



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪993号

## 奥德集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪的主体信用等级AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证评有限公司  
信用评级委员会  
二零一九年六月二十七日

## 山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
发行主体	奥德集团有限公司		
债券简称	16 奥燃 01		
债券代码	112385.SZ		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/5/3-2021/5/2		
上次评级时间	2018/6/19		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

债券名称	山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）		
发行主体	奥德集团有限公司		
债券简称	16 奥燃 02		
债券代码	112416.SZ		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2016/7/27-2021/7/26		
上次评级时间	2018/6/19		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

债券名称	山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）		
发行主体	奥德集团有限公司		
债券简称	16 奥燃 03		
债券代码	112478.SZ		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	2016/11/18-2021/11/17		
上次评级时间	2018/6/19		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 基本观点

2018年，奥德集团有限公司（以下简称“奥德集团”或“公司”）整体经营良好。公司区域垄断性较强、上游气源稳定、供气能力提升较快、经营获现能力增强，整体具备很强的偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临一定的政策风险和债务规模增加等因素对公司信用水平可能产生的影响。

综上，中诚信证评维持奥德集团有限公司主体信用等级AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”和“山东奥德燃气有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”信用等级为AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 区域垄断优势。公司在临沂市九县三区燃气市场占据绝对优势，市场占有率继续保持 90%以上；同时拥有山东、河北、辽宁和黑龙江四省多个县市的燃气特许经营许可，具有区域垄断性，能够维持稳定的收入和现金流。
- 上游气源稳定。公司于 2009 年与中石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）签订了 20 年照付不议天然气买卖运输合同，目前中石油对公司供气量已放开，同时公司与其他上游供应商建立了良好的合作关系，气源较为稳定。
- 供气能力提升较快。公司燃气业务主要分布在山东、河北、天津、辽宁、吉林与内蒙古等省份，燃气销售服务面积大和供气能力强，为公司未来业务的发展奠定良好基础。
- 经营获现能力强。近年来，公司的经营获现能力持续较强，2018 年公司 EBITDA 为 46.17 亿元，能够对债务利息支出形成良好覆盖。

概况数据

奥德集团	2016	2017	2018
总资产 (亿元)	226.46	281.91	319.31
所有者权益 (亿元)	95.14	123.32	146.58
总债务 (亿元)	103.77	114.32	126.62
营业总收入 (亿元)	102.73	144.00	155.94
营业毛利率 (%)	31.41	32.98	28.95
EBITDA (亿元)	31.85	49.53	46.17
所有者权益收益率 (%)	18.28	25.32	15.57
资产负债率 (%)	57.99	56.26	54.09
总债务/EBITDA (X)	3.26	2.31	2.74
EBITDA 利息倍数 (X)	6.92	7.76	6.91

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

关注

- 一定的政策风险。公司处于产业链中下游，面临天然气采购价格上涨风险，但面向居民的燃气销售价格需由当地物价局召开听证会听证通过，公司面临一定的购销差价波动风险。
- 债务规模增加。截至 2018 年末，公司总债务为 126.62 亿元，债务规模逐年上升。
- 对外担保风险。截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 4.75 亿元，占净资产的比重为 3.24%，被担保方主要为民营企业。在经济下行压力下，企业经营风险普遍有所加大，公司或将面临一定的代偿风险，中诚信证评将对此保持持续关注。

分析师

李龙泉 [lqli@ccxr.com.cn](mailto:lqli@ccxr.com.cn)  
 张卡 [kzhang@ccxr.com.cn](mailto:kzhang@ccxr.com.cn)  
 Tel: (021) 60330988  
 Fax: (021) 60330991  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 27 日



## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 公司更名说明

随着公司经营区域的扩张，业务规模的扩大，为了公司今后在全国范围内业务的推广，建立公司的品牌优势，经山东奥德燃气有限公司股东会决议的批准，公司名称由“山东奥德燃气有限公司”变更为“奥德集团有限公司”。公司已于 2018 年 11 月 2 日收到临沂市工商行政管理局颁发的新的营业执照，并完成了工商变更登记。

此次公司名称变更不涉及公司已发行的公司债券的名称、简称和代码的变更。原山东奥德燃气有限公司发行的全部债权债务关系由奥德集团有限公司继承。

## 行业关注

### 天然气行业

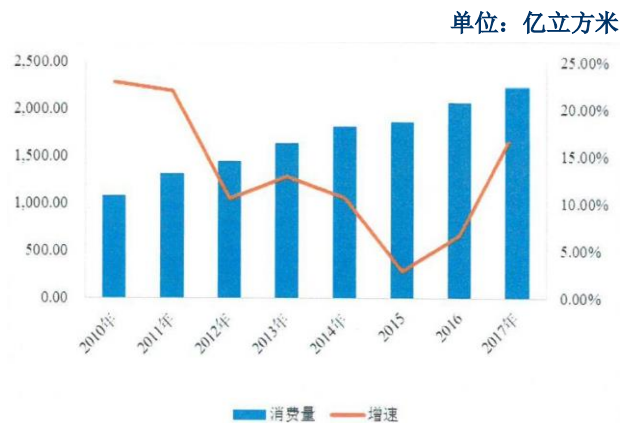
近年来，我国经济持续增长，城市化水平逐步提高，持续增长的工业规模和庞大的城镇人口规模为燃气生产和供应行业提供了良好的市场基础。目前发达国家的城市气化率在 85% 左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，但我国城镇平均气化率仅为 40% 左右，我国燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。同时，随着国民环保意识的增强、国家环保标准的提高以及新能源的开发，我国用气类型和供气结构也正在逐步进行调整，天然气正逐步取代液化石油气成为我国城市用气和供气的主要产品。目前天然气已成为我国城市燃气中应用最广泛的品种。

从天然气需求来看，天然气具有热值高、清洁、价格相对低廉等特性，近年来被广泛用于城市燃气及替代工业燃料，普及率快速提高，具有良好的发展前景。我国天然气主要用于工业燃料和城市燃气，近年来受我国整体经济增速放缓影响，天然气下游消费市场需求增长动力不足，2014-2016 年，由于国际原油价格暴跌，天然气经济性降低，国内天然气需求增速放缓至个位数，2016 年我国天然气表观消费量为 2,058 亿立方米，同比增长 6.6%，增速较 2015 年增长约 1 个百分点。2017 年以来，随着经济的回升，天然气消费增长明显加快，工业、发电等用气需求显著回升。2018 年我国天然气消费

量突破 2,800.00 亿方，进口天然气超过 9,000.00 万吨。其中，LNG 占总进口量的 60%，超过 5,300.00 万吨，天然气消费回暖势头强劲。

但是我国天然气消费在一次能源消费中的占比仍旧较低，2016 年仅为 6.40%，与较发达国家的消费水平仍存在较大差距；且天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源，提高天然气在一次能源消费中的比重对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。根据《天然气“十三五”规划》，到 2020 年天然气占我国能源消费比重将达 8.3~10%。据此测算，到 2020 年我国年天然气消费量将超过 3,000 亿立方米。2017 年 7 月，国家发布了《加快推进天然气利用的意见》，我国将大力实施城镇燃气、天然气发电、工业燃料升级、交通燃料升级等四项重大工程，将天然气在一次能源结构中的比重从 6% 提高至 2020 年的 10% 和 2030 年的 15%。同时，随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深，未来天然气消费市场增长空间仍旧较大。

图 1：近年来我国天然气消费量



资料来源：WIND

我国天然气生产由中石油、中石化和中海油等大型天然气勘探企业进行，行业壁垒极高。由于中游管道输送企业与上游天然气供应商的紧密性，通常天然气生产企业直接参与中游输送，全国天然气长输管道 80% 左右为中石油所有。少数拥有区域天然气长输管网的公司对地方政府和资源拥有一定的依赖性，地方优势明显。天然气运输的下游分销主要是由各城市燃气公司运营，市场化程度相对较

高。由于上游天然气开采行业基本被中石油、中石化和中海油垄断，因此燃气分销商在议价中处于相对弱势对位。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域垄断性，拥有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。

受国际政治、经济的不确定影响及地区冲突战争的冲击，未来油价走势具有一定的不确定性，液化石油气和天然气价格仍将深受油价的影响。另外，页岩气、煤制气、新的电池技术的发展也进一步冲击着燃气市场。国内方面，中国经济进入转型升级动力换挡的新常态。传统产业产能过剩的结构矛盾仍然突出，企业发展的经营成本仍然偏高。燃气价格在宏观经济调控中仍将受到冲击。国家和地方进一步加快市场化改革进程，天然气价格正式并轨、区域燃气按需定价及协商定价在各地实施，中央和地方也在进一步为企业降成本，如降低能源（工业用电、工业用气）价格。2017年发改委出台《关于加强配气价格监管的指导意见》（发改价格〔2017〕1171号）提出，配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许成本的核定原则上根据政府制定价格成本监审办法等有关规定执行。其中，供销差率（含损耗）原则上不超过5%，三年内降低至不超过4%；管网折旧年限不低于30年；准许收益按有效资产乘以准许收益率计算确定。其

中，准许收益率为税后全投资收益率，按不超过7%确定。2018年，天然气行业政策利好频出，其中，《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》从顶层设计出发，对国内天然气产业链的薄弱环节作出重点攻坚，针对“加强我国产供储销体系建设、深化天然气领域改革”等多方面进行部署，确保国内快速增储上产，天然气供需基本平衡。《2018年能源工作指导意见》提出2018年能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右，而天然气消费量占能源消耗总量的比重提升至7.5%左右，天然气产量1,600.00亿立方米左右。

长期来看，燃气市场的市场化改革将进一步加快，燃气的进销价差及盈利或将进一步被压缩。今后将有更多的第三方企业进入中上游领域，终端用户面临的选择越来越多，市场竞争将越发激烈。

## 业务运营

公司业务主要包括天然气销售与配套安装业务，天然气销售收入是营业收入的主要来源。2018年，随着公司业务规模的扩张，公司营业收入增长至155.94亿元，同比增长8.29%。分板块看，2018年公司天然气销售收入同比增长11.01%至135.19亿元，占营业收入的比重为86.69%；同期，安装及其他收入同比下降1.79%至17.87亿元。

表 1：公司收入及毛利率情况

项目	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
天然气销售	92.62	90.16	121.78	84.57	135.19	86.69
安装及其他	8.79	8.56	18.20	12.64	17.87	11.46
其他业务	1.32	1.28	4.02	2.79	2.87	1.84
<b>合计</b>	<b>102.73</b>	<b>100.00</b>	<b>144.00</b>	<b>100.00</b>	<b>155.94</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 天然气销售业务

公司主营天然气供应业务，是临沂市燃气主要供应商，近年来在临沂市九县三区燃气市场保持90%以上的份额。在巩固临沂市场的同时，公司不断加大对山东省其他县市及河北、辽宁、黑龙江等省份市场的开发力度，已成为上述区域内重要的燃气运营商。

截至2018年末，公司拥有供气门站99座，较上年末增加15座；加气站82座，较上年末增加8座；燃气管网26,372.35公里，同比增长23.43%；日供气能力为1,940.23万立方米，同比增长17.76%；服务面积达5.34万平方公里，同比增长16.34%。2018年新增供气门站与加气站主要位于山东、河北、江苏、辽宁、吉林与内蒙古等地区。

**表 2：2016~2018 年公司供气能力主要指标**

	2016	2017	2018
燃气管网长度（公里）	13,730.37	21,366.67	26,372.35
日供气能力（万立方米/日）	1,216.84	1,647.62	1,940.23
服务面积（万平方公里）	3.15	4.59	5.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在天然气采购方面，公司于 2009 年与中石油签订了 2010~2029 年照付不议天然气买卖运输合同，随着上游供气紧张局势的缓解以及公司自有实力的提升，目前中石油供气量对公司已放开，无气量限制。公司在山东省的天然气供应商主要为中石油，在其他地区，供应商还有铁法煤业（集团）有限责任公司煤层气开发利用分公司、葫芦岛新奥燃

气有限公司、华港燃气集团雄县有限公司等，公司均与之签订了燃气供应协议，充足稳定的气源保证了公司各地燃气业务的发展。采购结算方面，公司大多采用预付款的方式，按月或者定期与供应商进行结算，结算方式有货币资金、银行承兑汇票和商业承兑汇票等，其中货币资金结算占结算金额的比重超过 50%。

随着业务的大力拓展，公司天然气采购量不断增加，2018 年为 48.84 亿立方米，同比增长 6.45%；采购均价为 2.06 元/立方米，同比增长 7.85%。目前，天然气采购价格由国家及各省发改委确定。

**表 3：2018 年公司前五大天然气供应商**

序号	供应商名称	采购量 (万立方米)	占采购总量 比重	价格 (元/立方米)	采购金额 (万元)
1	中国石油天然气股份有限公司天然气销售东部分公司	210,065.13	39.01%	1.87	392,334.57
2	中国石油天然气股份有限公司天然气销售辽宁分公司	93,914.31	17.73%	1.90	178,331.39
3	中国石油化工股份有限公司天然气分公司华北天然气销售中心	24,063.84	4.81%	2.01	48,383.11
4	山东中民燃气贸易有限公司	13,828.79	4.22%	3.07	42,443.73
5	中国石油天然气股份有限公司天然气销售河北分公司	14,258.62	2.73%	1.92	27,430.39
合计		<b>356,130.69</b>	<b>68.50%</b>		<b>688,923.19</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

购入天然气后，公司经自有的天然气输送管网系统将天然气输送至终端客户，并根据终端用户实际使用量收取相应的售气费用。除了管道燃气外，公司还有部分加气站业务。随着燃气管网长度和加气站数量的增加，公司服务客户数及售气量保持增长。截至 2018 年末，公司拥有企业（含工业、商业、公共服务等）用户 1.06 万户、居民用户 282.47 万户，同比分别增长 20.45% 和 19.21%，主要系公司业务范围扩大以及天然气普及率上升。从售气量来看，2018 年公司对企业售气量达 42.87 亿立方米，同比增长 8.01%；对居民售气量为 5.39 亿立方米，同比增长 12.29%；企业售气量占比达 88.83%。未来随着新建居民小区的增加和老旧小区天然气改造工程的推进，以及国家对工业企业环保要求的提高，公司天然气销售量有望保持增长。

销售价格方面，由于受当地物价局监管，目前民用燃气价格还不能自主定价，但公司在对企业用户的燃气售价方面有一定议价能力。2018 年，公司

天然气的进销价格差为 0.74 元/立方米，同比下降 0.09 元/立方米。2015 年 11 月非居民天然气门站价格下调，随后其销售价格也相应下调，2016 年进销差价有所缩小，2017 年有所回升，2018 年受燃气价格政策影响，进销差价再次缩小。在资金回流方面，居民及一般工业用户以预付费为主，因此燃气费收缴率较高，仅少数大型工业用户为后付费。

**表 4：公司供气主要指标**

	2016	2017	2018
天然气采购量（亿立方米）	35.10	45.88	48.84
天然气采购均价（元/立方米）	1.87	1.91	2.06
天然气销售量（亿立方米）	34.99	44.49	48.26
其中：居民	3.66	4.80	5.39
企业	31.33	39.69	42.87
天然气销售均价（元/立方米）	2.65	2.74	2.8
其中：居民	2.52	2.50	2.51
企业	2.66	2.77	2.84
供应户数（万户）	199.72	237.84	283.53
其中：居民	199.29	236.96	282.47
企业	0.44	0.88	1.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



公司主要在建项目计划总投资规模合计为 16.27 亿元，截至 2018 年末已投资 7.96 亿元，尚需投资 8.31 亿元。

**表 5: 截至 2018 年末公司主要在建项目情况**

单位: 亿元

项目名称	计划总投资	累计已投资	2019 拟投
东外环大线	2.98	2.72	0.09
安深线	2.56	1.59	0.95
宝坻至蓟县长输管线	2.50	1.82	0.60
西外环-曲阜长输管线	4.80	0.22	2.00
临沂北外环-沂水大线	1.43	0.31	0.50
西外环北外环大线	2.00	1.30	0.50
<b>合计</b>	<b>16.27</b>	<b>7.96</b>	<b>4.64</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理  
注: 以上是公司较大的在建工程项目。

总体来看, 公司拥有充足稳定的气源, 获得多地燃气特许经营许可, 在多地具备较强的垄断优势。公司通过收购与自建方式不断扩张, 业务范围不断扩展, 公司的供气能力持续提升, 天然气销售业务保持稳定增长。但同时也注意到, 公司对燃气采购价格和居民燃气售价的议价能力较弱, 公司的盈利能力受政策影响较大。

## 配套安装业务

公司为终端客户初始实现天然气接收所需供气管线及仪表等进行装配并收取配套设施补偿费。2018 年, 公司实现安装及其他业务收入 17.87 亿元, 同比减少 1.79%。随着煤改气的持续推进以及公司展业范围扩大, 公司企业接驳客户数增长较快, 2018 年公司接驳企业户数为 2,324 户, 同比分别增长 78.08%, 主要系政府治理空气污染力度加大, 企业均改为使用清洁能源, 公司积极与企业对接, 开发力度较大; 居民接驳业务有所波动, 本年接驳户数为 44.36 万户, 同比下降 25.93%, 主要系 2017 年河北地区煤改气政策促使当地城市燃气安装较多, 2018 年该地区居民业务基本完成, 其他地区政策暂未施行, 因此 2018 年接驳户数较少。公司 2018 年新增接驳客户主要位于山东省、河北省、辽宁省与黑龙江省。

配套安装价格方面, 居民接驳费与房屋面积等

因素相关, 2018 年居民接驳费为 2,815.00 元/户, 小幅上涨 3.72 元/户。企业接驳费因地质、当地物价以及管道的口径、压力、材质、长度等不同而有较大差别, 2018 年公司的企业平均接驳费为 23.18 万元/户, 同比增长 55.88%, 主要原因系公司 2018 年主要接驳客户规模较大, 平均接驳费根据工程规模收取。配套安装业务成本较低, 毛利率相对较高, 该业务能为公司贡献良好的利润和现金流。

在市场开拓和回款方面, 公司通过与居民小区、房地产开发商及工商企业客户洽谈, 签订相关配套安装合同; 签订合同后一般预收 30%~50% 的配套安装费, 工期较长的可根据工程进度收款, 尾款于通气前收取。

**表 6: 公司配套安装业务情况**

	2016	2017	2018
居民平均接驳费(元/户)	2,802	2,714	2,815
居民接驳户数(万户)	27.91	59.89	44.36
企业平均接驳费(万元/户)	43.38	14.87	23.18
企业接驳户数(户)	223	1,305	2,324

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年受燃气价格的影响, 公司天然气销售业务成本有所上涨, 公司配套安装收入毛利率较高, 但占比有所下滑, 综合毛利率受到一定影响。随着各地治理污染力度加大及国内经济的复苏, 居民和企业用户天然气改装将逐步深入, 配套安装业务收入仍将是公司营业收入的重要补充。

## 财务分析

以下财务分析基于经大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的公司 2016~2018 年度审计报告。

### 资本结构

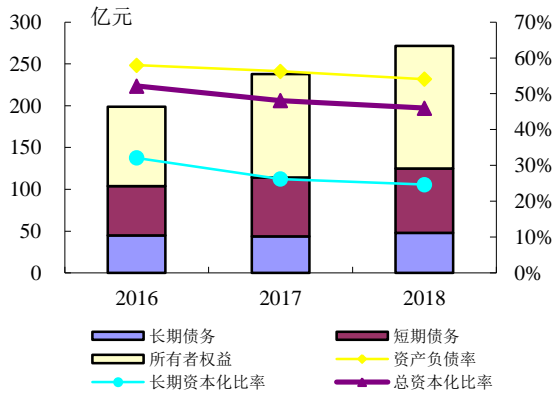
2018 年, 公司新设和并购多家子公司, 业务规模进一步扩大, 资产和负债规模均较大幅度提升, 截至 2018 年末, 公司资产总额 319.31 亿元, 同比增长 13.27%; 负债总额 172.73 亿元, 同比增长 8.91%。同时, 得益于留存收益积累, 公司所有者权益增加, 截至 2018 年末, 所有者权益为 146.58 亿元, 同比增长 18.87%。

杠杆率方面, 公司资产负债率及总资本化比率



均略有下降，公司杠杆率较为稳定。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.09% 和 45.99%，较上年末分别下降 2.16 和 2.12 个百分点。

图 2：公司资本结构情况分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构看，2018 年公司通过股权收购的方式并购多家燃气公司，导致非流动资产增长较快，公司资产以非流动资产为主。

截至 2018 年末，公司非流动资产为 207.30 亿元，占资产总额的 64.92%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成，2018 年末余额分别为 20.67 亿元、126.61 亿元与 54.84 亿元，占总资产的比重分别为 6.47%、39.65% 与 17.18%。公司可供出售金融资产，主要为按成本计量的企业股权投资，投资对象包括村镇银行、农村商业银行（以下简称“农商行”）和中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”），其中对中民投投资额较大，期末账面价值为 16.30 亿元。公司固定资产包括专用设施、房屋及建筑物和运输工具等，在建工程主要包括在建管网、加气站和场站等，2018 年公司通过股权收购的方式并购多家燃气公司，导致固定资产与在建工程增长较快，同比分别增长 23.65% 与 12.20%。

截至 2018 年末，公司流动资产为 112.01 亿元，占资产总额的 35.08%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，2018 年末余额分别为 39.77 亿元、21.34 亿元、9.91 亿元、17.99 亿元与 13.65 亿元，占总资产的比重分别为 12.45%、6.68%、3.10%、5.63% 与

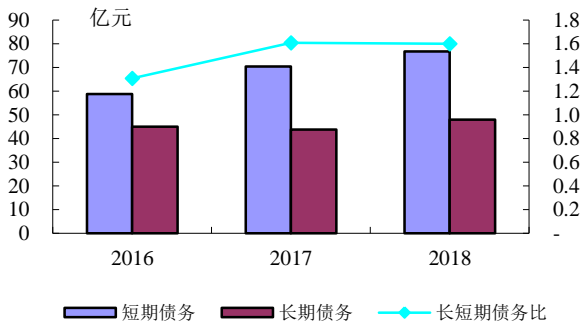
4.27%。2018 年末，公司货币资金同比增长 17.63%，主要为银行存款，公司受限货币资金为 14.95 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。预付款项同比增长 24.43%，账龄分布以在 1 年以内为主，主要为预付工程、设备款以及购气费用。其他应收款主要为向北京燕山建安科技有限公司（以下简称“燕山建安”）转让股权后应收的股权受让款及与其他公司的往来款，2018 年公司通过现金回收方式减少其他应收款，年末余额同比下降 38.26%，前五大应收对象余额占比为 19.79%。随着业务规模的扩大，公司天然气存货、管道建设和配套安装业务原材料以及配套安装业务施工成本均有所增加，年末存货余额同比增长 12.09%。其他流动资产主要系银行理财、税金和对地方政府和其他企业的资金拆借款，同比上升 71.54%，主要系公司新增银行理财和其他企业的资金拆借款较多。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末，公司流动负债 122.54 亿元，占负债总额的 70.94%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款和预收款项构成，2018 年末余额分别为 31.79 亿元、43.82 亿元与 20.94 亿元，同比变化分别为 13.40%、-15.95% 和 25.82%。应付票据主要为支付购气款和工程款出具的银行承兑汇票和商业承兑汇票，银票保证金比例一般在 20%~50%。预收款项主要为合同尚未履行完毕的天然气销售款。截至 2018 年末，公司非流动负债 50.20 亿元，占负债总额的 29.06%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，分别为 9.14 亿元与 38.85 亿元，同比变化分别为 -8.60% 和 14.86%。截至 2018 年末，公司存续的债券共 6 只，其中企业债 2 只，公司债 3 只，中期票据 1 只，企业债与公司债发行期限 5-7 年，发行时间均在 2016 年，发行利率为 4.00%-5.77%；中期票据为 2018 年 12 月新发，债券期限为 3 年，发行规模 5.00 亿元，发行利率为 7.20%。

从债务结构来看，截至 2018 年末，公司总债务为 124.80 亿元，同比增长 9.17%；其中公司短期债务为 76.81 亿元，长期债务为 47.99 亿元。截至 2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债

务) 为 1.60 倍, 短期偿债压力较大。

图 3: 公司债务结构分析



资料来源: 公司公告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年公司新设和收购多家子公司, 业务规模进一步扩大, 同时通过融资满足业务发展需求, 公司资产和负债规模均较快增长, 得益于留存收益的积累和少数股东权益的增加, 自有资本运营实力亦有所增强; 公司财务杠杆水平持续下降, 处于合理水平。

## 盈利能力

2018 年, 随着公司业务规模的扩张, 公司营业收入增长至 155.94 亿元, 同比增长 8.29%。

毛利率方面, 2018 年, 受两大主营业务的毛利率下滑的影响, 公司毛利率从 32.98% 下降至 28.95%。分项来看, 公司天然气销售板块毛利率为 25.61%, 同比减少 2.42 个百分点, 毛利率下滑主要系燃气采购价格上升, 但销售价格受政府制约, 调整不明显; 安装及其他业务毛利率为 54.99%, 同比减少 10.20 个百分点, 毛利率下滑主要系该业务主要系成本材料及人工价格上升, 且公司暂未对安装收费进行调整。

表 7: 公司毛利率情况分析

项目	2016	2017	2018
天然气销售	28.43	28.03	25.61
安装及其他	63.01	65.19	54.99
其他业务	30.1	36.9	24.05
合计	31.41	32.98	28.95

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用主要集中在销售费用和财务费用。2018 年, 受公司业务规模扩大与债务增长影响, 公司销售费用同比增长 4.08% 至 6.09 亿元; 公司财务费用同比下降 3.40% 至 5.12 亿

元。2018 年公司期间费用合计 14.12 亿元, 同比增长 5.20%, 三费收入占比为 9.05%, 较上年减少 0.27 个百分点, 公司期间费用控制能力很强。

表 8: 公司期间费用情况分析

	2016	2017	2018
销售费用	3.63	5.85	6.09
管理费用	1.85	2.26	2.90
财务费用	3.31	5.30	5.12
期间费用合计	8.78	13.42	14.12
营业总收入	102.73	144.00	155.94
三费收入占比	8.55	9.32	9.05

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

注: 公司 2016-2018 年无研发费用, 期间费用为三费费用。

从利润总额构成看, 公司利润总额主要来源于经营性业务利润。2018 年公司实现经营性业务利润 30.57 亿元, 同比下降 9.03%, 主要系营业成本上升导致经营性业务利润下降; 实现利润总额 30.81 亿元, 同比下降 15.08%。

总体来看, 2018 年公司主营业务规模稳定, 期间费用控制能力良好, 受燃气采购价格上升及人工成本上升的影响, 公司毛利率虽有所下滑, 但整体盈利能力依旧良好。

## 偿债能力

EBITDA 方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成, 其中又以利润总额贡献较大。由于 2018 年公司利润总额有所下降, 公司 EBITDA 同比减少 6.79% 至 46.17 亿元。

偿债指标方面, 2018 年, 公司总债务/EBITDA 为 2.74 倍, 较 2017 年提升 0.43 倍; EBITDA 利息倍数为 6.91 倍, 较 2017 年下降 0.85 倍。公司偿债压力加大, 对债务本息的保障有所减弱。

经营性现金流方面, 2018 年公司经营活动净现金为 19.69 亿元, 同比下降 26.94%, 主要系购买商品与接受劳务支付的现金增长较大。同期, 经营活动净现金/总债务为 0.16 倍, 经营活动净现金/利息支出为 2.95 倍, 公司现金流偿债指标持续减弱。

表 9：公司主要偿债指标

项目	2016	2017	2018
总债务（亿元）	103.77	114.32	126.62
短期债务（亿元）	58.80	70.50	76.81
长期债务（亿元）	44.97	43.82	49.81
资产负债率（%）	57.99	56.26	54.09
总资本化比率（%）	52.17	48.11	46.35
EBITDA（亿元）	31.85	49.53	46.17
EBITDA 利息倍数（X）	6.92	7.76	6.91
总债务/EBITDA（X）	3.26	2.31	2.74
经营活动净现金/ 利息支出（X）	8.14	4.22	2.95
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.36	0.24	0.16

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计为 25.07 亿元，占总资产比重为 9.60%，主要为货币资金与可供出售金融资产，受限原因主要为保证金与借款质押。

到期债务方面，2019 年，公司需偿还债务金额 42.68 亿元，公司面临一定短期偿债压力。

表 10：截至 2018 年末公司债务到期情况

到期年份	单位：亿元		
	2019	2020	2021
到期债务本金	42.68	0	38.14

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：统计口径未包含应付票据

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司银行授信总额合计 107.24 亿元，其中未使用额度 38.98 亿元，备用流动性较为充裕。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司不存在重大未决诉讼事项。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 4.75 亿元，占净资产的比重为 3.24%，被担保方主要为民营公司，主要被担保方包括山东美多包装有限公司、山东高科金属包装材料有限公司、山东鑫海科技股份有限公司、翔宇实业集团有限公司与临沂华太电池有限公司等。在经济下行压力下，企业经营风险普遍有所加大，公司或将面临一定的代偿风险，中诚信证评将对此保持持续关注。

表 11：截至 2018 年末公司主要对外担保情况

被担保方	单位：亿元	
	担保金额	
山东美多包装有限公司	0.80	
山东高科金属包装材料有限公司	0.30	
山东鑫海科技股份有限公司	1.30	
翔宇实业集团有限公司	0.65	
临沂华太电池有限公司	1.50	

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

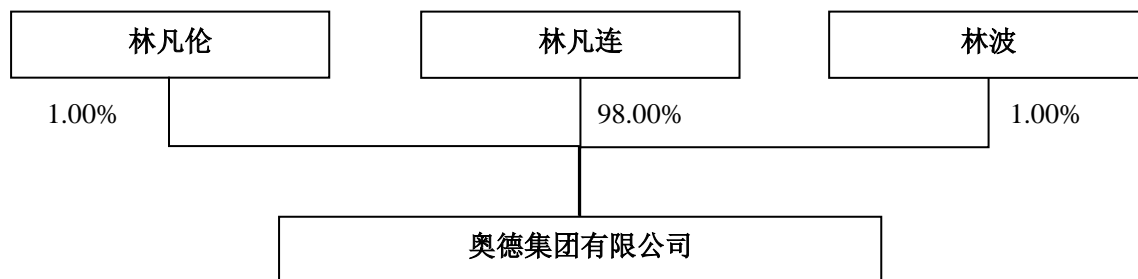
总体来看，2018 年，随着业务的扩张，公司资产规模持续增长，杠杆比率较为稳定，处于合理水平。得益于公司强大的供气能力，公司具有很强的盈利能力和获现能力，公司偿债指标良好，整体偿债能力很强。

## 结 论

综上，中诚信证评维持奥德集团有限公司主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”、“山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”和“山东奥德燃气有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

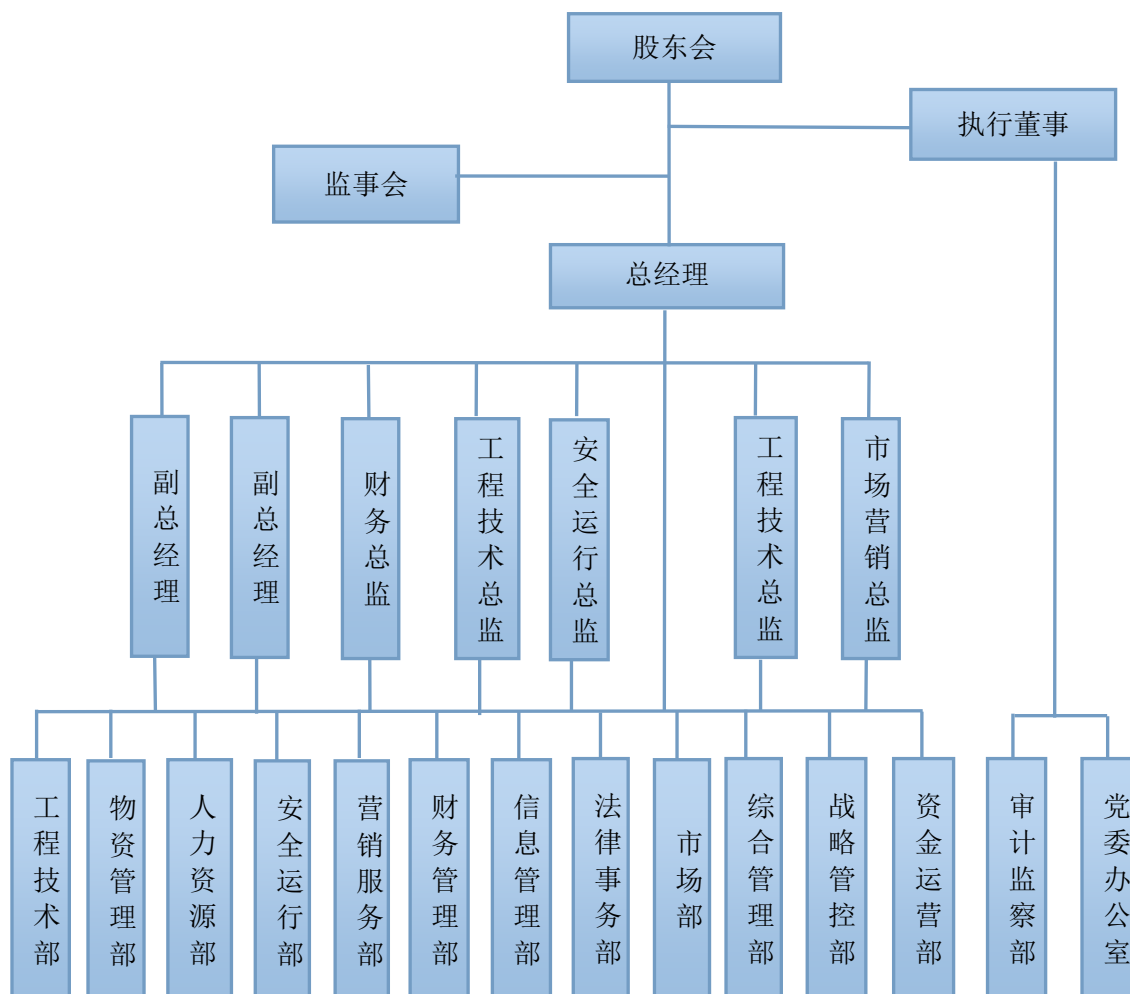


附一：奥德集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：奥德集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：奥德集团有限公司财务数据及主要指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	383,771.90	338,056.96	397,661.59
应收账款净额	89,028.83	83,994.82	93,113.23
存货净额	128,376.89	79,552.83	179,914.13
流动资产	1,199,615.29	971,065.04	1,120,126.77
长期投资	176,693.82	206,693.82	206,693.82
固定资产	650,680.03	1,023,951.25	1,814,578.77
总资产	2,264,588.55	2,819,091.68	3,193,109.40
短期债务	587,999.00	704,958.67	768,103.04
长期债务	449,677.46	438,237.22	498,119.81
总债务（短期债务+长期债务）	1,037,676.46	1,143,195.89	1,266,222.86
总负债	1,313,209.39	1,585,938.32	1,727,311.63
所有者权益（含少数股东权益）	951,379.16	1,233,153.36	1,465,797.78
营业总收入	1,027,274.68	1,440,046.68	1,559,383.38
三费前利润	318,154.27	470,247.03	446,886.29
投资收益	-52.14	25,495.25	1,006.86
净利润	173,887.22	276,517.07	228,214.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	318,536.71	495,317.33	461,661.95
经营活动产生现金净流量	374,712.45	269,481.87	196,893.45
投资活动产生现金净流量	-389,174.31	-303,511.43	-283,921.66
筹资活动产生现金净流量	140,603.73	-21,665.47	165,022.88
现金及现金等价物净增加额	126,110.17	-55,700.43	77,994.67
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	31.41	32.98	28.95
所有者权益收益率（%）	18.28	25.32	15.57
EBITDA/营业总收入（%）	31.01	34.40	29.61
速动比率（X）	1.24	0.78	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.24	0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.38	0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	8.14	4.22	2.95
EBITDA 利息倍数（X）	6.92	7.76	6.91
总债务/EBITDA（X）	3.26	2.31	2.74
资产负债率（%）	57.99	56.26	54.09
总资本化比率（%）	52.17	48.11	46.35
长期资本化比率（%）	32.10	26.22	25.36

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

## 附五：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。