

中国石油化工股份有限公司

2010年不超过200亿元公司债券信用评级分析报告



本期公司债券信用等级: AAA

发行人主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

担保方: 中国石油化工集团公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

发行规模: 不超过200亿元

债券期限: 不超过10年

评级时间: 2010年3月29日

主要财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年
中国石油化工股份有限公司			
资产总额(亿元)	7,298.63	7,632.97	8,664.75
所有者权益(亿元)	3,334.94	3,501.66	4,005.85
长期债务(亿元)	1,203.14	1,271.44	1,458.28
全部债务(亿元)	1,929.70	2,548.23	2,414.80
营业收入(亿元)	12,048.43	14,442.91	13,450.52
净利润(亿元)	587.21	248.71	640.00
EBITDA(亿元)	1,337.40	798.53	1,375.46
经营性净现金流(亿元)	1,242.50	742.68	1,587.96
营业利润率(%)	13.06	4.57	13.11
净资产收益率(%)	19.09	7.28	17.05
资产负债率(%)	54.31	54.12	53.77
全部债务资本化比率(%)	36.65	42.12	37.61
流动比率	0.69	0.55	0.63
EBITDA 全部债务比(%)	69.31	31.34	56.96
EBITDA 利息倍数(倍)	16.87	6.12	14.37
EBITDA 偿债倍数(倍)	6.69	3.99	6.88

项 目	2007年	2008年	09年9月
中国石油化工集团公司			
资产总额(亿元)	10,068.61	10,448.49	12,214.56
所有者权益(亿元)	4,606.90	4,811.33	5,314.54
营业收入(亿元)	12,278.63	14,624.39	9,181.06
净利润(亿元)	495.59	200.48	511.43
资产负债率(%)	54.24	53.95	56.49
担保比率(%)	0.47	0.61	--

注: 中国石油化工股份有限公司和中国石油化工集团公司自2007年起执行新会计准则, 上表中2009年9月财务数据未经审计, 财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对中国石油化工股份有限公司(以下简称“中国石化”或“公司”)及其拟发行的本期债券的评级,反映了石油石化行业在我国国民经济中的战略性地位和公司作为中国最大的炼油及化工产品生产商和大型油气生产销售商之一,在公司规模、行业地位、经营业绩、财务状况等方面的显著优势,虽然国际原油价格波动、公司原油对外依存度较高和国内成品油价格从紧控制等因素对公司业绩造成一定的不利影响,但不会显著影响公司对全部债务和本期债券很强的偿债能力。

作为上、中、下游一体化的能源化工公司和中国及亚洲大型石油和石化公司之一,公司在国内石油和石化领域具有很强的竞争实力和突出的市场地位,尽管受多种因素影响公司近年来盈利有所波动,但随着国内成品油价格的逐步调整到位,长远看公司仍将保持良好发展势头,联合评级对公司的评级展望为稳定。

本期债券由中国石油化工集团公司(以下简称“中石化集团”或“集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中石化集团为公司控股股东,资产规模大、资产质量良好,盈利能力较强,现金流状况良好,其担保对本期债券信用状况具有积极的影响。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

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,公司作为行业内最主要的公司之一,政府支持力度较大。
2. 公司经营规模大,营销网络完备,主要产品市场占有率高,在中国石油石化行业中具有很强的竞争实力和突出的市场地位,抗风险

能力强。

3. 公司是上、中、下游一体化公司，纵向一体化有助于减少价格、供应和需求的周期性波动对公司经营的不利影响，有利于提高公司营运效率。
4. “中国石化”品牌在国内、国际均具有较高知名度，有利于公司业务拓展。
5. 公司经营活动获现能力强，经营活动现金流规模大，经营活动现金流和现金类资产对于本期公司债券覆盖程度很高。
6. 本期债券由中石化集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，对本期债券信用状况具有积极的影响。

关注

1. 公司自有油气资源相对不足，目前大部分加工原油依靠外购，且主要依赖进口，对国外原油资源依赖程度较高。
2. 国际原油价格波动和国内成品油定价机制对于公司炼油板块经营业绩影响较大，受此影响 2008 年公司盈利水平大幅下降，但 2009 年出现明显改善。
3. 根据国务院及财政部有关文件规定，自 2006 年 3 月 26 日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平（40 美元/桶）所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。征收石油特别收益金对公司的收益水平构成一定的影响。

分析师

啜春璐

电话 022-23201199-813

邮箱 chuaichunlu@lianhecr.com

何苗苗

电话 022-23201199-812

邮箱 hemiaomiao@lianhecr.com

传真：022-23201738

地址：天津市河西区解放南路 256 号泰达大厦 10 层

E 座（300042）

Http: // www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中国石油化工股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中国石油化工股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国石油化工股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由中国石油化工股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

中国石油化工股份有限公司 2010 年不超过 200 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”或“公司”）是中国石油化工集团公司（以下简称“中石化集团”或“集团”）于2000年2月25日独家发起设立的股份有限公司。中石化集团成立于1998年7月，是在原中国石油化工总公司的基础上组建成立的特大型石油石化企业集团，是国家出资设立的国有企业，是国家授权投资的机构和国家控股公司。

中国石化于2000年10月在全球发行H股，并分别在香港、纽约、伦敦三地交易所上市；公司于2001年7月在境内发行28亿股A股，并于同年8月在上海证券交易所上市，是中国首家在香港、纽约、伦敦、上海四地上市的公司。截至2009年底，公司总股本867.02亿股，中石化集团持股75.84%，是公司的控股股东。

公司的主要业务包括：石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易；石油的加工，石油产品的生产、石油产品的贸易及运输、分销和营销；石化产品的生产、分销和贸易。

公司总部职能部门设有总裁办公室、法律事务部、发展计划部、生产经营管理部、财务部、企业改革管理部、科技开发部、人事部、安全环保部、外事部、物资装备部、信息系统管理部、审计部和监察部等职能部门，并设立油田勘探开发事业部、炼油事业部、化工事业部和油品销售事业部四个事业部（见附件1），对所属企业实行业务部管理体制。截至2009年底，公司拥有在职员工371,333人。

截至2009年底，公司合并资产总额8,664.75亿元¹，负债总额4,658.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）4,005.85亿元。2009年公司实现营业收入13,450.52亿元，净利润（含少数股东损益）640.00亿元，经营活动产生的现金流量净额1,587.96亿元，现金及现金等价物净增加额17.42亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳门北大街22号；法定代表人：苏树林。

二、本期公司债券及债券募集资金项目使用概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国石油化工股份有限公司2010年公司债券”，发行规模不超过200亿元，本期债券的期限不超过10年（含10年），可以为单一品种或多个不同的品种，具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和保荐人（主承销商）根据市场情况协商一致并报监管机构核准备案，予以确定。

本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下意向性询价结果，由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定，在债券存续期内固定不变。

2. 本期债券募集资金用途

根据公司相关决议，本期债券的募集资金拟用100亿元优化调整公司目前的负债结构；剩余募集资金拟用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。

¹本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，下同。

三、行业分析

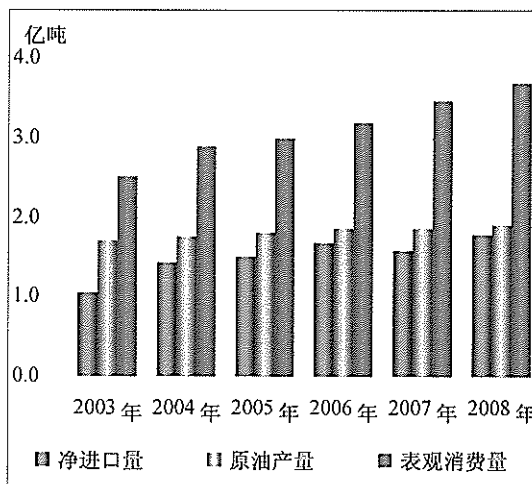
1. 中国石油石化行业概况

石油及石油石化产品是重要的战略资源，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱产业。随着中国经济的快速发展，对能源的需求越来越大，石油作为能源的重要组成部分，在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，石油已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。

20 世纪，中国石油工业经历了 50 年代恢复和探索、60~70 年代高速发展和 80 年代以后稳定发展的三大历史阶段。1978 年中国原油产量突破 1 亿吨大关，进入了世界产油大国的行列。据中国石油和化学工业协会公布的数据，2008 年，中国石油石化行业工业产值完成 65,842.9 亿元人民币，比上年增长 24.0%；全行业累计投资 8,964.5 亿元，同比增长 27.1%；全年实现进口总额 2,948.28 亿美元，出口总额 1,312.90 亿美元，同比分别增长 35.2%和 29.0%，中国石化工业总体保持快速增长势头。

中国是世界第五大石油生产国、第二大石油消费国及第三大石油进口国。中国原油消费量近年来持续增长，根据国家统计局的统计数据，2008 年中国原油表观消费量为 3.69 亿吨，其中，净进口量达到 1.79 亿吨，同比增长 9.6%；原油产量 1.90 亿吨，仅增长 2%。由于国内原油产能增长相对缓慢，导致中国原油对外依存度持续上升，2008 年对外依存度达 48.51%，国内市场仍处于供不应求状态。

图 1 2003 年~2008 年中国原油供需状况



资料来源：国家统计局

根据 2010 年 1 月 22 日国家能源局在能源经济形势发布会上公布的数据，2009 年全国原油产量 1.89 亿吨，相比 2008 年下降 0.4%，这是中国原油产量首次出现下滑，主要是由于大庆和胜利等老油田产量下滑以及受台风影响海上采油量减少，但随着中国经济在 2009 年的强劲复苏，原油消费量 3.88 亿吨反而比 2008 年增长了 5.26%，净进口 1.99 亿吨，增长 13.6%，这也使得原油对外依存度达到 51.3%，首次突破 50%的警戒线。

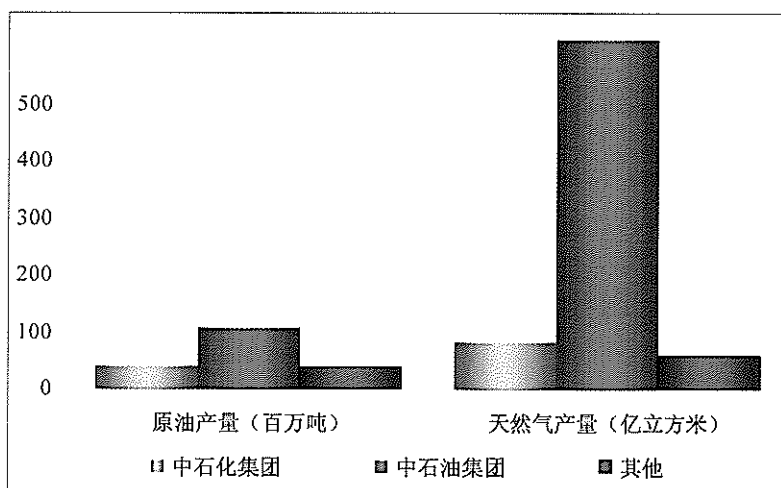
2. 市场竞争

由于属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束。经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中国石油化工集团公司（下称“中石化集团”）、中国石油天然气集团公司（下称“中石油集团”）、中国海洋石油总公司（下称“中海油”）和陕西延长石油（集团）有限责任公司（下称“延长石油”）从事原油的勘探和开采

业务；而中国联合石油公司（中石油集团下属子公司）、中国国际石油化工联合公司（中石化集团下属子公司）、中国中化集团（下称“中化”）和珠海振戎等四家国有公司则控制了我国 90% 以上的原油进口业务。

上述几家公司中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化主要负责海外原油和成品油的进口业务。从图 2 中可以看出，中石化集团和中石油集团在以原油、天然气开采为主的上游业务方面具有明显的资源优势。

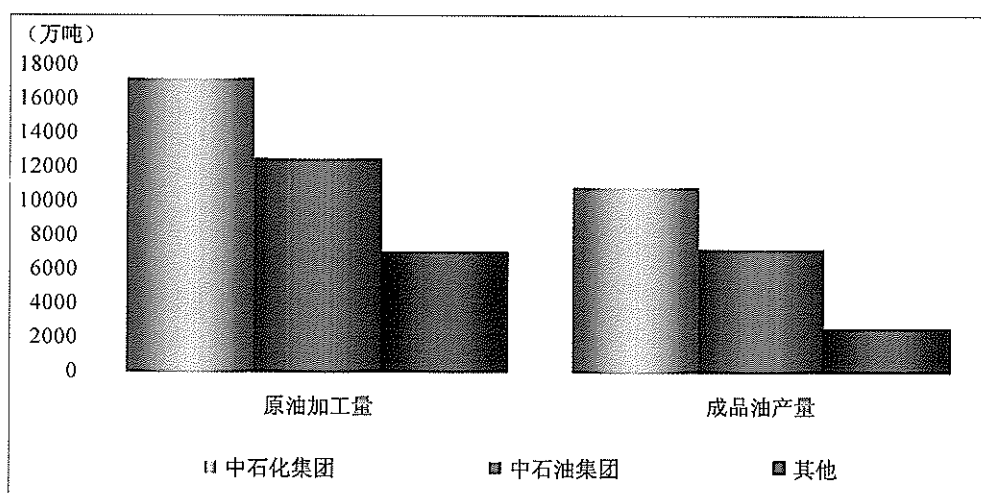
图 2 2008 年国内主要石油化工企业原油、天然气产量比较



资料来源：各集团公司年报、国家统计局

石油炼制与油品销售方面，根据国家统计局公布的数据，2008 年中国原油加工量达到 3.69 亿吨，同比增长 12.91%，成品油产量 2.08 亿吨，同比增长 6.7%，原油加工能力仅次于美国，居世界第 2 位。目前中国成品油生产和销售主要由中石化集团和中石油集团控制，中海油、中化和延长石油成品油生产规模很小，在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，中石化集团和中石油集团对中国的成品油市场具有很强的控制力，其中中石化集团的炼油规模及成品油生产销售具有显著优势。（见图 3）

图 3 2008 年国内主要石油化工企业炼油能力及成品油产量比较



资料来源：各集团公司年报、国家统计局

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品需求稳定增长，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，近年来石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。中国生产的石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、化肥等大类，生产厂家主要集中于中石化集团和中石油集团两大集团公司。据国家统计局统计，2008年中国乙烯产量998.3万吨，较上年略有下降。2008年中石化集团和中石油集团主要化工产品生产情况见表1。

表1 2008年中石化集团和中石油集团主要化工产品产量比较

单位：万吨

项目	中石化集团	中石油集团
乙烯	635.94	267.6
合成树脂	1,025.87	439.6
合成橡胶	108.39	40.7
合成纤维原料及聚合物	738.98	--
合成纤维	127.44	14.1
尿素	164.86	382.4

资料来源：各集团公司年报

总体看，由于石油石化行业是资本密集型行业，项目投资金额大，且政府管制较为严格，目前国内主要参与者为中石化集团和中石油集团两大行业巨头，行业的市场竞争程度不高。

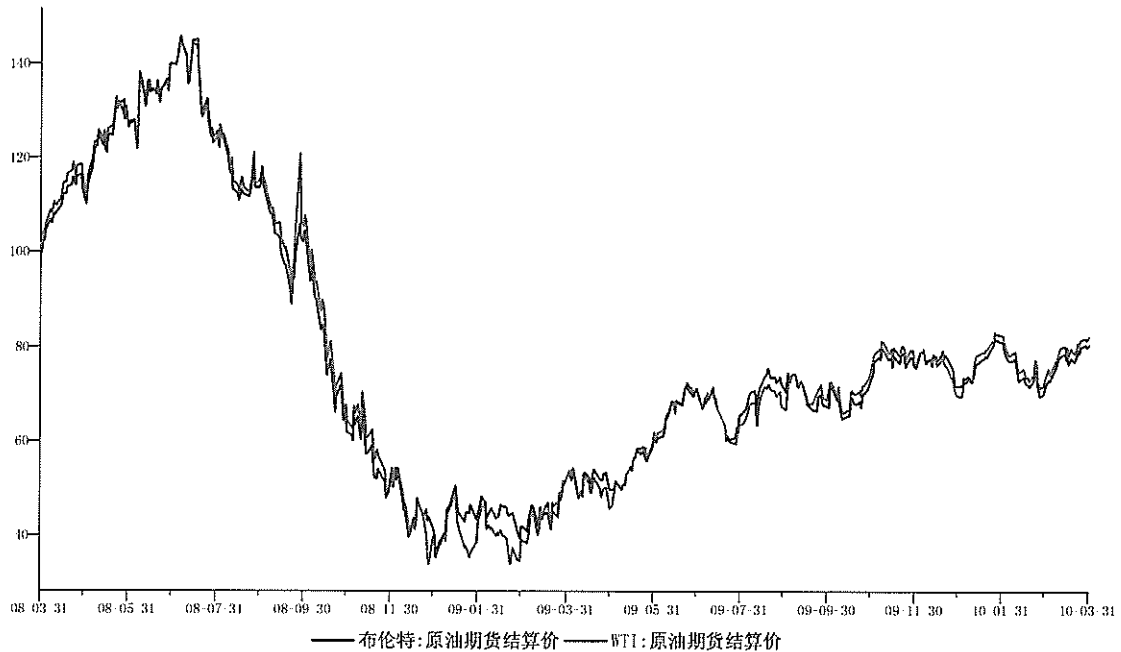
3. 原油及成品油价格

自1999年开始世界经济进入复苏阶段，尤其是美国经济迅猛增长，对原油的需求也开始大幅增加，近年来，受到油品库存下降、产油国地缘政治不稳以及美元疲软等多重原因，2008年国际市场原油价格持续上涨，纽约市场西德克萨斯原油期货价格（WTI）盘中价一路飙升至每桶147.27美元的历史最高价位，较去年底大涨超过50%，原油价格的高速增长刺激石油领域投资扩大，特别是欧佩克国家针对上下游的产能扩张计划逐步得到落实，原油供给有所增加。2008年下半年以来，受全球经济危机的影响，原油价格急转直下，彻底改变了原有单边上涨的格局（见图4），进入2009年原油价格有所上涨，但整体价位相对理性。

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准主要包括迪拜（Dubai）、米纳斯（Minas）、杜里原油现货价格等，但基本与纽约WTI期货价格保持同步趋势。2008年国际原油价格大幅波动对中国石油企业影响较大，中石化集团、中石油集团炼油板块均因此出现亏损，2009年随着国际原油价格的下滑国内炼油企业的盈利状况有所改善。

图 4 2008 年以来国际原油价格走势

单位：美元/桶



数据来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2009 年国家发改委出台了新的成品油定价机制：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。具体调整方案为：当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，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。自 2009 年以来，成品油价格已经 8 次调整，其中上调 5 次，下调 3 次，汽油价格累计上调 1,520 元/吨，柴油价格累计上调 1,390 元/吨。

新成品油定价机制的出台，市场化程度有所提高，使得炼油企业的利润空间更有保障，炼油企业在一定程度上能够规避国内外成品油价格“倒挂”所带来的亏损风险。

4. 行业关注

(1) 原油对外依存度逐年提高

目前中国是全球第二大石油消耗国和第三大原油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，2009 年对外依存度已超过 50% 警戒线，据专家预计，到 2020 年中国石油对外依存度将高达 60%。届时，中国主要石油公司均将面临资源对外依存度上升的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。

(2) 成品油定价机制对炼油行业利润影响较大

中国从 1998 年开始对汽油、柴油等成品油的零售价格实行政府指导价。2001 年起国家发改委以纽约、鹿特丹、新加坡三地市场一个月前成交价格的加权平均价作为定价依据，适时调整国内汽、柴油零售中准价。中石化集团和中石油集团作为主要的成品油生产企业，以此中准价为基础，在上下 8% 的幅度内制定具体价格。

然而，自从 2003 年以来，随着国际石油价格不断上升，中国已逐渐偏离以上成品油定价机制，