

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 380 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“15中油股MTN002”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年三月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国石油天然气股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 中 油 股 MTN002	200 亿元	2015/10/12~ 2020/10/12	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2016 年 3 月 14 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	599.34	716.10	888.48	1056.91
资产总额(亿元)	21688.37	23420.04	24053.76	23723.42
所有者权益(亿元)	11807.66	12699.08	13177.60	13110.84
短期债务(亿元)	1535.12	1935.99	1748.97	1714.65
全部债务(亿元)	4472.86	4964.61	5451.98	5625.43
营业收入(亿元)	21952.96	22581.24	22829.62	13051.05
利润总额(亿元)	1668.10	1780.16	1567.68	478.58
EBITDA(亿元)	3355.09	3606.18	3540.68	--
经营性净现金流(亿元)	2392.88	2885.29	3564.77	1993.41
营业利润率(%)	14.32	14.07	14.01	12.96
净资产收益率(%)	11.06	11.20	9.03	--
资产负债率(%)	45.56	45.78	45.22	44.73
全部债务资本化比率(%)	27.47	28.11	29.27	30.02
流动比率(%)	68.99	66.76	67.49	77.16
全部债务/EBITDA(倍)	1.33	1.38	1.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.62	13.38	13.28	--
经营现金流负债比(%)	41.63	44.70	61.48	--

注: 2015 年前 3 季度财务数据未经审计。

分析师

王 冰 潘云峰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

中国石油天然气股份有限公司 (以下简称“公司”) 作为国内特大型企业集团, 拥有完整的产业链, 丰富的资源储备, 完善的市场网络, 保持了稳健的经营及财务状况, 进而支撑其优异的信用基本面。

跟踪期内, 公司集中发展油气主营业务, 生产经营稳定, 原油及天然气产量、气煤柴油产量增长, 资产及收入规模扩大。但受 2014 年第四季度以来国际原油景气下行影响, 公司原油以及成品油销售价格下降, 整体利润水平同比下滑。公司债务规模持续扩大, 但公司经营活动现金流充沛, EBITDA 对存续债券保障能力很强。

综合分析, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 中油股 MTN002” AAA 的信用等级。

优势

1. 石油石化行业的发展始终得到中国政府的高度重视和国家产业政策的支持, 公司经营的外部环境良好。
2. 公司拥有以油气上游业务为核心的一体化完整业务链, 经营规模大, 销售网络遍布全国, 综合运营能力强, 抗风险能力强。
3. 跟踪期内, 公司集中发展油气主营业务, 生产经营稳定, 原油及天然气产量、气煤柴油产量增长, 资产及收入规模扩大。
4. 公司资产质量好, 债务负担轻, 整体盈利能力强, 收入实现质量高, 财务风险极低。
5. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券具有很强的保障能力。

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对公司经营业

绩产生影响。

2. 受 2014 年第四季度以来国际原油价格下行影响，公司原油以及成品油销售价格下降，整体利润水平有所下滑。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国石油天然气股份有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国石油天然气股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国石油天然气股份有限公司主体长期信用及“15 中油股 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国石油天然气股份有限公司（以下简称“公司”或“中国石油”）成立于 1999 年 11 月，是经国经贸企改[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（以下简称“中国石油集团”）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 2014 年底，公司总股本为 1830.21 亿股，其中中国石油集团持股比例为 86.507%¹，为公司控股股东。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

中国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。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 24053.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13177.60 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 22829.62 亿元，利润总额 1567.68 亿元。

¹ 注：此数据包括中国石油集团通过境外全资附属公司 Fairy King Investments Limited 持有的 291518000 股 H 股。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 23723.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13110.84 亿元。2015 年 1~9 月公司实现合并营业收入 13051.05 亿元，利润总额 478.58 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）

75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

四、行业分析

石油产品是重要的战略资源, 随着中国经济的快速发展, 石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升, 目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业, 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。

国际原油市场方面, 2014 年, 国际石油市场供需基本面较宽松, 国际原油价格上半年震荡小幅上扬, 下半年深度下跌, 年末价格较年中最高点跌幅过半, 美国西得克萨斯中质原油 (以下简称 “WTI”) 与其它基准油价差总体收窄。2014 年前三季度, 国际原油价格震荡中略有下降, 以英国北海布伦特原油现货价格为例, 由 2014 年 1 月 2 日的 107.53 美元/桶下降至 2014 年 9 月 30 日的 93.17 美元/桶; 进入第四季度,

世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加, 国际原油价格大幅下行, 以英国北海布伦特原油现货价格为例, 由 2014 年 10 月 1 日的 93.51 美元/桶下降至 2014 年 12 月 26 日的 57.83 美元/桶。2015 年, 国际原油价格持续下行, 连续跌破多个支撑价格, 截至 2015 年 12 月 31 日英国北海布伦特原油现货价格为 35.70 美元/桶。自进入 2016 年以来, 布伦特原油现货价格进一步走低, 截至 2016 年 1 月 19 日收于 28.00 美元/桶, 从短期看, 国际原油价格可能维持低位震荡的趋势。

国内成品油市场方面, 2014 年, 成品油市场需求呈中低速增长态势, 汽油需求保持较快增长, 柴油需求自 2009 年以来首现萎缩。国内炼油能力继续增长, 市场资源总体宽松, 成品油净出口进一步增加。2014 年, 国内原油加工量 45642 万吨, 增长 2.8%, 成品油产量 28491 万吨, 增长 4.4%; 成品油表观消费量 26928 万吨, 增长 2.0%, 其中汽油增长 8.3%, 柴油下降 1.5%; 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 2014 年 7 月 21 日起连续 10 次下调成品油价格; 全年汽油标准品价格累计下降 2050 元/吨, 柴油标准品价格累计下降 2205 元/吨。2016 年 1 月, 国家发改委发布《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》, 提出完善成品油价格形成机制, 印发《石油价格管理办法》和做好相关配套工作的指示, 并在完善成品油价格形成机制中设定了成品油价格调控下限为每桶 40 美元, 即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶 40 美元时, 国内成品油价格不再下调。

化工市场方面, 2014 年, 全球经济复苏缓慢导致消费动力不足, 原油价格大幅下跌, 加之全球化工产能释放明显, 化工市场持续低迷; 中国国内经济结构调整, 以及低价进口产品增加, 化工产品价格保持低位运行, 化工市场仍然处于供过于求的状态。

天然气市场方面,2014年,国内天然气产量稳定增长,进口气量增速减缓,天然气需求量增速放缓,消费结构不断优化,市场供需处于基本平衡状态。据有关资料统计,2014年国内天然气产量1279亿立方米,比上年同期增长5.7%;天然气进口量578亿立方米,比上年同期增长8.2%;天然气表观消费量1,786亿立方米,比上年同期增长5.6%。

国家政策方面,成品油政策,2014年11月28日,财政部和国家税务总局联合发布了《关于提高成品油消费税的通知》(财税[2014]94号),决定自2014年11月29日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高0.12元;将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额在现行单位税额基础上每升提高0.14元。2014年12月12日,财政部和国家税务总局联合发布了《关于进一步提高成品油消费税的通知》(财税[2014]106号),决定自2014年12月13日起将汽油、石脑油、溶剂油和润滑油的消费税单位税额由每升1.12元提高到每升1.4元;将柴油、航空煤油和燃料油的消费税单位税额由每升人民币0.94元提高到每升1.1元;航空煤油继续暂缓征收。天然气政策方面,2014年8月10日,国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》(发改价格[2014]1835号),决定自2014年9月1日起,适当提高非居民用存量天然气门站价格,其中化肥用气调价措施暂缓出台;居民用气门站价格不作调整;进一步落实放开进口液化天然气(LNG)气源价格和页岩气、煤层气、煤制气出厂价格政策。

未来行业发展方面,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,国际原油价格的持续下行对石油行业上游资产形成冲击,油气资产贬值,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和丁二烯等石化上游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。同时,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。由于大部分原油资源具有同质性和可替代性,当前价格较低的美国页岩油将逐渐拉低进口原油在美国的销售价格,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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司在纽约证券交易所、香港联合交易所和上海证券交易所挂牌上市。截至2015年9月底,公司总股本为1830.21亿股,其中中国石油集团持股比例为86.35%,为公司的控股股东。公司实际控制人为国务院国资委。

2. 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。

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10593百万桶和71098十亿立方英尺,占中国三大石油公司合计储量的一半以上,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,公司加工原油1010.6百万桶,生产成品油9267.1万吨,多项

技术经济指标保持较好水平。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，2014 年，加大营销网络开发力度，新投运加油站 150 座，运营加油站数量达到 20422 座，公司具有覆盖全国的成品油终端销售网络，成品油销量占国内市场的 30% 以上。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和管理制度方面无重大变化。

跟踪期内，公司部分高级管理人员有变动。2015 年 3 月 16 日公司发布公告称，公司非执行董事、副董事长廖永远涉嫌严重违纪违法，正在接受组织调查，截至公告发布日公司生产经营运行正常。廖永远于 2015 年 3 月 17 日向公司提请辞呈，辞去公司非执行董事和副董事长职务，该辞呈当日生效。联合资信将对后续发展保持关注。

七、经营分析

1. 经营现状

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。

表 1 公司主营业务收入情况（亿元、%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
勘探与生产	7661.93	4142.93	45.93	7609.62	4275.39	43.82
炼油与化工	8644.63	7262.63	15.99	8392.33	7023.87	16.31
销售	19342.40	18734.45	3.14	19266.85	18654.61	3.18
天然气与管道	2288.94	2237.18	2.26	2800.78	2660.60	5.01
总部及其他	4.85	2.40	50.52	4.52	2.10	53.54
板块间抵销数	-15796.29	-15795.96	--	-15664.84	-15664.44	--
合计	22146.46	16583.63	25.12	22409.26	16952.13	24.35

资料来源：公司 2013~2014 年年报和 2015 年三季报。

表 2 公司主要产品销售情况

产品	销售量（千吨、%）			销售均价（元/吨、%）		
	2013 年	2014 年	同比	2013 年	2014 年	同比
原油*	75482	91772	21.6	4533	3939	-13.1
天然气（亿立方米、元/亿立方米）	985.41	1252.78	27.1	1226	1366	11.4
汽油	52350	59821	14.3	7866	7354	-6.5
柴油	93301	87041	-6.7	6810	6437	-5.5
煤油	13482	14016	4.0	6015	5651	-6.1
重油	14788	14003	-5.3	4443	4316	-2.9
聚乙烯	3391	4159	22.6	9665	9724	0.6
润滑油	1740	1498	-13.9	9319	9202	-1.3

资料来源：公司 2013~2014 年年报和 2015 年三季报。

注：原油*为公司全部外销原油。

跟踪期内，公司外销原油和汽油等销售量增大，但因国际原油价格持续下降导致公司原油及成品油销售均价下降，同时降价波及下游化工产品，公司勘探与生产板块收入、炼油与化工板块收入和销售板块收入略有下降；受天然气量价齐升影响，公司天然气与管道板块业务收入规模稳步增长，各业务板块收入构成比较稳定。2014 年，公司营业收入为 22829.62 亿元，同比增长 1.10%。2015 年 1~9 月，受国际原油价格大幅下跌影响，公司原油平均实现价格为 51.16 美元/桶（其中国内实现价格为 51.49 美元/桶），同比下降 48.8%，公司营业收入为 13051.05 亿元，同比减少 25.62%。

从盈利能力来看，跟踪期内，受公司外销原油及成品油销售均价下降影响，勘探与生产板块盈利能力略有减弱，板块毛利率略有下降；同时，公司调整炼油与化工板块，优化资源配置、产品结构和加工负荷等措施，板块毛利率略有上升；受天然气销售均价上升影响，公司天然气与管道业务盈利有所上升。公司主营业务毛利率由 2013 年的 25.12% 下降至 2014 年的 24.35%。

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中国境内，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。

2014 年，公司持续推进储量增长高峰期工程，石油勘探方面，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；天然气勘探方面，在四川盆地、鄂尔

多斯盆地、塔里木盆地取得一批重要勘探成果；致密油等非常规资源勘探在鄂尔多斯盆地、松辽盆地、吐哈盆地取得重要突破，勘探业务势头良好。公司大庆油田连续 12 年保持原油 4000 万吨以上稳产，长庆油田油气当量产量突破 5500 万吨，“新疆大庆”和川渝气区建设按计划推进。

2014 年，公司海外油气合作实现重大突破，气源进一步多元化。油气开发继续实施注水、水平井和提高采收率三大工程，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，海外业务实现油气当量产量 147.2 百万桶，占公司油气当量总产量 10.1%。

2014 年，公司原油总产量 945.5 百万桶，同比增长 1.4%，可销售天然气产量 3028.8 十亿立方英尺，同比增长 8.1%，油气当量产量 1450.4 百万桶，同比增长 3.6%。截至 2014 年底，公司拥有石油和天然气（含煤层气）探矿权、采矿权总面积 380.4 百万英亩，其中探矿权面积 353.2 百万英亩，采矿权面积 27.2 百万英亩，正在钻探的净井数为 340 口，完成钻探的净井数为 17918 口。

2015 年前三季度，公司生产原油 722.9 百万桶，比上年同期增长 3.3%，其中国内原油产量 606.2 百万桶，比上年同期降低 1.5%；生产可销售天然气 22890 亿立方英尺，比上年同期增长 4.3%；油气当量产量 1104.5 百万桶，比上年同期增长 3.6%，其中海外油气当量产量 143.6 百万桶，比上年同期增长 41.2%。2015 年前三季度，勘探与生产板块面对原油价格同比大幅下跌的不利局面，坚持降本增效，单位操作成本 12.83 美元/桶，比上年同期降低 3.3%，实现经营利润人民币 465.13 亿元，比上年同期人民币 1459.54 亿元降低 68.1%。

表 3 公司资源储备及产量情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2014 年同比变化（%）	2015 年 1~9 月同比变化（%）
原油产量（百万桶）	932.9	945.5	722.9	1.4	3.3

可销售天然气产量（十亿立方英尺）	2801.9	3028.8	2289.0	8.1	4.3
油气当量产量（百万桶）	1400.0	1450.4	1104.5	3.6	3.6
原油探明储量（百万桶）	10820	10593	--	-2.1	--
天然气探明储量（十亿立方英尺）	69323	71098	--	2.6	--
探明已开发原油储量（百万桶）	7220	7254	--	0.5	--
探明已开发天然气储量（十亿立方英尺）	32813	35824	--	9.2	--

资料来源：公司年报和季报。

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。

炼油与化工

公司是中国最大的炼油企业之一，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。

2014 年，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，加工原油 1010.6 百万桶，生产成品油 9267.1 万吨。化工销售加强整体联动和统筹优化，销量稳定增长。炼化重点工程建设有序推进，四川石化

全面投产，云南石化建设加快推进，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。

2015 年前三季度，公司共加工原油 741.7 百万桶，比上年同期降低 0.6%，生产汽油、柴油和煤油 6880.2 万吨，比上年同期增长 1.2%。2015 年前三季度，炼油与化工板块实现经营利润人民币 30.59 亿元，比上年同期经营亏损人民币 87.55 亿元扭亏增利人民币 118.14 亿元。其中炼油业务实现经营利润人民币 16.61 亿元，比上年同期经营利润人民币 25.67 亿元降低 35.3%；化工业务实现经营利润人民币 13.98 亿元，比上年同期经营亏损人民币 113.22 亿元扭亏增利人民币 127.20 亿元。

表 4 公司炼油与化工板块情况

项目	2013 年	2014 年	2014 年同比（%、百分点）	2015 年 1~9 月产量	2015 年 1~9 月同比
原油加工量（百万桶）	992.3	1010.6	1.8	741.7	-0.6
汽、煤、柴油产量（千吨）	90282	92671	2.6	68802	1.2
其中：汽油（千吨）	29294	30688	4.8	23827	5.7
煤油（千吨）	4112	4356	5.9	4035	25.6
柴油（千吨）	56876	57627	1.3	40940	-3.1
原油加工负荷率（%）	87.3	86.1	-1.2 个百分点	--	--
轻油收率（%）	77.6	78.6	1.0 个百分点	--	--
石油产品综合商品收率（%）	93.4	93.8	0.4 个百分点	--	--
乙烯（千吨）	3982	4976	25.0	3595	-2.5
合成树脂（千吨）	6537	7951	21.6	5898	0.2
合成纤维原料及聚合物（千吨）	1218	1293	6.2	989	4.9
合成橡胶（千吨）	665	745	12.0	512	-7.7
尿素（千吨）	3771	2663	-29.4	1788	-16.6

资料来源：公司 2013~2014 年年报和 2015 年三季报。

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，2014年，公司应对成品油市场需求增速放缓、价格低迷等不利局面，科学配置油品资源，优化销售结构和库存运行，提升单站销售能力，推进低效站改造挖潜，加大营销网络开发力度，新投运加油站150座，

运营加油站数量达到20422座。国际业务方面，2014年，公司国际贸易业务保持快速发展，贸易规模和运营质量进一步提升。

2015年前三季度，公司销售汽油、柴油和煤油11929.8万吨，比上年同期增长1.5%。2015年前三季度，受成品油价格大幅下降、需求增速放缓等因素影响，销售板块经营亏损人民币9.78亿元，上年同期经营利润为人民币105.67亿元。

表5 公司国内销售业务情况

项目	2013年	2014年	2014年同比(%、百分点)
汽、煤、柴油销量(千吨)	159133	160878	1.1
其中：汽油(千吨)	52350	59821	14.3
煤油(千吨)	13482	14016	4.0
柴油(千吨)	93301	87041	-6.7
零售市场份额(%)	39.4	39.6	0.2个百分点
加油站数量(座)	20272	20422	0.7
其中：资产型加油站(座)	19710	19806	0.5
单站加油量(吨/日)	10.96	10.78	-1.6

资料来源：公司年报。

天然气与管道

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。

2014年，公司天然气销售统筹自产气、进口气和液化天然气等多种资源，优化市场资源流向，推进高端用户开发，提高销售的质量和效益。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。2014年底，公司国内油气管道总长度为76795公里，其中：天然气管道长度为48602公里，原油管道长度为18107公里，成品油管道长度为10086公里。

2015年前三季度，公司天然气与管道板块

实现经营利润人民币253.84亿元，比上年同期人民币92.34亿元增长174.9%。2015年前三季度，天然气与管道板块销售进口天然气及液化天然气(LNG)净亏损人民币117.71亿元，比上年同期减亏人民币166.16亿元。

总体看，跟踪期内，公司主营业务依然突出，整体业务运行较为平稳，收入规模庞大且保持稳定增长，但受国际油价下跌影响，公司整体利润水平有所下降。

2. 未来发展

2015年，公司预计中国经济发展仍保持适度平稳增长，对石油、天然气的需求有望继续保持刚性增长，国家大力发展清洁能源，推进能源价格、石油天然气体制等改革，为公司业务发展创造有利条件；公司继续实施资源、市场、国际化三大战略，突出集中发展油气业务，加强产、运、销、储、贸全产业链的市场联动能力，深入开展开源节流降本增效，保持生产

经营平稳向好。在勘探与生产业务方面，公司将坚持把资源战略放在首位，立足大盆地，优选风险勘探目标，获取规模发现和新的战略接替，稳步推进致密油勘探，不断扩大勘探成果，推进煤层气项目上产，提高生产效益。在炼油与化工业务方面，公司将着力优化区域布局 and 资源配置，优化工艺路线和产品结构，加强对标管理，安全平稳灵活组织炼化生产，努力提质增效，有序推进重点工程建设，按期建成投产投运油品质量升级项目。在销售业务方面，公司将灵活制定营销策略，优化资源配置和流向，突出优势区域和高效区域开发，提高营销网络开发质量，提升品牌形象，打造销售黄金终端，丰富经营模式，增强盈利能力和市场竞争力。在天然气与管道业务方面，公司将强化资源与市场衔接，持续优化区域和用户结构，继续开发高端高效市场，提升产业链的运行效率和综合效益，公司将继续推进重点骨干管道建设，完善区域性天然气管网，加强已投产储气库运行管理和新储气库建设，不断增强管输和应急调峰能力。在国际业务方面，公司将继续扩大国际油气合作，加快五大油气合作区和四大油气战略通道建设，实现资源引进和上下游一体化协调发展；突出重点项目和高效项目的勘探开发；发挥海外油气运营中心与国际贸易的协同作用，优化资源渠道和贸易节奏，增强资源配置能力和国际化运作水平。

八、财务分析

作为境内外多地上市的公众公司，公司于境内外信息披露采用的会计准则不同。公司按中国企业会计准则（2006年2月15日颁布的《企业会计准则》）准则编制的2012年度财务报告已经普华永道中天会计师事务所有限公司（以下简称“普华永道”）进行审计并出具标准无保留意见的审计报告。2013~2014年度财务报告已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计并出具标准无保留意见的审

计报告。本报告财务分析部分以公司按中国企业会计准则编制的财务报表为准。公司提供的2015年三季度财务数据未经审计。

截至2014年底，公司合并资产总额24053.76亿元，所有者权益（含少数股东权益）13177.60亿元。2014年公司实现合并营业收入22829.62亿元，利润总额1567.68亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额23723.42亿元，所有者权益（含少数股东权益）13110.84亿元。2015年1~9月公司实现合并营业收入13051.05亿元，利润总额478.58亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司勘探与生产板块收入、炼油与化工板块收入和销售板块收入略有下降，但天然气与管道板块业务收入规模稳步增长，公司营业收入规模较上年略有上升。2014年，公司营业收入为22829.62亿元，同比增长1.10%；公司营业成本为17353.54亿元，同比增长1.97%。2015年1~9月，公司营业收入为13051.05亿元，同比减少25.62%。

从期间费用情况来看，跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司财务费用及销售费用相应保持增长态势，其中财务费用受债务规模扩大的影响，同比增长13.61%；公司管理费用有所下降，同比下降6.59%。受管理费用下降影响，公司三费收入占比由2013年的7.64%下降至2014年的7.56%。

从非经营性收益来看，2014年，公司投资收益为122.97亿元，同比增长14.19%，主要为按权益法享有或分担的被投资公司净损益的份额；公司营业外收入为132.74亿元，同比下降65.73%，主要为中国政府对进口天然气（包括液化天然气）按一定比例返还的进口环节增值税。

从盈利指标看，2014年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年有所下降，分别从2013年的14.07%、9.36%和11.20%，下降至2014年的14.01%、7.64%和9.03%。2015

年 1~9 月，公司营业利润率为 12.96%，盈利能力下降明显。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持稳定，但受国际油价大幅下跌影响，公司整体盈利水平下降明显。

2. 现金流及保障

跟踪期内，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 年公司现金收入比为 117.32%，同比增长 0.65 个百分点，收入实现质量仍处于较好水平。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3564.77 亿元，比 2013 年上升 23.55%，主要是由于公司推进资金紧平衡管理，加强库存管理，营运资金增加。

2014 年，公司处置固定资产及其他长期资产减少，投资活动产生的现金流入量有所下降，同时由于上年同期以部分管道净资产及其业务合资合作增加资金的影响，公司投资活动使用的现金流量净额为 2908.38 亿元，比 2013 年上升 9.13%。

跟踪期内，公司新增借款净额比上年同期增长，2014 年，公司取得借款收到的现金为 7436.02 亿元，同比增长 23.68%；公司偿还债务规模同比增长 27.88%；公司筹资活动现金流量净额为-443.12 亿元，净流出较 2013 年的 -122.39 亿元有所扩大。

2015 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1993.41 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1392.70 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-376.43 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量规模大且较为稳定，收入实现质量好，公司对外部融资需求有所减弱。

3. 资本及债务结构

资产方面，截至 2014 年底，公司资产总额为 24053.76 亿元，同比增长 2.71%，其中非流动资产占 83.73%，占比较 2013 年底上升 2.13

个百分点，是资产的主要构成部分。截至 2014 年底，公司流动资产合计 3913.08 亿元，同比下降 9.20%，减少主要源自应收账款及存货的减少，较上年底分别减少 17.06%和 26.89%，其中存货减少的为原料及产成品；其余科目变化不大。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 20140.68 亿元，同比增长 5.39%，主要系固定资产和油气资产增加所致。截至 2015 年 9 月底，公司资产总额为 23723.42 亿元，较 2014 年底下降 1.37%，其中非流动资产占 82.72%，资产构成较 2014 年底变化不大。

所有者权益方面，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 13177.60 亿元，同比增长 3.77%，归属于母公司所有者权益合计 11760.10 亿元，同比增长 3.81%，其中股本占 15.56%，资本公积占 9.82%，专项储备占 0.88%，盈余公积占 15.71%，未分配利润占 59.71%，各项占比较 2013 年底变化不大。截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 13110.84 亿元，较 2014 年底减少 0.51%，权益构成较 2014 年底变化不大。同期，公司专项储备 140.89 亿元，较 2014 年底增长 36.19%，主要源自安全生产费的净增加；公司其他综合收益-315.85 亿元，主要是由于部分海外资源国货币贬值造成外币报表折算差额增加。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

负债方面，截至 2014 年底，公司负债合计 10876.16 亿元，同比增长 1.45%，其中流动负债占 53.31%，非流动负债占 46.69%，流动负债占比较 2013 年底有所下降。截至 2014 年底，公司流动负债为 5798.29 亿元，同比下降 10.17%，主要一年内到期的非流动负债规模下降 34.29%所致；其他应付款为 544.76 亿元，较 2013 年底大规模大幅增长 101.58%，主要为收到的押金、定金、保证金及应付代垫款项增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债为 5077.87 亿元，同比增长 19.03%，主要系长期借款增长 41.14%所致；公司应付债券减少 21.56%，主要系偿还 2009 年公司募集的 150

亿元“09中油股MTN3”中期票据所致。截至2015年9月底,公司负债总额为10612.58亿元,较2014年底减少2.42%,负债结构较2014年底变化不大。

债务方面,随着负债规模的扩大,以及一年内到期债务的增长,公司各项负债指标有所波动。截至2014年底,公司全部债务为5451.98亿元,同比增长9.82%,其中长期债务占67.92%,短期债务占32.08%,债务结构中短期债务占比有所下降。截至2014年底,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45.22%、29.27%和21.94%,分别较2013年下降0.56个、上升1.16个和2.68个百分点。截至2015年9月底,公司全部债务为5625.43亿元,较2014年底增长3.18%,其中,短期债务占30.48%,长期债务占69.52%,债务结构较2014年底变化不大,但债务规模有所增加。截至2015年9月底,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44.73%、30.02%和22.98%。

整体来看,公司资产规模大,资产质量较高,公司所有者权益规模大,自有资本充裕。跟踪期内,公司债务规模有所增长,债务负担有所加重,但公司整体债务负担轻。

4. 偿债能力

跟踪期内,从短期偿债能力看,截至2014年底,流动比率和速动比率分别为67.49%和38.86%,较2013年有所上升;截至2015年9月底,流动比率和速动比率分别为77.16%和50.65%,较2014年底有所上升。2014年公司经营现金流动负债比为61.48%,同比有所上升。整体看,经营现金流入量大且回款较快,公司短期偿债能力较好。

长期偿债能力方面,截至2014年底,公司资产负债率为45.22%,资产负债水平适中。2014年公司全部债务/EBITDA为1.54倍,EBITDA利息倍数为13.28倍,长期偿债指标较2013年略有弱化,但仍处于优良水平。整体看,

公司长期偿债能力很强。

公司与各家商业银行保持密切的合作关系,公司间接融资渠道通畅。此外,作为境内外三地上市公司,公司还可通过境内外资本市场进行股本融资和债务融资,具有广泛的融资渠道和较强的融资能力。

截至2014年底,公司不存在重大诉讼或仲裁事项,且无对外担保。

公司于2010年2月和5月分别发行了额度为110亿元、期限为7年的“10中油股MTN1”,和额度为200亿元、期限为7年的“10中油股MTN2”,以及额度为200亿元、期限为5年的“10中油股MTN3”(已如期兑付),于2015年5月5日发行额度为200亿元、期限为3年的“15中油股MTN001”,于2015年10月9日发行额度为200亿元、期限为5年的“15中油股MTN002”。以上存续债券中,一年以上到期的债券合计710亿元。

2014年公司经营活动现金流入量为26981.88亿元,为“15中油股MTN002”发行额度的134.91倍,对一年以上到期的债券合计的覆盖倍数为37.74倍;2014年公司经营活动现金流量净额为3564.77亿元,为“15中油股MTN002”发行额度的17.82倍,对一年以上到期的债券合计的覆盖倍数为4.99倍;2014年公司EBITDA为3540.68亿元,为“15中油股MTN002”发行额度的17.70倍,对一年以上到期的债券合计的覆盖倍数为4.95倍。综合分析,公司经营活动现金流和EBITDA对公司待偿债券的保障程度很高。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录,公司无逾期或违约偿付记录,过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

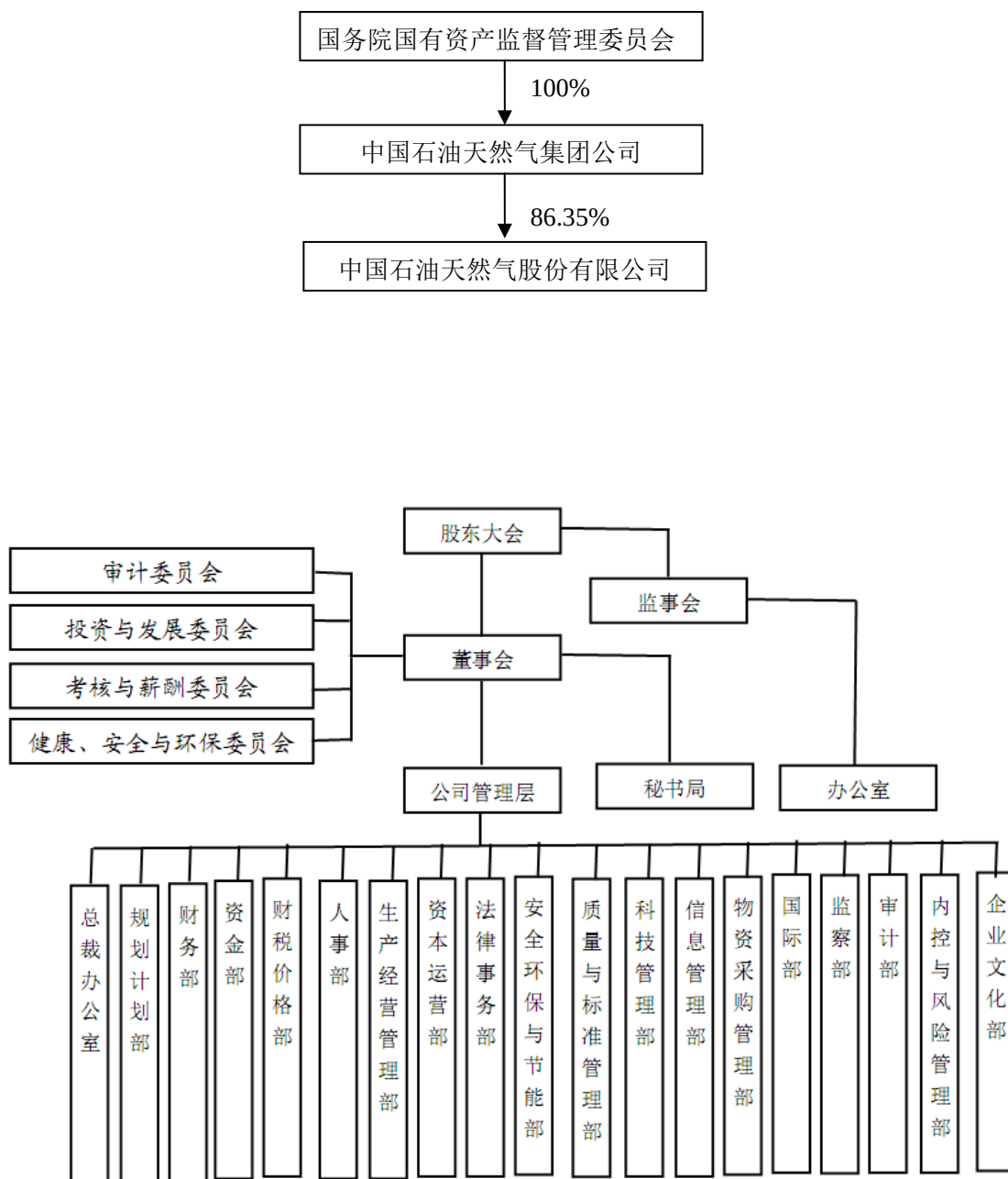
公司为中国最大的油气生产销售商和大型炼油及化工产品生产商之一,在企业规模、行

业地位、经营垄断性、财务稳定性等方面具有明显优势。综合考虑，公司整体抗风险能力极强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持中国石油天然气股份有限公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 中油股 MTN002”AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	599.34	716.10	888.48	1056.91
资产总额(亿元)	21688.37	23420.04	24053.76	23723.42
所有者权益(亿元)	11807.66	12699.08	13177.60	13110.84
短期债务(亿元)	1535.12	1935.99	1748.97	1714.65
长期债务(亿元)	2937.74	3028.62	3703.01	3910.78
全部债务(亿元)	4472.86	4964.61	5451.98	5625.43
营业收入(亿元)	21952.96	22581.24	22829.62	13051.05
利润总额(亿元)	1668.10	1780.16	1567.68	478.58
EBITDA(亿元)	3355.09	3606.18	3540.68	--
经营性净现金流(亿元)	2392.88	2885.29	3564.77	1993.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.15	29.55	31.64	--
存货周转次数(次)	8.25	7.72	8.83	--
总资产周转次数(次)	1.07	1.00	0.96	--
现金收入比(%)	116.29	116.67	117.32	115.58
营业利润率(%)	14.32	14.07	14.01	12.96
总资本收益率(%)	9.14	9.36	7.64	--
净资产收益率(%)	11.06	11.20	9.03	--
长期债务资本化比率(%)	19.92	19.26	21.94	22.98
全部债务资本化比率(%)	27.47	28.11	29.27	30.02
资产负债率(%)	45.56	45.78	45.22	44.73
流动比率(%)	68.99	66.76	67.49	77.16
速动比率(%)	31.73	31.59	38.86	50.65
经营现金流流动负债比(%)	41.63	44.70	61.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.62	13.38	13.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.33	1.38	1.54	--

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级