

# 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）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 14 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0257 号

## 宁夏宝丰能源集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“16 宝丰 02”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十四日

**评级观点：**中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16宝丰02”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司丰富的煤炭资源储备和新型煤化工循环经济产业链优势，盈利和经营获现能力进一步提升，IPO上市成功令其资本实力大幅提升，财务杠杆比率下降，融资渠道得到拓展。但中诚信国际也关注到公司产品所在行业具有较强的周期性、产品价格波动以及面临安全生产压力等因素对其经营和整体信用状况的影响。

### 概况数据

宝丰能源（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	250.30	268.29	332.95
所有者权益合计（亿元）	114.64	136.83	233.52
总负债（亿元）	135.66	131.47	99.43
总债务（亿元）	98.22	98.50	56.19
营业总收入（亿元）	123.01	130.52	135.68
净利润（亿元）	29.23	36.96	38.02
EBIT（亿元）	38.11	47.24	47.02
EBITDA（亿元）	45.53	54.94	55.32
经营活动净现金流（亿元）	30.16	32.65	35.73
营业毛利率（%）	43.22	46.90	43.95
总资产收益率（%）	14.47	18.22	15.64
资产负债率（%）	54.20	49.00	29.86
总资本化比率（%）	46.14	41.86	19.40
总债务/EBITDA（X）	2.16	1.79	1.02
EBITDA 利息倍数（X）	8.97	11.71	16.82

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告的财务报表整理。

### 正面

■ **新型煤化工循环经济产业链优势明显。**公司拥有“煤—焦—化”新型煤化工循环经济产业链，煤炭资源丰富，原材料自给能力较高，成本优势明显，产业链协同效应较强，有利于提高综合收益，提升整体抗风险能力。

■ **2019 年焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目后段 MTO 装置投产，营业总收入和经营获现能力提升。**2019 年 10 月焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目后段 MTO 装置投产，新旧设备均运行稳定，聚烯烃产品产销量的提升推动公司盈利能力和经营获现能力进一步提升。

■ **成功上市令其资本实力大幅提升，财务杠杆比率下降，融资渠道得到拓展。**2019 年 5 月，公司成功上市募集资金净额 80 亿元，资本实力大幅提升，财务杠杆比率降至行业很低水平，融资渠道得到拓展。

### 同行业比较

2019 年部分化工企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	债务总额（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
广汇能源	486.20	65.81	256.54	140.42	14.54
中泰化学	601.12	63.92	290.61	831.20	1.91
鲁西化工	302.10	62.54	158.19	180.82	16.92
宝丰能源	332.95	29.86	56.19	135.68	38.02

注：“广汇能源”为“广汇能源股份有限公司”简称；“中泰化学”为“新疆中泰化学股份有限公司”简称；“鲁西化工”为“鲁西化工集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16 宝丰 02	AA+	AA+	10.00	2016/11/23~2021/11/23

### 关注

■ **化工行业周期性强，面临产品价格波动风险。**公司产品所在行业具有较强的周期性，销售均价受原油和煤炭价格影响较大，2020 年 3 月以来国际油价大幅下跌，或将导致产品价格波动，对公司盈利稳定性造成不利影响。

■ **面临安全生产压力。**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，相关领域企业面临较大安全管理压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，宁夏宝丰能源集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利水平大幅增强且具有可持续性，资产质量和流动性显著提升，产品结构明显丰富且竞争力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司发生大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性明显恶化、投资项目效益不及预期等因素导致偿债能力显著下降。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

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)(以下简称“16 宝丰 02”)发行规模为 10 亿元，截至 2016 年末“16 宝丰 02”债券募集资金已全部使用完毕。“16 宝丰 02”募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务，调整负债结构，补充流动资金。公司募集资金实际使用情况与《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)募集说明书》中承诺的用途和使用计划一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基

建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年以来，化工<sup>1</sup>产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局**

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较

上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：我国部分化工产品产量统计(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸(折 100%)	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱(折 100%)	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱(碳酸钠)	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药(折有效成分 100%)	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

<sup>1</sup> 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于2020年1月15日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

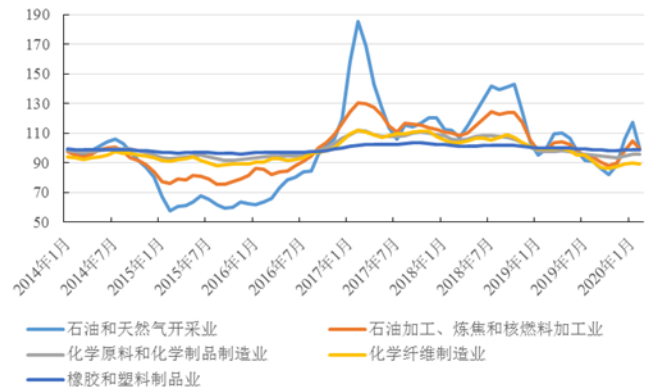
新型冠状病毒肺炎疫情自1月20日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019年布伦特原油价格在50~70美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020年2月以来受OPEC+减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至2020年3月末，布伦特和WTI原油期货结算价分别降至22.74美元/桶和20.48美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲

击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。2020年3月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑25.6%和19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升12%。国内经

济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，

2020年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
<b>化工行业</b>	<b>16.19</b>	<b>0.005</b>	<b>156,827.4</b>	<b>1.29</b>	<b>8,051.9</b>	<b>-20.26</b>

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

**2019 年聚烯烃产能持续增长，但产品同质化加剧，高端产品主要依靠进口，对外依存度仍较高；原油价格下行及市场竞争加剧令价格持续下滑；未来随着产能大规模释放，行业竞争将不断加剧**

随着各装置如期投产，2019 年末我国聚乙烯产能增至 1,906 万吨/年。据不完全统计，2020~2024 年我国共计有 29 家企业计划新增聚乙烯生产装置，预计新增产能超过 1,400 万吨，产能大规模释放及产品同质化加剧将使得行业内竞争更为激烈。此外，由于研发能力不足，且通过技术转让途径有限，国内聚乙烯产品主要集中在中低端的通用材料领域，高端产品进口依赖度很高，己烯共聚聚乙烯、辛烯共聚聚乙烯、超高分子量聚乙烯等高端聚乙烯进口量约占聚乙烯总进口量 4 成以上。未来，自主研发实力突出的生产企业在行业内将更有竞争优势。

聚丙烯行业产能亦呈现扩张态势，2019 年末产能增至 2,446 万吨/年。随着产能扩大和产量增加，聚丙烯对进口的依赖度有所下降，2019 年对外依存度为 11%。据不完全统计，2020 年国内聚丙烯计划投产的装置将达到 700 万吨/年以上，市场供应快速增长，供给端压力有所增大。

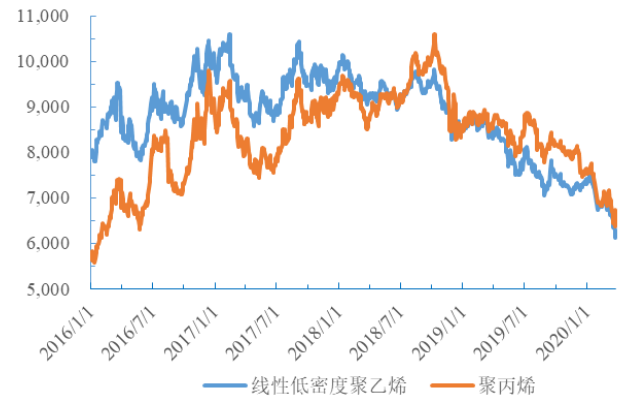
表 3：近年我国聚乙烯和聚丙烯产销及进口情况  
(万吨/年、万吨、%)

	2018				2019			
	产能	产量	消费量	进口	产能	产量	消费量	进口
聚乙烯	1,844	1,583	2,980	1,400	1,906	1,794	3,432	1,666
聚丙烯	2,203	2,090	2,387	328	2,446	2,235	2,550	313

资料来源：化工在线

价格方面，烯烃价格与国际油价关联度较高，2019 年以来原油大幅下跌，叠加新增产能释放，市场竞争加剧等因素影响，聚烯烃价格持续下滑。

图 2：近年来线性低密度聚乙烯和聚丙烯价格走势(元/吨)



资料来源：化工在线

**煤炭资源丰富，原材料自给能力较强，成本优势明显；2019 年受采区改造影响，煤矿产量有所下降，外购需求增加；煤炭下游需求整体疲软使得主要原材料采购价格有所回落**

公司原煤开采全部来自马莲台煤矿和四股泉煤矿，截至 2019 年末产能合计 510 万吨/年，煤炭资源保持稳定。公司自产原煤大部分用于入洗，不



对外销售，所洗出的精煤用于焦化等生产，2019年煤炭自给率为32.47%，较高的煤炭自给率有利于控制生产成本。同时，公司仍需外购部分原煤和精煤，其中部分原煤由公司洗选出精煤后进行焦化。

在建煤矿方面，截至2019年末，红四煤矿已基本建成，但受环评技术导则更新及政府审批进度缓

慢等因素影响投产手续办理进度滞后，目前正在办理采矿许可证；同期末，公司已取得甜水河煤矿采矿权，计划与丁家梁煤矿合并开发，目前正在进行矿区总体规划修编及审查。待在建煤矿建成投产后，公司年产能预计增加330万吨/年，未来其资源及成本优势有望进一步体现。

表4：公司煤炭资源情况（万吨/年、万吨）

		设计产能	2019年产量	煤种	计划投产时间
马莲台煤矿		360	274.53	气肥煤、1/3焦煤	已投产
四股泉煤矿	一号井	90	108.86	1/3焦煤	已投产
	二号井	60		1/3焦煤	已投产
丁家梁煤矿		90	在建	气肥煤、1/3焦煤	2021年底
红四煤矿		240	在建	气肥煤	2020年上半年
合计		840	383.39	--	--

注：丁家梁煤矿和甜水河煤矿合并开发

资料来源：公司提供

2019年马莲台煤矿产量同比下降23.16%，主要系采区改造所致，采区改造预计于2021年完成，期间该煤矿产量将逐步恢复。由于自有煤矿产量下降，当年公司加大精煤外部采购力度。甲醇为烯烃生产过程的中间原料，截至2019年末公司拥有170万吨/年的生产能力，并通过外购进行补充。随着焦炭气化制60万吨/年烯烃项目后段MTO装置于2019年10月投产，公司聚烯烃产能大幅提升，带动当年甲醇外购量亦同比增加较多。价格方面，2019年煤炭行业下游需求整体较为疲软，公司主要原材料采购价格均有所下滑。

表5：公司主要原材料对外采购情况（万吨、元/吨）

	2017	2018	2019
原煤采购量	323.65	263.60	345.02
原煤采购价格	385.39	392.02	322.60
动力煤采购量	72.12	108.67	112.91

动力煤采购价格	315.26	244.64	238.45
精煤采购量	318.01	300.05	339.33
精煤采购价格	653.12	689.46	656.16
甲醇采购量	19.06	21.57	73.35
甲醇采购价格	1,887.73	2,044.32	1,727.06

资料来源：公司提供

**2019年公司聚烯烃产能大幅提升；新旧装置平稳运营，主要产品产能利用率和产销率维持较高水平；受国际油价下降、低价货源冲击市场和国内需求增速放缓等影响，主要产品销售均价同比下滑**

公司拥有“煤—焦—化”新型煤化工循环经济产业链。2019年10月，焦炭气化制60万吨/年烯烃项目（后段甲醇制60万吨/年烯烃装置）投产，使得聚烯烃产能大幅提升。前段焦炭气化制220万吨甲醇/年装置主体工程已完工，预计将于2020年上半年投产，公司产能规模将进一步提升。

表6：公司主要产品产销情况（万吨/年、万吨、元/吨）

产品	2020年3月末产能	2017			2018			2019		
		产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价
聚乙烯	60	35.14	35.47	8,189.19	32.20	32.18	8,139.33	44.04	42.26	6,821.32
聚丙烯	60	32.69	32.05	6,913.08	30.21	30.03	8,343.78	42.24	39.12	7,684.64
焦炭	400	436.71	440.28	1,104.61	430.13	434.26	1,276.64	455.43	458.04	1,160.03
纯苯	6.98	6.38	6.30	5,162.73	7.14	7.16	5,014.37	6.82	6.79	3,922.50
改质沥青	15.18	13.74	13.78	3,157.80	11.64	11.47	3,533.00	10.85	10.84	3,092.35

MTBE	10.75	10.01	10.17	4,439.03	8.83	8.83	5,116.81	9.82	9.82	4,870.49
------	-------	-------	-------	----------	------	------	----------	------	------	----------

资料来源：公司提供

生产方面，2019 年公司新旧装置运行平稳，聚乙烯、聚丙烯及焦炭等产品保持了较高的产能利用率和产销率，主要技术、经济指标持续进步，煤醇比、醇烯比和煤焦比分别同比下降 5.96%、4.06% 和 3.26%。

销售方面，2019 年公司新拓展工厂用户 22 家，终端客户销量同比增加 10.63%，主要产品产销率维持在较高水平。同期受下游钢材价格回落影响，公司焦炭价格有所下降；受国际油价震荡下滑、国外低价货源冲击及国内需求增速放缓等影响，聚乙烯和聚丙烯价格分别同比下滑 16.19% 和 7.90%，精细化工产品纯苯、改质沥青及 MTBE 销售价格亦有所下滑。**中诚信国际关注到**，聚烯烃产品价格和油价关联度较高，2019 年以来随油价变化呈波动下行走势；2020 年一季度，国际原油价格暴跌，加之今年我国聚烯烃装置将集中投产，聚烯烃产品价格或将进一步下滑，中诚信国际将对此及对公司收入和利润的影响保持关注。

2020 年一季度公司生产运行稳定，装置保持满负荷生产，下游销售较为顺畅，新型冠状病毒肺炎疫情对公司生产销售影响不大。

### **IPO 成功令公司资本实力大幅提升，融资渠道得到拓展，投资压力得以缓解，偿债能力增强**

经中国证券监督管理委员会核准，并经上海证券交易所同意，2019 年 5 月 16 日，公司完成了 A 股首发上市挂牌，公开发行普通股（A 股）73,336 万股（股票简称：宝丰能源，股票代码：600989），募集资金净额 80 亿元，其中 74 亿元用于焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目建设，6 亿元用于偿还银行借款。5 月 28 日公司通过了《关于使用募集资金置换前期已投入募投项目自筹资金的议案》，将使用募集资金置换前期已投入募投项目的自筹资金 38.04 亿元。截至 2019 年末，公司累计使用募集资金 70.09 亿元，募集资金账户余额为 11.46 亿元。中

**诚信国际认为**，公司成功上市使其资本实力大幅提升，资本结构进一步改善，融资渠道得到拓展，投资压力得以缓解，偿债能力增强。

### **公司在建和拟建项目投资规模较大，未来面临一定资本支出压力**

2020 年，公司将推动在建焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目（前段焦炭气化制 220 万吨甲醇/年装置）、红四煤矿项目投产及丁家梁煤矿项目建设，丁家梁煤矿预计于 2021 年底投产；并开工建设三期 50 万吨/年煤制烯烃项目，该项目包括 150 万吨/年煤炭气化制甲醇装置、50 万吨/年甲醇制烯烃装置、25 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物（EVA）装置、30 万吨/年聚丙烯装置，预计投资额 137.70 亿元。此外，公司拟建设 100MW/年太阳能发电配套 2 万吨/年电解水制氢科技示范项目和 300 万吨/年煤焦化多联产项目。**中诚信国际关注到**，公司未来投资规模较大，面临一定的资本支出压力，中诚信国际将对项目建设进度、融资情况及投资支出安排保持关注。

## **财务分析**

以下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 2017~2019 年审计报告，安永华明按照新企业会计准则对 2017 年财务数据进行了追溯调整，中诚信国际采用追溯调整后数据进行分析；2018~2019 年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际分析时，将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款调至长期债务，将“研发费用”计入“管理费用”，费用化利息支出未包括“票据贴现利息支出”和“未确认融资费用的摊销”。

### **受行业周期性变化影响，2019 年公司主要产品价格均有所下滑，但部分烯烃装置投产带动收入保持增长态势；财务费用降低令盈利能力进一步增强**

2019 年公司主要销售产品价格均出现不同程度的下滑，精细化工产品和焦化产品收入因此有所下降；但受益于焦炭气化制 60 万吨/年烯烃后段装置投产，聚烯烃产销量增加令烯烃产品收入同比增长 15.17%，进一步带动营业总收入同比增长 3.95%。

**表 7：近年来公司主要板块收入构成（亿元）**

	2017	2018	2019
烯烃产品	54.07	55.31	63.70
精细化工产品	18.01	18.64	17.69
焦化产品	50.48	56.19	53.87
<b>营业总收入</b>	<b>123.01</b>	<b>130.52</b>	<b>135.68</b>

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年公司主要精细化工产品价格下滑令该业务毛利率小幅下降；煤炭及焦化产品价格下降亦令焦化业务毛利率有所下降；但受益于原材料甲醇价格的下滑，烯烃产品毛利率有所回升。受以上因素综合影响，公司营业毛利率同比下降 2.95 个百分点。

**表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

	2017	2018	2019
烯烃产品	43.75	43.16	44.09
精细化工产品	40.17	43.56	39.39
焦化产品	43.58	51.80	45.33
<b>营业毛利率</b>	<b>43.23</b>	<b>46.90</b>	<b>43.95</b>

资料来源：公司提供

2019 年公司期间费用及期间费用率均有所下降，费用控制能力的加强带动盈利能力有所提升。具体来看，随着业务规模的扩大，同期公司以运输费、装卸费为主的销售费用和以职工薪酬为主的管理费用有所增加，但 IPO 筹集资金后集中偿付债务令财务费用下降。公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2019 年保持在较好水平，同期公司向关联公司宁夏燕宝慈善基金会进行公益性捐赠 3 亿元使得营业外损益为-2.46 亿元。由于产品价格下降，公司主要依靠销量提升带动营业收入增加，2019 年 EBITDA 利润率略有下降；受 IPO 募投项目尚未完全产生效益影响，总资产收益率亦有所下降，但两者仍均处于较好水平。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019
--	------	------	------

期间费用合计	12.73	13.39	12.63
期间费用率	10.35	10.26	9.31
经营性业务利润	38.42	45.40	45.62
营业外损益	-4.06	-2.21	-2.46
利润总额	33.34	42.83	43.85
EBIT	38.11	47.24	47.02
EBITDA	45.53	54.94	55.32
EBITDA 利润率	37.01	42.09	40.77
总资产收益率	14.47	18.22	15.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## **IPO 成功令其资本实力大幅提升，总债务大幅下降且债务结构较为合理，财务杠杆处于很好水平**

2019 年受益于 IPO 成功、在建项目稳步推进以及业务规模进一步扩大，公司资产规模大幅增加。总资产以主要由固定资产、在建工程和无形资产构成的非流动资产为主，2019 年末占总资产比重的 90.46%。2019 年公司推进焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目建设，且后段装置于 10 月投产，年末在建项目和固定资产均有所提升。2019 年公司获得红四煤矿采矿权及水资源取用权等，无形资产同比增长 158.30%。流动资产以货币资金为主，受益于 IPO 和较好的经营获现能力，货币资金较为充裕，其中受限部分为 2.98 亿元，系票据和信用证保证金。

公司总负债以有息债务和其他应付款为主，通过将 IPO 筹资资金置换募投项目的自筹资金并清偿债务，2019 年末有息债务大幅下降，且长短期债务比例均衡，同期末长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.86 倍，债务结构较为合理。其他应付款以工程设备款及质保金为主，同期末随着在建工程的推进有所提升。

受益于 IPO 募集资金净额 80.00 亿元使得股本大幅增长以及由股本溢价构成的资本公积同比大幅增加，2019 年末公司所有者权益同比增长 70.67%，资本实力大幅提升。受益于此，同期末资产负债率和总资本化比率降至行业很好水平。

**表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019
固定资产	157.39	150.66	179.04
在建工程	35.02	58.67	70.44
无形资产	12.71	12.47	32.21

货币资金	19.20	14.34	18.62
总资产	250.30	268.29	332.95
短期债务	44.97	43.08	26.02
总债务	98.22	98.50	56.19
股本	66.00	66.00	73.33
资本公积	0.01	0.01	72.68
所有者权益	114.64	136.83	233.52
资产负债率	54.20	49.00	29.86
总资本化比率	46.14	41.86	19.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年经营获现能力维持在较高水平，IPO 成功缓解投资压力的同时增强了偿债能力

先款后货的销售政策使得 2019 年公司经营活动净现金流维持较好水平，经营活动获现能力强。同期受焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目持续推进以及取得红四煤矿采矿权等影响，投资活动现金净流出缺口加大。IPO 募投资金净额 80 亿元使得筹资活动现金流呈大幅净流入状态。受益于良好的业务运营以及债务规模下降，2019 年公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务的保障程度均有所提升，偿债能力增强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍、%）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	30.16	32.65	35.73
投资活动净现金流	19.56	-17.08	-39.73
筹资活动净现金流	-49.37	-21.48	15.87
经营活动净现金流/利息支出	5.94	6.96	10.86
经营活动净现金流/总债务	0.31	0.33	0.64
EBITDA 利息倍数	8.97	11.71	16.82
总债务/EBITDA	2.16	1.79	1.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债分布来看，公司当前偿债压力较小，但由于在建及拟建项目规模较大，对外融资需求或将上升，中诚信国际将对公司债务融资安排保持关注。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司存续债到期分布情况（亿元）

	2020	2021
到期金额	1.80	0.44

注：“16 宝丰 02”将于 2021 年 11 月 23 日到期，于 2019 年 11 月被投资者回售 9.56 亿元，截至 2020 年 3 月末债券余额为 0.44 亿元。“15 宝丰能源 MTN001”将于 2020 年 7 月 29 日到期，于 2018 年 7 月回售 2.20 亿元，截至 2020 年 3 月末债券余额为 1.80 亿元。

## 外部授信和股权融资渠道畅通能够对整体偿债能

## 力提供支持

截至 2019 年末，公司获得金融机构授信额度合计 71.17 亿元，其中未使用授信额度为 32.28 亿元，一定程度增强了公司的财务弹性。此外，作为 A 股上市公司，公司股权融资渠道较畅通。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 43.32 亿元，占总资产的 13.01%，分别为用于取得抵押借款的固定资产 30.65 亿元和无形资产 8.93 亿元、票据及信用保证金产生的受限货币资金 2.98 亿元以及质押应收票据 0.75 亿元，一定程度上降低了该部分资产的流动性。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼且无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 1 月 6 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

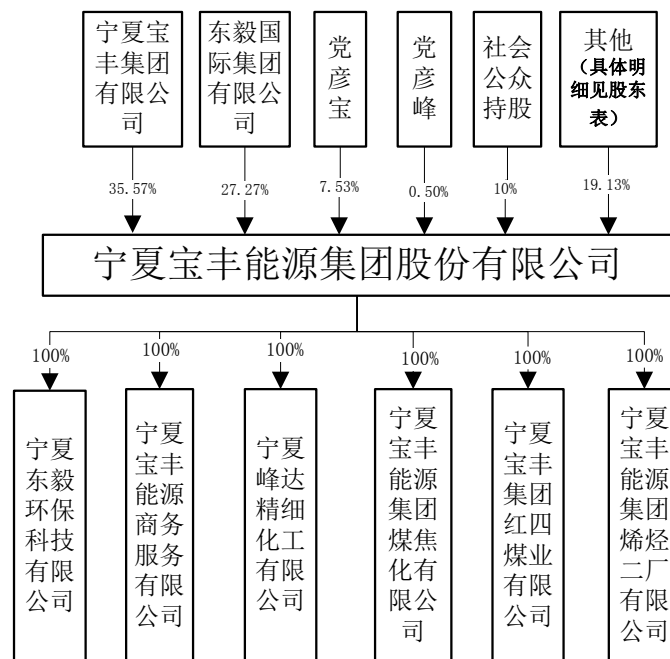
### 股东作为民营企业，协调当地政府和金融机构等资源的能力一般

公司为控股股东宁夏宝丰集团有限公司及实际控制人党彦宝的主要资产，因此股东对公司具有极强的支持意愿。但实际控制人为自然人，协调当地政府和金融机构等资源的能力一般，自身对公司支持能力较为有限。此外，公司作为宁夏重要的民营化工集团，在业务拓展、项目建设推进及相关手续办理过程中能够获得地方政府部门一定程度的协助。

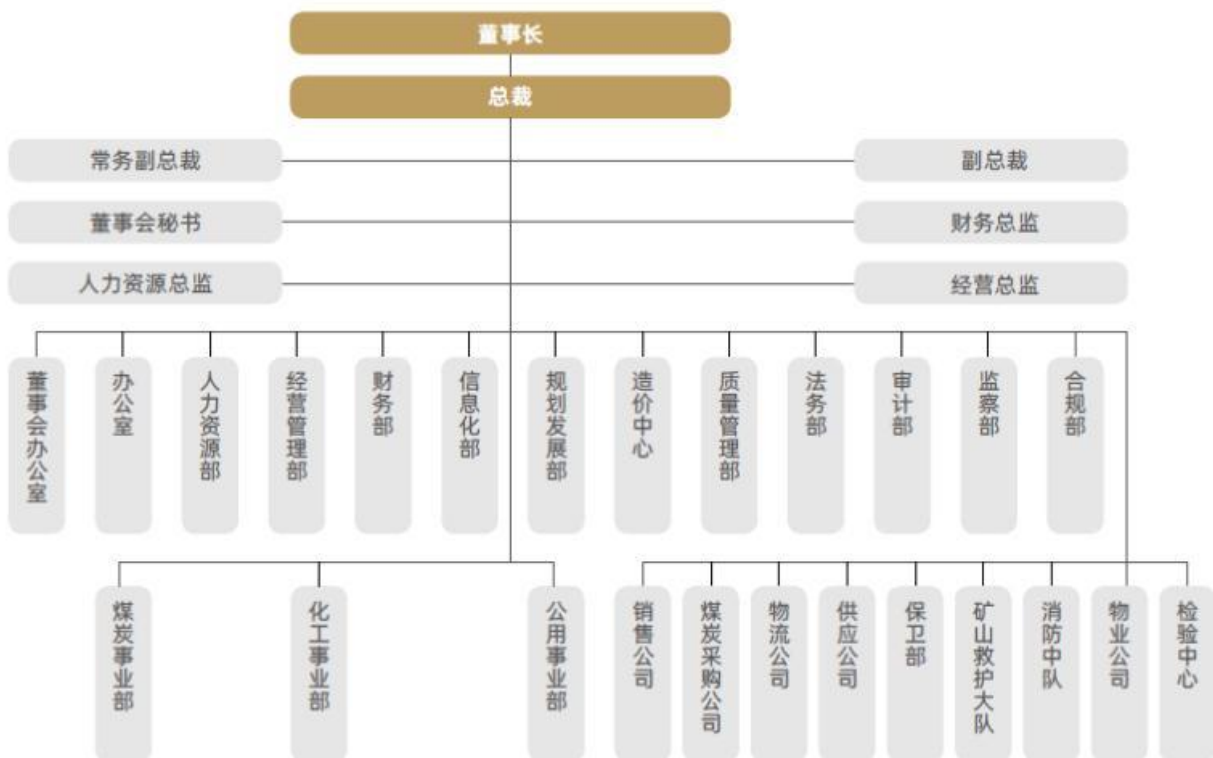
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持宁夏宝丰能源集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 宝丰 02”的债项信用等级为 **AA+**。

## 附一：宁夏宝丰能源集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



## 组织架构



资料来源：公司提供

## 附二：宁夏宝丰能源集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	191,961.22	143,438.27	186,187.60
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-
应收账款净额	2,829.86	1,465.63	1,545.84
其他应收款	1,684.59	2,070.93	4,503.78
存货净额	45,412.43	50,734.76	75,473.86
长期投资	-	-	-
固定资产	1,573,935.30	1,506,633.50	1,790,377.64
在建工程	350,200.98	586,749.76	704,351.16
无形资产	127,139.74	124,693.49	322,082.76
总资产	2,502,973.24	2,682,915.43	3,329,474.16
其他应付款	148,986.65	151,417.89	169,837.56
短期债务	449,693.84	430,771.42	260,193.07
长期债务	532,538.05	554,232.80	301,749.46
总债务	982,231.89	985,004.22	561,942.53
净债务	790,270.67	841,565.95	375,754.93
总负债	1,356,615.89	1,314,657.34	994,254.49
费用化利息支出	47,759.77	44,110.97	31,706.01
资本化利息支出	2,998.67	2,824.63	1,191.30
所有者权益合计	1,146,357.36	1,368,258.09	2,335,219.67
营业总收入	1,230,074.50	1,305,229.03	1,356,819.92
三费前利润	510,681.85	586,279.91	580,362.91
投资收益	-	-	-
净利润	292,343.57	369,551.56	380,187.33
EBIT	381,141.94	472,441.96	470,249.51
EBITDA	455,298.41	549,402.99	553,232.55
经营活动产生现金净流量	301,563.33	326,518.76	357,258.60
投资活动产生现金净流量	195,618.73	-170,812.21	-397,269.87
筹资活动产生现金净流量	-493,729.07	-214,813.56	158,694.77
现金及现金等价物净增加额	3,262.20	-59,137.58	118,795.41
资本支出	79,424.44	159,962.63	454,054.16
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	43.22	46.90	43.95
三费收入比（%）	10.35	10.26	9.31
EBITDA/营业总收入（%）	37.01	42.09	40.77
总资产收益率（%）	14.47	18.22	15.64
流动比率（X）	0.37	0.30	0.57
速动比率（X）	0.31	0.24	0.44
存货周转率(X)	14.59	14.42	12.05
应收账款周转率（X）	392.79	607.72	901.10
资产负债率（%）	54.20	49.00	29.86
总资本化比率（%）	46.14	41.86	19.40
短期债务/总债务（%）	45.78	43.73	46.30
经营活动净现金流/总债务（X）	0.31	0.33	0.64
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.67	0.76	1.37
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.94	6.96	10.86
总债务/EBITDA（X）	2.16	1.79	1.02
EBITDA/短期债务（X）	1.01	1.28	2.13
EBITDA 利息倍数（X）	8.97	11.71	16.82

注：中诚信国际分析时，将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款调至长期债务，将“研发费用”计入“管理费用”，费用化利息支出未包括“票据贴现利息支出”和“未确认融资费用的摊销”。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资产化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。