

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(2021)100345】

**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/2021年6月25日

**前次跟踪:** AA/负面/AA/2020年6月15日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2018年6月4日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	0.46	1.31	1.43	1.00
刚性债务	4.95	6.54	5.74	5.65
所有者权益	10.28	13.00	12.33	12.82
经营性现金净流入量	0.62	0.42	1.10	0.40
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	34.47	33.89	33.12	31.29
总负债	18.19	15.76	15.20	13.73
刚性债务	8.25	8.76	7.70	7.20
所有者权益	16.28	18.12	17.92	17.56
营业收入	17.76	14.61	15.63	3.10
净利润	2.08	1.29	0.44	0.11
经营性现金净流入量	2.05	4.29	3.10	-0.43
EBITDA	3.55	2.87	2.27	—
资产负债率[%]	52.78	46.52	45.89	43.89
权益资本与刚性债务 比率[%]	197.33	206.95	232.63	244.02
流动比率[%]	89.99	152.01	154.27	162.55
现金比率[%]	38.28	61.02	62.48	54.35
利息保障倍数[倍]	7.15	3.34	2.66	—
净资产收益率[%]	13.28	7.51	2.44	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	12.73	33.68	32.32	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	4.72	20.82	17.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.72	4.75	4.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.34	0.28	—

注:根据迪森股份经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

喻俐萍 ylp@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2020年以来迪森股份在行业发展和品牌优势等方面持续优势,同时也反映了公司在市场竞争、原材料价格波动、盈利下降、管理能力、商誉减值及转股缓慢等方面面临的风险。

#### 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,以及碳达峰、碳中和等概念提出,国内天然气改革步伐加快、加之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、“小松鼠”家用燃气壁挂炉及“劳力特”新风机等知名品牌,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:

- **壁挂炉行业竞争激烈。**壁挂炉行业准入门槛相对较低,行业内经营主体众多,产品同质化较严重,迪森股份面临的市场竞争较为激烈。
- **原材料价格波动风险。**迪森股份业务经营成本中原材料成本占比较高,且原材料主要为天然气、清洁煤、钢材、铜材和铝材等大宗商品,其价格波动极易受市场环境的影响。2021年以来,大宗商品价格大幅上涨,公司盈利进一步承压。
- **盈利持续下滑。**近年来,受煤改气回归理性、环保政策趋严等因素影响,迪森股份C端壁挂炉销量下降;加之受2020年新冠疫情冲击,B端运营业务回款不佳,固定资产减值及资产处置损失,盈利持续下滑。

- **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；加之 2020 年以来公司财务总监、证券事务代表、董事会秘书与独立董事等均发生变动，对公司管理决策等方面提出较高挑战。
- **商誉减值风险。**迪森股份于 2016 年以较高溢价收购世纪新能源，产生商誉 2.99 亿元，2018 年以来世纪新能源盈利逐年下滑，存在一定的商誉减值风险。
- **转股风险。**2018 年煤改气放缓后，迪森股份股价下降幅度较大，本期债券发行至今仅转股 0.73 亿元，最新修正转股价格 6.89 元/股仍高于公司当前股价，未来转股不确定性较高。
- **募投项目延期风险。**跟踪期内，受疫情影响，迪森股份可转换公司债券募投项目延期，形成一定资金沉淀，需持续关注项目投运安排及效益释放水平。

#### ➤ 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，本评级机构考虑到公司面临竞争激烈、盈利持续下滑、募投项目延期、管理人员变动频繁以及可能面临的商誉减值、转股不确定性风险等因素，决定调整公司主体信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给与本期债券 AA<sup>-</sup>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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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	5.29	1.00%	2019-03-20	2025-03-20

资料来源：Wind 资讯

根据该公司 2021 年 3 月公告，董事会审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，在保证本期债券募集资金投资项目正常进行的前提下，可使用不超过 1.80 亿元的限制募集资金暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月。截至当月末，公司已累计使用闲置募集资金补充流动资金合计 1.50 亿元，累计投入募集资金总额为 2.75 亿元。

根据该公司 2021 年 4 月公告，董事会及监事会审议通过了《关于可转换公司债券募集资金投资项目延期的议案》：同意将可转换公司债券募集资金承诺投资项目“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”与“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”的建设期限由原计划完成时间 2022 年 12 月 31 日延期至 2023 年 12 月 31 日。关注募投项目延期对公司经营、财务影响情况。

**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 2021 年 3 月末 累计投入	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	0.87	2023 年 12 月 31 日

资金用途	募集资金 投资总额	截至 2021 年 3 月末 累计投入	项目预计完成日期
投资广州迪森家居环境技术有限公司舒适家居产业园改造及转型升级项目	1.39	0.08	2023 年 12 月 31 日
偿还银行借款	1.80	1.80	—
<b>合计</b>	<b>5.89</b>	<b>2.75</b>	—

资料来源：迪森股份

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸

易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## **(2) 行业因素**

### **A. 天然气分布式能源及生物质能源行业**

该公司 B 端运营业务主要系以工业锅炉、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，为工业机构与商业综合体等用户提供热、冷、电等多种清洁能源产品与服务，因此该业务受天然气分布式能源及生物质能源行业影响较大。跟踪期内，随着环保政策不断推进，我国清洁能源发展步伐加快，推动天然气分布式能源及生物质能源进入快速发展期。

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。根据相关规划，到2020年底，全国将建成天然气分布式能源项目147个，装机容量将达到1654万千瓦（目前公开信息中暂无2020年已建成项目数据）。

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”。分布式能源设备中，燃气轮机、余热锅炉、余热吸收式空调机组为关键设备，其中大型燃气轮机、余热锅炉基本国产化，中小型及微型燃机进口取代空间广阔。国产化率的提高为国内设备市场容量提供了保障。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规模保持连续增长势头，增速有所放缓。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。2019年我国天然气表观消费量3064亿立方米，同比增长8.6%，在一次能源消费结构中占比达8.1%，同比上升0.3个百分点；2020年我国天然气表观消费量增至3259.1亿立方米，同比增长6.37%，在一次能源消费结构中占比同比上升0.4个百分点至8.5%。从消费结构看，城市燃气和工业用气仍是天然气消费的主力，分别约占其消费量的37%和35%。

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（2020年约为43%），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。2020年国内天然气产量为1925亿立方米，连续四年增产超过100亿立方米，天然气供应能力进一步增强，为天然气分布式能源的发展提供较为充足的气源保障。

生物质能是重要的可再生能源，是仅次于煤炭、石油和天然气而位居世界能源消费总量第四位的能源类型，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。

近年来，我国生物质能发电进入产能扩张时期，生物质能发电装机由2014年的950万千瓦迅速上升至2020年的2952万千瓦。根据头豹研究院，预计中国生物质能发电行业还将保持稳定的发展增速，到2023年，中国生物质发电累计装机容量有望达到3106.6万千瓦。但现阶段，中国生物质能发电行业仍存在发电成本较高、垃圾处理技术不完善、产业缺乏统筹规划等问题，还需进一步改善产业布局，降低发电成本，提高发电效率，以形成可与传统化石能源竞争的优势。

政策方面，2020年9月，发改委、财政部、能源局发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》的通知，对生物质发电项目运营的总体要求，新增项目补贴申报条件、工作程序、纳入规则及未来生物质发电政策方向作出引导。2021年“两会”期间，“碳达峰<sup>1</sup>”与“碳中和<sup>2</sup>”首次被写入政府工作报告，并且作为我国“十四五”污染防治攻坚战的重要目标，首次写入经济和社会发展的五年规划。生物质能是可再生能源当中唯一的绿色零碳燃料，配合BECCS（生物能源与碳捕获和储存）技术，生物质能将创造负碳排放。“碳中和”目标的提出，将为生物质能产业带来发展机遇，未来生物质能将走一条“农业-环境-能源-农业”绿色低碳循环可持续发展的高质量发展之路。

## B. 燃气壁挂炉行业

该公司装备业务以智能舒适家居装备为主，具体产品又以燃气壁挂炉为主。随着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。但受益于环保政策推进，未来壁挂炉销量仍有望保持一定增长。

燃气壁挂炉市场在我国已发展了近20年，目前在技术、工艺、配套、产

<sup>1</sup> 碳达峰是指我国承诺2030年前，二氧化碳的排放不再增长，达到峰值之后逐步降低。

<sup>2</sup> 碳中和是指企业、团体或个人测算在一定时间内直接或间接产生的温室气体排放总量，然后通过植物造树造林、节能减排等形式，抵消自身产生的二氧化碳排放量，实现二氧化碳“零排放”。



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，目前行业内经营主体众多，许多企业仅以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。

**图表 3. 核心样本企业基本数据概览（2020 年（末），单位：亿元、%）**

核心样本企业	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	毛利率	经营性现金净流量
宁波热电（600982.SH）	71.02	43.96	44.11	2.82	9.10	3.64
水发燃气（603318.SH）	30.33	52.71	11.33	0.31	10.95	1.77
天壕环境（300332.SZ）	84.86	57.02	16.94	0.54	26.73	2.44
杭锅股份（002534.SZ）	104.09	64.20	53.56	6.14	23.34	64.20
双良节能（600481.SH）	41.09	46.16	20.72	1.36	29.49	3.34
宝成股份（831372.NQ）	5.99	98.72	1.91	-0.68	16.44	-0.02
华光股份（600475.SH）	166.27	52.84	76.42	6.38	16.75	8.93
万和电气（002543.SZ）	78.05	47.85	62.70	6.12	28.81	12.07
<b>迪森股份（300335.SZ）</b>	<b>33.12</b>	<b>45.89</b>	<b>15.63</b>	<b>0.44</b>	<b>24.42</b>	<b>3.10</b>

资料来源：Wind 资评、公开资料，新世纪评级整理

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 4000-5000 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

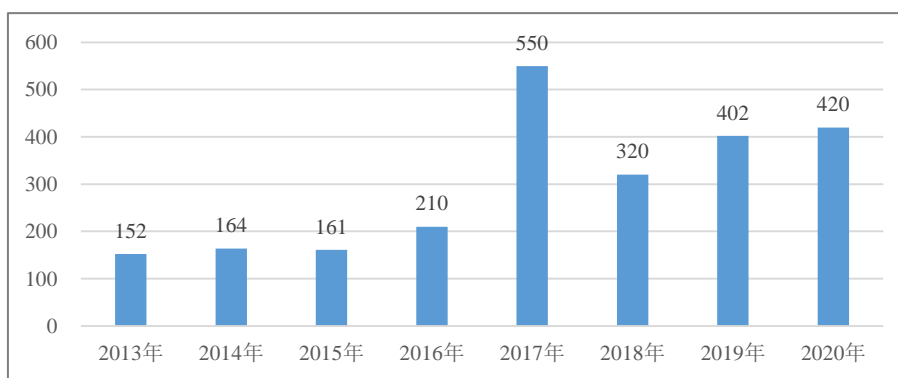
年能源工作指导意见》中指出，2018 年以京津冀及周边地区、长三角、珠三角、东北地区为重点，按照统筹规划、循序渐进、量力而为、以气定改的原则推进“煤改气”工程，稳步推进天然气车船发展和加气（注）站建设。

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 年起，国内壁挂炉销售量有所反弹，增长至约 402 万台，2020 年进一步增长至 420 万台。

2021 年 3 月，财政部、住房和城乡建设部、生态环境部及国家能源局综合司联合印发《关于组织申报北方地区冬季清洁取暖项目的通知》，明确除已纳入中央财政冬季清洁取暖试点的 43 个城市，其他冬季实行清洁取暖且有改造需求的北方地区地级以上城市均可申请纳入支持范围，每省（市、区）限报 3 个城市。补贴标准：省会城市 7 亿元、一般地级市 3 亿元，连续支持 3 年。支持改造内容包括：“煤改气”、“煤改电”，以及地热能、生物质能、太阳能、工业余热、清洁燃煤集中供暖（满足超低排放标准）等多种方式清洁取暖改造。该政策补贴也能在一定程度上推进壁挂炉市场发展。

综上，虽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，未来仍有望迎来一定增长。

**图表 4. 近年来国内燃气壁挂炉销量情况（单位：万台）**



资料来源：Wind 资讯

## 2. 业务运营

2020 年，在新冠疫情冲击背景下，该公司积极把握 C 端产品与服务市场，使得当年营收规模同比有所增长，但整体业务毛利率下降，加之受部分客户经营不善造成了非经营性损失，盈利持续下滑。2021 年以来，公司业务逐渐恢复常态化经营，但受大宗商品价格上涨因素影响，当年一季度盈利承压。

跟踪期内，该公司业务仍主要布局在工业端、商业端和家庭消费终端，分别包括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。其中，B 端运营业

务无新增投资项目，主要系维持对原有项目稳步经营。B 端装备业务方面，公司于 2018 年收购常州锅炉有限公司（于 2018 年 8 月更名为迪森（常州）锅炉有限公司，简称“迪森锅炉”），并将子公司广州迪森热能设备有限公司（简称“迪森设备”）整体搬迁及转移至迪森锅炉，使得 B 端装备产能及业务规模得到进一步扩充，但 2019-2020 年先后受到搬迁及疫情影响，B 端装备业务发展持续承压。受益于精装修政策的深入、煤改气市场稳步发展以及零售渠道不断拓展，在疫情重创背景下，2020 年 C 端产品与服务业务收入同比有所增长。此外，跟踪期内公司积极研发 C 端细分辐射空调业务，未来有望成为公司营收新增长点。

**图表 5. 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 -B 端装备	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	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 6. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）**

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计		17.76	14.61	15.63	3.10	1.60
其中：核心业务营业收入	金额	17.35	14.27	15.46	3.09	1.57
	占比	97.74	97.67	98.93	99.44	98.44
	毛利率	30.31	27.95	24.02	20.03	18.51
其中：(1) B 端运营	金额	7.53	6.25	6.31	1.84	1.12
	占比	42.41	42.81	40.38	59.32	70.33
	毛利率	29.95	30.51	22.66	20.21	18.56
(2) B 端装备	金额	2.36	2.19	2.18	0.43	0.19
	占比	13.27	15.00	13.95	13.97	11.63
	毛利率	21.14	20.34	18.10	13.70	12.86
(3) C 端产品与服务	金额	7.47	5.82	6.97	0.81	0.26
	占比	42.05	39.86	44.60	26.15	16.48
	毛利率	33.56	28.07	27.10	22.99	22.29

资料来源：迪森股份

受益于 C 端产品与服务业务较好发展，2020 年该公司营业收入同比增长 6.96%至 15.63 亿元，B 端运营、B 端装备及 C 端产品与服务收入占比分别为 40.38%、13.95%和 44.60%，C 端产品与服务业务成为公司最重要业务收入来源。2021 年第一季度，营业收入同比增长 94.34%至 3.10 亿元，增幅较大，一方面原因系上年疫情短期冲击较大，另一方面原因系当期 B 端运营产能逐步释放及 C 端产品与服务市场扩大。

### A. B 端运营

该公司 B 端运营业务仍主要系以工业锅炉、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方案，为工业机构与商业综合体等用户提供热、冷、电等多种清洁能源产品与服务，由多家子公司负责。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。B 端运营项目已覆盖造纸包装、食品饮料、制药、化工、五金等 20 多个行业。

跟踪期内，受资金储备及投资规划影响，该公司无新增 B 端运营订单。截至 2020 年末，公司处于施工期订单 1 个；处于运营期的订单数较上年末下降 13 个至 44 个，其中 27 个已经协商于运营周期结束后以一定价格转让至被服务方 [BOT (“建设-经营-转让”)]。B 端运营项目仍主要包括红塔项目：主要为红塔仁恒纸业提供供热（生物质能）服务；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；子公司武穴瑞华迪森新能源科技有限公司（简称“武穴瑞华”）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（简称“湘潭聚森”）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。

2020 年，受益于单价相对较高的武穴瑞华与湘潭聚森产能逐步释放，以及保有量协议贡献，该公司 B 端运营业务收入同比微幅增长 0.88% 至 6.31 亿元，但因执行新收入准则影响，部分运营维护费由销售费用划归为营业成本，加之新投产项目折旧摊销费用与后勤支持成本等支出的增加，致使该业务当年毛利率同比下降 7.85 个百分点至 22.66%。2021 年第一季度，公司亦无新增 B 端运营订单，处于施工期订单仍为 1 个，处于运营期订单减少 1 个至 43 个，实现 B 端运营收入同比增长 63.91% 至 1.84 亿元，同期毛利率同比提升 1.65 个百分点至 20.21%，但较 2019 年同期相比仍下降 7.76 个百分点，主要系 2021 年以来我国大宗商品价格上涨因素影响，业务成本上升所致。

图表 7. 2020 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	—	27	2.17
BOO	0	—	1	0.03	17	4.05
合计	0	—	1	0.03	44	6.22 <sup>3</sup>

资料来源：迪森股份（四舍五入，存在尾差）

### B. B 端装备

自该公司于 2018 年 4 月收购常州锅炉有限公司，并将原有 B 端装备生产基地整体转移至常州后，公司 B 端装备业务经营无重大变化，迪森锅炉业务仍主要包括建材蒸压釜及各类型锅炉的研发、生产和销售等，其下游集中在民用、建材、冶金、发电等行业，上游原材料主要为钢铁及五金配件等。此外，公司将在迪森锅炉的基础上，继续实施可转债募投项目“年产 20000 蒸吨清洁能源

<sup>3</sup> 此处 B 端运营订单收入口径与财务口径不一致。运营订单收入指与运营订单直接相关的主营业务收入，财务口径收入还包括 B 端运营板块相关的其他业务收入。

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、导热油等产品的产能，但受疫情影响，建设期限由原计划完成时间 2022 年 12 月 31 日延期至 2023 年 12 月 31 日。

2020 年，该公司 B 端装备业务严格按照以销定产业务模式开展，当年生产及销售量为 621 台，库存保持为 17 台。当年 B 端装备销售量同比微幅下降 2.20%，收入及毛利率分别同比下降 0.55% 和 2.24 个百分点至 2.18 亿元和 18.10%。2021 年第一季度，公司 B 端装备业务收入同比增长 133.57% 至 0.43 亿元，毛利率同比提升 0.84 个百分点至 13.70%，但较 2019 年第一季度相比仍下降 9.21 个百分点。

**图表 8. 近年来公司 B 端装备生产与销售情况（单位：台）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售量	663	635	621
生产量	740	514	621
库存量	138	17	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，该业务运营主体仍为广州迪森家居环境技术有限公司（简称“迪森家居”），共拥有 5 条壁挂炉自动化生产线，未发生变化，销售模式仍主要包括直销（直接由公司负责发货、收款、安装），代销（代理商直接买断产品，公司通常不负责安装）与代理直销（公司投标，直接与客户（主要为推进煤改气项目相关政府部门）订立合同，并由公司负责开票与收款，但实际由代理中间商负责项目运营与维护），其中代理直销模式占比近 60%。

跟踪期内，该公司仍以“小松鼠”家用壁挂炉为主要销售产品，并积极研发辐射空调产品。辐射空调同时具备辐射式供暖供冷功能与置换式新风除湿加湿功能，其与传统空调的最大区别在于湿负荷的独立控制，预计未来将成为 C 端产品与服务营收新增长点。

得益于该公司积极参与煤改气市场，精装修政策的深入及零售渠道不断拓展，2020 年壁挂炉销售量同比增长 24.11% 至 295089 台，生产量同比增长 22.78% 至 274449 台，并同时消纳一定库存，使得当年库存量同比下降 58.34%。当年 C 端产品与服务实现收入同比增长 19.68% 至 6.97 亿元，毛利率微幅下降 0.97 个百分点至 27.10%。2021 年第一季度，公司 C 端产品与服务板块实现收入同比增长 208.37% 至 0.81 亿元，业务毛利率同比提升 0.70 个百分点至 22.99%，但仍较 2019 年第一季度下降 11.77 个百分点。

**图表 9. 近年来公司壁挂炉销售与生产情况（单位：台）**

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销售量	315968	237771	295089
生产量	247565	223525	274449
库存量	49627	35381	14741

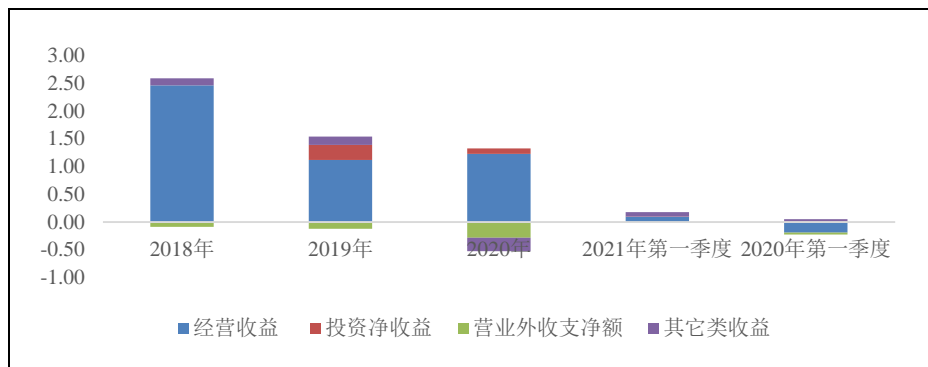
资料来源：迪森股份

#### D. 其他

该公司于 2020 年 12 月变更营业执照范围，增加了物业出租经营业务，该业务开展主要依托于孵化园项目。孵化园位于广东省广州市经济技术开发区东区东众路 42 号，项目总规划占地面积约为 42.92 亩，分两期建设，一期规划占地面积约为 8.43 亩，建筑面积为 0.97 万平方米；二期规划占地面积约为 34.49 亩，建筑面积 11.01 万平方米（其中地面建筑面积约 9.28 万平方米），部分用于科研开发，包括科研楼、孵化基地、企业加速器和中试车间四部分。其中一期项目总投资 0.97 亿元（包括一二期土地成本），原为自用房屋，于 2019 年 1 月 1 日起对外租赁，初始租金水平为 25 元/平方米，后续每年递增 6%；二期项目于 2020 年 5 月开工，计划投资 2.80 亿元，计划于 2022 年 4 月完工，截至 2021 年 3 月末已累计投资 0.35 亿元。初始租金水平为 25 元/平方米，服务费为 5 元/平方米，后续每年均递增 6%。2019-2020 年，公司分别实现租金收入 0.02 亿元和 0.03 亿元，未来随着二期项目完工起租，可为公司带来一定规模较为稳定的租金收入。

#### (2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

2020 年，该公司盈利仍主要来源于经营收益，信用减值及资产处置等对盈利形成一定拖累；当年经营收益同比增长 9.20% 至 1.23 亿元，主要系期间费用下降所致。受季节周期性因素影响，2021 年第一季度，公司总体盈利规模较小，主要来源于经营收益及其他收益。

2020 年，该公司期间费用同比下降 21.47% 至 2.33 亿元，主要系受疫情影响，当年公司减少营销活动及降低管理费用所致；2021 年第一季度，期间费用同比增长 4.44% 至 0.51 亿元。2020 年及 2021 年第一季度，期间费用率分别同比下降 5.39 个百分点和 14.15 个百分点至 14.89% 和 16.44%。从构成来看，公司期间费用仍主要为管理费用及销售费用，占比均在 30% 左右，同期销售费用分别同比下降 39.53% 和 14.44% 至 0.72 亿元和 0.14 亿元，管理费用分别同比下降 13.95% 和增长 20.86% 至 0.75 亿元和 0.18 亿元。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	17.76	14.61	15.63	3.10	1.60	2.69
毛利（亿元）	5.57	4.21	3.82	0.63	0.31	0.83
其中：B 端运营（亿元）	2.26	1.91	1.43	0.37	0.21	0.44
B 端装备（亿元）	0.50	0.45	0.39	0.06	0.02	0.11
C 端产品与服务（亿元）	2.51	1.63	1.89	0.19	0.06	0.18
期间费用率（%）	16.05	20.28	14.89	16.44	30.60	20.42
其中：财务费用率（%）	1.99	3.92	3.09	4.18	7.45	3.85
全年利息支出总额（亿元）	0.41	0.61	0.51	-	-	-

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

2020 年，该公司盈利一定程度上受到信用减值及资产处置拖累。当年，公司发生信用减值损失、资产减值损失和资产处置损失分别为 0.40 亿元、0.14 亿元和 0.09 亿元，主要系融资租赁业务坏账、应收账款坏账、固定资产减值、商誉减值及固定资产处置损失。此外，当年公司发生营业外支出 0.48 亿元，主要为部分 B 端运营项目资产报废损失；营业外收入 0.20 亿元，主要为赔偿款。受益于政府给予相关各项支持补贴，当年实现其他收益 0.25 亿元。

总体来看，受疫情影响，2020 年该公司各项业务毛利空间均有压缩，加之 B 端运营部分客户抗风险能力较弱，导致项目资产发生减值或处置，均致使公司利润空间收窄。当年，公司实现净利润同比下降 65.91% 至 0.44 亿元；2021 年第一季度公司实现净利润 0.11 亿元，同比扭亏为盈，但受成本上升影响，和以前年度同期相比亦处于较低水平。公司从事工业锅炉、家用壁挂炉等产品设备的生产及销售，覆盖能源供给端及装备使用端（工业端及家庭消费端）产业链，原材料主要包括天然气、清洁煤、钢材、铜材、铝材等。近年来，公司原材料占营业成本比重约为 60%，占营业收入比重均超过 40%，但其采购价格与大宗商品贸易价格密切相关，2021 年以来大宗商品价格大幅上涨，对盈利形成明显压缩。本评级机构将持续关注大宗商品市场环境变化及对公司经营影响。

### （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，公司在建项目主要为 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、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与迪森孵化园项目等，预计总投资金额为 13.36 亿元。截至 2021 年 3 月末，B 端供能装置和供气站合计已投资 4.27 亿元，该部分资金投入主要系支付前期项目未结算工程款，未来投资主要集中于现有设备升级改造方面；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，正根据各项目建设进度推进，预计未来公司将面临

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 12. 截至 2021 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 2021 年 3 月末 已投资金额	计划 2021 年 4 月-2023 年 12 月计划投资金额
重要 B 端供能装置	49332.72	42695.77	6636.95
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	8705.22	24497.36
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	802.47	21785.04
迪森孵化园项目	28000.00	3502.89	24497.11
辐射空调项目	500.00	217.80	282.20
<b>合计</b>	<b>133622.81</b>	<b>55924.15</b>	<b>77698.66</b>

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，公司对组织架构与部门设置进行调整。**

截至 2021 年 3 月末，该公司总股本为 372,939,884 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<sup>4</sup>，合计直接及间接持有公司 31.87% 股权，仍为公司的控股股东和实际控制人。同期末，三位股东股份均无质押。公司产权状况详情见附件一。

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。根据公司于 2020 年 4 月 22 日发布的《广州迪森热能技术股份有限公司关于财务总监辞职及聘任财务总监的公告》，LI JINGBIN 先生因个人原因，申请辞去公司财务总监职务，辞职后仍在公司任其他职务，公司聘任戴小鹏先生为公司财务总监，任期自董事会审议通过之日起至第七届董事会届满之日止。戴小鹏先生曾担任会计、审计员、审计经理、高级审计员职务，2016 年 9 月至 2020 年 4 月在公司先后担任财务经理、财务副总监；2020 年 4 月至今在公司担任财务总监。根据公司分别于 2020 年 4 月 22 日与 2020 年 11 月 20 日发布的《广州迪森热能技术股份有限公司关于变更证券事务代表的公告》与《广州迪森热能技术股份有限公司关于证券事务代表辞职的公告》，赵超兰女士与熊艳女士均因个人原因辞去公司证券事务代表职务，辞职后均不再担任公司其他职务，公司聘任余咏芳女士为公司证券事务代表，任期自董事会审议通过之日起至第七届董事会届满之日止。2020 年 8 月，张俊生先生因个人原因，申请辞去公司独立董事、审计委员会主席、薪酬与考核委员会委员职务，辞职后不在公司担任其他职务，公司聘任饶静女

<sup>4</sup> 根据该公司 2021 年 4 月 30 日披露的《广州迪森热能技术股份有限公司关于实际控制人续签一致行动协议书的公告》，常厚春、李祖芹与马革已续签了《关于对广州迪森热能技术股份有限公司协作决策之一致行动协议书》，继续作为公司一致行动人。



士为公司独立董事。此外，根据公司 2020 年 10 月 13 日发布的《广州迪森热能技术股份有限公司关于董事会秘书辞职的公告》，陈燕芳女士因达到法定退休年龄，已办理退休手续，申请辞去公司董事会秘书职务，辞职后仍担任公司董事职务。本评级机构将持续关注公司高管频繁变动对其经营产生的影响。

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 2021 年 5 月 27 日，公司无违约欠息情况发生。

**图表 13. 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	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	2021.5.27	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.6	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，该公司无新增大规模资本性投资，且随着到期债务偿付，负债规模及财务杠杆水平持续下降。公司刚性债务仍以中长期刚性债务为主，即期偿付压力尚可。此外，公司现金类资产与尚未使用授信额度可为即期债务偿付提供一定程度的保障。

### 1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 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（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

该公司从 2020 年 1 月 1 日起，执行财政部于 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，简称“新收入准则”）。

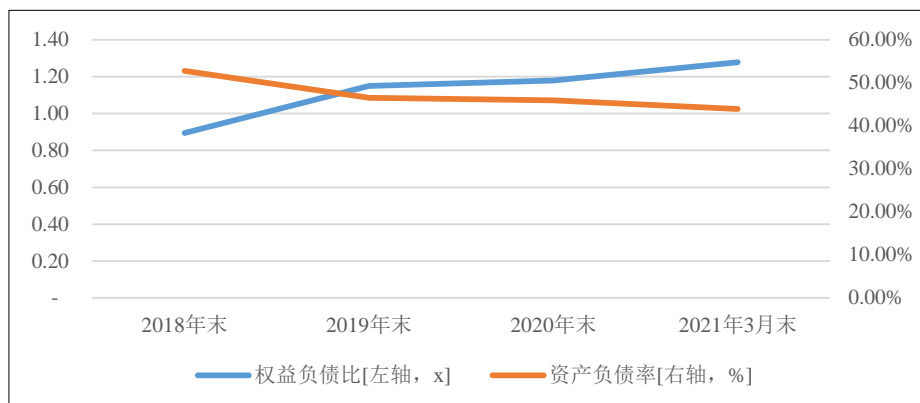
2020 年，该公司新设立广州迪森劳力特空气净化技术有限公司、广州维瓦尔第环境技术有限公司等 7 家子公司，同时注销广州聚森新能源投资有限公司、上海迪兴新能源科技有限公司等 7 家子公司。此外，公司下属子公司迪森家居于 2020 年 5 月 22 日购入广州忠丸宝金属材料有限公司<sup>5</sup>。截至 2020 年末，公司合并范围内子公司共 53 家。

<sup>5</sup> 广州忠丸宝金属材料有限公司注册资本 1000 万元，截至 2020 年末，该公司持有其股权比例为 77%。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势

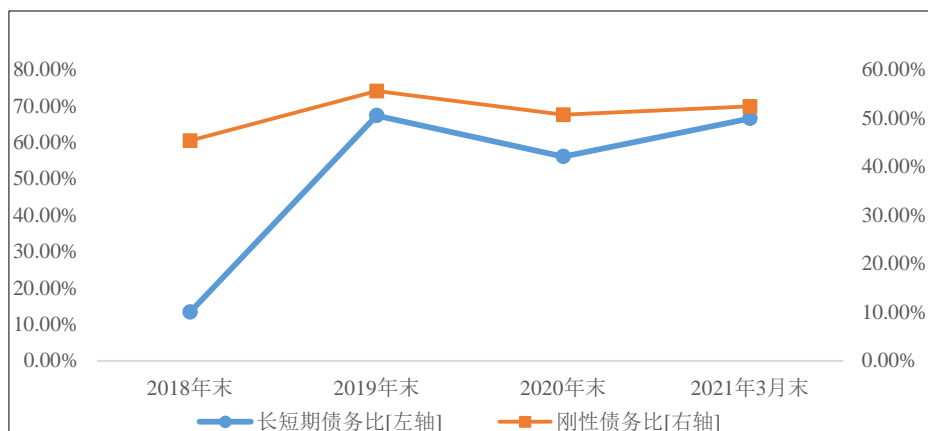


资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制

跟踪期内，该公司无新增大规模资本性投资，且随着到期债务偿付，负债规模及财务杠杆水平呈下降态势。2020年末及2021年3月末，公司负债总额分别较上年末下降3.58%和9.64%至15.20亿元和13.73亿元，资产负债率分别较上年末下降0.63个百分点和2.00个百分点至45.89%和43.89%。

2020年末及2021年3月末，该公司所有者权益分别为17.92亿元和17.56亿元，分别较上年末下降1.11%和2.03%，主要系受成都世纪新能源有限公司（简称“世纪新能源”）分红影响，少数股东权益分别较上年末下降5.00%和16.51%至2.66亿元和2.22亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，同期末未分配利润占所有者权益比重分别为34.03%和35.10%，占比较高，权益结构稳定性有待提高。2020年公司现金分红总额为0.90亿元（含税），其中现金股利分红0.54亿元（含税），股份回购0.36亿元（含税）。

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
------	--------	--------	--------	----------

核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	8.25	8.76	7.70	7.20
应付账款 (亿元)	2.83	3.35	3.94	3.41
预收账款 (亿元)	0.74	0.97	0.004	0.005
合同负债 (亿元)	—	—	0.82	0.80
其他应付款 (亿元) <sup>6</sup>	4.14	1.17	1.05	1.15
刚性债务占比 (%)	45.34	55.55	50.69	52.39
应付账款占比 (%)	15.54	21.26	25.95	24.80
预收账款占比 (%)	4.06	6.13	0.03	0.04
合同负债 (%)	—	—	5.40	5.83
其他应付款占比 (%)	22.75	7.42	6.88	8.34

资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制

从债务期限来看，跟踪期内该公司仍以流动债务为主，2020 年末及 2021 年 3 月末，长短期债务比分别为 56.11% 和 66.58%。公司负债以刚性债务、应付账款、合同负债及其他应付款为主，2020 年末占负债总额的比重分别为 50.69%、25.95%、5.40% 和 6.88%。2020 年末，刚性债务余额 7.70 亿元，较上年末下降 12.03%，主要系偿还到期银行借款所致；应付账款余额 3.94 亿元，较上年末增长 17.33%，主要包括应付货款与工程设备款；合同负债余额 0.82 亿元，为 2020 年末新增科目，主要系受执行新收入准则影响，部分预收款项调整至合同负债核算所致，当年末预收款项余额较上年末减少 0.96 亿元；其他应付款余额较上年末下降 10.65% 至 1.05 亿元，主要包括押金、保证金及应付单位款。截至 2021 年 3 月末，公司债务构成较上年末无重大变化。

## (2) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>7.32</b>	<b>3.27</b>	<b>3.02</b>	<b>2.47</b>
其中：短期借款	6.72	2.31	1.97	1.60
一年内到期的长期借款	0.45	0.69	0.53	0.48
应付票据	0.11	0.25	0.49	0.40
其他短期刚性债务	0.04	0.02	0.02	0.003
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>0.93</b>	<b>5.49</b>	<b>4.68</b>	<b>4.72</b>
其中：长期借款	0.93	0.97	0.40	0.35
应付债券	-	4.52	4.29	4.37

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）。

跟踪期内，该公司刚性债务仍以中长期为主。2020 年末及 2021 年 3 月末，中长期刚性债务占比分别为 60.78% 和 65.62%。从刚性债务构成来看，公司刚性债务仍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

<sup>6</sup> 此处其他应付款指扣除应付利息与应付股利后的其他应付款。

主。2020 年末及 2021 年 3 月末,应付债券余额分别为 4.29 亿元和 4.37 亿元,占刚性债务的比重分别为 55.64%和 60.73%。跟踪期内公司偿还部分银行借款,同期末短期借款余额分别为 1.97 亿元和 1.60 亿元,以保证借款为主,分别较上年末下降 14.55%和 18.96%;长期借款余额分别为 0.40 亿元和 0.35 亿元,分别较上年末下降 59.37%和 11.11%,长期借款规模相对较小,主均为保证借款。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期(天)	150.67	160.80	140.71	—
营业收入现金率(%)	92.13	110.00	92.64	100.57
业务现金收支净额(亿元)	2.44	5.33	4.26	-0.05
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.39	-1.04	-1.16	-0.38
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	2.05	4.29	3.10	-0.43
EBITDA(亿元)	3.55	2.87	2.27	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.46	0.34	0.28	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	8.72	4.75	4.50	—

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。

跟踪期内受疫情影响,2020 年该公司销售商品、提供劳务收到的现金规模同比下降 9.92%至 14.48 亿元,营业收入现金率同比下降 17.36 个百分点至 92.64%,主要系受疫情影响结算延后<sup>7</sup>及票据结算规模扩大所致。同期其他因素现金收支净流出规模同比扩大 11.97%至 1.16 亿元,主要系付现期间费用增加所致。综合上述影响,2020 年公司经营活动现金净流量同比下降 27.79%至 3.10 亿元。2021 年第一季度,受益于疫情良好控制,营业收入现金率回升至 100.57%,同期公司销售商品、提供劳务收到的现金规模同比增长 60.75%至 3.12 亿元,经营活动现金流量净额为-0.43 亿元,处于正常水平。

跟踪期内,该公司 EBITDA 主要来自于利润总额与固定资产折旧,列入财务费用的利息支出可以为其提供一定补充。2020 年 EBITDA 为同比下降 20.96%至 2.27 亿元,主要系利润总额同比下降 40.89%至 0.84 亿元所致。当年,EBITDA 对刚性债务和全部利息支出的覆盖程度有所减弱,分别降至 0.28 倍和 4.50 倍。

<sup>7</sup> 2020 年受疫情影响,该公司销售集中发生于下半年,回款时间相应推迟。

## (2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	0.42	0.48	0.01	0.02
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	-1.74	-1.01	-0.68	-0.28
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.13	-0.22	0.26	-1.15
投资环节产生的现金流量净额	-1.18	-0.75	-0.41	-1.41

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

随着筹建期的运营项目工程进度付款高峰逐步回落，近年来该公司对工程项目的资本性支出规模有所收缩，2020 年以来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出规模持续收缩，2020 年及 2021 年第一季度净流出规模分别为 0.68 亿元和 0.28 亿元。2020 年其他因素对投资环节现金流量影响转负为正，主要系回收理财产品所致。综合上述影响，2020 年投资活动产生的现金流量净流出同比收缩 45.59% 至 0.41 亿元。随着 2021 年第一季度公司利用闲置资金购买理财产品影响，当期投资活动产生的现金流量净额为-1.41 亿元。

## (3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
吸收投资收到的现金	-0.61	-0.58	-0.86	0.002
取得借款并偿还债务收支净额	0.34	1.20	-1.19	-0.99
分配股利、利润或偿付利息的支出	-1.10	-1.34	-1.02	-0.57
其中：分配股利/利润支出	0.73	0.68	0.90	-
其他筹资活动收支净额	-0.91	-3.40	-0.33	-
筹资环节产生的现金流量净额	-1.19	-2.78	-2.37	-0.99

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（四舍五入，存在尾差）

跟踪期内，该公司主要通过银行借款及发行债券满足其融资需求，目前公司无新增大规模资本性投资，主要进行到期债务偿付，因此筹资环节现金流量呈净流出态势，2020 年及 2021 年第一季度净流出额分别为 2.37 亿元和 0.99 亿元。其中，2020 年公司取得借款并偿还债务收支净流出 1.19 亿元；同期其他筹资活动收支净额为-0.33 亿元，主要系股票回购款。

## 4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
---------	---------	---------	---------	----------------

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	14.44	14.32	15.02	13.40
	41.89%	42.25%	45.35%	42.83%
其中：货币资金（亿元）	4.63	5.51	5.80	2.97
应收账款（亿元）	3.51	3.58	3.72	3.77
存货（亿元）	2.25	1.86	1.73	1.55
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	20.03	19.57	18.10	17.89
	58.11%	57.75%	54.65%	57.17%
其中：长期应收款（亿元）	1.76	1.51	0.59	0.49
投资性房地产（亿元）	0.13	1.44	1.53	1.63
固定资产（亿元）	7.29	8.79	9.98	9.77
在建工程（亿元）	3.92	1.50	0.31	0.28
无形资产（亿元）	1.43	1.28	1.25	1.25
商誉（亿元）	3.06	3.05	3.01	3.01
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>0.83</b>	<b>1.48</b>	<b>0.77</b>	<b>1.00</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>2.40</b>	<b>4.37</b>	<b>2.31</b>	<b>3.19</b>

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，2020 年末及 2021 年 3 月末资产总额分别较上年末下降 2.26% 和 5.52% 至 33.12 亿元和 31.29 亿元，其中非流动资产占比分别为 54.65% 和 57.17%。

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、无形资产和商誉构成。公司长期应收款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（简称“河北朗天”）、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，2020 年末较上年末下降 60.70%，一方面原因系部分应收融资租赁款调至一年内到期的非流动资产科目核算，另一方面原因系当年公司计提信用减值损失 0.27 亿元，关注公司应收融资租赁款回收质量。2020 年末，投资性房地产余额为 1.53 亿元，较上年末增长 6.44%，主要为孵化园一期项目；同期末固定资产为 9.98 亿元，较上年末增长 13.58%，增幅主要系部分供能装备与厂房等在建工程转固所致；同时在建工程下降 79.54% 至 0.31 亿元；同期末无形资产较上年末下降 2.47% 至 1.25 亿元，降幅主要系摊销所致；商誉较上年末下降 1.22% 至 3.01 亿元，仍主要来自于世纪新能源的合并，降幅系湖南索拓科技有限公司减值所致，关注商誉减值风险。截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产较上年末下降 1.16% 至 17.89 亿元，构成方面无重大变动。

截至 2020 年末，该公司流动资产较上年末增长 4.90% 至 15.02 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末货币资金为 5.80 亿元<sup>8</sup>，受限 0.22 亿元，主要为保证金与诉讼冻结款；应收账款较上年末增长 3.80% 至 3.72

<sup>8</sup> 2020 年 4 月 17 日，该公司召开第七届董事会第十次会议、第七届监事会第八次会议，审议通过了《关于使用部分闲置资金进行结构性存款或购买保本型理财产品的议案》，同意公司及子公司在不超过 1.5 亿元闲置募集资金和不超过 3 亿元自有资金额度范围内，进行结构性存款或购买保本型理财产品，期限不超过 12 个月。

亿元，期末前五名客户应收账款占比 21.93%，集中度尚可；按年限看，一年以内占比为 81.40%。同期末，存货较上年末下降 7.34%至 1.73 亿元，主要系 C 端壁挂炉库存减少。截至 2021 年 3 月末，公司流动资产较上年末下降 10.78%至 13.40 亿元，其中货币资金较上年末下降 48.74%至 2.97 亿元，主要系公司归还部分银行借款及购买理财产品所致，当期末交易性金融资产较上年末增加 1.42 亿元至 1.51 亿元，同期末本期债券募集资金余额 1.75 亿元，其中货币资金及交易性金融资产分别为 0.80 亿元和 0.95 亿元。此外，一年内到期的非流动资产受部分应收融资租赁款划入核算，较上年末增长 44.84%至 1.12 亿元。

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，以及因借款抵押的固定资产和无形资产。截至 2020 年末，公司受限资产合计为 0.77 亿元，占期末资产总额的比重为 2.31%。

## 5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率	89.99	152.01	154.27	162.55
现金比率	38.28	61.02	62.48	54.35
短期刚性债务现金覆盖率	83.86	175.92	201.32	181.15

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

跟踪期内，该公司资产流动性指标保持在较好水平，2020 年末流动比率、现金比率分别较上年末小幅上升 2.26 个百分点和 1.46 个百分点至 154.27%和 62.48%，且现金类资产对短期刚性债务的覆盖率有所提升。

## 6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司无对外担保。

2016 年，该公司以 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 51.00%的股权，发生较高的股权溢价，公司对其确认商誉 2.99 亿元。同时，磊华能源公司做出业绩承诺：2016-2018 年扣非归母净利润分别不低于 0.62 亿元、0.67 亿元和 0.75 亿元，实际实现业绩分别为 0.71 亿元、0.87 亿元和 0.93 亿元，较好完成业绩承诺。但先后受到电价下调及疫情影响，2018 年以来世纪新能源业绩有所下降，2019-2020 年分别实现净利润为 0.89 亿元和 0.51 亿元，关注公司商誉的减值风险。

## 7. 集团本部财务质量

该公司本部主要从事部分 B 端运营业务，其他核心业务均主要通过下属核心子公司开展。2020 年，本部实现营业收入 1.94 亿元，同比增长 19.24%。当年末本部资产总额较上年末下降 4.74%至 19.61 亿元，股东权益为 12.33 亿

元。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，同期末长期股权投资为 10.17 亿元，较上年末下降 4.61%。2020 年末，本部负债总额为 7.27 亿元，较上年末下降 4.09%，资产负债率为 37.09%，较上年末微幅增长 0.25 个百分点。本部负债以非流动负债为主，2020 年末占负债总额比重为 66.90%，主要为应付债券；2020 年本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流净额分别为 1.10 亿元、0.60 亿元和-1.59 亿元。2021 年 3 月末，本部资产规模较上年末增长 3.85%至 20.36 亿元，负债规模较上年末增长 3.63%至 7.54 亿元，资产负债率为 37.02%，与上年末基本持平。总体来看，本部财务杠杆水平合理，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。2021 年 6 月 8 日，转股价格调整至 6.89 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 2021 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额为 7.32 亿元，已使用授信 3.05 亿元，尚可使用的授信额度为 4.28 亿元，间接融资渠道尚为顺畅。

图表 22. 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	剩余额度
全部（亿元）	7.32	3.05	4.28
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	2.62	0.15	2.48



机构类别	综合授信	已使用金额	剩余额度
其中：大型国有金融机构占比（%）	35.79	4.76	57.89

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（截至 2021 年 3 月 31 日）。

## 跟踪评级结论

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，公司对组织架构与部门设置有所调整。

2020 年，在新冠疫情冲击背景下，该公司积极把握 C 端产品与服务市场，使得当年营收规模同比有所增长，但整体业务毛利率下降，加之受部分客户经营不善造成了非经营性损失，盈利持续下滑。2021 年以来，公司业务逐渐恢复常态化经营，但受大宗商品价格上涨因素影响，当年一季度盈利承压。

跟踪期内，该公司无新增大规模资本性投资，且随着到期债务偿付，负债规模及财务杠杆水平持续下降。公司刚性债务仍以中长期刚性债务为主，即期偿付压力尚可。此外，公司现金类资产与尚未使用授信额度可为即期债务偿付提供一定程度的保障。

本评级机构决定将迪森股份主体信用等级由 AA 调降至 AA<sup>-</sup>，评级展望由负面调整为稳定，并将本期债券信用等级由 AA 调降至 AA<sup>-</sup>。上述决定主要基于以下几点考虑：

1、受宏观经济波动及煤改气回归理性、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；加之 2020 年新冠疫情冲击，B 端运营业务回款不佳，固定资产减值以及资产处置损失，盈利持续下滑；此外，2021 年以来大宗商品价格大幅上涨，盈利进一步承压。2018-2020 年及 2021 年第一季度，净利润分别为 2.08 亿元、1.29 亿元、0.44 亿元和 0.11 亿元。

2、迪森股份于 2016 年以较高溢价收购世纪新能源，产生商誉 2.99 亿元，2018 年以来世纪新能源盈利逐年下滑，2018-2020 年分别实现净利润为 0.93 亿元、0.89 亿元和 0.51 亿元，世纪新能源存在一定的商誉减值风险。

3、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；而 2020 年以来公司财务总监、证券事务代表、董事会秘书与独立董事等变动较为频繁，对公司管理决策等方面提出较高挑战。

4、2018 年煤改气放缓后，迪森股份股价大幅下跌，本期债券发行至今仅转股 0.73 亿元，最新修正转股价格 6.89 元/股仍高于公司当前股价，未来转股不确定性较高。

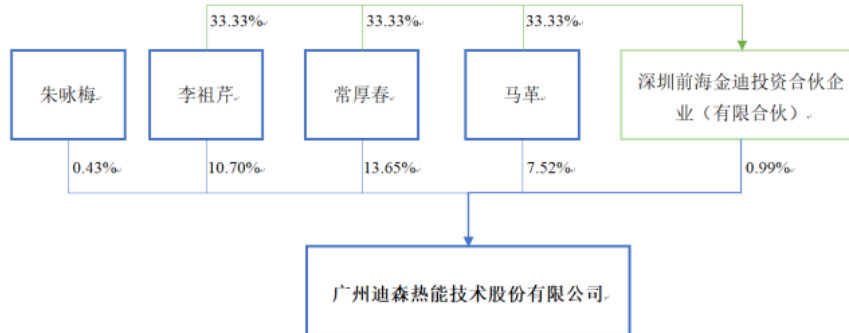
5、跟踪期内，受疫情影响，迪森股份可转换公司债券募投项目延期，形成一定资金沉淀，需持续关注项目投运安排及效益释放水平。

同时，本评级机构仍将持续关注：（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）天然气分布式能源外部市场环境；（4）壁挂炉市场竞争情况；（5）原材料价格波动情况；（6）迪森转债募投项目推进情况；（7）辐射空调项目进展情况；（8）迪森转债转股情况；（9）该公司债务结构变化情况；（10）商誉减值风险。

附录一：

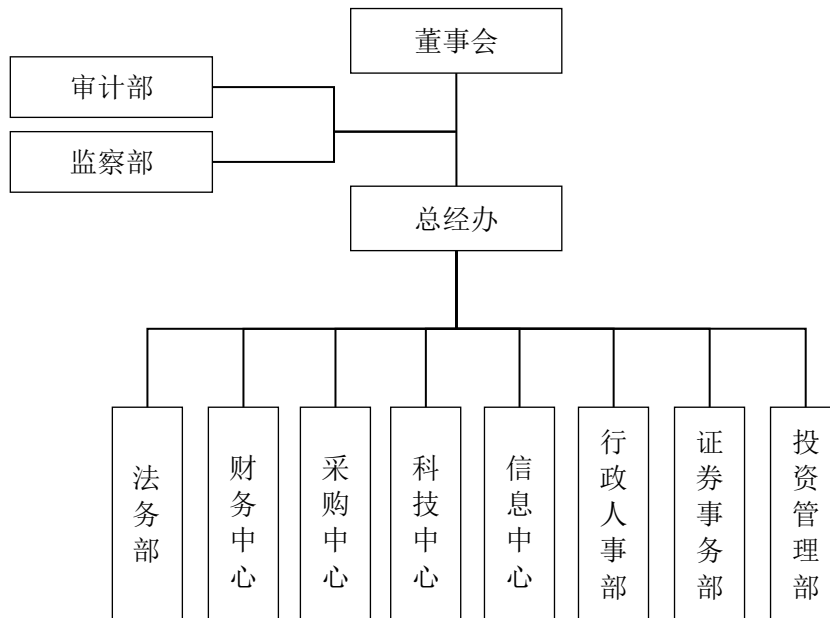
公司与实际控制人关系图



注：根据迪森股份提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 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	19.61	12.33	1.94	-0.28	1.10	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	8.18	3.75	7.01	0.80	0.85	
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	4.01	3.41	2.19	0.51	0.62	
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	2.93	0.33	2.11	0.005	0.20	

注：根据迪森股份 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	34.47	33.89	33.12	31.29
货币资金 [亿元]	4.63	5.51	5.80	2.97
刚性债务[亿元]	8.25	8.76	7.70	7.20
所有者权益 [亿元]	16.28	18.12	17.92	17.56
营业收入[亿元]	17.76	14.61	15.63	3.10
净利润 [亿元]	2.08	1.29	0.44	0.11
EBITDA[亿元]	3.55	2.87	2.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.05	4.29	3.10	-0.43
投资性现金净流入量[亿元]	-1.18	-0.75	-0.41	-1.41
资产负债率[%]	52.78	46.52	45.89	43.89
权益资本与刚性债务比率[%]	197.33	206.95	232.63	244.02
流动比率[%]	89.99	152.01	154.27	162.55
现金比率[%]	38.28	61.02	62.48	54.35
利息保障倍数[倍]	7.15	3.34	2.66	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	150.67	160.80	140.71	—
毛利率[%]	31.37	28.81	24.42	20.26
营业利润率[%]	14.50	10.53	7.16	5.65
总资产报酬率[%]	8.53	5.92	4.01	—
净资产收益率[%]	13.28	7.51	2.44	—
净资产收益率*[%]	12.32	5.67	3.01	—
营业收入现金率[%]	92.13	110.00	92.64	100.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.73	33.68	32.32	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.72	20.82	17.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.72	4.75	4.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.34	0.28	—

注：表中数据依据迪森股份经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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）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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	9
		盈利能力	9
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA <sup>-</sup>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2018年6月4日	AA/稳定	李育、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020年6月15日	AA/负面	李育、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月15日	AA/负面	李育、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月25日	AA <sup>-</sup> /稳定	喻俐萍、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
债项评级 (迪森转债)	历史首次评级	2018年6月4日	AA	李育、林贻婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月15日	AA	李育、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月25日	AA <sup>-</sup>	喻俐萍、林巧云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅

## 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。