

奥德集团有限公司 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（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 12 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0663 号

奥德集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“16 奥燃 01”、“16 奥燃 02”和“16 奥燃 03”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十二日

评级观点：中诚信国际维持奥德集团有限公司（以下简称“奥德集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“16 奥燃 01”、“16 奥燃 02”和“16 奥燃 03”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了区域垄断优势、公司营业收入持续增长以及公司经营获现能力仍较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司治理需进一步完善，往来借款规模较高、对外担保存在代偿风险，债务结构有待优化、短期偿债压力较大以及部分投资存在损失风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

奥德集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	281.91	319.31	357.83
所有者权益合计（亿元）	123.32	146.58	170.98
总负债（亿元）	158.59	172.73	186.85
总债务（亿元）	114.32	126.62	132.52
营业总收入（亿元）	144.00	155.94	188.56
经营性业务利润（亿元）	33.62	30.71	30.37
净利润（亿元）	27.65	22.82	22.56
EBITDA（亿元）	49.53	46.17	48.23
经营活动净现金流（亿元）	26.95	19.69	35.12
收现比(X)	1.23	1.15	1.12
营业毛利率(%)	32.98	28.95	25.56
应收类款项/总资产(%)	7.77	6.02	6.87
资产负债率(%)	56.26	54.09	52.22
总资本化比率(%)	48.11	46.35	43.66
总债务/EBITDA(X)	2.31	2.74	2.75
EBITDA 利息倍数(X)	7.76	6.91	6.76

注：公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

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，市场占有率达 90% 以上；同时公司拥有山东、河北、辽宁、黑龙江等省多个县区的燃气特许经营许可，具有区域垄断性。
- **公司营业收入持续增长。**受益于合并范围及业务范围的扩大，公司供气量持续增长，营业收入保持较快增长。
- **经营获现能力仍较强。**2019 年，公司 EBITDA 为 48.23 亿元，公司经营获现能力仍较强。

同行业比较

2019 年部分燃气企业主要指标对比表					
公司名称	售气量（亿立方米）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
奥德集团	54.91	357.83	52.22	188.56	22.56
山西天然气	41.97	286.19	85.58	108.08	0.43
江西天然气	15.60	70.92	47.47	40.31	0.01

注：“山西天然气”为“山西天然气有限公司”简称，“江西天然气”为“江西省天然气集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
16 奥燃 01	AA+	AA+	10.00	2016/5/3~2021/5/3 (3+2)
16 奥燃 02	AA+	AA+	5.00	2016/7/27~2021/7/27 (3+2)
16 奥燃 03	AA+	AA+	9.00	2016/11/18~2021/11/18 (3+2)

关注

- **公司治理需进一步完善。**截至 2019 年末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 202 家，子公司众多给公司带来一定管控压力，公司治理需进一步完善。
 - **往来借款规模较高，对外担保存在代偿风险。**公司其他应收款和其他应付款以及其他流动资产中往来借款规模较高，公司部分担保已出现代偿风险，后续款项回收及担保追偿情况有待关注。
 - **债务结构有待优化，短期偿债压力较大。**2019 年末，公司债务规模持续增长，且短期债务比例仍较高，债务结构有待优化；同期末，公司货币资金/短期债务为 0.46 倍，若考虑受限货币资金，货币资金对短期债务覆盖能力进一步走弱，短期偿债压力较大。
 - **部分投资存在损失风险。**截至 2019 年末，公司持有中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）股权投资 16.30 亿元，2019 年公司未取得中民投分红，考虑到近年来中民投出现较大负面舆情，该笔股权投资可能存在损失风险，未来需关注其处置情况。
- 评级展望**
- 中诚信国际认为，奥德集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司在行业内地位显著提升；公司治理和风控管理进一步提升；政府及股东对公司支持力度增强，资本实力大幅增长等。
 - **可能触发评级下调因素。**公司经营恶化，盈利能力出现明显下滑；股东等相关各方支持意愿减弱；债务杠杆水平大幅提升，融资环境恶化，导致流动性紧张等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况及偿付情况

根据公司提供资料，“16 奥燃 01”募集资金 10.00 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，6.95 亿元用于偿还银行借款，剩余资金已全部用于补充流动资金。2019 年 2 月 27 日公司发布了票面利率调整公告和投资者回售选择权提示性公告，公司选择不上调该债券票面利率，本期债券的回售数量为 7,224,365 张，回售金额为 759,280,761.50 元（含利息），本期债券余额为 2.78 亿元，票面利率为 5.10%。

“16 奥燃 02”募集资金 5.00 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，1.00 亿元用于固定资产投资，剩余资金已全部用于补充流动资金。2019 年 5 月 24 日公司发布了票面利率调整公告和投资者回售选择权提示性公告，公司将票面利率调整至 5.80%，本期债券的回售数量为 3,681,420 张，回售金额为 382,867,680.00 元（含利息），本期债券余额为 1.32 亿元。

“16 奥燃 03”募集资金 9.00 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，7.00 亿元用于偿还银行借款，剩余资金已全部用于补充流动资金。2019 年 9 月 6 日公司发布了票面利率调整公告和投资者回售选择权提示性公告，公司将票面利率调整至 5.50%，本期债券的回售数量为 4,294,520 张，回售金额为 429,452,000.00 元（含利息），本期债券余额为 4.71 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持

续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

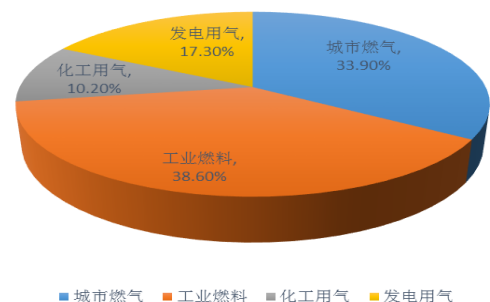
近期关注

作为清洁能源的天然气在能源消费结构中占比将持续提升且需求继续保持增长，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在

城市燃气作为城市能源结构和城市基础设施的重要组成部分，为居民生活、工商业提供优质燃料，在现代化发展中起着极其重要的作用。我国城市燃气供应主要包括天然气、液化石油气和人工煤气。随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。天然气供气总量从2002年的1,259,334万立方米增加至2018年的14,439,537.89万立方米，是人工煤气供气总量的48.47倍。从城市用气人口来看，截至2018年末，人工煤气、液化石油气和天然气用气人口分别为778.79万人、11,782.47万人和36,902.14万人，占全部城市燃气用气人口的1.57%、23.82%和74.60%。

其中，我国天然气消费量由2010年的1,074.02亿立方米增加至2018年的2,833.09亿立方米，增幅为1.56倍。按天然气消费结构来看，2018年，我国城市燃气占比为33.9%，工业燃料占比为38.6%，天然气发电占比为17.3%，天然气化工占比为10.2%，城市燃气和工业燃料是天然气需求的主要方向。

图1：2018年我国天然气消费结构

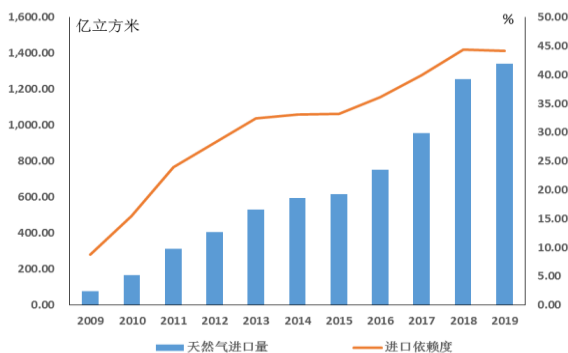


资料来源：wind，中诚信国际整理

我国天然气行业面临着总产量不足且区域分布不均衡的状态。截至 2018 年末，我国天然气已探明储量为 6.07 万亿立方米，占世界探明储量的 3.08%。同期，我国天然气储采比为 37.58 年，低于全球天然气储采比 50.89 年。天然气产量由 2000 年的 277.26 亿立方米增加至 2018 年的 1,610.20 亿立方米，呈快速增长的趋势。我国自产气主要集中在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地等地，天然气供给存在地区发展不均衡的情况。

从 2006 年开始，我国成为天然气净进口国，从 2000 年的 76.92 亿立方米增长至 2018 年的 1,256.81 亿立方米，进口依赖度从 2000 年的 8.80% 增长至 2018 年的 44.36%，天然气进口量快速增长。目前，我国主要的进口天然气通道为西北-中亚、西南-中缅、东北-中俄进口天然气管道以及东南沿海进口 LNG。具体来源方面，2018 年，我国管道天然气进口来源包括土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸和哈萨克斯坦；LNG 进口来源主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及印度尼西亚，其中澳大利亚占比 42%。

图 2：2009 年~2019 年天然气进口情况



资料来源：wind，中诚信国际整理

2017 年 4 月，国家发改委公布《加快推进天然气利用的意见》（发改能源[2017]1217 号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比拟达到 10% 左右。截至 2018 年末，我国天然气消费占能源消费总量的比重为 7.80%，预计未来天然气在能源消费结构中的占比将持续提升。根据《天然气十三五规划》，到 2020 年，我国气化人口

预计达到 4.7 亿人，年均增速 10.30%，城镇人口天然气气化率 57%。目前我国气化人口与十三五规划目标仍存在一定差距，预计未来天然气需求将继续保持增长态势。

总体来看，未来随着城市化和工业化进程持续推进，国家环保标准提高和国民环保意识增强，作为清洁能源的天然气在能源消费结构中的比重将持续提升，天然气需求将继续保持增长态势，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在。

近年来，天然气管网和储气设施建设稳步推进，一定程度上缓解了天然气供给缺口；未来仍将持续加强勘探开发、管网和储气设施建设，以提升天然气保障能力

为缓解天然气区域间供需矛盾，我国已形成“西气东输、川气东送”的供气格局。截至 2018 年末，我国天然气使用区域已扩展至国内 31 个省、市、自治区，已投产的长输管道主要有西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线等，天然气管道长度为 69.80 万公里，其中已建成投产的长输管道长度超过 7 万公里。

依据全国天然气管网布局建设储气设施，主干管道应配套建设地下储气库，地下储气库和 LNG 接收站应与全国管网相联通，加强城市燃气应急调峰能力建设，构建储气调峰服务市场。我国将继续争取进口更多的 LNG，并在沿海地区加速建造 LNG 接收终端、天然气管道和贮存设施。近年来，我国进口 LNG 接收站及地下储气库建设逐步加速。东南沿海进口 LNG 方面，我国在天津、广东、河北等地新建多个 LNG 接收站项目，截至 2018 年末，国内已投产的进口 LNG 接收站 20 座，总接收能力 6,787 万吨/年；在建 LNG 接收站 14 座，合计总接收能力约 3,555 万吨/年。目前，我国拟建 LNG 接收站项目较多，建成后拟接收能力为 5,540 万吨/年。

同时，按照“海陆并进、常非并举”的工作方针，我国将加强基础调查和资源评价，持续加大国内勘探投入，围绕塔里木、鄂尔多斯、四川和海域

四大天然气生产基地，加大新区、新层系风险勘探，深化老区挖潜和重点地区勘探投入，夯实国内资源基础；在加强常规天然气开发的同时，加大致密气、页岩气、煤层气等低品位、非常规天然气科技攻关和研发力度，突破技术瓶颈，实现规模效益开发，形成有效产能接替。

根据《天然气十三五规划》，“十三五”期间，我国计划新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4,000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。2020 年，天然气计划年产量 2,020 亿立方米，年均增速 8.9%；国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上。预计未来我国将继续加强勘探开发，加快天然气管网和储气设施建设，以提升天然气输送能力和供给能力。

近年，天然气价格改革持续向完全市场化定价机制推进

长期以来，我国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格以及城市输配价格构成。天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由省级发改委和物价部门制定。我国天然气价格与可替代能源价格之间一直缺乏联动，与国际市场价格相比也处于较低的水平。

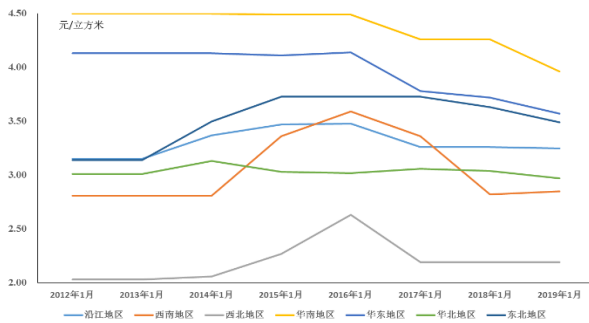
自 2013 年以来，国家发改委多次调整非居民用天然气价格，有利于按照市场化取向建立起与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源的比价关系，逐步放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点，并于 2015 年实现存量气、增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩气、煤层气等非常规天然气价格市场化政策。价格政策实施以来，全国各地工业天然气价格均出现了不同程度的下滑。目前，华南地区、华东地区、东北地区和沿江地区工业天然气价位较高，分别为 3.96 元/立方米、3.57 元/立方米、

3.49 元/立方米和 3.25 元/立方米；华北地区、西南地区 and 西北地区工业天然气价位较低，分别为 2.97 元/立方米、2.85 元/立方米和 2.19 元/立方米。

国家发改委于 2014 年 4 月指出，对所有已通气城市均应在 2015 年底之前建立起居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气价格划分为三档，各档具体气量和气价由各地结合当地实际情况确定。与此同时，我国天然气价格改革在输配价格监管、储气设施价格明确、化肥企业用气价格放开及上海石油天然气交易中心正式投运等方面均取得了进展。

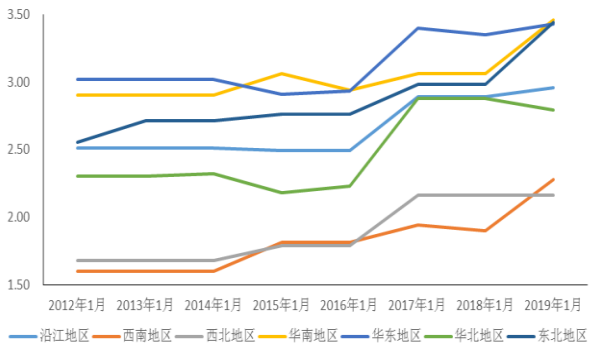
2018 年 5 月，国家发改委发布《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》（发改价格规[2018]794 号），将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率 10%）安排，同时提出供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮。居民用气价格理顺后，对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任，中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度。这是居民天然气价格首次实现市场化改革，解决了居民用气价格与成本倒挂的问题。2019 年以来，多地已落实政策，居民天然气终端价格明显上涨。其中，西南地区、华南地区和东北地区涨幅较大，分别由 1.90 元/立方米涨至 2.28 元/立方米、3.06 元/立方米涨至 3.46 元/立方米和 2.98 元/立方米涨至 3.44 元/立方米。目前来看，华南地区、华东地区和东北地区民用天然气价位较高，分别为 3.46 元/立方米、3.43 元/立方米和 3.44 元/立方米；沿江地区、华北地区、西南地区和西北地区民用天然气价位较低，分别为 2.96 元/立方米、2.79 元/立方米、2.28 元/立方米和 2.16 元/立方米。

图 3：2012~2019 年工业天然气市场价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

图 4：2012~2019 年民用天然气市场价走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

此外，2019 年 7 月，国家发改委发布《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》，要求燃气工程安装竞争性市场体系尚未建立、收费标准纳入政府定价目录进行管理的地方，合理确定收费标准，原则上成本利润率不超过 10%。目前，燃气接驳工程毛利率较高，是燃气运营行业利润的主要增长点，新规发布后，或将加剧燃气接驳工程业务的竞争。

总体来看，经济发达地区的居民和工商业企业对燃气价格的承受能力更强，燃气价格相对较高。2018 年 5 月，居民天然气价格首次实现市场化改革，解决了居民用气价格与成本倒挂的问题，为燃气运营企业良好运营提供了内生动力。长期来看，我国天然气定价将由可替代能源定价向完全市场化定价机制转变，天然气体制改革的进一步深入将有利于市场化进程的推进，有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国内天然气市场的国际影

响力。

目前行业内垄断性较强，下游市场化程度相对较高，整体行业格局短期内较稳定；近期油气改革将以“X+1+X”市场体系为方向，但改革难度大，未来改革进度和效果需关注

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。目前，我国天然气生产由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司和中国海洋石油集团公司等大型天然气勘探企业进行，上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司，市场化程度相对较高，但由于城市管道燃气实行特许经营权政策，故具有较强的区域垄断性，目前多以获取更多特许经营权形式进行竞争。

自 2002 年燃气行业市场化改革以来，我国城市燃气中下游行业目前已形成央企、国企、外企和民企等不同类型所有制为主体的多元化市场竞争格局。如行业上游的中石油下属昆仑燃气收购了中石油的燃气资产，进入了下游分销领域，覆盖全行业产业链；拥有地方政府背景的国有燃气运营企业供气范围以我国直辖市或大型省会省市为主，如北京市燃气集团有限责任公司、深圳市燃气集团股份有限公司、陕西燃气集团有限公司和安徽省天然气开发股份有限公司等；而民营资本则多布局在二三线城市中，如新奥（中国）燃气投资有限公司、奥德集团有限公司、百川能源股份有限公司、河南天伦燃气集团有限公司、贵州燃气集团股份有限公司等；此外，20 世纪 90 年代以港资为主的外资以参股、收购等方式获得国内部分城市燃气市场 20~30 年的独家经营权，如南京港华燃气有限公司。但随着天然气利用的深入和燃气行业的快速发展，燃气运营企业竞争将加剧。

需要关注的是，2019 年 12 月 31 日，自然资源

部印发了《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（运行）》，提出在国内注册净资产不低于3亿元人民币的内外资企业均有资格按规定取得油气矿业权。2019年12月9日，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的国家石油天然气管网集团有限公司在北京成立，其主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，负责原油、成品油、天然气的管道输送，并统一负责全国油气干线管网运行调度。以上举措将对我国天然气行业上游、中游产生重大影响，有助于推动我国形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的“X+1+X”油气市场体系，但考虑到行业特性和相关利益复杂，改革难度大，未来改革进度和效果仍需关注。

总体来看，随着油气体制改革的推进，未来多元化的资本或将进入燃气行业上游，中游管网格局或将调整，但仍需较长时间逐步落实，短期内变化有限；下游多元化的竞争格局仍将保持，而具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。

公司天然气业务范围不断扩大，销售收入稳定增长，但数量较多的子公司亦给公司带来管控治理压力

截至2019年末，公司仍占据临沂市九县三区

燃气市场90%以上的份额。同时，公司在山东省其他县区及河北、辽宁、黑龙江等省通过收购等形式不断拓展燃气业务运营范围，各区域子公司不断增多，截至2019年末，公司合并范围子公司达202家，但数量较多的子公司亦给公司带来管控治理压力。同期末，公司拥有供气门站99座，加气站85座，燃气管网28,535.60公里，日供气能力2,235.61万立方米/日，服务面积达7.86万平方公里，公司服务能力和服务范围均保持较大幅度的提升和扩大。

表1：2017年~2019年公司供气能力主要指标

	2017	2018	2019
燃气管网长度（公里）	21,366.67	26,372.35	28,535.60
日供气能力（万立方米/日）	1,647.62	1,940.23	2,235.61
服务面积（万平方公里）	4.59	5.34	7.86

资料来源：公司提供

在天然气采购方面，公司与中国石油天然气股份有限公司管道销售分公司（以下简称“中石油”）签订了照付不议天然气买卖运输合同。根据合同约定，公司年初向中石油提交当年供气计划，于年终与中石油按照实际供气量进行结算。目前，公司天然气供应商主要为中石油各分公司，除此之外供应商还包括山东中民燃气贸易有限公司和中国石油化工股份有限公司等。2019年，随着业务范围不断扩大，公司燃气采购量继续扩大，同期，公司燃气采购均价小幅上升。

表2：2019年公司前五大天然气供应商（万元、万立方米、元/立方米）

供应商名称	采购金额	采购量	均价	在采购总额中占比
中国石油天然气股份有限公司天然气销售山东分公司	378,100.72	189,033.29	2.00	31.03%
中国石油天然气股份有限公司天然气销售辽宁分公司	221,180.00	111,771.87	1.98	18.15%
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营业部	145,806.52	69,781.47	2.09	11.96%
中国石油天然气股份有限公司天然气销售河北分公司	56,409.49	28,621.36	1.97	4.63%
山东中民燃气贸易有限公司	69,549.02	21,607.32	3.22	5.71%
合计	871,045.75	420,815.31	--	71.48%

资料来源：公司提供

公司购入天然气后，经自建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。2019年，公司燃气销售量继续增长，仍以企业用户为主。销售价格方面，受当地物价局监管，目前民用及企业燃气价格均不能自主定价。在销售结算方面，居民及大多数

工业用户仍以预付费为主，因此燃气费收缴率较高，仅少数大型工业用户为后付费，资金回流整体充足。

表3：2017年~2019年公司供气主要指标

	2017	2018	2019
天然气采购量（亿立方米）	45.88	48.84	55.00
天然气采购均价（元/立方米）	1.91	2.06	2.13

天然气销售量（亿立方米）	44.49	48.26	54.91
其中：居民	4.80	5.39	5.80
企业	39.69	42.87	49.11
天然气销售均价（元/立方米）	2.74	2.80	2.89
其中：居民	2.50	2.51	2.55
企业	2.77	2.84	2.93
供应户数（万户）	237.84	283.53	310.87
其中：居民	236.96	282.47	309.64
企业	0.88	1.06	1.23

资料来源：公司提供

在建项目方面，公司主要在建项目包括安青线泊头-武强段管线建设、东光-吴桥管线建设等。截至 2019 年末，公司主要在建项目计划总投资 5.53 亿元，已完成投资 0.92 亿元。未来随着公司管网建设工程的竣工，公司供气量有望实现进一步增长。

此外，公司通过子公司东方能源有限公司于 2014 年在澳大利亚以对价 5,870 万澳元收购的丹尼森气田项目已正式投产，并接入当地燃气运输管道进行销售，该气田产能为 9,000 万立方米。2019 年，丹尼森气田项目实现业务收入 670 万澳元。

公司配套安装业务量仍维持较大规模，对公司利润形成有效补充

近年来，随着煤改气等工程的大力推进，燃气配套安装量维持在较大规模，但跟踪期内，燃气市场逐步成熟，新增客户数量开始下降。受配套安装劳务费及材料费上涨影响，安装业务毛利率持续下降，但该业务板块一定程度上仍可对公司利润形成有效补充。

表 4：2017 年~2019 年公司配套安装业务情况

	2017	2018	2019
居民平均接驳费（元/户）	2,714	2,815	2,844
居民接驳户数（万户）	59.89	44.36	44.04
企业平均接驳费（万元/户）	14.87	23.18	16.58
企业接驳户数（户）	1,305	2,324	1,644

资料来源：公司提供

此外，根据公司近期公开市场披露信息，新冠肺炎疫情爆发以来，各地实行较为严格的疫情防控措施及交通管制，对公司的经营及整体运行造成一定影响，具体包括客户天然气使用量下降，安装业务未能及时开工或开工时间延后等，且影响程度有

待后续评估。中诚信国际将持续关注疫情对公司业务经营产生的影响以及公司后续经营业绩变动情况。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告，评级报告中所用财务数据均为各期财务报告期末数，各期财务报表均按照新会计准则编制。

2019 年，公司收入继续增长，营业毛利率小幅下滑；公司整体盈利能力仍保持较好水平

2019 年，公司营业总收入继续增长，其中天然气销售收入仍为主要收入来源。营业毛利率方面，2019 年，受天然气采购成本上升影响，公司天然气销售毛利率继续下降；公司安装业务毛利率下降明显，主要系配套安装劳务费及材料费上涨所致。受此影响，公司营业毛利率继续下滑。

表 5：近年来公司营业总收入及营业毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
天然气销售	121.78	135.19	158.77
配套安装	18.20	17.87	24.92
其他	4.02	2.87	4.87
合计	144.00	155.94	188.56
毛利率	2017	2018	2019
天然气销售	28.03	25.61	23.24
配套安装	65.19	54.99	36.76
其他	36.90	24.05	43.74
营业毛利率	32.98	28.95	25.56

注：分项收入加总与合计数尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2019 年，受合并范围继续扩大及加大了市场拓展力度影响，公司销售费用和管理费用均有所上升，同时，随着债务规模的上升，公司财务费用亦有所增长。但公司营业收入增长较快，期间费用率仍保持合理水平。

2019 年，公司利润总额仍主要来自经营性业务利润，公司 EBITDA 利润率和总资产收益率均小幅下滑，但仍处于较好水平，盈利能力仍较强。

表 6: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2017	2018	2019
期间费用合计	13.42	14.12	17.46
期间费用率	9.32	9.05	9.26
经营性业务利润	33.62	30.71	30.37
利润总额	36.28	30.81	30.60
净利润	27.65	22.82	22.56
EBITDA	49.53	46.17	48.23
EBITDA 利润率	34.40	29.61	25.58
总资产收益率	16.79	12.47	11.15

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年, 公司资产和负债规模均有所增长, 应收类款项和受限货币资金规模较大, 对资金形成一定占用; 公司所有者权益结构有待改善, 短期债务规模较大, 债务结构有待优化; 部分投资存在损失风险, 需持续关注

2019 年末, 随着公司合并范围不断扩大、管道建设的不断推进, 公司总资产继续增长, 仍以输气管道等固定资产构成的非流动资产为主。公司货币资金仍保持较大规模, 其中受限货币资金 19.81 亿元, 主要为票据保证金、借款质押。公司业务经营较好, 燃气采购等形成的预付款项继续增长; 公司存货主要由尚未结算的安装成本和原材料构成; 公司其他非流动资产中其他单位拆借金额达 15.37 亿元, 较上年末大幅增长, 主要为地方管委会、街道办、关联单位的拆借款以及山东美多包装有限公司 (以下简称“美多包装”) 担保代偿款; 公司应收类账款仍保持较大规模且较去年末继续增长。截至 2019 年末, 公司仍持有中民投股权投资 16.30 亿元, 2019 年公司未取得中民投分红, 考虑到近年来中民投出现较大负面舆情, 该笔股权投资可能存在损失风险, 未来需关注其处置情况。

表 7: 近年来公司主要资产构成情况 (亿元)

	2017	2018	2019
总资产	281.91	319.31	357.83
货币资金	33.81	39.77	41.29
预付款项	17.15	21.34	24.98
存货	16.05	17.99	23.71
其他流动资产	7.96	13.65	18.22
其他应收款	13.31	9.71	12.99
应收账款	8.40	9.31	11.57
固定资产	102.40	126.61	136.42
在建工程	48.88	54.84	60.64

可供出售金融资产	20.67	20.67	20.67
无形资产	2.92	3.55	5.18

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年末, 公司负债规模和债务规模继续增长。当期公司为偿还部分回售债券, 导致短期借款有所增长; 公司应付票据仍保持较大规模, 主要为银行承兑汇票; 公司其他应付款增长较快, 主要系往来借款增加所致; 公司长期应付款为融资租赁和债权融资借款。2019 年末, 受益于未分配利润的不断积累, 公司资本结构有所改善, 但所有者权益中未分配利润占比达 85.48%, 未来所有者权益结构变化和现金分红情况需保持关注。2019 年末, 公司债务仍以短期债务为主, 债务结构有待优化。

到期债务方面, 2020~2022 年, 公司到期债务分别为 89.29 亿元、25.17 亿元和 7.59 亿元。

表 8: 近年来公司主要负债、权益及资本结构情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019
总负债	158.59	172.73	186.85
短期借款	28.03	31.79	41.88
应付票据	41.97	34.13	41.43
应付债券	33.82	38.85	23.73
预收款项	16.64	20.94	21.47
其他应付款	7.30	6.09	17.59
长期借款	10.00	9.14	13.03
长期应付款	0.00	1.82	6.64
所有者权益合计	123.32	146.58	170.98
实收资本或股本	1.00	1.00	1.00
资本公积	2.44	2.44	2.44
未分配利润	105.41	125.84	146.15
少数股东权益	13.96	16.80	20.83
总债务	114.32	126.62	132.52
短期债务/总债务	61.67	60.66	67.25
资产负债率	56.26	54.09	52.22
总资本化比率	48.11	46.35	43.66

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019 年, 公司经营活动现金流上升明显, 对债务本息覆盖能力有所提升, 但货币资金对短期债务覆盖水平表现仍较弱, 短期偿债压力较大

2019 年, 公司获现能力仍保持较好水平, 受燃气销售收入增长, 公司经营活动净现金流较上年有所上升。2019 年, 公司投资支出主要用于管网建设及收购子公司, 且保持较大规模, 公司投资活动现

金流缺口规模仍较大。同期，公司偿还部分回售债券，筹资活动现金流转为流出状态。

偿债能力方面，2019年，公司债务规模小幅上升，公司 FFO 和 EBITDA 对总债务的覆盖能力仍较弱，但可有效覆盖利息支出；同期，公司经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力有所提升。2019年末，公司货币资金/短期债务 0.46 倍，若考虑受限货币资金，公司货币资金对短期债务的覆盖能力进一步走弱，短期偿债压力较大。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
收现比	1.23	1.15	1.12
付现比	1.39	1.30	1.06
经营活动净现金流	26.95	19.69	35.12
投资活动净现金流	-30.35	-28.39	-30.12
其中：资本支出	29.80	18.49	18.75
筹资活动净现金流	-2.17	16.50	-8.33
FFO	37.24	36.18	39.31
FFO/总债务	0.33	0.29	0.30
FFO 利息保障系数	5.83	5.42	5.51
总债务/EBITDA	2.31	2.74	2.75
EBITDA 利息保障倍数	7.76	6.91	6.76
经营活动净现金流利息覆盖倍数	4.22	2.95	4.92
货币资金/短期债务	0.48	0.52	0.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性一般，受限资产规模较大，对外担保或再面临代偿风险

截至 2019 年末，公司共获得银行授信额度 113.58 亿元，其中未使用额度为 25.09 亿元，备用流动性一般。

截至 2019 年末，公司受限资产 40.52 亿元，占总资产的比重为 11.33%，主要为票据保证金、借款质押的股权投资以及售后租回的固定资产。

对外担保方面，公司已为美多包装代偿担保金额 3.00 亿元，2018 年 7 月，公司采取法律措施，冻结美多包装土地等资产账面价值 3.00 亿元。截至 2019 年末，公司对外担保余额 6.79 亿元，占净资产的比重为 3.97%，被担保企业包括翔宇实业集团有限公司、山东鑫海科技股份有限公司等民营企业。随着经济持续下行，企业经营风险普遍加大，公司

或将再次面临代偿风险，后续担保追偿情况仍需关注。

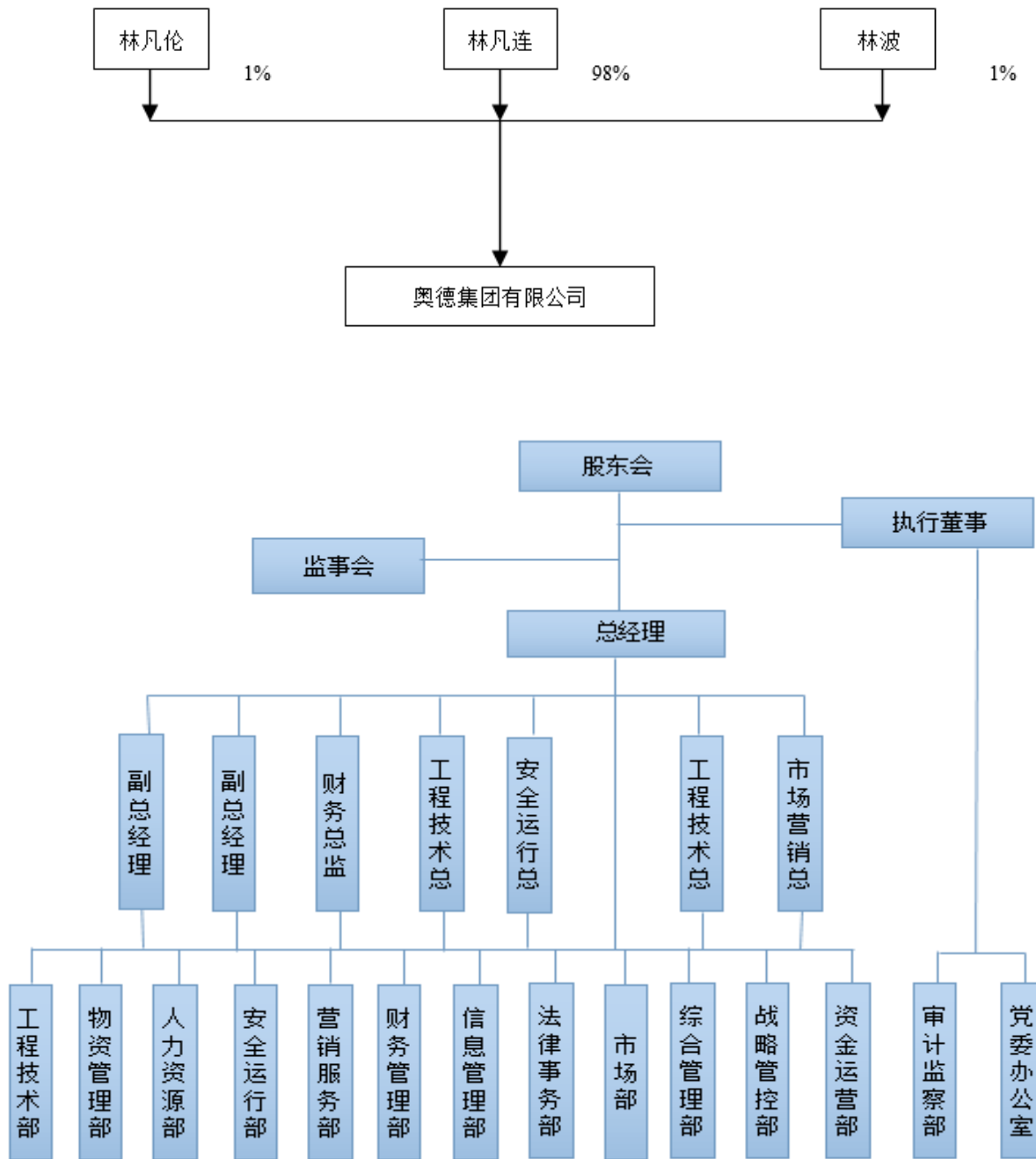
截至 2019 年末，根据公司披露的奥德集团有限公司公司债券年度报告（2019），公司无重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 9 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持奥德集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 奥燃 01”、“16 奥燃 02”和“16 奥燃 03”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：奥德集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：奥德集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	338,056.96	397,661.59	412,888.90
应收账款	83,994.82	93,113.23	115,749.88
其他应收款	133,121.27	97,137.98	129,919.22
存货	160,504.32	179,914.13	237,130.73
长期投资	206,693.82	206,693.82	211,510.93
在建工程	488,783.67	548,431.54	606,436.55
无形资产	29,195.14	35,527.52	51,757.52
总资产	2,819,091.68	3,193,109.40	3,578,322.09
其他应付款	72,994.36	60,880.05	175,927.46
短期债务	704,958.67	768,103.04	891,239.62
长期债务	438,237.22	498,119.81	433,930.57
总债务	1,143,195.89	1,266,222.86	1,325,170.20
总负债	1,585,938.32	1,727,311.63	1,868,528.74
费用化利息支出	63,852.62	66,810.48	71,384.22
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
少数股东权益	139,605.76	167,970.64	208,333.65
所有者权益合计	1,233,153.36	1,465,797.78	1,709,793.34
营业总收入	1,440,046.68	1,559,383.38	1,885,570.86
经营性业务利润	336,189.26	307,101.86	303,694.12
投资收益	25,495.25	1,006.86	2,593.48
净利润	276,517.07	228,214.42	225,551.23
EBIT	426,675.89	374,908.93	377,386.95
EBITDA	495,317.33	461,661.95	482,282.67
销售商品、提供劳务收到的现金	1,769,884.78	1,789,916.32	2,112,073.31
收到其他与经营活动有关的现金	88,476.68	111,635.54	118,979.40
购买商品、接受劳务支付的现金	1,339,928.48	1,436,589.18	1,485,359.25
支付其他与经营活动有关的现金	114,482.35	113,966.00	259,647.53
吸收投资收到的现金	250.00	240.00	1,560.00
资本支出	298,027.75	184,945.01	187,466.35
经营活动产生现金净流量	269,481.87	196,893.45	351,246.28
投资活动产生现金净流量	-303,511.43	-283,921.66	-301,216.93
筹资活动产生现金净流量	-21,665.47	165,022.88	-83,329.09
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	32.98	28.95	25.56
期间费用率(%)	9.32	9.05	9.26
应收类款项/总资产(%)	7.77	6.02	6.87
收现比(%)	1.23	1.15	1.12
总资产收益率(%)	16.79	12.47	11.15
资产负债率(%)	56.26	54.09	52.22
总资本化比率(%)	48.11	46.35	43.66
短期债务/总债务(%)	0.62	0.61	0.67
FFO/总债务(X)	0.33	0.29	0.30
FFO 利息倍数(X)	5.83	5.42	5.51
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.22	2.95	4.92
总债务/EBITDA(X)	2.31	2.74	2.75
EBITDA/短期债务(X)	0.70	0.60	0.54
货币资金/短期债务(X)	0.48	0.52	0.46
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	7.76	6.91	6.76

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际将 2018~2019 年末“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。