

中国石油化工股份有限公司

300 亿元认股权和债券分离交易可转换公司债券 2008 年跟踪评级报告

| | |
|--------|---|
| 发行主体 | 中国石油化工股份有限公司 |
| 担保主体 | 中国石油化工集团公司 |
| 发行规模 | 300 亿元人民币 |
| 债券期限 | 自本次分离交易可转债发行之日起6年 |
| 首次评级时间 | 2007/11/16 |
| 首次评级结果 | 债项级别 AAA 主体级别 AAA 主体信用级别展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 AAA 主体级别 AAA 主体信用级别展望 稳定 |

基本观点

中诚信评估肯定了中国石油化工股份有限公司（简称“中国石化”或“公司”）公司作为石油化工行业的大型国有企业所拥有的政府支持，良好的业务运营能力，强大的品牌优势以及雄厚的财务实力；同时，我们也关注原油与成品油价格倒挂，公司外购原油比例较高以及政府征收高额石油特别收益金对公司整体信用状况的影响。

中诚信评估维持中国石油化工股份有限公司 300 亿元认股权和债券分离交易可转换公司债券的信用等级 **AAA** 和主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定。

概况数据

| 中国石化 | 2006 | 2007 | 2008H 1 |
|----------------|----------|----------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 2817.99 | 3263.47 | 3312.99 |
| 总资产（亿元） | 6027.20 | 7185.72 | 8205.56 |
| 总债务（亿元） | 1858.31 | 1929.70 | 2419.76 |
| 营业总收入(亿元) | 10616.69 | 12048.43 | 7347.83 |
| 营业毛利率(%) | 14.82 | 15.00 | 6.86 |
| EBITDA（亿元） | 1154.90 | 1336.09 | 148.73 |
| 所有者权益收益率(%) | 18.80 | 17.51 | 5.68 |
| 资产负债率（%） | 53.25 | 54.58 | 59.63 |
| 总债务/EBITDA (X) | 1.61 | 1.44 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 19.98 | 16.14 | 2.61 |

| 中石化集团 | 2006 | 2007 | 2008H 1 |
|-------------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元） | 3905.88 | 4535.43 | 4608.15 |
| 总资产（亿元） | 8646.18 | 9955.71 | 11049.82 |
| 总债务（亿元） | 2572.80 | 2462.22 | 3025.61 |
| 营业总收入(亿元) | 10624.44 | 12278.63 | 7373.59 |
| 营业毛利率(%) | 17.19 | 17.17 | 8.99 |
| EBITDA（亿元） | 776.14 | 757.15 | 144.96 |
| 所有者权益收益率(%) | 11.55 | 10.58 | 2.46 |
| 资产负债率（%） | 54.83 | 54.44 | 58.30 |

注 1：中国石化 2008 年中期的所有者权益收益率经过年化处理。

注 2：中石化集团 2008 年中期的所有者权益经过年化处理。

分析师

徐佳 jxu@ccxr.com.cn

葛鹤军 hjge@ccxr.com.cn

Tel: (010)66428855

Fax: (010)66420866

2008 年 9 月 12 日

正 面

- 石油石化行业是国家的战略支柱行业，其发展始终得到政府的重视和国家产业政策的支持。2008 年 3 月，公司获得补贴款 123 亿元，其中 49 亿元已计入 2007 年补贴收入，74 亿元计入 2008 年第 1 季度补贴收入。
- 公司拥有专业的石油和天然气勘探和开采队伍，经验丰富。公司在中国成品油生产和销售中占主导地位，是中国最大的石化产品生产商，品牌著名，信誉优良。公司拥有完善、高效、低成本的营销网络，在中国经济增长最快的区域具有战略性的市场地位。一体化的业务结构使得公司拥有较强的抗行业周期波动的能力。
- 公司财务实力雄厚，资本结构合理，偿债能力强。

关 注

- 国际原油价格高位运行增大了炼油企业的生产成本，同时，中国国内的成品油定价并未市场化，使得上游成本不能顺利传导至下游。中国国内外成品油、原油价格倒挂导致炼油企业普遍亏损。
- 中国“煤富油贫”的国情促使政府鼓励煤化工以及新能源的发展，以期对石油燃料的替代，预计未来中国国内石油燃料将在一定程度上被替代。
- 受中国政府对石油开采企业征收石油特别收益金的影响。2008 年上半年，公司缴纳的石油特别收益金高达 165.44 亿元，同比增加 132.54 亿元，使得公司利润水平下滑，对公司短期盈利造成一定影响。
- 公司原油进口比重较大，2006 年和 2007 年分别进口原油 1.01 亿吨和 1.13 亿吨，分别占当年公司原油来源的 70.06%和 72.43%。在国际油价高位运行的背景下，公司对原油进口的高依赖将影响其盈利能力。

概况

本期债券发行及募集资金使用情况

本期债券是由中国石油化工股份有限公司发行的规模为人民币 300 亿元的 6 年期认股权和债券分离交易可转换公司债券，并由中国石油化工集团公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。2008 年 3 月 4 日，本期公司债券及权证在上海证券交易所上市交易，债券固定年利率为 0.8%，认股权证 30.3 亿份，初始行权价格为 19.68 元/股。

本次发行债券部分的募集资金将用于川气东送工程、天津 100 万吨/年乙烯项目、镇海 100 万吨/年乙烯项目及偿还银行贷款；权证行权部分的募集资金将用于天津 100 万吨/年乙烯项目、镇海 100 万吨/年乙烯项目、武汉乙烯项目、偿还银行贷款或补充流动资金（表 1）。

表 1：公司本期债券及权证募集资金使用情况

| 项目 | 投资规模 | 项目进展 |
|-----------------|---|---------------------------------|
| 川气东送工程 | 包括普光气田勘探、开发以及气体处理工程和从普光气田到上海的长输管线工厂两个部分，项目总投资约 632 亿元 | 2009 年主体建成投产 |
| 天津 100 万吨/年乙烯项目 | 包括 1250 万吨/年炼油改造和 100 万吨/年乙烯工程及下游配套工程，项目投资约 260 亿元 | 2006 年 6 月开工，预计 2009 年底建成 |
| 镇海 100 万吨/年乙烯项目 | 包括 100 万吨/年乙烯及下游配套装置和配套公用工程。总投资预计 219 亿元人民币 | 2006 年 11 月开工，预计 2010 年建成 |
| 武汉乙烯项目 | 包括 80 万吨/年乙烯裂解装置、50 万吨/年裂解汽油加氢装置、14 万吨/年丁二烯装置等 10 套装置 | 2007 年 12 月 18 日开工，预计 2010 年底建成 |

资料来源：公司定期报告

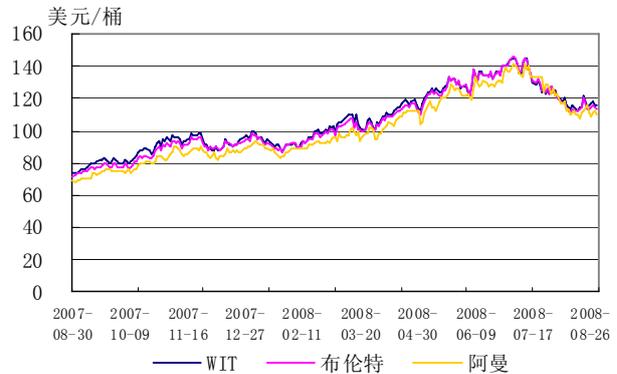
行业关注

国际原油价格高位运行，中国油价机制尚未理顺，炼油企业普遍亏损

自 2007 年 8 月底以来，国际原油价格整体呈现了单向上扬的趋势，截止 2008 年 6 月底，国际原油布伦特期货结算价格上涨到 139.83 美元/桶，同比上涨 95.81%（图 1）。虽然 2008 年 7 月以

来，国际原油价格呈现了震荡下行的趋势，但原油价格高位震荡运行的趋势在并未改变，并将维持一段时间。2008 年 9 月 10 日，石油输出国组织（欧佩克）宣布将削减原油产量 52 万桶/日，这将对油价维持高位运行提供一定支撑。

图 1：国际原油期货结算价格走势



资料来源：wind 资讯

由于中国的成品油定价体系的原因，中国炼油企业的高油价成本并不能顺畅地传导至下游。自 2004 年以来，中国的成品油价格受政府调控并未随国际原油价格进行相应的调整。价格刚性使得中国的炼油企业在国际原油价格大幅上涨时成本压力增大，盈利能力下降。中国国内企业的炼油业务普遍处于亏损状态，原油价格的上涨更加剧了亏损程度。据目前的出厂价格粗略计算，国际原油价格在 90~100 美元时，中国炼油企业将接近或达到盈亏平衡点。

原油价格波动，成品油、原油价格倒挂已成为影响中国炼油行业盈利能力的重要因素。

成品油价格以及税收政策调整等因素影响中国炼油企业盈利水平

继 2007 年 11 月 1 日中国国内汽油、柴油和航空煤油价格提高 500 元/吨之后，国家发改委决定，自 2008 年 6 月 20 日起，中国国内汽油、柴油价格提高 1000 元/吨，航空煤油价格提高 1500 元/吨。此次成品油价格的提升，将有助于改善目前中国国内炼油行业的亏损状况，有利于提高公司炼油业务板块的盈利能力。因此，中国炼油行业的盈利能力受政府对成品油价格调节的影响。

政府税收政策同样影响着炼油行业的盈利能力。自 2006 年 3 月 26 日起，中国对石油开

采企业在其境内生产的原油的月加权平均销售价格超过每桶 40 美元所获得的收入按 20%~40% 比率超额累进征收。受油价上涨导致上缴石油特别收益金增大的影响，2008 年上半年，中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中国石油”）和中国石化等中国主要炼油企业利润水平都出现了下滑（表 2）。

表 2：石油特别收益金影响情况（单位：亿元）

| | 石油特别收益金 | 总利润 | 净利润 |
|------|---------|---------|---------|
| 中国石油 | 478.16 | 732.06 | 483.55 |
| 同比变化 | 220.01% | -31.13% | -36.30% |
| 中国石化 | 165.44 | 95.16 | 94.15 |
| 同比变化 | 402.86% | -81.94% | -74.26% |

资料来源：上市公司定期报告

此外，中国的石油资源相对缺乏，政府鼓励发展煤化工以及二甲醚等新型能源，也将会对石油产业的长期发展产生一定的影响。

业务运营

勘探及开采业务稳定增长

近年来，公司石油和天然气勘探及开采业务收入稳定增长，2007 年实现营业收入 1456.67 亿元。2008 年上半年，公司的勘探及开采事业部的原油和天然气的产量同比增加了 2.4% 和 3.3%（表 3），销量同比上涨 2.2% 和 8.6%，同时两者的价格分别同比上涨 56.3% 和 14.6%，得益于原油销量和价格的同比增长，2008 年上半年公司勘探及开采业务营业收入为 966.59 亿元，同比增长 54.10%。

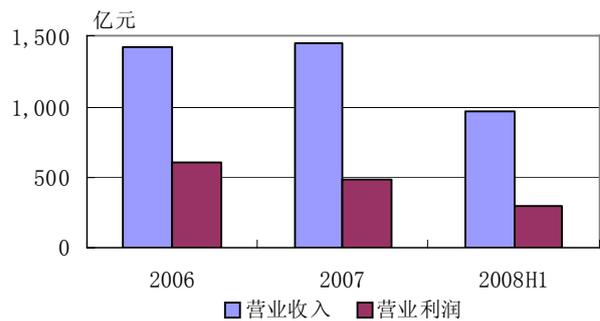
表 3：勘探及开采运营情况

| | 2008H1 | 2007H1 | 同比增加 |
|--------------|--------|--------|-------|
| 原油产量(百万桶) | 147.38 | 143.88 | 2.40% |
| 天然气产量(亿立方英尺) | 1442 | 1396 | 3.30% |

资料来源：公司定期报告

从利润的角度看，2007 年，公司勘探及开采业务实现营业利润 485.88 亿元，2008 年上半年，营业利润为 227.40 亿元，同比上涨 25.53%（图 2）。营业利润增长幅度小于营业收入，主要原因在于营业费用同比增加了 74%，其中，石油特别收益金同比增加了 132.54 亿元，外购原材料等成本同比增加了 111 亿元。

图 2：公司勘探及开采业务营业收入、营业利润情况



资料来源：公司定期报告

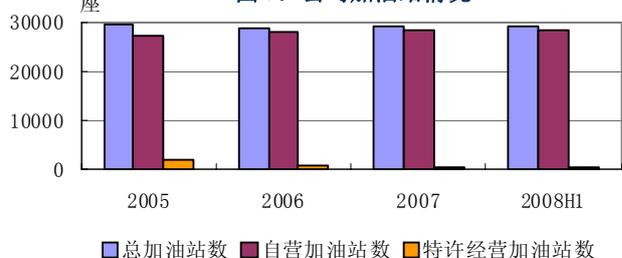
总体看，公司勘探及开采业务增长稳定，是公司利润的重要来源。

营销及分销、化工业务板块受成本影响，利润有所下滑

受中国国内市场成品油需求增加及公司销售结构改善的推动，2008 年上半年，公司营销及分销事业部成品油总经销量达到 6,302 万吨，同比增长 8.8%，其中零售量同比增长 19.2%。营销及分销事业部在 2008 年上半年实现营业收入 3965 亿元，同比增长 28.5%。其中，汽油、柴油的销售收入为 3364 亿元，占营销及分销事业部经营收入的 84.8%。然而，由于原油采购成本的上升，2008 年上半年，公司营销及分销业务板块的利润并未同收入保持同步增长，而是一改 2007 年的增长趋势，出现了微幅下跌。2008 年上半年，公司营销及分销事业部实现营业利润 167.82 亿元，同比下降 2.11%。

此外，为提高销售和服务水平，公司逐年减少特许经营加油站的数量，同时扩充自营加油站数量（图 3）。

图 3：公司加油站情况



资料来源：公司定期报告

公司化工事业部发挥集中销售优势，组织生产适销对路的产品，增加高附加值产品产量，提高效益。2008 年上半年，乙烯产量达到 330.7 万

吨，同比增长 1.0%，合成树脂产量达到 492.3 万吨，同比增长 3.1%，合成橡胶产量达到 46 万吨，同比增长 27.8%（表 4）。

表 4：公司化工产品产量情况（单位：千吨）

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008H1 |
|------------|------|------|------|--------|
| 乙烯 | 5319 | 6163 | 6534 | 3307 |
| 合成树脂 | 7605 | 8619 | 9660 | 4923 |
| 合成纤维单体及聚合物 | 6725 | 7242 | 8018 | 3768 |
| 合成纤维 | 1570 | 1502 | 1417 | 681 |
| 合成橡胶 | 626 | 668 | 800 | 460 |
| 尿素 | 1780 | 1609 | 1565 | 685 |

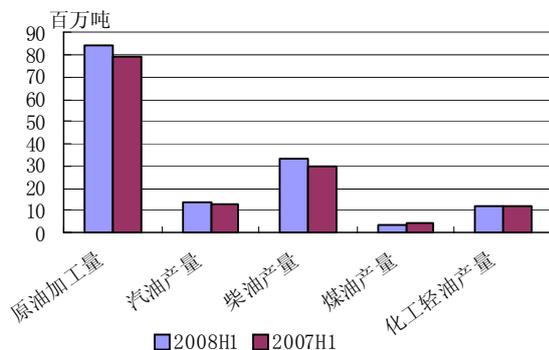
资料来源：公司定期报告

公司化工业务营业收入和营业利润变动情况与营销及分销业务基本一致。2008 年上半年，公司化工业务事业部实现营业收入 1320.05 亿元，同比增加 14.07%，而营业利润为 44.77 亿元，同比下降 48.12%。营业利润下滑的主要原因为公司化工业务受耗用原材料、辅助燃料增加及单位价格上涨等因素的影响，采购原料、经营供应品及费用同比增加 212 亿元。

公司炼油业务持续亏损

公司 2008 年上半年加工原油 8425 万吨，同比增加 6.7%；成品油产量同比增长 10.1%（图 4），其中汽油产量为 1378 万吨，同比增长 7.7；柴油产量为 3380 万吨，同比增长 13%；煤油产量为 394 万吨，同比下降 3.9%。

图 4：公司炼油事业部原油加工、成品油产品情况



资料来源：公司定期报告

2008 年上半年，炼油事业部营业收入继续保持上涨趋势。公司实现营业收入 3922.00 亿元，同比上涨 27.38%。但营业利润同比大幅减少，2008 年上半年，营业亏损 738.79 亿元，营业利润

同比减少 796.62 亿元。

炼油业务亏损的主要原因在于原油价格的高涨推动了炼油加工成本提高，而中国对其国内的成品油价格实施控制，导致成品油和原油价格倒挂。而且，随着中国经济的快速增长，市场需求扩大，公司增加了外购原油加工量以保障成品油市场的平稳运行。2008 年上半年，公司外购原油加工量为 6670 万吨（未含来料加工原油量），同比增长 10.4%；外购原油平均加工成本人民币 5326 元 / 吨，同比增长 54.4%。原油价格的提高以及外购数量的增加使得公司炼油业务形成巨额亏损。2008 年上半年，公司炼油平均成本同比上涨 54.70%。

产业规模扩大，竞争实力增强

2007 年，公司吸收合并了 4 家原上市 A 股子公司，向中石化集团收购了五家炼油企业的股权及 63 座加油站的经营权等，进一步突出了主营业务。

截止 2008 年 6 月，对公司的业绩和资产有重要影响的子公司为 16 家。根据公司 2007 年 12 月 28 日的董事会会议，公司决议收购中国石化集团拥有的湛江东兴石油企业有限公司、中国石化集团杭州炼油厂、扬州石油化工厂、江苏泰州石油化工总厂和中国石化集团清江石油化工有限公司的权益，总作价 24.68 亿元。

公司产业规模扩大，规模效应将进一步显现，增强公司的竞争实力。

财政补贴

石油石化行业是我国国民经济的战略性支柱产业，其发展始终得到政府的高度重视和国家产业政策的支持。

2005 年和 2006 年，公司由于原油与国内成品油价格倒挂累计获得国家补贴收入分别为 94.15 亿元和 50 亿元，2008 年 3 月公司获得补贴款 123 亿元，其中 49 亿元计入 2007 年补贴收入，74 亿元计入 2008 年第 1 季度补贴收入。

2008 年 4 月 1 日起，中国政府对进口原油加工形成的亏损给予适当补助，补助资金按月预拨

和清算，同时对进口成品油实行增值税先征后返政策。2008年第2季度公司获得补贴229.3亿元，进口成品油退税30.7亿元。

政府的支持使得公司能够在一定程度上规避中国国内原油、成品油价格倒挂形成的风险。

财务分析

以下财务分析是基于中国石化提供的经毕马威华振会计师事务所按中国企业会计准则审计并出具了标准无保留意见的2007年年报和2008年半年报。

资本结构

截止2008年6月底，公司总资产为7347.83亿元，同比上涨29.63%；所有者权益为312.99亿元，同比上涨7.91%，其中归属于母公司的所有者权益为3054.71亿元。

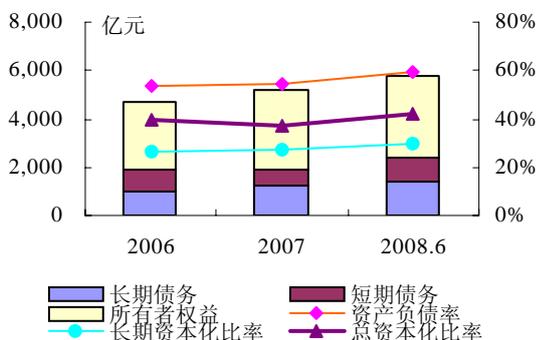
公司资产负债较为稳定，2006年以来，公司的资产负债率一直处于50~60%之间，反映了公司的资本结构较为稳健（表5）。

表5：公司资产负债率变化

| | 2006 | 2007 | 2008H1 |
|-------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 53.25% | 54.58% | 59.63% |

截止2008年6月底，公司总债务规模为2419.76亿元，同比上涨25.40%，其中长、短期债务分别为1383.99亿元和1035.77亿元（图5）。

图5：公司资本结构分析



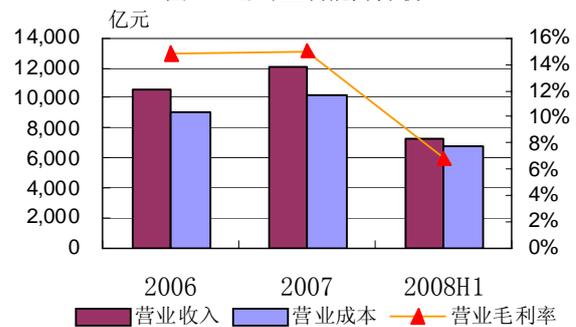
盈利能力

2007年，公司营业收入为12048.43亿元，同比上涨13.49%，2008年上半年，公司营业收入为7347.83亿元，同比上涨30.31%。然而，同期营业成本为6844.06亿元，同比增长47.15%，涨

幅超过了营业收入。主要原因是公司在2008年上半年为保证中国国内成品油市场的平稳运行，在国内外成品油、原油价格倒挂的情况下加大成品油供应，造成了公司炼油业务的亏损738.79亿元，影响了公司整体利润水平。

营业成本的涨幅超过营业收入使得2008年上半年公司营业利润率大幅下滑。同时，国际原油价格的上涨使得公司2008年上半年缴纳的石油特别收益金高达165.44亿元，同比增加132.54亿元，增长幅度为402.86%，进一步影响了公司的整体利润水平。2008年上半年公司实现营业亏损237.84亿元；利润总额95.16亿元，同比下降81.86%；营业毛利率为6.86%比2007年的营业毛利率下降8.14个百分点（图6）。

图6：公司盈利能力分析



从其他盈利指标看，公司2008年上半年净利润为94.15亿元，同比下降74.10%；2007年公司净资产收益率为17.51%，同比下降1.29个百分点；2008年上半年，公司净资产收益率为5.68%。

从现金流角度看，2008年上半年经营性现金流减少。公司2007年经营活动净现金流为1242.50亿元，2008年上半年经营活动净现金流减小为59.86亿元，同比下降90.65%，主要原因在于原油价格上涨导致公司现金支出增大。

同时我们也注意到，2008年6月，公司董事会通过决议，公司将使用自有资金16.24亿元收购中石化集团拥有的油田维护性井下作业资产、业务及相关负债。收购该等资产和业务将可进一步满足中石化下属采油厂的日常井下作业服务需求、保持日常生产稳定有序，减少作业次数、降低作业成本，理顺油田作业管理体制，提升采油业务与井下作业系统的业务协同能力、提高生产效率，对公司盈利水平的提高有一定的促进作用。

用。

从整体来看，公司的盈利能力受原油价格上涨以及石油特别收益金的影响较为明显。

长期偿债能力

截止 2008 年 6 月底，公司负债合计 4892.57 亿元，其中流动负债占 69.44%，非流动负债占 30.56%。流动负债中短期借款、应付账款和其他应付款占比较大，非流动负债中以长期借款和应付债券为主。

2007 年，公司总债务规模为 1929.70 亿元，剔除货币资金等价物后的净债务规模为 1717.55 亿元，同比分别上涨了 3.84% 和 1.22%。截至 2008 年 6 月底，公司总债务规模为 2419.76 亿元(表 6)。

表 6：公司债务情况

| 项目 | 2006 | 2007 | 2008H 1 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 短期债务(亿元) | 851.94 | 726.56 | 1035.77 |
| 长期债务(亿元) | 1006.37 | 1203.14 | 1383.99 |
| 长短期债务比(X) | 0.85 | 0.60 | 0.75 |
| 总债务(亿元) | 1858.31 | 1929.70 | 2419.76 |
| 货币资金等价物(亿元) | 161.60 | 212.15 | 187.12 |
| 净债务(亿元) | 1696.71 | 1717.55 | 2232.64 |

从偿债能力指标看，公司 2008 年上半年的 EBITDA 为 148.73 亿元，同比下降 80.04%；而财务性利息和资本化利息支出合计为 57.07 亿元，同比上涨 111.68%。由于盈利能力下降和财务成本增加的影响，公司 EBITDA 对利息支出的保障能力在 2008 年有所降低，EBITDA 利息倍数由 2007 年的 16.14 倍下降到 2008 年上半年的 2.61 倍。

在或有负债方面，截至 2008 年 6 月 30 日，公司对其联营及合营公司提供 98.24 亿元银行信贷担保，担保金额相对于公司资产规模较小(表 7)。公司对有关担保的状况进行监控，目前对有关担保协议的责任没有计提任何负债。

表 7：公司对外担保情况

| 担保对象 | 担保金额(亿元) | 是否履行完毕 | 是否为关联方 |
|--------------------------|--------------|--------|--------|
| 岳阳中石化壳牌煤气化有限公司 | 3.77 | 否 | 是 |
| 上海高桥爱思开溶剂有限公司 | 0.75 | 否 | 是 |
| 福建联合石油化工有限公司 | 91.66 | 否 | 是 |
| 中国石化扬子石化对其联营及合资公司的担保余额 | 1.14 | 否 | 是 |
| 中国石化上海石化对其联营及合资公司的担保余额 | 0.17 | 否 | 是 |
| 中国石化销售有限公司对其联营及合资公司的担保余额 | 0.75 | 否 | 是 |
| 合计 | 98.24 | - | - |

资料来源：公司定期报告

公司负债结构中以流动负债为主，债务结构稳定、合理，或有负债与总资产相比较小。总体而言，公司财务实力雄厚，资本及债务结构合理，具有较强的偿债能力。

担保实力

本期债券由中石化集团提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

中石化集团是上、中、下游综合一体化的能源化工公司，是中国最大的石化产品生产商，第二大石油和天然气生产商。中石化集团在海外石油勘探开发、油田服务、油气田及炼油化工工程设计建设、物资装备供应、内部金融服务等领域也有较强实力，在《财富》2007 年度全球 500 强企业中国石化集团排名第 17 位，2008 年排名第 16 位，整体抗风险能力强。

截至 2007 年底，纳入中石化集团的全资及控股公司共有 41 户，包括中国石化和直属非上市企业 40 户。中石化集团的石油石化主业资产大部分已注入中国石化。

截至 2007 年底，中石化集团(合并)资产总额 9955.71 亿元，负债合计 5420.28 亿元，所有者权益合计 4535.43 亿元，归属于母公司所有者权益 3536.35 亿元；全年实现营业利润 717.30 亿元，净利润 479.91 亿元。本期债券 300 亿元担保金额占中石化集团 2007 年底净资产的 6.61%。

近年来，中石化集团的资产总额、所有者权益、利润总额都保持稳定增长的态势。中石化集团整体资产质量好，盈利水平高，债务水平合理，整体经营效率较高，现金流状况良好，经营活动获得现金的能力较强，具有较强的利息支付能力，对全部债务的保护能力较强，经营发展保持良好态势，长期债务的偿还风险低。此外，中石化集团与国内银行建立了稳固的合作关系，财务弹性强。

综合来看，中石化集团是国家独资设立的上、中、下游综合一体化大型石油石化企业集团，在国内石油石化行业中占有重要战略地位，具有很强的竞争实力和突出的市场地位，经营风险相对较小，抗市场风险能力强。因此，基于对中石化集团在国民经济体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信评估认为中石化集团拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

结论

作为国民经济的支柱产业，石油石化行业将始终得到中国政府的高度重视以及政策的支持。公司行业地位稳定，品牌知名度高、财务实力强。公司拥有油气——炼油——成品油营销——石化化工产品为一体的完整产业链，将有助于增强公司对价格、供需周期波动等影响经营业绩的因素的调节能力。同时，我们还关注到，中国国内原油价格与国际市场基本接轨但成品油价格的定价仍未完全市场化，公司未来的业绩将受到国际原油价格、中国国内成品油价格和产业政策的影响。

从 2008 年上半年来看，公司受境内外成品油、原油价格倒挂以及石油特别收益金的影响较大，营业利润出现了下滑。同时我们注意到，自 2008 年 6 月 20 日起，中国国内成品油价格的提高将有助于改善目前中国国内炼油行业的亏损状况，有利于提高公司炼油业务板块的盈利能力。

根据对公司自身运营实力和担保主体担保实力的综合分析，中诚信评估认为中国石油化工股份有限公司 300 亿元认股权和债券分离交易可

转换公司债券的安全性极强，违约风险极低，维持对公司的主体 AAA，债项 AAA 的信用评级，评级展望为稳定。

附一：中国石油化工股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据(单位：万元) | 2006 | 2007 | 2008H1 |
|------------------|----------------|----------------|---------------|
| 货币资金 | 769,800.00 | 836,400.00 | 977,400.00 |
| 应收账款净额 | 1,514,400.00 | 2,294,700.00 | 4,308,400.00 |
| 存货净额 | 9,491,200.00 | 11,604,900.00 | 16,348,800.00 |
| 流动资产 | 14,309,800.00 | 18,153,500.00 | 26,004,100.00 |
| 长期投资 | 2,354,400.00 | 3,133,500.00 | 3,118,900.00 |
| 固定资产合计 | 39,924,000.00 | 45,655,600.00 | 47,128,800.00 |
| 总资产 | 60,272,000.00 | 71,857,200.00 | 82,055,600.00 |
| 短期债务 | 8,519,400.00 | 7,265,600.00 | 10,357,700.00 |
| 长期债务 | 10,063,700.00 | 12,031,400.00 | 13,839,900.00 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 18,583,100.00 | 19,297,000.00 | 24,197,600.00 |
| 总负债 | 32,092,100.00 | 39,222,500.00 | 48,925,700.00 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 28,179,900.00 | 32,634,700.00 | 33,129,900.00 |
| 营业总收入 | 106,166,900.00 | 120,484,300.00 | 73,478,300.00 |
| 三费前利润 | 12,833,600.00 | 14,647,300.00 | 2,192,600.00 |
| 投资收益 | 376,900.00 | 575,600.00 | 167,700.00 |
| 净利润 | 5,298,300.00 | 5,715,300.00 | 941,500.00 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 11,549,000.00 | 13,360,900.00 | 1,487,302.11 |
| 经营活动产生现金净流量 | 9,887,000.00 | 12,425,000.00 | 598,600.00 |
| 投资活动产生现金净流量 | -10,057,200.00 | -11,477,200.00 | -4,564,800.00 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -597,400.00 | -878,100.00 | 4,047,300.00 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -770,100.00 | 63,300.00 | 77,000.00 |
| 财务指标 | 2006 | 2007 | 2008H1 |
| 营业毛利率（%） | 14.82 | 15.00 | 6.86 |
| 所有者权益收益率（%） | 18.80 | 17.51 | 5.68 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 10.88 | 11.09 | 2.02 |
| 速动比率（X） | 0.23 | 0.25 | 0.28 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.53 | 0.64 | - |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 1.16 | 1.71 | - |
| 经营活动净现金利息倍数（X） | 17.11 | 15.01 | 1.05 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 19.98 | 16.14 | 2.61 |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.61 | 1.44 | - |
| 资产负债率（%） | 53.25 | 54.58 | 59.63 |
| 总债务/总资本（%） | 39.74 | 37.16 | 42.21 |
| 长期资本化比率（%） | 26.31 | 26.94 | 29.47 |

附二：中国石油化工集团公司主要财务数据及指标

| 财务数据(单位：亿元) | 2006 | 2007 | 2008H1 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 374.73 | 271.64 | 354.11 |
| 应收账款净额 | 222.18 | 309.04 | 489.57 |
| 存货净额 | 1,170.20 | 1,382.93 | 1,858.32 |
| 流动资产 | 2,116.51 | 2,437.82 | 3,421.83 |
| 长期投资 | 399.56 | 560.66 | 518.37 |
| 固定资产合计 | 5,074.20 | 5,787.85 | 5,878.26 |
| 总资产 | 8,646.18 | 9,955.71 | 11,049.82 |
| 短期债务 | 982.26 | 742.82 | 1,228.33 |
| 长期债务 | 1,590.54 | 1,719.39 | 1,797.28 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 2,572.80 | 2,462.22 | 3,025.61 |
| 总负债 | 4,740.30 | 5,420.28 | 6,441.66 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 3,905.88 | 4,535.43 | 4,608.15 |
| 营业总收入 | 10,624.44 | 12,278.63 | 7,373.59 |
| 三费前利润 | 1,509.93 | 1,731.94 | 318.94 |
| 投资收益 | 65.20 | 111.40 | 33.19 |
| 净利润 | 451.16 | 479.91 | 56.75 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 776.14 | 757.15 | 144.96 |
| 经营活动产生现金净流量 | 1,103.23 | 1,366.91 | 149.55 |
| 投资活动产生现金净流量 | -1,692.93 | -1,248.84 | -482.53 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 591.77 | -211.99 | 416.31 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2.34 | -103.09 | 82.47 |
| 财务指标 | 2006 | 2007 | 2008H1 |
| 营业毛利率（%） | 17.19 | 17.17 | 8.99 |
| 所有者权益收益率（%） | 11.55 | 10.58 | 2.46 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 7.31 | 6.17 | 1.97 |
| 速动比率（X） | 0.32 | 0.30 | 0.35 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.43 | 0.56 | 0.10 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 1.12 | 1.84 | 0.24 |
| 经营活动净现金利息倍数（X） | 13.96 | 235.68 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 9.82 | 130.54 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.31 | 3.25 | 10.44 |
| 资产负债率（%） | 54.83 | 54.44 | 58.30 |
| 总债务/总资本（%） | 39.71 | 35.19 | 39.63 |
| 长期资本化比率（%） | 28.94 | 27.49 | 28.06 |

附三：基本财务指标的计算公式

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{成本费用率} = (\text{营业成本} + \text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{营业费用}) / \text{营业收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{期末净利润} / \text{期末所有者权益合计}$$

$$\text{总资本回报率} = \text{EBIT} / (\text{总债务} + \text{所有者权益合计})$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{营业收入} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{存货周转率} = \text{营业成本} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{流动资产周转率} = \text{营业收入} / \text{流动资产平均余额}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{保守速动比率} = (\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{交易性金融负债} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{总资本} = \text{总债务} + \text{所有者权益合计}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / \text{总资本}$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益合计})$$

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金等价物}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债合计} / \text{资产合计}$$

$$\text{经营活动净现金利息倍数} = \text{经营活动净现金流} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。