

中国石油天然气股份有限公司

2006 年 20 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

评级时间: 2006 年 7 月 18 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(亿元)	4988.16	5692.64	7155.42
股东权益(亿元)	3352.71	3989.06	4919.34
主营业务收入(亿元)	3037.79	3886.33	5344.17
利润总额(亿元)	894.34	1381.00	1739.05
EBITDA (亿元)	1379.75	1882.56	2286.80
资产负债比率(%)	31.69	28.29	27.76
全部债务资本化比率(%)	17.51	14.20	12.44
净资产收益率(%)	18.62	24.32	25.74
流动比率(%)	75.71	97.36	115.21
EBITDA 利息倍数(倍)	59.13	82.03	107.77
债务保护倍数(倍)	1.51	2.15	2.46

分析员

朱海峰 王 非 曾舜朴 任 红

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101
北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

中国石油天然气股份有限公司(以下简称“中国石油”或“公司”)主营业务所属的石油石化行业是国民经济的重要基础产业和支柱产业之一,其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。

公司是中国油气行业占主导地位的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,具有很强的竞争实力和突出的市场地位。

公司严格遵守上市地的监管法律和法规,已按照国际规范构建了法人治理结构,运作规范。公司管理质量高,管理风险低。

公司近年来核心业务规模不断扩大,整体生产经营状况良好,总体经营风险较小,预计公司未来将继续保持稳定的发展态势。

公司财务状况良好,负债水平低,债务负担轻,经营活动的获利能力强,盈利水平高,具有很强的债务偿还能力。

本期债券由中油财务有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

经综合分析评估,联合资信评估有限公司评定中国石油天然气股份有限公司的企业主体信用等级为 AAA,拟发行的 2006 年 20 亿元公司债券的信用等级为 AAA。

积极因素

1. 石油及石油石化产品是重要的战略资源,石油化工行业是我国国民经济的重要基础和战略性新兴产业,其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。

2. 公司是世界 500 强企业之一，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，经营规模大，抗风险能力强。

3. 公司原油和天然气生产在国内居主导地位，稳定增长的原油和天然气储量是公司长期经营的基础，公司整体经营风险低。

4. 公司是国家指定的成品油批发商和零售商之一，成品油销售网络遍布全国各地，上、中、下游综合一体化运营能力有所提高。

5. 公司已按照国际规范构建了法人治理结构，运作规范，近年来整体生产经营状况良好，预计公司未来将继续保持稳定的发展态势。

关注

1. 油气产品市场易受全球和地区供求关系的影响。国内原油价格参照国际市场原油价格确定，现阶段国际原油价格处于高位，公司盈利水平易受油气商品的价格波动的影响。

2. 根据国务院及财政部有关规定，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（40 美元/桶）所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。征收石油特别收益金将影响公司的收益水平。

3. 相对于上游、下游业务，公司目前原油加工及化工产品的中游业务还有一定不足。

4. 石化生产是一个易燃易爆易污染环境以及容易遭受自然灾害威胁的高风险行业。近年来石化行业事故频发，如发生这些突发事件有可能对公司的生产经营带来影响。

一、发债主体概况

中国石油天然气股份有限公司是在中国石油天然气集团公司（以下简称“中国石油集团”）重组改制的基础上，于 1999 年 11 月 5 日成立的股份有限公司。在重组过程中，中国石油集团向公司注入了与勘探和生产、炼制和营销、化工产品和天然气业务有关的大部分资产和负债。

公司是世界 500 强企业之一，是中国油气行业占主导地位的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。公司广泛从事与石油、天然气有关的各项业务，包括：原油和天然气勘探、开发和生产；原油和石油产品的炼制、运输、储存和营销（包括进出口业务）；化工产品的生产和销售；天然气的输送、营销和销售。

公司发行的美国存托股份及 H 股于 2000 年 4 月 6 日及 4 月 7 日分别在纽约证券交易所有限公司及香港联合交易所有限公司挂牌上市。截止 2005 年底，公司股本 1790.21 亿股，中国石油集团占有 88.21% 的股份。

截止 2005 年底，按国家颁布的企业会计准则和《企业会计制度》，公司（合并）资产总额 7155.42 亿元，股东权益合计 4919.34 亿元。2005 年实现主营业务收入 5344.17 亿元，利润总额 1739.05 亿元。拥有员工 439220 人。

公司法定地址：北京东城区安德路 16 号洲际大厦。法定代表人：陈耕。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2005]575 号”文批准，公司计划于 2006 年发行公司债券 20 亿元人民币。本期债券为 5 年期固定利率债券，票面年利率为 3.6%~3.8%，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券由中油财务有限责任公司（以下简称“中油财务”）提

供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 债券筹资项目概况

本期债券发行募集资金将全部用于西南油气田川渝天然气东输配套工程、忠县到武汉输气管道、大庆石化聚乙烯专用树脂改造工程、大庆炼化聚丙烯工程、辽阳石化 PTA 及原料改造工程等项目。上述项目总投资约 203.29 亿元，本期债券筹资额占项目总投资的 9.84%。

（1）西南油气田川渝天然气东输配套工程项目

该项目新建配套的 6 大地面工程有：忠县净化厂工程、大天池构造带原料气管道工程、万卧线改造工程、罗家寨净化厂工程、罗家寨、渡口河地区净化气外输管道工程和渡口河天然气净化厂工程。

项目总投资为 92.91 亿元，全部投资税后内部收益率为 12.04%，投资回收期 10.29 年。

（2）忠县到武汉输气管道项目

该管道工程包括一条干线和三条支线，建设规模为年输气 30 亿立方米。

项目总投资 48.90 亿元，全部投资税后内部收益率为 12.07%，投资回收期 9.25 年。

（3）大庆石化聚乙烯专用树脂改造工程项目

该项目改造完成后，年新增 20 万吨低密度聚乙烯，主要生产乙烯-醋酸乙烯共聚树脂，高透明膜、高收缩膜、高强阿度膜等膜料，以及电缆料、发泡料、大管径复合管材料等专用树脂料。同时聚乙烯产品成本由改造前的 5537 元降为 5027 元，降低 510 元。

项目总投资 18.07 亿元，全部投资税后内部收益率为 16%，投资回收期 7.3 年。

（4）大庆炼化聚丙烯工程项目

该项目建设规模为一套 30 万吨/年聚丙烯生产装置及相关配套设施。

项目总投资 14.16 亿元。全部投资税后内部收益率为 15.17%，投资回收期 8.31 年。

（5）辽阳石化 PTA 及原料改造工程项目

该项目改造完成后，形成年产 80 万吨 PTA 和 35 万吨 PX 的生产能力。每吨 PTA 能耗由 232 千克标油降至 189 千克标油，醋酸消耗由 69 千克降至 49 千克，完全成本由 3612 元降至 3194 元，每吨 PX 能耗由 1040 千克标油降至 321 千克标油。

项目总投资 29.25 亿元，全部投资税后内部收益率为 14.57%，投资回收期 8 年。

三、产业

1. 行业概况

石油及石油石化产品是一种重要战略资源，石油化工行业是我国国民经济的重要基础产业。随着我国经济的快速发展，对能源的需求越来越大，石油作为能源的重要组成部分，在我国一次能源消费中所占的比重迅速上升。我国现已成为石油进口大国，石油已经成为影响我国经济增长的重要因素之一。

据中国石油和化学工业协会统计，2005 年，我国石油和化工行业实现销售收入 33063.4 亿元，比 2004 年增长 34.8%，其中，石油和天然气开采业增长最快，实现销售收入 5258.5 亿元，比 2004 年增长 42.2%；精炼石油产品制造 10377 亿元，同比增长 35%；化学工业 17228.5 亿元，同比增长 32.4%。我国石油化工行业继续保持快速增长态势。

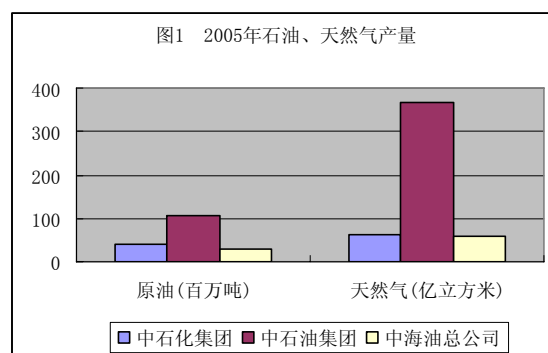
据公司统计，2005 年，国内成品油表观消费量（包括汽油、柴油和煤油）为 16444 万吨，同比增长 4.7%，国内成品油需求保持了合理的增幅；化工产品市场方面，国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比增长 10.2%，乙烯当量消费量同比增长 8.6%，国内化工产品需求继续保持了较为旺盛的增长势头。

经过 1998 年的战略性重组，目前我国石油石化行业主要的从业企业包括中国石油化工集团公司（中国石化集团）、中国石油集团和中国海洋石油总公司（中海油总公司）等，其中，中

国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；中国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。

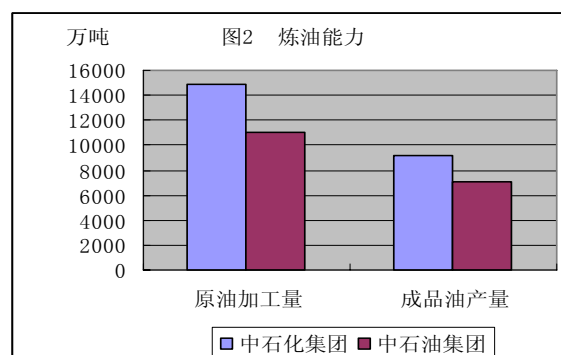
石油石化行业主要可以分为石油和天然气勘探开发生产、石油炼制与油品销售、石化产品生产及销售三大板块。

据国家统计局统计，2005 年我国原油产量 1.81 亿吨，天然气产量 500 亿立方米，分别比上年增长 2.8% 和 20.6%。我国石油和天然气的勘探开采主要参与者为中国石油集团、中国石化集团、中海油总公司，2005 年产量情况见图 1。现阶段，中国石油集团的原油和天然气产量所占份额较大。



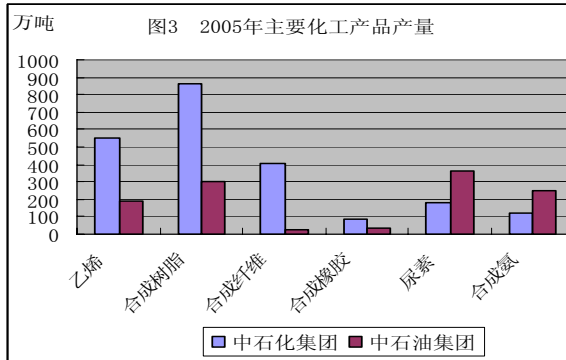
资料来源：各集团公司年报（下同）。

目前我国石油炼制和油品销售主要参与者为中国石化集团和中国石油集团。2005 年两大集团炼油生产情况见图 2，中国石化集团的炼油能力及成品油生产销售具有一定的优势。



中国生产的石化产品主要包括乙烯及其它衍生产品、合成树脂、合成纤维、合成橡胶、化肥等大类。2005 年中国石化和中国石油两大集

团石化生产情况见图 3。从乙烯生产能力看，2005 年我国乙烯产量为 765 万吨，其中中国石化集团所占比重较大。



石油石化行业是资本密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者为中国石油集团和中国石化集团两大行业巨头。此外，石油石化行业对专业技术的要求比较高，因此，目前我国石油石化行业的市场竞争程度不高。

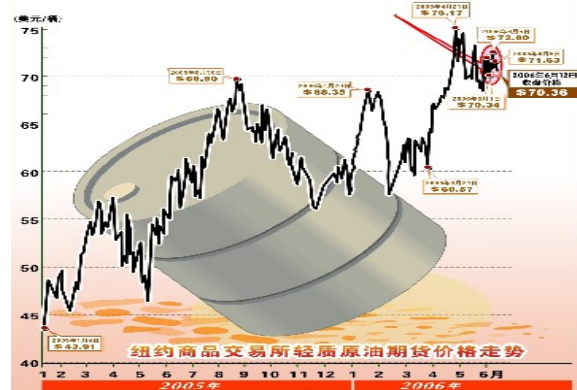
2. 石油市场供应

《BP 世界能源统计 2005》显示，在世界经济强劲增长的推动下，2005 年世界一次能源消费量达到 102.24 亿吨油当量，比上年增长 4.3%。其中，增长最强劲的地区是亚太地区，增长率达到 8.9%。2004 年中国的一次能源消费增长了 15.1%，占到世界能源消费增长的 43%。

强劲的能源消费推动石油、天然气以及煤炭价格上涨至历史新高。2005 年以来，国际原油价格处于振动上扬状态，国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。从纽约商品交易所轻质原油期货价格走势看（见图 4），2005 年 1 月 4 日轻质原油期货价格为每桶 43.91 美元，2006 年 4 月 27 日达到最高的每桶 76.17 美元，增幅达到 73.5%。虽然此后原油期货价格有所回落，但整体上看仍处于高位震荡。导致油价上升原因很多，一方面，石油需求不断增长而剩余生产能力有所减少，生产的回旋余地减小，使得人们担心出现供应中断，油价自然被抬高；另一方面，油田勘探开发和基础设施建设从投入到产出

需要很长一段时间，同时还存在诸如欧佩克的产量政策、地缘政治的变化等不确定因素。

图 4 纽约商品交易所轻质原油期货价格走势



从石油储量看，《BP 世界能源统计 2005》的数据显示，2004 年底世界石油探明储量为 1.1886 万亿桶（1619 亿吨），与上年底的石油探明储量（1.1883 万亿桶）基本持平。从储量分布看，中东地区的石油探明储量（7339 亿桶）占世界石油探明总储量的 61.7%，其它石油储量较多的国家有美国、委内瑞拉、俄罗斯、哈萨克斯坦、利比亚、尼日利亚等。在亚太地区，中国的探明石油储量居首，但仅占世界的 1.4%。

面对强劲的市场需求，目前并未出现油气资源或储量的任何短缺，已探明的能源储量仍然可以满足世界近期的总体需求。以目前的开采速度计算，全球现有石油储量可供生产 40.5 年，天然气和煤炭则分别可以供应 66.7 和 164 年。

3. 行业发展趋势

目前中国已取代日本成为全球第二大石油消耗国（仅次于美国）。我国还是居美国、日本之后的世界第三大原油进口国。目前国内原油产量已难以满足国内需求的增长，据有关资料统计，2005 年我国共进口原油 1.3 亿吨，比上年增长 3.3%，比上年增速大幅回落了 31.5 个百分点。十年前中国进口石油占整体石油需求的比例约 6%，现在已经提高到三分之一。据专家预计，到 2020 年我国预期将有 60% 的石油需要进口。随着我国石油进口量的不断增加，进口石油对国民经济的影响越来越大。进口依存度的提高将导

致我国国民经济对国际油价的波动更加敏感。由于我国尚未建立完善的战略石油储备，国际市场价格急剧波动，将对国内经济带来直接冲击。

目前国内原油价格与国际市场基本接轨。由于国际原油价格的上涨，导致国内成品油的价格也不断攀升，油价的高位运行也直接增加了化工行业的原料成本。因此，国内石油化工行业受国际油价的影响很大。

综合以上，石油石化行业是我国国民经济的战略性支柱产业，受产业政策的重点扶持。我国经济的高速发展将使该行业的市场需求继续保持快速增长态势，并且在整个国民经济中的重要性及战略地位日益突出。国家对石油石化行业高度重视，这为石油石化行业提供了稳定良好的发展环境。

四、企业基础素质

1. 规模与竞争实力

公司是由中国石油集团独家发起成立的股份有限公司。重组时，中国石油集团将其国内业务的绝大部分资产、负债和权益移交给公司，这些业务和经营活动包括：13家原油和天然气勘探与生产企业和1家勘探单位，包括其各自的炼油和石化产品业务；15家炼油和石化生产企业，包括中国石油集团在吉林化学工业股份有限公司的全部70.25%的权益和在锦州石化有限公司的全部80.95%权益；21家营销公司，包括其各自的批发网点、加油站和储存设施；1家从事原油、天然气和成品油长距离高压输送业务的公司，以及其它过往由中国石油集团拥有的配套管道；2家研究所；23份产品分成合同。中国石油集团保留了剩余业务的经营活动、特殊技术服务、生产配套和社会业务有关的资产、债务和权益。

中国石油是世界500强企业之一，是中国油气行业占主导地位的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。中国

石油化工股份有限公司（中国石化股份）与公司同属于中国最大的石化企业，两者截止2005年底的经营规模及主要经营情况见表1。从两者比较可见，公司在石油天然气生产方面占有优势，而中国石化股份在原油加工及化工产品生产方面占有优势。

表1 中石油与中石化的比较

项 目	中国石油股份	中国石化股份
原油产量(亿桶)	8.229	2.788
天然气产量(亿立方英尺)	11195	2219
原油加工量(万吨)	5567	13994
成品油总经销(万吨)	7598	10456
乙烯产量(万吨)	1888	5319
资产总额(亿元)	7155.42	5205.72
股东权益(亿元)	4919.34	2156.23
营业收入(亿元)	5344.17	7991.15
净利润(亿元)	1266.46	395.58

资料来源：公司年报（下同）。

综上所述，公司在全球石油公司中占有重要地位，在国内占主导地位，具备参与全球竞争的实力。

2. 人员素质

截止2005年底，公司拥有职工439220人，较2004年底增加了15045人。各板块人员构成中，勘探与生产占56.3%，炼油与销售占26.7%，化工与销售占13.7%，天然气与管道占2.5%，其它占0.8%。

公司现有高层管理人员包括总裁、高级副总裁、副总裁、财务总监等，大多拥有高级技术职称，并从事行业管理多年，领导层的整体素质很高。

公司董事长陈耕先生，59岁，高级经济师，同时兼任中国石油集团总经理。陈先生在中国石油天然气行业拥有逾30年的工作经验，曾任长庆石油勘探局副局长、原石油工业部劳资司副司长、中国石油天然气总公司劳资局局长、总经理助理、副总经理、国家石油和化学工业局副局长，2002年12月被聘任为公司总裁，2004年4月起任中国石油集团总经理。2004年5月起任公司董事长。

公司副董事长兼总裁蒋洁敏，50岁，高级经

济师，大学文化，拥有在中国石油天然气行业近30年的工作经验。蒋先生曾先后任胜利石油管理局副局长、青海石油管理局局长、中油集团总经理助理兼重组与上市筹备组组长、任青海省委常委、省委副书记、副省长，2004年5月起任公司副董事长、总裁。

3. 外部支持

中国石油集团是公司的母公司，拥有公司88.12%的股份。公司重组上市后，中国石油集团保留了包括与国际原油天然气勘探与生产以及炼制和管道业务有关的资产和负债，是公司多种服务和产品的主要提供者。

中国石油集团是根据国务院机构改革方案，在原中国石油天然气总公司的基础上，于1998年7月组建的特大型石油石化企业集团，是国家出资设立的国有独资公司、国家授权投资的机构，是集石油天然气上下游、内外贸、产销一体化，按照现代企业制度运作，跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的综合性国家控股公司。中国石油集团向公司提供各项服务，包括：工程技术服务、生产服务、物资供应服务、社会服务、生活服务、金融服务等。

石油和天然气是重要的战略资源，我国政府十分重视石油工业的发展。中国石油集团在我国石油工业中占有主导地位，而中国石油集团的主体在公司。因此，国家及产业政策对石油工业的支持主要体现为对公司的支持，公司外部环境良好。

五、公司治理

公司履行中国证券监督管理委员会、香港联交所、纽约证券交易所和美国证券交易委员会的要求以及其它监管要求，不断规范和改善公司治理结构。公司已建立了股东大会、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，这些机构协调运转，有效制衡，规范运作。公司一直严格按照已制定的《公司章程》、《董事会工作手册》、《监事会组织和议事规则》及《公司披

露控制和披露程序的原则》等文件规范公司内部管理运作，并向所有市场参与者和监管部门提供及时、准确、完整、可靠的公司信息，运作规范。

公司董事会设立了四个委员会，即审计委员会、投资与发展委员会、考核与薪酬委员会及健康、安全与环保委员会，为董事会进行决策提供支持。公司董事会有三名独立非执行董事，由董事会提名并经股东大会选举产生。三名独立非执行董事完全独立于公司及主要股东，没有在公司担任任何其它职务，符合香港联交所证券上市规则对独立非执行董事的要求。

公司高级管理人员的聘免公开、透明，符合法律、法规和《公司章程》的有关规定。公司制定并执行《高级管理人员股票期权标准》和《高级管理人员薪酬标准》等激励政策。地区公司副总经理的选拔任用采取差额竞聘、全员竞聘等方式，总部机关推行竞聘上岗，提高了人事工作的透明度，形成公开、公正、公平的选人用人机制。

公司内设总裁办公室（外事办公室）、规划计划部、财务部、资本运营部、人事部、监察部、法律事务部、审计部、质量安全环保部、科技与信息管理部、电子商务部和企业文化部等部门，实行公司总部、专业公司和地区公司的三级管理体制。公司业务设立了勘探与生产、炼油与销售、化工与销售、天然气与管道四个分公司，由分公司按业务性质管理地区公司，由地区公司管理区域内生产企业。

近年来，公司继续推进资本运营和资产重组，加强财务风险控制。2005年公司首次成功实施H股增发；以要约收购方式，现金收购吉林化工、锦州石化和辽河金马3家下属上市附属公司的流通股，撤回其有关A股、H股及美国存托股的上市地位，解决了内部同业竞争问题，规范了关联交易；公司与中国石油集团共同出资（各50%）成立中油勘探开发有限公司，对海外勘探开发业务进行整合，有利于发挥整体优势、推进国际化战略的实施。同时，加强公司内控体系建设，推进规范管理，风险防范能力进一步提高。

公司始终坚持“以人为本”的经营管理理

念，着力加强安全环保工作，通过深入开展“安全生产基础年”活动，建立并完善HSE管理体系。公司加强安全环保监督管理和技术培训，健全基层安全监督管理机构，并建立了特重大事故应急预案，安全生产保障能力有新的提高。

综合看，公司认真履行上市地的监管规定，规范运作，推进公司管治水平不断提高。公司已按照国际规范构建了法人治理结构，管理质量高，管理风险低。

六、公司经营

公司主要从事与石油、天然气有关的各项业务，经营业务分为勘探与生产、炼油与销售、化工与销售、天然气与管道四个主要业务板块，分别由勘探与生产、炼油与销售、化工与销售、天然气与管道四个分公司负责管理。

2005 年公司实现主营业务收入 5344.17 亿元，主营业务利润 2381.79 亿元，其构成情况分别见图 5 和图 6（未考虑行业板块间抵销数）。

图 5 2005 年主营业务收入构成

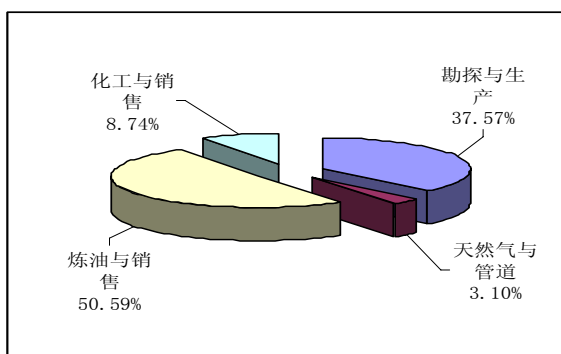
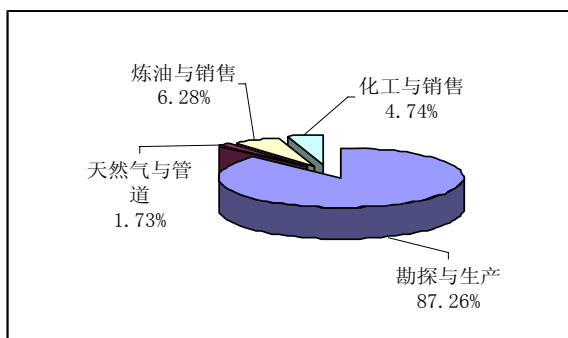


图 6 2005 年主营业务利润构成



从图 5、图 6 看，公司主营业务收入构成中，炼油与销售、勘探与生产板块占有较大比重，而主营业务利润主要来自勘探与生产板块。

勘探与生产

公司是中国最大的原油、天然气生产和供应商，在国内油气勘探与生产业务中居主导地位。油气勘探与生产业务是公司发展的基石，也是公司的优势所在。

勘探与生产分公司主要从事国内油气勘探与生产上游业务及新兴业务，负责管理大庆、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、浙江等 14 个油气田企业（13 个为大型特大型油气田企业）的石油、天然气勘探与开发。油气勘探和开发业务主要分布在中国东北、华北、西北和西南等广大区域。

按照国家“稳定东部、发展西部”的总体战略方针，公司积极实施“东部硬稳定、西部快发展”和开拓海洋及南方的总体部署，大力加强油气勘探，不断夯实老油田稳产基础，加快天然气业务发展。2005 年公司在渤海湾冀东滩海发现的大油田，又有一批探井连获高产油气流，优质储量又有较多增加；在松辽盆地北部大庆深层发现了大规模的天然气储量；在西部准噶尔、塔里木、陕西姬塬、甘肃庆阳和四川广安等地区均发现了一批相当规模的油气储量。从表 2 看，公司已评估的原油探明开发储量基本稳定，天然气探明开发储量有所增长。

表 2 公司的油气储量情况

	原油 (百万桶)	天然气 (亿立方英尺)
探明开发和未开发储量		
基准日 2003 年底的储量	11494.9	41786.5
基准日 2004 年底的储量	11501.2	45248.9
基准日 2005 年底的储量	11536.2	48123.1
探明开发储量		
基准日 2003 年底	9188.1	11501.2
基准日 2004 年底	9067.9	11943.6
基准日 2005 年底	9194.8	12504.4

2003~2005 年（前三年，下同）公司的油气产量情况见图 7。前三年公司原油产量小幅增

长，2005 年为 8.42 亿桶，年平均增长 4.27%；天然气产量大幅度增长，2005 年为 11522 亿立方英尺，年均增长 29.08%。2005 年公司油气总产量达到 10.1 亿桶油当量，前三年平均增长 7.81%。

图 7 油气产量情况

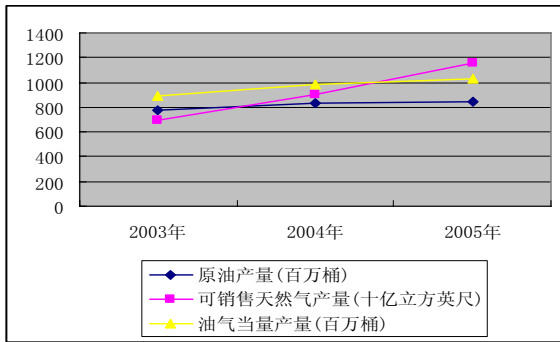
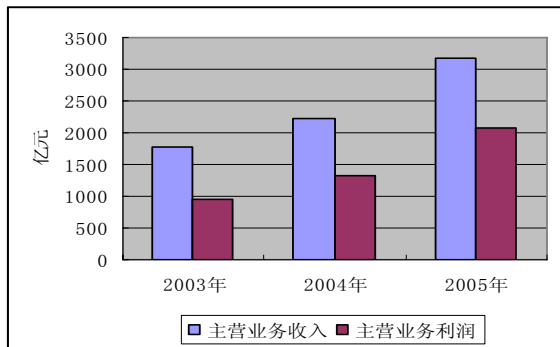


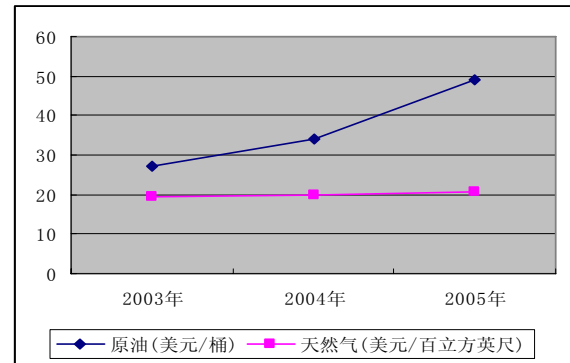
图 8 为公司前三年勘探与生产板块实现的主营业务收入与主营业务利润增长情况。2005 年勘探与生产实现主营业务收入 3180.64 亿元，年平均增长 33.95%；主营业务利润 2080.8 亿元，年平均增长 47.42%。

图 8 勘探与生产板块实现收入和利润情况



前三年公司勘探与生产板块收入和利润大幅增长，主要是由于油气价格上升和油气销量的增长。从图 9 看，前三年天然气平均实现价格基本稳定，前三年平均价格上涨 3.28%。但原油平均实现价格大幅上升，2005 年原油平均价格为 48.88 美元/桶，前三年平均涨幅达到 34.08%。

图 9 油气平均实现价格



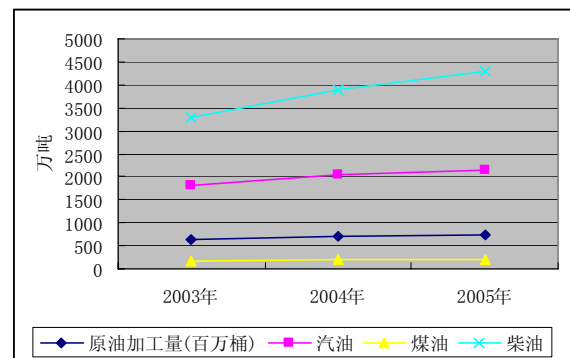
总体看，公司原油和天然气生产在国内居主导地位，稳定增长的原油和天然气储量是公司经营的基础。前三年公司原油产量基本稳定，天然气产量大幅增长，而原油价格的大幅上涨，导致公司整体盈利水平大幅提高。

炼油与销售

炼油与销售分公司负责管理抚顺、兰州、大庆、大连等 26 家炼油企业和 22 家成品油销售企业以及 1 家润滑油公司，主要分布在中国油气资源丰富的东北和西北地区。公司先后组建了以物流组织为主要职能的东北、西北公司，以市场开拓和销售为主要职能的 14 家省公司和 5 家大区公司，以及大连海运公司，销售网络遍及全国，每年向消费市场提供的汽油、柴油、煤油、润滑油等成品油超过全国总量的 40%。

前三年公司原油加工量及主要炼制产品产量情况见图 10。

图 10 原油加工量及主要炼制产品产量



2005 年公司全年加工原油 752.3 百万桶，前三年平均增长 10.04%；生产汽油 2141.5 万吨，

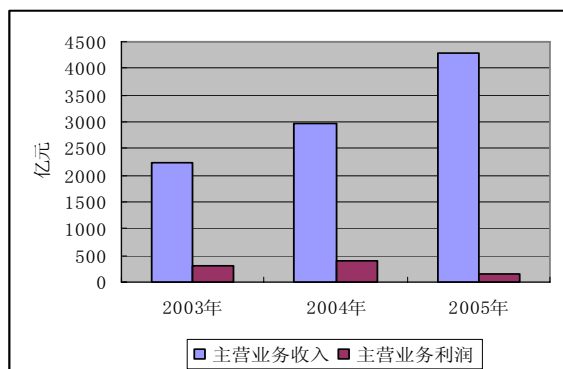
年平均增长 8.31%；生产柴油 4300.1 万吨，年平均增长 14.56%；生产煤油 197 万吨，年平均增长 5.83%。可见，公司前三年原油加工量及主要炼制产品产量均有不同程度的增长，并且炼油生产结构和产品结构得到进一步优化，生产集中度提高，产品质量升级按期实现，主要技术经济指标进一步改善。

公司是国家指定的成品油批发商和零售商之一，成品油销售网络遍布全国各地。根据现行法规，只有公司和中石化拥有在国内从事汽油和柴油批发业务的许可证。近年来，公司积极扩大销售网络，特别是零售网络，以发挥炼油与销售一体化的互补增值效应。截止 2005 年，公司加油站总数达到 18164 座，比上年增长 761 座，平均单站日销量明显提升。

相对于上游、下游业务，现阶段公司原油加工及化工产品的中游业务还有一定不足

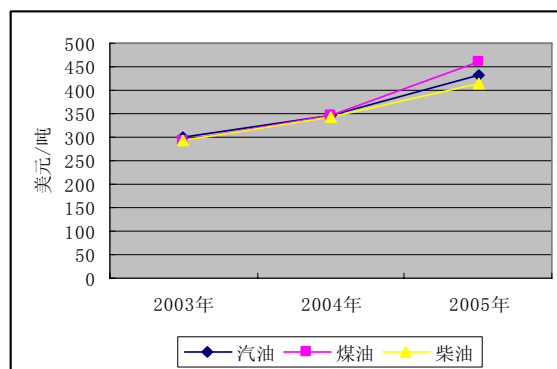
前三年公司炼油与销售板块实现的主营业务收入与主营业务利润增长情况见图 11。2005 年炼油与销售板块实现主营业务收入 4282.32 亿元，年平均增长 33.95%；主营业务利润 150.01 亿元，2005 年比前两年大幅下降。

图 11 炼油与销售板块实现收入和利润情况



炼油与销售板块主营业务收入大幅增长，主要由于主要炼制产品价格上升和销量的增长。从图 8 看，前三年汽油和柴油平均实现价格年平均增长接近 20%，煤油平均实现价格涨幅为 25.75%。但另一方面，由于原油价格的大幅上涨（见图 9），炼油与销售板块实现的主营业务利润出现波动，2005 年比上年下降了 60.07%。

图 12 主要炼制产品平均实现价格

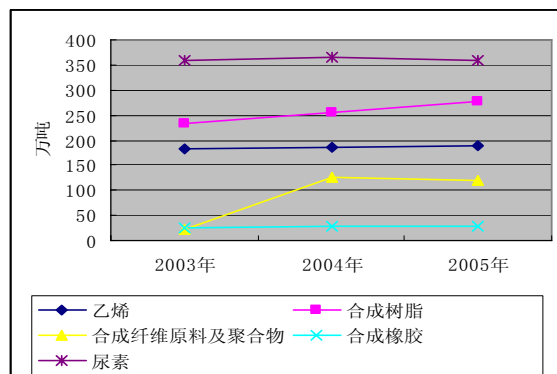


化工与销售

化工与销售分公司负责化工生产及经营业务，负责管理以化工生产经营为主要业务的 9 家石化分公司，12 家化工销售分公司和 2 家物流公司，同时还对大连石化分公司、华北石化分公司、呼和浩特石化分公司等进行专业管理。

公司是我国最大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。前三年公司主要化工产品产量见图 13。

图 13 主要化工产品产量



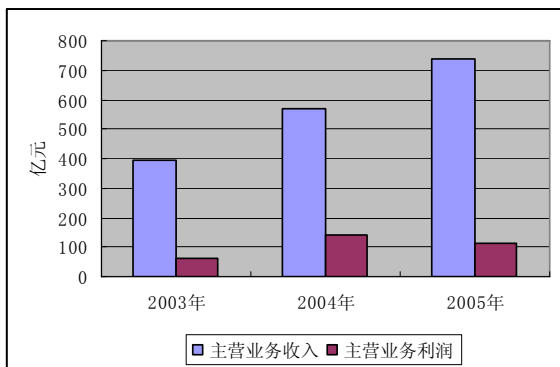
公司化工产品按照统销模式，实行集约化经

营，专业化管理，建立了销售业务、价格、财务和综合四项监督机制，实施了一体化物流配送和信息资源的共享，具有覆盖全国的营销网络。2005 年公司化工生产抓住市场机遇，主要装置满负荷高效生产，共生产乙烯 188.8 万吨，前三年平均增长 1.91%；生产合成树脂 275.6 万吨，年平均增长 8.71%。

2005 年，中国石油化工产品统一为“昆仑”品牌。

前三年公司化工与销售板块实现的主营业务收入与主营业务利润增长情况见图 14。2005 年化工与销售板块实现主营业务收入 739.78 亿元，年平均增长 37.36%；主营业务利润 113.15 亿元，2005 年比上年下降 20.33%，其主要原因是原油价格的大幅上涨。

图 14 化工与销售板块实现收入和利润情况



天然气与管道

天然气与管道分公司负责天然气销售业务、油气调运及储运设施建设业务，负责管理管道分公司、西气东输管道（销售）分公司、华北天然气销售分公司、华中天然气销售分公司、北京华油天然气有限责任公司以及西南、辽河、长庆、华北、大港、青海等六个油田的天然气销售业务，负责西部管道公司原油、成品油的调运管理。

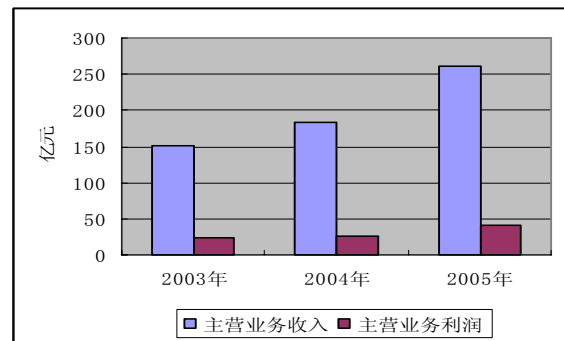
公司在天然气勘探与生产方面处于国内领先地位，是中国主要的天然气运输和批发商。公司的天然气销售量占国内天然气销售总量的绝大部分，从生产到批发的整个天然气经营业务，均处于主导地位。

截止 2005 年底，公司拥有油气管道总长度

为 3.3 万余公里，其中天然气管道 2 万余公里，原油管道近万公里，成品油管道 2000 余公里。

前三年公司天然气与管道板块实现的主营业务收入与主营业务利润增长情况见图 15。2005 年天然气与管道板块实现主营业务收入 262.14 亿元，主营业务利润 41.23 亿元，收入和利润实现同步增长。

图 15 天然气与管道板块实现收入和利润情况



天然气与管道业务板块是公司重点发展的业务板块，也是公司近年来发展最快的领域。公司将继续加快油气储运基础设施建设，完善天然气干线输气管网，建设西气东输、陕京二线等输气干线联络线，构建东西部区域输气管网，加快干线压气站和地下储气库建设，保障市场安全稳定供应。从发展来看，国家已经把扩大开发利用天然气作为一项重要的能源结构调整措施，特别是启动并大力支持实施的西气东输工程，为天然气工业的快速发展提供了广阔的前景。

综合以上，前三年，公司各行业板块经营规模均有较大幅度提高，总体运营情况良好。近几年，原油价格不断上涨，虽然对公司的炼油与销售板块和化工与销售板块的盈利状况产生不利影响，但由于勘探与生产板块在公司经营中占有较大比重，公司总体获益非浅。

通过对公司经营业务的分析，我们认为，公司具有以下经营优势：

（1）行业优势

石油及石油石化产品是一种重要战略资源，石油化工行业是我国国民经济的重要基础产业，

其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。

(2) 经营规模大

公司是世界 500 强企业之一，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，经营规模大，抗风险能力强。

(3) 在中国油气行业占主导地位

公司原油和天然气生产在国内居主导地位，稳定增长的原油和天然气储量是公司长期经营的基础。

(4) 已建立遍及全国的成品油销售网络

公司是国家指定的成品油批发商和零售商之一，成品油销售网络遍布全国各地，每年向消费市场提供的汽油、柴油、煤油、润滑油等成品油接近全国总量的 40%。近年来公司上、中、下游综合一体化运营能力有所提高。

除上述经营优势外，公司以下经营特点值得关注：

(1) 商品价格风险

公司从事广泛的与石油相关的业务。油气产品市场易受全球和地区供求关系的影响。国内原油价格参照国际市场原油价格确定，现阶段国际原油价格处于高位，公司盈利水平易受油气商品的价格波动的影响。

(2) 政策风险

公司的经营活动，如勘探和生产许可证的颁发、行业特种税费和环保及安全标准等受到政府的监管和控制。根据国务院及财政部有关规定，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（40美元/桶）所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。征收石油特别收益金将影响公司的收益水平。

(3) 中游营运能力尚有不足

公司上游业务占有优势，下游业务也已形成一定规模。相对于上游业务和下游业务，公司目前原油加工及化工产品的中游业务还有一定不足。

(4) 环保与安全

石化生产是一个易燃易爆易污染环境以及

容易遭受自然灾害威胁的高风险行业。近年来石化行业事故频发，如发生这些突发事件有可能对公司的生产经营带来影响。随着国家环境保护要求的不断提高，现有设备可能难以满足新的环保要求，发行人可能面临因达不到日趋严格的环保标准而受处罚的风险。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具无保留意见的 2003 至 2005 年度财务报告。

截止 2005 年底，根据中国会计准则及制度，公司（合并）资产总额 7155.42 亿元，股东权益合计 4919.34 亿元，少数股东权益 250.20 亿元；2005 年实现主营业务收入 5344.17 亿元，利润总额 1739.05 亿元，净利润 1266.46 亿元。

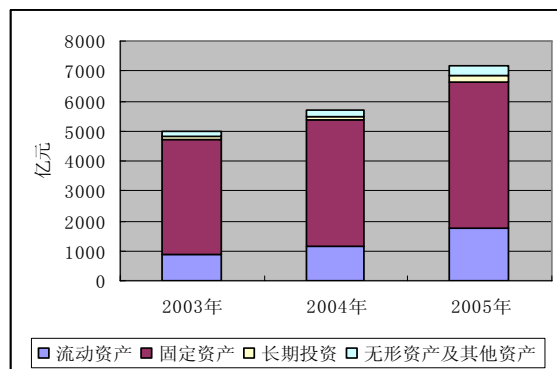
截止 2005 年底，母公司资产总额 6822.54 亿元，股东权益合计 4919.34 亿元；2005 年实现主营业务收入 4122.49 亿元，净利润 1266.46 亿元。

本报告财务分析以公司合并财务报表为基础。

2. 资产质量

公司前三年资产总额以 19.77% 的速度递增，资产构成情况见图 16，资产构成变化不大，以固定资产和流动资产为主。

图 16 资产构成

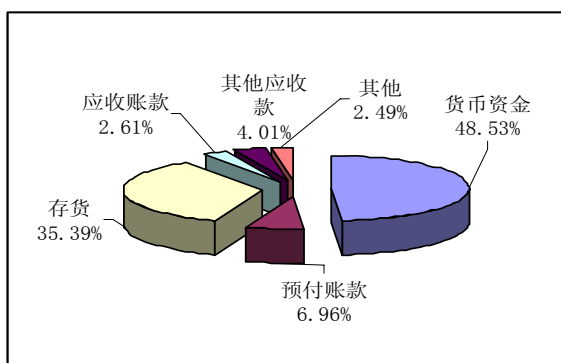


截止 2005 年底，公司资产总额 5205.72 亿元，其中流动资产合计占 24.74%，固定资产合

计占 68.16%，长期投资、无形资产及其它资产所占比重较小。

公司 2005 年底流动资产构成情况见图 17，其中占比最大的是货币资金（占 48.53%），其次是存货（占 35.39%）。截止 2005 年底，应收账款余额 86.28 亿元、净额 46.30 亿元，公司对帐龄在 3 年以上的应收账款提取的坏帐准备充分；其它应收款余额 139.30 亿元，提取坏帐准备余额 68.14 亿元；存货余额 635.03 亿元，其中原材料占 30.79%，在产品占 9.34%，产成品占 59.80%，2005 年底公司提取存货跌价准备 7.70 亿元。综合以上，公司流动资产中，货币资金充足，应收款项所占比重较小且坏帐准备提取充分，存货质量较好。

图 17 2005 年底流动资产构成情况



截止 2005 年底，公司长期投资合计 229.81 亿元，主要为长期股权投资，2005 年底计提长期股权投资减值准备余额 9.75 亿元。

由于公司的行业特点，公司固定资产所占比重较大。固定资产净额主要为房屋及建筑物、专用设备和通用设备等，在建工程占固定资产合计的比例为 10.58%。

总体看，公司资产构成符合行业特点，固定资产所占比重较大，资产流动性一般；货币资金充足，并对存货、应收款项、长期投资等提取了较充分的坏账准备，整体资产质量较好。

3. 负债与股东权益

前三年公司股东权益平均增长 21.13%，主要是由于实现利润的增长，增加了盈利公积和未

分配利润，以及 2005 年以每股 6.00 元的价格增发了 31968.02 万股 H 股。截止 2005 年底股东权益合计 4919.34 亿元，其中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 36.39%、14.69%、15.57%、33.35%，其构成中未分配利润所占比重较大，股东权益的稳定性一般。2005 年度公司派发上年度普通股现金股利 259.36 亿元、派发本年度中期普通股现金股利 277.31 亿元，两者合计 536.67 亿元。2006 年 3 月 20 日董事会决议派发 2005 年度末期普通股现金股利 322.82 亿元。虽然公司近年来每年均派发股利，减少了未分配利润，但由于净利润大幅增长，未分配利润仍在不断增加。公司董事会的股利分配政策，对公司股东权益稳定性的影响较大。

前三年少数股东权益增幅较大，2005 年为 250.20 亿元，占资产规模的 3.50%。

前三年公司负债合计年平均增长 12.09%，低于股东权益的增长速度。截止 2005 年底负债合计 1985.88 亿元，其中流动负债和长期负债分别占 77.35%和 22.65%，长期负债所占比重有所下降。流动负债中，所占比重较大的主要是短期借款（133.64 亿元）、应付账款、预收账款、应交税金、其它应付款和一年内到期的长期负债（153.25 亿元）。长期负债主要是长期借款和应付债券，2005 年底分别为 395.68 亿元和 43.33 亿元。

从表 3 所反映的数据看，公司前三年负债水平有所下降。2005 年底，公司资产负债比率为 27.76%，长期债务资本化比率为 7.83%，全部债务资本化比率为 12.44%。公司目前负债水平低，债务负担轻，融资空间较大。

表3 财务构成

指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
长期债务资本化比率	10.96	8.61	7.83	-15.48
全部债务资本化比率	17.51	14.20	12.44	-15.71
资产负债比率	31.69	28.29	27.76	-6.41

公司计划于 2006 年发行 20 亿元公司债券。以 2005 年底的财务数据为基础，本期债券发行额仅占公司现有债务总额的 2.72%，发行后，预计公司的资产负债率和全部债务资本化比率分

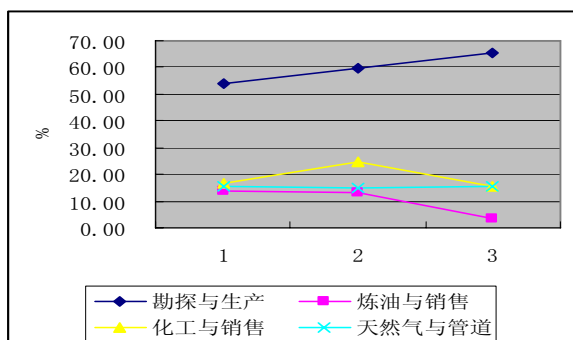
别为 27.95%和 12.73%。因此，本期债券的发行对公司现有债务结构的影响很小。

4. 盈利能力

公司前三年主营业务收入以年平均 32.64% 的速度快速增长，2005 年度为 5344.17 亿元。如本报告第六部分“公司经营”所分析，公司主营业务收入主要来自勘探与生产、炼油与销售两个板块，主营业务利润则主要来自勘探与生产板块。

前三年各板块主营业务利润率见图 18。可见，由于原油价格的上涨，勘探与生产板块的主营业务利润率很高，且呈上升趋势；炼油与销售板块的盈利水平较低且有所下滑，2005 年主营业务利润率仅为 3.50%；化工与销售板块的盈利水平有所波动，天然气与管道板块的盈利水平稳定。公司总体经营状况与国际原油价格走势基本吻合。

图 18 各板块主营业务利润率



从表 4 看，公司前三年主营业务利润率基本稳定，2005 年为 44.57%，主营业务盈利水平很高。

表 4 盈利能力

指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务利润率	44.68	48.42	44.57	-0.12
总资本盈利率	15.11	20.39	21.45	19.15
净资产收益率	18.62	24.32	25.74	17.57

由于营业费用、管理费用的增幅相对较小，且财务费用减少，公司前三年利润总额大幅增长，导致总资本盈利率及净资产收益率也有较大幅度提高，2005 年两项指标分别为 21.45%和

25.74%，公司整体盈利水平很高。

从经营效率看（表 5），公司前三年销售债权周转次数明显加快，2005 年达到 70.58 次；存货周转次数略有波动，2005 年 5.11 次；总资产周转次数 2005 年上升为 0.83 次。公司前三年经营效率有所提升，整体经营效率较高。

表 5 经营效率

指 标	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
销售销售权周转次数(次)	42.49	59.04	70.58	28.88
存货周转次数 (次)	5.38	4.93	5.11	-2.54
总资产周转次数 (次)	0.63	0.73	0.83	14.78

综合来看，由于公司勘探与生产板块比较突出，受原油价格上涨的影响，公司盈利水平很高。但是，我们注意到，现阶段国际原油价格处于历史高位。油气产品市场易受全球和地区供求关系的影响，因此，公司盈利水平也易受油气商品的价格波动的影响。

5. 现金流量

从表 6 看，公司前三年经营活动收到的现金与主营业务收入保持同步增长，现金收入比率基本稳定，2005 年为 121.48%；前三年经营活动产生的现金流量净额呈较快增长态势，2005 年为 1985.51 亿元。公司收入实现质量好，且经营活动的获利能力较强。

表 6 现金流量

项 目 (亿元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
销售商品、提供劳务收到的现金	3731.73	4702.25	6492.14	31.90
经营活动现金流入小计	3756.05	4719.65	6538.59	31.94
经营活动产生的现金流量净额	1421.09	1458.27	1984.51	18.17
投资活动产生的现金流量净额	-970.39	-1033.45	-891.38	-4.16
筹资活动产生的现金流量净额	-438.16	-424.09	-397.13	-4.80
现金及现金等价物净增加额	12.54	0.73	696.01	645.00
EBITDA	1379.75	1882.56	2286.80	28.74
筹资活动前现金流量净额	450.7	424.82	1093.13	55.74
现金收入比率 (%)	122.84	120.99	121.48	-0.56

公司前三年均有较大的资本性支出，2005 年资本性支出 1248.01 亿元，主要是加大了对油气勘探开发以及化工项目的投入，其中勘探与生

产板块资本性支出占 66.68%。

由于经营活动获得现金的能力较强,公司前三年筹资活动前现金流量净额均为正值。因此,除分配股利外,公司前三年债务规模有所缩减。

前三年公司EBITDA和筹资活动前现金流量净额大幅增长,2005年分别达到2286.80亿元和1093.13亿元。公司整体现金流状况很好。

公司预计 2006 年资本性支出为 1490 亿元,其中勘探与生产业务板块的资本性支出约 935.00 亿元。从公司目前的经营状况看,预计 2006 年经营活动产生的现金流量净额仍能较好地覆盖资本性支出,公司筹资压力较小。

综合来看,公司现金流规模较大,且经营获得现金的能力较强,预计公司未来几年能保持良好的现金流量。

6. 偿债能力

由表 7 看,公司前三年的流动比率和速动比率大幅提高,但整体水平不高,2005 年底两项指标分别为 115.21%和 74.37%;公司前三年的 EBITDA 利息倍数保持很高水平,2005 年达到 107.77 倍,筹资活动前现金流量净额利息倍数达到 51.27 倍,公司具有很强的利息支付能力。综合看,虽然公司流动比率和速动比率偏低,但现金流量规模大、利息支付能力强,再考虑到公司持有充足的货币资金,因此,公司实际短期支付压力很小。

表7 偿债能力

指 标	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
流动比率 (%)	75.71	97.36	115.21	23.36
速动比率 (%)	50.39	59.24	74.37	21.49
EBITDA 利息倍数(倍)	59.13	82.03	107.77	35.00
筹资活动前现金流量净额利息倍数(倍)	19.21	18.45	51.27	63.37
债务保护倍数 (倍)	1.51	2.15	2.46	27.64
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.62	0.63	1.49	55.02

前三年公司的债务保护倍数也有大幅提高,2005 年达到 2.46 倍;2005 年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为 1.49 倍。总体看,由于公司债务负担较轻,而盈利能力很强,公司具有很强的偿债能力。

截止 2005 年底,公司长期借款余额为 395.68 亿元,从偿还期限看,1~2 年偿还的占 30.68%,2~5 年偿还的占 24.95%,5 年以上的占 18.79%;从币种构成看,人民币借款占 66.67%,此外,中油财务公司借款占 48.84%;应付债券余额 43.33 亿元,包括公司 1999 年发行的 13.5 亿元 8 年期企业债券和 2003 年发行的 15 亿元 10 年期企业债券、Soralchin(Algeria) Ltd.于 2005 年发行的 3.45 亿元 15 年期企业债券、CNPC-AKtobemunaigas Capital B.V. 于 2001 年发行的 2.78 亿元 8 年期企业债券和 2004 年发行的 8.07 亿元 8 年期企业债券。综合看,公司长期债务的偿还期比较分散,各年度分布基本合理,有利于公司合理安排到期债务的偿还资金,公司长期债务的偿还风险很低。

综合以上分析,公司前三年主营业务收入和利润总额大幅增长,经营活动的获利能力强,盈利水平高,负债水平低,公司整体具有很强的债务偿还能力。公司具有良好的银行信誉,间接与直接融资渠道畅通。因此,我们认为,公司总体偿债风险很小。就本期债券而言,公司对本期债券具有很强的到期偿还能力。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由中油财务有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

根据中油财务出具的担保函,该担保函项下的担保方式为不可撤销连带责任保证担保;担保期限为本期债券的存续期间;担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。

2. 担保人概况

中油财务是经中国人民银行批准,于1995年12月18日正式成立的非银行金融机构。

中油财务主要经营以下本外币金融业务:对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相

关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转帐结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借；经批准发行财务公司债券；承销成员单位的企业债券；对金融机构的股权投资；有价证券投资；成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁。

中油财务注册资本为30亿元人民币，现有股东35家，中国石油集团是中油财务的最大股东，占总股本的38.13%，中国石油股份持股7.05%，其余股东的持股比例均不超过5%，且绝大部分为中国石油集团的下属企业。

中油财务实行董事会领导下的总经理负责制，总部设有八部二室，即财务部、营业部、信贷部、国际业务部、证券部、管理稽核部、信息发展部、金融与会计研究室、人事劳资部和总经理办公室，在集团公司部分成员单位所在地分别设立了大庆办事处、沈阳办事处、吉林代理处、西安代理处和32个受理处。

中油财务是中国最大的财务公司之一，截止2005年底，中油财务资产总额1382.73亿元，所有者权益合计58.91亿元，当年实现营业收入24.42亿元，利润总额12.50亿元。

中油财务法定代表人：贡华章；法定地址：北京市西城区鼓楼外大街5号。

3. 担保人行业分析

企业集团财务公司是以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构。其主要业务是为企业集团单位提供存贷款、转账结算、买方信贷、融资租赁和财务顾问等服务。自1987年中国人民银行批准成立第一家财务公司以来，企业集团财务公司的发展较为迅速。截至2004年12月底，全国境内已有75家企业集团财务公司，资产总额4248.26亿

元，净资产432.4亿元，其中实收资本359.74亿元。

目前，财务公司由监管部门与企业集团实施双重管理，企业集团对财务公司进行行政管理，中国银监会依据相应的监管指标和监管办法对财务公司实行监管。

为适应形势发展的需要，2004年7月27日，中国银监会颁布《企业集团财务公司管理办法》，对财务公司给予重新定位，同时，还提出了相应的监管指标和监管规定，对防范金融风险将起到重要作用。2005年4月，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，允许具备一定条件的财务公司发行金融债券，将缓解财务公司长期资金来源不足的问题。

财务公司作为集团内的金融机构，长期以来一直受到集团保护和扶持，竞争程度相对较小。

4. 担保人担保能力分析

根据普华永道中天会计师事务所有限公司出具的审计报告，表8列出了中油财务近3年的主要财务数据及有关指标。

从表8可以看出，中油财务近3年资产规模增长较快，平均增长率达23.65%。从2005年底的资产情况看，流动资产占总资产的72.82%，且其中大部分为现金及存放同业款项，资产流动性较好，资产质量较高。负债全部为流动负债。前3年营业收入和利润总额均保持较高增长，平均增长率分别达到18.03%和22.50%，前三年净资产收益率保持稳定增长态势，2005年净资产收益率为18.06%，盈利能力较强。从现金流量看，2005年经营活动产生的现金流量净额为186.67亿元，经营活动的现金流状况较好。总体看，中油财务负债水平较高，流动比率偏低，有一定的短期支付压力，但经营活动的现金流量状况较好，具有较强的盈利能力。

本期债券发行额占中油财务2005年底的资产总额的1.45%，所有者权益的33.95%。2005年经营活动产生的现金净流量是本期债券的

9.33倍，净利润是本期债券的0.53倍。因此，中油财务为本期债券提供担保，其担保实力较强。

表8 担保人主要财务数据

项目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
现金及存放同业款项	127.78	175.11	529.38	103.54
存放央行款项	54.61	71.88	84.32	24.26
短期投资净值	122.27	194.03	168.20	17.29
买入返售证券	39.61	45.92	82.56	44.37
贴现	28.88	17.82	5.50	-56.36
短期贷款	64.87	91.86	127.83	40.38
流动资产合计	465.34	603.18	1006.95	47.10
中长期贷款净值	188.10	185.26	211.83	6.12
长期投资	250.73	164.63	163.67	-19.21
长期资产合计	439.10	350.16	375.76	-7.49
资产总计	904.44	953.36	1382.73	23.65
短期存款	814.39	886.66	1311.58	26.91
流动负债合计	853.59	898.42	1323.00	24.50
长期负债合计	0.53	0.51	0.82	24.39
所有者权益合计	50.34	54.43	58.91	8.18
营业收入	17.53	20.07	24.42	18.03
营业利润	8.32	9.95	12.51	22.62
利润总额	8.33	9.94	12.50	22.50
净利润	6.61	8.76	10.64	26.87
经营活动产生的现金流入量	240.18	95.23	448.70	36.68
经营活动产生的现金流量净额	97.34	96.35	186.67	38.48
流动比率(%)	54.52	67.14	76.11	18.16
资产负债比率(%)	94.44	94.29	95.74	0.69
资产收入率(%)	1.94	2.11	1.77	-4.54
营业利润率(%)	47.46	49.58	51.23	3.89
资产利润率(%)	0.92	1.04	0.90	-0.93
净资产收益率(%)	13.13	16.09	18.06	17.28

九、综合评价

石油和天然气是重要的战略资源，石油工业是国民经济的重要基础产业和支柱产业之一，其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。

公司是中国油气行业占主导地位的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，具有很强的竞争实力和突出的市场地位，经营规模大，抗风险能力强。

公司严格遵守上市地监管法律和法规，已按照国际规范构建了法人治理结构，规范运作。公司管理质量高，管理风险低。

公司资产质量较好，债务负担轻。由于公司勘探与生产板块比较突出，受原油价格上涨的影响，公司盈利水平大幅提高，整体债务偿还能力强。但是，油气产品市场易受全球和地区供求关

系的影响，现阶段国际原油价格处于高位，公司面临油气商品的价格波动的影响。

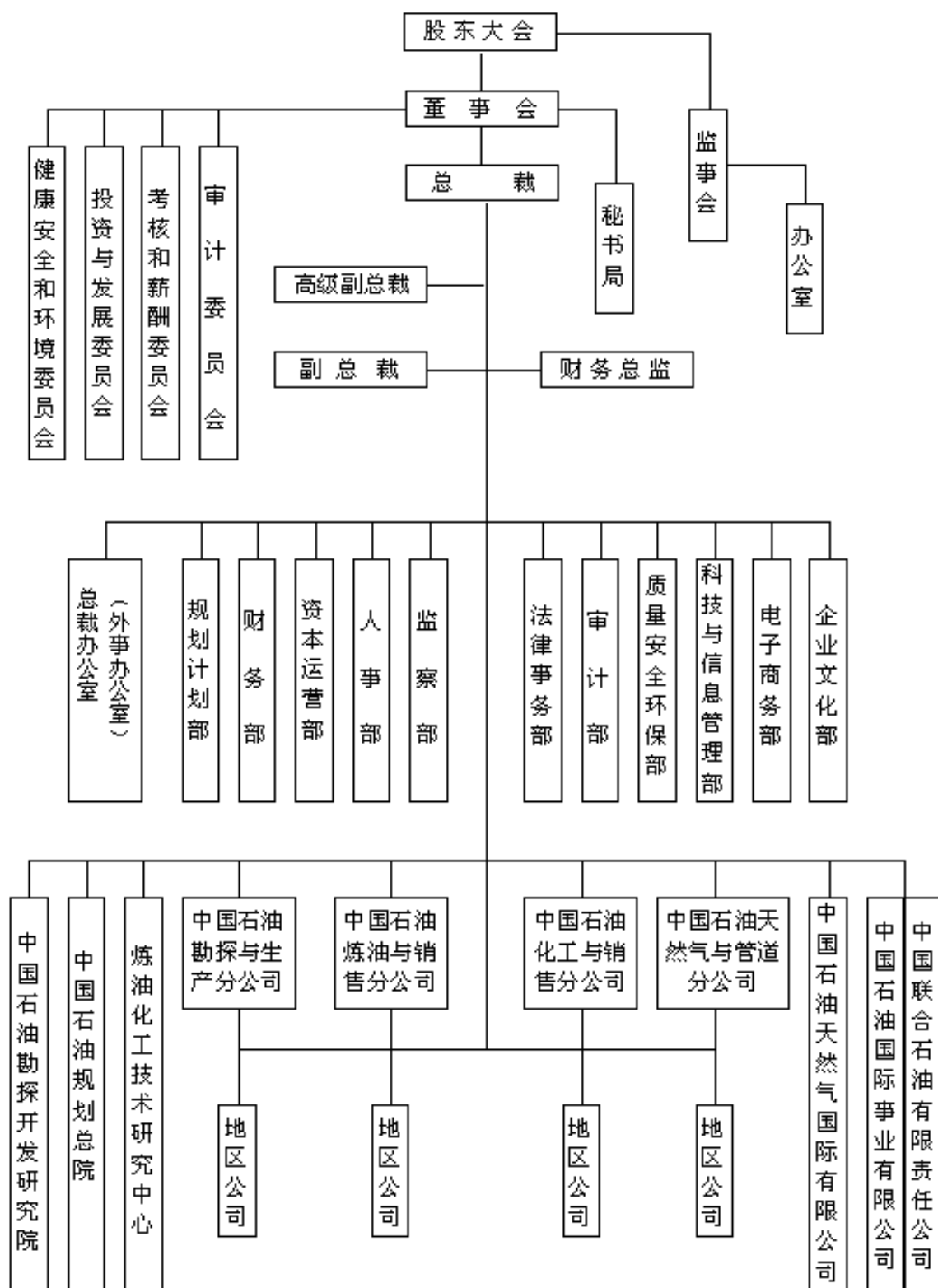
从未来发展看，预计公司将保持良好的经营状况。本期债券的发行对公司现有债务的影响很小。公司对本期债券具有很强的偿还能力。

本期债券由中油财务有限责任公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中油财务对本期债务的担保能力较强。

综合以上，本期债券按期还本付息的风险很低。

附表 1

组织结构图



附表 2

有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
应收账款周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
本期债券偿债能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 本期债券本金

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附表 4

企业债券信用等级设置及其含义

企业债券（公司债券）信用等级的设置采用三等十级制：一等（即投资级）包括四个信用等级，即 AAA 级、AA 级、A 级、BBB 级，二等（投机级）包括四个信用等级，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（倒闭级）包括两个信用等级，即 C 级和 D 级。AA-CCC 级可用“+”、“-”号微调。

级别设置	含 义
AAA 级	AAA 级债券为最高级债券，其还本付息能力最强。
AA 级	AA 级债券属高级债券，其还本付息能力很强，基本无风险。
A 级	A 级债券还本付息能力较强。尽管其还本付息能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低。
BBB 级	BBB 级债券还本付息能力一般。内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其还本付息能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低信用等级。
BB、B、CCC 和 CC 级	BB、B、CCC 和 CC 级债券属于投机级债券。BB 级债券的投机性最低，CC 级债券的投机性最高。投机级债券的还本付息能力在变化的内外部环境和经济条件下，具有很大的不确定性，风险很大。
C 级	C 级债券濒临破产，其还本付息的能力极弱。
D 级	D 级债券属破产债券。