

2019 年广州迪森热能技术股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100308】

评级对象: 2019年广州迪森热能技术股份有限公司可转换公司债券

迪森转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019年6月24日

首次评级: AA/稳定/AA/2018年6月1日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 1.21 | 1.11 | 0.46 | 6.65 |
| 刚性债务 | 2.76 | 5.21 | 4.95 | 9.81 |
| 所有者权益 | 9.63 | 9.72 | 10.28 | 13.33 |
| 经营性现金净流入量 | -1.70 | 0.02 | 0.62 | -0.21 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 26.16 | 33.70 | 34.47 | 39.15 |
| 总负债 | 13.74 | 18.62 | 18.19 | 20.90 |
| 刚性债务 | 3.67 | 7.01 | 8.25 | 13.07 |
| 所有者权益 | 12.42 | 15.08 | 16.28 | 18.25 |
| 营业收入 | 10.61 | 19.21 | 17.76 | 2.69 |
| 净利润 | 1.45 | 2.55 | 2.08 | 0.48 |
| 经营性现金净流入量 | 2.34 | 2.34 | 2.05 | -0.25 |
| EBITDA | 2.32 | 4.02 | 3.55 | — |
| 资产负债率[%] | 52.54 | 55.24 | 52.78 | 53.38 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 338.21 | 215.20 | 197.33 | 139.68 |
| 流动比率[%] | 105.63 | 96.26 | 89.99 | 135.34 |
| 现金比率[%] | 55.54 | 42.59 | 38.28 | 74.58 |
| 利息保障倍数[倍] | 11.65 | 10.96 | 7.15 | — |
| 净资产收益率[%] | 9.70 | 18.57 | 13.28 | — |
| 经营性现金净流入量 与流动负债比率[%] | 29.96 | 17.43 | 12.73 | — |
| 非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%] | -29.38 | -12.73 | 4.72 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 15.36 | 13.28 | 8.72 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.80 | 0.75 | 0.46 | — |

注:根据迪森股份经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

李超男 lcn@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对广州迪森热能技术股份有限公司(简称“迪森股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的“迪森转债”跟踪评级反映了2018年以来迪森股份在资产流动性和债务结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在宏观经济影响、煤改气推进放缓以及盈利能力下滑等方面面临的风险加大。

主要优势:

- **天然气分布式能源产业快速发展。**跟踪期内,随着我国大气治理继续深化,国内天然气改革步伐加快、电力体制改革不断深化,我国天然气分布式能源产业进入快速发展期,为迪森股份布局天然气分布能源领域提供良好外部环境。
- **产品具有品牌优势。**迪森股份目前拥有“迪森锅炉”工业锅炉品牌以及“小松鼠”家用燃气壁挂炉两大知名品牌,在行业中销量领先,经营效益较好,具有一定的品牌优势。
- **收购常州锅炉。**跟踪期内,迪森股份收购常州锅炉,进一步拓宽B端装备工业锅炉业务。
- **融资渠道通畅。**迪森股份为上市公司,可以通过股票市场等途径募集资金,融资渠道通畅。

主要风险:

- **壁挂炉行业竞争加剧。**跟踪期内,随着壁挂炉产品市场进一步成熟,迪森股份面临的市场竞争不断加剧。
- **非居民用天然气限气及涨价风险。**近年来,我国天然气价格改革步伐加快,但受天然气基础设施建设不完善及LNG供应不稳定的影响,国内供暖季天然气价格出现季节性上涨,部分区域非居民天然气出现限气、涨价,迪森股份部分B端工商业天然气运营项目受到影响。
- **C端业务受“煤改气”市场波动风险。**跟踪期内,受“以气定改”政策因素影响,北方地区煤改气推进速度有所放缓,燃气壁挂炉销量下滑,

使得迪森股份 C 端业务规模下降。

- **即期偿债压力不断加大。**自 2016 年以来，迪森股份由于以现金收购迪森家居和世纪新能源，公司资金需求快速增长，债务规模迅速扩大。目前公司短期刚性债务规模已明显扩大，短期偿债压力不断加大，资金集中支付压力较大。
- **资金压力。**迪森股份工业端及商业端运营项目部分处于建设期，需要一定的项目资金投入；此外，公司将推进常州锅炉年产 20000 蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目和迪森家居园区改造升级等项目，将面临一定的资本性支出压力。
- **业务拓展带来的管理风险。**迪森股份先后在全国设立了超过 40 家子公司，项目点多面广对公司的管理能力带来一定的挑战，业务拓展增加了公司的经营和管理风险。

➤ **未来展望**

通过对迪森股份及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2019 年广州迪森热能技术股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年广州迪森热能技术股份有限公司可转换公司债券（简称“迪森转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据迪森股份提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对迪森股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2018 年 4 月及 5 月，该公司第六届董事会第十八次会议、2017 年年度股东大会审议通过《广州迪森热能技术股份有限公司公开发行可转换公司债券预案》，本期债券募集资金用于项目建设及偿还银行贷款。经中国证监会证监许可[2018]1969 号文核准，迪森转债于 2019 年 4 月 16 日在深圳证券交易所上市，发行金额为 6.00 亿元，存续期限为 6 年；迪森转债转股的起止日期为 2019 年 9 月 27 日至 2025 年 3 月 20 日。

图表 1. 公司已发行债券概况

| 债项名称 | 发行规模 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 票面利率 (%) | 起息日期 | 最近行权日 | 到期日 |
|------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|
| 迪森转债 | 6.00 | 6.00 | 0.40 | 2019-03-20 | 2019-09-27 | 2025-03-20 |

资料来源：Wind 资讯

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期

向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资

等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有所升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

随着大气治理继续深化，国内天然气价格改革步伐加快、电力体制改革不断深化，我国天然气分布式能源产业进入快速发展期。

A. 天然气分布式能源行业

天然气分布式能源是指利用天然气为燃料，通过冷、热、电三联供等方式实现能源的梯级利用，综合能源利用效率在70%以上，并在负荷中心就近实现现代能源供应方式。与传统的集中式能源系统相比，天然气分布式能源具有节省输配电投资、提高能源利用效率、实现对天然气和电力双重“削峰填谷”、设备启停灵活、提高系统供能的可靠性、安全性和节能环保等优势。

目前我国天然气分布式能源发展仍处于起步阶段。我国天然气分布式能源的主要用户是工业园区、办公楼、综合商业体及工业类项目。截至2017年12月，我国天然气分布式能源项目共计381个，装机规模达到13.4GW。其中，楼宇式项目总共158个，总装机规模是712MW；区域式项目总共223个，总装机规模12.7GW，占总装机规模的95%。目前我国天然气分布式能源发展中存在着分布式能源项目盈利性差、国家配套政策和机制不健全、分布式能源并网上网存在不确定性以及核心技术受制于人4个方面的主要问题。政策方面，2011年，国家发改委、财政部等联合下发《关于发展天然气分布式能源的指导意见》（发改能源【2011】2196号），提出“鼓励专业化公司从事天然气分布式能源的开发、建设、经营和管理，探索适合天然气分布式能源发展的商业运作模式”。

2013年，国务院发布《关于印发大气污染防治行动计划的通知》（国发【2013】37），提出“优化天然气使用方式，新增天然气应优先保障居民生活或用于替代燃煤；鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目。”

近年来我国天然气消费量保持连续增长势头。国家发改委、国家能源局印发的《能源发展“十三五”规划》指出，到“十三五”末，我国天然气消费比重力争达到10%。2017年6月23日，国家发改委等多部门联合下发《加快推进天然气利用的意见》，首次提出逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源，到2030年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右。未来10年，我国天然气占一次能源消费比重有望持续提升。国家发改委最新发布的数据显示，2018年我国天然气表观消费量2803亿立方米，同比增长18.1%，天然气消费进入“十三五”开局以来增速明显提升。

2018年6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确三年行动目标和计划，要求由生态环境部、市场监管总局牵头，在京津冀及周边地区加大燃煤小锅炉淘汰力度。县级及以上城市建成区基本淘汰每小时10蒸吨及以下燃煤锅炉及茶水炉、经营性炉灶、储粮烘干设备等燃煤设施，原则上不再新建每小时35蒸吨以下的燃煤锅炉，其他地区原则上不再新建每小时10蒸吨以下的燃煤锅炉。环境空气质量未达标城市应进一步加大淘汰力度。重点区域基本淘汰每小时35蒸吨以下燃煤锅炉，每小时65蒸吨及以上燃煤锅炉全部完成节能和超低排放改造；燃气锅炉基本完成低氮改造；城市建成区生物质锅炉实施超低排放改造。

生物质能是重要的可再生能源，具有绿色、低碳、清洁、可再生等特点。我国生物质资源丰富，能源化利用潜力大。全国可作为能源利用的农作物秸秆及农产品加工剩余物、林业剩余物和能源作物、生活垃圾与有机废弃物等生物质资源总量每年约4.6亿吨标准煤。生物质供热具有绿色低碳环保的特点，是治理县域燃煤污染的有效途径，也是发达国家普遍推广的措施。生物质发电和液体燃料产业已形成一定规模，生物质成型燃料、生物天然气等产业已起步，呈现良好发展势头。

2016年12月，国家能源局在其官方网站正式对外发布《生物质能发展“十三五”规划》，其中指出，“十三五”时期我国生物质能发展规划目标为：到2020年，生物质能基本实现商业化和规模化利用。生物质能年利用量约5800万吨标准煤。生物质发电总装机容量达到1500万千瓦，年发电量900亿千瓦时，其中农林生物质直燃发电700万千瓦，城镇生活垃圾焚烧发电750万千瓦，沼气发电50万千瓦；生物天然气年利用量80亿立方米；生物液体燃料年利用量600万吨；生物质成型燃料年利用量3000万吨。据估算，到2020年，生物质能产业新增投资约1960亿元。其中，生物质发电新增投资约400亿元，生物天然气新增投资约1200亿元，生物质成型燃料供热产业新增投资约180亿元，生物液体燃料新增投资约180亿元。

B. 燃气壁挂炉行业

燃气壁挂炉市场在中国已发展了近 20 年。目前，我国燃气壁挂炉产业已经度过市场培育期，正处在高速发展的成长期。从市场需求来看，燃气壁挂炉解决许多集中供暖不能解决的难题，应用于民用住宅供热的分户式供暖系统。自 2014 年国家实施“煤改气”政策以来，我国集中供暖地开展以“煤改气”等为代表的清洁采暖改造工程，逐步取缔高污染的燃煤锅炉，为清洁采暖改造工程提供发展机会。而壁挂炉作为“煤改气”政策一大受益产业，全国多地壁挂炉市场需求快速增长。目前，在中国的壁挂炉市场上，国内外品牌多达 400 余个，主要集中在“煤改气”区域。随着壁挂炉产品市场化程度的逐步提高，越来越多的市场主体特别是壁挂炉整机生产企业进入该行业，目前许多企业仅生产壁挂炉产品为主，产品种类单一，同质化现象严重，壁挂炉市场竞争较为激烈。

2017 年 12 月，国家发展改革委、能源局、财政部、环境保护部等 10 部门近日联合印发的《2017~2021 年北方地区冬季清洁取暖规划》(简称“规划”)，明确指出截至 2016 年底，北方清洁取暖面积占总取暖面积 34%，总体发展缓慢；《2017~2021 年北方地区冬季清洁取暖规划》作为纲领性的指导政策，从完成时间、推进区域、清洁取暖比例都提出了明确要求，为国家煤改气（电）的有序、科学推进提供纲领性指导。规划提出到 2019 年北方清洁取暖面积占总取暖面积需提高到 50%，替代散烧煤 7400 万吨；到 2021 年北方清洁取暖面积占总取暖面积需提高到 70%，替代散烧煤 1.5 亿吨。规划进一步提出 2019 年至 2021 年北方清洁供暖计划，明确了清洁取暖改造的市场目标：到 2019 年，“2+26”重点城市城区清洁取暖率要达到 90%以上，城乡结合部达到 70%以上，农村地区达到 40%以上；到 2021 年，2+26”重点城市城区全部清洁取暖率 100%，城乡结合部 80%以上，农村地区 60%以上。2017-2021 年，“2+26”城市煤改气壁挂炉用户新增 1200 万户，新增用气 90 亿立方。

2017 在煤改气环保工程的大力推进下，华北地区出现大面气荒，并导致了天然气价格的大幅上升。为此，国内的煤改气工程做出了更科学的调整，煤改气的供给侧改革开启，“以气定改”成了国内天然气供应及服务商的未来发展指引。

2018 年 2 月国家能源局发布的《2018 年能源工作指导意见》中指出，2018 年以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点，按照统筹规划、循序渐进、量力而为、以气定改的原则推进“煤改气”工程，稳步推进天然气车船发展和加气（注）站建设。

当前我国天然气产供储销体系还不完备，产业发展不平衡不充分问题较为突出，主要是国内产量增速低于消费增速，进口多元化有待加强，消费结构不尽合理，基础设施存在短板，储气能力严重不足，互联互通程度不够，市场化价格机制未充分形成，应急保障机制不完善，设施建设运营存在安全风险等。2018 年 9 月，国务院办公厅印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，简历天然气发展综合协调机制，全面实行天然气购销合同制度，鼓励签订中长

期合同，积极推动跨年度合同签订。按照宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜油则油的原则，充分利用各种清洁能源推进大气污染防治和北方地区冬季清洁取暖。煤改气推进回归理智，速度有所放缓。

2017年随着中央及地方支持北方地区冬季清洁取暖相关政策的实施，壁挂炉行业迎来增长爆发期。我国华北地区共计有可接驳农村用户约4000万-5000万户，其中2017年新增“煤改气”用户约300万户。2017年煤改气市场迎来爆发式增长，燃气壁挂炉销售量达550万台，但随2018年煤改气推进回归理智，壁挂炉销量大幅下降至270万台。目前全国壁挂炉行业生产许可证超过300张；行业总产能超过2000万台；目前国内壁挂炉库存约在110~200万台之间，目前国内壁挂炉市场面临许多挑战。但随着天然气的持续推广以及管网建设的不断延伸，壁挂炉市场或逐步回稳。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司B端清洁能源运营业务受宏观环境影响导致收益有所下降；B端工业锅炉装备业务受益于常州锅炉并表，业务量显著提升，但2019年第一季度由于B端装备基地搬迁停产，业绩同比下滑；C端壁挂炉业务受煤改气推进放缓，销量大幅收缩。公司整体营业收入规模及盈利能力有所下滑。

近年来，该公司业务布局工业端、商业端和家庭消费终端，已逐渐形成清洁能源服务（B端运营）、工业锅炉（B端装备）以及家用燃气壁挂炉（E2C、C端）产销为主的三大业务格局。公司于2018年收购常州锅炉有限公司（简称“常州锅炉¹”），进一步扩充B端装备产能及业务规模。

图表 2. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 行业归属 | 市场覆盖范围/核心客户 | 基础运营模式 | 业务的核心驱动因素 |
|-------------------------------------|-----------|-------------|--------|--------------|
| E2B -B端运营（清洁能源服务） -B端装备（工业锅炉） | 能源服务、装备制造 | 国内 | 横向规模化 | 规模/成本/品牌/政策等 |
| E2C（燃气壁挂炉） | 装备制造 | 国内外 | 横向规模化 | 规模/品牌 |

资料来源：迪森股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 3. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 |
|-------------|----|--------|--------|--------|
| 营业收入合计 | | 10.61 | 19.21 | 17.76 |
| 其中：核心业务营业收入 | 金额 | 10.33 | 18.77 | 17.35 |
| | 占比 | 97.38 | 97.75 | 97.74 |
| 其中：(1) B端运营 | 金额 | 5.75 | 8.01 | 7.53 |

¹ 截至2017年末，常州锅炉资产总额为1.17亿元，负债总额1.25亿元；2017年常州锅炉实现营业收入0.49亿元，净利润0.25亿元。

| 主导产品或服务 | | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
|--------------|----|---------|---------|---------|
| | 占比 | 54.22 | 41.71 | 42.41 |
| (2) B 端装备 | 金额 | 1.01 | 1.48 | 2.36 |
| | 占比 | 9.51 | 7.69 | 13.27 |
| (3) C 端产品与服务 | 金额 | 3.57 | 9.29 | 7.47 |
| | 占比 | 33.65 | 48.35 | 42.05 |

资料来源：迪森股份

2018 年及 2019 年第一季度，该公司营业收入分别为 17.76 亿元和 2.69 亿元，受到宏观经济市场影响以及煤改气市场放缓影响，同比分别下降 7.56% 和 43.56%，业务规模收缩。2018 年，B 端运营、B 端装备及 C 端产品与服务收入占比分别为 42.41%、13.27% 和 42.05%，B 端装备业务随常州锅炉的并表业务量同比大幅增长，收入占比有所提升。

A. B 端运营

B 端运营方面，该公司以传统生物质能供热业务为起点并积极开拓天然气和清洁煤等供能项目。2015 年下半年以来，公司结合生物质能供热行业发展现状及自身业务特点，快速布局天然气分布能源领域，先后开发上海老港天然气分布式能源项目、收购成都世纪新能源有限公司（简称“世纪新能源”）51% 股权，进入工业端和商业端天然气分布式能源领域，目前签约项目已覆盖 10 多个省份。

跟踪期内，该公司仍以 BOO（“建设-拥有-经营”）和 BOT（“建设-经营-转让”）两种模式开展业务，项目建设周期根据项目规模而定，运营周期一般在 10 年左右。公司以工业锅炉、汽轮机、燃气轮机或燃气内燃机、冷水机组等核心设备为依托，利用天然气、生物质、清洁煤等清洁能源，通过供热、热电联产、热冷电三联供、分布式能源等系统技术解决方案，为工业机构用户提供热、冷、电等多种清洁能源产品与服务。截至目前，公司 B 端运营项目已涵盖造纸包装、食品饮料、制药、化工、五金等 20 多个行业。

跟踪期内，该公司继续推进 B 端运营在建项目的建设进度。2018 年，公司 B 端运营业务销售量同比减少 6.25% 至 685.15 万吉焦，主要受宏观环境增速放缓影响，客户用气和用热量下降使得部分 B 端运营项目效益下降。2018 年，公司新增 B 端运营订单 1 个，为 BOT 项目，投资金额为 0.20 亿元。截至 2018 年末，公司处于施工期订单合计 26 个，当年已完成投资金额 1.28 亿元，尚未完成投资金额 3.69 亿元。同期末，公司处于运营期订单合计 62 个，2018 年共实现运营实现收入 7.40 亿元，同比下降 7.62%。2019 年第一季度，公司无新增 B 端运营订单，处于施工期订单合计 23 个，处于运营期订单 56 个，实现 B 端运营收入 1.47 亿元。

图表 4. 2018 年公司 B 端运营订单情况（单位：个、亿元）

| 业务类型 | 新增订单 | 处于施工期订单 | 处于运营期订单 |
|------|------|---------|---------|
| | | | |

| | 数量 | 投资金额 | 数量 | 未完成投资金额 | 数量 | 运营收入 |
|-----|----|------|----|---------|----|------|
| BOT | 1 | 0.20 | 7 | 0.58 | 51 | 3.60 |
| BOO | 0 | 0 | 19 | 3.11 | 11 | 3.80 |
| 合计 | 1 | 0.20 | 26 | 3.69 | 62 | 7.40 |

资料来源：迪森股份（四舍五入后尾数或存在一定差异）

B. B 端装备

2018 年 4 月，该公司以自有资金 4200 万元向江苏联合怀远投资有限公司收购常州锅炉 100% 股权。常州锅炉成立于 1979 年，主要从事锅炉、压力容器和建材机械的研发、生产和销售，主要产品为各种类型的建材蒸压釜及燃气锅炉。公司原有 B 端装备锅炉制造由迪森设备负责运营，拥有“迪森锅炉”品牌，自主研发和制造锅炉。目前，公司已将 B 端装备生产基地整体转移至常州，利用常州地理位置，减少公司运输半径，降低运输成本。此外，公司将在常州锅炉的基础上，继续实施可转债募投项目“年产 20000 蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目”，进一步扩充公司水管锅炉、火管锅炉、常压锅炉、导热油炉的产能。

近年来，该公司工业燃气锅炉装备销售受宏观经济与环保政策影响较大，设备销售呈现较大波动。2018 年，公司 B 端装备销售量为 663 台，同比下降 17.95%，主要受到 B 端装备生产基地搬迁影响，订单量和开工率有所下降；B 端装备收入同比增长 59.67% 至 2.36 亿元，主要系常州锅炉自 2018 年 5 月并表，2018 年 B 端装备销售量包含了常州锅炉的蒸压釜销售量，其中常州锅炉的蒸压釜销售单价较迪森锅炉的单价高。同期，B 端设备业务受基地搬迁影响，毛利率同比下降 4.87 个百分点至 21.14%。2019 年第一季度，B 端装备销售量同比增长，但受 B 端装备生产基地搬迁停产影响，业务收入同比有所下滑，目前搬迁工作已全部完成，恢复正常经营。总体来看，B 端装备业务收入规模相对较小，但随着常州锅炉的并表，公司工业锅炉产能及规模将进一步扩大。

图表 5. 近年来公司 B 端装备生产与销售情况（单位：台）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----|--------|--------|--------|
| 销售量 | 618 | 808 | 663 |
| 生产量 | 598 | 804 | 740 |
| 库存量 | 65 | 61 | 138 |

资料来源：迪森股份

C. C 端产品与服务

针对家庭消费终端，该公司以家用壁挂炉（及多能源冷暖系统、新风系统、净水系统等）为依托，为小型商业与家庭终端用户提供热水、采暖、新风、净水等服务及产品。跟踪期内，公司 C 端业务仍以其下“小松鼠”家用壁挂炉为主要销售产品。广州迪森家居环境技术有限公司（简称“迪森家居”）为 C 端产品的主要运营实体，于 2018 年 3 月末新增 2 条壁挂炉自动化生产线，进入试生产阶段，目前共拥有 5 条壁挂炉自动化生产线。

跟踪期内，煤改气推进逐步放缓，该公司煤改气工程订单量同比减少，燃

气壁挂炉销量下滑，主动压缩产量。2018年，公司生产壁挂炉247584台，同比下降51.99%；同期销售壁挂炉315968台，同比下降23.68%。2018年C端产品与服务实现收入同比下降19.59%至7.47亿元，毛利率小幅下降1.39个百分点至33.56%。

图表 6. 近年来公司壁挂炉销售与生产情况（单位：台）

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----|--------|--------|--------|
| 销售量 | 138703 | 414023 | 315968 |
| 生产量 | 151128 | 515723 | 247584 |
| 库存量 | 16330 | 118030 | 49646 |

资料来源：迪森股份

（2）盈利能力

图表 7. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入合计（亿元） | 10.61 | 19.21 | 17.76 |
| 毛利率（%） | 35.56 | 33.73 | 31.37 |
| 其中：B端运营（%） | 31.20 | 30.58 | 29.95 |
| B端装备（%） | 23.15 | 26.00 | 21.14 |
| C端产品与服务（%） | 41.16 | 34.95 | 33.56 |
| 毛利（亿元） | 3.77 | 6.48 | 5.57 |
| 其中：B端运营（亿元） | 1.79 | 2.45 | 2.26 |
| B端装备（亿元） | 0.23 | 0.38 | 0.50 |
| C端产品与服务（亿元） | 1.47 | 3.24 | 2.51 |
| 期间费用率（%） | 20.59 | 15.07 | 16.05 |
| 其中：财务费用率（%） | 0.64 | 1.50 | 1.99 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 0.15 | 0.30 | 0.41 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，受宏观经济影响及煤改气推进放缓影响，该公司营业收入规模及盈利能力有所下滑。2018年及2019年第一季度，公司综合毛利率分别为31.37%和30.71%，分别同比下降2.36个百分点和0.08个百分点。分产品来看，公司C端产品与服务业务规模虽下降较多，但毛利率仍处于较高水平。总体来看，公司B端运营业务及C端产品与服务业务受到宏观经济、煤改气政策及市场影响，规模虽有所下滑，但整体盈利水平仍较强。

2018年及2019年第一季度，该公司期间费用分别为2.85亿元和0.55亿元，分别同比减少1.53%和增长13.52%；期间费用率分别为16.05%和20.42%，分别同比上升0.98个百分点和10.27个百分点，2019年第一季度上升较多主要系营业收入大幅减少所致。跟踪期内，公司期间费用仍以销售费用和管理费用为主，2018年及2019年第一季度，公司销售费用分别为1.08亿元和0.17亿元，分别同比下降8.68%和增长17.60%，主要由销售人员职工薪酬、运营维护

费和市场宣传费等费用构成；同期公司管理费用分别为0.92亿元和0.19亿元，主要由折旧费、管理人员薪酬和股权激励费用构成；同期公司财务费用分别同比增长22.69%和10.14%至0.35亿元和0.10亿元，主要系银行贷款增加使得利息支出增加所致。同期公司研发费用分别为0.50亿元和0.09亿元，随部分研发项目逐步进入收尾阶段，公司所需研发人员人数及相关费用有所下降。同期公司资产减值损失分别为0.12亿元和-0.13亿元，主要是应收款的坏账准备和在建工程减值损失。

跟踪期内，该公司投资规模较小，对利润影响程度有限。2018年及2019年第一季度，该公司投资净收益分别为-0.01亿元和0.14亿元，2019年第一季度收益主要来自于理财产品。2018年及2019年第一季度，公司其他收益分别为0.12亿元和0.02亿元，主要来自于政府补助。此外，2018年公司随着部分B端运营项目结束及终止，对相关资产进行处置及报废处理形成营业外支出0.13亿元，同比下降32.87%。

2018年及2019年第一季度，该公司分别实现净利润2.08亿元和0.48亿元，分别同比下降18.43%和39.82%，受宏观经济及煤改气政策影响，利润空间有所收窄。

(3) 运营规划/经营战略

目前，该公司主要在建项目为B端供能装置、供气站、常州锅炉有限公司年产20000蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目以及广州迪森家居环境技术有限公司舒适家居产业园园区改造及转型升级项目等，预计总投资金额为11.52亿元。截至2019年3月末，B端供能装置和供气站合计已投资3.34亿元；常州锅炉有限公司年产20000蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目、迪森家居舒适家居产业园园区改造及转型升级项目的周期为3年，将根据各项目的建设进度有序的投资付款，预计未来公司将面临一定的资本性支出压力。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资金额 | 截至 2019 年 3 月末 已投资金额 | 计划 19 年 4 月至 2021 年 共投资 |
|--|------------------|-------------------------|----------------------------|
| B 端供能装置 | 47418.42 | 26852.96 | 20565.46 |
| 供气站 | 11999.35 | 6527.46 | 5471.89 |
| 常州锅炉有限公司年产 20000 蒸 吨清洁能源锅炉改扩建项目 | 33202.58 | 0.00 | 33202.58 |
| 广州迪森家居环境技术有限公司 舒适家居产业园园区改造及转型 升级项目 | 22587.51 | 0.00 | 22587.51 |
| 合计 | 115207.86 | 33380.42 | 81827.44 |

资料来源：迪森股份

管理

该公司创始股东常厚春先生、李祖芹先生和马革先生仍为公司控股股东及实际控制人；跟踪期内，公司在管理制度和部门设置等方面无重大变化。

2018 年度，该公司完成了股权激励计划部分股票期权的注销和部分限制性股票的回购注销。2018 年 6 月 13 日，公司注销股票期权共计 522,900 份，回购注销限制性股票共计 152,000 股。截至 2019 年 3 月末，公司总股本为 362,916,645 股；公司创始股东常厚春先生、李祖芹先生和马革先生作为一致行动人，合计直接及间接持有公司 33.77% 的股权，仍为公司的控股股东和实际控制人。同期末，三位股东所持股份处于质押状态的分别占其直接持股比重的 35.98%、39.01% 和 58.85%。公司产权状况详情见附件一。

图表 9. 截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人股权质押情况

| 股东名称 | 期末持股数量（股） | 持股比例（%） | 质押股份数量（股） | 质押比例（%） |
|------|-----------|---------|-----------|---------|
| 常厚春 | 50919599 | 14.03 | 18319900 | 35.98 |
| 李祖芹 | 39907935 | 11.00 | 15570000 | 39.01 |
| 马革 | 28040059 | 7.73 | 16494100 | 58.82 |

资料来源：迪森股份

注：质押比例=质押股份数量/期末持股数量

2019 年 4 月 25 日，该公司披露了《第七届董事会第一次会议决议公告》，董事会审议通过《关于修改<公司章程>部分条款》的议案，增加“反恶意收购”相关安排，并提交股东大会审议。修订后的《公司章程》第二百零三条规定，恶意收购是指收购方在未经告知公司董事会并取得董事会讨论通过的情况下，以获得公司控制权或对公司决策的重大影响力为目的而实施的收购。

除此之外，跟踪期内，该公司在管理制度和部门设置等方面均未发生重大变化。

2016 年，该公司以 7.35 亿元自有资金向 Devotion 公司收购了迪森家居 100% 的股权，以 3.67 亿元自有资金及募集资金向磊华能源有限公司（简称“磊华能源”）收购世纪新能源²51.00% 的股权，均发生相应的股权溢价，Devotion 公司和磊华能源公司均做出业绩承诺。2016-2018 年，迪森家居分别实现扣非后净利润 0.64 亿元、1.68 亿元和 1.23 亿元，世纪新能源分别实现扣非后净利润 0.71 亿元、0.87 亿元和 0.93 亿元，均完成业绩承诺。截至 2019 年 3 月末，公司尚未支付公司未支付迪森家居的股权收购款 1.93 亿元，尚未支付世纪新能源股权收购款 0.44 亿元。截至本报告出具日，以上股权收购款均已完成支付。

图表 10. 截至 2018 年末，股权收购标的业绩承诺情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 注册资本 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 | 业绩承诺 (扣非后净利润) | 实际实现业绩 (扣非后净利润) |
|------|------|-----|-----|------|-----|------------------|--------------------|
|------|------|-----|-----|------|-----|------------------|--------------------|

² 截至本报告出具日，迪森股份持有世纪新能源 51% 股权，成都环球世纪会展旅游集团有限公司持有世纪新能源 49% 股权。

| | | | | | | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 迪森家居 | 10.53 | 7.93 | 3.89 | 7.53 | 1.29 | 0.56 | 0.64 | 0.81 | 0.64 | 1.68 | 1.23 |
| 世纪新能源 | 0.60 | 3.63 | 3.05 | 3.02 | 0.97 | 0.62 | 0.67 | 0.75 | 0.71 | 0.87 | 0.93 |

资料来源：迪森股份

跟踪期内，该公司与其控股股东无重大不良行为记录。根据公司提供的《企业信用报告》，截至2019年6月14日，公司无违约欠息情况发生。

图表 11. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 控股股东 | 本部 | 核心子公司 | 存在担保等风险敞口的非核心子公司 |
|----------|-----------|-----------|------|----|-------|------------------|
| 欠贷欠息 | 中国人民银行征信局 | 2019.6.14 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2019.6.14 | 无 | 无 | 无 | 不涉及 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司刚性债务规模有所扩张，发行迪森转债后公司刚性债务结构稍有优化，但因流动性需求增加，短期银行借款规模持续扩张，公司仍面临一定的短期刚性债务偿付压力。2018年公司主营业务资金回笼能力有所下降，但随2019年第一季度本期债券资金到账，公司流动性有所好转。

1. 数据与调整

2018年10月26日该公司第六届董事会第二十三次会议、第六届监事会第二十次会议以及2018年11月15日公司2018年第二次临时股东大会，分别审议并通过了《关于改聘会计师事务所的议案》，同意改聘天健会计师事务所(特殊普通合伙)为公司提供2018年度财务审计和内部控制审计服务工作，聘期一年。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2018年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则。

该公司从编制2018年度财务报表起执行财政部于2018年6月15日颁布的《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)，对财务报表的相关列报项目进行了修订。

该公司编制2019年第一季度报告时，根据财政部关于印发修订《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》的通知(财会〔2017〕7号)和《企业会计准则第37号——金融工具列报》(财会[2017]14号)的规定，对财务报表的相关列报项目进行了修订。

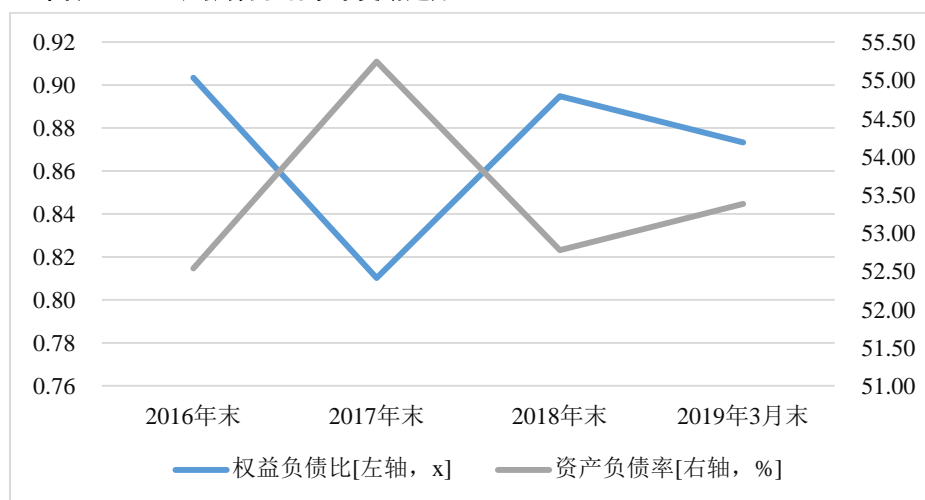
截至2018年末，该公司合并范围内子孙公司共46家，较上年末减少4

家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

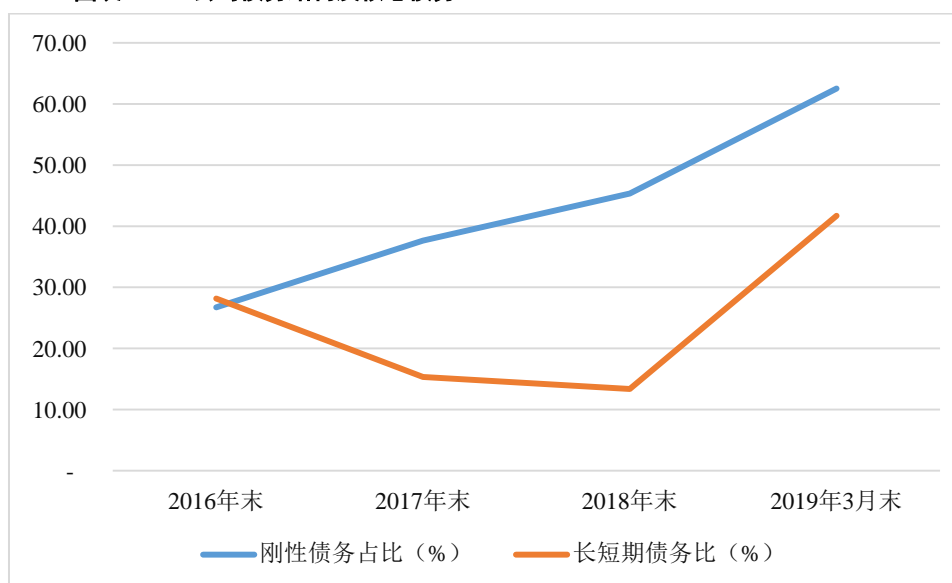
图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司经营业务规模受到外部环境影响收缩，负债规模及财务杠杆水平呈现一定波动。2018 年末公司负债总额较上年末小幅下降 2.29% 至 18.19 亿元，资产负债率较上年末下降 2.46 个百分点至 52.78%。2019 年第一季度公司发行可转债，期末新增应付债券 4.03 亿元以及其他权益 1.87 亿元，同期末负债总额较上年末增长 14.90% 至 20.90 亿元，资产负债率较上年末上升 0.60 个百分点至 53.38%，所有者权益较上年末增长 12.14% 至 18.25 亿元。

图表 13. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|-------------------------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元) | 3.67 | 7.01 | 8.25 | 13.07 |
| 应付账款 (亿元) | 2.38 | 4.04 | 2.83 | 2.33 |
| 预收账款 (亿元) | 0.46 | 1.30 | 0.74 | 0.68 |
| 其他应付款 (亿元) ³ | 5.26 | 3.93 | 4.14 | 3.20 |
| 刚性债务占比 (%) | 26.71 | 37.65 | 45.34 | 62.52 |
| 应付账款占比 (%) | 17.33 | 21.71 | 15.54 | 11.13 |
| 预收账款占比 (%) | 3.36 | 6.99 | 4.06 | 3.25 |
| 其他应付款占比 (%) | 38.30 | 21.13 | 22.75 | 15.33 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制。

从债务期限来看，跟踪期内该公司负债仍以流动负债为主。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 13.37% 和 41.70%，分别较上年末下降 1.94 个百分点和上升 28.33 个百分点，2019 年 3 月末随可转债的发行，公司债务结构稍有优化。

跟踪期内，该公司负债仍主要以刚性债务、应付账款和其他应付款为主，2018 年末分别占负债总额的比例为 45.34%、15.54% 和 22.75%。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务分别为 8.25 亿元和 13.07 亿元，分别较上年末增长 17.69% 和 58.43%，规模持续扩张。同期末，公司应付账款分别为 2.83 亿元和 2.33 亿元，分别较上年末减少 30.06% 和 17.67%，主要系跟踪期内业务规模收缩，库存储备生产量减少使得应付上游材料款减少所致。同期末，公司其他应付款分别为 4.14 亿元和 3.20 亿元，主要为应付迪森家居和世纪新能源的股权收购款，分别于 2019 年 6 月及 2019 年 5 月完成支付。

(2) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

| 刚性债务种类 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期刚性债务合计 | 2.12 | 5.73 | 7.32 | 7.82 |
| 其中：短期借款 | 1.62 | 4.60 | 6.72 | 7.12 |
| 一年内到期非流动负债 | 0.47 | 1.07 | 0.45 | 0.49 |
| 应付票据 | - | 0.02 | 0.11 | 0.18 |
| 其他短期刚性债务 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.03 |
| 中长期刚性债务合计 | 1.55 | 1.28 | 0.93 | 5.24 |
| 其中：长期借款 | 1.55 | 1.28 | 0.93 | 1.21 |
| 应付债券 | - | - | - | 4.03 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司刚性债务仍主要以短期刚性债务构成，但占比有所波动。2018 年末及 2019 年 3 月末，短期刚性债务占比分别为 88.78% 和 59.87%，2019 年第一季度可转债的发行使得期末中长期刚性债务增加。

³ 此处其他应付款指扣除应付利息、应付股利后的其他应付款。

从刚性债务构成来看，跟踪期内该公司刚性债务以长短期银行借款（包括一年内到期的长期借款）和应付债券为主。2018 年末及 2019 年 3 月末，长短期银行借款占刚性债务的比重分别为 98.15% 和 67.55%。跟踪期内公司流动性需求增加，同期末短期借款分别为 6.72 亿元和 7.12 亿元，分别较上年末增长 46.02% 和 6.00%，以信用借款和保证借款为主。同期末，公司长期借款分别为 0.93 亿元和 1.21 亿元，分别较上年末减少 27.46% 和增长 31.28%，长期借款规模相对较小，主要为质押、保证借款。2019 年 3 月末，公司增加应付债券 4.03 亿元，为本期迪森转债计入负债部分。

总的来看，跟踪期内该公司刚性债务规模有所扩张，可转债发行后公司债务期限结构稍有优化，但因流动性需求增加，短期银行借款规模持续扩张，公司仍面临一定的短期刚性债务偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 营业周期（天） | 122.02 | 114.60 | 150.67 | - |
| 营业收入现金率（%） | 107.69 | 101.16 | 92.13 | 127.04 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 2.47 | 3.12 | 2.44 | 0.18 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -0.13 | -0.77 | -0.39 | -0.43 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 2.34 | 2.34 | 2.05 | -0.25 |
| EBITDA（亿元） | 2.32 | 4.02 | 3.55 | - |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.80 | 0.75 | 0.46 | - |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 15.36 | 13.28 | 8.72 | - |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，由于 B 端运营及 C 端壁挂炉业务规模的收缩，该公司销售商品、提供劳务收到的现金规模有所下降，2018 年及 2019 年第一季度分别为 16.36 亿元和 3.42 亿元，分别同比下降 15.81% 和 11.21%。2018 年公司主业现金回笼情况趋弱，营业收入现金率同比下降 9.03 个百分点至 92.13%；2018 年部分 C 端壁挂炉订单处于仍安装调试状态，未结清货款，于 2019 年第一季度陆续结转并收回货款，2019 年第一季度营业收入现金率为 127.04%，同比大幅上升 46.28 个百分点。此外，2018 年公司支付其他与经营活动有关的现金同比减少 19.04% 至 1.38 亿元，主要系付现期间费用减少以及业务规模收缩后，支付的保证金、押金、往来款减少所致。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营现金净流量分别为 2.05 亿元和 -0.25 亿元。

跟踪期内，该公司 EBITDA 仍主要来自于利润总额，列入财务费用的利息支出和固定资产折旧可以为其提供一定补充。2018 年公司 EBITDA 为 3.55 亿元，同比下降 11.79%，主要系利润总额同比下降 17.01% 至 2.50 亿元。跟踪期内，刚性债务规模进一步扩大，EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖程度有所减弱，2018 年分别同比下降至 0.46 倍和 8.72 倍。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 第一季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -2.49 | -1.50 | 0.42 | 0.05 |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -2.59 | -3.08 | -1.74 | -0.34 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -0.08 | 0.18 | 0.13 | -0.56 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -5.16 | -4.40 | -1.18 | -0.85 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，随着公司业务规模收缩，对工程项目的资本性支出规模有所收缩，2018 年及 2019 年第一季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 2.01 亿元和 0.35 亿元，分别同比下降 36.35% 和 39.62%。2018 年公司收到其他与投资活动有关现金同比减少 75.46% 至 0.14 亿元，主要系理财产品收入减少；收回投资收到的现金同比增长 61.07% 至 0.92 亿元，主要来自融资租赁款项的收回。2018 年及 2019 年第一季度，公司投资活动现金流净流出有所减少，流出净额分别为 1.18 亿元和 0.85 亿元，分别同比下降 73.19% 和 34.23%。

(3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 第一季度 |
|---------------|--------|--------|--------|----------------|
| 取得借款收到的现金 | 3.51 | 7.32 | 8.80 | 2.19 |
| 发行债券收到的现金 | - | - | - | 5.94 |
| 偿还债务支付的现金 | 1.90 | 4.01 | 8.09 | 1.21 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | -2.25 | 1.47 | -1.19 | 5.93 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司通过银行借款和发行债券满足其融资需求。2018 年公司取得借款收到现金 8.80 亿元，但随债务到期，偿还债务支付现金同比增长 101.80% 至 8.09 亿元，同期筹资环节现金流呈净流出，为 1.19 亿元。2019 年第一季度，公司取得银行借款 2.19 亿元，同时通过发行迪森转债收到现金 5.94 亿元，使得筹资环节现金流呈现大额净流入，为 5.93 亿元。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 3 月末 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比） | 11.33 | 15.54 | 14.44 | 19.96 |
| | 43.31% | 46.12% | 41.89% | 50.99% |
| 其中：现金类资产（亿元） | 5.45 | 4.85 | 4.63 | 9.44 |
| 应收款项（亿元） | 2.42 | 3.01 | 3.51 | 3.09 |
| 存货（亿元） | 1.06 | 3.34 | 2.25 | 2.06 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比） | 14.83 | 18.16 | 20.03 | 19.19 |
| | 56.69% | 53.88% | 58.11% | 49.01% |
| 其中：固定资产（亿元） | 5.08 | 6.29 | 7.29 | 6.37 |
| 在建工程（亿元） | 2.98 | 3.44 | 3.92 | 4.22 |
| 长期应收款（亿元） | 0.86 | 2.12 | 1.76 | 1.91 |
| 商誉（亿元） | 3.06 | 3.04 | 3.06 | 3.06 |
| 其他非流动资产（亿元） | 1.45 | 1.40 | 1.44 | 1.33 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 0.54 | 0.69 | 0.83 | - |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 2.05 | 2.04 | 2.40 | - |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产规模有所扩张，2018 年末及 2019 年 3 月末资产总额分别为 34.47 亿元和 39.15 亿元，分别较上年末增长 2.28% 和 13.60%，其中非流动资产占比分别为 58.11% 和 49.01%，2019 年 3 月末随迪森转债所募集资金流入后，公司流动资产规模增加。

跟踪期内，该公司非流动资产仍主要由长期应收款、固定资产、在建工程和商誉构成。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期应收款分别为 1.76 亿元和 1.91 亿元，分别较上年末下降 17.22% 和增长 8.47%，主要为子公司广州瑞迪融资租赁有限公司的应收融资租赁款，随融资租赁业务规模呈现一定波动；同期末公司固定资产分别为 7.29 亿元和 6.37 亿元，分别较上年末增长 15.90% 和下降 12.67%，2018 年末增加主要系常州锅炉并表后，房屋建筑物及机器设备等资产增加，且公司 B 端运营业务项目由筹建期转入运营期，供能装置、管道设备等资产增加所致。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司在建工程分别为 3.92 亿元和 4.22 亿元，分别较上年末增长 13.95% 和 8.21%，主要为在建的供能装置，随工程进度期末余额有所增加。同期末，公司商誉均为 3.06 亿元，仍主要来自于世纪新能源的合并。此外，2018 年末，公司无形资产较上年末增长 107.63% 至 1.43 亿元，主要系常州锅炉并表后土地使用权增加，且为保证常州锅炉实现扩产，公司新购入土地资产所致。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 14.44 亿元和 19.96 亿元，仍主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末，公司货币资金分别为 4.63 亿元和 9.44 亿元，2019 年 3 月末较上年末增加 4.81 亿元主要系迪

森转债部分募集资金尚未使用所致。2018 年末公司受限资金为 0.14 亿元，主要为票据保证金和保函保证金。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应收账款分别为 3.51 亿元和 3.09 亿元，公司客户较为分散，应收账款对象众多。同期末，公司存货分别为 2.25 亿元和 2.06 亿元，分别较上年末下降 32.51% 和 8.48%，主要系 C 端煤改气业务减少，壁挂炉等备货相应减少所致，同期末存货中 C 端设备分别为 1.39 亿元和 1.30 亿元，占比分别为 61.55% 和 62.87%。此外，2019 年 3 月末，公司其他应收款较上年末增加 0.61 亿元至 0.93 亿元，主要系公司转让子公司股权⁴，应收股权转让款增加所致；其他流动资产较上年末增加 0.61 亿元，主要系理财产品投资增加所致。

该公司受限资产除受限货币资金以外，还存在部分受限的应收票据，以及因借款抵押和质押的固定资产、长期应收款和一年内到期的非流动资产。2018 年末，公司受限资产合计为 0.83 亿元，占期末资产总额的比重为 2.40%。

5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 第一季度末 |
|----------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动比率 (%) | 105.63 | 96.26 | 89.99 | 135.34 |
| 速动比率 (%) | 89.65 | 72.29 | 72.84 | 117.02 |
| 现金比率 (%) | 55.54 | 42.59 | 38.28 | 74.58 |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 89.99% 和 135.34%，速动比率分别为 72.84% 和 117.02%，2019 年第一季度随迪森转债募集资金流入，期末公司货币资金余额大幅增加，资产流动性有所好转。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无对外担保。

7. 集团本部财务质量

该公司主要通过下属核心子公司开展各类业务。2018 年，集团本部实现营业收入 2.48 亿元，同比减少 14.33%；同期末，集团本部资产总额较上年末增长 4.06% 至 20.60 亿元，股东权益为 10.28 亿元。集团本部资产主要集中于对下属子公司的长期股权投资及其他应收款，期末集团本部长长期股权投资为 10.60 亿元，较上年末增长 13.46%，主要增加对常州锅炉等子公司的股权投资。目前，集团本部各下属子公司运作情况较好，公司能获得稳定的投资收益，2018 年集团本部获得投资收益 1.11 亿元，同比增加 0.80 亿元。2018 年末，集团本部负债总额 10.32 亿元，较上年末小幅增长 2.51%；期末资产

⁴ 该公司子公司苏州迪森能源技术有限公司将其持有上海敏欣能源科技有限公司的股权全部转让，转让金额为 6075 万元。

负债率为 50.12%，较上年末小幅下降 0.76 个百分点。集团本部负债以流动负债为主，主要是短期借款和其他应付款；2018 年集团本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流净额分别为 0.62 亿元、-0.35 亿元和-0.93 亿元。2019 年第一季度，集团本部收到发行债券现金流入，同期筹资环节现金净流入量为 6.07 亿元。2019 年 3 月末，集团本部货币资金增加 6.19 亿元至 6.65 亿元，资产规模较上年末增长 34.20%至 27.65 亿元；同期末，负债规模较上年末增长 38.70%至 14.32 亿元。总体来看，集团总部债务仍以流动负债为主，有一定的即期偿债压力。

8. 本次债券特定条款

迪森转债为该公司 A 股股票的可转换公司债券。迪森转债的票面利率每年调整，即第一年为 0.40%、第二年为 0.60%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%。迪森转债转股期限自发行结束之日（2019 年 3 月 26 日）起满六个月后的第一个交易日（2019 年 9 月 27 日）起至本次可转债到期日（2025 年 3 月 20 日）止。迪森转债初始转股价格为 7.39 元/股，不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价。2019 年 5 月 27 日，转股价格调整至 7.19 元/股。

迪森转债持有人在转股期内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。

在迪森转债期满后五个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，以本次可转债票面面值上浮 10%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。

在迪森转债转股期内，如果该公司 A 股股票连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或迪森转债未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额为 16.90 亿元（含票据贴现、保函等额度），尚可使用的授信额度为 6.76 亿元，间接融资渠道尚为顺畅。

图表 20. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 已使用金额 | 附加条件/增信措施 |
|--------------------|-------|-------|-----------|
| 全部（亿元） | 16.90 | 10.14 | - |
| 其中：工农中建交五大商业银行（亿元） | 6.20 | 3.09 | - |

| 机构类别 | 综合授信 | 已使用金额 | 附加条件/增信措施 |
|------------------|-------|-------|-----------|
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 36.69 | 30.48 | - |

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司 B 端清洁能源运营业务受宏观环境影响导致收益有所下降；B 端工业锅炉装备业务受益于常州锅炉并表，业务量显著提升，但 2019 年第一季度由于 B 端装备基地搬迁，业绩同比下滑；C 端壁挂炉业务受煤改气推进放缓，销量大幅收缩。公司整体营业收入规模及盈利能力有所下滑。

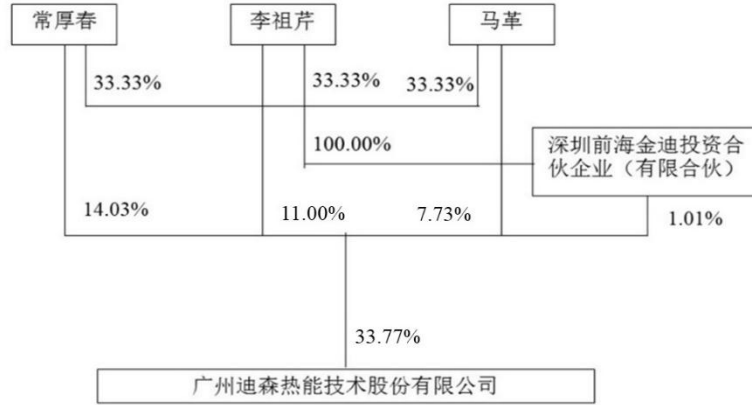
该公司创始股东常厚春先生、李祖芹先生和马革先生仍为公司控股股东及实际控制人；跟踪期内，公司在管理制度和部门设置等方面无重大变化。

跟踪期内，该公司刚性债务规模有所扩张，发行迪森转债后公司刚性债务结构稍有优化，但因流动性需求增加，短期银行借款规模持续扩张，公司仍面临一定的短期刚性债务偿付压力。公司主营业务资金回笼能力较强，能为债务偿付形成一定保障。

本评级机构将持续关注：（1）国内宏观经济形势的变化；（2）煤改气及以气定改的发展情况；（3）壁挂炉市场竞争情况；（4）天然气分布式能源外部市场环境；（5）迪森转债募集资金使用情况；（6）迪森转债转股情况；（7）该公司债务结构变化情况。

附录一：

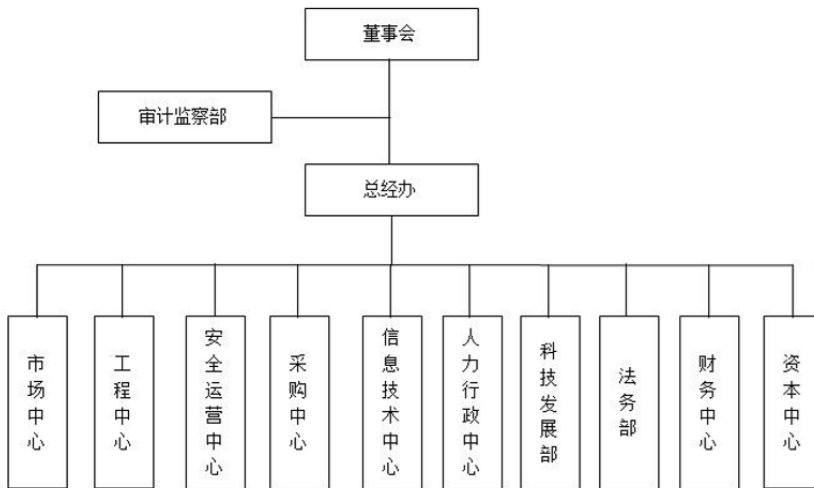
公司与实际控制人关系图



注：根据迪森股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据迪森股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司 持股比例 (%) | 主营业务 | 2018年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | 备注 |
|-----------------------|-------------|-------------|--------------------|---------------|--------------------|--------------|-------------|-------------|----------------|-------|
| | | | | | 资产总额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金 净流入量 | |
| 广州迪森热能技术股份有限公司 | 迪森股份 | 公司本部 | — | 母公司 | 20.60 | 10.28 | 2.48 | 0.91 | 0.62 | 母公司口径 |
| 广州迪森热能设备有限公司 | 迪森设备 | 核心子公司 | 100.00 | 工业锅炉生产、销售 | 3.20 | 1.07 | 2.09 | 0.19 | -0.38 | |
| 广州迪森家居环境技术有限公司 | 迪森家居 | 核心子公司 | 100.00 | 家用锅炉的生产、销售 | 7.93 | 3.89 | 7.53 | 1.29 | -0.36 | |
| 成都世纪新能源有限公司 | 世纪新能源 | 核心子公司 | 51.00 | 新能源开发、热电联产及经营 | 3.63 | 3.05 | 3.02 | 0.97 | 1.00 | |
| 广州瑞迪融资租赁有限公司 | 瑞迪租赁 | 核心子公司 | 63.00 | 融资租赁 | 2.98 | 1.93 | 0.23 | 0.07 | 0.50 | |
| 迪森(常州)锅炉有限公司 | 迪森锅炉 | 核心子公司 | 100.00 | 工业锅炉生产、销售 | 1.72 | 0.26 | 0.99 | -0.16 | -0.35 | |

注：根据迪森股份 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 26.16 | 33.70 | 34.47 | 39.15 |
| 货币资金 [亿元] | 5.45 | 4.85 | 4.63 | 9.44 |
| 刚性债务[亿元] | 3.67 | 7.01 | 8.25 | 13.07 |
| 所有者权益 [亿元] | 12.42 | 15.08 | 16.28 | 18.25 |
| 营业收入[亿元] | 10.61 | 19.21 | 17.76 | 2.69 |
| 净利润 [亿元] | 1.45 | 2.55 | 2.08 | 0.48 |
| EBITDA[亿元] | 2.32 | 4.02 | 3.55 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 2.34 | 2.34 | 2.05 | -0.25 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -5.16 | -4.40 | -1.18 | -0.85 |
| 资产负债率[%] | 52.54 | 55.24 | 52.78 | 53.38 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 338.21 | 215.20 | 197.33 | 139.68 |
| 流动比率[%] | 105.63 | 96.26 | 89.99 | 135.34 |
| 现金比率[%] | 55.54 | 42.59 | 38.28 | 65.56 |
| 利息保障倍数[倍] | 11.65 | 10.96 | 7.15 | — |
| 担保比率[%] | 1.61 | 0.40 | — | — |
| 营业周期[天] | 122.02 | 114.60 | 150.67 | — |
| 毛利率[%] | 35.56 | 33.73 | 31.37 | 30.71 |
| 营业利润率[%] | 14.13 | 16.60 | 14.50 | 20.18 |
| 总资产报酬率[%] | 7.17 | 11.08 | 8.53 | — |
| 净资产收益率[%] | 9.70 | 18.57 | 13.28 | — |
| 净资产收益率*[%] | 9.37 | 18.34 | 12.32 | — |
| 营业收入现金率[%] | 107.69 | 101.16 | 92.13 | 127.04 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 29.96 | 17.43 | 31.37 | 30.71 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -29.38 | -12.73 | 4.72 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 15.36 | 13.28 | 8.72 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.80 | 0.75 | 0.46 | — |

注：表中数据依据德勤森股份经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|---|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]) |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投 机 级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投 机 级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

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，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。