

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(2020)100220】

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/负面/AA/2020年6月15日

前次跟踪: 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	2017年	2018年	2019年	2020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	1.11	0.46	1.31	0.04
刚性债务	5.21	4.95	6.54	6.50
所有者权益	9.72	10.28	13.00	13.21
经营性现金净流入量	0.02	0.62	0.42	0.00
合并口径数据及指标:				
总资产	33.70	34.47	33.89	31.74
总负债	18.62	18.19	15.76	14.14
刚性债务	7.01	8.25	8.76	7.78
所有者权益	15.08	16.28	18.12	17.59
营业收入	19.21	17.76	14.61	1.60
净利润	2.55	2.08	1.29	-0.18
经营性现金净流入量	2.34	2.05	4.29	-0.64
EBITDA	4.02	3.55	2.87	—
资产负债率[%]	55.24	52.78	46.52	44.57
权益资本与刚性债务 比率[%]	215.20	197.33	206.95	226.19
流动比率[%]	96.26	89.99	152.01	158.42
现金比率[%]	42.59	38.28	61.02	28.97
利息保障倍数[倍]	10.96	7.15	3.34	—
净资产收益率[%]	18.57	13.28	7.51	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	17.43	12.73	33.68	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-12.73	4.72	20.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.28	8.72	4.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.75	0.46	0.34	—

注:根据迪森股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李育 liyu@shxsj.com

林巧云 lqy@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2019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新冠疫情短期冲击、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。

主要风险:

- **经营业绩持续下滑风险。**受宏观经济波动以及煤改气回归理性、环保政策趋严等影响,迪森股份经营业绩自2017年以来呈持续下滑趋势。
- **新冠疫情冲击风险。**2020年受新冠肺炎疫情影响,我国经济增速持续放缓。下游客户需求下降,订单减少,中短期内对公司业绩造成较大影响。
- **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。

- **壁挂炉行业竞争加剧风险。**受北方地区冬季清洁能源政策及南方消费升级影响，壁挂炉产品市场化程度快速提高，越来越多的市场主体进入该行业，市场竞争不断加剧。
- **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，燃气壁挂炉销量显著下降，使得迪森股份 C 端业务规模下降。
- **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

本评级机构给予公司主体信用等级为 AA，但是考虑到公司业绩持续下滑，壁挂炉销量下降明显；受疫情冲击，中短期经营承压等因素，决定调整评级展望为负面，认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 3 月 20 日发行，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	到期日
迪森转债	6.00	6.00	0.40	2019-03-20	2025-03-20

资料来源：Wind 资讯

截至 2020 年 3 月末，该公司已累计投入募集资金总额为 2.43 亿元，尚未使用的募集资金为 3.46 亿元。

图表 2. 公司募集资金投资情况（单位：亿元）

资金用途	募集资金 投资总额	截至 2020 年 3 月末 累计投入	剩余资金	项目预计完成日期
投资常州锅炉有限公司年产 20000 蒸吨清洁能源锅炉改扩建项目	2.70	0.57	2.13	2022 年 12 月 31 日
投资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	1.39	0.06	1.33	2022 年 12 月 31 日
偿还银行借款	1.80	1.80	—	—
合计	5.89	2.43	3.46	—

资料来源：迪森股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

A. 天然气分布式能源行业

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。

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已经进入快速增长阶段，主要分布在北京、天津、河北、山东、长三角、珠三角等大气污染防治重点区域和省级重点城市，特别是在工业园区、经济开发区等地区取得了快速发展。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%。同时，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。2018年我国天然气表观消费量2803亿立方米，同比增长17.5%，天然气消费进入“十三五”开局以来增速明显提升；2019年我国天然气表观消费量为3067亿立方米，同比增长9.4%。

供给端看，我国目前天然气资源主要有三个来源：国内自产、建设LNG接收进口气、通过天然气管道从其他国家进口。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，对外依存度较高（2018年约为45%），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》，建立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。2020年4月15日，国家发改委印发《关于加快天然气储备能力建设的实施意见》，提出加快解决储气基础设施建设，进一步提升储备能力。预计2020年天然气供应能力将达到3900亿立方米，供需形势将有所放松，为天然气分布式能源的发展提供较为充足的气源保障。

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

2018 年以来煤改气回归理性，政策推动放缓；行业产能过剩，产品同质化严重，市场竞争激烈。

燃气壁挂炉市场在中国已发展了近 20 年，目前在技术、工艺、配套、产品等方面日趋成熟，其作为一种灵活自由、舒适自主、节能环保的采暖方式得到终端消费者的普遍认可。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。

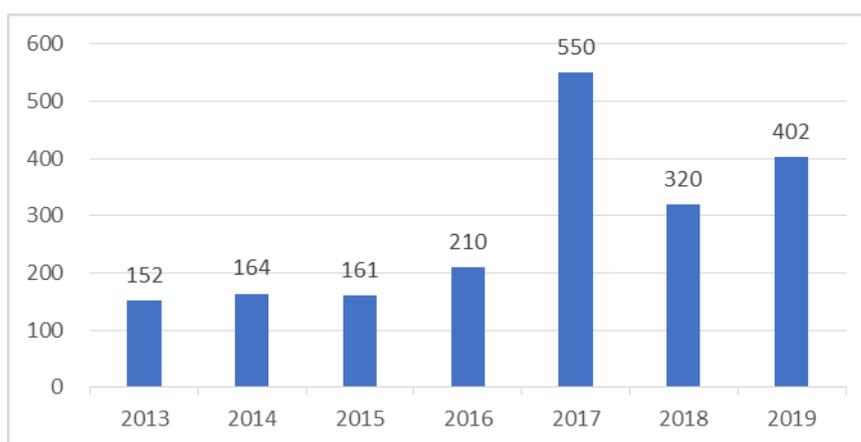
2017 年 12 月，国家发展改革委、能源局、财政部、环境保护部等 10 部门联合印发的《2017~2021 年北方地区冬季清洁取暖规划》（简称“规划”），指出截至 2016 年底，北方清洁取暖面积占总取暖面积 34%，总体发展缓慢；《2017~2021 年北方地区冬季清洁取暖规划》作为纲领性的指导政策，从完成时间、推进区域、清洁取暖比例都提出了明确要求，为国家煤改气（电）的有序、科学推进提供纲领性指导。规划提出到 2019 年北方清洁取暖面积占总取暖面积需提高到 50%，替代散烧煤 7400 万吨；到 2021 年北方清洁取暖面积占

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 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。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。但是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。

随着 2018 年煤改气推进回归理性，壁挂炉销量下降至 320 万台；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，壁挂炉库存约在 110~200 万台之间。2019 年，国内壁挂炉销售量有所反弹，增长至约 402 万台。虽然国内壁挂炉市场仍面临许多挑战，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；从长期来看，清洁能源改革是循序渐进的长期工作，是国家环保战略的重要组成，未来仍有望迎来持续增长。

图表 3. 近年来国内燃气壁挂炉销量情况（万台）



资料来源：Wind 资讯

2. 业务运营

跟踪期内，该公司 B 端运营业务受宏观环境影响，收益有所下降；B 端工业锅炉装备业务受搬迁后业务整合对生产的影响，业绩略有下滑；C 端壁挂炉

业务受煤改气推进放缓，销量下降明显。此外受疫情影响，2020年第一季度，公司各板块业务业绩均出现较大下滑。其中，B端运营项目受客户复工复产延迟出现不同程度的停滞，B端装备及C端产品与服务板块面临生产、营销活动延迟和下游需求下降，公司经营压力进一步加大。

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投资及运营（B端运营）、清洁能源应用装备（B端装备）以及智能舒适家居制造及服务（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”，现更名为迪森（常州）锅炉），目前子公司迪森设备已整体搬迁及转移至迪森（常州）锅炉，进一步扩充B端装备产能及业务规模。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
E2B -B端运营(清洁能源投资及运营) -B端装备(清洁能源应用装备)	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(智能舒适家居制造及服务)	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 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计		19.21	17.76	14.61
其中：核心业务营业收入	金额	18.77	17.35	14.27
	占比	97.75	97.74	97.67
其中：(1) B端运营	金额	8.01	7.53	6.25
	占比	41.71	42.41	42.81
(2) B端装备	金额	1.48	2.36	2.19
	占比	7.69	13.27	15.00
(3) C端产品与服务	金额	9.29	7.47	5.82
	占比	48.35	42.05	39.86

资料来源：迪森股份

2019年，该公司受到宏观经济波动、工业锅炉业务搬迁以及煤改气市场放缓影响，实现营业收入为14.61亿元，同比下降17.72%。三大类业务板块分布看，2019年B端运营、B端装备及C端产品与服务收入占比分别为42.81%、15.00%和39.86%，B端装备占比有所上升。

¹ 截至2019年末，迪森（常州）锅炉资产总额为2.47亿元，负债总额为2.14亿元；2019年常州锅炉实现营业收入1.58亿元，净利润0.06亿元。

2020 年第一季度，该公司营业收入为 1.60 亿元，较上年同期减少 1.10 亿元，同比下降 40.74%，主要受新型冠状病毒肺炎疫情的影响，公司 B 端运营项目因客户复工复产延迟出现不同程度的停滞，B 端装备及 C 端产品与服务业务板块生产、营销活动延迟以及下游需求下降，导致公司整体收入大幅下降。

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、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、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。跟踪期内，目前公司主要运营项目包括世纪新能源天然气分布式能源项目，主要为客户提供冷热电三联供服务；红塔项目，主要为红塔仁恒纸业提供供热（生物质能）服务；子公司武穴瑞华迪森新能源科技有限公司运营项目，主要为武穴工业园区提供热电联产集中供热服务。子公司湘潭聚森清洁能源供热有限公司运营项目，主要为湘潭天易示范区提供集中供热（生物质能）服务等。

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。2019 年，公司 B 端运营业务销售量同比减少 12.14% 至 601.99 万吉焦，主要受宏观环境增速放缓影响，部分老项目结束、新项目产能未完全释放，使得 B 端运营项目效益有所下降。2019 年，受公司资金储备及投资规划影响，公司无新增 B 端运营订单，上年新增 1 个。截至 2019 年末，公司处于施工期订单合计 17 个，同比减少 9 个；当年已完成投资金额 0.77 亿元，尚未完成投资金额 1.37 亿元。同期末，公司处于运营期订单合计 57 个，同比减少 5 个；2019 年共实现运营收入 6.25 亿元，同比下降 16.94%。2020 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 17 个，处于运营期订单 53 个，实现 B 端运营收入 1.12 亿元。

图表 6. 2019 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	0	0	5	0.34	40	2.23
BOO	0	0	12	1.03	17	4.01

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
合计	0	0	17	1.37	57	6.25

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，后续公司的锅炉制造与销售业务主要由迪森（常州）锅炉负责实施。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。2019 年，B 端装备业务的生产量同比下降 30.54%，主要是 2019 年第一季度公司处于业务搬迁后的整合期，生产活动受到一定影响所致；销售量同比小幅下降 4.22%；库存量较上年末下降 87.68%，主要是公司积极消化库存所致；B 端装备收入同比减少 7.02% 至 2.19 亿元。同期，B 端设备业务毛利率同比小幅下降 0.8 个百分点至 20.34%。2020 年第一季度，B 端装备销售量、生产量、库存量较 2019 年年末均有所下降，主要系新冠肺炎疫情疫情影响下，生产、营销活动延迟以及下游需求下降所致。目前公司已逐步恢复正常的生产经营。总体来看，目前 B 端装备业务收入规模的占比相对较小，2019 年为 15.00%。

图表 7. 近年来公司 B 端装备生产与销售情况（单位：台）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售量	808	663	635
生产量	804	740	514
库存量	61	138	17

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，煤改气推进逐步回归理性，该公司煤改气工程订单量同比减少，

燃气壁挂炉销量显著下降，主动压缩产量。2019年，公司生产壁挂炉 223525 台，同比下降 9.71%；同期销售壁挂炉 237771 台，同比下降 24.75%。2019 年 C 端产品与服务实现收入同比下降 22.02% 至 5.82 亿元，毛利率下降 5.49 个百分点至 28.07%。2020 年第一季度，受新冠疫情影响下生产、营销活动延迟以及下游需求下降，燃气壁挂炉业绩同比出现较大下滑。

图表 8. 近年来公司壁挂炉销售与生产情况（单位：台）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销售量	414023	315968	237771
生产量	515723	247565	223525
库存量	118030	49627	35381

资料来源：迪森股份

（2）盈利能力

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	19.21	17.76	14.61
毛利率（%）	33.73	31.37	28.81
其中：B 端运营（%）	30.58	29.95	30.51
B 端装备（%）	26.00	21.14	20.34
C 端产品与服务（%）	34.95	33.56	28.07
毛利（亿元）	6.48	5.57	4.21
其中：B 端运营（亿元）	2.45	2.26	1.91
B 端装备（亿元）	0.38	0.50	0.45
C 端产品与服务（亿元）	3.24	2.51	1.63
期间费用率（%）	15.07	16.05	20.28
其中：财务费用率（%）	1.50	1.99	3.92
全年利息支出总额（亿元）	0.30	0.41	0.61

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，受宏观经济波动及煤改气推进放缓影响，2019 年度该公司营业收入规模及盈利能力有所下滑。同期公司综合毛利率为 28.81%，同比下降 2.56 个百分点。分产品来看，公司 B 端运营近年来毛利率稳定在 30% 左右；B 端装备毛利率受行业特性影响同样较为稳定，维持在 20-25% 区间；C 端产品与服务毛利率有所下滑，主要系煤改气市场放缓导致产品售价下降，毛利率下滑 3 至 4 个百分点。总体来看，公司毛利规模有所下滑，尤其是 B 端运营和 C 端零售市场方面。2020 年年初，受新冠肺炎疫情的冲击影响，公司的营业收入及盈利能力同比大幅下滑。2020 年第一季度公司综合毛利率为 19.37%，同比下降 11.34 个百分点，主要系收入下滑叠加成本刚性所致。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 2.96 亿元和 0.49 亿元，分别同比增长 3.97 和减少 11.21%；期间费用率分别为 20.28% 和 30.60%，分别

同比上升 4.23 个百分点和 10.18 个百分点，2020 年第一季度上升较多主要系新冠疫情冲击下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，2019 年及 2020 年第一季度，公司销售费用分别为 1.19 亿元和 0.16 亿元，分别同比上升 10.02% 和下降 4.37%，2019 年度同比上升主要系部分 B 端运营项目已陆续开始投产，项目运营维护支出增加所致；同期公司管理费用分别为 0.87 亿元和 0.15 亿元，同比分别减少 5.97% 和 21.21%，2019 年度同比减少系管理机构和人员优化精简，薪酬等费用减少所致；同期公司财务费用分别同比增长 61.49% 和 14.56% 至 0.57 亿元和 0.12 亿元，2019 年同比大幅增长主要系发行可转债，计提账面债券利息所致。同期公司研发费用分别为 0.34 亿元和 0.06 亿元，同比分别减少 31.79% 和 32.82%，主要系部分研发项目结束，相应的各项研发支出减少所致。

2019 年该公司投资净收益为 0.28 亿元，占利润总额的 19.44%，主要来自子公司上海敏欣能源科技有限公司、联营企业安徽池州瑞恩能源有限公司的股权转让收益；2020 年第一季度投资收益 103.91 万元，同比下降 92.53%，主要系上年同期溢价转让子公司及联营企业股权的高基数效应所致。2019 年及 2020 年第一季度，公司其他收益分别为 0.32 亿元和 0.03 亿元，主要来自于政府补助。2019 年公司资产减值损失为 0.01 亿元，主要为呆滞品存货跌价损失和商誉减值损失；资产处置损失 0.26 亿元，主要系固定资产处置损失所致。此外，2019 年公司营业外支出 0.36 亿元，主要为非流动资产毁损报废损。

2019 年该公司实现净利润 1.29 亿元，同比下降 37.93%，受宏观经济及煤改气政策放缓影响，利润空间有所收窄。2020 年第一季度，该公司实现净利润-0.18 亿元，同比下降 137.19%，新冠肺炎疫情影响下三大业务收入规模均出现收缩，刚性成本效应凸显，利润盈转亏。

(3) 运营规划/经营战略

受宏观经济及行业政策影响，该公司完成现有在建项目后，计划未来以现有项目深耕为主，同时精选优质项目择机投资。目前，该公司主要在建项目仍为 B 端供能装置、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 10.32 亿元。截至 2020 年 3 月末，B 端供能装置和供气站合计已投资 4.05 亿元；常州锅炉年产 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，正根据各项目的建设进度推进，预计未来该公司将面临一定的资本性支出压力。此外，公司 2020 年新计划投资建设迪森孵化园项目，完成后主要通过租赁模式为引入的高层次人才项目提供配套设施、物业服务。项目建筑面积约 12 万平方米，项目建设期约 2 年，总投资额预计为 2.8 亿元，资金来源主要为自有资金及自筹资金。

图表 10. 截至 2020 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 2020 年 3 月末已投资金额	计划 2020 年 4 月至 2021 年共投资
B 端供能装置	47418.42	40502.43	6915.99
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	5749.33	27453.25
广州迪森家居环境技术有限公司舒适家居产业园区改造及转型升级项目	22587.51	582.59	22004.92
合计	103208.51	46834.35	56374.16

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，公司在组织架构和部门设置上进行了调整变动。

2019 年度，该公司完成了股权激励计划部分股票期权的注销。2019 年 6 月 17 日，公司注销股票期权共计 2,027,000 份。截至 2020 年 3 月末，公司股权激励计划已实施完毕。截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 362,921,899 股；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 32.75% 的股权，仍为公司的控股股东和实际控制人。同期末，三位股东质押股份均已解除。2020 年 4 月 22 日，该公司聘任戴小鹏先生为公司财务总监。公司产权状况详情见附件一。

图表 11. 截至 2020 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	0	0
李祖芹	39907935	11.00	0	0
马革	28040059	7.73	0	0

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 5 月 16 日，该公司 2018 年度股东大会审议通过了《关于完善修订〈公司章程〉部分条款的议案》，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。

跟踪期内，该公司于 2020 年 2 月对组织架构和部门设置进行了调整，最新组织架构情况详情见附件二。

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 2020 年 6 月 14 日，公司无违约欠息情况发生。

图表 12. 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	2020.6.14	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.14	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

2019 年末，该公司刚性债务规模略有增长，发行迪森转债后公司债务期限结构持续优化；同期公司偿还较大规模的短期银行借款，流动性压力有所缓解。2020 年第一季度刚性债务规模有所缩减，短期银行借款进一步减少，公司流动性压力进一步下降。

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 2019 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 2019 年 1 月 1 日起，执行财政部于 2019 年 4 月 30 日发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号），以及《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》《企业会计准则第 24 号——套期保值》和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》，并对 2018 年度财务报表的相关列报项目进行修订。

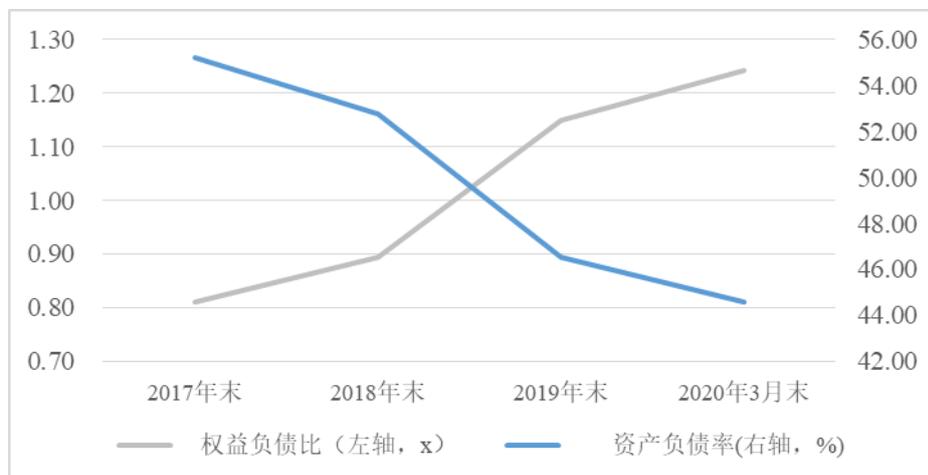
该公司编制 2020 年第一季度报告起，执行财政部 2017 年 7 月发布的《关于修订印发<企业会计准则第 14 号——收入>的通知（财会[2017]22 号）的规定，且不追溯调整 2019 年可比数。

截至 2019 年末，该公司合并范围内子公司共 45 家，较上年末减少 1 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

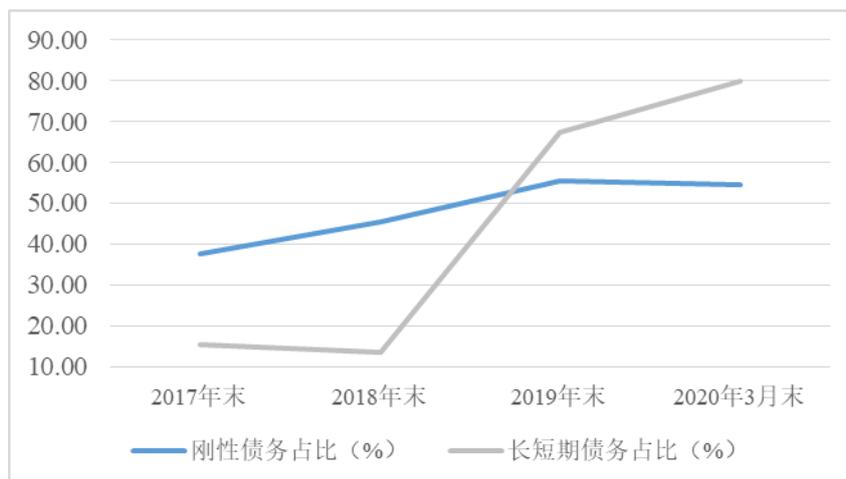
图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制。

跟踪期内，公司经营业务规模受到外部环境的影响收缩，负债规模及财务杠杆水平呈下行趋势。2019年末公司负债总额较上年末下降 13.33% 至 15.76 亿元，主要系偿还部分短期借款后，短期借款由上年期末的 6.72 亿元降至本期末的 2.31 亿元；资产负债率较上年末下降 6.26 个百分点至 46.52%。2020 年第一季度末负债总额较上年末减少 10.28% 至 14.14 亿元；资产负债率较上年末下降 1.95 个百分点至 44.57%，所有者权益较上年末略微减少 2.93% 至 17.59 亿元。

图表 14. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	7.01	8.25	8.76	7.78
应付账款 (亿元)	4.04	2.83	3.35	2.97

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
预收账款（亿元）	1.30	0.74	0.97	1.07
其他应付款（亿元） ²	3.93	4.14	1.17	-
刚性债务占比（%）	37.65	45.34	55.55	54.99
应付账款占比（%）	21.71	15.54	21.26	20.99
预收账款占比（%）	6.99	4.06	6.13	7.55
其他应付款占比（%）	21.13	22.75	7.42	-

资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制。

从债务期限来看，随着 2019 年 3 月迪森转债的发行，跟踪期内该公司债务结构持续优化，以非流动负债为主。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 67.34% 和 79.84%，分别较上年末上升 53.97 个百分点和 12.49 个百分点。

跟踪期内，该公司负债以刚性债务、应付账款和其他应付款为主，2019 年末占负债总额的比例分别为 55.55%、21.26% 和 7.42%。2019 年末，该公司刚性债务为 8.76 亿元，同比增长 6.18%，可转债发行后规模大幅扩张；应付账款 3.35 亿元，较上年末增长 18.56%，主要系工程、设备款增加；其他应付款大幅下降至 1.17 亿元，主要系支付迪森家居和世纪新能源的股权收购款。截至 2020 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末减少 11.19% 至 7.78 元，主要系归还部分短期借款；应付账款为 2.97 亿元，较上年末减少 11.41%，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。

（2）刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	5.73	7.32	3.27	2.36
其中：短期借款	4.60	6.72	2.31	1.52
一年内到期非流动负债	1.07	0.45	0.71	0.67
应付票据	0.02	0.11	0.25	0.17
其他短期刚性债务	0.04	0.04	-	-
中长期刚性债务合计	1.28	0.93	5.49	5.41
其中：长期借款	1.28	0.93	0.97	0.83
应付债券	-	-	4.52	4.59

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（加总数与合计数不一致系四舍五入造成）。

跟踪期内，该公司刚性债务仍主要以中长期刚性债务构成，且占比持续上升。2019 年末及 2020 年 3 月末，中长期刚性债务占比分别为 62.69% 和 69.60%，主要系 2019 年第一季度可转债的发行带来中长期刚性债务增加以及短期借款部分偿付所致。

² 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应付债券和长短期银行借款（包括一年内到期的长期借款）为主。2019 年末及 2020 年 3 月末，应付债券分别为 4.52 亿元和 4.59 亿元，占刚性债务的比重分别为 51.56% 和 58.95%，系 2019 年 3 月末发行迪森转债计入负债。跟踪期内公司偿还较大规模短期借款，同期末短期借款分别为 2.31 亿元和 1.52 亿元，以抵押借款为主，分别较上年末减少 65.64% 和 34.06%。同期末，公司长期借款分别为 0.97 亿元和 0.83 亿元，分别较上年末增长 5.34% 和减少 15.04%，长期借款规模相对较小，主要为质押、保证借款。

总的来看，跟踪期内 2019 年度该公司受可转债发行影响，刚性债务规模有所扩张，同时公司偿还较大规模的短期银行借款，债务期限结构优化。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	114.60	150.67	160.80	-
营业收入现金率（%）	101.16	92.13	110.00	121.58
业务现金收支净额（亿元）	3.12	2.44	5.33	-0.61
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.77	-0.39	-1.04	-0.03
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.34	2.05	4.29	-0.64
EBITDA（亿元）	4.02	3.55	2.87	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.75	0.46	0.34	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.28	8.72	4.75	-

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额是指剔除“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是指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，2019 年该公司销售商品、提供劳务收到的现金规模略微下降 1.76% 至 16.07 亿元。其中，公司主业现金回笼情况有所反弹，营业收入现金率同比上升 17.87 个百分点至 110.00%。同期，该公司购买商品、接受劳务支付的现金大幅减少 23.87% 至 8.12 亿元；支付其他与经营活动有关的现金同比增加 13.30% 至 1.57 亿元，主要系付现期间费用增加所致。2019 年，公司经营现金净流量大幅增长 109.32% 至 4.29 亿元，系三方面原因：其一，公司加强对应收账款的管理，销售回款及时；其二，公司积极采用票据背书形式支付供应商货款、积极消化库存等多种形式节约原材料采购的现金支出；其三，2017 年底煤改气订单高峰期时的供应商货款在 2018 年内支付，导致 2018 年采购商品、接受劳务支付的现金增幅较大，2019 年则逐步恢复至正常付款水平。

2020 年第一季度，该公司营业收入现金率为 121.58%，较年初继续上升 11.58 个百分点。同期受新型冠状病毒肺炎疫情冲击，销售回款受到一定影响，该公司销售商品、提供劳务收到的现金规模下降 43.29%至 1.94 亿元，叠加公司完成支付到期的供应商货款及职工薪酬等日常开支，2020 年一季度公司经营现金流量净额较去年同期大幅减少 0.40 亿元至-0.64 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。2019 年公司 EBITDA 为 2.87 亿元，同比下降 18.92%，主要系利润总额同比下降 43.35%至 1.42 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，2019 年分别同比下降至 0.34 倍和 4.75 倍。

(2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.50	0.42	0.48	0.03
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	-3.08	-1.74	-1.01	-0.13
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.18	0.13	-0.22	-1.70
投资环节产生的现金流量净额	-4.40	-1.18	-0.75	-1.80

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，随着筹建期的运营项目工程进度付款高峰逐步回落，对工程项目的资本性支出规模有所收缩，2019 年及 2020 年第一季度，该公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 1.04 亿元和 0.13 亿元，分别同比下降 48.25%和 62.08%。2019 年公司投资支付的现金同比减少 59.76%，主要系对外股权投资和增资活动同比减少。此外，其他因素对投资环节现金流量影响转正为负，主要系购买理财产品支出。同期公司受融资租赁业务投资等活动同比减少影响，投资活动现金流入较上年同期下降 35.05%。在上述因素影响下，2019 年投资活动产生的现金流量净额比上年同期少支出 0.43 亿元，同比上升 36.18%至-0.75 亿元。2020 年第一季度，投资活动产生的现金流量净额同比减少 0.95 亿元，下降 110.97%至-1.80 亿元，主要系购买的保本型理财未到期所致。

(3) 筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
取得借款收到的现金	7.32	8.80	9.64	3.29

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
偿还债务支付的现金	4.01	8.09	7.78	3.99
筹资环节产生的现金流量净额	1.47	-1.19	-2.78	-1.17

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行借款满足其融资需求。2019年公司取得借款收到现金9.64亿元，同比上升9.52%；偿还债务支付现金略微减少3.81%至7.78亿元，同期筹资环节现金流继续呈净流出，为2.78亿元，同比下降132.64%，主要系跟踪期内支付最后一期迪森家居和世纪新能源的股权并购款所致。2020年第一季度，公司取得银行借款3.29亿元，同期偿还债务支付现金3.99亿元，较上年同期1.21亿元有较大的增长，主要系优化负债结构，归还部分银行借款。此外，叠加上年同期收到可转债募集资金，筹资活动产生的现金流量净额同比减少7.10亿元，下降119.66%。

4. 资产质量

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	15.54	14.44	14.32	12.46
	46.12%	41.89%	42.25%	39.26%
其中：货币资金（亿元）	4.85	4.63	5.51	1.81
应收款项（亿元）	3.01	3.51	3.82	3.80
存货（亿元）	3.34	2.25	1.86	2.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	18.16	20.03	19.57	19.28
	53.88%	58.11%	57.75%	60.74%
其中：固定资产（亿元）	6.29	7.29	8.79	8.59
在建工程（亿元）	3.44	3.92	1.50	1.54
长期应收款（亿元）	2.12	1.76	1.51	1.33
商誉（亿元）	3.04	3.06	3.05	3.05
其他非流动资产（亿元）	1.40	1.44	0.85	0.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.69	0.83	1.48	-
受限资产账面余额/总资产（%）	2.04	2.40	4.37	-

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收缩，2019年末及2020年3月末资产总额分别为33.89亿元和31.74亿元，分别较上年末减少1.67%和6.35%，其中非流动资产占比分别为57.75%和60.74%，2020年3月末由于归还部分银行借款带来货币资金大幅减少，公司流动资产规模和占比较上年末有所下降。

跟踪期内，该公司非流动资产主要由长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程和商誉构成。2019年末及2020年3月末，公司长期应收款分别为1.51亿元和1.33亿元，分别较上年末下降13.97%和11.84%，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，主要客户包括为河北朗天新能源科技有限公司、安徽池州瑞恩能源有限公司和将乐县积善节能科技有限公司等，同时近年来该公司融资租赁业务持续收缩；同期末公司固定资产分别为 8.79 亿元和 8.59 亿元，分别较上年末增长 20.53% 和下降 2.21%，2019 年末增加主要系 B 端运营项目投产，资产由在建工程转入固定资产，供能装置、机器设备等资产增加所致。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司在建工程分别为 1.50 亿元和 1.54 亿元，分别较上年末减少 61.65% 和增加 2.27%，2019 年末减少主要系筹建期运营项目转入运营期，在建工程结转至固定资产。同期末，公司商誉均为 3.05 亿元，仍主要来自于世纪新能源³的合并。此外，2019 年末，公司无形资产较上年末减少 10.20% 至 1.28 亿元，主要系出租的土地由无形资产结转至投资性房地产；投资性房地产同比大幅增长，主要系孵化园项目的土地和房屋出租所致。

2019 年末，该公司流动资产为 14.32 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成；2020 年 3 月末流动资产减少 12.98% 至 12.46 亿元，且由于公司购买保本理财产品，流动资产结构有所转变，主要由应收账款、其他流动资产和存货构成。2019 年末，公司货币资金为 5.51 亿元，同比增长 18.99%，主要系可转债资金到账及经营性现金流改善所致；2020 年 3 月末货币资金较上年末减少 67.12% 至 1.81 亿元，主要系购买保本型理财产品以及通过归还部分银行借款，优化公司负债结构所致。2019 年末公司受限资金为 0.25 亿元，主要为票据保证金和保函保证金。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司应收账款分别为 3.58 亿元和 3.33 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 1.86 亿元和 2.01 亿元，分别较上年末下降 17.23%、上升 8.01%，2019 年末存货下降主要是收入规模下降及库存消化，C 端煤改气业务减少，壁挂炉等备货相应减少所致。此外，2020 年 3 月末，公司其他流动资产较上年末增加 1.71 亿元至 2.83 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，以及因借款抵押质押的固定资产、无形资产、长期应收款和一年内到期的非流动资产。2019 年末，公司受限资产合计为 1.48 亿元，占期末资产总额的比重为 4.37%。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
流动比率 (%)	96.26	89.99	152.01	158.42

³ 迪森股份于 2016 年 6 月收购世纪新能源 51% 股权，作价 3.67 亿元。截至 2019 年末，世纪新能源总资产为 4.12 亿元，净资产为 3.50 亿元；2019 年实现营业收入 2.97 亿元，净利润 0.89 亿元。2016 至 2018 年归属母公司净利润分别为 0.71 亿元、0.87 亿元和 0.97 亿元，均完成对应各年度业绩承诺 0.62 亿元、0.67 亿元和 0.75 亿元。

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度末
速动比率 (%)	72.29	72.84	128.88	128.33
现金比率 (%)	42.59	38.28	61.02	28.97

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 152.01% 和 158.42%，速动比率分别为 128.88% 和 128.33%，同比均大幅增长。同期末现金比率分别为 61.02% 和 28.97%，2019 年现金比率同比上升 22.74 个百分点，2020 年第一季度末现金比率大幅下降系购买定期保本理财产品。跟踪期内可转债募集资金到位以及经营性现金流改善，得以逐步归还到期的银行短期贷款以及子公司股权并购款，使流动负债规模明显下，资产流动性有所好转。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司无对外担保。

7. 母公司财务质量

该公司主要通过下属核心子公司开展各类业务。2019 年，迪森股份母公司（下称“母公司”）实现营业收入 1.63 亿元，同比减少 34.36%；同期末，母公司资产总额较上年末减少 0.09% 至 20.58 亿元，股东权益为 13.00 亿元。母公司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，期末长期股权投资为 10.66 亿元，较上年末增长 0.86%，主要增加对企业广州市铭汉科技、大湾国创等联营、合营公司的股权投资。目前，母公司各下属子公司运作情况较好，公司能获得稳定的投资收益，2019 年母公司获得投资收益 2.27 亿元，同比增加 1.17 亿元。2019 年末，负债总额 7.58 亿元，较上年末大幅减少 26.55%；期末资产负债率为 36.84%，较上年末大幅下降 13.28 个百分点。母公司负债以非流动负债为主，主要是应付债券；2019 年经营活动、投资活动及筹资活动现金流净额分别为 0.42 亿元、1.20 亿元和 -0.77 亿元。2019 年第一季度，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。2020 年 3 月末，母公司货币资金由年初 1.31 亿元减少至 0.04 亿元，其他流动资产增加 1.32 亿元至 1.83 亿元，系用货币资金购买理财产品所致，资产规模较上年末略增 2.24% 至 21.04 亿元；同期末，负债规模较上年末增长 3.28% 至 7.83 亿元。总体来看，母公司债务以非流动负债为主，即期偿债压力较轻。

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2020年3月末,该公司从各大金融机构获得的授信总额为11.61亿元(含票据贴现、保函等额度),已使用6.00亿元,尚可使用的授信额度为5.60亿元,间接融资渠道尚为顺畅。

图表 21. 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)	11.61	6.00	-
其中:工农中建交五大商业银行(亿元)	7.81	4.54	-
其中:大型国有金融机构占比(%)	67.26	75.67	-

资料来源:根据迪森股份所提供数据整理(截至2020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、新老项目交接转型阵痛,收益有所下降;B端工业锅炉装备业务搬迁至常州后,业务整合期影响生产、产生各类费用,业绩有所下滑;C端壁挂炉业务受煤改气推进放缓,销量显著下降。公司2019年整体营业收入规模及盈利能力有所下滑。2020年一季度,新冠肺炎疫情影响下,公司B端运营项目因客户复工复产延迟出现不同程度的停滞,B端装备及C端产品与服务的生产、营销活动延迟以及下游需求下降,整体业绩短期大幅下滑。

跟踪期内,公司在管理制度无重大变化,在组织架构上进行了调整优化。

2019年该公司刚性债务规模有所扩张,主要系发行迪森转债;叠加短期

借款偿还后规模大幅减少，公司在转债发行后刚性债务结构有所优化，短期流动性压力有所缓解。此外公司主营业务资金回笼能力较强，经营性现金流大幅增长，能为债务偿付形成一定保障。2020年第一季度刚性债务规模有所缩减，短期银行借款进一步减少，公司流动性进一步改善。

本评级机构决定将迪森股份的主体信用等级由AA/稳定调整为AA/负面；维持“迪森转债”AA债项等级。上述决定主要基于以下几点考虑：

1、受宏观经济波动以及煤改气回归理性、环保政策趋严等影响，迪森股份经营业绩自2017年以来呈持续下滑趋势，2017-2019年，公司营业收入分别为19.21亿元、17.76亿元和14.61亿元，净利润分别为2.55亿元、2.08亿元和1.29亿元。

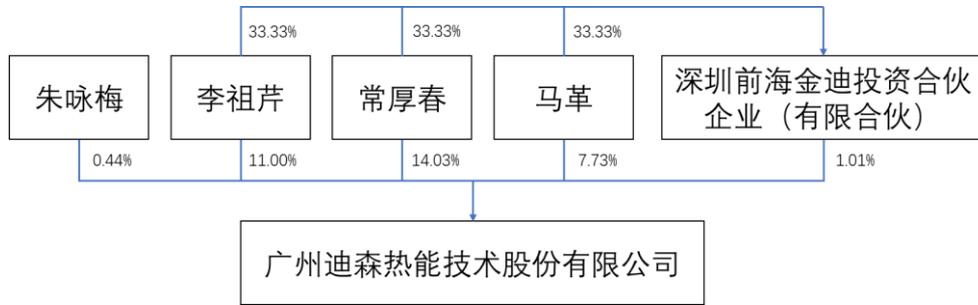
2、受“以气定改”政策因素影响，北方地区煤改气推进速度有所放缓，燃气壁挂炉销量下降明显，2017-2019年，公司壁挂炉销量分别为41.40万台、31.60万台和23.78万台。

3、受新冠肺炎疫情影响，公司各业务板块生产、营销活动延迟以及下游需求下降，2020年第一季度公司营业收入为1.60亿元，同比下降40.74%，亏损0.18亿元，中短期内对公司业绩造成较大影响。

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：

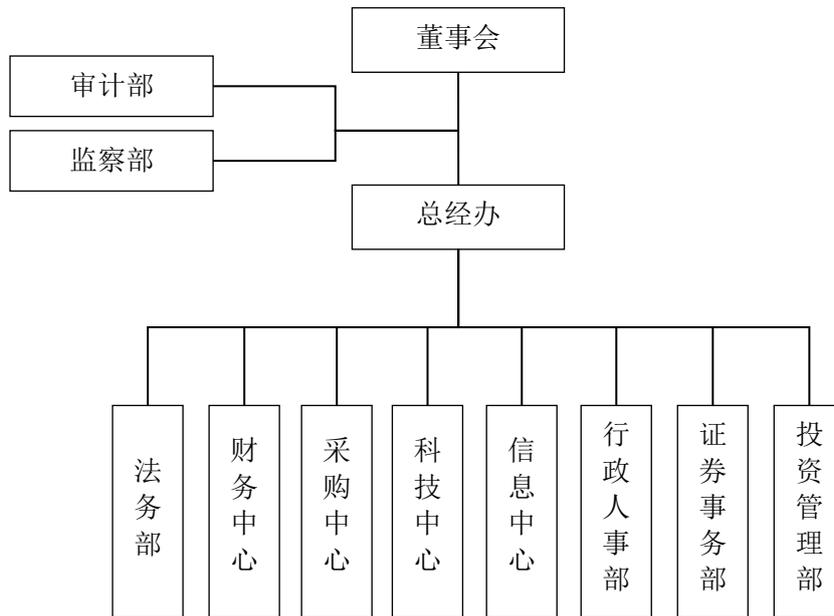
公司与实际控制人关系图



注：根据迪森股份提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	20.58	13.00	1.63	1.74	0.42	母公司口径
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	6.79	2.92	5.96	0.70	2.15	
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	4.12	3.50	2.97	0.89	0.90	
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	2.47	0.32	1.58	0.06	0.12	

注：根据迪森股份 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	33.70	34.47	33.89	31.74
货币资金 [亿元]	4.85	4.63	5.51	1.81
刚性债务[亿元]	7.01	8.25	8.76	7.78
所有者权益 [亿元]	15.08	16.28	18.12	17.59
营业收入[亿元]	19.21	17.76	14.61	1.60
净利润 [亿元]	2.55	2.08	1.29	-0.18
EBITDA[亿元]	4.02	3.55	2.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.34	2.05	4.29	-0.64
投资性现金净流入量[亿元]	-4.40	-1.18	-0.75	-1.80
资产负债率[%]	55.24	52.78	46.52	44.57
权益资本与刚性债务比率[%]	215.20	197.33	206.95	226.19
流动比率[%]	96.26	89.99	152.01	158.42
现金比率[%]	42.59	38.28	61.02	28.97
利息保障倍数[倍]	10.96	7.15	3.34	—
担保比率[%]	0.40	—	—	—
营业周期[天]	114.60	150.67	160.80	—
毛利率[%]	33.73	31.37	28.81	19.37
营业利润率[%]	16.60	14.50	10.53	-8.67
总资产报酬率[%]	11.08	8.53	5.92	—
净资产收益率[%]	18.57	13.28	7.51	—
净资产收益率*[%]	18.34	12.32	5.67	—
营业收入现金率[%]	101.16	92.13	110.00	121.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.43	12.73	33.68	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.73	4.72	20.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.28	8.72	4.75	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.75	0.46	0.34	—

注：表中数据依据迪森股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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。