

信用评级公告

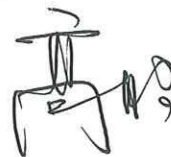
联合〔2021〕8892号

联合资信评估股份有限公司通过对陕西延长石油（集团）有限责任公司及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定陕西延长石油（集团）有限责任公司主体长期信用等级为 AAA，陕西延长石油（集团）有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年十一月二日

陕西延长石油（集团）有限责任公司

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 20 亿元（含）

本期公司债券期限：3+N 年

付息方式：每年付息一次

偿付顺序：本期公司债券在公司破产清算时清偿顺序等同于公司普通债务

续期选择权：本期公司债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期公司债券期限延长 1 个周期

利息递延支付：除非发生强制付息事件，本期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。

赎回选择权：（1）由于法律法规的改变或修正，公司不得不为本期公司债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任；（2）未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期公司债券计入权益

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2021 年 11 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
石油石化企业信用评级方法	V3.0.201907
石油石化企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“延长石油”）的评级反映了公司作为中国具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团公司之一，在区域垄断地位及经营规模等方面具备显著优势。近年来公司营业总收入持续增长，经营活动获现能力强。同时，联合资信也关注到公司经营状况受宏观经济以及国际油价波动影响大；有息债务快速增长，债务结构有待优化；非经常性损益对利润的影响很大；在建及拟建项目投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

本期公司债券具有公司续期选择权、赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流入量对本期公司债券的保障程度极高，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期公司债券的保障程度高。

未来，公司在做强主业的同时将调整产业结构。随着在建项目投产，公司规模有望进一步扩大。联合资信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期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司产业链完整，区域垄断优势和规模优势显著。公司为陕西省龙头企业之一，对陕西省经济发展贡献较大，为政府重点扶持企业。公司是中国国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团公司之一，油气资源基础雄厚，产业链完整，经营规模大，区域垄断优势显著。
2. 公司营业总收入持续增长，经营活动现金流入规模大，经营活动获现能力强。2018—2020 年，公司营业总收入分别为 3079.80 亿元、3260.82 亿元和

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F4	现金流	盈利能力	3
			现金流量	1
			资产质量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
		调整因素和理由		
公司为陕西省龙头企业之一，对陕西省经济发展贡献较大，为政府重点扶持企业。				+2
石油天然气资源属于国家战略资源，公司拥有明显的区域垄断地位。				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张炯 毛文娟

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

3458.75 亿元，现金收入比分别为 113.08%、108.10%和 109.29%。

3. 公司经营活动现金流入量对本期公司债券保障程度极高。2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入量分别为3627.85亿元、3684.42亿元和3903.05亿元，分别为本期公司债券最高发行额度的181.39倍、184.22倍和195.15倍。

关注

1. 公司经营状况受宏观经济以及国际油价波动影响大。公司盈利水平与石油价格密切相关，而石油价格受宏观经济环境及政策影响波动大。
2. 公司有息债务快速增长，且短期债务占比高，债务结构有待优化。2018—2020年末，公司全部债务年均复合增长10.98%，截至2020年底，短期债务占65.80%。公司在建及拟建项目规模较大，未来存在较大的融资需求。
3. 非经常性损益对利润的影响很大。2020年，公司投资收益占营业利润比例为590.70%，其他收益占营业利润比例为53.54%，公允价值变动损益占营业利润比例为50.79%。
4. 公司所有者权益中含有较大规模的永续债券，若公司行使赎回权，偿债压力将进一步加大。截至2020年底，公司所有者权益中其他权益工具为638.91亿元，较上年底增长43.86%。考虑到相关融资工具未来偿付问题，公司实际债务负担较重。

主要财务数据：

公司合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	186.63	191.97	305.12	315.95
资产总额（亿元）	3704.60	4008.67	4440.54	4592.33
所有者权益（亿元）	1341.61	1447.92	1684.29	1722.35
短期债务（亿元）	1033.14	1218.43	1296.95	1303.54
长期债务（亿元）	567.17	578.24	674.25	734.91
全部债务（亿元）	1600.30	1796.67	1971.20	2038.45
营业总收入（亿元）	3079.80	3260.82	3458.75	1744.35
利润总额（亿元）	34.02	37.23	6.79	18.83
EBITDA（亿元）	229.08	246.51	227.59	--
经营性净现金流（亿元）	129.56	114.18	83.24	70.81
营业利润率（%）	11.20	10.37	7.67	8.98
净资产收益率（%）	1.52	1.07	0.06	--
资产负债率（%）	63.79	63.88	62.07	62.50
全部债务资本化比率（%）	54.40	55.37	53.92	54.20
流动比率（%）	37.24	37.68	39.66	42.68
经营现金流动负债比（%）	7.37	6.12	4.25	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.16	0.24	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	3.26	3.39	3.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.99	7.29	8.66	--

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	2934.53	3231.43	3449.26	3529.09
所有者权益（亿元）	1293.52	1434.21	1605.56	1630.15
全部债务（亿元）	1184.46	1437.11	1581.37	1645.98
营业总收入（亿元）	1026.19	1096.17	871.44	503.80
利润总额（亿元）	46.11	27.47	26.54	14.98
资产负债率（%）	55.92	55.62	53.45	53.81
全部债务资本化比率（%）	47.80	50.05	49.62	50.24
流动比率（%）	85.71	85.52	86.88	92.81
经营现金流动负债比（%）	1.54	0.98	0.47	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.06	0.11	0.11

注：1. 公司2021年半年度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息部分已纳入短期债务；3. 长期应付款中有息部分已纳入长期债务；4. “--”表示相关数据无法获得导致指标无法计算或指标无意义

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

主体评级历史：

主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/10/20	张炯 石梦遥	石油石化企业信用评级方法（V3.0.201907）/石油石化企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2008/5/7	沈磊 张晓斌	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：张 珂 毛文娟

联合资信评估股份有限公司

陕西延长石油（集团）有限责任公司

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）

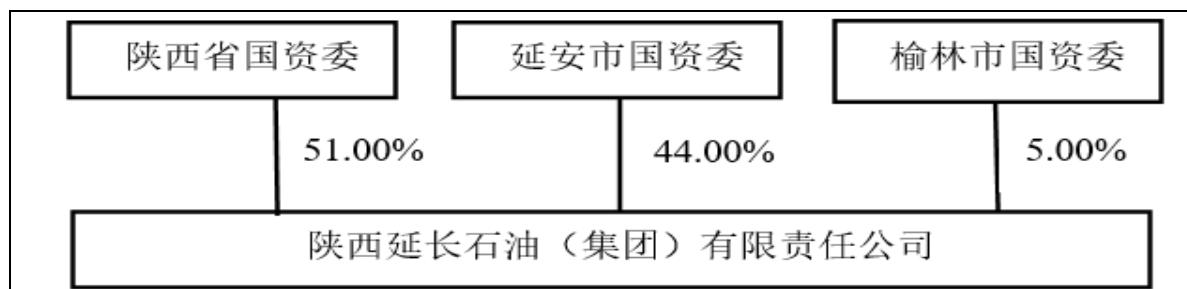
信用评级报告

一、主体概况

陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“延长石油”或“公司”）前身是创建于 1905 年的延长石油官厂，于 2005 年 12 月 29 日由原陕西省延长石油工业集团公司、延长油矿管理局及延炼实业集团公司、榆林炼油厂等 6 家企业与陕北延安、榆林两市的 14 个县区石油钻采公司通过紧密型整合重组而成。

截至 2021 年 6 月底，公司注册资本及实收资本均为 100.00 亿元，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）、延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）和榆林市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“榆林市国资委”）的出资比例分别为 51.00%、44.00% 和 5.00%。公司实际控制人为陕西省国资委。

图 1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司作为中国具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型企业之一，已发展成为集油气勘探、开发、炼油、化工、储运、销售、工程建设、机械制造为一体的大型石油化工综合集团公司。公司现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 100 余家，包括油气勘探开发、炼油、化工等企业和单位，经营资产和主要市场集中在中国西部及中部地区。

截至 2021 年 6 月底，公司本部内设办公室、战略与政策研究部、投资管理部、生产经营部、财务资产部、资本运营部、营销部、企业管理部、人力资源部、科技与信息管理部、资源与勘探开发部、工程管理部、安全环保质量监督部、物资装备部、法律事务部、内控审计部、信息管理部、保卫部、企业文化部（党委宣传部）、纪委监委部等职能部门。截至 2020 年底，

公司合并范围内拥有 65 家子公司。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 4440.54 亿元，所有者权益合计 1684.29 亿元（含少数股东权益 174.27 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 3458.75 亿元，利润总额 6.79 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司合并资产总额 4592.33 亿元，所有者权益合计 1722.35 亿元（含少数股东权益 184.57 亿元）；2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 1744.35 亿元，利润总额 18.83 亿元。

公司注册地址：陕西省延安市宝塔区枣园路延长石油办公基地；法定代表人：兰建文。

二、本期公司债券概况

本期公司债券具有公司续期选择权、赎回

选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。若公司于第一个周期末选择本期公司债券延长 1 个周期，则利率将向上调整，且调整幅度较大，考虑到公司再融资能力及现金流状况，选择续期的可能性较小。

公司于 2020 年注册额度为 200 亿元的公司债券，本期计划发行陕西延长石油（集团）有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）（以下简称“本期公司债券”），本期公司债券额度不超过 20 亿元（含），期限为 3+N 年。本期公司债券每年付息一次。

本期公司债券无担保。

本期公司债券募集资金拟用于偿还有息债务。

本期公司债券在条款设置上具有一定特殊性。

（1）利率确定方式

本期公司债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的

国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

（2）续期选择权

本期公司债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期公司债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择到期全额兑付本期公司债券；公司续期选择权的行使不受次数的限制。

（3）递延支付利息的选择权

本期公司债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。

强制付息事件包括向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本。付息日前 12 个月内，发生强制付息事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息。

（4）偿付顺序

本期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

（5）赎回选择权

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

若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期公司债券计入权益时，公司有权对本期公司债券进行赎回。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深

度衰退。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.8（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.4（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增	5.60	5.00	1.20	8.70

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

速（%）				
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回

落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入

使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00%左右。

四、炼油行业分析

2020 年，新冠肺炎疫情蔓延全球，炼化行业受到严重影响，得益于中国严格的疫情防控措施，国内炼化企业开工率逐步恢复，大型炼化一体项目稳步推进，产业结构进一步优化，行业维持了较好的发展态势。

1. 原油供应及价格

2020 年，中国原油产量达到 1.95 亿吨，同比增长 1.6%，连续两年产量回升；进口量为 5.42 亿吨，同比增长 7.3%，增速较上年回落 2.2 个百分点；表观消费量 7.37 亿吨，同比增长 5.9%，增速回落 1.5 个百分点；进口依存度 73.5%，依存度上升约 1 个百分点。

原油价格方面，2020 年初，国际油价开始于 60 美元/桶水平，随后新冠肺炎疫情需求大减；3 月的 OPEC+ 会议未能达成减产协议，沙特、俄罗斯以及美国争夺市场份额，导致 4 月的油管输送能力不足及油库库容大幅升高，油价下跌，WTI 期货原油史上首次出现负油

价；5月初，OPEC+开始减产 970 万桶/日后，油价逐渐回升至 40 美元/桶水平区间；11 月新冠肺炎疫苗研发实现重大突破，叠加 OPEC+ 决定减缓 2021 年增产速度，油价逐步回升。目前国际原油价格处于上升趋势且位于近五年相对高位。

图 2 2015 年以来国际原油价格走势



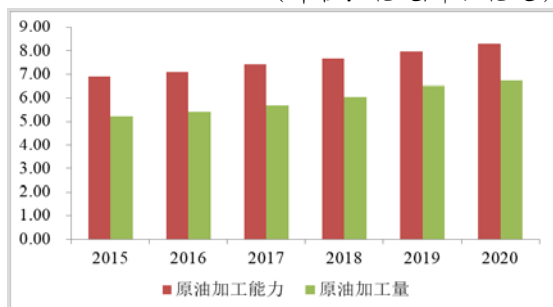
资料来源：Wind

2. 原油加工

近年来，随着中国国内大炼化项目的推进，炼油产能的持续增长，国内原油加工量不断提升。2020 年，国内炼油能力已超过 8.5 亿吨。随着炼油装置规模的扩大，2018—2020 年，国内原油加工量由 6.04 亿吨提升至 6.74 亿吨，其中 2020 年加工量同比增长约 3%。

2020 年一季度，国内新冠肺炎疫情爆发，产业链供应链遭受重挫，国内成品油消费大幅萎缩。炼油企业面临运销困难和库存过高的情况，企业开工率急速下降。后随着国内新冠肺炎疫情防控效果的显现，炼油行业的开工率逐步恢复。2020 年 8 月后，受全球新冠肺炎疫情蔓延影响，国内炼厂再次面临高库存压力，炼油业开工率逐步下降。2020 年全年平均开工率 75.7%，与上年基本持平。

图 3 2015 年以来国内原油加工能力及加工量
(单位：亿吨/年、亿吨)



数据来源：Wind

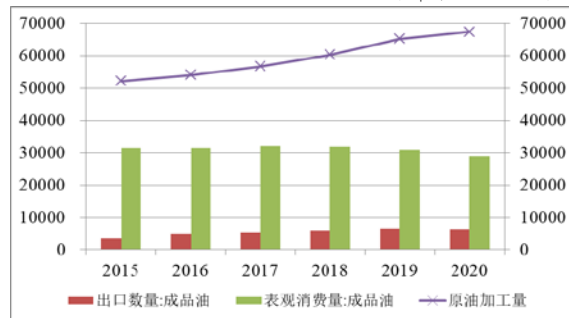
产品结构来看，2020 年，全国成品油产量 3.3 亿吨。其中，汽油产量 1.32 亿吨，同比下降 6.7%；柴油产量 1.59 亿吨，同比下降 4.4%，油品化率（成品油产量/原油加工量）已不足 50%，“控炼增化”趋势日渐明显。得益于规模化、炼化一体化新装置的陆续投产以及落后产能淘汰，国内炼油产能利用率有所提升，但总体来看，国内炼油行业产能过剩问题依然突出。

3. 市场需求

在宏观经济下行压力不断加大、汽车消费放缓和新能源替代的背景下，国内成品油消费呈明显放缓趋势。2020 年，在新冠肺炎疫情冲击下，成品油消费量出现较大幅度下滑，全年国内成品油表观消费量 2.9 亿吨，同比下降了 6.8%。

出口方面，国内成品油出口实行配额管理制度，此前仅中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）等央企拥有成品油出口资质，能够获得出口配额。2020 年，民营独立炼厂浙江石油化工有限公司也获得了成品油出口配额，国内成品油出口政策有所放开。近年来，国内成品油出口量从 2015 年的 3615 万吨增至 2019 年的 6685 万吨。2020 年，由于海外新冠肺炎疫情控制不力，全年成品油出口小幅下降至 6183 万吨。在国内成品油需求增长乏力，产能过剩的背景下，炼厂“控油增化”压力加大，成品油分销渠道和出口资质对于提升炼厂抗风险能力显得尤为重要。

图 4 2015 年以来成品油生产及出口情况
(单位：万吨)



数据来源：Wind

未来几年,将陆续将有盛虹炼化一体化项目、浙石化炼化一体项目(二期)、裕龙岛炼化项目(一期)、广东石化炼化一体化项目等项目投产,预计国内原油加工能力将进一步提高。同时,随着部分落后产能通过市场化优胜劣汰或者减量置换等手段退出,国内炼化行业的产业结构有望进一步优化。在成品油需求增速放缓的背景下,国内成品油过剩的趋势将进一步延续。在此过程中,拥有全产业链和终端产品市场优势的企业将具备更强的竞争力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月底,公司注册资本100.00亿元。陕西省国资委、延安市国资委和榆林市国资委的出资比例分别为51.00%、44.00%和5.00%。公司实际控制人为陕西省国资委。

2. 企业规模

公司是中国具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型企业之一,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,产业链条完整,拥有区域垄断地位。公司资源丰富,生产能力强,规模优势明显。公司为陕西省龙头企业之一,对陕西省经济发展贡献较大,为政府重点扶持企业。

公司作为国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型企业之一,已发展成为集油气勘探、开发、炼油、化工、储运、销售、工程建设、机械制造为一体的大型石油化工综合集团公司,隶属于陕西省人民政府,由陕西省国资委监管。公司于1905年建厂,历经1998年及2005年两次资产重组,公司整体运营优势日益显现,集团化和规模化的进程不断加速。公司现有全资及控股子公司、参股公司和分公司等共100余家,包括油气勘探开发、炼油、化工、产品销售以及科研、外贸等企业和单位,经营资产和主要市场集中在中国西部及中部地区。公司科研技术雄厚,拥有5个科研设计机构、16个省级工程技术研发中心、10

个研发试验平台、8个国家级和省级企业技术中心和3个中试基地。

在油气的勘探方面,截至2020年底,公司登记资源面积达到4.68万平方千米,其中陕西省内面积1.07万平方千米,省外面积3.61万平方千米,包括鄂尔多斯、二连、银额等多个盆地。截至2020年底,公司累计探明石油地质储量32.74亿吨,其中2020年新增探明石油地质储量0.67亿吨;公司累计探明天然气地质储量7635亿方;累计落实页岩气探明地质储量1654亿方。

在油气的开采方面,截至2020年底,公司拥有14个采油厂,拥有吴起、志丹、定边、靖边等4个百万吨级油田(3个200万吨级油田,1个100万吨级油田),4个50万吨级油田,1个20万吨级油田,若公司油田满负荷运转将实现1120万吨/年的原油产能。

3. 企业信用记录

公司履约状况良好。

根据提供的中征码为6101110001052383的《企业信用报告》,截至2021年10月27日,公司未结清信贷中无关注类和不良类信贷记录,负债历史中无关注类、不良类和逾期类负债历史。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录及信贷记录,联合资信未发现公司逾期或违约记录,履约情况良好。

4. 人员素质

公司高管人员经验丰富,履职能力强,员工整体素质可满足公司发展要求。

公司董事会、监事会以及高级管理人员共15人,其中董事7人,监事1人。

公司董事长兰建文先生,1964年11月生,陕西大荔人,1997年10月入党,1986年8月参加工作,全日制大学学历、工学学士,在职研究生学历、管理学博士,高级工程师。

公司总经理张恺颀先生,1965年12月生,大学学历,高级工程师;曾任陕西化建工程有

限责任公司副总经理、党委副书记，陕西建工集团股份有限公司董事长，陕西化建工程有限责任公司董事长、党委书记，公司副总经理。

截至 2021 年 3 月底，公司员工总数 10.52 万人。从学历构成看，高中及以下占比 47.97%，大学专科占比 26.95%，本科及以上占比 25.08%。从岗位构成看，管理人员占 14.98%，专业技术人员占比 13.05%，一线操作人员占比 62.50%，后勤服务人员占比 9.47%。

5. 技术水平

公司技术水平先进，具有一定竞争优势。

经过多年发展，公司逐步摸索出一条低渗透油田的开发模式，在这一技术领域具有领先水平。公司将油层压裂改造、丛式钻井、注水开发等适用于低渗透油田的三大开采技术推广到所辖钻采公司，将陕北一些油田的石油资源采收率由过去的不足 10% 提高到 20% 以上，提升了公司油田开发的技术水平。

近年来，公司不断改进炼化工艺技术，推广应用降烯烃等新技术，引进 DCS 集散型自动控制系统及国际国内先进的技术和设备，实现了生产的自动化和网络化，产品出厂合格率始终保持在 100%，并连续 20 年保持产品抽检合格率 100%。

6. 政府支持

公司在税收优惠、资金方面获得政府支持。同时，公司在社会责任方面做出了较大的贡献。

中国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，未来公司仍有望继续得到政府的支持。

在税收优惠方面，根据财政部、海关总署、国家税务总局财税〔2011〕58 号《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》与《国家发改委 2011 年第 9 号令》，公司下属子

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

2018—2020 年，公司获得政府补助 0.06 亿元、1.55 亿元和 2.39 亿元。

2020 年，公司上缴财政税费 1827 亿元，建立特困职工救助平台。投入产业扶贫资金 2917 万元，牵头组建延安扶贫产业公司，助力陕北革命老区脱贫摘帽。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律法规和股东的要求。

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

公司设董事会，每届任期三年；根据《公司章程》规定，公司董事会董事成员7人，但现基于相关人员职务变动及退休等缘故，董事会有6名董事，空缺1名董事，公司股东尚未委派新的董事。董事会是公司经营管理事项的最高决策机构，按照公司章程和董事会议事规则行使重大事项决策权，负责审批公司及各成员企业的重大投资。

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

公司设总经理1人，副总经理3人，总会计师1人，总工程师1人，董事会成员经批准可以兼任总经理、副总经理；总经理对董事会负责，并履行董事会授权的权利和义务。总经理负责公司生产经营管理等日常全面工作，组织实施董事会决议事项；副总经理和总经济师根据总经理的授权履行相应的职责，协助总经理工作，对总经理负责。

2. 管理水平

公司管理体系运行顺畅，内部管理严格，整体管理水平高。

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

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

定企业的财务管理制度，但必须经公司批准后方可执行。

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

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

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

七、经营分析

1. 经营概况

油气板块是公司主要收入和利润来源，公司营业总收入持续增长。受国际原油价格波动、新冠肺炎疫情及行业周期影响，公司毛利率大幅下降。2021年上半年，随着国内疫情防控，原油价格上行，公司盈利能力显著提升。

总体看，公司经营波动较大。

2018—2020 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 5.97%。2020 年，公司实现营业总收入 3458.75 亿元，同比增长 6.07%，主要得益于油气和化工产品收入增长。从收入构成看，油气产品仍是公司收入和利润的主要来源。2018—2020 年，公司油气产品收入稳步增长，年均复合增长 5.96%；化工板块收入波动增长，2020 年，公司化工板块收入大幅同比增长 84.02%，一是由于化工产品贸易业务同比大幅增长，二是公司内部业务整合，相关业务收入划入化工板块。公司工程建设以及保险费收入占营业总收入比重较小。公司其他收入主要为下属物资集团的化工产品、物资产品、金属矿物等贸易收入及陕西延长石油材料有限责任公司和陕西延长石油西北橡胶有限责任

公司的经营收入。

从毛利率看，2018—2020 年，公司油气板块和化工板块毛利率呈下降趋势，主要系行业景气度下行所致；2020 年公司油气板块毛利率同比下降 5.49 个百分点至 19.31%，化工板块毛利率同比下降 8.16 个百分点至 8.87%，一是化工企业受疫情影响，产品价格下降，二是化工业务中毛利率较低的贸易业务收入增长。2018—2020 年，公司工程建设板块毛利率波动提高，2019 年，公司工程建设板块毛利率同比提高 7.04 个百分点，主要系 2019 年公司划出盈利能力较弱的陕西建工集团股份有限公司所致；2018—2020 年，公司其他业务毛利率基本保持稳定。综上，2018—2020 年，公司综合毛利率持续下降。

表 2 公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

板块	项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 月		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
油气	油气产品	1647.53	53.51	27.86	1788.41	54.85	24.80	1849.87	53.48	19.31	901.88	51.70	22.24
非油气	化工产品	296.45	9.63	19.92	222.41	6.82	17.03	409.28	11.83	8.87	231.00	13.24	18.61
	工程建设	33.71	1.09	12.52	23.93	0.73	19.56	11.21	0.32	19.36	1.53	0.09	18.30
	保险费	102.32	3.32	41.04	110.91	3.40	45.19	106.49	3.08	28.04	46.94	2.69	19.05
	其他	999.79	32.47	2.16	1115.16	34.20	1.90	1081.90	31.28	1.98	563.00	32.28	3.73
合计		3079.80	100.00	19.02	3260.82	100.00	17.09	3458.75	100.00	12.92	1744.35	100.00	15.70

注：油气产品及化工产品收入包含了部分贸易业务收入；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 1744.35 亿元，同比增长 8.95%；综合毛利率为 15.70%，较 2020 年全年毛利率有所上升。其中，油气板块和化工板块毛利率较 2020 年分别上升 2.93 个百分点和 9.74 个百分点，主要系 2021 年上半年化工行业景气度上升所致。

2. 油气产品业务

公司油气资源储量较为丰富，勘探技术先进，累计探明石油地质储量规模大。公司炼化装置技术水平全国领先。

（1）勘探

公司油气勘探开发业务主要由控股子公司延长油田股份有限公司（以下简称“油田股

份”）和公司下属的分公司油气勘探公司和国际勘探公司运营。油气勘探公司主要从事石油天然气勘探开发业务，负责公司陕北地区天然气勘探，省内外新区块油气勘探和国外油气勘探。公司勘探开发业务始于 1905 年，相继发现了子长、余家坪、姚店、丰富川、川口、子北、志丹、蟠龙等油田。2005 年公司重组后，原 14 个县钻采公司成为公司的采油厂，公司勘探面积进一步扩大，实力进一步增强。

在勘探技术方面，公司采用内培外联等多种方式，引进先进技术和最新地质研究成果，根据勘探需要，开展了以综合地质研究为基础，其它实用技术攻关研究相配套的综合勘探技术研究，形成了较为适合公司生产实际且具

有先进理念的勘探开发一体化技术。为了加快对陕西省外盆地的石油勘探和天然气勘探的步伐，公司组织力量，成立了两个专门的勘探事业部—石油勘探事业部和天然气勘探事业部。为了加强国外勘探力量，成立了专门的国际勘探开发公司，走出国门，在全球范围内拓展资源，延长石油在中非、马达加斯加、泰国等国家均有勘探工作。

截至 2020 年底，公司登记资源面积达到 4.68 万平方千米，其中陕西省内面积 1.07 万平方千米，省外面积 3.61 万平方千米，包括鄂尔多斯、二连、银额等多个盆地。

截至 2020 年底，公司累计探明石油地质储量 32.74 亿吨，其中 2020 年新增探明石油地质储量 0.67 亿吨；公司累计探明天然气地质储量 7635 亿方；累计落实页岩气探明地质储量 1654 亿方。

(2) 油气开采

公司原油主要来源于自采，外购原油主要用于弥补自采原油不足；外购原油主要采自中国石油长庆油田公司。截至2021年6月底，公司拥有12个采油厂，拥有吴起、志丹、定边、靖边等4个百万吨油田，3个200万吨级油田，1个100万吨级油田，4个50万吨级油田，4个20万吨级油田，若公司油田满负荷运转将实现1200万吨/年的产能。在低渗透油田的开发模式上，公司将油层压裂改造、丛式钻井、注水开发等适用于低渗透油田的三大开采技术推广到所辖钻采公司。

2018—2020年，公司原油自采量和外购原油保持稳定。

表 3 公司原油产量及外购原油量情况

(单位：万吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
自采原油	1139.67	1137.59	1134.32	569.43
外购原油	230.02	234.35	225.07	120.18
合计	1369.69	1371.94	1359.39	689.61

资料来源：公司提供

(3) 油气炼化

公司下辖延安炼油厂、永坪炼油厂、榆林炼油厂三个中型现代化炼油厂，炼化产品主要分 5 个大类 15 个品种，90#汽油、93#汽油、97#汽油；+5#柴油、0#柴油、-10#柴油、-20#柴油、-35#柴油；民用液化气、工业液化气；液化天然气（LNG）、压缩天然气（CNG）、商品天然气；甲醇汽油、2#渣油。截至 2020 年底，公司拥有常减压 1740 万吨/年，催化裂化 710 万吨/年，重整 265 万吨/年，柴油加氢 720 万吨/年，汽油精制 360 万吨/年、航煤加氢装置 100 万吨/年等炼化装置，装置技术水平处于全国前列。

2018—2020年，公司原油加工量和成品油产量基本保持稳定。

表 4 公司原油、成品油产量情况

(单位：万吨)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
原油加工量	1316.99	1352.22	1324.82	668.71
成品油产量	992.74	996.14	988.32	514.90
其中：汽油	480.04	480.74	474.95	255.61
柴油	512.70	515.40	513.37	259.29

资料来源：公司提供

(4) 销售

公司各类油气产品的销售和原油采购均由公司的销售公司负责，市场主要覆盖陕西、山西、河南、河北、内蒙、湖南、湖北及云贵川渝等省市。在销售模式上，公司采取“统一销售、统一定价、分片结算”的销售原则，以三个销售处为主的一级批发和三个销售分公司的二级批发进行产品销售。

具体看来，陕西省内定价方面，公司根据国家成品油零售限价的时间节点以及调价幅度，以及当前陕西省内三大用户的提油情况，结合炼厂库存与中国石油天然气股份有限公司陕西公司进行价格谈判，最终的谈判结果即成为公司省内价格调整的方案。省外定价方面，公司根据每天对外围市场价格的信息采集，结合公司自身库存，形成省外价格调整意

向，由公司领导前往中石化及中国石油天然气股份有限公司总部进行价格谈判，最终确定的价格为公司省外价格。其他相关价格方面，各销售处大客户以及对二级公司和社会零散用户的价格，原则不得低于当期中石化以及中石油同一方式调运的油品价格。

销售渠道上，公司过去主要依靠中石油和中石化销售终端进入消费领域，超过 80% 的成品油通过直接和中间环节进入中石油、中石化加油站。目前公司采取“控制一级、扩大二级、发展终端”的营销战略，一方面开拓直销市场，加强社会大客户、工业厂矿等用户的市场开发，形成合理的客户体系，直销客户不断增加；另一方面进一步强化终端油（气）站网络建设，依托延长壳牌合资公司，主要在陕西、山西、四川、广东等省市发展终端零售业务，目标市场包括河南、内蒙等省市，为进一步打开东南市场做准备。公司先后成立了控股子公司延长壳牌石油有限公司、延长壳牌（四川）石油有限公司，重组了延长壳牌（广东）石油有限公司，组建了陕西高速延长石油有限公司、陕西交通延长石油有限公司两个合资公司。截至 2020 年底，公司累计运营油气站 1350 座。其中，加油站 1285 座，甲醇站 25 座，运营加气站 40 座。

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

3. 化工产品业务

公司化工产品种类丰富。

公司化工板块主要生产单位为陕西兴化集团有限责任公司（以下简称“兴化集团”）、陕西延长石油兴化化工有限公司（以下简称“兴化化工”）、陕西延长石油矿业有限责任公司和陕西延长石油榆林煤化有限公司等。公司主要产品为聚丙烯、苯乙烯、甲醇、醋酸、硝酸铵、纯碱、无水氟化氢等各类化工产品。

兴化集团主导产品是硝酸铵，是重要的军工配套产品生产基地，年产合成氨为 21 万吨，硝酸铵 40 万吨、纯碱 30 万吨、氯化铵 30 万吨、浓硝酸 10 万吨、乙醇 10 万吨、具有自主知识产权的“羰基铁粉” 200 吨。兴化集团是全国规模最大的硝酸铵生产基地，产品出口到澳大利亚、印尼、马来西亚、日本、韩国、越南等多个国家。

截至 2020 年底，兴化化工产能为年产合成氨 30 万吨、甲醇 30 万吨，甲胺 10 万吨、DMF（二甲基甲酰胺）10 万吨。

在化工产品销售方面，多采用以销定产方式，因此产销率较高；销售网络上除兴化集团传统的销售网络外，公司专门组建了产品经销公司，目前已形成由陕西延长新能源有限责任公司（西北区域）、延长石油化工销售（上海）有限公司（华东区域）、延长石油湖北销售有限公司（华中区域）和延长石油天津销售有限公司（华北区域）4 家全资公司组成的销售网络，并投运陕西西安、江苏奔牛、浙江义乌、湖北武汉等中央仓。

4. 经营效率

公司经营效率较高。

2018—2020 年，公司总资产周转率持续下降，分别为 0.88 次、0.85 次和 0.82 次，主要系公司资产规模扩大所致；公司存货周转次数波动上升，分别为 14.47 次、13.83 次和 14.99 次；公司销售债权周转次数持续下降，且下降幅度大，分别为 74.48 次、63.21 次和 48.77 次，系应收票据及应收账款大幅增长所致。

与同行业企业的经营效率相比，公司整体经营效率较高。

表 5 2020 年国内同行业企业经营效率比较

（单位：次）

公司简称	销售债权 周转次数	存货周转率	总资产 周转率
中石油	22.50	7.31	0.50
中石化	38.98	7.08	0.96
延长石油	48.77	14.99	0.82

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 在建及拟建工程

公司在建及拟建项目较多，投资规模较大，具有较大的对外融资需求。同时，公司在建项目主要围绕煤炭及煤化工业务，与现有主业存在一定的跨度，联合资信将关注项目后续进展。

截至 2021 年 6 月底，公司在建项目主要包括巴拉素煤矿项目等，公司在建项目计划总投资 337.48 亿元，尚需投入 182.46 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司主要拟建项目包括榆横煤制芳烃烯烃及可可盖煤矿项目等，主要拟建项目计划总投资为 1166.92 亿元。

表 6 截至 2021 年 6 月底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模和内容	开工时间	计划总投资	截至 2021 年 6 月底累计投资
巴拉素煤矿项目	1000 万吨/年选煤厂及相关配套设施	2019.10	114.12	75.47
榆神 50 万吨/年煤基乙醇项目	建设 45 万吨/年甲醇联合装置、50 万吨/年乙醇装置、75000Nm ³ /h 空分装置、3X220 吨/小时高压煤粉锅炉、6000 吨/年硫磺装置及其配套公用工程	2020.6	69.80	37.60
泾渭新材料科技产业园一期项目	建设 10 万吨/年改性工程塑料、10 万吨/年热塑性复合材料项目，以及材料中心、倒班宿舍、餐厅等配套公用工程和生活辅助设施	2019.8	12.75	4.38
江苏泰兴轻烃深加工项目	60 万吨/年丙烷脱氢装置等	2020.9	36.92	16.05
富县电厂项目（一期）	建设 2×1000MW 超临界燃煤发电机组，同步建设脱硫脱硝除尘设施	2020.8	85.80	19.53
富县延 694 及甘泉延 653 井区天然气地面集输工程	新建天然气集输能力 8.46 亿方/年（延 694 井区 4.66 亿方、延 653 井区 3.8 亿方）。新建集气站 8 座、2×150 万方/天净化厂 1 座、150 吨/天脱水站 1 座、150 吨/天甲醇污水处理及回注站 1 座。	2021.9	18.09	1.99
合计	--	--	337.48	155.02

资料来源：公司提供

表 7 截至 2021 年 6 月底公司拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模和内容	计划开工时间	计划完工时间	计划总投资
可可盖煤矿项目	1000 万吨/年选煤厂及相关配套设施	2022.3	2024.10	124.34
延安炼油厂转型升级一期项目	1000 万吨/年常压等装置	2022.5	2022.12	42.23
榆横煤基芳烃项目	建设 460 万吨/年甲醇、60 万吨/年 MTO、100 万吨/年甲醇制芳烃、70 万吨/年 PX、110 万吨/年 PTA、130 万吨/年 PET、25 万吨/年苯乙烯、20 万吨/年轻烃利用装置、40 万吨/年聚乙烯、22 万吨/年聚丙烯等主要装置及公用配套系统	2022.8	2025.6	518.50
兴化产业升级就地改造项目	10 万吨/年乙醇装置及配套工程等	2022.6	2024.6	7.42
石脑油、轻柴油综合利用项目	25 万吨/年石脑油加氢精制、20 万吨/年轻柴油加氢改质、25 万吨/年轻烃原料精制、20 万吨/年轻芳烃吸附分离等主装置以及配套设施	2022.6	2024.10	12.70
海测滩煤矿项目	500 万吨/年选煤厂及相关配套设施	2022.9	2024.12	86.73
延长石油炼化危化品生产企业异地搬迁升级改造改造项目	新建 1000 万吨/年常压等 13 套化工装置	2023.5	2025.12	375.00
合计	--	--	--	1166.92

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司发展战略清晰。

公司坚持以能源化工为主体、以科技和金融为两翼的“一体两翼”产业战略，加快结构调整和转型升级，着力“油气煤化电”多产业耦合发展模式，不断延伸产业链、提高附加值。公司以提高质量和效益为中心，全面深化改

革，建设具有国际竞争力的创新型综合能源化工企业。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年合并财务报告，已经

天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计,公司提供的 2019—2020 年合并财务报告,已经希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)审计,会计事务所对三年财务报告均出具标准无保留审计意见。公司 2021 年半年度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及其应用指南的有关规定编制。合并范围方面,2019 年,公司合并范围内子公司新增 1 家、减少 1 家;2020 年,公司合并范围内子公司 65 家,新纳入合并范围 5 家,不再纳入合并范围 4 家。2021 年 1—6 月,公司合并范围较 2020 年底无重大变化。总体看,合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至 2020 年底,公司合并资产总额 4440.54 亿元,所有者权益合计 1684.29 亿元(含少数股东权益 174.27 亿元);2020 年,公司实现营业总收入 3458.75 亿元,利润总额 6.79 亿元。

截至 2021 年 6 月底,公司合并资产总额 4592.33 亿元,所有者权益合计 1722.35 亿元(含少数股东权益 184.57 亿元);2021 年 1—6 月,公司实现营业总收入 1744.35 亿元,利润总额 18.83 亿元。

2. 资产质量

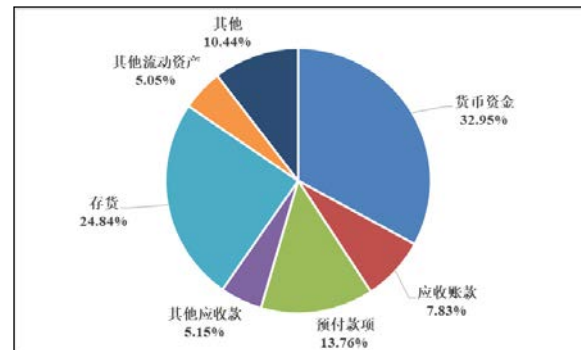
公司资产规模持续增长,资产构成稳定。资产中油气资产、固定资产、在建工程等占比较大,资产质量很好。同时,近年来,公司应收账款、预付款项和其他应收款增长较快,规模较大,对公司资金形成一定占用,资产流动性较弱。

2018—2020 年末,公司资产总额持续增长,年均复合增长 9.48%。截至 2020 年底,公司资产总额 4440.54 亿元,较上年底增长 10.77%,主要系非流动资产增长所致。其中,流动资产占 17.48%,非流动资产占 82.52%。公司资产构成以非流动资产为主,符合公司所在行业特点。

(1) 流动资产

2018—2020 年末,公司流动资产持续增长,年均复合增长 8.91%。截至 2020 年底,公司流动资产总额为 776.19 亿元,较上年底增长 10.50%,主要系货币资金和预付款项增长所致。公司流动资产构成如下图。

图 5 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

2018—2020 年末,公司货币资金持续增长,年均复合增长 32.58%。截至 2020 年底,公司货币资金为 255.70 亿元,较上年底增长 65.37%,主要系公司处于战略考虑增加货币储备所致。其中,银行存款 221.84 亿元,其他货币资金 33.22 亿元。公司货币资金中有 44.50 亿元为受限资金,主要系银行承兑汇票保证金、土地复垦保证金等原因造成的所有权受限,占 17.40%,受限比例尚可。

2018—2020 年末,公司应收账款持续增长,年均复合增长 85.06%。截至 2020 年底,公司应收账款 60.75 亿元,较上年底增长 18.03%;累计计提坏账准备 9.65 亿元,需关注应收账款的坏账风险;截至 2020 年底,公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 65.02 亿元,其中,1 年以内占比 89.16%,1~2 年占比 2.74%,2~3 年占比 1.25%,3 年以上占比 6.85%;公司应收账款前五大客户账面余额占比为 44.55%,占比较高。

表 8 截至 2020 年底公司应收账款前 5 大欠款方

(单位:亿元、%)

欠款方	应收账款余额	比例
Panjin Northern Asphalt Fuel Co., Ltd	9.55	13.57
Shandong Shouguang Luqing Petrochemical Co. Ltd	6.72	9.55

Sinochem Hongrun Petrochemical Co., Ltd	6.42	9.11
延长油田丰源实业总公司	4.93	7.00
中国石油化工集团有限公司	3.74	5.32
合计	31.36	44.55

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司预付账款持续增长，年均复合增长 25.28%，主要系项目未结算所致。截至 2020 年底，公司预付款项为 106.78 亿元，较上年底增长 27.01%；账龄超过一年的大额预付款项（19.12 亿元）主要为发票未开回未结算所致，公司共计提坏账准备 2.97 亿元。

2018—2020 年末，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 32.18%，主要系部分其他应收款重分类至其他非流动资产所致；截至 2020 年底，公司其他应收款账面价值为 39.94 亿元，较上年底下降 50.29%；公司前五大其他应收款占比 19.91%。

表 9 截至 2020 年底公司其他应收账款前 5 大欠款方
(单位：亿元、%)

欠款方	其他应收账款余额	比例
榆林卓越能源化工有限责任公司	4.07	7.77
陕西精密金属（集团）有限责任公司破产清算组	1.39	2.66
咸阳市渭城区住房和城乡建设局碱滩新村棚户区改造项目专户	2.90	5.53
铜川市政务服务中心	1.04	1.99
张村驿镇人民政府	1.03	1.96
合计	10.43	19.91

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

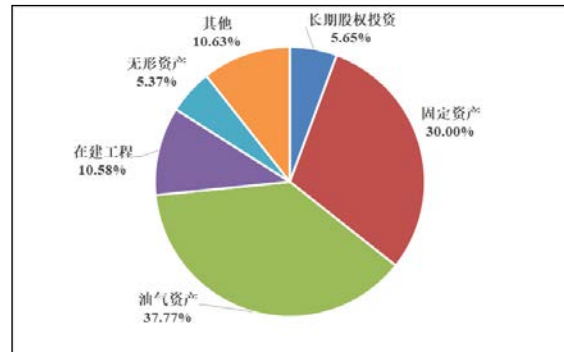
2018—2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 3.24%。截至 2020 年底，公司存货账面价值为 192.76 亿元，较上年底下降 3.17%；公司存货中原材料、自制半成品及在产品和库存商品占比较大，受原油和成品油价格波动影响，公司存货存在一定跌价风险；公司存货共计提跌价准备 1.66 亿元。

2018—2020 年末，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 39.16%，主要系待抵扣进项税等税费增加所致；截至 2020 年底，公司其他流动资产 39.16 亿元，较上年底下降 8.08%，主要为待抵扣、认证进项税等税费。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 9.61%。截至 2020 年底，公司非流动资产共计 3664.34 亿元，较上年底增长 10.83%，主要系固定资产、油气资产、及股权资产增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 6 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 15.97%。截至 2020 年底，公司固定资产账面价值为 1099.34 亿元，较上年底增长 35.68%，主要系在建工程转固所致。公司固定资产成新率为 63.77%，成新率较高；公司固定资产共计提减值准备合计 24.44 亿元；公司固定资产主要由房屋及建筑物（351.00 亿元）和机器设备（707.18 亿元）构成。

2018—2020 年末，公司在建工程波动下降，年均复合下降 6.01%。截至 2020 年底，公司在建工程为 387.60 亿元，较上年底下降 23.89%，主要系在建工程转为固定资产所致。

2018—2020 年末，公司长期股权持续增长，年均复合增长 22.77%，主要系公司新设子公司及增加对联营企业的投资所致。截至 2020 年底，公司长期股权投资为 206.97 亿元，较上年底增长 39.71%，主要为对联营企业的投资。

2018—2020 年末，公司油气资产持续增长，年均复合增长 7.10%。截至 2020 年底，公司油气资产账面价值 1384.08 亿元，较上年底增长 5.19%。公司油气资产按照成本法计量，账面原值为 2712.97 亿元，累积折耗 1221.37

亿元，累计提取减值准备 110.33 亿元。从油气资产账面价值构成来看，主要为油井及相关设施。

2018—2020 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 14.47%。截至 2020 年底，公司无形资产 196.71 亿元，较上年底增长 7.06%，主要为土地使用权和采矿权。

截至 2021 年 6 月底，公司合并资产总额 4592.33 亿元，较 2020 年底增长 3.42%，资产构成较 2020 年底变化不大。截至 2021 年 6 月底，公司交易性金融资产 49.14 亿元，较 2020 年底增长 11.99%。

截至 2021 年 6 月底，公司受限资产共计 47.36 亿元，受限资产占公司总资产的 1.03%，受限资产占比低。

表 10 截至 2021 年 6 月底公司受限资产

(单位：亿元)

项目	受限金额	受限原因
货币资金	38.00	票据保证金及存款准备金
固定资产	8.63	融资租赁
无形资产	0.73	质押取得借款
合计	47.36	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

受公司发行永续债券影响，公司所有者权益持续增长，所有者权益以盈余公积和其他权益工具为主，权益稳定性一般。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 12.05%，主要系其他权益工具增长所致。截至 2020 年底，公司所有者权益合计 1684.29 亿元，较上年底增长 16.23%。其中，归属于母公司的所有者权益 1510.02 亿元，实收资本占 6.62%，资本公积占 4.81%，其他权益工具占 42.31%，盈余公积占 35.78%，未分配利润占 9.77%。

2018—2020 年末，公司其他权益工具持续增长，年均复合增长 47.97%，主要系发行永续债所致。截至 2020 年底，公司其他权益工具为 638.91 亿元，较上年底增长 43.86%。公司

盈余公积和其他权益工具占比高，权益结构的稳定性一般。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益合计为 1722.35 亿元，较 2020 年底增长 2.26%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.28%，少数股东权益占比为 10.72%，所有者权益结构较 2020 年底变化不大。截至 2021 年 6 月底，公司其他权益工具 653.89 亿元。

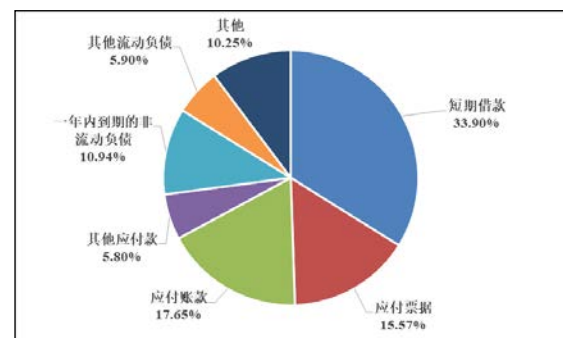
(2) 负债

近年来，公司有息债务持续增长，若将发行的永续债计入债务，公司债务负担较重。公司短期债务占比高，债务期限结构有待改善。

2018—2020 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 8.00%。截至 2020 年底，公司负债合计 2756.25 亿元，较上年底增长 7.63%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中，流动负债占 71.00%，非流动负债占 29.00%。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 5.53%。截至 2020 年底，公司流动负债合计 1956.91 亿元，较上年底增长 4.97%。公司流动负债构成如下图。

图 7 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 1.88%。截至 2020 年底，短期借款 663.25 亿元，较上年底下降 15.23%，公司短期借款主要为信用借款（646.67 亿元）。

2018—2020 年末，公司应付票据及应付账款持续增长，年均复合增长 18.56%，主要系应付工程款未结算所致。截至 2020 年底，公司应付票据为 304.62 亿元，较上年底增长

15.90%；公司应付票据主要为银行承兑汇票 286.01 亿元。截至 2020 年底，公司应付账款 345.39 亿元，较上年底增长 1.25%。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 7.55%。截至 2020 年底，公司其他应付款 113.48 亿元，较上年底增长 9.89%，主要为质保金和其他暂收代付项目。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 29.69%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 214.09 亿元，较上年底增长 122.30%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款转入所致。

2018—2020 年末，公司其他流动负债有所波动。截至 2020 年底，公司其他流动负债 115.41 亿元，较上年底增长 64.65%，主要为短期融资券（115.00 亿元）。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 14.86%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2020 年底，公司非流动负债 799.34 亿元，较上年底增长 14.78%，主要系长期借款增长所致。从构成来看，公司非流动负债主要由长期借款（占 51.90%）和应付债券（占 30.17%）构成。

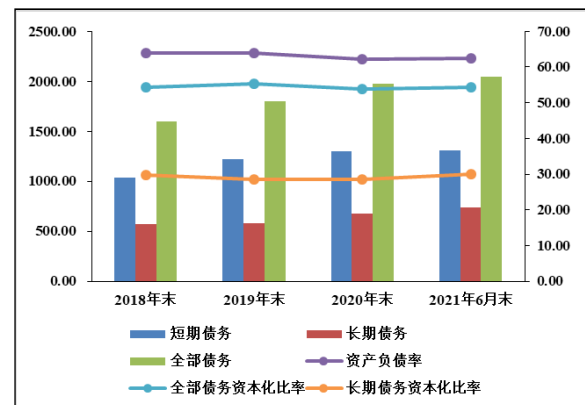
2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 11.78%。截至 2020 年底，公司长期借款 414.83 亿元，较上年底增长 30.40%。其中，信用借款 183.13 亿元，保证借款 230.71 亿元。

2018—2020 年末，公司应付债券有所波动。截至 2020 年底，公司应付债券为 241.16 亿元，较上年底下降 5.07%。

2018—2020 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 10.98%。截至 2020 年底，公司全部债务总额 1971.20 亿元，较上年底增长 9.71%。其中短期债务 1296.65 亿元（占 65.80%），长期债务 674.25 亿元（占 34.20%）。截至 2020 年底，公司资产负债率为 62.07%，较上年底下降 1.81 个百分点，全部债务资本化比率为 53.92%，较上年底下降 1.45 个百分点，

长期债务资本化比率为 28.59%，较上年底增长 0.55 个百分点。截至 2020 年底，若考虑公司发行的已计入其他权益工具的永续债，公司全部债务 2610.11 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.46%、71.40%和 55.68%。

图 8 公司有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年 6 月底，公司负债总额 2869.98 亿元，较 2020 年底增长 4.13%。其中，流动负债占 66.32%，非流动负债占 33.68%。公司以流动负债为主，负债结构较 2020 年底变化不大。截至 2021 年 6 月底，公司其他流动负债较 2020 年底增长 83.61%，主要系公司为降低融资成本发行超短融资券所致。

截至 2021 年 6 月底，公司全部债务 2038.45 亿元。其中，短期债务 1303.54 亿元（占 63.95%），长期债务 734.91 亿元（占 36.05%）。截至 2021 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 62.50%、54.29%和 29.91%；若考虑公司发行的已计入其他权益工具的永续债，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 76.73%、71.64%和 56.52%。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司收入规模持续增长，受油品销售价格波动影响，公司利润有所波动；非经常性损益对公司利润影响很大。

2018—2020 年，公司营业总收入持续增长，分别为 3079.80 亿元、3260.82 亿元和

3458.75 亿元。2018—2020 年，公司利润总额分别为 34.02 亿元、37.23 亿元和 6.79 亿元，2020 年，受疫情影响，公司利润总额同比下降 81.76%。

从期间费用看，2018—2020 年，公司期间费用持续下降，年均复合下降 3.85%，期间费用率分别为 7.59%、7.10%和 6.25%。2020 年，公司期间费用为 216.01 亿元，同比下降 6.65%；销售费用占 30.53%，管理费用占 43.02%，研发费用占 2.87%，财务费用占 23.58%。2020 年，公司销售费用同比增长 9.97%至 65.96 亿元；管理费用同比下降 12.92%至 92.93 亿元；财务费用同比下降 5.76%至 50.93 亿元。2020 年，公司费用收入比由上年的 7.10%下降至 6.25%。公司费用控制能力仍属较强。

非经常性损益方面，公司非经常性损益包括投资收益、其他收益和公允价值变动损益，对公司营业利润影响很大。

表 11 公司非经营性损益情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年	2020 年
投资收益	12.85	18.25	33.64
投资收益/营业利润	39.46	50.12	590.70
其他收益	3.42	2.65	3.05
其他收益/营业利润	10.51	7.28	53.54
公允价值变动损益	-0.18	-2.34	2.89
公允价值变动损益/营业利润	-5.66	-6.44	50.79

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标看，受公司油气产品销售均价下降影响，2018—2020 年，公司总资本收益率分别为 2.69%、2.23%和 1.35%；总资产报酬率分别为 2.65%、2.44%和 1.30%。

2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 1744.35 亿元，同比增长 8.95%；实现利润总额 18.83 亿元，同比增长 860.72%，主要系公司营业利润率同比上升所致。2021 年 1—6 月，公司营业利润率 8.98%，同比上升 1.69 个百分点；期间费用率 6.04%，同比保持稳定；其中，财务费用同比增长 13.65%，主要系公司有息债务规模增长所致；公司投资收益同比下降 67.96%，主要系子公司分红减少所致。

相比于中石油和中石化，公司盈利能力较弱。

表 12 2020 年同业对比情况（单位：亿元、%）

主体名称	延长石油	中石油	中石化
营业总收入	3458.75	20871.47	21423.32
利润总额	6.79	875.20	726.22
销售毛利率	12.45	23.09	20.57
总资产报酬率	1.30	2.48	3.35
净资产收益率	0.06	1.60	5.56

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流

公司经营活动现金流表现良好；同期投融资规模亦大幅扩大，考虑到公司短期债务规模及在建项目规模较大，公司未来筹资需求大。

2018—2020 年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长 3.72%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 4.49%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；公司现金收入比保持很高水平，收入实现质量高。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 91.39%，主要系收回投资收到的现金增长所致；公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 17.60%。公司对外投资规模保持在较高水平，主要系公司为进一步加强经营，提高行业地位，增加与主营业务相关投资项目所致。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -174.97 亿元、-130.66 亿元和 -114.14 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 4.53%；公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 7.33%。综上，公司筹资活动现金保持净流入，外部融资渠道较为畅通。

2021 年 1—6 月，公司经营活动现金流入 2022.21 亿元，同比增长 8.81%，现金收入比为 113.00%；公司经营活动产生的现金流量净额为 70.81 亿元。公司投资活动现金流入同比下降 18.22%，主要系公司金融产品投资收益减少

所致；投资活动现金流出同比下降 29.93%，主要系股权投资同比下降所致；投资活动产生的现金流量净额为-86.02 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额为 14.59 亿元。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	3627.85	3684.42	3903.05	2022.21
经营活动现金流出小计	3498.29	3570.24	3819.81	1951.39
经营活动现金流量净额	129.56	114.18	83.24	70.87
投资活动现金流入小计	98.15	145.35	359.52	43.24
投资活动现金流出小计	402.69	390.18	556.90	129.26
投资活动现金流量净额	-304.53	-244.84	-197.38	-86.02
筹资活动前现金流量净额	-174.97	-130.66	-114.14	-15.21
筹资活动现金流入小计	1504.53	1312.22	1644.06	729.97
筹资活动现金流出小计	1262.05	1227.05	1453.78	715.38
筹资活动现金流量净额	242.48	85.17	190.28	14.59
现金收入比	113.08	108.10	109.29	113.00

资料来源：公司财务报表

6. 偿债能力

作为典型重资产企业，公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现一般，综合考虑到公司所处行业存在很高的进入壁垒，公司资源基础好、产业链条完善等优势，可获得有力的外部支持，持续经营能力很强。公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，2018—2020 年末，公司流动比率、速动比率三年均值分别为 38.58%和 28.40%。截至 2020 年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 39.66%、29.81%和 0.24 倍，较上年底提升 1.99 个百分点、2.82 个百分点和 0.08 个百分点；截至 2021 年 6 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 42.68%、32.06%和 0.24 倍。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比分别为 7.37%、6.12%和 4.25%。公司短期偿债指标表现较弱。

在长期偿债能力方面，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 229.08 亿元、246.51 亿元

和 227.59 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.26 倍、3.39 倍和 3.35 倍；全部债务/EBITDA 分别为 6.99 倍、7.29 倍和 8.66 倍。公司长期偿债指标表现一般。

截至 2021 年 6 月底，公司对外担保合计 30.72 亿元，担保比例为 1.80%。截至 2021 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 6 月底，公司已经获得银行的各项授信额度合计 3797.41 亿元人民币，尚未使用额度为 2251.80 亿元人民币，公司间接融资渠道通畅。同时，公司子公司陕西兴化化学股份有限公司（证券简称“兴化股份”，证券代码“002109.SZ”）、陕西省天然气股份有限公司（证券简称“陕天然气”，证券代码“002267.SZ”）和延长石油国际有限公司（证券简称“延长石油国际”，证券代码“0346.HK”）为上市公司，公司具有直接融资渠道。

7. 母公司概况

母公司资产规模大，以长期股权投资和其他应收款项为主；母公司负债水平一般。

母公司从事原油加工及销售业务。截至 2020 年底，母公司口径资产为 3449.26 亿元，较上年底增长 6.74%；从资产结构来看，母公司非流动资产占比为 62.74%，占比较高。截至 2020 年底，母公司流动资产为 1285.26 亿元，以预付款项（占 24.09%）和其他应收款（占 55.14%）为主；非流动资产合计 2164.00 亿元，以长期股权投资（占 55.59%）、固定资产（占 11.00%）和油气资产（占 22.74%）为主。截至 2020 年底，公司母公司口径负债总额 1843.71 亿元，以流动负债为主；母公司流动负债以短期借款（占 44.97%）、应付票据（占 18.20%）、应付账款（占 8.60%）和一年内到期的非流动负债（占 11.78%）为主。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 53.45%。截至 2020 年底，母公司口径所有者权益 1605.56 亿元，较上年底增长 11.95%，主要系其他权益工具增长所致。其中，实收资本占 6.23%，盈余公积占 33.65%，其他权益工具占 39.79%、未分配利

润占 18.78%。

截至 2021 年 6 月底，母公司资产总额 3529.09 亿元，较 2020 年底增长 2.31%。其中，流动资产占 38.76%，非流动资产占 61.24%。整体资产构成较 2020 年底变化不大。

2020 年，母公司实现营业总收入 871.44 亿元，同比下降 20.50%，利润总额 26.54 亿元，同比下降 4.09%。2021 年 1—6 月，母公司营业总收入 503.80 亿元，利润总额 14.98 亿元。

2020 年，母公司口径经营活动产生的现金流净额为 6.92 亿元，投资活动产生的现金流净额为 -70.96 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 133.73 亿元。2021 年 1—6 月，母公司经营活动产生的现金流净额 13.30 亿元，投资活动产生的现金流净额 -51.18 亿元，筹资活动产生的现金流净额 36.63 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券对公司现有债务规模及结构影响小。

公司本期公司债券拟发行额度上限为 20 亿元，以本期公司债券最高发行额度为测算基准，占 2021 年 6 月底全部债务的 0.98%、长期债务的 2.72%，对公司现有债务影响小。

以 2021 年 6 月底财务数据为基础，若将本期公司债券计入债务，在其它因素不变的情况下，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升至 62.66%、54.53%和 30.47%。

考虑到本期公司债券募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期公司债券的保障程度极高，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期公司债券的保障程度高。

2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 3627.85 亿元、3684.42 亿元和

3903.05 亿元，分别为本期公司债券最高发行额度的 181.39 倍、184.22 倍和 195.15 倍。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 129.56 亿元、114.18 亿元和 83.24 亿元，分别为本期公司债券最高发行额度的 6.48 倍、5.71 倍和 4.16 倍。公司经营活动现金流入量对本期公司债券的保障程度极高，经营活动产生的现金流量净额对本期公司债券的保障程度高。

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 229.08 亿元、246.51 亿元和 227.59 亿元，公司 EBITDA/本期公司债券最高发行额度分别为 11.45 倍、12.33 倍和 11.38 倍，公司 EBITDA 对本期公司债券的保障程度高。

集中兑付方面，截至 2021 年 10 月 28 日，公司 2022 年需偿还的债券总额 450.00 亿元，达到单年偿债额度的峰值（以下简称“峰值偿还额度”）。2020 年，公司经营活动产生的现金流入量为 3903.05 亿元，为峰值偿还额度的 8.67 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额为 83.24 亿元，为峰值偿还额度的 0.18 倍。2020 年，公司 EBITDA 为 227.59 亿元，为峰值偿还额度的 0.51 倍。公司经营活动现金流入量对峰值偿还额度的覆盖程度高。

表 14 截至 2021 年 10 月 28 日公司到期债券情况

年份	到期债券余额（亿元）
2021 年	100.00
2022 年	450.00
2023 年	230.00
2024 年	256.20
2025 年	60.00
2026 年	10.00
合计	1106.20

资料来源：Wind，联合资信整理

十、结论

公司作为中国具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团公司之一，在区域垄断地位及规模等方面具备显著优势。近年来公司营业总收入持续增长，经营活动获现能力强。同时，联合资信也关注到公司经营状况受宏观

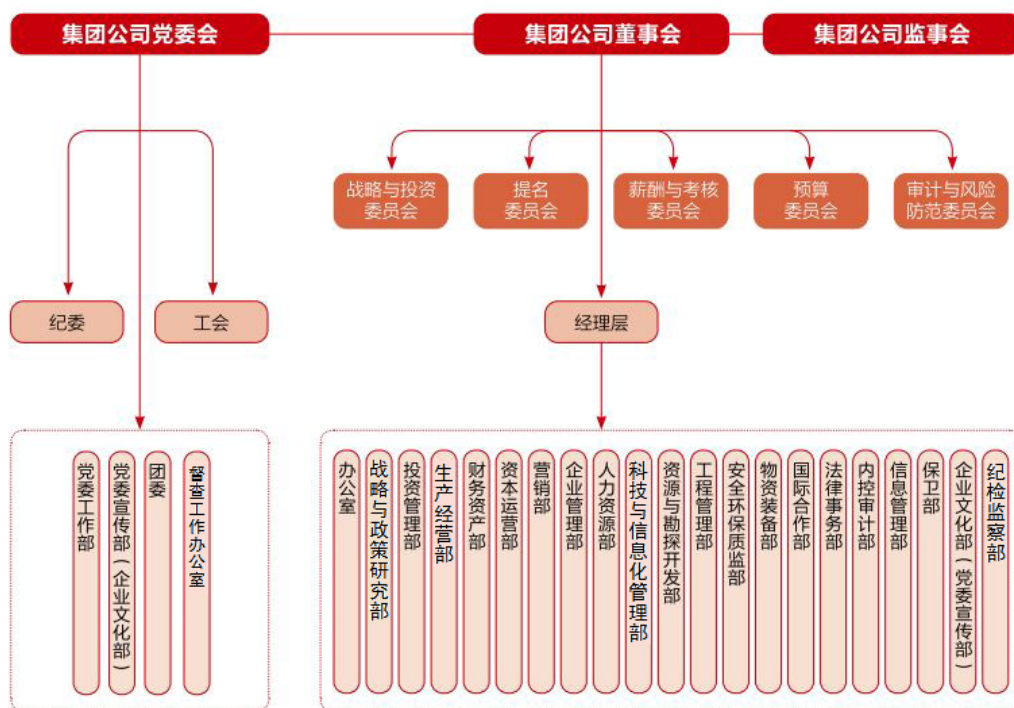
经济以及国际油价波动影响大；有息债务快速增长，债务结构有待优化；非经常性损益对利润的贡献大；在建及拟建项目投资规模较大等因素对公司的信用水平可能产生的不利影响。

本期公司债券具有公司续期选择权可赎回权、赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流入量对本期公司债券的保障程度极高，经营活动现金净流量和EBITDA对本期公司债券的保障程度高。

未来，公司在做强主业的同时将调整产业结构。随着在建项目投产，公司规模有望进一步扩大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，本期公司债券不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司子公司列表

序号	企业名称	实收资本(万元)	持股比例(%)	享有的表决权(%)
1	延长油田股份有限公司	4000000.00	50.29	50.29
2	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	1353910.00	84.17	84.17
3	陕西延长石油矿业有限责任公司	588965.96	100.00	100.00
4	中油延长石油销售股份有限公司	21988.10	41.00	41.00
5	陕西延长石油集团四川销售有限公司	5000.00	100.00	100.00
6	陕西延长石油集团山西销售有限公司	5913.69	50.73	50.73
7	延长壳牌石油有限公司	182600.00	46.00	55.00
8	延长壳牌(四川)石油有限公司	119200.00	46.00	55.00
9	延长壳牌(广东)石油有限公司	186126.96	51.00	51.00
10	陕西省石油化工工业贸易公司	13000.00	100.00	100.00
11	陕西延长新能源有限责任公司	1500.00	100.00	100.00
12	延长石油化工销售(上海)有限公司	5000.00	100.00	100.00
13	延长石油湖北销售有限公司	5000.00	100.00	100.00
14	陕西能源化工交易所有限公司	6000.00	70.59	70.59
15	延长石油天津销售有限公司	5000.00	100.00	100.00
16	陕西延长石油延安能源化工有限责任公司	650000.00	100.00	100.00
17	陕西兴化集团有限责任公司	166184.09	100.00	100.00
18	陕西兴化化学股份有限公司	105294.48	69.37	69.37
19	陕西延长石油兴化新能源有限公司	70000.00	100.00	100.00
20	陕西延化工程建设有限责任公司	4591.45	100.00	100.00
21	陕西延长化建房地产开发有限公司	25000.00	100.00	100.00
22	延长石油(海南)有限公司	2000.00	100.00	100.00
23	陕西延长石油西北橡胶有限责任公司	296200.00	100.00	100.00
24	陕西延长石油财务有限公司	350000.00	82.87	84.00
25	关天投资有限公司	10000.00	49.80	49.80
26	陕西延长低碳产业基金投资管理有限公司	30129.00	100.00	100.00
27	西北化工研究院有限公司	39170.00	100.00	100.00
28	陕西省石油化工研究设计院	6308.36	100.00	100.00
29	陕西延长石油压裂材料有限公司	8000.00	90.06	100.00
30	永安财产保险股份有限公司	300941.60	25.96	25.96
31	陕西延长石油榆林煤化有限公司	664290.15	100.00	100.00
32	陕西延长石油物流集团有限公司	22072.15	100.00	100.00
33	陕西延长西大先进技术研究院有限公司	1800.00	100.00	100.00
34	陕西宾馆有限责任公司	80400.00	43.78	43.78
35	陕西延长石油榆神能源化工有限责任公司	193000.00	100.00	100.00
36	陕西延长石油房地产开发有限公司	162564.44	100.00	100.00
37	陕西延长石油资本控股有限公司	300049.00	100.00	100.00
38	陕西华特新材料股份有限公司	16513.00	86.76	86.76
39	西安西化氯碱化工有限责任公司	319093.59	100.00	100.00
40	陕西延长保险经纪有限责任公司	5000.00	88.50	88.50
41	陕西延长石油油田化学科技有限责任公司	21225.00	51.00	51.00

42	延长石油集团（香港）有限公司	9152.87	100.00	100.00
43	北京天居园科技有限公司	10000.00	54.79	54.79
44	陕西榆林炼实业有限责任公司	2000.00	100.00	100.00
45	榆林石化集运有限公司	1840.00	60.00	60.00
46	陕西延长石油集团榆林治沙有限公司	1181.08	100.00	100.00
47	陕西南宫山旅游发展有限责任公司	5400.00	96.30	96.30
48	陕西非常规油气杂志有限公司	100	100.00	100.00
49	延长石油定边盐化工有限公司	3350.00	100.00	100.00
50	陕西延长石油职业技能鉴定所	10	100.00	100.00
51	陕西延长石油国际勘探开发工程有限公司	106220.06	100.00	100.00
52	PTICA 国际有限公司	0.15	45.80	45.80
53	PTIAL 国际有限公司	0.13	51.00	51.00
54	延长石油（泰国）有限公司	29650.28	97.50	97.50
55	陕西延长石油天然气有限责任公司	210000.00	70.00	70.00
56	陕西延长石油物资集团有限责任公司	350000.00	100.00	100.00
57	陕西延长石油国际事业有限公司	5000.00	100.00	100.00
58	陕西德源招标有限责任公司	1700.00	100.00	100.00
59	北京陕西大厦有限责任公司	15000.00	100.00	100.00
60	北京亿联易成能源科技有限公司	3051.00	83.61	83.61
61	陕西延长泾渭新材料科技产业园有限公司	30000.00	100.00	100.00
62	江苏延长中燃化学有限公司	42000.00	51.00	51.00
63	陕西延长石油集团三原销售有限公司	5000.00	100.00	100.00
64	陕西燃气集团有限公司	212133.66	52.45	52.45
65	陕西洁净能源技术基金管理有限公司	3000.00	40.00	40.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	186.63	191.97	305.12	315.95
资产总额（亿元）	3704.60	4008.67	4440.54	4592.33
所有者权益（亿元）	1341.61	1447.92	1684.29	1722.35
短期债务（亿元）	1033.14	1218.43	1296.95	1303.54
长期债务（亿元）	567.17	578.24	674.25	734.91
全部债务（亿元）	1600.30	1796.67	1971.20	2038.45
营业总收入（亿元）	3079.80	3260.82	3458.75	1744.35
利润总额（亿元）	34.02	37.23	6.79	18.83
EBITDA（亿元）	229.08	246.51	227.59	--
经营性净现金流（亿元）	129.56	114.18	83.24	70.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	74.48	63.21	48.77	--
存货周转次数（次）	14.47	13.83	14.99	--
总资产周转次数（次）	0.88	0.85	0.82	--
现金收入比（%）	113.08	108.10	109.29	113.00
营业利润率（%）	11.20	10.37	7.67	8.98
总资本收益率（%）	2.69	2.23	1.35	--
净资产收益率（%）	1.52	1.07	0.06	--
长期债务资本化比率（%）	29.71	28.54	28.59	29.91
全部债务资本化比率（%）	54.40	55.37	53.92	54.20
资产负债率（%）	63.79	63.88	62.07	62.50
流动比率（%）	37.24	37.68	39.66	42.68
速动比率（%）	26.95	27.00	29.81	32.06
经营现金流动负债比（%）	7.37	6.12	4.25	--
现金短期债务比（倍）	0.18	0.16	0.24	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	3.26	3.39	3.35	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.99	7.29	8.66	--

注：1. 公司 2021 年半年度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息部分已纳入短期债务；3. 长期应付款中有息部分已纳入长期债务；
 4. “--”表示相关数据无法获得导致指标无法计算或指标无意义
 资料来源：公司财务报表

附件 3 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	89.67	66.49	133.18	140.78
资产总额（亿元）	2934.53	3231.43	3449.26	3529.09
所有者权益（亿元）	1293.52	1434.21	1605.56	1630.15
短期债务（亿元）	830.14	1103.18	1223.83	1228.14
长期债务（亿元）	354.32	333.93	357.54	417.84
全部债务（亿元）	1184.46	1437.11	1581.37	1645.98
营业总收入（亿元）	1026.19	1096.17	871.44	503.80
利润总额（亿元）	46.11	27.47	26.54	14.98
EBITDA（亿元）	/	/	88.39	--
经营性净现金流（亿元）	19.70	14.32	6.93	13.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.14	12.58	19.18	--
存货周转次数（次）	17.06	15.83	13.37	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.36	0.26	--
现金收入比（%）	116.88	111.84	105.15	113.00
营业利润率（%）	12.60	9.83	6.98	11.56
总资本收益率（%）	1.89	0.77	1.71	--
净资产收益率（%）	3.62	1.55	1.73	--
长期债务资本化比率（%）	21.50	18.89	18.21	20.40
全部债务资本化比率（%）	47.80	50.05	49.62	50.24
资产负债率（%）	55.92	55.62	53.45	53.81
流动比率（%）	85.71	85.52	86.88	92.81
速动比率（%）	82.00	81.90	84.24	89.41
经营现金流流动负债比（%）	1.54	0.98	0.47	--
现金短期债务比（倍）	0.11	0.06	0.11	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	3.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	17.89	--

注：2021 年半年报数据未经审计；2020 年及 2021 年半年报母公司其他流动负债中有息部分调入短期债务；“/”表示公司未提供所需数据，无法计算；“-”表示相关数据无法获得导致指标无法计算或指标无意义

资料来源：公司财务报表

附件 4 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-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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 陕西延长石油（集团）有限责任公司 2021 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年陕西延长石油（集团）有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

陕西延长石油（集团）有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。陕西延长石油（集团）有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对陕西延长石油（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，陕西延长石油（集团）有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西延长石油（集团）有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现陕西延长石油（集团）有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对陕西延长石油（集团）有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如陕西延长石油（集团）有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对陕西延长石油（集团）有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。