

信用等级公告

联合[2015]674号

中国石油天然气股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国石油天然气股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国石油天然气股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中国石油天然气股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  

二零一五年十一月十九日

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>

中国石油天然气股份有限公司

2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 400 亿元（含）

本期债券规模：不超过 200 亿元（含）

本次债券期限：不超过 30 年（含）

本期债券期限：不超过 15 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 11 月 19 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	21,688.37	23,420.04	24,053.76	23,852.33
所有者权益(亿元)	11,807.66	12,699.08	13,177.60	13,230.17
长期债务(亿元)	2,937.74	3,028.62	3,703.01	3,598.30
全部债务(亿元)	4,472.86	4,964.61	5,451.98	5,436.33
营业收入(亿元)	21,952.96	22,581.24	22,829.62	8,776.24
净利润(亿元)	1,306.18	1,422.29	1,190.34	285.89
EBITDA(亿元)	3,355.09	3,606.18	3,540.68	-
经营性净现金流(亿元)	2,392.88	2,885.29	3,564.77	1,109.36
营业利润率(%)	14.32	14.07	14.01	13.56
净资产收益率(%)	11.54	11.61	9.20	2.17
资产负债率(%)	45.56	45.78	45.22	44.53
全部债务资本化比率(%)	27.47	28.11	29.27	29.12
流动比率	0.73	0.67	0.67	0.72
EBITDA 全部债务比	0.75	0.73	0.65	-
EBITDA 利息倍数(倍)	14.62	13.38	13.28	-
EBITDA/本次发债额度(倍)	8.39	9.02	8.85	-
EBITDA/本期发债额度(倍)	16.78	18.03	17.70	-

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；半年度指标未年化。

注：2015 年半年度财务报表未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国石油天然气股份有限公司（以下简称“公司”或“中石油”）的评级反映了公司是中国最大的油气生产销售商和最大的炼油及化工产品生产商，在公司规模、行业地位、经营垄断性、财务状况等方面的显著优势。虽然国际原油价格波动、国内成品油价格调整滞后、资源税费改革等因素可能会对公司经营产生一定不利影响，但不会显著影响公司的信用状况以及本次债券的到期偿付。

公司产业链条完整，资源和规模优势明显，凭借资源储备、市场网络、经营规模等方面的显著优势，预计公司将继续保持行业主导地位，并维持良好的经营及财务状况。未来随着我国经济结构不断优化调整，国内石油石化行业市场需求将长期保持平稳发展态势，公司未来发展前景看好，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以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 石油石化行业的发展始终得到我国政府的高度重视和国家产业政策的支持，公司作为行业内最主要的企业之一，拥有良好的外部发展条件。

2. 公司是中国最大的油气生产销售商，也是国内最大的炼油及化工产品生产商之一，产业链完整，经营规模大，抗风险能力强。

3. 公司原油和天然气探明储量和产量规模较大，在国内居主导地位，是公司长期经营的基础，公司整体经营风险低。

4. 公司销售网络遍布全国各地，上下游综合一体化运营能力很高。

5. 公司经营活动获现能力强，经营活动

现金流规模大，经营活动现金流对于本次公司债券覆盖程度很高。

关注

1. 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，公司经营业绩相应会随之波动。

2. 税费政策是影响公司经营的重要外部因素之一，未来国家对资源税、石油特别收益金政策的调整会影响公司的运营成本。

3. 公司近年来原油储量增长趋缓，国际市场开拓面临较大的国际政治风险。未来公司的可持续发展在一定程度上取决于可获得的石油和天然气资源。

4. 未来若原油价格长期呈低位运行趋势，会对公司盈利能力产生较大的影响。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@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）

Http: //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）与中国石油天然气股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中国石油天然气股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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，未因中国石油天然气股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由中国石油天然气股份有限公司提供，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中国石油天然气股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



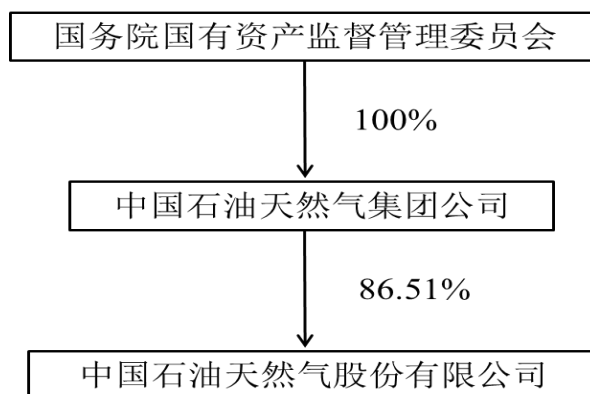
一、主体概况

中国石油天然气股份有限公司（以下简称“公司”或“中石油”）成立于1999年11月，是经经贸企改[1999]1024号文批准，依照《中华人民共和国公司法》和《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》，由中国石油天然气集团公司（以下称“中石油集团”或“集团”）作为独家发起人设立的股份有限公司。

公司成立后，所发行的美国存托证券、H股和A股，先后于2000年4月6日、2000年4月7日和2007年11月5日在纽约证券交易所（ADS代码PTR）、香港联合交易所（股票代码857）和上海证券交易所（股票代码601857）挂牌上市。

截至2015年6月末，公司股本1,830.21亿元，全部为无限售条件股。中石油集团是公司的控股股东，2015年6月末持有公司股份比例为86.51%¹。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司年报、联合评级整理。

公司经营范围主要为石油天然气勘查、开采（有效期以许可证为准）；原油的仓储、销售；成品油的销售；陆上采油（气）、海上采油（气）、钻井、物探、测井、录井、井下作业、油建、储运、海油工程、危险化学品的生产（有效期至2017年10月13日）；燃气经营（限取得燃气经营许可证的分支机构经营，经营项目及有效期以许可证为准）；石油天然气管道建设、运营；石油勘查、开采和石油化工及相关工程的技术开发、咨询、服务；进出口业务；炼油；石油化工、化工产品生产与销售等。

目前中石油集团已将其下属的原油和天然气勘探开发及储运、成品油炼制及销售、化工产品生产销售及海外勘探业务有关的大部分资产注入了中国石油，公司集中了中国石油集团的经营主业和大部分优质资产，在中国石油化工行业居于主导地位。目前公司已形成了上下游高度一体化的产业链条，规模优势明显。2014年公司油气当量产量达到1,450.4百万桶、可销售天然气产量3,028.8十亿立方英尺。

目前，公司总部设有总裁办公室、规划计划部、财务部、人事部、预算管理、资本运营部、法律事务部、安全环保与节能部、质量与标准管理部、科技管理部、信息管理部、物资采购管理部、国际部、监察部、审计部、内控与风险管理部、企业文化部等职能部门（见附件1）。

截至2014年底，公司拥有员工534,652名（不包括各类市场化临时性、季节性用工人数319,346

¹包括大股东所控制的法团的权益291,518,000股H股

名)及离退休人员 109,998 名。

截至 2014 年底,公司合并资产总额 24,053.76 亿元,负债合计 10,876.16 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 13,177.60 亿元,其中,归属于母公司所有者权益合计 11,760.10 亿元。2014 年实现合并营业收入 22,829.62 亿元,合并净利润(含少数股东损益)1,190.34 亿元,经营活动产生的现金流量净额 3,564.77 亿元,现金及现金等价物净增加额 223.71 亿元。

截至 2015 年 6 月末,公司合并资产总额 23,852.33 亿元,负债合计 10,622.16 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 13,230.17 亿元,其中,归属于母公司所有者权益合计 11,821.26 亿元。2015 年 1~6 月实现合并营业收入 8,776.24 亿元,合并净利润(含少数股东损益)285.89 亿元,经营活动产生的现金流量净额 1,109.36 亿元,现金及现金等价物净增加额-76.65 亿元。

公司法定地址:中国北京东城区安德路 16 号洲际大厦;法定代表人:王宜林。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国石油天然气股份有限公司 2016 年公司债券”(以下简称“本次债券”),本次债券规模为不超过 400 亿元,期限为不超过 30 年(含 30 年),第一期债券(以下简称“本期债券”)规模为 200 亿元,期限不超过 15 年(含 15 年),可以是单一年限品种,也可以是多种期限品种的组合。本期债券为固定利率债券,采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定。本期债券面向合格投资者公开发行。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于偿还金融机构贷款及或补充流动资金,本期债券募集资金拟全部用于补充流动资金。

三、行业分析

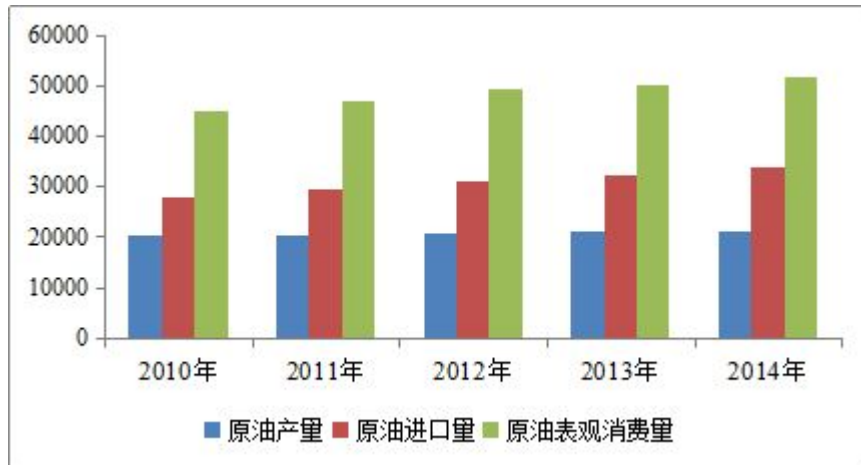
公司是一家上下游一体化的能源化工企业,隶属于石油石化行业,主要业务涉及勘探与生产、炼油与化工、销售、天然气与管道等,在行业中具有显著竞争优势。

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。

图 2 2010 年~2014 年我国原油供需状况 (单位: 亿吨)



资料来源: WIND 资讯、联合评级整理。

我国是第一大石油消费国及第二大原油进口国, 近几年我国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势, 对外依存度始终处于较高水平。2014 年我国生产原油 2.11 亿吨, 同比增长 1.44%; 进口原油 3.08 亿吨, 同比增长 9.50%; 表观消费量为 5.19 亿吨, 同比增长 3.59%。由于国内原油产能增长缓慢, 中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2014 年原油进口依存度达到 59.6%, 同比上升 2.3 个百分点。

总体看, 石油是我国重要的战略物资, 行业进入壁垒较高。近年来, 行业发展趋势良好, 但是原油供应对外依存度较高。

2. 上下游情况

从世界范围内看, 全球油气资源地区分布很不均衡。目前, 中东地区原油探明储量约为 7,996.1 亿桶, 占同期世界原油总探明储量的一半左右, 而亚洲和大洋洲地区的原油探明储量约为 4,536 亿桶, 仅占同期世界原油总探明储量不到 5%。整体上, 全球石油消费增长平稳。2014 年, 发达国家的经济增长带动石油消费增长, 全球石油需求量为 9,244 万桶/天, 较 2013 年的 8,989 万桶/天增长 2.84%。

从国内情况来看, 虽然我国油气资源较为丰富, 但资源赋存条件差, 勘探程度相对较低, 尚不能满足国内需求, 油气资源供需缺口较大。石油方面, 根据世界石油大会的统计, 我国石油可采资源量的丰度值 (单位面积的地质储量) 约为世界平均值的 57%, 剩余可采储量丰度值仅为世界平均值的 37%, 具有技术和经济意义上的石油资源相对不足。天然气方面, 随着中国天然气需求的快速增长, 其勘探开发力度也逐步加大, 但仍存在着很大的供应缺口。根据海关总署相关统计数据, 2014 年中国进口天然气 559.44 亿立方米, 对外依存度升至 31.61%。

从下游需求来看, 石油化工产品是当前能源的主要供应者, 其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。2014 年, 国内化工产品需求基本保持平稳, 据 WIND 数据统计, 国内合成树脂及合成橡胶表观消费量分别同比增长 13.00% 和 21.93%, 乙烯当量表观消费量同比增长 3.39%, 合成纤维表观消费量同比下降 6.28%。

总体看, 国际范围内石油资源分布较不均衡, 国内油气资源较为丰富但是资源赋存较差。石化产品是能源的主要供应者, 下游需求较为平稳。

3. 竞争格局

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天然气集团公司（中石油集团）、中国石油化工集团公司（下称“中石化集团”）、中国海洋石油总公司（下称“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石化、中石油和中海油三家上市公司。

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、中海油总公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司（下称“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（中石化集团公司下属子公司）、中国联合石油公司（中国石油集团公司下属子公司）、中国中化集团（下称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了我国 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。上市主体中，中石油的原油储量、产量及天然气储量均显著优于其余两大石化企业，具体如下表所示。

表 1 最近三年三大石油石化企业相关资源情况比较（单位：百万桶、亿立方英尺）

年份	探明原油储量			原油产量			天然气探明储量		
	中石油	中石化	中海油	中石油	中石化	中海油	中石油	中石化	中海油
2012 年	11,018.00	2,843.00	2,180.70	916.50	328.28	341.50	67,581.20	6,730.00	6,005.30
2013 年	10,820.30	2,841.00	3,060.40	932.90	332.54	411.70	69,322.60	6,493.00	6,323.30
2014 年	10,593.40	2,772.00	3,039.80	945.50	360.73	432.50	71,097.50	6,715.00	6,730.80

资料来源：WIND 资讯，联合评级整理。

石油炼制与油品销售方面，2014 年我国原油加工量继续保持增长，全年原油加工量 5.03 亿吨，成品油（汽、煤、柴油合计）产量 3.17 亿吨。目前我国成品油生产和销售主要由中石油集团和中石化集团控制，中海油总公司、中化集团和延长石油成品油生产规模很小，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，中石油集团和中石化集团对我国的成品油市场具有很强的控制力。如下表 2 所示，上市主体中，中石化的成品油产量具有一定优势。

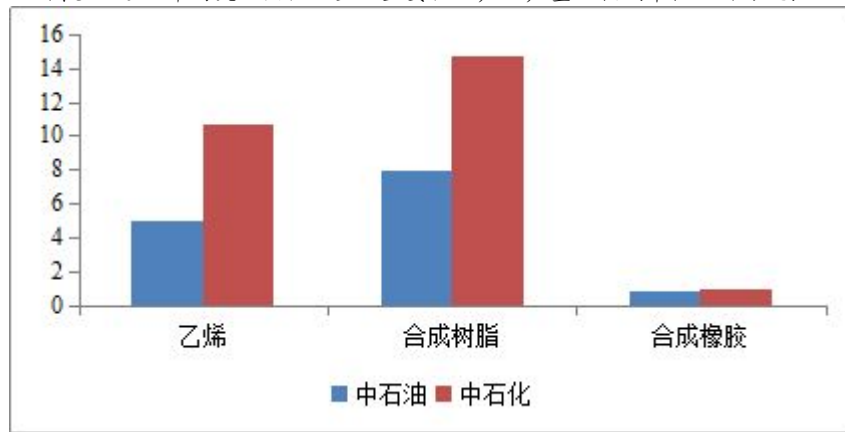
表 2 2014 年两大石油石化企业成品油产量比较（单位：百万吨）

项目	中石油	占全国产量百分比 (%)	中石化	占全国产量百分比 (%)
汽油	30.69	27.82%	51.22	46.44%
柴油	57.63	32.68%	74.26	42.11%
煤油	4.36	14.52%	20.75	69.14%

资料来源：WIND 资讯，联合信用评级整理。

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品需求稳定增长。我国生产的石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、化肥等大类，生产厂家主要集中于中石油集团和中石化集团两大企业。2014 年中石油和中石化两大上市公司主要化工产品生产情况见下图。

图3 2014年两大石油化工企业主要化工产品产量比较(单位:百万吨)



资料来源: WIND 资讯

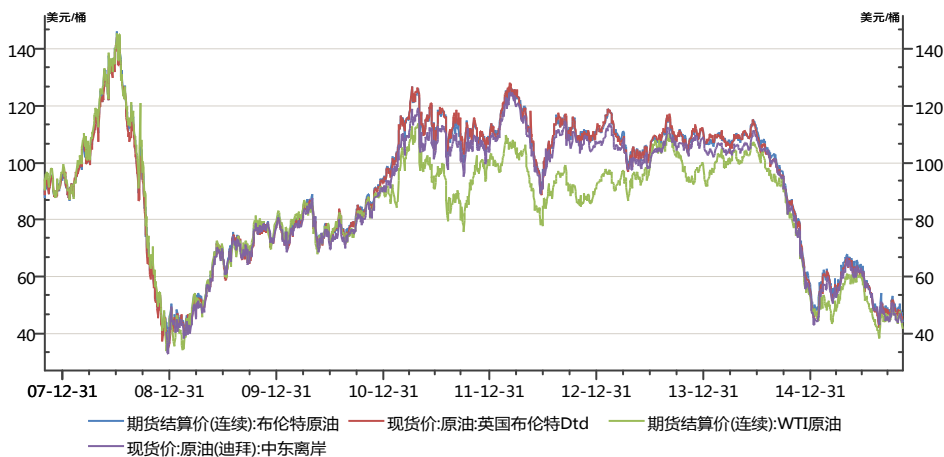
总体而言,由于石油石化行业为资本和技术密集型行业,项目投资金额较大,且政府管制较为严格,目前国内市场主要参与者较为集中,行业的市场竞争程度较低。

4. 价格情况

(1) 原油和成品油

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。2008年下半年以来,受全球经济危机的影响,原油价格冲高回落,在经过2009~2010年的恢复和调整,2011~2014年6月,国际原油价格在高位波动。受到全球石油供过于求影响,2014年下半年,国际原油价格单边大幅下挫,第四季度出现断崖式下跌。2014年年底价格为59.45美元/桶,较年初的107.78美元/桶大幅下挫44.84%。进入2015年,国际原油价格低位震荡,2015年下半年,随着美国页岩油供应量大幅上升,布伦特原油期货价格震荡走跌,2015年三季度,国际原油价格继续下滑,2015年9月末布伦特原油期货价格为48.37美元/桶,较年初的56.42美元/桶下降14.27%。从短期看,国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

图4 2008年以来国际原油价格走势(单位:美元/桶)



资料来源: WIND 资讯

数据来源: Wind资讯

成品油定价方面，2013年3月，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每吨50元，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制已逐渐得以平稳运行，该机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善，完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013年9月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2012年中国政府对成品油价格进行了四升、四降共8次调整，汽油、柴油标准品价格累计分别上调250元/吨和290元/吨。2013年全年中国政府共15次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨5元/吨，柴油标准品价格累计下降15元/吨。2014年，全年中国政府共18次调整国内汽油、柴油价格，4涨14跌，其中自7月21日起连续10次下调成品油价格；7月21日至12月末，汽油、柴油标准品价格分别累计下调2,205元/吨和2,355元/吨。2015年1~9月，政府对成品油价格进行了15次调整，6涨9跌，汽油、柴油标准品价格分别累计下调365元/吨和520元/吨。2014年下半年以来，我国成品油价格随国际原油价格的持续下跌而连续下降，出于节能减排目的，政府于2014年底以来3次提高汽、柴油消费税，对成品油价格下调起到一定抵销作用，缩小了成品油价格下降幅度。

（2）天然气

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格的通知》，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。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。

整体看，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会增大。

5. 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（如下表），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 3 相关行业监管情况

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采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采活动的企业。
2	原油价格监管	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、柴油最高零售价格。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最高零售价格为基础，合理安排省内非中心城市最高零售价格并向国家发改委备案。批发价格则比照最高零售价格，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确定。
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规开展环境影响评价，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：联合评级搜集整理

(2) 政策变化

2011年11月1日起，修订通过的《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》正式实施。按照新的资源税实施细则，原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税30元、天然气每立方米7~9元，一律调整为按产品销售额的5%计征，同时对稠油、高凝油、高含硫天然气和三次采油暂按综合减征率的办法落实资源税减税政策。新资源税的全面实施，将显著增加业内企业的税收负担。根据国务院及财政部有关文件规定，自2006年3月26日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。2011年12月，财政部将石油特别收益金起征点从40美元/桶提高至55美元/桶；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，本次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。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。

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发展的桥梁，有望获得更多政策支持。

整体看，中国石油化工行业是国家管制行业，政府对行业中上游的生产与销售管控较为严格。资源税的实施显著增加了企业的税收负担，未来资源性产品价格改革会加速推进，对石化行业有较好的政策支持。

6. 行业关注

原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

目前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。

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，对本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。

国际原油价格持续下行

2014 年尤其是四季度，世界经济复苏低于预期，中国等新兴经济体需求放缓，美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加等因素导致国际原油价格大幅下行，以英国北海布伦特原油期货价格为例，2014 年年底价格为 59.45 美元/桶，较年初的 107.78 美元/桶大幅下滑 44.84%；2015 年三季度，国际原油价格继续下滑，2015 年 9 月末布伦特原油期货价格为 48.37 美元/桶，较年初的 56.42 美元/桶下降 14.27%。国际原油价格的持续下行对石油行业的上游资产造成影响，进而影响勘探和开采，预计石油公司的投资量将出现下滑；同时，石化产业产品失去成本支撑，在产业链传导作用下，价格出现下挫，甲苯、PTA、PX 和丁二烯等石化下游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。

页岩油对国际原油供应形成冲击

近年来，美国页岩气资源商业化开发的成功将相关技术转移到页岩油资源领域，促使其国内原油产量大幅增长，导致作为北美地区基准的 WTI 原油价格水平进一步下跌。美国页岩油产量从 2009 年初 25 万桶/日的水平增长 2013 年 12 月产量达 322 万桶/日。页岩油产量的提高大幅减少了美国原油进口量：2014 年美国原油进口量约 27 亿桶，仅次于 1993 年以来美国的最低原油进口水平的 25 亿桶，较 2013 年减少约 7.19%。由于大部分原油资源具有同质性和可替代性，当前价格较低、产量较大的美国页岩油对美国进口原油的价格形成一定冲击，进而从原油销售渠道的终端向整个全球原油市场实现价格传递，降低国际原油整体价格水平。

相关税费政策的调整影响企业成本

该部分内容详见第三部分行业分析第 5 部分行业政策之“政策变化”项下的内容。

7. 行业发展

油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继 2006 年 12 月发布“国 III”汽油标准之后，2009 年 6 月我国又发布了“国 III”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》于 2013 年 7 月 1 日将 3.5 吨以上柴油车执行国 IV 标准。2013 年 9 月 23 日发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段。为了缓解油品低碳化的压力，北京于 2013 年 2 月 1 日起执行相当于欧 V 标准的京 V 标准，新车

排放标准要求率先与国际接轨。我国炼油行业正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

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。2013年3月，国家能源局发布《煤层气产业政策》，明确了我国煤层气产业发展目标、市场准入条件、勘探开发布局、安全节能环保等方面内容，并提出一系列具有针对性的配套保障措施；2013年10月，国家能源局发布《页岩气产业政策》，从产业监管、示范区建设、技术政策、政府支持政策等方面对我国页岩气产业发展做出规划，在税收、信贷、多元融资等方面重点扶持。《煤层气产业政策》和《页岩气产业政策》的出台标志着我国政府明确提出发展非常规油气资源，对未来我国非常规油气的发展将起到深远重大影响。2014年，我国首次探明页岩气地质储量1,068亿立方米，成为继美国、加拿大之后第三个实现页岩气开发的国家。截至2015年10月底，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。其中，涪陵页岩气田2015年新增探明储量2,739亿立方米，目前总探明储量为3,806亿立方米，约为2014年的3倍。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，2017年我国计划建成页岩气产能将超过150亿立方米。

提高产业区集聚度，发展高端石化产品

2012年2月工信部发布的《石化和化学工业“十二五”发展规划》（以下简称“《规划》”）明确指出，“十二五”期间，全行业经济总量继续保持稳步增长，总产值年均增长13%左右。《规划》指出，成品油“北油南运”状况“十二五”期间将得到改善。长三角、珠三角、环渤海地区三大石化产业区集聚度进一步提高，形成3~4个2000万吨级炼油及3个200万吨级乙烯生产基地；配合国家油气战略通道建设，完善东北、西北、西南石化产业布局。

《规划》同时明确提出，发展高端石化产品是石化和化学工业转变发展方式，实现产业转型升级的重要内容。“十二五”全行业要围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。

按照规划的要求，现有的大多数小型炼油项目都将遭到淘汰，而伴随着新建炼油项目的上马、高端石化产品的提升及发展，行业内国有石油公司的规模有望进一步扩大，产业转型升级将加快，其产业链一体化程度将进一步加强。产业整合推动竞争主体业务多元化石油石化行业是典型的规模经济行业。从我国近两年来的石油产业政策来看，国家已经明确了打造大型石油石化航母的战略思想，无论是原油、成品油的经营资格，还是炼油项目的审批，都对规模作了严格的限制。目前我国所有的石油石化企业中，仅有中石化集团和中石油集团两家公司具有完整产业链，随着国家打造大型石油石化航母战略的实施，包括中海油总公司、中化集团、延长石油在内的几家拥有一定规模和油源的石油石化企业也在逐步完善自己的产业链条。近年来，中石化集团、中石油集团也在对下游的炼油和化工企业进行结构优化和调整，提升经营效率。未来几年中国石油石化行业将加快产业结构调整步伐，向大型化、集约化、一体化发展，并且有望形成3~4家产业链高度整合的大型石油石化企业。

推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有关节能减排的政策措施，建立和完善石油化工行业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用LNG替代油料，削减碳排放。

国务院办公厅2013年1月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出2015年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

2013年6月28日，国家发展改革委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（发改价格[2013]1246号）。通知决定自2013年7月10日起，开始实施新的天然气价格调整方案，调整非居民用天然气价格；2014年8月，为更好的利用价格杠杆引导资源合理配置，国家发改委出台了《关于调整非居民用存量天然气价格的通知发改价格》，这次非居民用存量气价格调整是分步理顺存量天然气价格的第二步，按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的与可替代能源价格挂钩的动态调整机制。区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步到位。天然气价格管理由出厂环节调整为门站环节，门站价格为政府指导价，实行高上限价格管理。相关政策的出台将进一步优化市场环境。2015年4月，各省增量气最高门站价格每千立方米降低440元，存量气最高门站价格每千立方米提高40元，天然气实现价格并轨，理顺非居民用天然气价格。实施存量气与增量气价格并轨，不仅有利于创建公平的市场竞争环境，促进企业平等竞争，也为推进天然气价格市场化奠定良好基础。价格并轨后，非居民用气价格基本理顺，意味着天然气价格改革完成“三部曲”。

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。

整体来看，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，中国经济的高速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

公司是中国最大的油气生产和销售商，销售收入位于国内大型企业前列，也是世界主要的石油企业之一。

公司是中国最大的油气生产和销售商，销售收入位于国内大型企业前列，也是世界主要石油企业之一。在由全球能源领域权威机构普氏能源公布的“2014年全球能源企业250强”中公司名列第七位，蝉联亚太区榜单桂冠；公司获“2014年《福布斯》全球上市公司2000强”排名列第十位。以营业收入排名，在《财富》2014年度世界500强企业名列第4位，较2013年上升1名，在2014年度中国500强企业排名中名列第2位，与2013年排名相同。

在上游资源领域，公司是中国最大的原油和天然气勘探和生产企业，拥有大庆、辽河、新疆、长庆、塔里木、四川等多个大型油气区，其中大庆油区是中国最大的油区，也是世界最高产的油气产地之一。截至 2014 年底，公司原油和天然气已探明储量分别为 10,593 百万桶和 71,098 十亿立方英尺，油气资源优势显著。

下游业务方面，公司也是中国最大的成品油生产和销售企业之一，拥有大庆石油化工总厂、大连石油化工公司、兰州炼油化工总厂等多家大规模的炼厂。2014 年公司全年加工原油 1,010.6 百万桶，生产汽煤柴油总量 9,267.1 万吨。此外，公司下属的石化企业绝大多数为炼（油）化（工）一体化企业，公司生产的乙烯、合成树脂等化工产品在中国占据重要的市场份额。成品油销售方面，公司具有覆盖全国的成品油终端销售网络，截至 2014 年底，公司旗下运营加油站共 20,422 座。

总体来看，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板块，产业链条完整，资源和规模优势明显。

2. 科研实力

公司建立了专业配套、学科齐全、技术力量雄厚的研发体系：公司管理层和科技信息委员会组成决策层；科技管理部、各专业公司科技信息处和地区分公司技术发展处负责对公司的科技工作进行管理，公司构建了总部研究机构、地区研究机构及有关重点试验室和试验基地组成的研发体系。

2006 年以来公司开展煤层气规模勘探开发，经过多年研究和实践探索，已初步形成一套适合煤层气赋存、渗流机理和排采规律的勘探开发配套技术。同时，公司加强致密气、页岩气、油砂矿勘探开发，有序展开生物柴油、油页岩、天然气水合物等工业化试验和资源评价。公司还注重新能源技术研究，2010 年先后成立了国家能源页岩气研发（实验）中心和中国石油燃料乙醇研发中心，加快推进页岩气和非粮燃料乙醇技术研究。同时，公司继续推进生物柴油、油页岩、油砂矿等工业化试验和资源评价，开展地热能、水溶气等新能源利用研究。

公司的“环烷基稠油生产高端产品技术研究开发及工业化应用”项目获得 2011 年度国家科学技术进步一等奖；“高轻质油收率重油高效转化催化裂化催化剂”项目在第五届中国技术市场协会金桥奖评选中荣获优秀项目奖；航空生物燃料顺利通过波音 747-400 型客机的试飞验证。中国首个数字化规模化煤层气田-公司山西樊庄煤层气田通过验收，全年生产煤层气商品量达 4.2 亿立方米，增长 49.5%；四川长宁-威远和云南昭通页岩气示范区开发建设顺利推进；中国第一口页岩气水平井，位于四川的威 201-H1 井完钻并进行试气求产；与壳牌公司合作开展的四川富顺-永川页岩气项目完成钻井 5 口，其中阳 101 井获日产气 5 万立方米。

综合看，作为石油石化领域的大型央企，公司技术水平高，研发实力强。

3. 人员素质

公司董事长王宜林先生，1956 年生，教授级高级工程师，博士学历。王宜林先生在中国石油天然气行业拥有 25 年的工作经验，历任新疆石油管理局副局长兼勘探总地质师、中国石油新疆油田公司总经理、新疆石油管理局主要负责人和公司新疆油田公司总经理；2003 年 7 月起任中国石油集团总经理助理兼新疆石油管理局主要负责人、公司新疆油田公司总经理；2003 年 12 月起任中国石油集团副总经理兼新疆石油管理局主要负责人、新疆油田公司总经理，2004 年 7 月至 2007 年 7 月兼任中国石油集团安全总监；现任公司董事长，同时兼任中国石油集团副总经理。

公司副董事长、总裁汪东进先生，1963 年生，教授级高级工程师，博士。汪东进先生在中国

石油天然气行业拥有逾 30 年的工作经验，1995 年 7 月起任江苏石油勘探局副局长；1997 年 12 月起任中国石油天然气勘探开发公司副总经理；2000 年 12 月起兼任中油国际(哈萨克斯坦)有限责任公司,阿克纠宾油气股份有限公司总经理；2002 年 10 月起任中国石油天然气勘探开发公司总经理；2004 年 1 月起任中国石油集团总经理助理兼中国石油天然气勘探开发公司副董事长,总经理；2008 年 9 月起任中国石油集团副总经理；现任公司副董事长、总裁，同时兼任中国石油集团副总经理。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有员工 534,652 名（不包括各类市场化临时性、季节性用工人数 319,346 名）及离退休人员 109,998 名。按各业务板块构成分，勘探与生产人员占 55.74%、炼油与化工人员占 29.05%、销售人员占 11.04%、天然气与管道业务人员占 3.12%、其他人员占 1.05%。

总体来看，公司员工数量众多，油气勘探生产人员占比较大，符合公司业务板块构成特点，公司主要领导素质高、领导力强，行业从业经历长，管理经验丰富。

4. 政府支持

股东支持

公司控股股东中石油集团成立于 1998 年 7 月，是根据国务院机构改革方案，在原中国石油天然气总公司基础上组建的特大型石油石化企业集团，是国家授权的投资机构和国家控股公司。中石油集团是集油气勘探开发、炼油化工、油品销售、油气储运、石油贸易、工程技术服务和石油装备制造于一体的综合性能源公司。在 2015 年美国《财富》杂志公布的“全球 500 强”排名中，中石油集团位列第 4 位。

在公司初始成立时，中石油集团将旗下大庆石油管理局、辽河石油勘探局等 13 家原油天然气勘探公司、大庆石化总厂等 15 家炼油企业、中国石油销售总公司等 21 家销售公司的资产和负债注入中国石油。2005 年以来公司对中石油集团旗下的锦州石化、辽河油田、吉林石化所发行的 A 股、H 股股票发起全面要约收购，规模进一步壮大，同业竞争问题得到改善。其后，公司陆续对中石油集团拥有的多家企业、加油站进行了收购，进一步增强了主业发展，同时减少了与中石油集团之间的关联交易。

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。虽然近年来随着原油价格的回落公司盈利状况有所改善，公司收到相关政府补助，但作为代表国家对石油资源进行经营管理的大型中央企业，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。

综合看，作为主营石油石化业务的大型央企，公司获得政府支持力度较大；公司集中了中石油集团的经营主业，并在经营中得到了股东的大力支持，上述外部支持有利于公司整体竞争能力和抗风险能力的进一步加强。

五、管理分析

1. 治理结构

公司作为在香港、纽约和上海三地上市的企业，公司按照境内外上市地的法律、法规及规范性文件要求，不断完善《公司章程》以及相关工作制度和流程，通过股东大会、董事会以及相应的专门委员会、监事会和总裁负责的管理层协调运转，有效制衡，加之实施有效的内部控制管理

体系，使公司内部管理运作不断规范，管理水平不断上升。

股东大会是公司的权力机构，依法行使职权。公司每年召开股东大会，保障所有股东享有平等地位并有效地行使自身权利。为确保关联交易公平合理，在股东大会通过有关关联交易议案时，中国石油集团作为公司的控股股东在股东大会表决时回避。独立非执行董事每年对关联交易的具体内容及履行情况确保已经作出充分披露。

公司董事由股东大会选举产生，每届任期不超过3年。董事任期届满，可以连选连任。公司董事会下设审计委员会、投资与发展委员会、考核与薪酬委员会和健康安全与环保委员会，为董事会决策提供支持。截至2015年6月底，公司董事会共有11名董事，其中4名为独立非执行董事。独立非执行董事客观、独立地维护小股东权益，在董事会进行决策时发挥制衡作用。

监事会由股东推荐的代表和公司职工代表组成，监事的任期每届为3年，连选可以连任，监事会成员的任免由股东大会的普通决议通过。公司监事会向股东大会负责，依照法律、行政法规、《公司章程》的规定，认真履行职责，遵循程序，召开监事会会议，列席董事会会议并向股东大会汇报工作，提交监事会报告和有关议案；监事会对公司财务以及公司董事、经理及其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，对公司的生产经营、投资项目等重大事项积极参与并提出建议。截至2015年6月底，公司监事会有9名监事，监事会主席1人，其中4名为职工监事。

公司总裁领导下的包括副总裁和财务总监在内的管理层是公司的执行机构，由董事会聘任并对董事会负责，根据《公司章程》规定和董事会授权，执行董事会决议，组织公司生产经营等业务活动。

综合看，公司已按照国际规范构建了完善的法人治理结构，认真履行上市地的监管规定，规范运作，管治水平不断提高。

2. 管理体制

公司实行总部-地区公司两级行政管理、总部-专业分公司-地区公司三级业务管理的管理体制。公司主营业务分为四大板块，分别由勘探与生产、炼油与化工、销售、天然气与管道四个专业分公司进行管理。海外业务由中油勘探开发有限公司和中石油国际投资有限公司进行管理。近年来公司开展以ERP为核心的信息系统集成应用，充分利用信息的手段加强源头治理和过程控制，形成了内部控制与风险管理、应急管理、健康安全与环境管理、质量管理、惩治和预防腐败工作、科技创新等六大管控体系。

内控方面，公司根据《企业内部控制基本规范》（以下简称“内部控制规范”）及其配套指引等相关规定和要求，持续进行内控体系的建设与完善。公司根据财务管理情况梳理了财务、资金和税价等流程，进一步规范了相关流程和关键控制的设计；公司加强实施信息披露管理制度、重大事项的判定标准和报告程序、披露事项的收集、汇总和披露程序；公司注重强化内部控制测试，积极与外部审计师沟通，落实整改责任并加大整改监督力度。根据毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）于2015年3月26日出具的中石油2014年内部控制审计报告，公司已经按照内部控制规范和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

财务管理方面，公司在财务管理方面严格按照《企业会计制度》等建立起公司财务内控制度，对企业会计核算、会计档案管理、预算管理和财务报告的编报等进行了规范，并在努力推进财务信息化的进程，以对公司的财务信息进行集中统一、有效的管理。公司设立资金管理的专职机构，在全公司范围内进行资金集中统管，代表公司统一结算、筹措、管理、规划、调控资金。

投资管理方面，为维护公司及其股东的合法权益，保证公司对外投资效益最大化，公司构建

了监事会、纪检监察、审计“三位一体”的综合监督体系。通过审计部门独立监督和评价公司本部及所属企业财务收支、经济活动的真实性与合法性。同时公司制定了《投资管理办法》、《资金授权管理办法》，对公司做出重大投资决策和财务决策的程序和规则进行约定，提高了投资、财务决策的科学性和规范性，最大限度地减小了投资风险和财务风险。

担保管理方面，根据《中华人民共和国担保法》等相关财务制度，公司一般不对系统外企业提供担保，对外提供融资担保应按照公司有关规定进行审批，经批准可提供融资担保的，应当优先采取“保证”的担保形式，并由被担保人出具反担保。公司下列对外担保行为，须经股东大会审议通过：公司及控股子公司的对外担保总额达到或超过公司最近一期经审计净资产的 50%以后提供的任何担保；公司的对外担保总额达到或超过公司最近一期经审计总资产的 30%以后提供的任何担保；为资产负债率超 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

对下属公司的管理方面，根据国家有关法律、法规和相关制度的规定，公司对其控股子公司制定了规范的管理办法，对子公司的重大决策、主要管理者的任免、财务会计制度的制定、财务人员的配备以及劳动薪酬等进行了规范化管理。子公司也建立健全了内部审计和财务检查制度，且所有对外投资、重大资产购置和处置、新行业业务开拓都必须得到公司的审批同意。

关联交易方面，为了规范公司与关联人的交易行为，保证公司关联交易的公允性、合理性，维护公司及股东的合法权益，公司在关联交易方面遵循客观必要、诚实信用、平等自愿、等价有偿、公正公平、公开公允、有利于公司发展等基本原则。为规范关联交易，发行人制订了相关管理制度。公司向关联公司采购和销售的定价政策以市场价格为基础，采用招投标定价或协议定价，资金的借贷价格由双方协定。

质量管理方面，公司制定了《公司质量管理体系建设推进方案》，开展质量管理体系认证，质量管理体系建立率达到 96.8%，第三方认证率达到 92.4%。公司开展质量管理体系推进评审工作，对 29 家所属企业进行质量管理体系的推进评审，促进了公司整体质量管理水平的提升。公司加强标准制定和修订，全年制订和修订企业标准 142 项。国家石油天然气大流量计量站乌鲁木齐、广州分站和北京、武汉、塔里木检定点建设全面启动。公司还加大资金投入，通过管理和技术创新，治理质量隐患、提升产品质量。

综合以上，公司认真履行了对上市公司的各项监管规定，同时结合自身情况制定了有效的内部管理制度，各项管理措施完善，管理风险低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务涵盖原油、天然气勘探生产、成品油炼制销售、化工产品生产销售和原油天然气管道运输等石化产业链条各个环节，目前已经形成产供销、上下游高度一体化的产业链条，成为中国石油石化产业的主导企业。

近三年来，面对国内宏观经济增速减缓、油价大幅震荡的复杂形势，公司充分发挥一体化优势，实现了较为稳定的营业收入。2012~2014 年分别实现营业收入 21,952.96 亿元、22,581.24 亿元和 22,829.62 亿元。2013 年，受益于天然气价格上升以及天然气、汽油等产品销售量增加等有利因素，公司仍保持着较大的收入，公司营业收入小幅增长，较上年增长 2.86%。2014 年，受石油、石化产品价格下跌带来的不利影响，但在天然气价格上升、主导产品销售量增加的综合因素影响下，公司仍然实现了营业收入的小幅增长，公司营业收入较上年增长 1.10%。

从利润情况看，公司近三年利润水平波动较大，2012~2014年分别实现利润总额1,668.10亿元、1,780.16亿元和1,567.68亿元；2013年，受公司以部分管道净资产及其业务出资产生的收益增加的影响，净利润增加高于收入增长；2014年，公司营业外收入较上年下降较快，使得公司净利润规模较上年有所下滑，较上年下降16.31%。

从各具体业务板块看，2014年销售板块仍是公司收入占比最大的业务（占抵销前收入总额的50.60%），2014年该板块实现主营业务收入19,266.85亿元，较上年小幅下降0.39%；炼油与化工板块实现主营业务收入8,392.33亿元，较上年下降了2.92%，收入占比（占抵销前收入总额的22.04%）仅次于销售板块；勘探与生产板块收入规模较上年变化不大，2014年实现主营业务收入7,609.62亿元，是第三大收入来源；天然气与管道业务收入增长幅度最大，较上年增长了22.36%，2014年实现主营业务收入2,800.78亿元。

从毛利率情况看，勘探与生产仍是公司各业务板块中毛利最高和利润贡献最大的业务，2014年毛利率为43.82%，较上年下降了2.11个百分点，主要源自原油价格下降、操作成本上升等因素；炼油与化工是第二大利润贡献板块，2014年该板块毛利率为16.31%，较上年小幅提升0.32个百分点。由于收入及利润占比较大的勘探与生产板块盈利水平下降相对较快，带动2014年公司综合毛利率由上年的25.12%下降至24.35%，主营业务盈利能力略有下降。

表4 近三年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
勘探与生产	7,717.17	3,879.09	49.73	7,661.93	4,142.93	45.93	7,609.62	4,275.39	43.82
炼油与化工	8,761.22	7,650.78	12.67	8,644.63	7,262.63	15.99	8,392.33	7,023.87	16.31
销售	18,799.60	18,137.93	3.52	19,342.40	18,734.45	3.14	19,266.85	18,654.61	3.18
天然气与管道	1,990.81	1,990.60	0.01	2,288.94	2,237.18	2.26	2,800.78	2,660.60	5.01
总部及其他	5.50	3.41	38.00	4.85	2.40	50.52	4.52	2.10	53.54
抵销前	37,274.30	31,661.81	15.06	37,942.75	32,379.59	14.66	38,074.10	32,616.57	14.33
板块间抵销数	-15,730.24	-15,722.16	不适用	-15,796.29	-15,795.96	不适用	-15,664.84	-15,664.44	不适用
合计	21,544.06	15,939.65	26.01	22,146.46	16,583.63	25.12	22,409.26	16,952.13	24.35

资料来源：公司提供，联合评级整理。

进入2015年，受全球经济增速放缓导致需求减弱，石油、成品油产品价格下跌等因素影响，公司盈利水平有所下降。2015年1~6月，公司实现主营业务收入8,599.21亿元，较上年同期下降24.26%，公司各业务板块主营业务收入均有所下降，对公司主营业务收入额下降影响较大的板块是勘探及生产板块、炼油与化工板块和销售板块，分别下降了38.68%、21.76%和27.75%；公司实现净利润285.89亿元，较上年同期下降61.39%，主要受公司勘探及生产板块盈利下滑的影响，勘探及生产板块毛利率为26.25%，较上年同期下降18.58个百分点。

总体看，公司经营规模很大，盈利能力较强。2014年以来，受原油价格下行的影响，公司经营绩效有所下降。

2. 主营业务

勘探与生产

公司勘探与生产板块主要从事原油和天然气的勘探、开发、生产和销售。目前公司的原油和天然气探明储量绝大部分位于我国境内，以陆上油气田为主，主要分布在东北、华北、西南和西北地区，包括大庆、长庆、辽河、新疆、塔里木、西南、华北、大港、吉林、青海、吐哈、冀东、玉门等油气田，其中多数为大型特大型油气田。

勘探业务方面，2014年公司持续推进储量增长高峰期工程，在准噶尔盆地、柴达木盆地、松辽盆地、渤海湾盆地等石油勘探获得重要发现；天然气勘探在四川盆地、鄂尔多斯盆地、塔里木盆地取得重要进展；致密油等非常规资源勘探在鄂尔多斯盆地、松辽盆地、吐哈盆地取得突破；公司整体勘探业务势头良好。

国内生产与开发方面，公司推进重点产能建设，实施“二次开发”和重大开发试验，国内原油产量再创新高。公司围绕重点气区推进天然气业务生产运行，天然气产量保持快速增长。其中，公司大庆油田连续12年保持原油4,000万吨以上稳产，长庆油田油气当量产量突破5,500万吨，“新疆大庆”和川渝气区建设按计划推进。

海外油气业务方面，公司海外油气合作实现重大突破，气源进一步多元化。公司与中亚国家新签署一批合资合作协议，中亚油气合作稳步推进。公司海外油气开发继续实施注水、水平井和提高采收率三大工程，调整重点产能建设安排，确保中亚等地区主力油气田稳产，推动伊拉克等地区新油气田上产超产。2014年，公司海外业务实现油气当量产量147.20百万桶，占公司油气当量总产量的10.15%。

如表5所示，近三年公司原油探明储量基本保持稳定，但近年来出现小幅下降，天然气探明储量平稳增长。截至2014年底，公司原油探明储量为10,593百万桶，较上年小幅下降2.10%；天然气探明储量为71,098十亿立方英尺，较上年增长2.56%。产量方面，近三年公司原油、可销售天然气产量和油气当量产量逐年增长。其中，2014年公司原油总产量945.50百万桶，比上年同期增长1.35%；可销售天然气产量3,028.80十亿立方英尺，较上年同期增长8.10%；油气当量产量1,450.40百万桶，较上年同期增长3.60%。

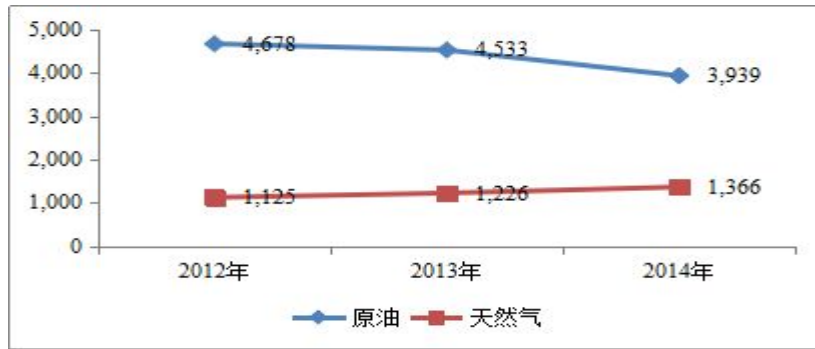
表5 2012年~2014年公司资源储备及产量情况

项 目	2012年	2013年	2014年	2014年同比增 减(%)
原油产量(百万桶)	916.50	932.90	945.50	1.35%
可销售天然气产量(十亿立方英尺)	2,558.80	2,801.90	3,028.80	8.10%
油气当量产量(百万桶)	1,343.10	1,400.00	1,450.40	3.60%
原油探明储量(百万桶)	11,018.00	10,820.00	10,593.00	-2.10%
天然气探明储量(十亿立方英尺)	67,581.00	69,323.00	71,098.00	2.56%
探明已开发原油储量(百万桶)	7,396.00	7,220.00	7,254.00	0.47%
探明已开发天然气储量(十亿立方英尺)	31,606.00	32,813.00	35,824.00	9.18%

资料来源：公司年报。注：原油按1吨=7.389桶，天然气按1立方米=35.315立方英尺换算。

从价格方面看，近三年公司原油销售价格呈逐年下降态势，天然气呈稳中增长态势，其中2014年原油价格3,939元/吨，较上年下降了13.10%，价格下滑幅度较大。天然气价格方面，近年来天然气价格保持平均10.19%的速率增长，2014年的价格达到了1,366元/千立方米，较上年增长了11.42%。

图 5 近三年公司原油和天然气平均实现价格（单位：元/吨，元/千立方米）



资料来源：公司年报
注：原油指公司全部外销原油

2015 年上半年，公司原油产量 477.50 百万桶，比上年同期增长 2.56%；可售天然气产量 1,549.60 十亿立方英尺，比上年同期增长 3.62%；油气当量产量 735.90 百万桶，比上年同期增长 2.94%。公司原油平均实现价格 2015 年上半年为 2,478 元/吨，较上年同期下降 45.30%；天然气平均实现价格为 1,390 元/立方千米，较上年同期增长了 0.43%。公司原油平均实现价格的大幅下降导致公司勘探与生产板块抵消前主营业务收入较上年同期下降了 38.68%，板块毛利率较上年同期下降了 18.58 个百分点。

炼油与化工业务

公司是中国最大的炼油企业之一。截至 2014 年底，公司已形成七大千万吨级炼油基地、四大乙烯生产基地、两大芳烃生产基地的炼化格局，炼化产品市场供应能力进一步提升。公司的炼油化工企业主要分布在中国油气资源丰富的东北和西北地区，产品包括汽油、柴油、煤油、润滑油和燃料油等。由于具备上下游一体化的产业结构，公司炼油板块可以获得稳定的油气资源，从而保证生产的顺利进行。

公司是中国主要的化工原料和产品生产供应商之一，生产和销售的各类石化产品主要包括：合成树脂（聚乙烯、聚丙烯、ABS、聚苯乙烯）、合成纤维和合纤原料（腈纶、涤纶、精对苯二甲酸、乙二醇、丙烯腈、聚酯）、合成橡胶（丁苯橡胶、顺丁橡胶、丁腈橡胶、乙丙橡胶）、尿素、有机（环氧乙烷、丁醇、辛醇、己二酸、烷基苯、苯乙烯、苯、苯胺、对二甲苯）和无机（浓硝酸、催化剂、添加剂）等六大类化工产品、数千多种牌号。其中乙烯、合成树脂、合成橡胶、合成纤维、化肥等产品生产能力在国内位居前列。

公司根据市场走势优化加工路线和产品结构，增产适销高效高附加值产品。2014 年，公司加工原油 1,010.60 百万桶，生产成品油（汽、柴、煤油）9,267.10 万吨，分别较上年增长了 1.84% 和 2.65%。2014 年，公司多项技术经济指标保持较好水平。其中，轻油收率达到 78.60%，较上年上升 1.29 个百分点；石油产品综合商品收率达到 93.80%，较上年上升 0.43 个百分点。

公司化工销售加强整体联动和统筹优化，主要化工产品销量稳定增长。如下表所示，除尿素产量有所下降外，公司其他主导产品产量均实现了不同程度增长。其中，2014 年乙烯产品达到了 4,976 千吨，较上年增长了 24.96%；合成树脂产品达到 7,951 千吨，较上年增长 21.63%。此外，公司继续推进炼化重点工程建设，其中四川石化实现全面投产，云南石化建设继续推进，柴油质量升级改造项目按期建成，车用柴油全部达到国 IV 标准。

表 6 2012 年~2014 年公司炼油与化工情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
原油加工量 (百万桶)	1,012.5	992.3	1,010.60
汽、柴、煤油产量 (千吨)	91,016	90,282	92,671
其中: 汽油 (千吨)	28,381	29,294	30,688
煤油 (千吨)	3,408	4,112	4,356
柴油 (千吨)	59,227	56,876	57,627
原油加工负荷率 (%)	90.1	87.3	86.1
轻油收率 (%)	77.9	77.6	78.6
石油产品综合商品收率 (%)	93.8	93.4	93.8
乙烯 (千吨)	3,690	3,982	4,976
合成树脂 (千吨)	6,089	6,537	7,951
合成纤维原料及聚合物 (千吨)	1,595	1,218	1,293
合成橡胶 (千吨)	633	665	745
尿素 (千吨)	4,408	3,771	2,663

资料来源: 公司年报

2015 年上半年, 公司加工原油 495.70 百万桶, 比上年同期降低 0.86%; 生产成品油 4,647.50 万吨, 比上年同期增长 1.05%; 国 V 汽柴质量升级项目加快实施, 云南石化等重点工程按计划推进。受到下游市场影响, 公司部分炼化产品价格下降, 导致公司炼油与化工业务收入较上年同期下降 21.6%。公司不断优化产品结构, 加强成本控制, 炼油与化工业务实现了自 2011 年以来的首次整体盈利, 炼油业务贡献该板块的盈利, 化工业务亏损较上年有所减少。得益于上游原材料价格下降幅度较大的原因, 公司炼油与化工板块毛利率较上年同期上涨了 3.9 个百分点。

销售业务

作为上下游一体化的综合性石化公司, 公司销售板块处于产业链末端, 是石油石化产品附加值提升的重要环节。

国内业务方面, 针对国内成品油市场需求增速放缓、价格低迷等不利局面, 公司优化油品资源配置, 加大高附加值产品销售, 单站销售能力不断提升。此外, 公司加大营销网络开发力度, 2014 年新投运加油站 150 座, 运营加油站数量达到 20,422 座。如下表所示, 公司汽、煤、柴油销量达到 160,878 千吨, 较上年增长了 1.10%; 零售市场份额达到 39.60%, 较上年提升 0.2 个百分点。

表 7 2012 年~2014 年公司销售业务情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年同比 增减
汽、煤、柴油销量 (千吨)	153,277	159,133	160,878	1.10%
其中: 汽油 (千吨)	47,407	52,350	59,821	14.27%
煤油 (千吨)	11,355	13,482	14,016	3.96%
柴油 (千吨)	94,515	93,301	87,041	-6.71%
零售市场份额 (%)	39.3	39.4	39.6	0.2 个百分点
加油站数量 (座)	19,840	20,272	20,422	0.74%
其中: 资产型加油站 (座)	19,296	19,710	19,806	0.49%
单站加油量 (吨/日)	11.1	10.96	10.78	-1.64%

资料来源: 公司年报

国际业务方面, 公司国际贸易规模持续稳健增长, 全球资源配置能力显著提高, 资源调控能力不断增强。公司围绕亚洲、欧洲、美洲三大油气运营中心进行全球化贸易网络布局, 国际化运营水平进一步提升。目前公司亚洲油气运营中心逐渐完善, 已具备贸易、加工、仓储和运输四位一体功能; 新加坡石油公司 (SPC)、日本大阪国际炼油公司运营情况良好。

图 6 近三年公司原油和天然气平均实现价格（单位：元/吨）



资料来源：公司年报

从价格方面看，与原油价格的增长趋势相同，近三年公司汽、煤、柴油销售价格呈逐年下降态势（如图 6），其中煤油的降幅最大，年平均下降 6.03%。2014 年，公司汽油产品平均销售价格达到了 7,354 元/吨，较上年下降了 6.51%，较 2013 年降幅略有所扩大。柴油价格方面，近年来价格平均下降 4.42%，2014 年的价格 6,437 元/吨，较上年下降 5.48%。2014 年公司煤油价格 5,651 元/吨，较上年下降了 6.05%，降幅较 2013 年有所扩大。

2015 年上半年，公司共销售汽油、煤油、柴油 7,781.50 万吨，公司多渠道开拓市场，加强高效产品销售，比上年同期增长 3.44%。但是受国内成品油价格下降的影响，公司汽油平均实现价格为 6,188 元/吨，较上年同期下降 22.63%；柴油平均实现价格为 4,861 元/吨，较上年同期下降 27.42%；煤油平均实现价格为 3,493 元/吨，较上年同期下降 41.13%。公司销售板块营业额较上年同期下降 27.5%。

天然气与管道

按销售量计算，公司是中国最大的天然气运输和销售商，拥有并运营着一个覆盖全国大多数省市区的油气产品输送管网，具有原油、天然气、成品油的输送、储存等环节的运转能力。公司天然气管道分布于中国西南、西北、华北、华中、东北及长三角地区，管道天然气销售量占全国消费量的 70% 以上。天然气管道是连接公司天然气生产单位和下游用户的桥梁，成为公司未来天然气业务增长的重要支柱。公司原油管道主要包括东北、西北、华北输油管道，约占全国原油管道总长的 60%；成品油管道集中于西部地区，兰成渝（兰州-成都-重庆）成品油管道是公司最主要的成品油管道。

公司针对市场供求变化，统筹自产气、进口气和液化天然气等多种资源，重点开发高效市场和高端客户，销售的质量和效益不断提升。管道业务方面，跟踪期内公司重点管道建设稳步推进，西气东输三线西段、呼包鄂成品油管道、庆铁四线原油管道等顺利投产，国内油气骨干管网不断完善。截至 2014 年末，公司国内油气管道总长度为 76,795 公里，其中天然气管道长度为 48,602 公里，原油管道长度为 18,107 公里，成品油管道长度为 10,086 公里。公司注重提高管道运行负荷，增输降耗取得良好效果。

2015 年上半年，公司稳步推进重点项目建设，漠河-大庆线增输工程等项目建成，西气东输三线天然气管道东端、锦州-郑州成品油管道等项目建设顺利推进。公司统筹规划自产气与进口气两种资源，实施积极的销售策略，优化销售结构，转变营销方式，天然气销售稳步提升，优化管网运行部署，充分挖掘管网管存的潜力。公司天然气与管道板块营业额较上年同期增长 3.1%，主要

由于天然气销量增加所致。天然气板块实现板块利润 116.33 亿元，较上年同期扭亏为盈，主要系进口气与 LNG 净亏损收窄所致。

综合以上，公司油气资源储备规模大，上游业务经营优势明显，收入和利润处于高水平；尽管受原油价格上涨和国家调控政策的影响，公司炼油和化工产品板块盈利空间受限，并呈现一定波动，但公司原油自给率较高，上下游一体化的产业链能够有效地抵消原油价格波动、成品油定价机制所带来的经营风险。值得注意的是，近年来公司原油储量增长趋缓，国际市场开拓面临较大的国际政治风险，未来公司的可持续发展在一定程度上取决于可获得的石油和天然气资源。同时，2014 年国际原油价格大幅下行，影响公司原油开采与销售业务盈利能力。

3. 关联交易

公司关联交易主要来自于与控股股东中石油集团及其相关企业的相关资金及业务往来。自上市以来，公司严格按照相关监管规定与中石油集团签署了一系列经常性关联交易协议，包括产品和服务互供协议、土地使用权租赁合同、房产租赁合同、知识产权使用许可、对外合作石油协议权益转让合同等，并在执行过程中视市场情况和新业务变化及时进行补充完善。

表 8 2012~2014 年公司关联交易销售和采购情况

项目		2012 年	2013 年	2014 年
向关联方销售产品和提供劳务	关联交易金额（亿元）	1,055.29	1,250.23	1,581.25
	占同类交易金额的比例（%）	4.81	5.54	6.93
向关联方采购产品和接受劳务	关联交易金额（亿元）	3,700.26	4,014.31	4,141.68
	占同类交易金额的比例（%）	20.84	19.01	19.62

资料来源：公司年报

近三年公司与相关关联方保持着一定额度的关联交易。其中，2014 年公司向关联方销售商品和提供劳务金额为 1,581.25 亿元，占同类交易金额的比例为 6.93%；向关联方采购商品和接受劳务的金额为 4,141.68 亿元，占同类交易金额的比例为 19.62%。公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序，关联交易定价和交易程序规范。

整体来看，公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序，关联交易定价和交易程序均规范运行。

4. 经营效率

2012 年~2014 年公司资产总额年均增长率为 5.31%，同期所有者权益年均增长率为 5.64%，公司作为特大型国有企业近年来规模保持稳步增长，抗风险能力进一步增强。截至 2014 年底，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 38.65 次、8.77 次和 0.96 次，均较上年有一定提升，显示出公司整体经营效率水平的提升。

根据 WIND 资讯的数据，从与中石化的指标对比情况看，公司的总资产周转率和存活周转率运营指标均低于中石化，主要原因在于公司与中石化的产业链侧重不同，公司业务更侧重于资本及资产更为密集的石油化工产业链的前中端，因此形成了运营效率的差异。从实际情况看，公司整体运营效率较高。

表 9 2014 年两大石油石化企业经营效率比较 (单位: 次)

证券简称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
中国石化	35.48	1.99	11.85
中国石油	38.98	0.96	8.83

资料来源: WIND 资讯; 联合评级整理。

注: 为便于同业比较, 本表数据引自 WIND, 应收账款及存货计算均为净额口径, 与本报告附表口径有一定差异。

5. 资本支出

近三年来公司调整了项目建设节奏, 各项资本支出规模均有所下降, 2014 年资本支出为 2,917.29 亿元, 较上年降幅较大, 下降了 8.46%。从资本支出投入结构情况来看, 公司资本支出主要投向为勘探与生产方面, 三年的投资总额平均占比为 70.47%, 显示出公司对上游油气资源投入的重视, 该板块投资主要来自于国内大型油气勘探项目、重点油气产能建设工程以及海外大型油气开发项目。天然气与管道的资本支出占比也相对较大, 近三年投资支出占比逐年下降, 2014 年其投资总额占比下降至 11.28%, 该板块的资本支出主要用于西气东输三线、中卫—贵阳天然气管道等重点项目建设。2014 年公司继续保持对大型炼油和乙烯项目建设的投入力度, 炼油与化工板块投资额达到了 309.65 亿元, 较上年上涨了 16.10%, 主要用于云南石化等大型炼油化工项目以及国 IV 汽柴油产品质量升级项目建设。销售、总部及其他板块的资本支出占比相对较小。

表 10 近三年公司资本支出情况 (单位: 亿元、%)

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
勘探与生产	2,272.11	64.45	2,263.76	71.03	2,214.79	75.92
炼油与化工	360.09	10.21	266.71	8.37	309.65	10.61
销售	149.28	4.23	71.01	2.23	56.16	1.93
天然气与管道	729.39	20.69	574.39	18.02	329.19	11.28
总部及其他	14.29	0.42	11.09	0.35	7.50	0.26
合计	3,525.16	100.00	3,186.96	100.00	2,917.29	100.00

资料来源: 公司年报

注: 勘探与生产板块的资本支出不包括与地质和地球物理勘探费用相关的投资部分

2015 年上半年, 公司大力控制投资成本, 持续优化投资结构, 合理调整项目建设节奏, 资本支出为 616.53 亿元, 同比下降 32.32%, 资本支出依然主要投向勘探及生产、天然气与管道及炼油与化工板块。其中勘探与生产板块资本支出为 480.05 亿元, 主要用于国内外油气勘探开发, 国内勘探重点在鄂尔多斯盆地、塔里木盆地、四川盆地等油气区, 国内开发重点大庆、长庆、辽河、新疆、塔里木、西南等油气田的稳产上产和煤层气、页岩气等非常规资源的开发; 海外继续深入推进中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的油气勘探开发工作, 预计 2015 年的资本性支出为 1,939.00 亿元。炼油与化工板块的资本性支出为 50.58 亿元, 主要用于云南石化大型炼油化工项目以及汽柴油产品质量升级项目建设, 预计 2015 年的资本性支出为 255.00 亿元。天然气与管道板块的资本开支为 67.31 亿元, 主要用于西气东输三线、铁岭-大连原油管道、锦州-郑州成品油管道等重要的油气骨干运输通道项目, 以及储气库和城市燃气等项目建设, 预计 2015 年的资本性支出为 264.00 亿元。销售板块的资本支出为 14.62 亿元, 主要用于拓展国内高效市场销售网络工程建设, 以及海外油气运营中心建设等, 预计 2015 年的资本性支出为 86.00 亿元。用于总部和其他的资本性支出为 3.97 亿元, 主要用于科研活动及信息系统建设, 预计 2015 年的资本性支出为 6.00 亿元。

整体来看, 近年来公司更加注重项目的质量效益和投资回报, 相应调整了建设节奏。虽然投资规模较上年有所下降, 但整体仍适应公司长远规划需求。

6. 经营关注

经济放缓风险

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，中国宏观经济发展速度已经下降，未来经济发展速度或继续下行，公司经营业绩会随之下滑。

原油价格下跌风险

近年，原油价格大幅下跌未来或可能保持低位运行，低油价会对公司经营绩效产生不利影响。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。

地缘政治风险

近年，主要产油国地区政治的颜色革命，政权不稳定，中东地区极端组织势力扩大等情况，会对公司海外项目经营的安全性产生较大不确定性影响。同时，会减缓公司海外油气资源开拓力度。

税收政策影响

税费政策是影响公司经营的重要外部因素之一，未来国家对资源税、石油特别收益金政策的调整会影响公司的运营成本。

7. 未来发展

公司面对错综复杂的经营环境，将加强形势研判，抓住国家“一带一路”等重大战略措施的有效契机，以提升质量效益为中心，全力推动尤其是主营业务发展，统筹优化生产运营，深入实施开源节流降成本、增效益的措施，不断强化创新驱动。在勘探与生产业务方面，公司继续加大油气勘探力度，突出重点区带的精细勘探，强化重点领域、重点盆地预探和风险勘探，推进致密油藏勘探，扩大经济可采规模储量并向可用储量转化。在炼油与化工业务方面，公司将根据市场和产能，加快调整速度，优化原油资源胚子，工艺路线和产品结合，合理安排加工负荷，增产高效产品，提高盈利水平。有序推进云南石化等重点项目；加快成品油质量升级项目建设，稳步实施国V汽柴油升级置换工作。在销售业务方面，公司将不断转化销售结构、资源结构和库存结构，突出零售核心地位，增销高附加值产品，深化“油卡非润”（成品油、加油卡、非油业务、润滑油）一体化销售，提升整体创新能力。创新商业模式，深化合资合租，灵活开展终端网络开发，加快布局优质高效市场，提高市场掌控能力。在天然气与管道业务方面，公司将优化用户结构，加强管网调度运行，突出长三角、珠三角、环渤海、川渝等高端市场；加强已投产储气库运行管理和新储气库建设投产工作，提高储备调峰和应急保障能力。在国际业务方面，公司将根据油价预期和发展前景进一步优化开发方案、业务结构和区域布局，持续提升主力油气产区和重点项目的盈利水平，深化合资合作；进一步加强重点项目经济评估和风险评估机制，有效控制各类风险。

联合评级认为，作为国内重要的大型央企之一，公司一直坚持可持续发展原则。为适应国际竞争的新形势和新特点，公司在发展认识上不断与时俱进，其发展战略清晰可行。虽然外部市场环境复杂多变，竞争日益激烈，但公司在油气勘探开发及开采、炼油化工及生产方面都具有一定的经营优势，为公司可持续发展和盈利的持续增长奠定了基础。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012年度合并财务报表已经普华永道中天会计师事务所有限公司审计，2013年度

及 2014 年度合并财务报表经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，以上审计报告均出具了标准无保留的审计意见；公司提供的 2015 年 1~6 月合并财务报表未经审计。

公司按财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则-基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。根据财政部 2014 年颁布的《企业会计准则第 39 号-公允价值计量》、《企业会计准则第 40 号-合营安排》、《企业会计准则第 41 号-在其他主体中权益的披露》和修订后的《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》、《企业会计准则第 9 号-职工薪酬》、《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》、《企业会计准则第 33 号-合并财务报表》以及《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》（以下称“修订后的企业会计准则”），要求除《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》自 2014 年度财务报表起施行外，其他准则自 2014 年 7 月 1 日起施行，对由此产生的会计政策变更，公司在编制 2014 年度财务报表时对于 2014 年度财务报表中 2013 年度的比较财务报表进行了追溯调整，2013 年度财务数据为在 2014 年度财务报表中根据修订后的企业会计准则进行了追溯调整的修订后的财务报表数据。为增强报告期内公司财务数据的可比性，当公司 2013 年末/度财务数据在其 2013 年审计报告与 2014 年审计报告披露存在差异时，则采用 2014 年审计报告根据修订后的企业会计准则进行了追溯调整的修订后的相关报表数据。上述变化不影响财务分析的连续性。2012~2014 年，公司相关会计政策连续，主营业务未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 24,053.76 亿元，负债合计 10,876.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 13,177.60 亿元。2014 年实现合并营业收入 22,829.62 亿元，合并净利润（含少数股东损益）1,190.34 亿元，经营活动产生的现金流量净额 3,564.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 223.71 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总计 23,852.33 亿元，负债合计 10,622.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 13,230.17 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 8,776.24 亿元，合并净利润（含少数股东损益）285.89 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1,109.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-76.65 亿元。

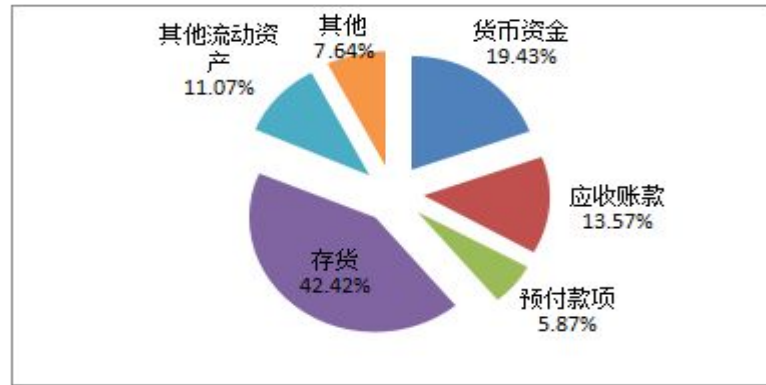
2. 资产质量

2012~2014 年公司资产规模较为平稳，三年复合增长率 5.31%。截至 2014 年底，公司合并资产总额 24,053.76 亿元，其中非流动资产占 83.73%，是资产的主要构成部分。2014 年末公司资产总额较上年增长 2.71%，主要来自于非流动资产的增长。

流动资产

截至 2014 年末，公司流动资产构成以货币资金（占比 19.43%）、应收账款（占比 13.57%）、预付款项（占比 5.87%）、存货（占比 42.42%）和其他流动资产（占比 11.07%）为主。

图7 截至2014年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014年公司货币资金持续上升，复合增长率23.36%；截至2014年底，公司货币资金760.21亿元，较上年末增长了32.79%，主要以银行存款（占比98.81%）为主，其中有5亿美元的定期存款已质押给银行。

2012~2014年公司应收账款波动下降，复合增长率-9.23%；截至2014年底，应收账款净值规模为531.04亿元，较上年末下降了17.06%，其中一年以内账龄占比达到了96.89%。公司严格按照账龄分析法计提了应收账款减值准备，2014年底应收账款减值准备为5.16亿元。截至2014年底，公司应收账款前五名债务人欠款金额合计占应收账款总额的36.43%，集中度尚可。

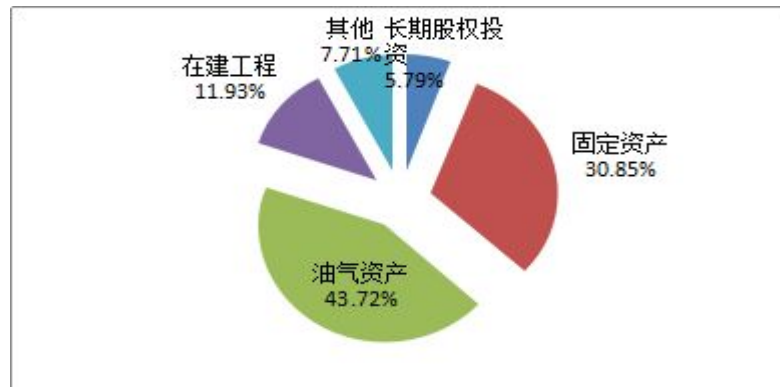
2012~2014年公司预付款项波动下降，复合增长率-16.35%；截至2014年底，公司预付款项229.59亿元，账龄主要为一年以内，前五名的预付款项合计为163.88亿元，占预付款项总额的71.32%。

2012~2014年公司存货波动下降，复合增长率-11.96%；其中，2014年下降幅度较大。由于原油价格下降较快，公司相应减少了库存，加之计提较大规模的跌价准备，2014年末公司存货净值较上年末下降了26.89%，为1,659.77亿元。存货账面余额中，产成品占比56.56%，原油及其他原材料占比35.59%。2014年末，存货跌价准备余额为22.51亿元，油气价格在低位运行，公司存货存在一定的跌价风险。

非流动资产

2012~2014年公司非流动资产持续增长，复合增长率7.26%。截至2014年底，公司非流动资产20,140.68亿元，主要由长期股权投资（占比5.79%）、固定资产（占比30.85%）、油气资产（占比43.72%）及在建工程（占比11.93%）组成。

图8 截至2014年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年公司长期股权投资持续上升，复合增长率 21.00%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 1,165.70 亿元，是对联营企业和合营企业的投资。

表11 2014年主要联营与合营公司投资情况（单位：百万元）

公司	投资成本	2013 年账面余额	按权益法调整的净损益	按权益法调整的其他权益变动	宣告分派的现金股利	外币折算	2014 年账面余额
大连西太平洋石油化工有限公司	566.00	-	-	-	-	-	-
中国船舶燃料有限责任公司	740.00	1,185.00	30.00	-1.00	-11.00	-	1,203.00
中油财务有限责任公司	9,917.00	17,635.00	2,662.00	275.00	-1,248.00	-	19,324.00
Arrow Energy Holdings Pty Ltd.	19,407.00	13,678.00	2,219.00	-123.00	-	57.00	11,393.00
中石油管道联合有限公司	20,000.00	35,535.00	4,681.00	125.00	-1,950.00	-	38,391.00
中石油专属财产保险股份有限公司	2,450.00	2,449.00	85.00	-	-	-	2,534.00

资料来源：公司年报

随着部分在建项目陆续转入固定资产，加之购置了较大规模的机器设备，2012~2014 年公司固定资产持续增长，复合增长率 6.72%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值 6,212.64 亿元，较上年末增长了 11.07%，主要由相关机械设备（占比 76.73%）及房屋建筑物（占比 19.86%）等构成；固定资产成新率 59.84%，整体成新率较低。截至 2015 年 6 月底，公司无重大已作抵押的固定资产。

近年来公司不断推进油气资源开发，带动油气资产规模相应增长。2012~2014 年公司油气资产持续增长，复合增长率 9.56%；2014 年末达到了 8,804.82 亿元，较上年末增长了 9.91%，主要由矿井及相关设施（占比 92.08%）构成。截至 2014 年底，公司累计计提油气资产折耗 7,922.06 亿元，减值准备 157.10 亿元。

随着陆续转为固定资产，2012~2014 年公司在建工程持续减少，复合增长率-7.85%。截至 2014 年底，公司在建工程 2,403.40 亿元，较上年末下降 14.87%。公司在建工程主要来源于西气东输三线中、东段工程、中委合资广东石化 2,000 万吨/年重油加工工程和云南 1,000 万吨/年炼油项目。上述工程进度正常，较高的在建工程预示着公司未来固定资产规模有进一步增长的可能。

公司非流动资产还包括长期股权投资、无形资产和长期待摊费用等，但占比较小。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 23,852.33 亿元，较上年末略降 0.84%，资产构成变化不大，仍以非流动资产（占比 82.97%）为主。

总体看，公司资产规模大，资产质量较高，增长较稳定，资产构成以非流动资产为主，生产型企业特征明显。

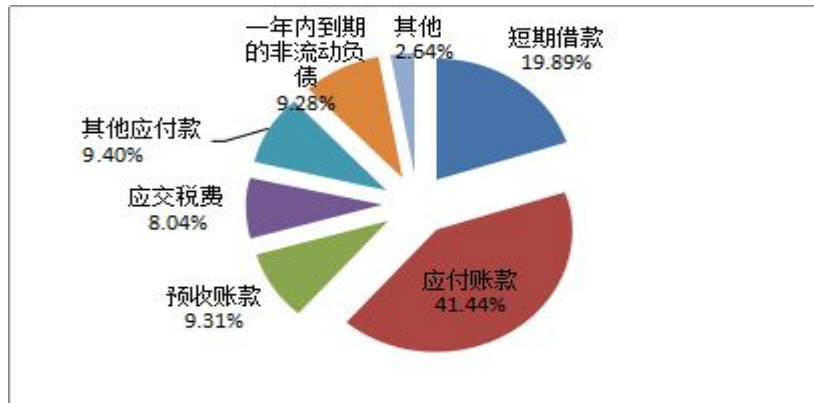
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债总额持续增长，复合增长率 4.92%。截至 2014 年底，公司负债总额 10,876.16 亿元，较上年末小幅增长 1.45%，其中流动负债占比相对较高（占比 53.31%）。

2012~2014 年，公司流动负债整体变动较小，复合增长率 0.44%。截至 2014 年底，公司流动负债 5,798.29 亿元，以短期借款（占比 19.89%）、应付账款（占比 41.44%）、预收账款（占比 9.31%）、应交税费（占比 8.04%）、其他应付款（占比 9.40%）和一年内到期的非流动负债（占比 9.28%）为主。

图9 截至2014年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

公司一直保持着适度的短期借款规模，主要为信用借款，2014年底短期借款余额1,153.33亿元，加权平均年利率为2.84%，融资成本较低；较上年末小幅增长，主要来自人民币信用借款的增加。

随着经营规模的变动，2012~2014年公司应付账款波动下降，复合增长率-7.11%，2014年底达到了2,402.53亿元，主要为与供应商尚未结清的往来款。

2012~2014年，公司预收账款持续增长，复合增长率19.01%，截至2014年底达到540.07亿元，较上年末增长了15.39%，主要来自于收到的天然气、原油及成品油销售款项。

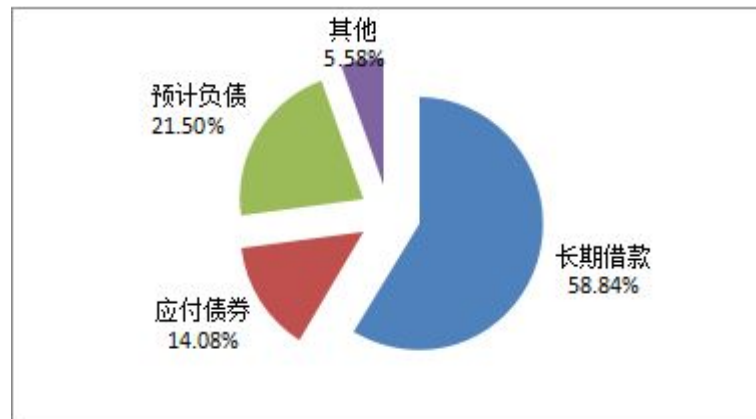
2012~2014年，公司应交税费持续下降，复合增长率-19.54%。截至2014年底达到466.41亿元，主要由应交企业所得税、应交消费税、应交石油特别收益金和其他项目组成，较上年末减少33.10%，主要是应交石油特别收益金和其他的减少。

2012~2014年，公司其他应付款迅速增长，复合增长率51.80%；截至2014年底达到544.76亿元，较上年末增长了101.58%，主要来自于收到的押金、定金、保证金及应付代垫款项等。

2012~2014年，因长期借款逐渐到期，公司一年内到期的非流动负债快速增长，复合增长率161.98%；截至2014年底，达到537.95亿元。

2012~2014年，公司非流动负债复合增长率10.84%；截至2014年底，达到了5,077.87亿元，以长期借款（占比58.84%）、应付债券（占比14.08%）和预计负债（占比21.50%）为主。

图10 截至2014年末公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

为适应运营及项目建设的资金需求，公司近年来长期借款规模增长幅度较快，2012~2014 年复合增长率 19.99%；截至 2014 年底达到 2,988.03 亿元，较上年末增长了 41.14%，主要系人民币信用借款的增加。截至 2015 年 6 月底 2,751.32 亿元，公司长期借款按到期年限划分，1~2 年的占比 15.01%，2~5 年的占比 60.54%，5 年以上的占比 24.45%，公司未来 2~5 年还款较为集中。

公司根据行业惯例预提油气资产未来的拆除费用。2012~2014 年，公司预计负债复合增长率 14.04%；截至 2014 年底，达到了 1,091.54 亿元，为与油气资产相关的资产弃置义务，较上年末增长了 15.47%，来自于资产弃置义务的增长。

公司应付债券主要来自于发行的公司债、中票等长期债务融资工具，2014 年底余额为 714.98 亿元，因部分债券到期兑付及部分转入一年内到期的非流动负债较上年下降了 21.56%。

在短期债务规模下降、长期债务规模较快增长的情况下，截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别较上年末上升了 2.68 个百分点和 1.16 个百分点，分别为 21.94% 和 29.27%，整体债务水平适中；公司资产负债率较上年末小幅下降了 0.56 个百分点，达到 45.22%，整体仍处于合理水平。截至 2015 年 6 月底，公司长期债务 3,598.30 亿元，全部债务 5,436.33 亿元，较 2014 年底分别下降 2.83% 和 0.29%。长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率分别为 21.38%、29.12%、44.53%，较 2014 年底略有下降，下降幅度小。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，公司负债以非流动负债为主，债务负担有所加重，但尚属可控；公司长期借款到期 2~5 年内集中度高，届时公司将面临一定的偿付压力。

所有者权益

2012~2014 年公司所有者权益以年均 5.64% 的速度逐年上升，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 13,177.60 亿元，较上年增长 3.77%，主要来自于未分配利润的增加。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比 89.24%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 15.56%、资本公积占比 9.82%、盈余公积占比 15.71%、未分配利润占比 59.71%，未分配利润占比较大，公司权益结构稳定性一般。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计为 13,230.17 亿元，较年初增长了 0.40%，权益结构较年初构成变化不大。

整体来看，公司所有者权益规模大，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014 年公司营业收入规模变化较小，复合增长率 1.98%。2014 年，虽然原油、成品油价格下降，但受益于天然气价格上升以及原油、天然气、汽油等主要产品销售量增加的综合因素带动，公司依然实现了营业收入的小幅增长。2014 年公司实现营业收入 22,829.62 亿元，较上年增长 1.10%。由于 2014 年营业外收入较上年下降较快，使得公司净利润规模较上年有所下滑。2014 年公司实现合并净利润 1,190.34 亿元，较上年下降 16.31%；实现归属于母公司所有者的净利润为 1,071.73 亿元，较上年下降了 17.29%。

从期间费用情况来看，随着经营规模的扩大，公司三项期间费用相应保持增长态势，其中财务费用的增长幅度最大，三年年均增长速度达到了 21.60%。截至 2014 年底，除管理费用小幅下降外，销售费用和财务费用均较上年有所上升。其中，财务费用因汇兑损失的增加较上年增长了 13.61%，达到 248.77 亿元；管理费用因修理费等项目支出的下降较上年下降了 6.59%；销售费用因职工薪酬等项目的增加较上年增长了 5.28%。2012~2014 年公司费用收入比分别为 7.10%、7.64%、

7.56%，近三年公司费用支出波动增长，总体看公司费用控制能力一般。

2012~2014年，受原油、产品油等主导产品价格下降的影响，公司主营业务盈利水平有所下降，公司主营业务毛利率分别为26.01%、25.12%、24.35%，营业利润率分别为14.32%、14.07%、14.01%。2014年，由于营业外收入规模较上年下降较快，在主营业务盈利能力弱化的基础上，公司净资产收益率指标由上年的11.61%下降至9.20%。但相应于自身的行业地位，公司仍具有很强的盈利能力。与同行业公司进行比较，公司盈利能力均较强。

表12 2014年两大石油化工企业盈利能力指标比较（单位：%）

证券简称	营业利润率	总资产收益率	净资产收益率
中国石油	7.42	7.59	9.20
中国石化	2.60	5.41	8.00

资料来源：WIND资讯；联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自WIND咨询。

2015年1~6月，受外部不利市场行情的影响，公司盈利状况较上年同期继续下滑。上半年，公司实现合并营业收入8,776.24亿元，较上年同期下降23.95%；实现合并净利润285.89亿元，较上年同期大幅下降61.39%；归属于母公司所有者的净利润为254.04亿元，较上年同期下降62.71%。

总体看，受石油、成品油价格下降的影响，公司主营业务盈利能力有所弱化，但公司仍保持着较大的收入及利润规模。作为我国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，公司仍具有很强的盈利能力。未来随着石油价格的逐步企稳，公司盈利水平有望得以提升。

5. 现金流

公司近年来现金收入比始终保持在较高水平，收入实现质量较高，经营活动现金流入基本保持和营业收入同趋势的变化，公司经营活动现金流规模大，经营活动现金流始终以净流入为主。

2014年，经营活动现金流入和营业收入呈现相同的小幅增长趋势，由于经营支出规模有所缩减，公司全年经营活动现金流净额较上年增长了23.55%，达到3,564.77亿元。2014年公司现金收入比为117.32%，处于较高水平。

由于投资支出较大，2012~2014年公司投资活动净现金流呈现净流出状态。2014年，由于投资活动流入规模较上年下降相对较快，在投资支出规模变化不大的基础上，投资净流出规模较上年有所扩大，为2,908.38亿元。

为适应营运及投资资金需求，近年来公司借款规模有所增加，筹资活动现金流入逐年增长，2014年公司筹资活动净现金流出为443.12亿元，主要源自偿还借款和分配支付的现金较上年增长较快，筹资活动产生的现金流量净额呈现净流出状态。

表13 2012~2014年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2012年	2013年	2014年
经营活动产生的现金流量净额	2,392.88	2,885.29	3,564.77
投资活动产生的现金流量净额	-3,322.26	-2,665.10	-2,908.38
筹资活动产生的现金流量净额	753.56	-122.39	-443.12
现金及现金等价物净增加额	-177.77	80.12	223.71

资料来源：公司年报

2015年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额为1,109.36亿元，继续呈现净流入态势；同比降低16.89%，主要受利润减少以及营运资金变动综合影响；投资活动产生的现金净流出为

1,004.12 亿元，同比降低 14.84%，主要由 2015 年上半年公司加强投资管理，资本性支出减少；筹资活动产生的现金流量净额为-180.68 亿元，主要是偿还借款与分配股利支出的现金。

总体看，公司经营活动现金流量规模大且较为稳定，经营活动获取现金的能力强，收入实现质量较高，整体现金流状况良好。近年来公司投资规模较大，需要通过外部融资来满足资金需求，未来公司仍将有较大规模的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014 年，公司流动比率和速动比率均在小范围内波动。2014 年，公司流动比率、速动比率指标水平较上年变化不大。其中，流动比率与上年持平，维持在 0.67 倍；速动比率由上年的 0.32 倍小幅提升至 0.39 倍，虽然表观指标水平不高，但考虑到公司现金类资产充裕，经营活动现金流入规模大，公司仍具有较强的短期偿债能力。2014 年公司现金短期债务比为 0.51 倍，指标水平较上年有所提升；经营现金流动负债比率由上年的 44.70% 提升至 61.48%，整体仍处于较高水平。

长期偿债能力方面，2014 年公司 EBITDA 水平略有下降，达到 3,540.68 亿元。由于债务规模增长相对较快，EBITDA 利息倍数由上年的 13.38 倍下降至 13.28 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.73 倍下降至 0.65 倍，上述指标仍处于良好水平。公司经营现金债务保护倍数由上年的 0.58 倍上升至 0.65 倍，反映出公司经营现金对债务的保护能力较强。整体看，公司长期偿债能力依旧较强。

截至 2015 年 6 月底，公司不存在为其他企业提供银行或其他担保的事项。

截至 2015 年 6 月底，公司存在 1 起重大境外诉讼，情况如下：一名境外个人股东以公司部分前任董事和高级管理人员接受中国有关部门的调查为由，指称公司、公司前任和现任两位董事及公司前任和现任两位高级管理人员违反美国证券法律而向美国纽约州南区联邦地区法院提起集团诉讼。2015 年 5 月初，原告向法院递交了针对公司《驳回起诉动议》的《反驳文件》，公司于 5 月下旬向法院递交了《答复文件》。2015 年 8 月 3 日，美国纽约州南区联邦地区法院作出判决，批准公司《驳回起诉动议》，判令终止该动议并结案。根据美国联邦法院规定，原告已于 2015 年 8 月 10 日递交《上诉通知》，向美国联邦第二巡回上诉法院提出上诉。2015 年 10 月 15 日，原告向美国联邦第二巡回法院递交了《上诉状》，根据日程安排，公司已于 2015 年 11 月 19 日递交反驳文件，目前公司的正常经营并未因以上事宜受到不利影响。

整体看，目前公司负债水平较低，偿债能力良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 5,436.33 亿元，本次拟发行公司债额度为 400 亿元（其中本期公司债额度 200 亿元），总发债额度相对于公司债务规模较小，对公司整体债务水平影响较小。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，本期债券（200 亿元）发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.99%、29.87%、22.31%，较发债前的 44.53%、29.12%、21.38% 增长幅度较小，处于可控水平。

本次债券（400 亿元）发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.45%、30.61%、23.21%，较发债前的 44.53%、29.12%、21.38%

增长幅度较小，处于可控水平。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 3,540.68 亿元，为本期债券发行额度（200 亿元）的 17.70 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度强；公司 2014 年经营活动产生的现金流入 26,981.88 亿元，为本期债券发行额度（200 亿元）的 134.91 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

公司 2014 年 EBITDA 为本次债券发行额度（400 亿元）的 8.85 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较强；公司 2014 年经营活动产生的现金流入 26,981.88 亿元，为本次债券发行额度（400 亿元）的 67.45 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司是中国最大的油气一体化企业，公司油气资源储量巨大，下游炼化能力很强，有中国最为完善的天然气运送网络，作为国民经济运行的重要性企业，公司可以通过持续经营取得较高的收益水平，总体看，公司对本次债券的偿债能力较强。

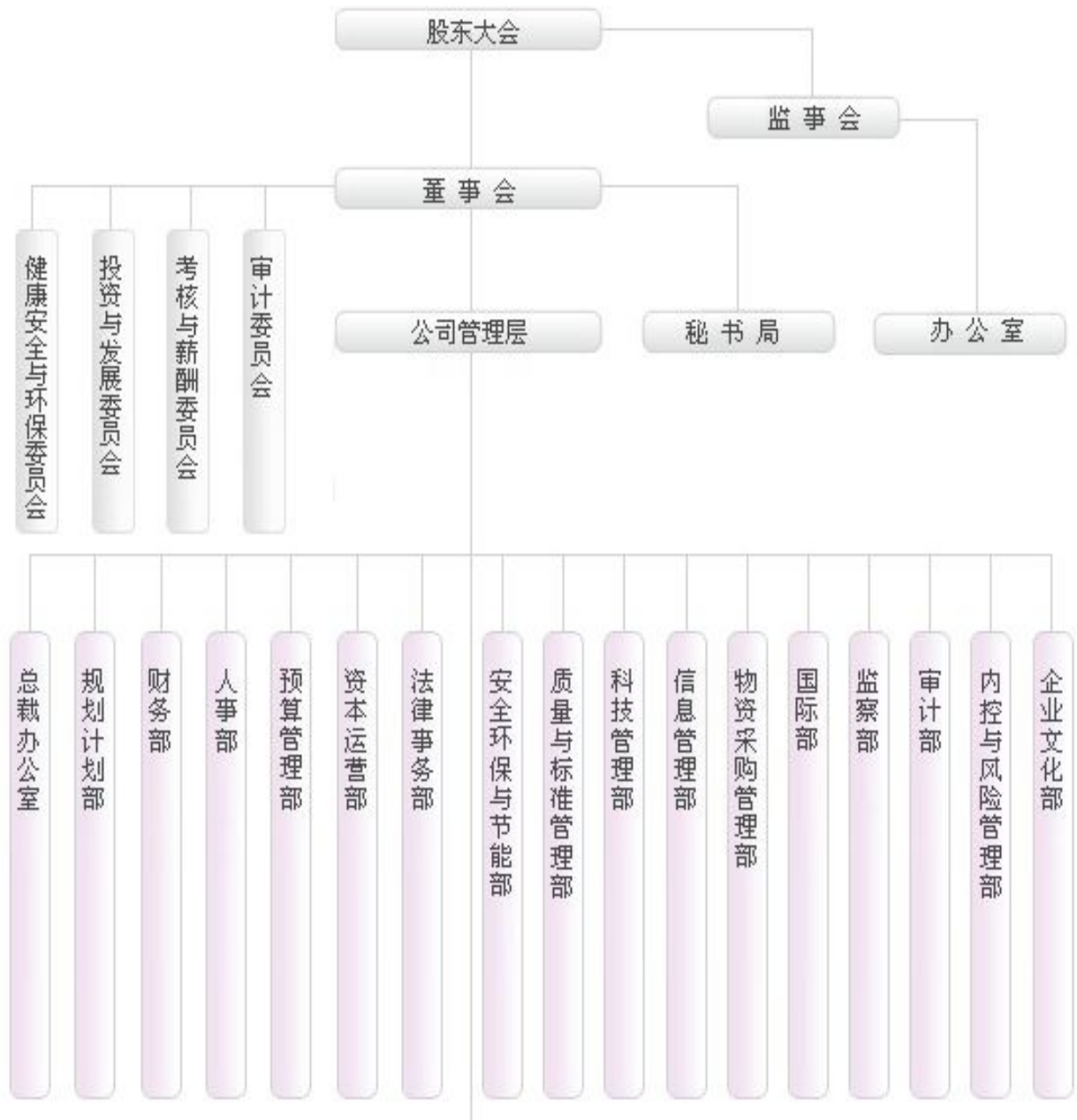
九、综合评价

石油石化行业是国家基础资源行业，其发展一直得到政府的高度重视，目前行业内企业数量少，经营具有一定的垄断特征。作为中国最大的一体化能源化工公司之一，中石油在国内石油和石化领域具有很强的竞争实力和突出的市场地位。公司经营规模大，资源和规模优势明显，产业链条完整，技术水平高，整体竞争能力很强；公司法人治理结构健全，管理风险低，整体抗风险能力强。同时，联合评级也关注到，近年油价大幅下降削弱了公司的盈利能力，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

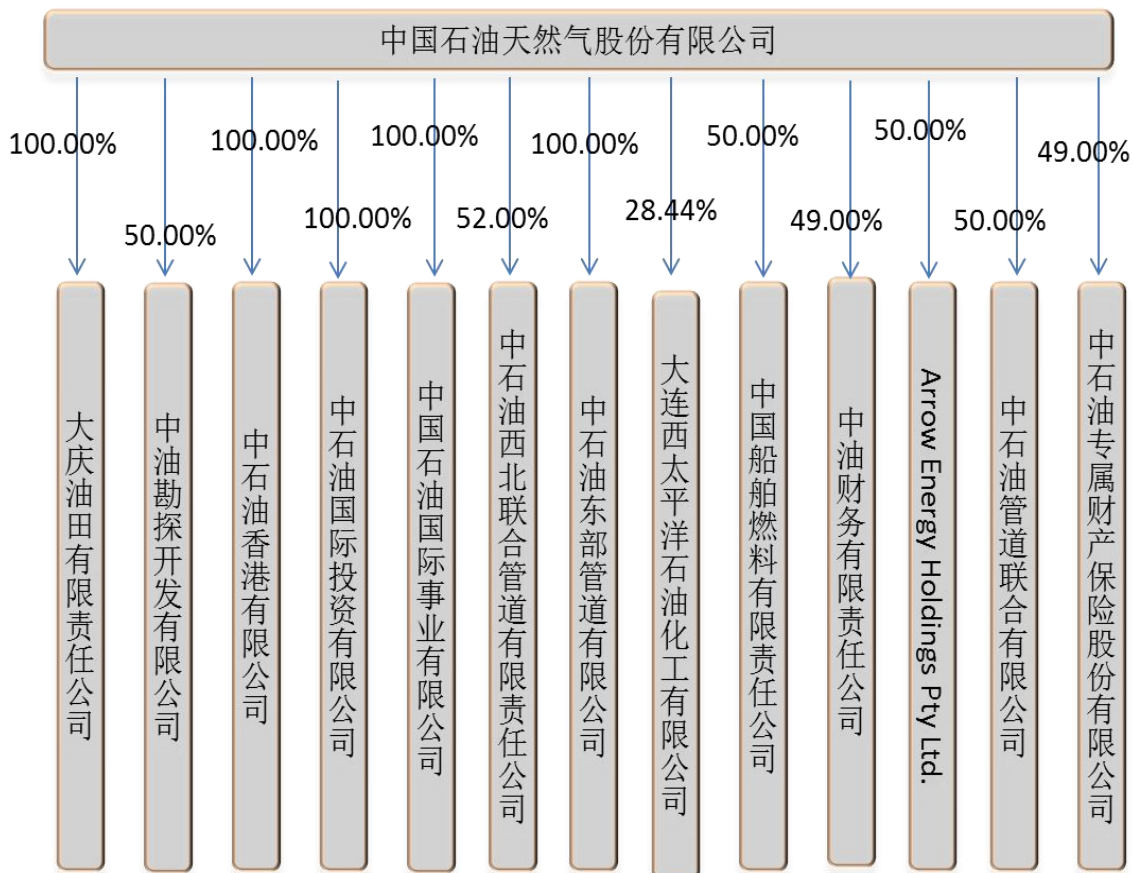
未来，随着公司优化产能、精选开发项目、降本增效益，公司收入规模和盈利能力有望有所回升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 中国石油天然气股份有限公司组织机构图



附件 2 中国石油天然气股份有限公司主要子公司、参股公司



附件 3 中国石油天然气股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	21,688.37	23,420.04	24,053.76	23,852.33
所有者权益 (亿元)	11,807.66	12,699.08	13,177.60	13,230.17
短期债务 (亿元)	1,535.12	1,935.99	1,748.97	1,838.03
长期债务 (亿元)	2,937.74	3,028.62	3,703.01	3,598.30
全部债务 (亿元)	4,472.86	4,964.61	5,451.98	5,436.33
营业收入 (亿元)	21,952.96	22,581.24	22,829.62	8,776.24
净利润 (亿元)	1,306.18	1,422.29	1,190.34	285.89
EBITDA (亿元)	3,355.09	3,606.18	3,540.68	-
经营性净现金流 (亿元)	2,392.88	2,885.29	3,564.77	1,109.36
应收账款周转次数 (次)	36.68	34.86	38.65	-
存货周转次数 (次)	8.22	7.69	8.77	-
总资产周转次数 (次)	1.07	1.00	0.96	0.37
现金收入比率 (%)	116.29	116.67	117.32	115.88
总资本收益率 (%)	9.82	9.74	7.84	2.21
总资产报酬率 (%)	9.05	8.92	7.59	2.13
净资产收益率 (%)	11.54	11.61	9.20	2.17
营业利润率 (%)	14.32	14.07	14.01	13.56
费用收入比 (%)	7.10	7.64	7.56	9.72
资产负债率 (%)	45.56	45.78	45.22	44.53
全部债务资本化比率 (%)	27.47	28.11	29.27	29.12
长期债务资本化比率 (%)	19.92	19.26	21.94	21.38
EBIDA 利息倍数 (倍)	14.62	13.38	13.28	-
EBIDA 全部债务比 (倍)	0.75	0.73	0.65	-
流动比率 (倍)	0.73	0.67	0.67	0.72
速动比率 (倍)	0.35	0.32	0.39	0.42
现金短期债务比 (倍)	0.39	0.37	0.51	0.41
经营现金流动负债比率 (%)	41.63	44.70	61.48	19.78
EBIDA/本次发债额度 (倍)	8.39	9.02	8.85	-
EBIDA/本期发债额度 (倍)	16.78	18.03	17.70	-

注：2015 年半年度相关财务指标未年化

附件 4 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+营业费用+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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本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

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+应付短期债券+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+油气资产折耗+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 5 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 中国石油天然气股份有限公司 2016年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年中国石油天然气股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国石油天然气股份有限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。中国石油天然气股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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中国石油天然气股份有限公司的相关状况，如发现中国石油天然气股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如中国石油天然气股份有限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，可公布信用等级暂时失效，直至中国石油天然气股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送中国石油天然气股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月十九日