信用等级公告

联合〔2019〕1352 号

联合资信评估有限公司通过对中国石油天然气股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，并维持“15 中油股 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国石油天然气股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额（亿元）	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 中油股 MTN002	200	2020/10/12	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	979.31	1227.77	855.98	1160.14
资产总额(亿元)	23969.50	24049.10	24325.58	26344.48
所有者权益(亿元)	13730.28	13816.10	14109.43	14267.00
短期债务(亿元)	1433.84	1754.17	1377.38	1354.90
长期债务(亿元)	3728.87	2898.58	2694.22	3110.45
全部债务(亿元)	5162.71	4652.75	4071.60	4465.35
营业收入(亿元)	16169.03	20158.90	23535.88	5910.41
利润总额(亿元)	451.92	530.83	1152.00	245.84
EBITDA(亿元)	2781.91	2949.23	3395.60	--
经营性净现金流(亿元)	2651.79	3666.55	3515.65	620.22
营业利润率(%)	11.96	11.68	13.31	11.22
净资产收益率(%)	2.14	2.66	5.13	--
资产负债率(%)	42.72	42.55	42.00	45.84
全部债务资本化比率(%)	27.71	25.62	22.39	23.84
流动比率(%)	76.45	73.73	73.86	87.93
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	1.58	1.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.73	12.08	14.29	--
经营现金流动负债比(%)	53.11	63.58	59.95	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；现金类资产为公司各报告期现金及现金等价物余额；受会计准则调整影响，公司未披露 2018 年底及 2019 年 3 月底应付票据余额，为保持数据一致性，将各年度短期债务剔除应付票据进行讨论

分析师：黄 露　李博恒
邮箱：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）
网址：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、产业链完整性、财务稳定性等方面保持明显优势。

跟踪期内，受国际原油价格上涨影响，公司上游盈利能力得到较大提高，收入规模与毛利率水平均同比有较大提升；公司炼油与化工、销售、天然气与管道业务收入规模均有所增长；公司资产质量保持良好，债务负担轻，经营活动现金流充沛，整体偿债能力极强。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，由于公司为全产业链大型能源公司，原油生产均价大幅提升压缩下游炼油与化工、销售板块的利润水平，造成其他板块毛利率有所下降。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“15 中油股 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 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、产业链完整性、财务稳定性等方面保持明显优势。
2. 公司资产质量良好，有息债务负担轻，收入实现质量高，财务风险极低。跟踪期内，公司营业收入和利润水平同比增长。
3. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续债券均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影响较大。

2. 公司外汇规模较大，面临较大的汇兑损益风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国石油天然气股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国石油天然气股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国石油天然气股份有限公司（以下简称“公司”或“中国石油”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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有限公司（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 2018 年底，公司总股本为 1830.21 亿股，中国石油集团持股比例为 81.03%[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”）。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 24325.58 亿元，所有者权益 14109.43 亿元（含少数股东权益 1963.73 亿元）；2018 年公司实现合并营业收入 23535.88 亿元，利润总额 1152.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 26344.48 亿元，所有者权益 14267.00 亿元（含少数股东权益 2005.26 亿元）；2019 年 1—3 月公司实现合并营业收入 5910.41 亿元，利润总额 245.84 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2015年10月12日发行200亿元“15中油股MTN002”，全部用于偿还公司本部金融机构借款，该票据期限5年，每年付息一次，将于2020年10月12日到期。跟踪期内，公司按期完成了上述债券的付息。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分

[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（占公司股本0.16%）。

别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”

沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业概况

1. 行业概况

石油产品是重要的战略资源，是仅次于煤炭的第二大能源消费品，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。石油化工行业链条包括原油开采、炼制、成品油销售和石化产品再加工，以及天然气工业，在国民经济中占有举足轻重的地位。石油产品种类繁多，并与其他化工链条存在交叉。作为重要的战略性支柱行业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，且行业发展受国家多方位管控，进入壁垒较高。

原油生产及供应

原油是炼油企业重要的优质原材料，为不可再生资源，2017 年中国原油产量 1.92 亿吨，同比下降 4.00%，产量创 2010 年以来新低；天

然气产量（含煤层气，下同）1474.2 亿立方米，同比增长 8.50%。2018 年前三季度原油产量 1.41 亿吨，同比下降 2.19%；天然气产量（含煤层气，下同）1161.70 亿立方米，同比增长 6.85%。中国原油储量在世界仅排第 12 位，已探明的石油储量占全球石油总储量的 1.30%，但中国的油品消费量在世界却名列前茅，自身储量不足成为中国炼油行业长期发展的重要瓶颈，当前所需能源缺口主要依靠进口弥补。

中国原油市场的对外依赖程度较高，2017 年中国原油进口量达 4.20 亿吨，同比增长 10.12%，已超越美国成为世界第一大原油进口国。2017 年中国原油供应进口依赖程度达 69.31%，同比上升 3.39 个百分点；2018 年前三季度中国原油对外依存度达 70.31%、天然气对外依存度达 43.00%，显示出中国油气对外依赖程度增加，原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。

国际市场原油价格主要受供需两方面影响，供给方面影响因素主要来自石油输出国，特别是石油输出国组织（OPEC）的石油产量政策以及经济合作与发展组织的石油储备，需求因素主要是世界经济的发展状况；短期影响因素包括金融危机、军事冲突及国际金融资本炒作等。国际原油价格的参照标准主要是纽约 WTI 期货价格和北海布伦特期货价格。国内原油定价方面，2009 年 5 月国家发改委公布的《石油价格管理办法》中规定：国内市场原油价格由企业参照国际市场价格自主制定；中石化和中石油之间互供原油价格由购销双方按国产陆上原油运达炼厂的成本与国际市场进口原油到厂成本相当的原则协商确定；中石化、中石油供地方炼厂的原油价格参照两个集团公司之间互供价格制定；中海油及其他企业生产的原油价格参照国际市场价格由企业自主制定。

从近年来原油市场价格变化来看，2013 年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为 108.70 美元桶，同比下降 2.97 美元/桶，WTI 原油期货结算（连续）全年平均价格为 98.05 美元/桶，同比增长 3.91 美元/桶。2014 年上半年，原油现货价格整体延续了 2013 年的波动走势，但下半年受美联储退出 QE、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作及欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，降至 45~55 美元/桶的低位。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，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，2017 年 OPEC 和俄罗斯减产执行顺利，基本完成减产目标，11 月 30 日 OPEC 大会上沙特、俄罗斯、伊拉克等国延长减产协议 9 个月至 2018 年底，截至 2017 年 12 月底，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和 WTI 原油期货结算（连续）价格分别上升至 66.51 美元/桶和 60.42 美元/桶；2018 年原油期货价格震荡上升，截至 2018 年 9 月底，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和 WTI 原油期货结算（连续）价格分别为 82.74 美元/桶和 73.25 美元/桶，较 2017 年底分别上升 24.40%和 21.23%。2018 年 10 月开始，原油价格结束了 2016 年以来的上涨趋势，受 OPEC 减产不及预期、美国原油库存超预期增长及美国对伊朗制裁不力等多方面因素影响，原油价格快速下跌，从 10 月初北海布伦特原油约 85 美元/桶的期货结算价快速下跌至 2018 年 11 月底约 58 美元/桶的价格，2 个月时间原油期货价格下跌近 32%。

展望 2019 年，原油仍然受到美国原油供给量不断上升、美国对伊朗制裁缓和及 OPEC 减产力度存疑等因素影响，价格上涨缺乏供需基本面的支撑，但是也应看到，在较为复杂的国际政治局面下，突发的地缘政治事件会在短时间内刺激原油价格出现较大变化，整体原油价格变动存在较大的不确定性。

总体来看，中国原油供给量不大，但油品

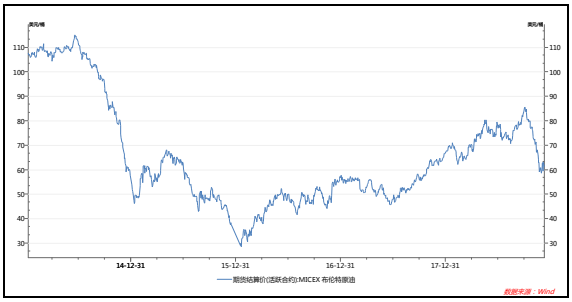
需求大，对外依存程度很高；原油定价市场化及国际化程度高，中国原油定价受国际原油价格影响很大，近年来原油价格波动明显，给全行业企业经营业绩的稳定性带来一定影响。

原油定价

国际市场原油价格主要受供需两方面影响，供给方面影响因素主要来自石油输出国，特别是石油输出国组织（OPEC）的石油产量政策以及经济合作与发展组织的石油储备，需求因素主要是世界经济的发展状况；短期影响因素包括金融危机、军事冲突及国际金融资本炒作等。国际原油价格的参照标准主要是纽约WTI期货价格和北海布伦特期货价格。国内原油定价方面，2009年5月国家发改委公布的《石油价格管理办法》中规定：国内市场原油价格由企业参照国际市场价格自主制定；中石化和中石油之间互供原油价格由购销双方按国产陆上原油运达炼厂的成本与国际市场进口原油到厂成本相当的原则协商确定；中石化、中石油供地方炼厂的原油价格参照两个集团公司之间互供价格制定；中海油及其他企业生产的原油价格参照国际市场价格由企业自主制定。

从近年来原油市场价格变化来看，2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为108.70美元桶，同比下降2.97美元/桶，WTI原油期货结算（连续）全年平均价格为98.05美元/桶，同比增长3.91美元/桶。2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作及欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，降至45~55美元/桶的低位。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，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，2017年OPEC和俄罗斯减产执行顺利，基本完成减产目标，11月30日OPEC大会上沙特、俄罗斯、伊拉克等国延长减产协议9个月至2018年底，截至2017年12月底，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别上升至66.51美元/桶和60.42美元/桶；2018年原油期货价格震荡上升，截至2018年9月底，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别为82.74美元/桶和73.25美元/桶，较2017年底分别上升24.40%和21.23%。2018年10月开始，原油价格结束了2016年以来的上涨趋势，受OPEC减产不及预期、美国原油库存超预期增长及美国对伊朗制裁不力等多方面因素影响，原油价格快速下跌，从10月初北海布伦特原油约85美元/桶的期货结算价快速下跌至2018年11月底约58美元/桶的价格，2个月时间原油期货价格下跌近32%。

图1 近年来原油价格变动情况（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

石油加工

石油加工业是石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。石油加工业是石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。目前中国的炼油行业呈现出以两大集团为主导，多方竞争共存的多元化格局。自1998年两大集团重组以来，由于实现了上下游一体化和产供销一体化，中国炼油企业和炼厂的发展步伐明显加快，在国际炼油业中的地位不断提升。

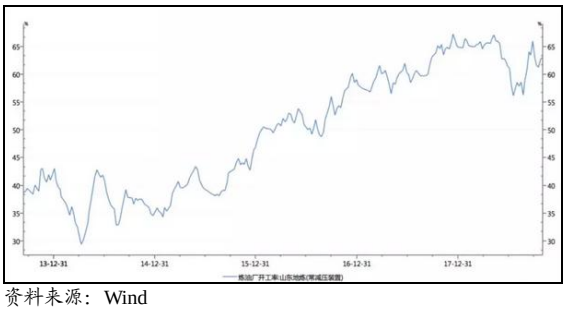
2017年全国原油加工能力7.72亿吨/年，占全球炼油能力的15.76%，居世界第二位。

2017 年新增能力 4000 万吨/年，新增仍主要来自于国有企业，而地方炼油企业为取得“两权”淘汰落后能力 2240 万吨/年，行业同比净增 1760 万吨/年。截至 2017 年底，三大国有石油公司炼油能力占全国炼油能力的 66.14%，地方炼油企业占 31.40%，其他为煤基油品及外资企业产能。虽然近几年大量落后产能遭到淘汰，但随着国内炼油能力重拾增长，过剩形势还将持续加剧，初步估计目前中国炼油能力在计入必要的出口后仍至少过剩约 8000 万吨/年。随着近年来国家不断推进行业改革和转型升级，小型、单位能耗偏高的一次落后产能淘汰加速，千万吨级项目不断落地，炼厂平均规模逐年提升，截至 2017 年底，全国千万吨级炼厂共 25 家，较上年底增加 1 家，合计炼油能力 3.37 亿吨/年，占全国的 43.7%，较上年提高 1.7 个百分点，显示出行业规模化发展态势。惠州炼厂成为中国第四家 2000 万吨/年级世界级炼厂。虽然中石化、中石油的炼厂平均规模已基本达到世界炼厂平均规模，分别为 743 万吨/年和 746 万吨/年，但由于国内其他炼油企业规模较小，国内炼厂平均规模仅 413 万吨/年，与世界炼厂平均规模 754 万吨/年仍有较大差距。

对于石油加工企业来说，其主要盈利在于赚取原料油采购价与成品油售价的差额，2017 年下半年开始原油价格持续上升，虽然短期内提高了原料油储备高的炼油企业的盈利水平，但长远来说给炼油企业带来了一定的成本控制压力，2018 年 10 月开始原油价格快速走跌，影响了石油炼制企业的经营稳定性，持有大量原油/成品油存货的企业将面临一定的跌价风险。

原油加工量方面，2017 年原油加工量继续保持增长，加工量 5.68 亿吨，同比增长 5.0%；全国炼厂开工率同比上升 1.9 个百分点至 73.7%的近年来最高水平；2018 年前三季度原油加工量为 5.05 亿吨，同比增长 20.81%，主要系在进口原油使用配额发放及原油价格持续攀升的情况下，地方炼厂开工积极性较高所致。同时，原油加工呈现出地方炼油企业开工率提高、大型国有石油公司炼油开工率下降的分化，以往二者巨大的产能利用率差距得以收窄，以最为典型的山东地炼常减压装置开工率为例，2015 年以来开工率呈上升趋势，2018 年初上升至近年来最高点约 67%，受环保及会议召开等因素影响，开工率在 2018 年二季度出现明显回落，三季度开工率快速回升。成品油生产方面，2017 年全国成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.58 亿吨，增长 3.0%，其中，柴油产量 1.83 亿吨，增长 2.4%；汽油产量 1.33 亿吨，增长 3.0%。汽煤柴油收率受部分馏分油转而生产化工用油影响，略微下降，炼厂生产柴汽比与上年基本持平。汽煤柴油净出口量经过两年的高速增长后大大放缓，同比仅增长 6.8%，吨油利润连续 3 年实现增长

图 2 山东地炼常减压装置开工情况（单位：%）



资料来源：Wind

由于历史以及地区发展不平衡等原因，中国炼油能力及布局与经济发展不完全匹配。西南、华南等部分区域能力不足，需要调入，而东北、西北等地区能力明显过剩，大量外运。中国成品油目前总体的主要流向大致呈“北油南运”、“西油东调”的格局。

中国炼油工业布局特点：一是靠近油源。黑龙江、辽宁、新疆、陕西、甘肃等省是中国主要石油产地，油田周围建立起大型炼厂就地加工炼化，便于节省运输成本，也带动当地经济，创造就业；二是靠近市场。珠三角、长三角环渤海是中国经济最发达的地带，也是中国主要的成品油消费市场，广州石化、茂名石化、上海石化、金陵石化、镇海炼化、大连石化等大型炼厂均集中于这些地区，贴近市场，能较

好地满足市场需要。环渤海湾、长江三角洲和珠江三角洲是国内三大炼化产业集群区，集中了全国约七成的炼油能力；三是靠近沿海沿江。大连、天津、上海、镇海、茂名、南京、武汉等地炼厂由于有沿海、沿江码头，便于原油资源的运达。

地炼企业，即除三大石油公司（中石油、中石化及中海油），其他大型央企（中国化工、中化集团）之外的地方炼油企业，对于中国成品油市场稳定供给发挥着重要的作用，由于中石油、中石化占据着中国原油勘探开采的垄断地位且具有绝对份额的原油进口权及成品油销售能力，再加上 2015 年以前国家对原油进口资质进行严格限制，地炼企业获得的原油远不足以满足其生产需求，只能依靠少量不稳定的原油和大量高成本的燃料油，许多地炼企业因油源问题开工不足甚至停工检修，因此长期以来，油源问题一直是制约地炼企业发展的重要因素之一。

2015 年 2 月 16 日，国家发改委发布《关于进口原油使用管理有关问题的通知》，宣布允许符合条件的地炼厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油，此后，地方炼厂开始积极申请进口原油使用权；2015 年 7 月 22 日，商务部发布了《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，降低了非国营企业进口原油的要求。2017 年 4 月 27 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》，自 2017 年 5 月 5 日起，国家发改委停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料，对 2017 年 5 月 4 日前已按规定完整提交申报材料的企业，继续开展后续核查评估等工作。截至 2018 年 10 月底，已批及公示中的进口原油使用配额达 1.30 亿吨。

石油炼化加工过程主要包括一次加工、二次加工和三次加工三个阶段。其中，一次加工是将原料油加入常减压装置，用蒸馏的方法分离成轻重不同馏分，以拔出原料中所含的化工汽油和柴油，包括原油预处理、常压蒸馏和减压蒸馏。二次加工是通过催化裂化、石油焦化和加氢裂化从而达到重油轻质化的过程，又称为重质油深加工；三次加工主要指将二次加工产生的各种气体进一步进行脱硫加氢的处理，实现精细脱硫和加氢稳定，产生标准气态油。受资金及原料油品质限制，很多地方炼厂尤其是地炼企业投建炼化装置并不是一步到位的，而是以常减压装置、催化裂化装置、延迟焦化装置、加氢精制装置、催化重整装置及烯烃深加工装置的顺序添加，存在产业链匹配性较差问题。在以一次常减压规模判断企业加工实力时期，尽管开工率较低，地炼企业仍扩张常减压装置，因此装置结构普遍存在常减压规模很大但二、三次加工能力不足的“头重脚轻”现象，在当前环保压力趋严、对油品质量要求不断提升的情况下，常减压装置过大而综合加工能力不足的企业很难保障其达标油品的生产，部分原料油只能经过常减压装置进行“粗加工”，缺乏二、三次加工的地炼企业某种程度上成为了可生产优质油品企业的代工厂。

总体来看，由于资源赋存和地区发展等原因，中国成品油流向大致呈“北油南运”、“西油东调”的格局，炼油能力集中于山东、辽宁和广东等省份；近年来中国石油天然气行业迅速发展，炼油产能大幅增长，原油加工量也持续增长，但在行业迅速发展的同时也出现了炼油产能过剩较为严重、地炼企业过去盲目扩张常减压装置，装置较为落后，油品质量较差等问题；2017 年下半年开始原油价格持续攀升，虽然短期内提高了原料油储备高的炼油企业的盈利水平，但长远来说给炼油企业带来了一定的成本控制压力，2018 年 10 月开始原油价格快速走跌，影响了石油炼制企业的经营稳定性。

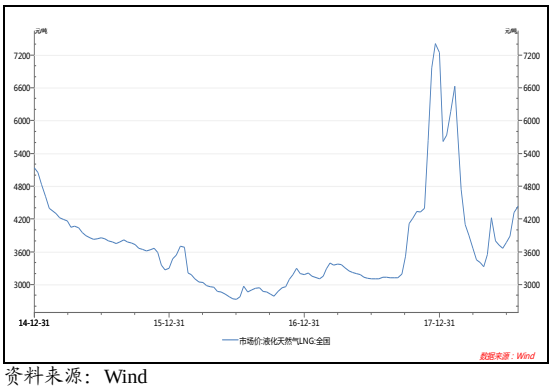
下游销售

成品油、天然气和化工产品（即石脑油制化工品）销售为石油化工行业下游，其中又以成品油和天然气销售为主。2017 年中国石油及天然气表观消费量 7.99 亿吨（油当量），同比

增长 7.4%，增速较上年加快 3.1 个百分点。其中，原油表观消费量 6.07 亿吨，增长 5.0%；天然气表观消费量 2393.90 亿立方米，增长 15.3%，占石油天然气比重为 27.0%，同比提高 1.8 个百分点。随着工业、交通、房地产等领域出现回暖，拉动成品油消费重归增长区间，2017 年全国成品油消费量约为 3.25 亿吨，同比增长 3.2%，回升 3.7 个百分点，其中汽油消费结构较为单一，主要需求来自机动车群体的下游需求，2017 年汽油消费量在乘用车销量下滑、限行限售、新能源汽车与共享出行等因素冲击下，全年表观消费量 1.23 亿吨，增速仅为 3.0%；中国工业生产回升、煤炭运输回暖、快递物流高速增长，拉动柴油消费重归正增长。全年柴油消费量 1.68 亿吨，同比增长 2.0%，增速较上年回升 7.0 个百分点；煤油需求主要集中于民航用油，受航空、货运周转量持续高增长影响，煤油需求强劲，表观消费量为 0.33 亿吨，同比增长 10.5%，增速回升 1.3 个百分点，同时净出口有所减少，反映出航空业内需仍在扩张。在中国经济增速放缓的大背景下，预计未来成品油需求难以高速增长。2018 年前三季度汽、柴油表观消费量分别为 0.94 亿吨和 1.19 亿吨，同比分别增长 2.88%和下降 0.36%。

天然气方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2017 年全国天然气消费量保持高速增长，全年天然气(含页岩气、煤层气)表观消费量约为 2352 亿立方米左右，同比增长 17.0%，占一次能源总消费量比重已达到 7.0%，消费增量创历史新高；2018 年前三季度天然气表观消费量 2037 亿立方，同比增长 17.44%。中国天然气产量与消费量缺口巨大，对进口依赖增加，且季节性供求矛盾明显，河北、山东、山西、陕西和河南等省份部分地区 2017 年冬季甚至出现供应紧张和限量、断供情况，尽管政府部门通过推动上游供气企业加大气田产量与采购 LNG 现货、压减非居民用户等方式保障居民生活和采暖用气，但市场仍存在较大供需缺口，因此 2017 年四季度至 2018 年一季度液化天然气价格呈现出迅速攀升的特点，2018 年二季度随着供暖季结束，民用天然气需求下降，液化天然气价格大幅回落。

图 3 液化天然气 LNG 市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2. 行业政策

石油化工行业当前仍受国家多方面的监管，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，行业总体发展规划、生产总量、进口规则、定价等由国家能源局、国家发改委等统筹规划，税收由国家财政部和国家税务总局共同管控，而作为高危高污染行业，石油化工行业在环保、安全等方面由国家环保和安全生产单位密切监控。

总体政策导向方面，国家能源局发布《2018 年能源工作指导意见》，政策取向强调注重绿色低碳发展、注重提高能源供给体系质量、注重提高能源系统效率、注重依靠创新驱动发展、注重保障和改善民生、注重开放合作共赢发展和深化能源依法治理实践。重点目标包括全国能源消费总量控制在 45.50 亿吨标准煤左右、非化石能源消费比重提高到 14.3%左右、天然气消费比重提高到 7.5%左右和煤炭消费比重下降到 59.0%左右。该政策表明 2017 年国内原油开采水平将维持 1.90 亿吨左右水平，原油对外依存度可能进一步加大，同时天然气及下游相关化工产业将持续利好。从近年来多个行业政策文件解读来看，环保和油品质量升级仍是行业政策重心，国六标准油品炼油装置改造方

案和时间表得以明确，并对加快淘汰炼油行业落后产能、提高炼厂能效和研究实施炼油行业能效领跑者计划加以了强调。

成品油定价方面，目前全国成品油价格仍然按照 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，实行政府指导价和政府定价，其中汽、柴油零售价格和批发价格，向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应汽、柴油供应价格，实行政府指导价；向国家储备和新疆生产建设兵团供应汽、柴油供应价格，实行政府定价。当国际市场原油价格低于每桶 40 美元(含)时，按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 40 美元低于 80 美元(含)时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元(含)时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。调价生效时间为调价发布日 24 时。当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。2017 年共出现 25 轮调价周期，其中因调幅不足 50 元/吨而搁浅共有 8 次，调价窗口正常开启 17 次，其中 11 次上调、6 次下调。年内汽油累计上调 435 元/吨，柴油累计上调 420 元/吨。

税收政策方面，中国成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税，还包含一些地方性的教育费附加税。除消费税外，其他税种均按照油价比例征收。成品油消费税是 15 个应税消费品大项中的一项，税目项下还包括七个子目，即汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油。2015 年以来，成品油消费税为汽油 1.52 元/升，柴油 1.2 元/升，对应的消费税约合汽油 2082 元/吨和柴油 1404 元/吨。2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读，宣布对消费税征收管理方法实施改革，对成品油经销企业的开票方式，开票金额及开票限额均作出规定，并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前（包括 3 月 10 日），将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制，并为成品油价格市场化做出准备。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开，印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染物防治工作，并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换，并禁止销售普通柴油。同时，2020 年起，全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称“国六”标准）的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，对行业落后产能将产生较大的淘汰压力。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，提出打造一批化工类国家新型工业化产业示范基地，形成若干个世界一流水平的石化产业基地、现代煤化工产业示范区；城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园全面启动，新建化工项目全部进入合规设立的化工园区。这一文件强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工行业绿色集群化发展。

3. 行业发展

炼油行业集群化发展

近年来国内炼油行业呈现小型产能不断淘汰、中型产能整合发展、大型产能项目不断落

地的发展态势。按照国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》，未来炼化产业将优化布局，拥有更低吨成本、更强全厂优化能力和更灵活生产方案的千万吨世界级大型炼化项目将不断落成。2016 年 9 月工业和信息化部印发《石化和化学工业发展规划（2016—2020）》，指出有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，目前多个项目正在有序推进，炼油行业“多、小、散、乱”的格局或将发生改变。

成品油市场竞争将进一步加剧

地方炼油企业在原油进口和使用权放开、企业装备水平大幅提升的背景下，2017 年开始全国范围成品油价格战愈演愈烈。据中国石油集团经济技术研究院估测，2018 年，地方民营炼油企业汽柴油产量的市场份额将由 2017 年的 21.5%增至 23.6%。随着中国炼油能力连增两年且增速扩大，2018 年炼油能力将过剩近 1 亿吨。即使在开工率较低的情景下，国内成品油资源仍将过剩 4500 万吨以上，出口压力较大，国内市场竞争形势将更为严峻。2018 年下半年，随着新建成炼厂的先后投产运行，国内成品油市场的竞争将更为激烈。

进入“十三五”后，新规划的炼化产能被化工产品需求驱动，石油需求从燃料向材料转变。特别是化纤企业，在发展过程中逐步希望摆脱原料制约，开始拓展上游炼油业务。恒力石化、浙江石化和盛虹石化即将投产或新建大型炼化一体化项目，这也将进一步加剧炼油行业竞争。

市场化改革将不断推进

上海国际能源交易中心于 2018 年 3 月 12 日宣布，中国原油期货已于 2018 年 3 月 26 日开始上市交易，正式为中国原油定价与交易放开提供市场运作平台，这是中国石油化工行业市场化的里程碑。同时，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的要求，2018 年中国成品油价格改革还将进一步推进并完善。随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

产业链向深加工延伸

地方炼油企业尤其是山东地区企业主产品仅是汽柴油，化工产品占比小，炼化一体化水平低，产业链条短，严重制约了行业的转型升级，部分山东地炼行业企业也在谋求转型升级。中国乙烯、芳烃（PX）等为代表的大宗基础原料进口量较大，化工新材料、工程塑料、高端聚烯烃及特种橡胶等高端产品的自给率偏低，严重依赖于进口。国内成品油过剩的局势驱使地炼行业企业加速转型升级、产品从油品向高附加值化学品转变。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司发行的美国存托证券、H 股及 A 股于 2000 年 4 月 6 日、2000 年 4 月 7 日及 2007 年 11 月 5 日分别在纽约证券交易所、香港联合交易所有限公司及上海证券交易所挂牌上市。截至 2018 年底，公司总股本为 1830.21 亿股，中国石油集团持股比例为 81.03%，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

公司是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，是中国销售收入规模最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。广泛从事与石油、天然气有关的各项业务，主要包括：原油和天然气的勘探、开发、生产和销售；原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售；基本石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售；天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售。

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。国内勘探方面，截至 2018 年底，公司拥有证实已开发储量合计原油 58.43 亿桶（其中国内

52.03 亿桶），天然气 40128.2 十亿立方英尺（国内 38433.2 十亿立方英尺）；证实未开发储量合计原油 17.98 亿桶（其中国内 16.26 亿桶），天然气 36338.8 十亿立方英尺（国内 36046.9 十亿立方英尺）。

炼油炼化方面，公司是中国第二大石油产品生产商，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炼厂，通过炼油厂以及润滑油生产企业从事炼油业务，通过化工厂和销售分公司具体从事化工产品的生产及销售。由于公司上下游一体化的产业结构、炼油与销售板块可从勘探与生产板块获得稳定的原油供应。公司石油炼制产品包括汽油、柴油、煤油、润滑油及燃料油等，部分成品油作为公司化工业务的原料用作内部消耗。 公司化工产品主要包括乙烯、 丙烯、苯等基本化工产品，合成树脂、合成纤维原料及聚合物、合成橡胶等衍生化工产品和尿素等。

公司下游销售业务主要包括成品油销售、营销网络建设及运营、非油品业务、润滑油销售和炼油小产品销售等，建立了完善的成品油销售网络体系和化工产品统销渠道，形成了覆盖全国、重点突出、高效运作的营销网络。截至 2018 年底运营加油站数量达到 21783 座。国际业务方面，公司依托中国石油雄厚实力，积极开拓国际市场，贸易方式包括进出口、转口、海外委托加工、油品炼制、调兑、仓储、运输和批发零售等多种形式。公司在全球范围内开展原油、成品油、天然气、石化产品国际贸易和境外期货业务，并设立国际油漆运营中心，集贸易、加工、运输、仓储为一体，不断提升全球范围内的资源优化能力。

天然气与管道业务方面，公司主要从事天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售。2017 年，公司将油气管输与天然气销售分开运营，两大业务分别持续快速发展，加快发展天然气业务，并建成中亚、中哈、中俄、中缅等国际油气管网，目前公司是中国最大的天然气运输和销售商之一。截至 2018 年底，公司国内油气管道总长度为 83527 公里。其中，天然气管道长度为 51751 公里，原油管道长度为 20048 公里，成品油管道长度为 11728 公里。

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多渠道供销的各个板块，产业链条完整，资源和规模优势明显。

七、管理分析

高级管理人员方面，跟踪期内，公司于 2019 年 3 月 22 日通过董事会 2019 年第 1 次会议决议，会议一致同意通过《关于聘任公司总裁的议案》，同意聘任侯启军先生为公司总裁，该聘任于 2019 年 3 月 21 日起生效。

侯启军，52 岁，现任公司董事、总裁，同时兼任中国石油集团副总经理。侯先生是教授级高级工程师，博士，在中国石油天然气行业拥有 30 余年的工作经验；历任大庆油田有限责任公司董事、副总经理、党委委员，吉林油田分公司总经理、党委副书记，吉林石油集团有限责任公司执行董事、总经理，公司天然气与管道分公司党委书记、副总经理，公司天然气销售分公司副总经理，北京油气调控中心主任、党委副书记，公司规划计划部总经理兼中国石油集团规划计划部总经理，中国石油集团副总经理，公司勘探与生产分公司总经理、党委副书记，公司董事、副总裁；自 2019 年 3 月起被聘任为公司总裁。

跟踪期内，公司其他高级管理人员、管理体制和管理制度方面等无重大变化。

八、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，是支撑中国石油工业的特大型企业之一。

表 1　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
勘探与生产	3987.94	25.35	4.1	4888.76	24.90	12.8	6385.51	27.77	24.5
炼油与化工	5760.46	36.62	14.9	7009.83	35.71	13.1	8668.01	37.70	9.7
销售	12857.02	81.73	5.0	16402.70	83.55	3.7	19789.06	86.07	2.7
天然气与管道	2416.33	15.36	10.9	2886.20	14.70	9.2	3569.37	15.52	7.6
总部及其他	3.02	0.02	--	1.36	0.01	--	1.83	0.01	--
板块间抵销数	-9293.81	-59.08	--	-11556.43	-58.86	--	-15421.52	-67.07	--
合计	**15730.96**	**100.00**	**12.2**	**19632.42**	**100.00**	**12.3**	**22992.26**	**100.00**	**13.9**

注：上述数据为按照中国企业会计准则分行业、产品情况列示，与分部报告数据略有差异；毛利率=主营业务利润/营业收入，为与公司数据披露保持一致，板块毛利率保留小数点后一位

资料来源：公司年报

表 2　公司主要产品对外销售情况

产品	销售量（千吨、%）			平均实现价格（元/吨、%）		
	2017 年	2018 年	同比	2017 年	2018 年	同比
原油*	114930	110457	-3.89	2392	3213	34.32
天然气（亿立方米、元/千立方米）	1989.59	2167.54	8.94	1235	1367	10.70
汽油	65293	71125	8.93	6386	7024	9.99
柴油	87324	86904	-0.48	4600	5478	19.09
煤油	16849	19469	15.55	3552	4540	27.82
重油	23395	19964	-14.67	2380	3335	40.13
聚乙烯	4739	4644	-2.00	8559	8816	3.00
润滑油	1283	1158	-9.74	7693	7875	2.37

注：原油为公司全部外销原油；天然气销售量和平均实现价格新纳入城市燃气业务相关数量，上年同期数做了同口径调整；天然气平均实现价格较上年同期上升主要是受天然气转口贸易价格上涨以及公司采取有效措施优化销气结构等因素影响

资料来源：公司年报。

跟踪期内，公司坚持稳健发展方针，着力推动高质量发展，在国际油价前三季度震荡上行、天然气需求旺盛等有利因素影响下，公司优化油气两条业务链运行，实现了生产经营平稳受控运行，经营业绩持续向好。2018 年，公司实现营业收入 23535.88 亿元，同比增长 16.75%，各主要业务板块营业收入均有较大幅度增长，同时内部板块间抵消额大幅增加。

2019 年 1—3 月，公司加快结构调整，抓住国际油价震荡上行、天然气市场需求较快增长等有利时机，加强油气两条业务链生产运行，实现营业收入人民币 5910.41 亿元，较上年同期的人民币 5426.54 亿元增长 8.92%；归属于母公司股东的净利润 102.55 亿元，较上年同期的 101.53 亿元略有增长。

从盈利能力来看，跟踪期内，受上游原油价格同比上涨影响，公司上游盈利能力得到较大提高，收入规模与毛利率水平均同比有较大提升；公司炼油与化工、销售、天然气与管道业务收入规模均有所增长，但由于公司为全产业链大型能源公司，原油生产均价大幅提升压缩下游炼油与化工、销售板块的利润水平，造成其他板块毛利率有所下降。2018 年，公司主营业务收入同比增长 17.1%，综合毛利率增长 1.6 个百分点至 13.9%。

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。

勘探方面，跟踪期内，公司突出经济可采储量和效益产量，持续优化勘探部署，通过实施集中勘探、深化精细勘探、推进综合勘探等措施，提高勘探效率和效益，实现规模增储上产，进一步夯实稳油增气的资源基础。油气勘探取得重要发现：新疆准噶尔盆地继玛湖地区之后又获重大勘探发现，塔里木盆地、四川盆地相继取得油气勘探新突破，鄂尔多斯、柴达木、渤海湾和松辽等盆地精细勘探发现和落实了一批规模储量。

国内开发与生产方面，公司原油开发稳步实施新疆玛湖等重点区块产能建设，优化老油田开发方案和产量结构，确保整体开发效益。天然气生产强化精细管理，加快重点气区产能建设，天然气实现快速上产，产量再创历史新高；塔里木、西南等主力气田高效开发、持续上产。稳步推进非常规油气开发，页岩气、煤层气保持增产势头。2018 年，国内业务实现原油产量 733.7 百万桶，较上年同期下降 1.3%；可销售天然气产量 3324.7 十亿立方英尺，较上年同期增长 5.4%；油气当量产量 1287.9 百万桶，较上年同期增长 1.5%。

海外油气业务方面，公司海外油气合作抓住“一带一路”战略实施等机遇，积极推进国际油气合作，阿布扎比 2018 项目于 2018 年上半年完成交割。海外油气勘探强化项目整体研究和优选，突出效益勘探，持续优化开发方案，加大高效项目开发力度，油气生产平稳运行。2018 年，公司海外业务实现油气当量产量 203.8 百万桶，同比增长 7.8%，占公司油气当量产量的 13.7%。

2018 年，公司原油产量 890.3 百万桶，同比增长 0.4%；可销售天然气产量 3607.6 十亿立方英尺，同比增长 5.4%，油气当量产量 1491.7 百万桶，同比增长 2.3%。截至 2018 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 295.5 百万英亩。其中，探矿权面积 264.8 百万英亩，采矿权面积 30.7 百万英亩；正在钻探的净井数为 499 口，2018 年内完成的多层完井数为 9792 口。

板块盈利方面，2018 年，勘探与生产板块国内业务强化低成本开发和精细管理，继续推进原油稳产，加大主力气区勘探开发力度，优化产量结构，天然气产量不断提高；海外业务充分利用“一带一路”发展机遇，积极推进国际油气合作，根据项目潜力确定开发策略，强化投资动态管控。

2018 年，勘探与生产板块实现营业额人民币 6587.12 亿元，比 2017 年的人民币 5054.30 亿元增长 30.3%，主要系油气价格上升、天然气销量增加所致。2018 年公司平均实现原油价格为 68.28 美元/桶，比 2017 年的 50.64 美元/桶增长 34.8%。同期该板块经营支出为人民币 5851.93 亿元，比 2017 年的人民币 4899.55 亿元增长 19.4%，主要受以下因素综合影响：一是进口俄油、哈油数量增加、单价上升，导致采购支出增加；二是根据会计准则对部分开发生 产成本较高的油气资产计提减值准备；三是所得税以外的税费较上年同期增加。2018 年单位油气操作成本为 12.31 美元/桶，比 2017 年的 11.53 美元/桶增长 6.8%，剔除汇率变动影响，操作成本较上年同期增长 4.6%，主要系动力、材料及人工成本等同比有所增加所致。2018 年公司勘探与生产板块实现经营利润 735.19 亿元，比 2017 年的 154.75 亿元增加人民币 580.44 亿元，重回公司盈利主体地位。

2019 年 1—3 月，生产原油 223.4 百万桶，较上年同期增长 4.6%；生产可销售天然气 999.9 十亿立方英尺，较上年同期增长 8.9%；实现油气当量产量 390.1 百万桶，较上年同期增长 6.4%。其中，国内油气当量产量 337.5 百万桶，较上年同期增长 5.0%；海外油气当量产量 52.6 百万桶，较上年同期增长 16.0%。勘探与生产板块坚持低成本战略，大力推进开源节流降本

增效，单位操作成本较上年同期下降 1.5%；得益于加强成本管控等因素影响，勘探与生产板块实现经营利润人民币 143.26 亿元，较上年同期的人民币 97.41 亿元增加 45.85 亿元。

表 3 公司勘探与生产运营情况

项目	2017 年	2018 年	2018 年同比增减（%）	2019 年 1—3 月	2019 年 1—3 月同比增减（%）
原油产量（百万桶）	887.0	890.3	0.4	223.4	4.6
可销售天然气产量(十亿立方英尺)	3423.4	3607.6	5.4	999.9	8.9
油气当量产量（百万桶）	1457.8	1491.7	2.3	390.1	6.4
原油证实储量（百万桶）	7481	7641	2.1	--	--
天然气探明储量（十亿立方英尺）	76888	76467	-0.5	--	--
探明已开发原油储量（百万桶）	5593	5843	4.5	--	--
探明已开发天然气储量（十亿立方英尺）	39243	40128	2.3	--	--

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
资料来源：公司年报

炼油与化工

公司是中国最大的炼油企业之一，炼油产能包括汽油、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。跟踪期内，公司根据市场需求调整优化炼油资源配置，坚持资源优先向高效炼厂、高效市场配置，持续调整产品结构，强化油品质量升级，合理降低柴汽比，由上年同期的 1.29 降至 2018 年的 1.20；加大化工生产力度，优化原料来源和调配，增加高附加值产品产量。抓住市场机遇增产增销化工产品，及时调整化工销售策略，高效产品、高效区域销量稳定增长。2018 年，公司加工原油 1122.8 百万桶，较上年同期增长 10.4%。其中，加工公司勘探与生产业务生产的原油 669.8 百万桶，占 59.7%，产生了良好的协同效应；生产成品油 10534.2 万吨，较上年同期增长 13.6%；生产乙烯 556.9 万吨，较上年同期下降 3.4%。跟踪期内，公司炼化转型升级项目建设有序推进，辽阳石化、华北石化改造项目建成投产，广东石化炼化一体化项目启动建设。

2018 年，炼油与化工板块围绕市场需求，提高高效炼厂加工负荷，持续调整产品结构，增产适销对路的高附加值产品；强化成本费用管控，继续保持良好的盈利态势。板块实现营业额 8741.25 亿元，比 2017 年的 7078.04 亿元增长 23.5%，主要原因是油价上升及优化产品结构增产高效产品，部分炼化产品实现价格上升，销量增加。同期由于外购原油、原料油的支出增加以及根据会计准则对按照国家推广车用燃料乙醇规定将停用的装置计提减值准备，炼油与化工板块经营支出为 8313.69 亿元，比 2017 年的 6678.43 亿元增长 24.5%，其中炼油单位现金加工成本为 169.38 元/吨，较上年同期的人民币 169.04 元/吨增加 0.34 元/吨，主要由于动力、人员成本等同比增加。2018 年，炼油与化工板块实现经营利润人民币 427.56 亿元，比 2017 年的 399.61 亿元增长 7.0%。其中炼油业务实现经营利润 349.33 亿元，比 2017 年的 325.73 亿元增长 7.2%；化工业务实现经营利润 78.23 亿元，比 2017 年的 73.88 亿元增长 5.9%。

2019 年 1—3 月，公司共加工原油 291.6 百万桶，较上年同期增长 3.3%；生产汽油、柴油和煤油 2770.8 万吨，较上年同期增长 5.8%。炼油与化工板块实现经营利润 29.99 亿元，较上年同期的 84.41 亿元减少 54.42 亿元。其中，炼油业务实现经营利润 0.46 亿元，较上年同期的 39.06 亿元减少 38.60 亿元，主要是由于公司炼油产品库存减利以及公司推进内部价格市场化影响；化工业务实现经营利润 29.53 亿元，较上年同期的人民币 45.35 亿元减少 15.82 亿元，主要是由于化工产品毛利下降影响。

表 4　公司炼油与化工板块情况

项目	2017 年	2018 年	2018 年同比（%、百分点）	2019 年 1—3 月	2019 年 1—3 月同比(%)
原油加工量（百万桶）	1016.9	1122.8	10.4	291.6	3.3
汽、煤、柴油产量（千吨）	92715	105342	13.6	27708	5.8
其中：汽油（千吨）	37363	43453	16.3	12032	13.6
煤油（千吨）	7111	9867	38.8	2790	17.4
柴油（千吨）	48241	52022	7.8	12886	-2.5
原油加工负荷率（%）	80.3	82.2	1.9 个百分点	--	--
轻油收率（%）	78.4	79.5	1.1 个百分点	--	--
石油产品综合商品收率（%）	93.3	93.7	0.4 个百分点	--	--
乙烯（千吨）	5764	5569	-3.4	1560	6.6
合成树脂（千吨）	9284	9049	-2.5	2479	4.6
合成纤维原料及聚合物（千吨）	1390	1388	-0.1	372	-3.1
合成橡胶（千吨）	809	869	7.4	243	3.4
尿素（千吨）	1439	828	-42.5	0	-100.0

注：原油按 1 吨=7.389 桶换算
资料来源：公司财务报告

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，主要包括境内成品油产品批发零售和境外国际贸易业务，是公司石油石化产品附加值提升的重要环节。在国内销售方面，跟踪期内公司积极应对成品油市场资源过剩、竞争加剧等不利局面，强化产销衔接和精细营销，全力扩销提效。突出零售核心，加强“油卡非润气”一体化营销，深化各类主题和品牌促销。大力拓展终端营销网络，新投运加油站 384 座，运营加油站数量达到 21783 座。在国际贸易方面，国际贸易业务强化产、销、贸协调配合，发挥国际油气运营中心作用，统筹优化进出口资源，积极开拓高端高效市场，国际贸易规模和运作质量进一步提升。

2018 年，销售板块实现营业额 20031.05 亿元，比 2017 年的 16604.56 亿元增长 20.6%，主要受以下因素综合影响：一是汽油、煤油等产品量价齐增，柴油价格上升、销量减少；二是油品贸易业务收入增加。同期，销售板块经营支出为 20095.55 亿元，比 2017 年的 16521.77 亿元增长 21.6%，主要原因是外购成品油支出增加。面对国内资源严重过剩，市场竞争加剧的不利局面，坚持市场导向和效益原则，积极应对市场竞争，全力“拓市场、提纯枪、增效益”，有力保障炼厂后路畅通，有效实现产业链价值；国际贸易强化与国内产业链协同配合，优化油气资源进出口。受市场竞争激烈及 2018 年第 4 季度油价下跌库存减利等因素影响，2018 年销售板块经营亏损 64.50 亿元，比 2017 年的经营利润 82.79 亿元减少 147.29 亿元。

2019 年 1—3 月，公司销售业务抓住成品油价格上升有利时机，根据市场情况及时调整营销策略，持续扩销增销，有效保障炼厂后路畅通；开拓海外高效市场，确保产业链畅通的同时提高整体盈利能力，销售汽油、柴油和煤油 4205.7 万吨，同比下降 0.8%。受成品油毛利上升及营销措施增效等因素影响，销售板块实现经营利润 35.17 亿元，较上年同期经营利润 18.65 亿元增长 88.6%。

表 5　公司国内销售业务情况

项目	2017 年	2018 年	2018 年同比(%、百分点)	2019 年 1—3 月	2019 年 1—3 月同比(%)
汽、煤、柴油销量（千吨）	169466	177498	4.7	42057	-0.8

其中：汽油（千吨）	65293	71125	8.9	17762	0.6
煤油（千吨）	16849	19469	15.5	4544	3.7
柴油（千吨）	87324	86904	-0.5	19751	-3.0
零售市场份额（%）	37	36.4	-0.6 个百分点	--	--
加油站数量（座）	21399	21783	1.8	--	--
其中：资产型加油站（座）	20350	20555	1.0	--	--
单站加油量（吨/日）	10.49	10.28	-2.0	--	--

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，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，并承担包括西气东输、陕京输气、中俄原油天然气等在内的多个国家级油气骨干输送通道。跟踪期内，公司根据天然气资源紧平衡的供需形势，统筹平衡资源组织、运输调配和市场销售。充分发挥集中调控优势，增强调峰能力，科学组织油气调运，确保业务链运行顺畅。天然气销售大力开拓高端高效市场，开展差异化营销，不断增强区域销售竞争力，积极开展线上竞价交易，促进市场化价格形成。管网布局建设持续完善，抚锦成品油管道、云南成品油管道等工程建成投产。

2018 年，天然气与管道板块实现销售天然气 2167.54 亿立方米，较上年同期增长 8.9%。其中，国内销售天然气 1595.53 亿立方米，较上年同期增长 19.6%，继续保持双位数增长。截至 2018 年底，公司国内油气管道总长度为 83527 公里。其中，天然气管道长度为 51751 公里，原油管道长度为 20048 公里，成品油管道长度为 11728 公里。2018 年天然气与管道板块实现营业额 3626.26 亿元，比 2017 年的 2957.86 亿元增长 22.6%，主要原因是天然气销量增加；经营支出为 3371.11 亿元，比 2017 年的 2800.98 亿元增长 20.4%，主要原因是购气支出增加。天然气与管道板块根据国内天然气市场需求增长的市场形势，优化营销策略组合，大力开拓高端高效市场，不断提升天然气业务链价值，2018 年板块实现经营利润 255.15 亿元，比 2017 年的 156.88 亿元增长 62.6%。在进口天然气及液化天然气（LNG）数量大幅增加的情况下，天然气与管道板块努力采取措施控制进口气亏损，销售进口气净亏损 249.07 亿元，较上年同期增亏 9.60 亿元，公司将继续采取有效措施努力控亏。

2019 年 1—3 月，受天然气价格、销量较上年同期上升等因素影响，天然气与管道板块实现经营利润人民币 125.82 亿元，较上年同期人民币 111.87 亿元增长 12.5%。其中，公司采取措施有效控制销售进口天然气及液化天然气亏损，在销量增加的情况下，净亏损人民币 32.89 亿元，较上年同期的净亏损人民币 58.24 亿元减亏人民币 25.35 亿元。

除上述勘探与生产、炼油与化工、销售及天然气与管道四个经营板块外，海外业务不构成公司独立的经营板块，海外业务的各项财务数据已包含在前述各相关经营板块财务数据中。实现营业额人民币 8366.19 亿元，占公司总营业额的 35.5%；实现税前利润人民币 47.81 亿元。公司海外经营业务规模庞大，符合公司大型跨国能源公司定位，国家化运营水平近年来不断提升。但海外业务对公司利润贡献较小。

总体看，公司为特大型石油公司，具有上中下游完整产业链条；2018 年，受益于油价上涨，公司取得良好业绩，收入规模和利润水平大幅提升；在维持勘探与生产板块领先地位的同时，实现炼油与化工板块主要产品加工量、下游成品油销售量和天然气销售量增长，上下游发展更为均衡。

2. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 31.98 次、11.43 次和 0.97 次，同比增长 1.19 次、0.56 次和 0.13 次，运营效率有所提升。总体看，公司整体经营效率处于良好水平。

3. 未来发展

2019 年，公司将继续坚持稳健发展方针，坚持推动高质量发展，大力实施资源、市场、国际化和创新四大战略，不断优化产业链结构，提升油气两条业务链价值，深入开展开源节流降本增效，努力保持生产经营平稳向好，不断提高市场竞争力和公司价值

在勘探与生产业务方面，公司将坚持高效勘探和低成本开发，全力增储上产提效。油气勘探以发现优质规模储量为目标，强化大盆地和重点区带的集中勘探、精细勘探，推进致密油气、页岩油气、煤层气等资源综合勘探，夯实资源基础，努力获取规模经济可采储量。油气生产立足稳油增气，抓好老油田效益稳产，新项目效益建产，加快重点产能项目建设，抓好开发方案优化和部署调整，实现创新驱动、精益生产、产效并重；有序推进煤层气、页岩气等非常规油气业务，努力增产增效。2019 年，公司计划原油产量为 905.9 百万桶，天然气产量 3811.0 十亿立方英尺，油气当量合计为 1541.2 百万桶。

在炼油与化工业务方面，公司将统筹效益、资源、市场，科学合理安排加工负荷，持续优化资源配置和产品结构，实现资源利用最佳、整体价值最大。炼油生产合理安排柴汽比，继续增产高效特色产品；化工生产抓住市场周期，拓宽优质化工原料来源，加快研发市场适用的新产品，提高高端、高附加值、高效产品比例；化工销售加强营销策略研究，优化区域布局，积极开拓高端市场，拓展互联网+营销。持续推进炼化业务转型升级，加快建设结构调整优化项目，稳步 增强创效水平。2019 年公司计划原油加工量为 1170.4 百万桶。

销售业务方面，公司将深化市场分析和竞争态势研究，细化拓市场、提纯枪、增效益措施，实施灵活的竞争策略。突出加油站核心地位，加快打造一批 3.0 示范站，推动“服务+商品+互联网+金融”跨界融合，创新全产品一体化营销，深化油非互促，提高终端创效能力。

在天然气与管道业务方面，公司将突出资源优化和终端销售，提升天然气产业链价值。统筹国内外资源，加强国内主力气田上产，结合市场有效需求引入资源。利用交易中心等平台，增加线上竞价交易。加大高端市场开拓力度，持续优化销售流向，努力保持市场份额稳定。继续推进重点骨干管道建设，加强天然 气支线、终端设施建设。

在国际业务方面，公司将继续完善五大油气合作区、四大油气战略通道以及三大油气运营中心战略布局，进一步整合资源、调整结构，增强运营效率和盈利能力。加强战略合作，做好既有重点项目和高效项目的勘探开发，推进海外油气业务优质高效发展；发挥国际贸易与生产销售的协同配合作用，统筹进出口、国内外资源，完善贸易渠道和营销网络，增强资源配置能力和创效能力。

未来资本性支出方面，预计 2019 年勘探与生产板块的资本性支出为 2282.00 亿元。国内勘探突出松辽、鄂尔多斯、塔里木、四川、渤海湾等重点盆地；国内开发实现油气增长，做好大庆、长庆、辽河、新疆、塔里木、西南等油气田的开发工作，加大页岩气等非常规资源开发力度。海外继续做好中东、中亚、美洲、亚太等合作区现有项目的经营和新项目开发工作，确保实现规模有效发展。炼油与化工板块的计划资本性支出为 388.00 亿元，主要用于广东石化炼化一体化项目、大庆石化结构调整转型升级、长庆和塔里木乙烷制乙烯等大型炼油化工项目，以及炼化转型升级项目等建设。销售板块的资本性支出为 146.00 亿元，主要用于拓展国内成品油市场终端销售网络工程建设，

以及海外油气运营中心建设等。天然气与管道板块的资本性支出为178.00亿元，主要用于中俄东线天然气管道、西气东输三线闽粤支干线等重要的天然气骨干输送通道项目，LNG等调峰储运设施，天然气互联互通工程，以及天然气支线和销售终端等项目建设。

总体看，公司2019年对勘探与生产业务将继续扩大开发规模，增储增产；在炼油与化工业务和销售业务方面强调一体化项目建设与产业调整转型，符合行业发展趋势；天然气与管道业务强调加强管道铺设，总体计划较为稳健。2019年公司计划维持较大规模的资本性支出，考虑到公司庞大的现金流规模、良好的财务弹性和畅通的融资渠道，资金压力不大。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2018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。公司2019年一季度财务数据未经审计。

截至2018年底，公司合并资产总额24325.58亿元，所有者权益14109.43亿元（含少数股东权益1963.73亿元）；2018年，公司实现合并营业收入23535.88亿元，利润总额1152.00亿元。

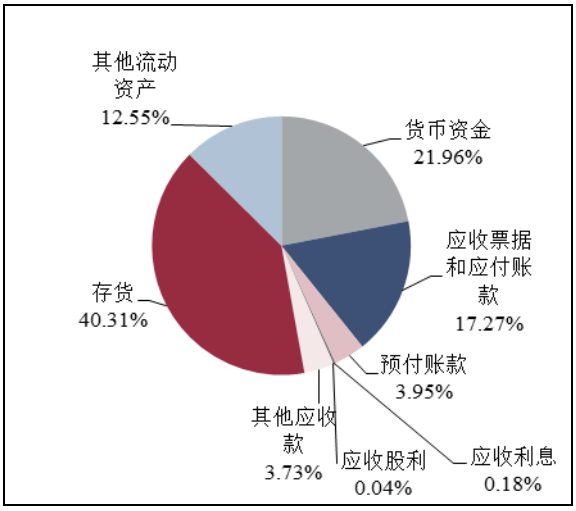
截至2019年3月底，公司合并资产总额26344.48亿元，所有者权益14267.00亿元（含少数股东权益2005.26亿元）；2019年1—3月，公司实现合并营业收入5910.41亿元，利润总额245.84亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额24325.58亿元，同比增长1.15%，变化不大。其中流动资产4331.28亿元，占公司资产总额17.81%；非流动资产19994.30亿元，占公司资产总额82.19%，公司资产以非流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产合计4331.28亿元，较年初增长1.87%，流动资产主要由货币资金（占21.96%）、应收票据及应收账款（占17.27%）、存货（占40.31%）和其他流动资产（占12.55%）构成。

图4　截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

流动资产方面，截至2018年底，公司货币资金951.33亿元，以银行存款（938.39亿元）为主，货币资金同比减少30.11%，其中外币储备折合人民币502.44亿元，以美元为主（折合人民币461.82亿元），外币储备占公司货币资金总量的52.81%，外汇总量庞大，存在较大的汇率损益变动风险。公司货币资金中有25.63亿元保证金账户存款作为美元借款质押。

截至2018年底，应收票据及应收账款账面价值为748.15亿元，同比增长3.40%。其中应收票据163.08亿元，主要为银行承兑汇票，均在一年以内到期；应收账款585.07亿元，其中账龄一年以内占92%，综合账龄较短，公司应收账款违约损失率基于应收款项存续期间内的实际信用损失经验计算，并考虑历史数据收集期间的经济状况、当前的经济状况与公司所认为的预计存续期内的经济状况三者之间的差异，截至2018年底公司应收账款累计计提坏账准备40.53亿元，其中按单项计提坏账准备35.59亿元，从计提坏账政策来看，公司在综合账龄较短条件下计提坏账准备较为充分。应收账款前五名债务人欠款金额合计为328.75亿

元，占应收账款总额的 53%，应收账款对象集中度较高。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 1745.86 亿元，同比增长 20.68%，主要系公司产成品存货大幅增长所致；公司存货跌价准备由年初的 11.56 亿元增长至 48.55 亿元。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 19994.30 亿元，同比增长 0.99%。公司非流动资产主要由固定资产（占 34.30%）、在建工程（占 10.98%）和油气资产（占 40.04%）构成。

截至 2018 年底，固定资产账面价值为 6858.48 亿元，同比减少 1.23%，固定资产计提影响损益的折旧 611.96 亿元，在建工程转入固定资产原值 596.42 亿元，固定资产计提影响损益的减值准备金额为人民币 67.99 亿元（2017 年度为 136.77 亿元），主要与勘探与生产板块和炼油与化工板块的资产相关。部分油气田开发生产成本较高以及按照国家推广车用燃料乙醇规定部分炼油装置将停用导致了减值的计提，资产的账面价值减记至可收回金额。公司固定资产中无重大已抵押资产。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 2195.94 亿元，同比增长 11.93%，2018 年新增在建工程投入达 2408.97 亿元，另有 2056.54 亿元转入固定资产和油气资产；公司在建工程项目借款费用资本化金额 14.07 亿元，较 2017 年有所减少，平均资本化率为年利率 4.28%，同 2017 年持平。

截至 2018 年底，公司油气资产账面价值为 8004.75 亿元，较年初减少 1.37%。公司油气资产主要以井及相关设施为主，2018 年公司对勘探与生产板块下的油气资产和在建工程分别计提减值准备 198.56 亿元和 29.04 亿元。公司勘探与生产板块下属子公司及分公司根据公司下发的油气资产减值迹象判断指引，对各自包括油气资产的资产组是否存在减值迹象进行判断，并对存在减值迹象的资产组进行减值测试，并将测试结果报送公司的专家团队（包括勘探专家与财务专家）进行进一步的评估，减值测试的最终结果由公司管理层进行审核与批准。

截至 2018 年底，公司商誉账面价值合计 422.73 亿元，同比增长 3.39 亿元。商誉主要为 2009 年、2011 年及 2015 年分别收购 Singapore Petroleum Company、英力士炼油有限公司（Petroineos Trading Limited）及中石油管道联合有限公司产生。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 26344.48 亿元，较年初增长 8.30%，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2019 年 3 月底，公司流动资产为 4991.38 亿元，较年初增长 15.24%。其中货币资金 1240.81 亿元，较年初增长 30.43%，主要为公司资金头寸调整所致；预付款项 333.38 亿元，较年初增长 94.92%，主要为公司预付材料、物资款等款项增加所致；其他流动资产科目较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司非流动资产为 21353.10 亿元，较年初增长 6.80%，主要系公司根据 2019 年 1 月 1 日起施行的《企业会计准则第 21 号—租赁准则》（“新租赁准则”），确认使用权资产 1821.33 亿元所致，公司其他非流动资产科目较年初变化不大。

总体看，公司资产规模及结构变动不大，以非流动资产为主，符合行业特征；公司货币资金储备充足。但公司整体资产流动性较一般；外汇规模较大，面临较大的汇兑损益风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 14109.43 亿元，同比增长 2.12%，其中归属于母公司的所有者权益 12145.70 亿元。公司其他综合收益为负，其他归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 15.07%）、资本公积金（占 10.59%）、专项储备（占 1.14%）、盈余公积金（占 15.99%）和未分配利润（占 59.87%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 14267.00 亿元，较年初增长 1.12%。归属于母

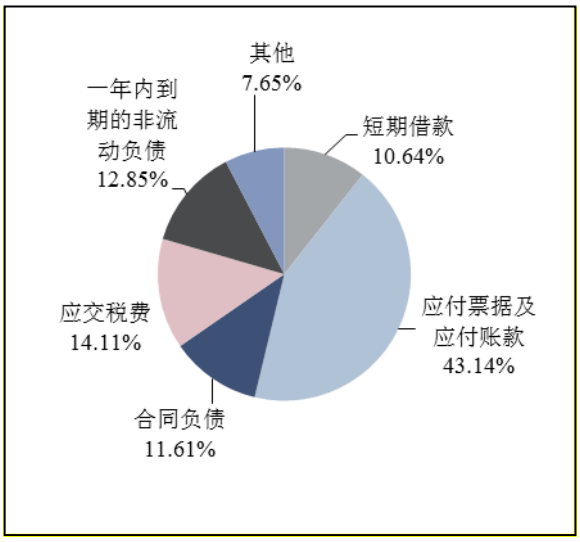
公司的所有者权益结构较年初变化不大。公司未分配利润占比较高，权益稳定性水平有待提高。

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 10216.15 亿元，较上年同期变化不大。其中，流动负债 5863.86 亿元（占 57.40%），非流动负债 4352.29 亿元（占 42.60%）。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债合计 5863.86 亿元，同比增长 1.69%，流动负债主要由短期借款（占 10.64%）、应付票据及应付账款（占 43.14%）、合同负债（占 11.61%）、应交税费（占 14.11%）和一年内到期的非流动负债（占 12.85%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款主要为信用借款，账面价值为 623.68 亿元，同比下降 33.57%，其中人民币借款 332.18 亿元，美元借款 230.14 亿元，各类别短期贷款存量均有所减少。2018 年公司短期借款的加权平均年利率为 2.97%，较 2016 年上涨 0.56 个百分点，仍处于较低水平。公司根据新财务准则将应付票据及应付账款合计，截至 2018 年底公司应付票据及应付账款为 2529.94 亿元，较 2017 年底公司应付票据和应付账款总和同比增长 7.56%。其中，应付票据主要为商业承兑汇票，账龄超过一年的应付账款为 353.27 亿元，主要为与供应商未结清的往来款。公司根据新会计准则将 2018 年预收账款调整为合同负债，截至 2018 年底，公司合同负债 680.76 亿元，合同负债主要为收到的天然气、原油及成品油销售款项等。截至 2018 年底公司应交税费 827.44 亿元，同比增长 44.08%，主要为公司应交增值税与消费税大幅增长所致；公司一年内到期的非流动负债账面价值为 753.70 亿元，较年初下降 7.56%，主要为公司即将到期的长期人民币信用借款转入所致。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债合计 4352.29 亿元，较年初下降 2.55%，主要系长期借款规模缩减所致。非流动负债主要由长期借款（占 40.81%）、应付债券（占 21.10%）和预计负债（占 30.51%）构成。截至 2018 年底，长期借款 1776.05 亿元，同比减少 9.01%，以人民币及美元信用借款为主，加权平均利率 4.18%，同比上升 0.24 个百分点，仍处于较低水平；公司应付债券账面价值为 918.17 亿元，同比减少 3.01%，债券由中国石油集团及其子公司提供保证的金额为 80.00 亿元。预计负债 1327.80 亿元，同比增长 0.94%，全部为资产弃置义务。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 12077.48 亿元，较年初增长 18.22%，主要系公司根据 2019 年 1 月 1 日起施行的新租赁准则，确认租赁负债，同时未对往期财务报表进行追溯调整所致。公司流动负债为 5676.73 亿元，较年初减少 3.19%。其中，短期借款 999.06 亿元，较年初增长 60.19%，为公司根据生产经营需要增加借款所致；其他应付款 483.83 亿元，较年初增长 43.11%，主要系公司根据业务工作量确认的其他应付款增加所致；一年以内到期的非流动负债 355.84 亿元，较年初下降 52.79%。截至 2019 年 3 月底，公司非流动负债合计 6400.75 亿元。其中，应付债券 1316.92 亿元，较年初增长 43.43%，主要系公司 2019 年一季度发行四期中期票据合计 400 亿元所致。

公司执行新租赁准则，于 2019 年 3 月 31 日分别确认使用权资产人民币 1821.33 亿元及租赁负债人民币 1631.71 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 4071.60 亿元，同比下降 12.49%，其中长期债务占 66.17%。公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 16.03%和 22.39%，分别较去年下降 1.31 个百分点和 2.80 个百分点，有息债务压力进一步减小；资产负债率 42.00%，同比下降 0.22 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 4465.35 亿元，较年初增长 9.67%。其中，短期债务 1354.90 亿元，较年初变化不大，长期债务为 3110.45 亿元，较年初增长 15.45%，占全部债务的 69.66%，长期债务占比较年初有所提高。同期公司长期债务资本化率为 17.90%，较年初小幅上升 1.87 个百分点；同期公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 45.84%和 23.84%。总体看，公司债务结构适宜，整体债务压力较小。

总体看，公司债务规模相对公司资产规模较低，债务结构适宜，债务压力较小。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 23535.88 亿元，同比增长 16.75%，实现利润总额 1152.00 亿元，同比增长 117.02%。其中，归属于母公司股东的净利润为人民币 525.85 亿元，较上年同期增加 297.92 亿元，主要为原油价格同比大幅上涨，公司上游勘探与开采板块的盈利能力增强所致。

从期间费用情况来看，2018 年，公司销售费用 688.82 亿元，同比增长 4.26%；管理费用 677.14 亿元，同比增长 1.84%；研发费用 128.26 亿元，同比增长 15.81%，公司销售费用、管理费用和研发费用增长均主要由各类职工薪酬增长所致。同期公司财务费用合计 184.80 亿元，同比减少 14.63%，主要系汇兑收益增长冲减财务费用所致，公司费用化利息支出为 223.52 亿元。

从非经营性收益来看，2018 年公司计提资产减值损失 345.89 亿元，较上年增长 32.76%，主要系公司部分处于开采后期的油区开发生产成本较高，经济效益下滑，导致这些油气田较低的经济效益并计提了资产减值损失。公司 2018 年对油气资产和在建工程分别计提减值准备 198.56 亿元和 29.04 亿元。同期，公司投资收益为 119.56 亿元，较上年增长 77.55%，主要为对中油财务有限责任公司、中石油中亚天然气管道有限公司的投资收益；营业外收支净额为-196.12 亿元，营业外支出同比大幅增长，主要系非流动资产损毁报废损失增加所致。

盈利指标方面，2018 年公司营业利润率 13.31%，同比增长 1.63 个百分点；总资本收益率 5.21%，同比增长 2.00 个百分点，净资产收益率 5.13%，同比增长 2.47 个百分点，公司盈利能力同比明显提高。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 5910.41 亿元，较上年同期增长 8.92%；实现利润总额 245.84 亿元，较上年同期增长 1.21%；实现归属于母公司的净利润 160.45 亿元，较上年同期增增长 5.50%。

总体看，2018 年以来，原油价格同比大幅上涨，公司上游勘探与开采板块的盈利能力增强，收入规模和盈利能力有所提升。

5. 现金流

公司主要现金来源是经营活动产生的现金，以及短期和长期借款等。近年来公司经营活动现金流规模持续增长，经营活动现金流均为净流入，2018 年，经营活动产生的现金流入量为人民币 27320.98 亿元，经营活动产生的现金流量净额为人民币 3515.65 亿元，分别同比增长 16.34%和减少 4.12%，仍保持庞大的净流入规模。2018 年公司现金收入比为 115.35%，收入实现质量保持较好水平。2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 620.22 亿元，较上年同期 618.02 亿元变化不大。

2018年，公司投资活动现金流保持净流出，投资活动现金净流出量为2677.32亿元，较2017年的2435.46亿元增长9.93%，主要为公司根据油价走势和市场变化，合理安排资本投入，资本性支出增加所致。2019年1—3月，公司投资活动现金净流出量为586.55亿元，较上年同期增长19.98%。

2018年，公司筹资活动现金流量净额-1235.15亿元，流出额同比增长30.39%，连续三年呈净流出状态，主要为公司统筹优化债务结构，压缩债务规模，新增借款减少所致。2019年1—3月，公司筹资活动产生的现金流量净额为280.53亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量保持较大规模，现金储备充足，收入实现质量好，公司对外部融资需求不大。

6. 偿债能力

跟踪期内，从短期偿债能力看，截至2018年底，流动比率和速动比率分别为73.86%和44.09%，分别较2017年底上升0.13个百分点和下降4.55个百分点，经营现金流动负债比59.95%，同比下降3.63个百分点，仍处于较高水平。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为87.93%和57.99%，指标较2018年底有所改善。整体看，公司资产流动性一般，但经营获现能力强，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2018年公司全部债务/EBITDA为1.20倍，EBITDA利息倍数为14.29倍，长期偿债指标有所增强，主要为公司有息债务规模下降和利润改善所致，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2018年底公司共在各家金融机构获得授信额度人民币1620.00亿元，已使用授信额度人民币470.70亿元，尚未使用授信额度人民币1149.3亿元，授信余额充足。

截至2018年底，公司不存在为其他企业提供银行或其他重大担保的事项。

7. 待偿还债券偿债能力分析

公司于2015年10月12日发行期限为5年、额度为200亿元的“15中油股MTN002”，将于2020年到期，待偿还本金为200.00亿元。

2018年公司经营活动现金流入量为27320.98亿元，对“15中油股MTN002”200亿元的覆盖倍数为136.60倍；2018年公司经营活动现金流量净额为3515.65亿元，对“15中油股MTN002”200亿元的覆盖倍数为17.58倍；2018年公司EBITDA为3395.60亿元，对“15中油股MTN002”200亿元的覆盖倍数为16.98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。

8. 母公司财务状况

截至2018年底，公司母公司资产合计17580.29亿元，流动资产占12.24%，非流动资产占87.76%。母公司流动资产主要为存货（占53.40%）和其他流动资产（占21.41%），非流动资产主要为长期股权投资（占25.20%）、固定资产（占21.88%）和油气资产（占36.11%）。截至2019年3月底，母公司资产合计18608.10亿元，流动资产占13.08%，非流动资产占86.92%，除母公司非流动资产按照最新租赁准则首次计入使用权资产1052.83亿元外，其他资产科目较年初未发生重大变化。

截至2018年底，母公司口径所有者权益10960.80亿元。其中，实收资本1830.21亿元，资本公积1278.59亿元，盈余公积1831.53亿元，未分配利润5941.69亿元。截至2019年3月底，母公司口径所有者权益合计11022.85亿元，所有者权益结构较2018年底变化不大。

截至2018年底，母公司负债合计6619.49亿元。其中，流动负债占61.07%，非流动负债

占 38.93%；流动负债中短期借款、应付票据及应付账款和一年以内到期的非流动负债规模较大，分别为 618.73 亿元、1214.73 亿元和 630.28 亿元；非流动负债主要为长期借款、应付债券和预计负债，分别为 721.66 亿元、850.00 亿元和 920.17 亿元。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 7585.25 亿元，其中流动性负债 3714.91 亿元，非流动负债 3870.34 亿元。

2018 年，母公司实现营业收入 13552.64 亿元，实现营业利润 828.39 亿元。其中，投资收益 354.67 亿元，母公司经营性收益为主要利润来源。同期母公司实现利润总额 708.16 亿元。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 3470.61 亿元，利润总额 69.52 亿元。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流量金额为 2120.95 亿元；投资活动现金流量净额为-1555.37 亿元；筹资活动现金流量净额为-878.81 亿元。2019 年 1—3 月，母公司经营活动现金流量净额为 505.92 亿元；投资活动现金流量净额为-464.19 亿元；筹资活动现金流量净额为 135.90 亿元。

总体看，公司母公司自身规模庞大，除投资收益良好外，自身经营性收益成为公司主要获利来源，公司母公司偿债能力很强。

9. 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。

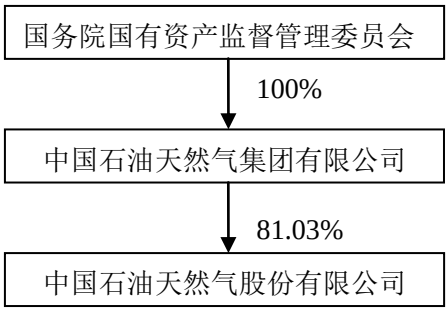
10 抗风险能力

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、产业链完整性、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。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“15 中油股 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司主要子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例（%）	2018 年净利润（亿人民币）
大庆油田有限责任公司	475.00 亿人民币	100.00	36.35
中油勘探开发有限公司	161.00 亿人民币	50.00	155.63
中石油香港有限公司	75.92 亿港币	100.00	73.80
中石油国际投资有限公司	313.14 亿人民币	100.00	-199.67
中国石油国际事业有限公司	180.96 亿人民币	100.00	45.17
中石油管道有限责任公司	800.00 亿人民币	72.26	194.36
大连西太平洋石油化工有限公司	2.58 亿美元	28.44	15.58
中国船舶燃料有限责任公司	10.00 亿人民币	50.00	1.26
中油财务有限责任公司	83.31 亿人民币	32.00	75.54
Arrow Energy Holdings Pty Ltd.	2 澳元	50.00	-18.97
中石油专属财产保险股份有限公司	50 亿人民币	49.00	3.15
中石油中亚天然气管道有限公司	50 亿人民币	50.00	19.31

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	979.31	1227.77	855.98	1160.14
资产总额(亿元)	23969.50	24049.10	24325.58	26344.48
所有者权益(亿元)	13730.28	13816.10	14109.43	14267.00
短期债务(亿元)	1433.84	1754.17	1377.38	1354.90
长期债务(亿元)	3728.87	2898.58	2694.22	3110.45
全部债务(亿元)	5162.71	4652.75	4071.60	4465.35
营业收入(亿元)	16169.03	20158.90	23535.88	5910.41
利润总额(亿元)	451.92	530.83	1152.00	245.84
EBITDA(亿元)	2781.91	2949.23	3395.60	--
经营性净现金流(亿元)	2651.79	3666.55	3515.65	620.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.15	30.79	31.98	--
存货周转次数(次)	9.03	10.87	11.43	--
总资产周转次数(次)	0.67	0.84	0.97	--
现金收入比(%)	116.64	115.87	115.35	113.03
营业利润率(%)	11.96	11.68	13.31	11.22
总资本收益率(%)	2.78	3.19	5.21	--
净资产收益率(%)	2.14	2.66	5.13	--
长期债务资本化比率(%)	21.36	17.34	16.03	17.90
全部债务资本化比率(%)	27.71	25.62	22.39	23.84
资产负债率(%)	42.72	42.55	42.00	45.84
流动比率(%)	76.45	73.73	73.86	87.93
速动比率(%)	47.03	48.64	44.09	57.99
经营现金流动负债比(%)	53.11	63.58	59.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.73	12.08	14.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.86	1.58	1.20	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；现金类资产为公司各报告期现金及现金等价物余额；受会计准则调整影响，公司未披露 2018 年底及 2019 年 3 月底应付票据余额，为保持数据一致性，将各年度短期债务剔除应付票据进行讨论

附件 3　主要财务指标的计算公式

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+费用化利息支出）/（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+油气资产折耗

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变