 国内煤炭价格回暖, 公司煤炭外采成本有所上升, 未来或对其焦化产品获利空间形成一定挤压。

2018 年, 公司焦化产业焦炭产能维持在 400 万吨, 当年焦炭产量和销量分别为 430.13 万吨和 434.26 万吨, 产销率均维持在 100% 以上, 生产及销售情况基本保持稳定。价格方面, 当年焦炭行业受环保政策趋严的影响供应量有所下降, 焦炭价格处于卖方市场, 公司全年平均销售价格由上年的 1,104.61 元/吨进一步上涨至 1,276.64 元/吨, 涨幅为 15.57%。受益于焦炭价格上涨的推动, 2018 年公司焦化产品毛利率进一步增至 51.80%, 同比增加 8.22

个百分点, 盈利能力继续提升; 同期焦化业务实现营业收入 56.19 亿元, 同比增长 11.31%, 系带动公司整体业务规模扩张的主要业务。

表 2: 2017~2018 年公司焦化产品产销情况

单位: 万吨、元/吨

	2017	2018	同比增幅
产量	436.71	430.13	-1.51%
销量	440.28	434.26	-1.37%
均价	1,104.61	1,276.64	15.57%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

为延伸煤焦化产业链, 近年公司持续加强苯加氢、焦油深加工等焦化环节副产品配套设施建设, 实现了纯苯、焦油及粗苯等焦化副产品向中间产品转化, 资源利用能力进一步提升, 为业务发展提供新增长点。截至 2018 年末, 公司纯苯、改质沥青和 MTBE 年产能分别为 6.98 万吨、15.18 万吨和 10.75 万吨, 当年产量分别为 7.14 万吨、11.64 万吨和 8.83 万吨, 同比增幅分别为 11.91%、-15.28% 和 -11.79%。2018 年, 公司根据市场需求直接销售 2.29 万吨改质沥青的前序工段产品中温沥青, 导致改质沥青产能利用率同比下降 13.83 个百分点; 同期受烯烃产品生产系统停产检修一个月导致 MTBE 的主要原材料碳四产量下降, 公司 MTBE 产能利用率较 2017 年亦有所下降。2018 年, 公司纯苯、改质沥青和 MTBE 销量分别为 7.16 万吨、11.47 万吨和 8.83 万吨, 产销率基本维持在 100% 左右, 当年公司精细化工业务实现营业收入 18.64 亿元, 同比增长 3.54%。

表 3: 2017~2018 年公司精细化工产品产销情况

单位: 万吨、元/吨

产品		2017	2018	同比增幅
纯苯	产量	6.38	7.14	11.91%
	销量	6.30	7.16	13.65%
	均价	5,162.73	5,014.37	-2.87%
改质沥青	产量	13.74	11.64	-15.28%
	销量	13.78	11.47	-16.76%
	均价	3,157.80	3,533.00	11.88%
MTBE	产量	10.01	8.83	-11.79%
	销量	10.17	8.83	-13.18%
	均价	4,439.03	5,116.81	15.27%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 2018 年公司焦化及精细化工产品产

销率较高，焦炭产品产销情况基本保持稳定，受益于焦炭价格上涨的带动，当年整体收入规模稳步扩张。但焦化行业总体产能仍处于过剩状态，中诚信证评将持续关注行业环境的变化对公司未来经营及盈利产生的影响。

**2018年公司烯烃生产线停产检修使其产销量有所下降，但受益于产品结构改善带来的价格上涨，烯烃业务收入仍实现小幅增长。同时，公司在建的60万吨/年烯烃项目有助于为未来业务发展奠定良好基础，但短期内面临的投资压力较大**

2018年，公司根据市场需求情况调整了聚丙烯产品的生产结构，增加了单价较高的K8003牌号聚丙烯的生产量。受益于此，公司聚丙烯平均销售价格较2017年上涨1,430.70元/吨至8,343.78元/吨，涨幅为20.70%。但为调整聚丙烯的生产结构，公司对聚烯烃装置进行了为期一个月的大修，导致烯烃产品产量有所下降。具体来看，2018年公司聚乙烯和聚丙烯产量分别为32.20万吨和30.21万吨，分别同比下降8.37%和7.59%。销售方面，2018年公司聚乙烯和聚丙烯销量分别为32.18万吨和30.03万吨，产销率分别为99.94%和99.40%，产销率保持在较高水平；同期销售均价分别为8,139.33元/吨和8,343.78元/吨，同比涨幅分别为-0.61%和20.70%。整体来看，聚丙烯产品结构调整带来的价格上涨有效地弥补了产销量下降的不足，当年公司烯烃产品实现销售收入55.31亿元，小幅增长2.31%。值得注意的是，烯烃产品价格与国际原油价格走势关联度较高，且易受生产装置集中检修影响而变动，受全球经济增速放缓以及地缘政治博弈等因素影响，国际油价的震荡或导致烯烃价格的波动，对公司经营产生一定的影响。

**表 4：2017~2018 年公司烯烃产品产销情况**

单位：万吨、元/吨

产品		2017	2018	同比增幅
聚乙烯	产量	35.14	32.20	-8.37%
	销量	35.47	32.18	-9.28%
	均价	8,189.19	8,139.33	-0.61%
聚丙烯	产量	32.69	30.21	-7.59%
	销量	32.05	30.03	-6.30%
	均价	6,913.08	8,343.78	20.70%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为进一步扩大烯烃产品生产规模，提升现有产品市场占有率，2017年公司启动焦炭气化制60万吨/年烯烃项目，项目总投资152.79亿元，截至2018年末在建工程中项目投资额为25.01亿元。焦炭气化制60万吨/年烯烃项目投资规模较大，随着项目建设的推进，公司仍存在一定的资金缺口。公司新建烯烃项目达产后拥有年产40万吨精甲醇、30万吨聚乙烯和30万吨聚丙烯等的生产能力，其中烯烃产能同比增长100.00%，为未来业务发展奠定基础。

安全生产方面，2018年5月25日，公司下属宁夏宝丰能源集团煤焦化有限公司（以下简称“宝丰煤焦化”）焦化厂化产二车间发生一起化学物质泄漏事故。根据宁夏宁东管委会安监局出具的证明确认，本次事故属于一般生产安全事故。针对本次事故，宝丰煤焦化于2017年7月13日足额缴纳了30万元罚款，并落实了安全生产主体责任。整体来看，公司煤炭采掘及化工生产均属于高危行业，在开采/生产环节存在潜在安全生产风险，安全管理压力较大，公司安全生产管理制度的落实有待进一步加强。

此外，我国对化工行业设置了较高环保门槛，近年来对环境保护和能源节约等方面宏观调控政策力度逐渐加强，从原材料、供热、用电和排污等诸多方面提出更高要求，对行业影响较大。在当前环保政策不断趋严的背景下，未来或存在由于国家环保政策变化对公司经营及在建项目后续投产运营带来合规风险，以及因需要大量增加环保投入而使盈利水平下降的风险。

总体来看，2018年受益于公司产品结构调整带

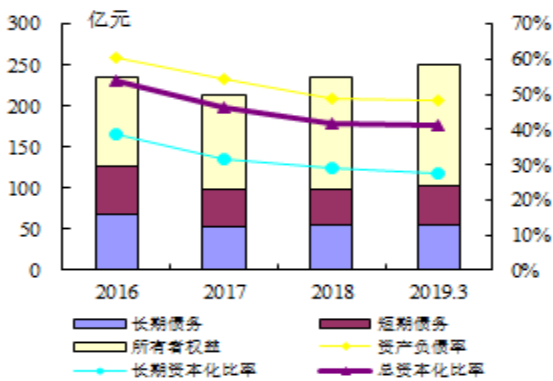
来的价格上涨，公司烯烃业务收入小幅增长，未来新建烯烃项目投产后或带动公司烯烃业务快速发展，但短期内公司面临的投资压力较大。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

### 资本结构

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

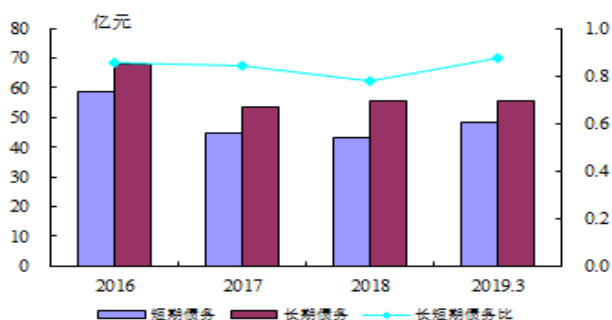
2018 年公司股东分红 15.18 亿元，但公司业务规模保持增长，留存收益得以积累，自有资本实力不断增强，年末所有者权益规模同比扩张 19.36% 至 136.83 亿元。负债方面，经营效益的改善带动公司经营现金流情况好转，公司应付款项支付速度加快，2018 年末负债总额同比小幅下降 3.09% 至 131.47 亿元。截至 2018 年末，公司总资产为 268.29 亿元，同比增长 7.19%。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 49.00% 和 41.86%，分别同比下降 5.20 个和 4.29 个百分点，财务杠杆水平进一步降低。截至 2019 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 283.49 亿元、136.34 亿元和 147.15 亿元，期末资产负债率和总资本化比率分别为 48.09% 和 41.34%，从长期来看，首次公开发行新股后，短期内公司财务杠杆比率有望进一步下降，财务结构稳健性得以提升，但新建烯烃项目仍存在较大投资缺口，项目建设推进及投产后的运营资金仍使公司面临较大的资金需求。

资产结构方面，基于公司的业务特点，非流动

资产是公司资产的主要构成。截至 2018 年末，公司非流动资产合计 245.53 亿元，占总资产比重为 91.52%，主要由固定资产（150.66 亿元）、在建工程（58.67 亿元）、无形资产（12.47 亿元）、商誉（11.24 亿元）和其他非流动资产（12.07 亿元）构成。其中，受新建烯烃项目投入规模增加的影响，2018 年末在建工程规模同比增长 67.55%；商誉系 2013 年收购宁夏东毅环保科技有限公司股权形成；同时，受预付工程设备和材料款增加以及购入红四煤矿产能置换指标支付价款 1.40 亿元，期末其他非流动资产同比增长 221.91% 至 12.07 亿元。2018 年末，公司流动资产合计 22.76 亿元，主要由货币资金（14.34 亿元）、应收票据（1.52 亿元）和存货（5.07 亿元）构成。2018 年末公司银行存款 9.46 亿元，系由货币资金主要构成，剩余部分主要为信用证保证金和银行承兑汇票保证金；2018 年焦炭处于卖方市场，公司提高了收取票据的标准，年末应收票据余额同比减少 66.06% 至 1.52 亿元；同时，2018 年末公司存货余额同比增长 11.72% 至 5.07 亿元，主要系在产品增加。

负债结构方面，2018 年末公司流动负债余额为 74.80 亿元，占负债总额的 56.90%，主要为短期借款（10.86 亿元）、应付票据（10.28 亿元）、其他应付款（15.14 亿元）和一年内到期的非流动负债（21.94 亿元）。公司短期借款主要为抵押借款，2018 年末借款余额同比增长 22.02% 至 10.86 亿元；同时，受应付款项支付速度加快的影响，年末应付账款同比减少 48.30% 至 5.50 亿元；公司其他应付款主要由应付工程款及工程设计费、工程设备款及质保金组成，2018 年末余额同比小幅增长 1.63%。2018 年末，公司非流动负债合计 56.66 亿元，主要为长期借款（23.90 亿元）和应付债券（30.75 亿元）。

图 5: 2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2018 年末公司总债务规模为 98.50 亿元，与上年末基本持平，其中短期债务为 43.08 亿元，长短期债务比为 0.78 倍，较上年下降 0.07 倍，债务期限结构有所改善。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 103.71 亿元，长短期债务比为 0.87 倍。

总体来看，2018 年受益于权益资本的积累，公司自有资本实力进一步提升，财务杠杆比率有所下降，债务期限结构逐步改善。

### 盈利能力

2018 年，公司各业务整体保持平稳运行，全年实现营业总收入 130.52 亿元，同比增长 6.11%；毛利率为 46.90%，同比增加 3.67 个百分点。分板块来看，2018 年公司焦炭产销量基本保持稳定，受益于产品价格的带动，当年焦化业务收入同比增长 11.31% 至 56.19 亿元，毛利率同比上涨 8.22 个百分点至 51.80%，成为带动公司收入和毛利率上升的主要原因之一。同时，2018 年公司焦化副产品及深加工产品价格整体上涨，全年精细化工业务实现收入 18.64 亿元，毛利率为 43.56%。烯烃业务方面，2018 年聚烯烃装置的停产检修导致烯烃产品产量有所下降，但产品结构调整后的聚丙烯价格上涨，当期烯烃业务收入同比增长 2.31% 至 55.31 亿元，毛利率为 43.16%。2019 年一季度，公司实现营业总收入 31.94 亿元，毛利率为 45.26%。

表 5: 2018 年公司营业总收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%				
业务	收入	同比增幅	毛利率	同比增幅 (百分点)
烯烃产品	55.31	2.29	43.16	-0.59
精细化工产品	18.64	3.50	43.56	3.39
焦化产品	56.19	11.31	51.80	8.22
其他	0.38	-	-	-
<b>合计</b>	<b>130.52</b>	<b>6.11</b>	<b>46.90</b>	<b>3.67</b>

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 13.39 亿元，其中销售费用主要为运输费、装卸费和人工成本；管理费用主要为职工薪酬、折旧、办公费和业务招待费，受管理人员薪酬上涨的影响，当年公司管理费用同比增长 32.51%；财务费用包括利息支出、票据贴息及未确认融资费用的摊销等。2018 年公司期间费用与营业总收入的比率为 10.26%，同比下降 0.09 个百分点。2019 年一季度，公司期间费用合计 2.74 亿元，与营业总收入的比率为 8.58%，期间费用控制情况逐年改善。

表 6: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

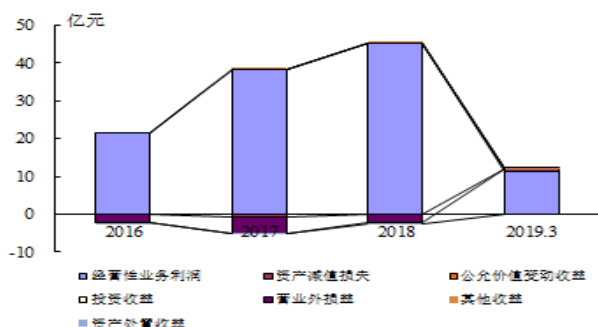
单位：亿元、%				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	3.08	4.65	4.01	0.88
管理费用	2.40	2.91	3.86	0.83
研发费用	-	0.08	0.20	0.03
财务费用	4.54	5.09	5.32	0.99
期间费用合计	10.02	12.73	13.39	2.74
营业总收入	80.27	123.01	130.52	31.94
期间费用/营业总收入	12.48	10.35	10.26	8.58

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年受益于业务规模的扩张及毛利率的提升，公司实现经营性业务利润 45.24 亿元，同比增长 18.02%，系利润总额的最主要构成。2018 年公司取得与日常活动相关的政府补助 0.12 亿元，其他收益同比增长 86.82% 至 0.16 亿元。同期，公司营业外损益为 -2.21 亿元，同比下降 45.62%，主要系向关联公司宁夏燕宝慈善基金会的公益性捐赠规模减少所致。整体来看，在经营性业务利润的带动下，2018 年公司利润总额同比增长 28.48% 至 42.83 亿元。2019 年 1~3 月公司实现利润总额 11.90 亿元，其中经营性业务利润、其他收益和营

业外损益分别为 11.21 亿元、0.01 亿元和 0.04 亿元。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



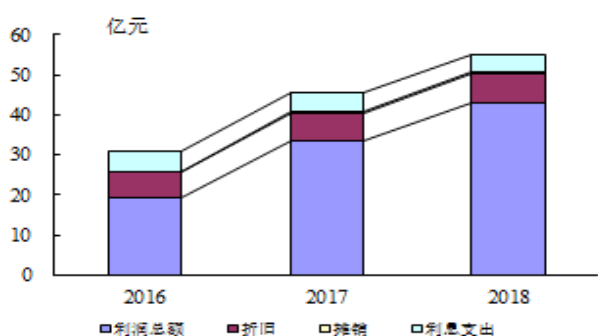
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司各主要产品价格整体上涨，公司收入及盈利表现良好，经营性利润进一步增加，但公司产品价格与原油价格关系密切，需关注原油价格波动对公司获利空间的影响。

## 偿债能力

获现能力方面，利润总额、折旧及利息支出系公司 EBITDA 主要构成。2018 年受益于利润总额的带动，公司 EBITDA 同比增长 20.67% 至 54.94 亿元。从 EBITDA 对债务利息的保障来看，2018 年公司总债务/EBITDA 由上年的 2.16 倍下降至 1.79 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 8.97 倍上升至 11.71 倍，EBITDA 对债务利息保障程度进一步提升。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，近年来公司经营活动净现金流逐年增加，2018 年公司获现能力提升，在收入规模扩张的带动下，当期经营活动净现金流同比增长 8.28% 至 32.65 亿元；同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.33 倍和 6.96 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力有所增强。投资性现金流方面，受新建烯烃项目产生较大的资本性支出的影响，2018 年公司投资活动产生

的现金流量净额为 -17.08 亿元，呈大幅净流出状态。

表 7：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产 (亿元)	276.58	250.30	268.29	283.49
总债务 (亿元)	126.54	98.22	98.50	103.71
资产负债率 (%)	60.63	54.20	49.00	48.09
总资本化比率 (%)	53.75	46.14	41.86	41.34
经营活动净现金流 (亿元)	17.72	30.16	32.65	8.80
经营活动净现金/总债务 (X)	0.14	0.31	0.33	0.34
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.30	5.94	6.96	-
EBITDA (亿元)	30.82	45.53	54.94	-
总债务/EBITDA (X)	4.11	2.16	1.79	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.73	8.97	11.71	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司获得授信额度总计 94.49 亿元，其中未使用的授信额度为 33.81 亿元，备用流动性充足；同时，公司还通过发行公司债、中期票据和短期融资券等多种渠道筹集资金，首次公开发行 A 股股票已于 2019 年 5 月 16 日在上交所上市交易，未来可通过股票市场融资，直接融资渠道将进一步拓宽。整体来看，公司外部融资渠道较为顺畅。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值 48.91 亿元，包括货币资金 (4.89 亿元)、固定资产 (34.60 亿元)、无形资产 (8.69 亿元) 和应收票据 (0.73 亿元)，占总资产的比例为 18.23%，一定程度上限制了该部分资产的流动性。

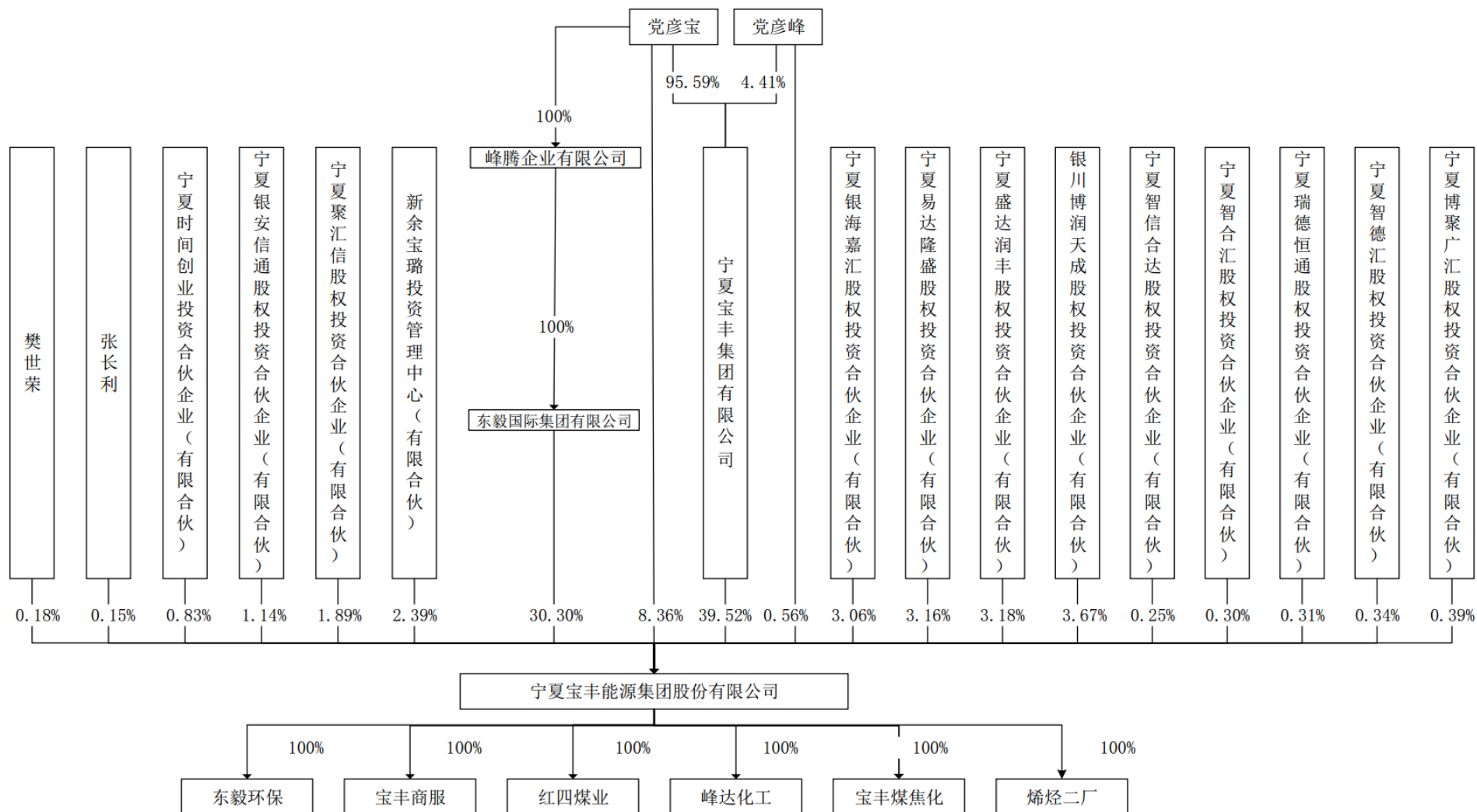
截至 2018 年末，公司无对外及对子公司的担保。同期，公司无重大未决诉讼或仲裁事项形成的或有负债。

总体来看，2018 年受益于产品价格的上涨，公司业务规模继续扩张，盈利情况及获现能力好转。同时，权益资本的积累使公司财务杠杆比率有所降低，首次公开发行新股后，公司财务结构稳健性有望进一步提升。但中诚信证评仍关注到，当前焦化行业总体产能仍处于过剩状态，且烯烃产品价格与原油价格走势关联度较高，未来国际油价的震荡或对公司经营产生一定的影响。

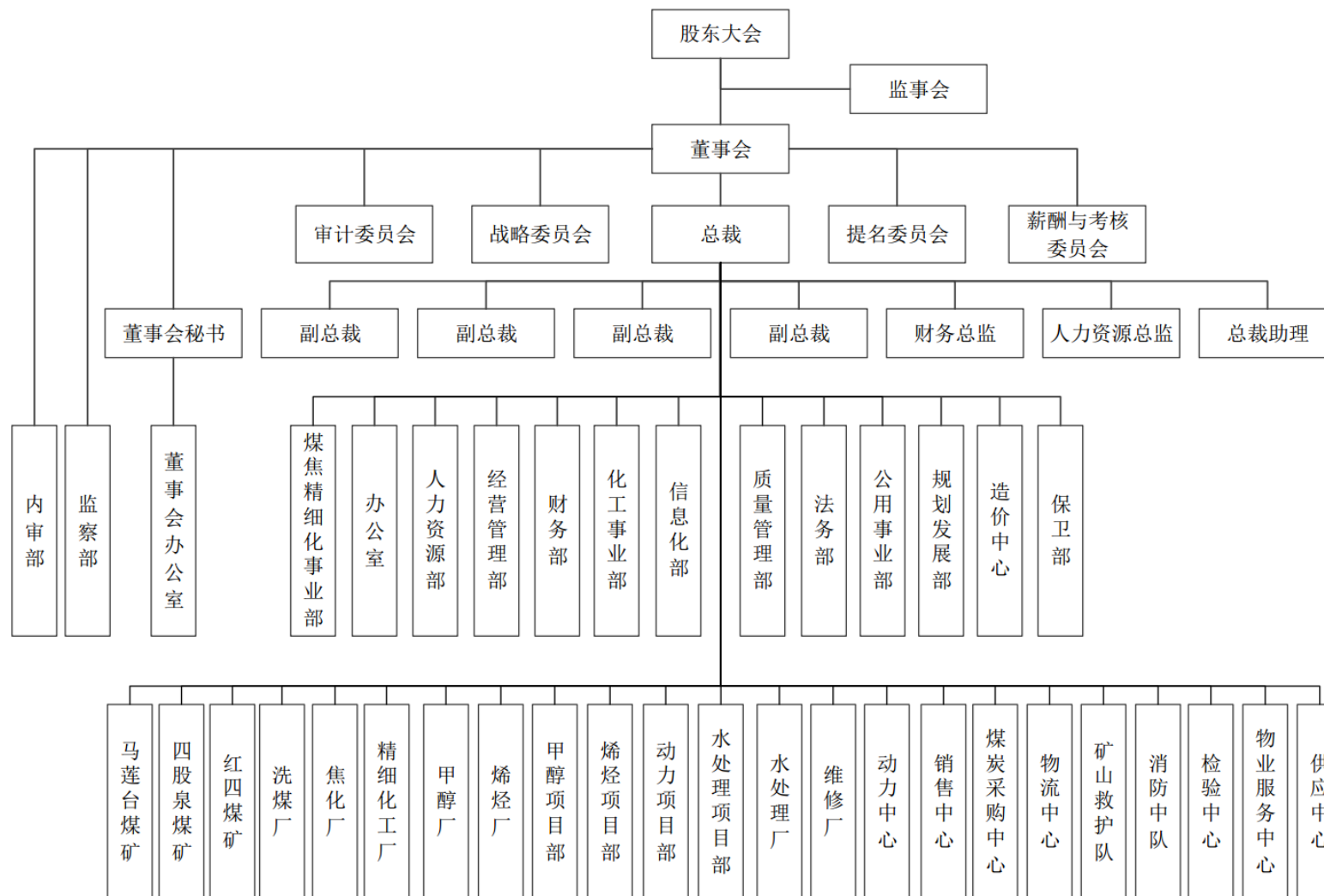
## 结 论

综上，中诚信证评维持宝丰能源主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定，维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**；维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**；维持“宁夏宝丰能源集团股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：宁夏宝丰能源集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：宁夏宝丰能源集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）





**附三：宁夏宝丰能源集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	221,262.11	191,961.22	143,438.27	183,217.31
应收账款净额	3,433.37	2,829.86	1,465.63	2,960.75
存货净额	50,300.80	45,412.43	50,734.76	45,420.17
流动资产	637,894.50	299,433.50	227,573.42	279,401.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	1,896,358.30	1,924,136.28	2,093,383.26	2,144,153.51
总资产	2,765,839.49	2,502,973.24	2,682,915.43	2,834,894.12
短期债务	583,994.60	449,693.84	430,771.42	483,571.63
长期债务	681,424.49	532,538.05	554,232.80	553,562.89
总债务	1,265,419.09	982,231.89	985,004.22	1,037,134.52
总负债	1,677,037.71	1,356,615.89	1,314,657.34	1,363,394.81
所有者权益（含少数股东权益）	1,088,801.78	1,146,357.36	1,368,258.09	1,471,499.32
营业总收入	802,737.20	1,230,074.50	1,305,229.03	319,415.38
三费前利润	313,880.97	510,681.85	586,279.91	139,495.72
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	171,847.50	292,343.57	369,551.56	102,042.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	308,165.75	455,298.41	549,402.99	-
经营活动产生现金净流量	177,219.00	301,563.33	326,518.76	87,976.57
投资活动产生现金净流量	-130,381.94	195,618.73	-170,812.21	-66,665.26
筹资活动产生现金净流量	29,541.66	-493,729.07	-214,813.56	3,903.55
现金及现金等价物净增加额	77,085.81	3,262.20	-59,137.58	25,214.86
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	40.48	43.22	46.90	45.26
所有者权益收益率（%）	15.78	25.50	27.01	27.74*
EBITDA/营业总收入（%）	38.39	37.01	42.09	-
速动比率（X）	0.60	0.31	0.24	0.29
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.31	0.33	0.34*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.67	0.76	0.73*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.30	5.94	6.96	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.73	8.97	11.71	-
总债务/EBITDA（X）	4.11	2.16	1.79	-
资产负债率（%）	60.63	54.20	49.00	48.09
总资本化比率（%）	53.75	46.14	41.86	41.34
长期资本化比率（%）	38.49	31.72	28.83	27.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2019年一季度带“\*”指标经年化处理；3、2016年末，公司其他流动负债中的融资性票据余额为3,532.68万元，中诚信证评在计算时将其纳入短期债务；2016~2018年以及2019年3月末，公司长期应付款中的应付融资租赁款余额分别为61,003.06万元、73,751.83万元、7,676.80万元和47,460.51万元，中诚信证评在计算时将其纳入长期债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

长短期债务比=短期债务/长期债务

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

期间费用=销售费用+管理费用+研发费用+财务费用

经营性业务利润=三费前利润-期间费用

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。