

信用等级公告

联合〔2019〕1817号

陕西延长石油（集团）有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对陕西延长石油（集团）有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可续期公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**陕西延长石油（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，
评级展望为“稳定”**

**陕西延长石油（集团）有限责任公司拟公开发行的 2019 年可续期
公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

陕西延长石油（集团）有限责任公司

2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：不超过 30 亿元

债券期限：本期债券分两个品种，品种一基础

期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

递延支付利息选择权：本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》

赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避

免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（2）公司因会计准则变更进行赎回

评级时间：2019 年 9 月 11 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	3,148.38	3,294.71	3,704.60	3,677.62
所有者权益（亿元）	1,138.34	1,187.79	1,341.61	1,327.96
长期债务（亿元）	742.91	558.44	567.17	--
全部债务（亿元）	1,350.65	1,476.74	1,593.80	--
营业总收入（亿元）	2,349.62	2,799.45	3,079.80	729.14
净利润（亿元）	1.34	11.79	20.33	3.78
EBITDA（亿元）	159.13	187.08	228.65	--
经营性净现金流（亿元）	26.59	78.27	129.56	14.30
营业利润率（%）	9.13	9.94	11.20	10.80
净资产收益率（%）	0.12	1.01	1.61	0.28
资产负债率（%）	63.84	63.95	63.79	63.89
全部债务资本化比率（%）	54.26	55.42	54.30	--
流动比率（倍）	0.50	0.39	0.37	0.35
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.03	3.21	3.28	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.30	6.24	7.62	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，将其他流动负债中的应付短期债券计入短期债务；4、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；5、2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“延长石油”）的评级反映了公司作为国内拥有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团企业之一，在经营规模、行业地位以及经营垄断性等方面具有显著优势。近年来，公司营业收入稳步增长，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受原油价格波动影响大、公司在建及拟建项目投资规模较大以及公司债务结构有待优化等因素给公司信用水平带来的不利影

响。

公司产业链条完整，资源和规模优势明显，预计凭借资源储备、市场网络 and 经营规模等方面的显著优势，公司将继续保持行业主导地位。随着在建项目的投产，公司生产规模有望进一步扩大，产业链条将更加完善，整体抗风险能力有望增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国内拥有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团企业之一，油气资源丰富，产业链完整，上下游一体化协同效应明显，经营规模大，抗风险能力强。
2. 公司原油和天然气探明储量和产量规模较大，油气资源丰富，是公司长期经营的基础。
3. 近三年，国内石油化工产品价格上升，天然气消费量增长明显，石油天然气行业景气度上升。
4. 公司经营活动获现能力强，经营活动现金流规模大且呈持续净流入态势，经营活动现金流入量对于本期公司债券覆盖程度很高。

关注

1. 公司盈利水平受石油价格波动影响大，而石油价格受宏观经济环境及政策影响波动较大。
2. 公司资产流动性较弱，近年来有息债务规模呈上升趋势，短期债务占比高，债务结构有待优化。
3. 公司在建及拟建项目较多，投资规模较大，有较大的对外融资需求。

分析师

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

龚 艺

电话：010-85172818

邮箱：gongy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



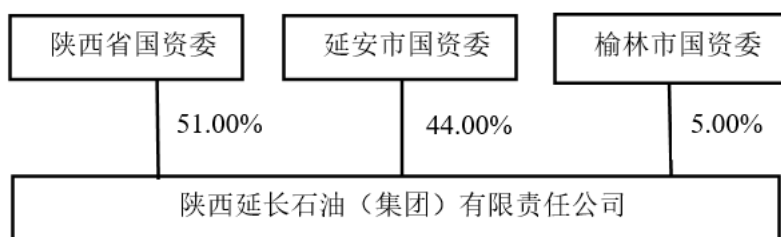
联合信用评级有限公司

张亮

一、主体概况

陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“延长石油”）前身是创建于1905年的延长石油官厂，历经数次更名，于2005年9月更为现名。2005年9月14日，根据中共陕西省办公厅、陕西省人民政府办公厅陕办发（2005）31号《关于印发〈陕北石油企业重组方案〉的通知》，在原陕西省延长石油工业集团公司基础上，整合陕北各县属14个石油钻采公司重组为陕西延长石油（集团）有限责任公司。历经数次增资扩股，截至2019年3月底，公司注册资本100.00亿元，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）、延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）和榆林市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林市国资委”）的出资比例分别为51.00%、44.00%和5.00%。公司实际控制人为陕西省国资委。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：石油、天然气勘探、开采、加工、运输、销售；石油化工产品（仅限办理危险化学品工业生产许可证，取得许可证后按许可内容核定经营范围）及新能源产品（专控除外）的开发、生产和销售；与油气共生或钻遇的其他矿藏的开采、经营业务；煤炭、萤石、盐、硅、硫铁矿等矿产资源的地质勘探、开发、加工、运输、销售和综合利用（仅限子公司凭许可证在有效期内经营）；煤层气的开采利用；煤化工产品的研发、生产和销售；兰炭的开发和综合利用；煤炭、萤石、盐、硅、硫铁矿伴生矿物深加工；与上述业务相关的勘察设计、技术开发、技术服务；石油机械、配件、助剂（危险品除外）的制造、加工；项目投资、股权投资（限企业自有资金）；房地产开发；酒店管理；自营代理各类商品及技术的进出口，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；电力供应、移动式压力容器充装（仅限分公司凭许可证在有效期内经营）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年3月底，公司下设办公室、战略规划部、投资管理部、生产计划部、财务资产部、资本运营部、营销部、企业管理部、人力资源部、科技与信息管理部、资源与勘探开发部、工程管理部、安全环保质监部、物资装备部、国际合作部、法律事务部、内控审计部、信息管理部、保卫部、企业文化部（宣传部）、纪委监察室等职能部门。截至2019年3月底，公司合并范围内拥有66家子公司。截至2018年底，公司合并范围内在职员工10.60万人。

截至2018年底，公司合并资产总额3,704.60亿元，负债合计2,362.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,341.61亿元，归属于母公司的所有者权益1,201.87亿元。2018年，公司实现营业收入2,981.37亿元，净利润（含少数股东损益）20.33亿元，归属于母公司所有者的净利润20.27亿元；经营活动产生的现金流量净额129.56亿元，现金及现金等价物净增加额68.12亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额3,677.62亿元，负债合计2,349.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,327.96亿元，归属于母公司的所有者权益1,186.28亿元。2019年1—3

月，公司实现营业收入 699.20 亿元，净利润（含少数股东损益）3.78 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.00 亿元。

公司注册地址：陕西省延安市宝塔区枣园路延长石油办公基地；法定代表人：杨悦。

二、本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“陕西延长石油（集团）有限责任公司 2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期面向合格投资者公开发行的永续期公司债券规模不超过人民币 30 亿元。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券分两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。

本期公开发行永续期公司债券采用单利按年计息付息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率计息。本期债券第一个重定价周期的票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，在第一个重定价周期内保持不变。自第二个重定价周期起，每个重定价周期重置一次票面利率。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。品种一的初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。品种二的初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

（1）递延支付利息选择权

除非发生强制付息事件，本期债券每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择

延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

（2）强制付息及递延支付利息的限制

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：①向普通股股东分红；②减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：向普通股股东分红；减少注册资本。

（3）公司赎回选择权

①公司因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

②因会计准则变更进行赎回。根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》和《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》等规定，公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还债务和补充流动资金。

三、行业分析

公司是一家上下游一体化的能源化工企业，隶属于石油石化行业，主要业务涉及勘探与生产、炼油与化工、销售、天然气与管道等。

1. 行业概况

石油是重要的战略资源，直接影响着我国的经济发展和国家安全；石油石化行业是我国国民经济的支柱产业，石油及石油化工产品作为基础能源和基础材料已被广泛应用于各个领域。石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

石油石化行业产品主要分为原油和天然气、石油产品和石化产品。原油和天然气产生于产业链上游，通过勘探与开发直接成为销售产品；石油产品通过炼制和加工原油获得，主要包括汽油、煤油、柴油等各类成品油和沥青、石蜡、焦炭等其他产品；化工产品通过加工石油产品获得，主要包括乙烯和丙烯等中间石化产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维等。

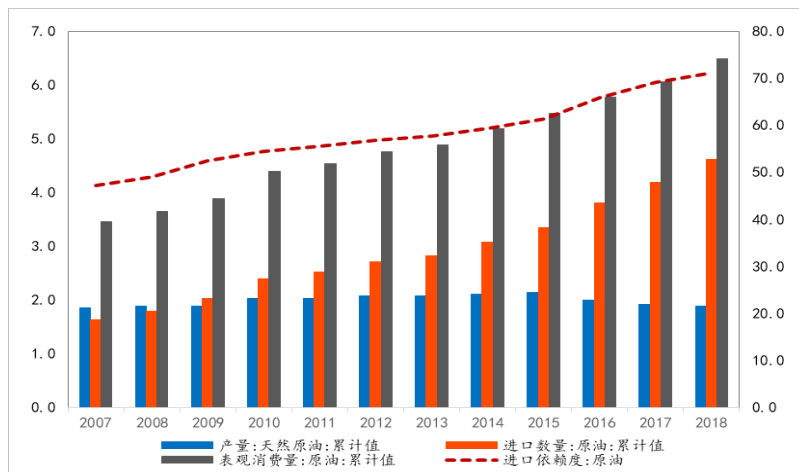
总体看，石油是重要的战略资源，行业具有技术密集型和资金密集型的双重特征，受国家管控，进入壁垒高。

2. 原油生产及供应

原油生产和进口供应方面，产量已连续多年下降，2016—2018 年全年原油产量分别为 2.00 亿吨、1.92 亿吨和 1.89 亿吨，2018 年原油产量已下降到 2009 年的原油产出水平；2016—2018 年全年进口原油 3.81 亿吨、4.20 亿吨和 4.62 亿吨，年均复合增长 10.1%，外依存度逐年增长，分别为

65.95%、69.21%和 71.24%。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。

图 2 2007—2018 年中国原油供需情况（单位：亿吨、%）



资料来源：Wind

总体看，国内原油的产量逐渐下降，对进口原油的依赖度逐渐提高。

3. 石油加工

石油加工业是石油化工行业中游，2016—2018 年，中国总炼化能力分别为 7.54 亿吨/年、8.01 亿吨/年和 8.31 亿吨/年，2018 年新增产能 3,390 万吨/年，国内三大石油公司新增产能 1,240 万吨/年，余下新增产能均来自于民营企业和地方炼厂，其中民营炼化巨头恒力石化股份有限公司（以下简称“恒力石化”）新增 2,000 万吨/年。2018 年，中国总共淘汰落后产能 1,165 万吨/年，淘汰的产能主要集中于山东地炼。

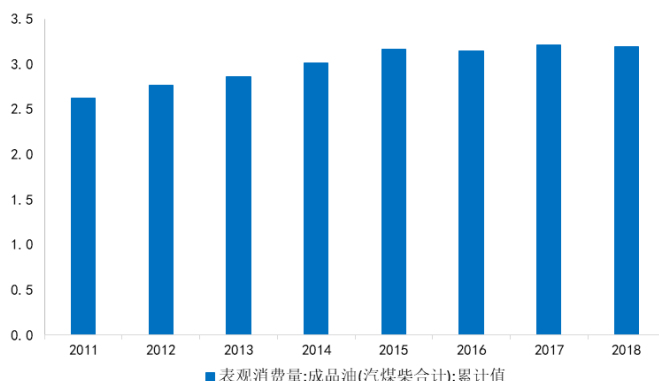
原油加工量方面，国内炼油企业原油加工量、炼厂开工率均呈现上升趋势，2016—2018 年，国内原油加工量分别为 5.41 亿吨、5.68 亿吨和 6.04 亿吨，逐年增长；2018 年炼厂开工率分别为 71.75%、70.91%和 72.68%，持续小幅增长。

总体看，我国总炼油能力逐年提升，炼厂开工率小幅上升。

4. 成品油销售

成品油为石油化工行业下游，2016—2018 年全国成品油表观消费量分别为 3.15 亿吨、3.22 亿吨和 3.20 亿吨，总体较为平稳。分品种来看，受乘用车销售疲软、可替代出行方式兴起等因素影响，2018 年全年汽油表观消费量 1.26 亿吨，增速仅为 3.28%，维持低增速水平；全年柴油消费量 1.56 亿吨，同比减少 7.14%；煤油需求强劲，表观消费量为 0.37 亿吨，同比增长 12.12%。整体看，汽柴煤油增速分化，表现出汽柴油消费下降，煤油上升的趋势。

图3 2011—2018年成品油消费量情况（单位：亿吨）



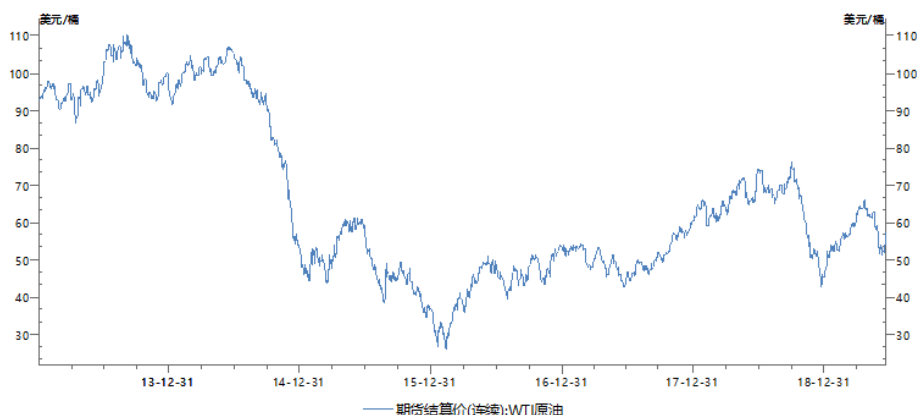
资料来源：Wind

总体看，成品油消费总额变动不大，但是出现了结构性分化。

5. 价格情况

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。目前国际原油市场三大基准价格分别为纽约商品交易所（NYMEX）交易的低硫原油期货价（WTI）、伦敦国际石油交易所（IPE）交易的北海布伦特轻质原油期货价以及迪拜原油现货价。2016年上半年，国际油价持续回升，截至2016年6月10日，布伦特原油期货价格回升至50.54美元/桶，较年初上涨34.17%，此后国际原油价格维持小幅波动，截至2016年底，国际原油价格小幅上升至56.75美元/桶。2017年上半年，OPEC减产和美国页岩油增产之间的博弈主导走势，国际原油价格震荡下行，下半年，全球需求好于预期，油价稳步上涨。2018年前三季度，国际原油价格稳步上涨，受原油库存走高、宏观需求向下以及供应恢复的多重压力影响，第四季度原油价格快速回撤。2019年第一季度，受OPEC持续减产及美国对委内瑞拉实施制裁等地缘政治事件影响，国际油价持续走高，截至2019年3月底，国际原油价格涨至60.14美元/桶。

图4 2013年以来布伦特原油期货价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

国内成品油定价方面，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，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。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。2018 年全年中国成品油经历 26 轮调价周期：13 次上调、12 次下调，因调价幅度不足 50 元/吨而搁浅仅有 1 次。截至 2018 年 11 月 16 日，汽油累计上调 1,060 元/吨，柴油累计上调 1,025 元/吨。随后国际油价大幅回落，国内零售价连续 5 次下调，截至 2018 年 12 月 31 日，年内汽油累计下调 485 元/吨、柴油累计下调 460 元/吨。

天然气价格由出厂价格和管道运输费两部分组成。2005 年 12 月 26 日之前，天然气的出厂价格依据天然气的销售是否纳入了政府制定的天然气供应计划而有所不同。2005 年 12 月 26 日，国家发改委改革了国内天然气出厂价格形成机制，将国内天然气分为两个等级，公布各等级出厂基准价，供需双方在出厂基准 10% 的浮动范围内协商确定天然气出厂价格。天然气生产商根据天然气运输管道的资本性投资、管道折旧周期、最终用户的支付能力和利润率，将拟议的管道运输费提交国家发改委审查和批准。2010 年 5 月 31 日，国家发改委发布了《关于提高国产陆上天然气出厂基准价的通知》，规定从 2010 年 6 月 1 日起国产陆上天然气出厂基准价每千立方米上涨 230 元。同时取消国产陆上天然气出厂基准价格“双轨制”，并轨国产陆上天然气一、二档气价，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，即供需双方可以在不超过出厂基准价格 10% 的前提下，协商确定具体价格。2013 年 6 月，国家发改委区分存量气和增量气调整了非居民用天然气价格，主要目的是初步建立天然气价格形成新机制，实际提价幅度较小；2015 年 4 月，政府将存量天然气和增量天然气门站价格并轨，全面理顺非居民用气价格，同时试点放开直供用户用气价格，居民用气门站价格不作调整，实现了非居民用天然气价格的并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下调 0.44 元，为我国天然气价格改革中首次大幅下调天然气价格；2015 年 11 月，国家发改委再度下发关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知，将并轨后的非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/立方米。2017 年 8 月底，发改委发布通知称，自 2017 年 9 月 1 日起，我国非居民用天然气门站价格下调 0.1 元/立方米，2017 年是我国天然气由冷转热的转折之年，随着冬季供暖期的来临，天然气供应压力更加严峻，在多措并施保证天然气供应的同时，也采用价格杠杆来调整国内天然气市场供需平衡。未来，天然气价格将步入市场化阶段，会受到可替代能源价格、运输管道、运输距离等多种因素的影响，石油石化企业的天然气销售价格和毛利率的波动程度将有所增大。

2017 年 11 月《加快推进天然气利用的意见下发》，明确提出 2020 年我国天然气一次能源消费占比达到 10% 左右，到 2020 年我国天然气消费量将从 2016 年的 2,087 亿立方米增长至 3,700 亿立方米左右，政策驱动天然气行业加快发展。

总体看，国际原油市场处于低位运行态势，国内成品油价格市场化改革进一步完善，成品油价格随原油价格低迷而保持低位。国内天然气初步形成了市场化的新机制，随着新机制的实施，未来国内天然气价格波动幅度将增大。

6. 行业竞争

由于油气资源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，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化集团”）、中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油集团”）和

中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油总公司”）三家企业中，上述三家企业集团的主要经营主体为中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）、中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）和中国海洋石油有限公司（以下简称“中国海洋石油”）三家上市公司。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石化集团、中石油集团、中海油总公司和延长石油从事原油的勘探和开采业务；而中国国际石油化工联合有限责任公司（中石化集团下属子公司）、中国联合石油公司（中石油集团下属子公司）、中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）和珠海振戎公司四家国有企业则占据了我国 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我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；中化集团主要负责海外原油和成品油的进口业务。

石化方面，目前我国成品油和石化产品的生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油总公司、中化集团和延长石油的成品油及石化产品的生产规模很小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与两大集团相比，中石化集团和中石油集团对我国的成品油和石化市场具有很强的控制力。

总体看，由于石油石化行业为资本和技术密集型行业且是政府管制导致的寡头垄断行业，项目投资金额较大，且政府管制较为严格，目前国内主要参与者较为集中，行业的市场竞争程度较低。

7. 行业政策

（1）监管情况

石油石化行业当前受国家多方面的监管，这些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。

表 1 行业相关监管政策

序号	环节	监管部门	备注
1	勘探与开采监管	国土资源部	对境内的矿产资源的勘探及开发行使管理权并负责审核发放勘探许可证及开采许可证，申请人必须为国务院批准从事石油及天然气勘探及开发活动的企业。
2	成品油价格监督	国家发改委	国家发改委以国际市场原油价格为基础，制定各省（自治区、直辖市）或中心城市汽、柴油高零售价格。对于未实行全省统一价格的地区，由省级价格主管部门以国家发改委制定的中心城市高零售价格为基础，合理安排省内非中心城市高零售价格并向国家发改委备案。批发价格则比照高零售价格，保证批零价格之间至少有 300 元/吨的差价。
3	天然气生产销售和价格监管	国家发改委	国家发改委制定年度天然气供应指导计划，要求天然气生产商向指定化肥生产商分配指定份额的天然气。除了向化肥生产商供应的天然气以外，天然气实际生产量由天然气生产商自行。
4	进出口监管	商务部	获准进口原油和成品油的非国营贸易公司受到进口配额的管制，出口原油和成品油均实行配额管理。
5	投资监管	国务院	石油石化行业的资本性投资项目须经政府核准或备案。需要由政府核准的项目由国务院批准的《政府核准的投资项目目录》确定。政府会根据变化情况适时调整该目录。
6	环保监管	环保部	新建项目按照国家环境影响评价法开展环境影响评价，经国家或地方环保部门批准后方可开工建设；相应的环保设施经有关环保部门验收合格后，方可投入正式运营。企业在生产运营中执行“排污申报”制度。

资料来源：联合评级整理

（2）政策变化

2014 年 12 月 25 日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》（财税[2014]115 号），决定从 2015 年 1 月 1 日起，将石油特别收益金起征点从 55 美元/桶提高至 65 美元/桶，本期石油特别收益金的政策调整将缓解石油开采企业的成本压力。2015 年 11 月 18 日，国家发改委发布《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（发改价格[2015]2688 号），自 2015 年 11 月 20 日起，非居民用气最高门站价格每千立方米降低人民币 700 元，化肥用气继续维持现行优惠政策，价格水平不变；提高天然气价格市场化程度，非居民用气降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%（自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮）、下浮不限的范围内协商确定。根据国家发改委《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2016]64 号），自 2016 年 1 月 13 日起，设定成品油价格调控下限为 40 美元/桶，建立油价调控风险准备金，当国际市场原油价格低于 40 美元（含）调控下限时，国内成品油价格不再下调，未调金额全部纳入上述准备金，用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面；当国际市场原油价格高于 130 美元/桶（含）时，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，国内成品油价格原则上不提或少提；汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 工作日调整一次，调价生效时间为调价发布日 24 时。同时，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；当国内价格总水平出现显著上涨或发生重大突发事件，以及国际市场油价异常波动等特殊情形需对成品油价格进行调控时，由国家发展改革委报请国务院同意后，可以暂停、延迟调价，或缩小调价幅度。特殊情形结束后，由国家发展改革委报请国务院同意，成品油价格调整继续按照本办法确定的规则执行等。上述通知的下发，有助于稳定原油价格，保障石油行业稳定运行。

总体看，未来我国将加快推进资源性产品价格改革，油气价格改革将对消除炼化业和天然气进口政策性亏损问题产生积极影响；天然气作为实现清洁能源发展的桥梁，有望获得更多政策支持。

8. 行业关注

（1）原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

目前我国是全球第二大石油消费国和石油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，对外依存度达 60%左右。较高的资源对外依存度使我国主要石油石化企业对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也受到一定影响。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及中石油集团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。

（2）宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整相对滞后

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逐步趋于市场化，并已基本平稳运行，但是现行的价格调整机制仍略微滞后于国际原油价格的变动，对公司经营业绩产生一定影响。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。

（3）国际原油价格波动较大，存在不确定性

国际原油价格的波动会直接影响油气公司的营业利润，虽然 2016 年以来，国际原油价格持续回暖，但随着美国等国家加大对页岩油的开采力度，未来国际原油价格仍存在一定波动风险。

（4）油品质量升级步伐加快带来对炼油企业生产成本上涨压力

2018 年 12 月 29 日，国家发改委联合公安部、生态环境部、商务部、国资委、市场监管总局、国家能源局发布公告称，2019 年 1 月 1 日起，全国全面供应符合第六阶段强制性国家标准 VIA 车用汽油(含 E10 乙醇汽油)、VI 车用柴油(含 B5 生物柴油)，同时停止国内销售低于国 VIA 标准车用汽油(含 E10 乙醇汽油)、低于国 VI 标准车用柴油(含 B5 生物柴油)。油品质量升级将直接带来炼油成本的提升，从而削弱地方炼油厂的成本优势。

9. 行业发展

（1）非常规油气资源的重要程度和开发程度提高

随着老油田开发程度已达到较高水平，近年来我国原油产量增速缓慢，常规油气资源开发难度加大；同时，美国页岩油产量的大幅攀升压低国际油价，使石油企业面临较大的开发成本压力。非常规油气资源储量较大，开发程度很低。在此背景下，煤层气、页岩油气等非常规油气资源的开发对石油行业企业的可持续发展日趋重要。目前，中国已形成涪陵、长宁、威远、延长四大页岩气产区，年产能超过 60 亿立方米。随着中石油集团、中石化集团和延长石油不断扩大页岩气产能建设，我国计划建成页岩气产能将持续扩大。

（2）推动石油产业布局的进一步优化

作为国民经济的战略性支柱行业，石油石化行业盈利能力较为稳定，但由于与宏观经济关联度较大，也存在着一定的周期性波动风险。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。

（3）推动行业绿色低碳安全发展

近年，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，削减碳排放等。

总体看，短期内国际原油价格维持低位震荡的可能性大，但一体化公司抗风险能力强，经营收益波动较小，中国经济的稳定发展将使该行业的市场需求长期保持规模较大态势，其在整个国民经济中的重要性依旧突出。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司已发展成为集油气勘探、开发、炼油、化工、储运、销售、工程建设、机械制造为一体的大型石油化工综合集团公司，隶属于陕西省人民政府，由陕西省国资委监管。2018 年 7 月的《财富》世界 500 强排行榜中，公司以折合 388.98 亿美元的营业收入排名第 288 位，较上年排名上升了 38 位，为我国西部地区排名第一的世界 500 强企业。公司是目前我国具有石油和天然气勘探开采资质的四家企业之一，其余三家分别为中石油集团、中石化集团、中海油总公司。

公司于 1905 年建厂，1907 年打成“中国陆上第一口油井”，同年建成炼油房，结束了中国陆上不产石油的历史。历经 1998 年及 2005 年两次资产重组，公司整体运营优势日益显现，集团化和

规模化的进程不断加速。公司现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 100 余家，包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国西部及中部地区。公司科研技术雄厚，拥有 5 个科研设计机构、16 个省级工程技术研发中心、10 个研发试验平台、8 个国家级和省级企业技术中心和 3 个中试基地。

在油气的勘探方面，截至 2018 年底，公司累计探明石油地质储量 30.55 亿吨，其中 2018 年新增探明石油地质储量 0.76 亿吨；登记资源面积达到 6.4 万平方千米，其中陕西省内面积 1.07 万平方米，省外面积 5.33 万平方米。国外方面，公司在吉尔吉斯斯坦落实了 3 个开发区块的剩余油气资源，其中 930 区块的剩余天然气资源将成为下步开发重点；泰国 YPT7 井获工业气流。截至 2018 年底，公司累计探明天然气储量近 7,301.19 亿方，其中 2018 年天然气勘探新增控制地质储量 1,010.00 亿方；页岩气 CO₂ 压裂技术取得重大进展，已累计落实页岩气探明地质储量 1,654.07 亿方。2019 年，全年计划新增探明石油地质储量 4,500 万吨，天然气新增控制地质储量 300 亿方。

在油气的开采方面，截至 2018 年末，公司在陕西、内蒙古、甘肃、宁夏等 6 个省区探明石油地质储量 30.55 亿吨，拥有 13 个采油厂，拥有吴起、志丹、定边 3 个 200 万吨级油田，2 个 80 万吨级油田，1 个 70 万吨级油田，2 个 50 万吨级油田，1 个 30 万吨级油田，2 个 20 万吨级油田，目前公司石油资源采收率约为 14.97%。

总体看，公司已经形成了上下游、产供销高度一体化的石油化工产业链布局，业务范围覆盖了从原油天然气勘探生产、成品油炼制销售到下游各种石化产品业务的各个环节，产业链条完整，资源和规模优势明显。

2. 技术水平

在低渗透油田的开发模式上，公司将油层压裂改造、丛式钻井、注水开发等适用于低渗透油田的三大开采技术推广到所辖钻采公司，将陕北一些油田的石油资源采收率由过去的不足 10% 提高到 20% 以上，提升了公司油田开发的技术水平，公司在该技术领域具有一定的领先水平。

近年来，公司不断改进炼化工艺技术，推广应用降烯烃等新技术，引进 DCS 集散型自动控制系统及国际国内先进的技术和设备，实现了生产的自动化和网络化，产品出厂合格率始终保持在 100%，并连续 20 年保持产品抽检合格率 100%。目前，炼化公司常压收率达到了 45~46%，催化汽油、柴油、液化气总收率达到了 85~88%，均处于国内领先水平。

总体看，公司产业技术水平拥有一定竞争优势。

3. 人员素质

目前，公司董事会、监事会以及高级管理人员共 16 人，其中董事会 6 人（应有 7 人），监事会 1 人。

公司董事长杨悦先生，1969 年 4 月出生，研究生学历，工学博士，高级工程师。曾任延长油田股份有限公司董事长、党委书记。2015 年 4 月—2018 年 7 月出任公司总经理。

公司总经理张恺颢先生，1965 年 12 月出生，大学学历，高级工程师，曾任陕西延长石油（集团）有限责任公司副总经理。曾任陕西化建工程有限责任公司副总经理、党委副书记，陕西延长石油化建股份有限公司董事长，陕西化建工程有限责任公司董事长、党委书记。

截至 2018 年底，公司员工总数 10.60 万人。从学历构成看，高中以下占比 43.33%，中专占比 10.04%，大学专科占比 25.19%，大学本科占比 18.97%，研究生及以上占比 2.47%。从职工性质看，技能操作人员占比 67.04%，工程技术人员占比 8.02%，管理人员占比 0.82%，职能管理人员占

比 15.77%，服务人员占比 8.33%。

总体看，公司高管人员业务管理能力较强，员工整体素质基本能满足公司发展要求。

4. 政府支持

石油石化行业是我国国民经济的战略性支柱产业，其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。目前我国政府对石油石化行业的支持主要体现在油气资源审批和相关政府补贴上。公司目前是国内四家从事石油及天然气勘探及开采活动的企业之一，在获取相关油气资源方面具有显著优势。在政府补助方面，公司 2018 年共收到政府补助金额 1.01 亿元；作为国内主要的石油企业之一，在未来市场出现较大不利因素的情况下，公司仍有望继续得到政府的大力支持。

在税收优惠方面，根据财政部、海关总署、国家税务总局财税[2011]58 号《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》与《国家发改委 2011 年第 9 号令》，公司下属子公司延长油田股份有限公司、陕西延长中煤榆林能源化工有限公司、陕西兴化集团有限责任公司、陕西光伏产业有限公司、陕西省石油化工研究设计院、陕西延长石油物流集团有限公司、陕西延长保险经纪有限责任公司、陕西延长石油油田化学科技有限责任公司、陕西延长石油天然气有限责任公司等享受西部大开发税收优惠，企业所得税减按 15% 的税率缴纳；陕西延长石油西北橡胶有限责任公司、陕西能源化工交易所有限公司根据《高新技术企业认定管理办法》及《中华人民共和国企业所得税法》享受高新技术企业税收优惠，减按 15.00% 的税率缴纳；陕西非常规油气杂志有限公司和陕西延长石油职业技能鉴定所享受小型微利企业所得税优惠政策，其所得减按 50% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税；陕西延长石油集团榆林治沙有限公司根据《中华人民共和国企业所得税法》中华人民共和国主席令第 63 号第二十七条第（一）项：（一）从事农、林、牧、渔业项目的所得可以免征、减征企业所得税；延长石油（泰国）有限公司、延长石油集团（香港）有限公司、PTICA 国际有限公司、PTIAL 国际有限公司按照注册地税法规定纳税。增值税方面，公司子公司陕西延长石油职业技能鉴定所按照 3% 征收率缴纳。

总体看，作为主营石油石化业务的大型企业集团，公司获得政府支持力度较大；同时作为陕西省国资委下最大规模企业，公司在经营中得到了股东的大力支持，享受一定的税收优惠政策。

五、管理分析

1. 治理结构

公司由陕西省国资委、延安市国资委和榆林市国资委共同出资建立，根据公司章程，公司不设立股东会，只设立董事会，董事会是公司的权力机构，依据《中华人民共和国公司法》行使相关职权。

公司设董事会，每届任期三年。董事会由 7 名董事组成，董事人选由出资人按股权分配进行推荐，按干部管理权限报批；其中陕西省国资委推荐 4 名、延安市国资委推荐 2 名、榆林市国资委推荐 1 名。董事长是公司的法定代表人。董事会是公司经营管理事项的最高决策机构，按照公司章程和董事会议事规则行使重大事项决策权，负责审批公司及各成员企业的重大投资。

公司设监事会，应有监事 5 名，目前实有 1 名职工监事，其余监事股东暂未委派，未来将补充委派。监事会是公司的常设监督机构，执行监督职能。监事会与董事会并立，独立行使对董事会、总经理、高级职员及整个公司管理的监督权。

公司设总经理 1 名，副总经理 5 名，董事会成员经批准可以兼任总经理、副总经理；总经理对

董事会负责，并履行董事会授权的权利和义务。总经理负责公司生产经营管理等日常全面工作，组织实施董事会决议事项；副总经理和总经济师根据总经理的授权履行相应的职责，协助总经理工作，对总经理负责。

总体看，公司法人治理结构相对简单，符合法律法规和国资委要求。

2. 管理体制

截至 2019 年 3 月底，公司下设办公室、战略规划部、投资管理部、生产计划部、财务资产部、资本运营部、营销部、企业管理部、人力资源部、科技与信息管理部、资源与勘探开发部、工程管理部、安全环保质监部、物资装备部、国际合作部、法律事务部、内控审计部、信息管理部、保卫部、企业文化部（宣传部）、纪委监察室等职能部门。公司下属各部门职能划分明确，管理制度完善，实际执行情况较好。

根据有关法规和公司实际情况，重组以来，公司借鉴国内外大型石油石化集团“油公司”管理体制的经验，对公司现有管理体系不断进行机构重组和运营机制改革，并对所属企业进行相应整合和重组。公司制定了严格的内部控制制度和业务流程，为促进各项基础管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务管理制度方面，财务管理方面，公司通过财务负责人委派、财务管理体系、全面预算管理、资金管理、融资管理等实现对成员企业的资产及财务控制。公司遵照财务、税务管理的法律法规，制订公司统一的会计核算办法，提高会计核算水平，实行公司合并报表。成员企业执行公司统一的会计准则。成员企业可以在公司财务资产部的指导下，结合企业自身实际情况，在公司的财务管理制度框架内制定企业的财务管理制度，但必须经公司批准后方可执行。

预算管理制度方面，公司实行全面预算管理，全面预算涉及所有分、子公司和部门的各项经营活动，其有效量化为各分子公司和部门具体可行的努力目标，同时也建立了共同遵守的行为规范。全面预算管理按照“自下而上编制，自上而下执行”的方式确定公司预算目标，预算目标分解到各成员企业、直属单位。通过预算的编制下达、执行调整和分析考核，实现企业对生产经营活动的有效控制。

环境保护及生产经营方面，公司把环境保护和生产经营同计划、同落实、同检查、同考核，针对重组后安全管理形势的变化，重新制定下发了十几项安全环保方面的规章制度，并深入贯彻执行。公司加大资金投入，先后建成一大批污染防治环保设施，坚持治理和综合利用相结合的原则，加强与科研院所的合作，引进应用国内大油田先进的采油污水处理工艺技术，积极开展采油污水的处理和回注回灌工作。重组以来公司安全生产状况良好事故率和综合能耗都有大幅下降。

对下属公司管理制度方面，公司与各下属公司之间以产权为纽带，通过向控股子公司派驻高层管理人员实现对下属公司的控制和管理。公司对下属企业主要是依法推荐或任免董、监事会成员，推荐总经理等高级管理人员。所属企事业单位的党委书记、副书记、纪委书记及事业单位的班子成员由集团公司直接任命，部分单位的助理、人力资源部主任由集团公司备案任命。

总体看，公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是目前国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家企业之一，生产经营已涵盖了包括从石

油勘探、开采、炼化直到销售一体化环节，产业链比较完整，外销成品油为公司的主要收入来源。

2016—2018 年，公司营业总收入¹分别为 2,352.92 亿元、2,799.47 亿元和 3,079.80 亿元，年均复合增长 14.41%，主要系近年来公司油品价格随着国际油价上升所致，受此影响，公司净利润年均复合增长 289.20%，分别为 1.34 亿元、11.79 亿元和 20.33 亿元。

从收入构成来看，油气板块收入是公司的主要收入来源，2016—2018 年，公司油气板块收入分别为 1,623.19 亿元、1,604.10 亿元和 1,647.53 亿元，收入变化不大，主要系公司近三年将子公司陕西延长石油物资集团有限责任公司（以下简称“物资集团”）中涉及油品的贸易收入划入其他板块导致销售量口径下降，但同时受益于油气价格上升，公司油气产品总收入变化不大；油气板块收入占营业收入比重分别为 68.99%、57.30%和 53.51%，逐年下降，主要系公司营业总收入逐年上升；公司化工板块销售收入分别为 348.59 亿元、296.71 亿元和 296.45 亿元，占营业收入比重分别为 14.82%、10.60%和 9.63%，逐年下降，主要受化工产品中的物资贸易收入划入其他板块导致销售量口径下降，但同时化工产品价格有所下降影响导致化工板块收入逐年下降。公司工程建设以及保险费收入占营业收入比重较小。公司其他收入主要为下属物资集团的油气、化工产品贸易收入及陕西延长石油材料有限责任公司（以下简称“延长石油材料”）和陕西延长石油西北橡胶有限责任公司（以下简称“延长西北橡胶”）的经营收入。

表 2 2016—2019 年 3 月公司营业总收入情况²（单位：亿元、%）

板块	项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
油气	油气产品	1,623.19	68.99	15.52	1,604.10	57.30	20.61	1,647.53	53.51	27.86	227.33	31.18	41.16
非油气	化工产品	348.59	14.82	21.02	296.71	10.60	32.79	296.45	9.63	19.92	93.93	12.88	16.67
	工程建设	16.35	0.69	39.51	16.79	0.60	48.12	33.71	1.09	24.39	7.5	1.03	25.65
	保险费	88.76	3.77	46.29	87.67	3.13	58.41	102.32	3.32	30.02	29.27	4.01	36.09
	其他	276.03	11.73	7.21	794.2	28.37	3.08	999.79	32.47	0.25	371.1	50.90	0.89
合计		2,352.92	100.00	16.69	2,799.47	100.00	18.28	3,079.80	100.00	18.17	729.14	100.00	17.15

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率情况看，受成品油价格上升影响，2016—2018 年，公司油气板块毛利率分别为 15.52%、20.61%和 27.86%，呈逐年上升趋势。化工板块毛利率分别为 21.02%、32.79%和 19.92%，受部分物资贸易收入划入其他板块影响，2017 年化工板块毛利率大幅上升；2018 年，公司化工板块毛利率大幅下降，主要受环保监管加强影响，企业环保投入逐年增加，同时原材料价格上涨导致化工产品成本端上升。工程建设板块毛利率分别为 39.51%、48.12%和 24.39%，波动下降，主要系由于工程建设周期较长，成本在本年度列支后，收入确认有滞后，造成毛利率大幅波动。保险业务毛利率分别为 46.29%、58.41%和 30.02%，公司保险费板块毛利率波动较大，主要系公司保费收入增幅与赔付支出存在较大不确定性所致。综上，公司近三年综合毛利率波动上升，分别为 16.69%、18.28%和 18.17%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 729.14 亿元，同比增长 10.99%，实现净利润 3.78 亿元，同比增长 23.41%，主要系收入规模同比扩大所致。2019 年 1—3 月，公司毛利率小幅下降，主要受到化工产品毛利率下降影响。

¹ 财务数据的营业总收入经过追溯调整，为审计报告期初数，但经营部分营业总收入仍为期末数，因而存在差异。

² 表中收入构成数据为公司将子公司物资集团中涉及油品和化工的物资贸易收入划入其他板块追溯调整后的口径，但 2016—2017 年油气板块收入中仍存在部分非自产油气资源销售。

总体看，油气业务是公司的主要业务，受益于油气产品价格上升和其他板块贸易收入的增加，近三年，公司营业收入不断增长。受环保监管和原材料价格上涨影响，公司化工产品毛利率水平有所下降，但油气产品毛利率逐年上升，近三年，公司主业整体盈利能力增强。

2. 油气板块

(1) 油气勘探

公司油气勘探开发业务主要由控股子公司延长油田股份有限公司（以下简称“油田股份”）和公司下属的分公司油气勘探公司承担，油田股份下辖 23 个原油生产单位，辅助单位 3 个。油气勘探公司主要从事石油天然气勘探开发业务，负责公司陕北地区天然气勘探，省内外新区块油气勘探和国外油气勘探。公司勘探始于 1905 年，相继发现了子长、余家坪、姚店、丰富川、川口、子北、志丹、蟠龙等油田。2005 年公司重组后，原 14 个县钻采公司成为公司的采油厂，进一步壮大了公司的实力，增加了公司的勘探面积。

在勘探技术方面，公司采用内培外联等多种方式，引进先进技术和最新地质研究成果，根据勘探需要，开展了以综合地质研究为基础，其它实用技术攻关研究相配套的综合勘探技术研究，形成了较为适合公司生产实际且具有先进理念的勘探开发一体化技术。为了加快对陕西省外盆地的石油勘探和天然气勘探的步伐，公司组织力量，成立了两个专门的勘探事业部——石油勘探事业部和天然气勘探事业部。为了加强国外勘探力量，成立了专门的国际勘探开发公司，走出国门，在全球范围内拓展资源，延长石油在中非、马达加斯加、泰国等国家均有勘探工作。

截至 2018 年底，公司累计探明石油地质储量 30.55 亿吨，其中 2018 年新增探明石油地质储量 0.76 亿吨；登记资源面积达到 6.4 万平方米，其中陕西省内面积 1.07 万平方米，省外面积 5.33 万平方米，包括鄂尔多斯、二连等多个盆地。公司主要在鄂尔多斯盆地开展油气勘探开发工作，在银额、二连等盆地开展物化探、钻井等实物工作，其它盆地主要进行不同程度的资料收集和综合地质研究工作。

国外方面，公司在吉尔吉斯斯坦落实了 3 个开发区块的剩余油气资源，其中 930 区块的剩余天然气资源将成为下步开发重点；泰国 YPT7 井获工业气流。截至 2018 年底，公司累计探明天然气储量近 7,301.19 亿方，其中 2018 年天然气勘探新增控制地质储量 1,010.00 亿方；页岩气 CO2 压裂技术取得重大进展，已累计落实页岩气探明地质储量 1,654.07 亿方。2019 年，全年计划新增探明石油地质储量 4,500 万吨，天然气新增控制地质储量 300 亿方。

总体看，公司油气资源储量较为丰富，勘探技术先进，累计探明石油地质储量规模大，同时国外油气业务稳步发展。

(2) 油气开采

公司原油主要来源于自采，公司外购原油主要用于弥补自采原油不足，外购原油主要来自中国石油长庆油田公司，2016—2018 年，公司原油自采量分别为 1,127.66 万吨、1,127.23 万吨和 1,139.67 万吨，产量保持稳定；其中，公司原油外购量分别为 233.00 万吨、175.60 万吨和 230.02 万吨，呈波动下降态势，主要系近年来成品油价格波动，公司根据原油价格波动情况适当调整外购量所致。2019 年 1—3 月，公司自采及外购原油 324.39 万吨，其中自采原油 271.75 万吨，外购原油 52.64 万吨。

表 3 公司原油产量及外购原油量情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
自采原油	1,127.66	1,127.23	1,139.67	271.75

外购原油	233.00	175.60	230.02	52.64
合计	1,360.92	1,302.83	1,369.69	324.39

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司原油产量保持稳定，自采原油规模保持稳定，外购原油波动下降。

（3）油气炼化

公司下辖延安炼油厂、永坪炼油厂、榆林炼油厂三个中型现代化炼油厂，炼化产品主要分 5 个大类 15 个品种，90#汽油、93#汽油、97#汽油；+5#柴油、0#柴油、-10#柴油、-20#柴油、-35#柴油；民用液化气、工业液化气；液化天然气（LNG）、压缩天然气（CNG）、商品天然气；甲醇汽油、2#渣油。截至 2019 年 3 月，公司拥有常减压 2,000.00 万吨/年、催化裂化 600.00 万吨/年、重整 60.00 万吨/年和柴油加氢 80.00 万吨/年等炼化装置，装置技术水平达到了全国前列。

2016—2018 年，公司原油加工量基本稳定，分别为 1,127.66 万吨、1,127.23 万吨和 1,139.67 万吨；成品油产量波动下降，分别为 1,013.87 万吨、954.06 万吨和 992.74 万吨，主要是近年来公司适度缩减产量，提升效益。其中，汽油产量分别为 478.73 万吨、449.46 万吨和 480.04 万吨，波动上升；柴油产量为 535.13 万吨、504.60 万吨和 512.70 万吨，波动下降。

表 4 2016—2019 年 3 月原油、成品油计划产能及产量情况表（单位：万吨）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—3 月	
	计划产能	产量	计划产能	产量	计划产能	产量	计划产能	产量
原油加工量	1,128	1,127.66	1,121	1,127.23	1,139	1,139.67	1,137	271.75
成品油产量	1,000	1,013.87	930	954.06	927	992.74	951	234.90
其中：汽油	475	478.73	435	449.46	435	480.04	466	112.57
柴油	525	535.13	495	504.60	492	512.70	485	122.32

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司原油加工量基本稳定；成品油产量波动下降。

（4）油气销售

公司各类油气产品的销售和原油采购均由销售公司负责，销售公司下辖延炼销售处、榆林销售处、永坪销售处、铁路运销公司、山西销售有限公司、四川销售有限公司、中油延长石油销售公司、河南延长销售公司 8 个三级单位（其中中油延长石油销售公司、河南延长销售公司为合资公司），拥有 3 个直属成品油库和 4 条铁路发运专线。销售市场主要覆盖陕西、山西、河南、河北、内蒙、湖南、湖北及云贵川渝等省市。

在销售模式上，公司采取“统一销售、统一定价、先款后油、分片结算”的销售原则，以三个销售处为主的一级批发和三个销售分公司的二级批发进行产品销售。

具体看来，陕西省内定价方面，公司根据国家成品油零售限价的时间节点以及调价幅度，以及当前陕西省内三大用户的提油情况，结合炼厂库存与中石油陕西公司进行价格谈判，最终的谈判结果即成为公司省内价格调整的方案。省外定价方面，公司根据每天对外围市场价格的采集信息，结合公司自身炼厂库存，形成省外价格调整意向，由公司领导前往中石化及中石油总部进行价格谈判，最终确定的价格为公司省外价格。其他相关价格方面，各销售处大客户以及对二级公司和社会零散用户的价格，原则不得低于当期中石化以及中石油同一方式调运的油品价格。

在销售渠道方面，过去主要依靠中石油和中石化销售终端进入消费领域，公司超过 80%的成品油通过直接和中间环节进入中石油、中石化加油站。目前公司采取“控制一级、扩大二级、发展终端”的营销战略，一方面，开拓直销市场，加强社会大客户、工业厂矿等用户的市场开发，形成合

理的客户体系，直销客户不断增加；另一方面，进一步强化终端油（气）站网络建设，依托延长壳牌合资公司，主要在陕西、山西、四川、广东等省市发展终端零售业务，目标市场包括河南、内蒙等省市，为进一步打开东南市场做准备。公司先后成立了控股子公司延长壳牌石油有限公司（以下简称“延长壳牌”）、陕西延长壳牌（四川）石油有限公司（以下简称“四川延长壳牌”），重组了延长壳牌（广东）石油有限公司、组建了陕西高速延长石油有限责任公司、陕西交通延长石油有限公司两个合资公司。截至 2018 年末，公司累计运营油气站 1,104 座，其中加油站 1,061 座，运营加气站 43 座。

在销售回款方面，公司与中石化以及中石油签订年度购销协议，对中石油和中石化给予先货后款的政策，上月货款于次月五个工作日内结清；对延长壳牌石油有限公司给予一周的账期，月底结清；其他客户均为先款后货。

从公司的油气销售结构来看，公司的油气销售收入主要来自于汽油、柴油和液化气等。2016—2018 年，公司成品油销售在总销售收入中占比均在 90%以上，为公司销售收入的主要来源。其中，2016—2018 年，公司汽油销售收入分别为 752.25 亿元、907.57 亿元和 771.06 亿元，占油气销售收入比重分别为 46.34%、45.88%和 46.80%，波动上升，主要系公司油气销售价格波动上升所致；公司柴油销售收入分别为 848.28 亿元、1,022.07 亿元和 809.96 亿元，占比分别为 52.26%、51.66%和 49.16%，柴油收入逐年下降。近年来，受益于油气市场价格上升，公司主要销售产品平均价格逐年上升。

表 5 2016—2018 年油气销售情况³（单位：万吨、元/吨、亿元）

年度	项目	汽油	柴油	1#渣油	石脑油	液化气	其他	合计
2016 年	销售量	1,429.59	1,841.68	131.12	1.97	15.44	65.83	3,419.80
	平均价（含税）	5,262.00	4,606.00	1,329.00	3,746.00	3,014.00	--	4,749.00
	销售收入	752.25	848.28	17.42	0.74	4.65	--	1,623.34
2017 年	销售量	1,610.95	1,814.18	25.34	2.30	52.50	74.08	3,573.33
	平均价（含税）	5,914.00	5,500.00	2,238.00	4,170.00	4,025.00	--	5,605.07
	销售收入	907.57	1,022.07	5.67	0.96	21.17	--	1,978.31
2018 年	销售量	1,036.09	1,254.00	140.93	3.89	38.53	89.27	2,562.71
	平均价（含税）	7,442.00	6,459.00	3,434.00	4,305.00	4,267.00	--	6,428.53
	销售收入	771.06	809.96	48.40	1.67	16.44	--	1,647.53

注：此处成品油销售量大于公司炼化环节产量，主要系公司采购部分成品油所致

资料来源：公司提供

总体看，近三年，受益于油气产品价格上升，公司成品油销售价格呈不断上升态势，但公司成品油销售量波动下降，整体销售收入波动增长。

3. 化工产品

化工板块主要生产单位为陕西兴化集团有限责任公司（以下简称“兴化集团”）、陕西延长石油兴化化工有限公司（以下简称“兴化化工”）、陕西延长矿业有限公司（以下简称“延长矿业”）和陕西榆林煤化以及集团炼化公司。公司主要产品聚丙烯、苯乙烯、甲醇、醋酸、硝酸铵、纯碱、无水氟化氢等各类化工产品产能290万吨/年，兰炭420万吨/年，煤焦油30万吨/年。2016—2018年，公司化工板块销售收入分别为568.38亿元、651.33亿元和296.45亿元；2018年公司化工板

³公司营业收入构成为公司将子公司物资集团中涉及油品和化工的物资贸易收入划入其他板块追溯调整后的口径，但油气销售量价情况未经追溯调整，因为和表 2 存在不一致。

块收入下降明显主要系公司将物资集团收入划转至其他板块所致。2016—2018年，化工板块毛利率分别为12.89%、14.94%和19.92%。

兴化集团主导产品是硝酸铵，是重要的军工配套产品生产基地，其合成氨生产能力为35万吨/年，硝酸铵80万吨/年、纯碱为12万吨/年、氯化铵为12万吨/年、重质碱6万吨/年、硝基复合肥30万吨/年、浓硝酸10万吨/年。兴化集团下属上市公司陕西兴化化学股份有限公司是全国规模最大的硝酸铵生产基地之一，市场占有率达17%，目前已形成了80万吨/年硝酸铵、10万吨/年浓硝酸、30万吨/年硝基复合肥及具有自主知识产权的“羰基铁粉”200吨/年的生产能力，产品出口到澳大利亚、印尼、马来西亚、日本、韩国、越南等多个国家。硝酸铵2017年产量为63.51万吨，2018年产量为62.45万吨。

兴化化工从2009年全面建设，2012年12月正式投产，生产规模为年产30万吨合成氨、30万吨甲醇、30万吨纯碱、32.4万吨氯化铵。2018年实际生产11.10万吨合成氨、13.67万吨甲醇。

延长矿业是公司按照“油气煤盐综合发展”新模式设立的板块公司，成立于2009年11月，重组控股了7家民营兰炭企业，各子企业生产条件成熟，产能和技术符合国家相关政策要求，主要产品是兰炭和煤焦油，兰炭产能30万吨/年、煤焦油产能16万吨/年。

在化工产品销售方面，公司多采用以销定产方式，因此产销率较高；销售网络上除兴化集团传统的销售网络外，公司专门组建了产品经销公司，目前已形成由新能源公司（西北区域）、上海公司（华东区域）、湖北公司（华中区域）3家全资子公司组成的销售网络，并投运陕西西安、江苏奔牛、浙江义乌、湖北武汉4座中央仓。

总体看，受公司将物资集团涉及油气、化工产品的贸易收入划入其他板块影响，公司化工板块营业收入下降明显。

4. 在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司在建项目主要包括靖边能源化工园区一期启动项目填平补齐工程项目和延长油田伴生气资源循环利用项目，主要建设地点在靖边和延长县。公司在建项目计划总投资 232.57 亿元，截至 2018 年底，累计完成投资 112.32 亿元，尚需投入 120.25 亿元。

表 6 截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	地点	建设规模和内容	开工时间	预计完工时间	计划总投资	截至 2018 年底已完成投资
延长油田伴生气资源循环利用项目	延长	建设 4 万吨/年乙炔、22 万吨/年甲醛、10 万吨/年 BDO、10 万吨/年乙二醇、4.6 万吨/年 PTMEG 等装置，以及相关配套公用工程等。	2016	2019	52.97	43.27
靖边能源化工园区一期启动项目填平补齐工程	靖边	建设 180 万吨/年甲醇、60 万吨/年甲醇制烯烃、40 万吨/年聚丙烯和 30 万吨/年 LDPE/EVA 等主要工艺装置及配套公用设施。	2017	2020	144.10	37.89
志丹 LNG 二期项目	志丹	新建 20 万吨/年天然气液化装置、1 万方 LNG 储罐等配套设施。	2018	2019	4.18	4.00
延 929 井区地面集输工程	靖边	新建产能 6 亿方/年，新建集气站 7 座、净化厂 1 座以及配套系统。	2018	2019	11.98	11.48
延 899 井区地面集输工程	安塞区	新建产能 2 亿方/年，新建集气站 3 座、净化厂 1 座、生活点 1 座以及配套系统。	2018	2019	6.10	6.10

延 873 井区地面集输工程	安塞区	新建产能 4 亿方/年, 新建集气站 4 座, 以及配套系统。	2018	2019	4.26	3.63
延 439 井区扩能地面集输工程	志丹	新建产能 3.6 亿方/年, 新建集气站 4 座、生活点 1 座、扩建集气站 2 座以及配套系统。	2018	2019	5.19	4.32
席麻湾-靖边工业园区天然气管输干线工程	靖边	长度 35.1km, 设计输量 6 亿方/年	2018	2019	1.52	1.52
延炼区域航煤生产装置及配套系统技术改造项	洛川	新建 50 万吨/年航煤加氢精制装置 1 套, 配套新建 1,200Nm ³ /h 制氢装置 1 套等。	2018	2019	2.27	0.11
合计	--	--	--	--	232.57	112.32

资料来源: 公司提供

截至 2018 年底, 公司主要拟建项目包括榆横煤制芳烃烯烃及配套煤矿一体化启动项目等, 主要拟建项目计划总投资为 496.77 亿元。

表 7 截至 2018 年底公司拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设规模和内容	计划总投资	计划开工时间	计划完工时间
榆横煤制芳烃烯烃及配套煤矿一体化启动项目	包括华电煤化工并购, 新建 80 万吨/年甲醇装置和 40 万吨/年甲醇制芳烃装置及其配套公用工程, 以及 1,000 万吨/年煤矿及其配套公用工程。	187.40	2019.1	2021.8
榆神 50 万吨/年煤基乙醇项目	建设 45 万吨/年甲醇联合装置、50 万吨/年乙醇装置、75,000Nm ³ /h 空分装置、3X220 吨/小时高压煤粉锅炉、6,000 吨/年硫磺装置及其配套公用工程。	64.26	2019.7	2020.1
泾渭新材料科技产业园一期项目	建设 10 万吨/年改性工程塑料、10 万吨/年热塑性复合材料项目, 以及材料中心、倒班宿舍、餐厅等配套公用工程和生活辅助设施。	12.88	2019.8	2020.8
三原油库项目	新建 50 万库容, 配套建设延西线分输系统、公路装车岛、卸车岛, 油气回收系统以及相应的公辅工程等。	6.52	2019.6	2020.12
巴拉素煤矿项目	1,000 万吨/年选煤厂及相关配套设施。	114.12	2019.6	2021.12
富县电厂项目 (一期)	建设 2×1,000MW 超超临界燃煤发电机组, 同步建设脱硫脱硝除尘设施。	78.82	2019.9	2021.12
延 203 井区地面集输工程	新建产能 2.5 亿方/年, 新建集气站 4 座、脱水站 1 座、污水处理及回注站 1 座、生活点 1 座及配套系统。	5.80	2019.1	2020.8
延 969 井区地面集输扩能改造工程	新建延 873 井区大路塌阀室-延 969 井区黄家湾集气站联络线及供配电、自控防腐等配套系统, 设计输量 4.1 亿方/年, 长度 12.1km, 建设青阳岔净化厂内预留的 1 列 150 万方/天净化装置。	0.62	2019.4	2019.9
延长东-姚店天然气管输工程	设计能力 5 亿方/年, 长度 55km。	2.04	2019.6	2020.8
子长东-永坪天然气管输工程	设计能力 10 亿方/年, 长度 35.4km。	1.63	2019.9	2020.8
子长东天然气地面集输工程 (一期)	新建产能 10 亿方/年, 新建集气站 9 座、150 方/年甲醇污水处理设施 1 座、净化厂 1 座以及配套系统。	12.87	2019.5	2020.9
延长东天然气地面集输工程	新建产能 5 亿方/年, 新建集气站 6 座、净化厂 1 座以及配套系统。	9.81	2019.5	2020.9
合计	--	496.77	--	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司在建及拟建项目较多, 投资规模较大, 具有较大的对外融资需求。随着在建项目的投产, 公司生产规模有望进一步扩大, 产业链条将更加完善, 整体抗风险能力有望增强。

5. 经营效率

2016—2018 年, 公司总资产周转率分别为 0.78 次、0.87 次和 0.88 次; 公司存货周转次数分别

为 15.15 次、15.95 次和 14.30 次，保持相对稳定；同期公司应收账款周转次数分别为 40.14 次、56.07 次和 87.63 次，应收账款周转率 2018 年大幅上升，一方面是由于 2018 年公司营业收入增加，另一方面由于国际油价回升，下游企业付款账期缩短，且公司加大了应收账款的催收力度，使得 2018 年末应收账款金额减少。

从与同行业其他公司的经营效率比较情况来看，公司整体经营效率高于行业平均水平。

表 8 2018 年国内四大石油化工企业经营效率比较（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
中石油集团	24.67	8.75	0.67
中石化集团	39.66	9.61	1.30
中海油总公司	26.49	15.00	0.61
延长石油	118.20	14.47	0.88

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

总体看，公司经营效率处于较高水平。

6. 经营关注

（1）经济增速放缓风险

石油石化行业发展与国民经济景气度相关性大，宏观经济形势的波动会对石油及石化产品的需求产生影响。近年来，中国宏观经济发展增速已经下降，未来经济发展增速或继续下行，公司经营业绩会随之下滑。

（2）未来投资不确定的风险

公司石油勘探和冶炼投入成本较高，需要大规模的资金持续支持。同时涉足石油化工和煤化工项目建设，项目建设周期较长，投入规模较大。流动资产占比相对较低，虽然符合石油石化行业的特性，但资产流动性相对较差。受终端产成品价格波动下跌，勘探区块的开采能度较高，生产成本有所抬升。较长的项目开发周期和较大的前期资金投入及行业前景不明朗的现状，可能对公司投资产出及回收造成较大的不确定影响。

（3）原油价格波动风险

近年来原油价格波动较大，低油价将加大公司经营压力，导致公司整体盈利规模下降；同时低油价会对公司前期较高成本开发的海外油田项目产生较大的经营压力。

（4）公司成品油销售依赖性较强

公司大部分成品油通过直接和中间环节进入中石油、中石化加油站，对中石油和中石化的依赖性较大。受零售终端不完善的影响，将对公司的生产和销售产生一定影响。

7. 未来发展

公司确定“十三五”发展的战略定位是：坚持以能源化工为主体、以科技和金融为两翼的“一体两翼”产业战略，加快结构调整和转型升级，着力打造“油气煤化电”多产业耦合发展模式，不断延伸产业链、提高附加值，开创差异化、特色化发展道路。坚持以提高质量和效益为中心，以全面深化改革为动力，着力培育新优势、拓展新空间、构建新体系，建设具有国际竞争力的创新型综合能源化工企业。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留审计意见。2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及其应用指南的有关规定编制。合并范围方面，截至 2017 年底，公司合并范围新增 2 家子公司，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司合计 65 家，较 2017 年新增合并 3 家、减少 1 家。总体看，合并范围变化对公司整体经营影响较小。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,704.60 亿元，负债合计 2,362.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,341.61 亿元，归属于母公司的所有者权益 1,201.87 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,981.37 亿元，净利润（含少数股东损益）20.33 亿元，归属于母公司所有者的净利润 20.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 129.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.12 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 3,677.62 亿元，负债合计 2,349.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,327.96 亿元，归属于母公司的所有者权益 1,186.28 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 699.20 亿元，净利润（含少数股东损益）3.78 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.00 亿元。

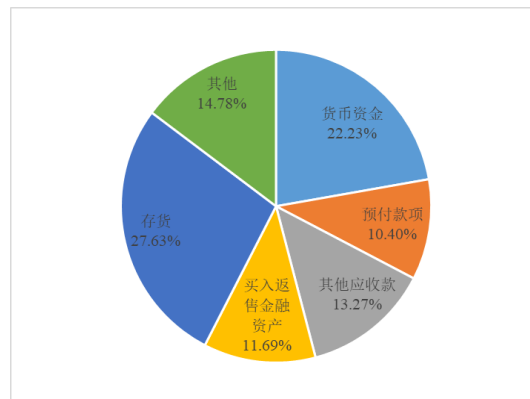
2. 资产质量

伴随公司业务规模扩大，2016—2018 年，公司资产规模稳步增长，年均复合增长 8.47%；截至 2018 年底，公司资产总额 3,704.60 亿元，较年初增长 12.44%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产合计占 17.67%，非流动资产合计占 82.33%。流动资产比重较年初略有下降。公司资产构成以非流动资产为主，符合公司所在行业特点。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动上升，年均复合增长 2.69%。截至 2017 年底，公司流动资产 590.78 亿元，较年初减少 4.82%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款减少所致；截至 2018 年底，公司流动资产总额为 654.44 亿元，较年初增长 10.78%，主要系货币资金和买入返售金融资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 22.23%）、预付款项（占 10.40%）、其他应收款（占 13.27%）、买入返售金融资产（占 11.69%）和存货（占 27.63%）构成。

图 5 截至 2018 年末公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 15.77%；截至 2017 年底，公司货币资金 104.35 亿元，较年初大幅减少 49.11%，主要系偿还到期债务所致；截至 2018 年底，公司货币资金为 145.47 亿元，较年初大幅增长 39.41%，主要是营业收入增加，从而导致回款增加所致；其中，银行存款 102.33 亿元，其他货币资金 42.12 亿元。公司货币资金中有 33.74 亿元为受限资金，主要系银行承兑汇票保证金、土地复垦保证金等原因造成的所有权受限，占 23.19%，受限比例尚可。

2016—2018 年，公司预付款项波动上升，年均复合增长 2.83%。截至 2017 年底，公司预付款项 87.68 亿元，较年初大幅增长 36.28%，主要系预付工程款增加所致。截至 2018 年底，公司预付款项为 68.04 亿元，较年初下降 22.41%；从账龄来看，1 年以内的预付款项账面余额占 56.43%，1~2 年的占 16.49%，2~3 年的占 16.15%，3 年以上的占 10.93%，账龄超过一年的大额预付款项主要为发票未开回未结算所致，公司共计提坏账准备 2.56 亿元。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 4.59%。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 86.82 亿元，较年初下降 1.32%。公司其他应收款中单项金额重大并单项计提坏账准备的占 54.00%，欠款方为公司同一控制下的其他关联方陕西省产业投资有限公司（以下简称“陕西产投”），其经营情况良好，公司未计提坏账准备。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款占 30.53%，其中 1 年以内的占 67.32%，1~2 年的占 4.04%，2~3 年的占 3.42%，3 年以上的占 25.22%，占比较高，对公司资金形成一定占用。公司前五大其他应收款占比 60.65%，主要债务人为陕西产投。公司共对其他应收款计提坏账准备 7.09 亿元。

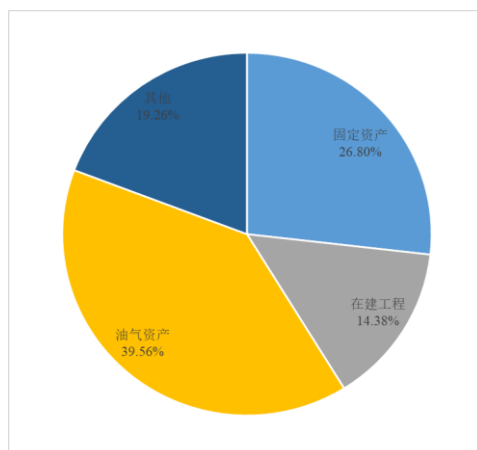
2016—2018 年，公司买入返售金融资产账面价值分别为 4.57 亿元、47.35 亿元和 76.47 亿元，年均复合增长 309.29%，主要系买入证券增加所致。截至 2018 年底，公司买入返售金融资产账面价值为 76.47 亿元，较年初大幅增长 61.50%；公司买入返售金融资产为三个月内到期的交易所市场买入返售证券及买入质押式返售债券资产。

2016—2018 年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长 17.86%，主要系随着公司业务增长，原材料、自制半成品及在产品、产成品等有所增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 180.85 亿元，较年初增长 17.06%。公司存货中原材料和库存商品占比较大，受原油和成品油价格波动影响，公司存货存在一定跌价风险。公司存货共计提跌价准备 2.68 亿元。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 9.85%，截至 2018 年底，公司非流动资产共计 3,050.15 亿元，较年初增长 12.80%，增长主要来自油气资产、固定资产、在建工程及无形资产。公司非流动资产主要固定资产（占 26.80%）、油气资产（占 39.56%）和在建工程（占 14.38%）构成。

图 6 截至 2018 年底非流动资产构成情况



数据来源：审计报告

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 3.07%，主要系公司持续进行项目投资、在建工程转入固定资产所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 817.35 亿元，较年初增长 6.20%。公司固定资产成新率为 63.37%，成新率尚可；公司固定资产共计提减值准备合计 24.66 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（330.37 亿元）和机器设备（451.46 亿元）构成。

2016—2018 年，公司油气资产逐年增长，年均复合增长 9.50%，主要系随着公司的建设投入，油井及相关设施有所增加所致。截至 2018 年底，公司油气资产账面价值 1,206.74 亿元，较年初增长 12.79%。公司油气资产按照成本法计量，账面原值为 2,390.33 亿元，累积折耗 1,075.82 亿元，累计提取减值准备 107.77 亿元。从油气资产账面价值构成来看，主要为油井及相关设施。

2016—2018 年，公司在建工程逐年上升，年均复合上升 28.16%，主要系公司加大了在建工程项目的投入，主要用于油气、化工相关项目的建设。截至 2018 年底，公司在建工程为 438.73 亿元，较年初增长 33.28%，公司在建工程主要为延安煤油气综合利用项目、巴拉素矿井及选煤厂和 100 万吨煤焦油加氢项目等。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产共计 44.82 亿元，受限规模相对于公司资产规模小。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 3,677.62 亿元，较上年底变化很小，结构较上年底变化不大。

2016—2018 年，母公司资产总额 2,439.24 亿元、2,547.58 亿元和 2,934.53 亿元，年均复合增长 9.68%；截至 2018 年底，母公司流动资产 1,092.76 亿元，较年初增长 18.36%，主要系货币资金和预付款项增加所致；非流动资产 1,841.77 亿元，较年初增长 13.39%，主要系固定资产、在建工程和油气资产增加所致。总体看，母公司资产以油气资产和对子公司的长期股权投资为主。

总体看，公司资产以非流动资产为主，油气资产、固定资产、在建工程等占比较大，公司资产构成稳定，资产受限程度很低，整体资产质量较好，但资产流动性较弱。

3. 负债和所有者权益

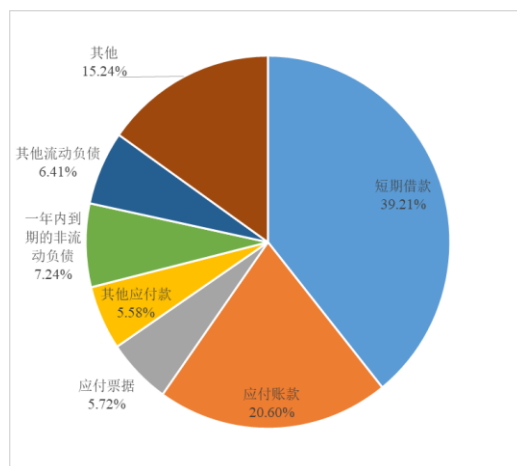
2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 8.42%。截至 2018 年底，公司负债合计 2,362.99 亿元，较年初增长 12.15%，主要系流动负债增长所致。流动负债占 74.36%，非流动负债占 25.64%，流动负债占比较年初提高 2.18 个百分点。

流动负债

伴随公司业务规模扩大，2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 18.93%。截

至 2018 年底，公司流动负债合计 1,757.15 亿元，较年初增长 15.54%，主要系短期借款、其他流动负债和应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 39.21%）、应付账款（占 20.60%）、应付票据（占 5.72%）、一年内到期的非流动负债（占 7.24%）和其他流动负债（占 6.41%）构成。

图 7 截至 2018 年末公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 62.98%，主要系公司生产经营规模扩大，短期借款融资规模需求扩大所致。截至 2018 年底，短期借款 688.90 亿元，较年初大幅增长 31.37%，公司短期借款主要为信用借款（683.62 亿元）。

2016—2018 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 18.05%。截至 2017 年底，公司应付票据 95.83 亿元，较年初大幅减少 35.93%，主要系部分工程完工结算所致。截至 2018 年底，公司应付票据为 100.45 亿元，较年初增长 4.83%；公司应付票据主要为银行承兑汇票 98.36 亿元。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 4.24%。截至 2017 年底，公司应付账款 312.99 亿元，较年初减少 6.04%，主要系应付工程款部分结算所致；截至 2018 年底，公司应付账款为 361.99 亿元，较年初增长 15.66%，主要系未达到结算条件或未完工程新增应付账款所致；从账龄来看，公司应付账款 1 年以内的占 72.62%，1~2 年的占 15.20%，2~3 年的占 6.81%，3 年以上的占 5.37%。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 11.10%。截至 2018 年底，公司其他应付款 98.10 亿元，较年初增长 19.19%，主要系其他暂收代付款项和质保金增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 36.00%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 127.29 亿元，较年初下降 48.69%，主要系一年内到期的长期借款到期兑付所致。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动下降，年均复合下降 7.41%；截至 2017 年底，公司其他流动负债为 51.84 亿元，较年初下降 60.54%，主要系部分短期融资券到期兑付所致；截至 2018 年底，公司其他流动负债为 112.63 亿元，较年初大幅上升 117.26%，主要系公司短期融资券余额大幅增加所致。公司其他流动负债主要由短期融资券（110.00 亿元）构成。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 11.17%。截至 2017 年末，公司非流

动负债合计 586.11 亿元，较年初减少 23.66%，主要系长期借款和应付债券减少所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 605.84 亿元，较年初增长 3.37%，主要系长期借款增长所致。从构成来看，公司非流动负债主要以长期借款（占比 54.80%）和应付债券（占比 37.90%）为主。

2016—2018 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 16.65%。截至 2017 年底，公司长期借款 318.61 亿元，较年初大幅减少 33.33%，主要系部分长期借款将于一年内到期，计入一年内到期的非流动负债科目中进行核算所致；截至 2018 年底，公司长期借款为 332.01 亿元，较年初增长 4.20%。公司长期借款中信用借款占 29.05%，保证借款占 69.23%。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 6.45%。截至 2018 年底，公司应付债券为 229.61 亿元，较年初下降 3.41%，主要系公司发行中期票据规模下降所致。

表 9 截至 2019 年 6 月 13 日公司应付债券构成情况（单位：亿元）

到期年份	当前余额	涉及回售余额
2019	185	30
2020	125	0
2021	120	60
2022	80	0
2023 年及以后	120	0

注：因此表时间节点和年报不一致，且一年内到期的应付债券已计入一年内到期的非流动负债，因而债券总额与年报不一致

资料来源：Wind

2016—2018 年，公司全部债务分别为 1,350.65 亿元、1,476.74 亿元和 1,593.80 亿元，年均复合增长 8.63%，主要系短期债务增长所致；2016—2018 年，公司短期债务分别为 607.74 亿元、918.30 亿元和 1,026.64 亿元，年均复合增长 29.97%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；长期债务分别为 742.91 亿元、558.44 亿元和 567.17 亿元，年均复合下降 12.63%，短期债务占比大幅上升。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 63.84%、63.95%和 63.79%，公司全部债务资本化比率分别为 54.26%、55.42%和 54.30%，变化不大；同期公司长期债务资本化比率分别为 39.49%、31.98%和 29.71%，逐年下降，主要系长期借款逐年下降所致。截至 2018 年底，若考虑公司发行的已计入其他权益工具的永续债共计 291.82 亿元，公司全部债务 1,885.62 亿元，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 71.66%、64.24%和 45.00%。

2016—2018 年，母公司负债分别为 1,388.42 亿元、1,444.07 亿元和 1,641.01 亿元，年均复合增长 8.72%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 1,275.01 亿元，较年初增长 19.19%，主要系短期借款增加所致；非流动负债 366.00 亿元，较年初小幅减少 2.23%。

总体看，近年来，公司债务水平变化不大，但若考虑到公司发行的已计入其他权益工具的永续债，债务水平仍有提升。公司短期债务比例大幅上升，债务期限结构有待改善。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.56%，主要系其他权益工具增长所致，公司其他权益工具主要为永续中期票据。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1,341.61 亿元，较年初增长 12.95%。其中，归属于母公司的所有者权益 1,201.87 亿元；公司归属于母公司的权益中，实收资本占 8.32%，资本公积占 5.00%，其他权益工具占 24.28%，盈余公积占 44.96%，未分配利润占 14.28%。公司盈余公积和其他权益工具占比高，权益结构的稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1,327.96 亿元，较上年底下降 1.02%，主要系其他权益工具下降所致，公司所有者权益结构较上年末变动不大。

2016—2018 年，母公司所有者权益分别为 1,050.82 亿元、1,103.51 亿元和 1,293.52 亿元，年均复合增长 10.95%，主要系其他权益工具增加所致。截至 2018 年底，母公司所有者权益中，实收资本占 7.73%，其他权益工具占 22.56%，盈余公积占 41.77%，未分配利润占 22.89%。

总体看，公司所有者权益结构以盈余公积和其他权益工具为主，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入不断增长，三年分别为 2,349.62 亿元、2,799.45 亿元和 3,079.80 亿元，年均复合增长 14.49%，主要系近年来公司油品价格随着国际油价上升所致，受此影响，公司净利润年均复合增长 289.20%，分别为 1.34 亿元、11.79 亿元和 20.33 亿元。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用逐年上升，年均复合上升 13.96%。2018 年，公司期间费用为 233.66 亿元，同比增长 16.75%，主要系财务费用大幅增长所致。2018 年，期间费用中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别占 24.87%、46.99%、1.59%和 26.55%。2016—2018 年，公司销售费用持续增长，年均复合增长 12.76%，其中 2018 年较上年增长 24.41%至 58.10 亿元，主要系运输费和职工薪酬增加所致；公司近三年管理费用年均复合增长 6.33%，其中 2018 年管理费用较上年上升 13.91%；近三年，公司财务费用年均复合增长 29.28%，主要系公司融资规模增长所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 7.66%、7.15%和 7.59%，公司费用控制能力较强。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 8.27 亿元、5.93 亿元和 22.29 亿元，2018 年，公司资产减值损失较上年大幅增长 275.87%，主要系商誉减值准备⁴增加所致。2016—2018 年，公司投资收益分别为 43.60 亿元、10.77 亿元和 12.85 亿元，年均复合下降 45.70%，2016 年，公司投资收益较高，主要系当年公司对其持有的陕西未来能源化工有限公司 5.20%股权进行转让产生投资收益 32.63 亿元。2016—2018 年公司营业外收入和其他收益之和分别为 6.87 亿元、3.31 亿元和 7.56 亿元，分别占利润总额的 114.48%、20.97%和 22.21%，2017 年公司营业外收入和其他收益之和较上年大幅下降主要系政府补助大幅减少所致。总体上看，公司利润对投资收益和营业外收入的依赖程度较高。

从各项盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 9.13%、9.94%和 11.20%，逐年上升，主要系油气产品价格上升所致。2016—2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈逐年上升的趋势，总资本收益率分别为 1.56%、2.33%和 2.81%；总资产报酬率分别为 1.36%、1.99%和 2.64%；净资产收益率分别为 0.12%、1.01%和 1.61%。总体看，近三年，公司盈利能力明显提升，但整体盈利能力一般。

2018 年，公司的销售毛利率在四大石油石化企业中均处于一般水平，净资产收益率和总资产报酬率在四大石油石化企业中均处于较低水平（如下表所示）。

表 10 2018 年国内四大石油化工企业盈利指标情况（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中石油集团	23.22	0.74	2.93
中石化集团	17.36	5.29	4.27

⁴ 根据香港估值国际有限公司出具的 B00518（S）号评估报告，2018 年 12 月 31 日，公司所属延长石油集团（香港）有限公司对延长石油国际有限公司的权益价值可收回金额为 1,356,822,000.00 港元，折合人民币 1,188,900,008.40 元，2018 年 12 月 31 日延长石油国际有限公司按照合并日公允价值持续计量金额和完全商誉账面价值合 3,355,002,523.97 元，发生减值 2,166,102,515.57 元，公司所属延长石油集团（香港）有限公司根据对延长石油国际有限公司的持股比例确认商誉减值准备 1,158,882,630.36 元。

中海油总公司	22.50	9.49	9.19
延长石油	18.62	1.81	2.61

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 729.14 亿元，同比增长 10.99%，实现净利润 3.78 亿元，同比增长 23.41%，主要系收入规模同比扩大所致。

2016—2018 年，母公司实现营业收入 905.66 亿元、791.50 亿元和 1,026.19 亿元，年均复合增长 6.45%；实现营业利润 0.46 亿元、16.81 亿元和 46.72 亿元，年均复合增长 908.71%；实现净利润 7.17 亿元、18.28 亿元和 46.84 亿元，年均复合增长 155.59%。其中，母公司实现投资净收益 40.63 亿元、15.85 亿元和 29.78 亿元。母公司收益占公司合并收入比重尚可。

总体看，受益于成品油价格持续回升，公司收入利润水平及盈利能力明显提升，投资收益和营业外收入对利润贡献大，整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，受业务规模增长的影响，公司经营活动现金流入不断增长，年均复合增长 14.92%；2018 年，公司经营活动现金流入量为 3,627.85 亿元，同比增长 10.85%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 13.40%；2018 年公司经营活动现金流出量为 3,498.29 亿元，同比增长 9.51%。公司近三年经营性现金净流量分别为 26.59 亿元、78.27 亿元和 129.56 亿元，逐年增长。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 112.10%、112.55%和 113.08%。总体看，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 131.14 亿元、132.23 亿元和 98.15 亿元，波动下降，年均复合下降 13.49%。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 317.89 亿元、311.04 亿元和 402.69 亿元，公司对外投资规模保持在较高水平，主要系公司为进一步加强经营，提高公司行业地位，增加与主营业务油气板块相关投资项目所致。近三年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-186.75 亿元、-178.81 亿元和-304.53 亿元，均为现金净流出，且净流出规模较大。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 917.07 亿元、826.20 亿元和 1,504.53 亿元，主要为取得借款收到的现金。公司筹资活动现金流出分别为 754.59 亿元、753.74 亿元和 1,262.05 亿元。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 162.48 亿元、72.46 亿元和 242.48 亿元，公司筹资力度有所上升。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 14.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-81.21 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 40.91 亿元，现金及现金等价物净增加额为-26.00 亿元。

从母公司层面看，2016—2018 年，母公司本部经营活动现金流净额分别为 7.47 亿元、6.90 亿元和 19.70 亿元，经营活动现金流持续净流入；母公司本部投资活动现金流净额分别为-95.77 亿元、-129.58 亿元和-165.65 亿元，经营活动净现金流大额净流出；母公司本部筹资活动现金流净额分别为 115.15 亿元、56.60 亿元和 179.13 亿元，母公司本部对外有融资需求。

总体看，受益于油气价格上涨，公司收入规模扩大，经营活动现金流表现良好；同期对外投融资规模亦大幅扩大，考虑到公司短期债务规模及在建项目规模较大，公司未来筹资需求大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均逐年下降的态势，流动比率分别为 0.50 倍、0.39 倍和 0.37 倍，速动比率分别为 0.39 倍、0.29 倍和 0.27 倍。公司近三年现金短期债务比分别为 0.38 倍、0.15 倍和 0.18 倍，呈波动增长的态势。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，受益于油气价格上涨，公司 EBITDA 分别为 159.13 亿元、187.08 亿元和 228.65 亿元，年均复合增长 19.87%。2018 年，公司 EBITDA 同比增长 22.22%，主要系公司利润水平大幅提升和计入财务费用的利息支出增加所致。公司 EBITDA 中利润总额占 14.88%、计入财务费用的利息支出占 25.54%、折旧占 53.22%、摊销占 6.36%。近三年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.13 倍和 0.14 倍，处于一般水平；EBITDA 利息倍数分别为 3.03 倍、3.21 倍和 3.28 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度一般。公司长期偿债能力指标一般。

截至 2018 年末，公司对外担保合计 36.56 亿元，占公司净资产的 2.73%；截至 2018 年底，公司涉及未决诉讼金额 4,025.97 万元，公司或有负债风险低。

截至 2019 年 6 月末，公司已经获得银行的各类授信额度合计 3,518.86 亿元人民币，尚未使用额度为 1,724.63 亿元人民币，公司间接融资渠道通畅。

根据公司提供的中征码为 6111010000302320 的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 24 日，公司已结清信贷中记录了一笔关注类信贷。该笔关注类信贷主要由于银行系统原因形成，公司于 2011 年 1 月 8 日向中国农业银行延川县支行借款 2 亿元，并于 2012 年 1 月 6 日按时划拨 2 亿元用于归还贷款，由于中国农业银行系统原因，未能自动扣收本次贷款本息，导致该笔贷款在企业征信中形成逾期 3 天的记录。目前中国农业银行延川县支行拟将该情况逐级上报至中国农业银行总行，由总行与中国人民银行协商解决消除该逾期记录事宜。公司本部无未结清逾期信贷，公司下属子公司油田股份共有 6,653,214.84 元借款到期未偿还。违约记录是由公司成立之前的历史遗留问题造成，公司成立后一直与债权人等各方进行协商沟通，但截至目前尚未达成最终处置意见；债权人方也因历史原因未有任何措施。此记录还有待时间进行处置。

总体看，公司经营活动现金流规模很大，现金类资产充足，短期偿债能力仍然较弱，长期偿债能力一般，综合考虑到公司股东背景和显著的行业地位，以及公司雄厚的资源基础及较为完善的产业链条，公司持续经营能力很强，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底，公司负债总额为 2,362.99 亿元，债务总额为 1,593.80 亿元，本期拟发行债券规模为 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度规模不大，对公司债务水平影响较小。

以 2018 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.80%、54.76%和 64.08%，分别上升了 1.09 个百分点、0.46 个百分点和 0.29 个百分点，债务负担有所加重，但仍属可控水平。考虑到本期债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务，实际债务负担将低于上述债务指标较测算值。

若将公司存续的永续债券划入债务，截至 2018 年底，公司债务总额为 1,885.62 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较小。假设本期公司债券募集资金净额为 30.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 45.85%、64.60%和 71.89%，债务负担明显加重。考虑到部分资金将拟用于偿还债务，相关指标可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 228.65 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 7.62 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金净流入量 129.56 亿元，为本期公司债券发行额度（30.00 亿元）的 4.32 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位以及经营垄断性等方面的显著优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设公司延期支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

本期公开发行永续期公司债券分两个品种，品种一基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。在每个重定价周期末，公司有权选择将本期债券期限延长一个周期，或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 20 个工作日，在指定专区披露续期选择权行使公告。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

联合评级注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为，同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设置保证了本期债券信用质量。

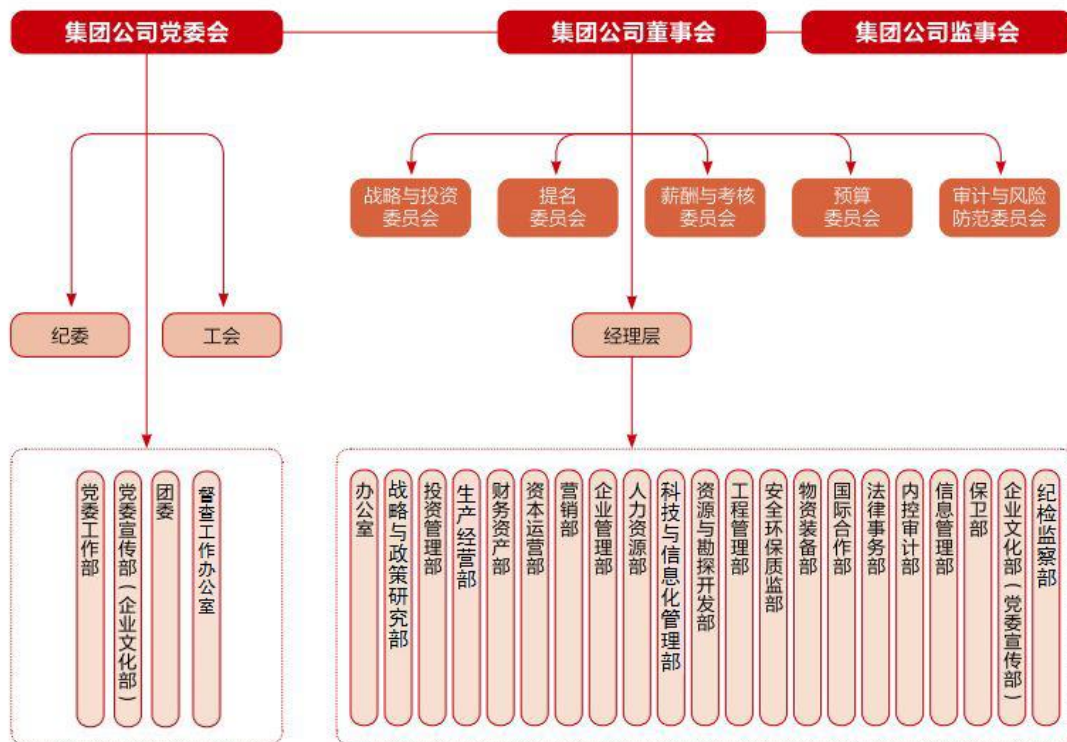
十、综合评价

公司作为国内拥有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团企业之一，在经营规模、行业地位以及经营垄断性等方面具有显著优势。近年来，公司营业收入稳步增长，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受原油价格波动影响大、公司在建及拟建项目投资规模较大以及公司债务结构有待优化等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司产业链条完整，资源和规模优势明显，预计凭借资源储备、市场网络 and 经营规模等方面的显著优势，公司将继续保持行业主导地位。随着在建项目的投产，公司生产规模有望进一步扩大，产业链条将更加完善，整体抗风险能力有望增强，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 陕西延长石油（集团）有限责任公司 组织机构图



附件 2 陕西延长石油（集团）有限责任公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	3,148.38	3,294.71	3,704.60	3,677.62
所有者权益（亿元）	1,138.34	1,187.79	1,341.61	1,327.96
短期债务（亿元）	607.74	918.30	1,026.64	--
长期债务（亿元）	742.91	558.44	567.17	--
全部债务（亿元）	1,350.65	1,476.74	1,593.80	--
营业总收入（亿元）	2,349.62	2,799.45	3,079.80	729.14
净利润（亿元）	1.34	11.79	20.33	3.78
EBITDA（亿元）	159.13	187.08	228.65	--
经营性净现金流（亿元）	26.59	78.27	129.56	14.30
应收账款周转次数（次）	40.14	56.07	87.63	--
存货周转次数（次）	15.15	15.95	14.30	--
总资产周转次数（次）	0.78	0.87	0.88	--
现金收入比率（%）	112.10	112.55	113.08	112.36
总资本收益率（%）	1.56	2.33	2.81	--
总资产报酬率（%）	1.36	1.99	2.64	--
净资产收益率（%）	0.12	1.01	1.61	--
营业利润率（%）	9.13	9.94	11.20	10.80
费用收入比（%）	7.66	7.15	7.59	7.68
资产负债率（%）	63.84	63.95	63.79	63.89
全部债务资本化比率（%）	54.26	55.42	54.30	--
长期债务资本化比率（%）	39.49	31.98	29.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.03	3.21	3.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.13	0.14	--
流动比率（倍）	0.50	0.39	0.37	0.35
速动比率（倍）	0.39	0.29	0.27	0.24
现金短期债务比（倍）	0.38	0.15	0.18	--
经营现金流动负债比率（%）	2.14	5.15	7.37	0.83
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.30	6.24	7.62	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务，将其他流动负债中的应付短期债券计入短期债务；4、本报告中所使用财务数据均经过追溯调整；5、2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次(期)公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次(期)公司债券到期偿还额
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 / 本次(期)公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次(期)公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 陕西延长石油（集团）有限责任公司 2019 年公开发行永续期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年陕西延长石油（集团）有限责任公司年报公告后的两个月内，且 not 晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

陕西延长石油（集团）有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。陕西延长石油（集团）有限责任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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注陕西延长石油（集团）有限责任公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现陕西延长石油（集团）有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如陕西延长石油（集团）有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至陕西延长石油（集团）有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送陕西延长石油（集团）有限责任公司、监管部门等。

