

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(2022)100495】

**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/2022年06月24日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2021年06月25日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2018年06月04日

### 主要财务数据及指标

项 目	2019年	2020年	2021年	2022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	1.31	1.43	1.26	1.25
刚性债务	6.54	5.74	6.78	7.54
所有者权益	13.00	12.33	12.26	12.18
经营性现金净流入量	0.42	1.10	-0.22	0.21
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	33.89	33.12	30.22	30.58
总负债	15.76	15.20	15.28	15.55
刚性债务	8.76	7.70	8.63	9.25
所有者权益	18.12	17.92	14.94	15.03
营业收入	14.61	15.63	12.49	2.09
净利润	1.29	0.44	-0.87	0.09
经营性现金净流入量	4.29	3.10	1.16	-0.15
EBITDA	2.87	2.27	1.06	—
资产负债率[%]	46.52	45.89	50.58	50.86
权益资本与刚性债务 比率[%]	206.95	232.63	172.99	162.53
流动比率[%]	152.01	154.27	151.92	154.39
现金比率[%]	61.02	63.06	58.87	59.10
利息保障倍数[倍]	3.34	2.66	0.00	—
净资产收益率[%]	7.51	2.44	-5.32	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	33.68	32.32	12.79	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	20.82	17.35	-2.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.75	4.50	2.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.28	0.13	—

注:根据迪森股份经审计的2019~2021年及未经审计的2022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2021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“迪森装备”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、生物质、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,公司盈利受到挤压。
- **经营亏损。**近年来,迪森股份盈利持续下滑。跟踪期内,受煤改气订单数下降影响,迪森股份C端壁挂炉销量大幅下滑;加之对部分运营不良的B端运营项目计提减值与处置,公司出现经营亏损。
- **管理风险。**迪森股份先后在全国设立了超过30

家子公司，项目点多面广，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有所下降，存在一定的商誉减值风险。
- **转股风险。**近年来，迪森股份股价下降幅度较大，截至 2022 年 3 月末仅转股 0.71 亿元，同年 5 月公司向向下修正转股价格为 4.58 元/股，未来转股不确定性仍较高。
- **募投项目延期风险。**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，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，考虑到公司面临的激烈竞争、经营亏损、募投项目延期以及商誉减值可能、转股不确定性风险等因素，决定调整展望为负面；认为本期债券还本付息安全性很高，并给与本期债券 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，本评级机构根据广州迪森热能技术股份有限公司（简称“迪森股份”）提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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，转股的起止日期为 2019 年 9 月 27 日至 2025 年 3 月 20 日。

**图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司已发行债券概况（单位：亿元，%）**

债项名称	发行规模	债券余额	起息日期	票面利率	到期日
迪森转债	6.00	5.29	2019-03-20	第一年 0.40%；第二年 0.60%； 第三年 1.00%；第四年 1.50%； 第五年 1.80%；第六年 2.00%。	2025-03-20

资料来源：Wind 资讯

根据该公司 2021 年 4 月公告，董事会及监事会审议并通过《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 年末 累计已投入	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	1.31	2023.12.31
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	0.10	2023.12.31
偿还银行借款	1.80	1.80	--
<b>合计</b>	<b>5.89</b>	<b>3.21</b>	<b>--</b>

资料来源：迪森股份

截至 2022 年 3 月末，迪森转债募集资金累计已使用 3.37 亿元，用于暂时

补充流动资金的闲置募集资金 1.60 亿元, 尚未使用的募集资金余额 1.06 亿元。根据该公司 2022 年 4 月 27 日公告, 董事会审议通过了《关于使用部分闲置自有资金和募集资金进行现金管理的议案》, 同意公司及子公司在单日最高余额不超过 1.50 亿元闲置募集资金和不超过 3.50 亿元自有资金额度范围内进行现金管理, 使用期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度, 全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻, 受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响, 全球经济恢复节奏放缓, 我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击, 经济发展存在较大压力。短期内, 宏观政策将主要围绕“稳增长”开展, 实现年度增长目标任重道远; 从中长期看, 在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上, 贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性, 我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度, 新冠疫苗接种持续推进, 病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位, 经济恢复节奏放缓; 美联储已开启加息进程, 美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发, 地缘政治局势进一步紧张, 对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上, 疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复, 我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高, 而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好, 但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击, “需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升, 消费者物价指数温和增长, 而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快, 而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷; 能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好, 其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下, 盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显, 汽车对商品零售形成较大拖累, 餐饮与疫情前的差距扩大; 固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快, 而房地产投资则持续下行; 在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下, 出口增速有所回落。

人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (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多种供能和节能设备（锅炉、发电机组、制冷机组）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。

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。但同时，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”。以此为标志，揭开了我国天然气分布式能源发展的序幕。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。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。2019-2021 年，我国天然气表观消费量分别为 3064 亿立方米、3259 亿立方米和 3726 亿立方米，分别同比增长 8.6%、6.4% 和 12.7%。从消费结构看，2021 年，城镇燃气消费增长成为推升天然气消费量的最大动力，贡献了超过 60% 的增量，其中交通用气消费有所下滑，但居民、小型工商业用气的需求实现了快速增长，同时燃机发电用气和工业燃料用气分别贡献了 18% 和 14% 的增量。

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，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。

2021 年是全面推进“十四五”天然气大发展的开局之年，“增储上产七年行动计划”继续推进。国内三大上游生产企业加大勘探开发力度，产能建设高

效推进，“常规气”与“非常规气”并举，全国天然气产量快速增长。2021 年国内实现天然气产量 2051 亿立方米，同比增长 7.72%，较 2019 年增长 18.50%。2022 年在“双碳”目标驱动下，国内供气主体将继续加大上游勘探开发力度，提升天然气产量。根据金联创预测，2022 年我国天然气产量将达到约 2220 亿立方米，增幅预计达到 8.2%。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。但现阶段我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，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。

2022 年 5 月，国家发改委发布《“十四五”生物经济发展规划》，该规划是我国首部针对生物经济发展的五年规划，提出建设以生物质热电联产、生物质成型燃料及其他可再生能源为主要能源的产业园区，在积极开发生物能源方面，有序发展生物质发电，推动向热电联产转型升级；推进先进生物燃料在市政、交通等重点领域替代推广应用，推动化石能源向绿色低碳可再生能源转型。

## 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。

<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”。



随着前期国家支持政策临期，2021 年壁挂炉市场销量大幅下滑；同时行业产能过剩，产品同质化严重，市场竞争激烈。

燃气壁挂炉市场在我国已发展了近 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，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（2021 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
宁波能源（600982.SH）	99.86	55.86	69.14	5.13	8.77	0.94
水发燃气（603318.SH）	29.75	50.05	26.08	0.76	10.61	2.17
天壕环境（300332.SZ）	82.77	54.48	20.52	1.93	28.06	2.19
西子洁能（002534.SZ）	139.41	71.21	65.78	4.70	21.30	8.24
双良节能（600481.SH）	89.91	72.66	38.30	3.40	27.84	0.92
宝成股份（831372.NQ）	5.31	97.76	4.32	0.05	13.67	0.32
华光环能（600475.SH）	196.48	56.78	83.77	8.62	19.87	9.50
万和电气（002543.SZ）	81.28	50.65	75.27	3.57	23.53	4.10
<b>迪森股份（300335.SZ）</b>	<b>30.22</b>	<b>50.58</b>	<b>12.49</b>	<b>-0.87</b>	<b>25.28</b>	<b>1.16</b>

资料来源：Wind 资评、公开资料，新世纪评级整理

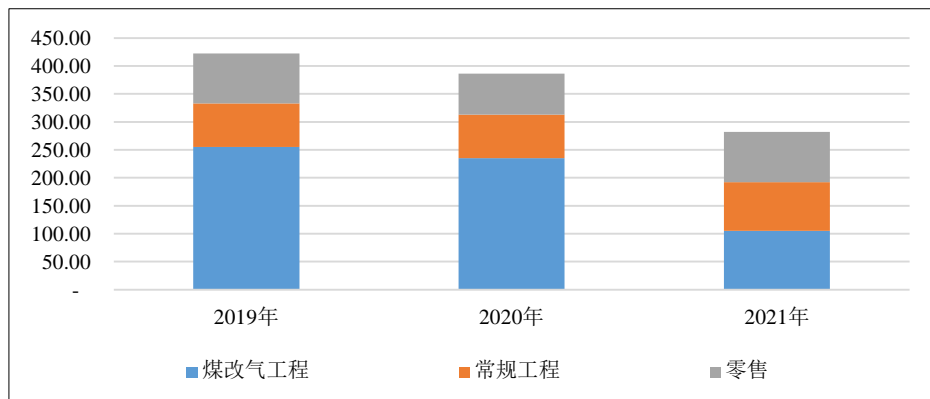
2017 年以来随着《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》等相关政策的实施，壁挂炉行业迎来增长爆发期。华北地区共计有可接驳农村用户约 4000-5000 万户，其中 2017 年新增“煤改气”用户约 300 万户。2017 年煤改气市场迎来爆发式增长，燃气壁挂炉销售量达 550 万台。但是在煤改气环保工程的大力推进下，华北地区出现大面气荒，并导致了天然气价格的大幅上升。为此，国内的煤改气工程做出了更科学的调整，煤改气的供给侧改革开启，“以气定改”成了国内天然气供应及服务商的未来发展指引。2018 年 2 月国家能源局发布的《2018 年能源工作指导意见》中指出，2018 年以京津冀及周边地区、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，壁挂炉销量有所下降，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。2019-2020 年，国内壁挂炉销售量有所反弹。

2021 年是我国清洁取暖政策《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》的最后一年，燃气壁挂炉国内销量出现较大幅度下滑。2019-2021 年，国内燃气式壁挂炉市场销量分别为 422.2 万台、386.5 万台和 282.0 万台，其中“煤改

气”项目安装量分别为 255.0 万台、235.0 万台和 105.0 万台，2021 年同比减少 55.3%。但非“煤改气”市场呈增长态势，2021 年市场出货量为 177.0 万台，同比增长 16.8%，较 2019 年增长 5.9%。从非“煤改气”细分领域看，2021 年我国壁挂炉常规工程市场出货量为 87 万台，同比增长 11.8%，常规工程市场的增长动力主要来自于南方精装配套项目，2021 年，江苏、浙江、安徽、湖北、四川等地的精装房配套市场进一步扩大，拉动了壁挂炉工程市场的上涨。目前按越来越多的品牌开始与房地产开发商进行战略集采合作，壁挂炉精装配套率进一步提升，预计由精装项目拉动的市场增长在未来几年仍将持续。同期壁挂炉零售市场出货量约 90 万台，同比增长 22.3%，较 2019 年小幅增长 1.2%，其中南方零售市场表现强劲，但仍面临房地产市场低迷与品牌竞争激烈等压力。2022 年第一季度受国内多地疫情散发影响，华东与北方的零售业务市场情况尚不明朗，西南地区零售业同比略有增长，推动力主要来自四川地区置换市场的启动。

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。补贴标准为省会城市 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。2022 年 3 月，财政部等四部门联合发布《2022 年北方地区冬季清洁取暖拟支持项目名单公示》，将 25 个项目确定为 2022 年大气污染防治资金支持的北方地区冬季清洁取暖项目。同时，北方多地也相继出台相应政策推动当地清洁取暖发展。黑龙江省提出，因地制宜推动清洁取暖和智慧供暖，实施清洁燃煤、煤改电、煤改气以及生物质、地热能、太阳能、风能、工业余热等供暖方式，到 2025 年实现全省清洁取暖率提高到 75%。内蒙古自治区明确稳步推进清洁取暖，坚持“宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜热则热”原则，大力推进热电联产集中供热，推广工业余热集中供热，科学推进“煤改电”，有序推进“煤改气”，减少取暖用煤需求，在热力管网无法达到的老旧城区、城乡结合部或生态环保要求较高区域，推广应用电锅炉、热泵、分散式电采暖；在呼和浩特、包头、鄂尔多斯推进清洁供暖示范城市建设，在蒙东地区加快探索高比例清洁能源电供暖示范，到 2025 年实现新增电供暖面积超过 2000 万平方米，清洁取暖覆盖率超过 80%。总体来看，虽然“煤改气”项目已经趋近尾声，但煤改清洁能源依然是国家实现“双碳”目标的重要举措，“煤改气”市场在 2021 年之后并不会“一刀切”，未来煤改清洁能源项目将更加注重因地制宜和合理规划。

图表 4. 燃气壁挂炉国内销量情况（单位：万台）



资料来源：公开资料，新世纪评级整理

2022年3月，住房和城乡建设部印发《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，提出提升绿色建筑发展质量、提高新建建筑节能水平、加强既有建筑节能绿色改造、推动可再生能源应用、实施建筑电气化工程等重点任务，并提出健全法规标准体系、落实激励政策保障、创新工程质量监管模式等保障措施。同时明确到2025年，要完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦以上，地热能建筑应用面积1亿平方米以上。

综上，虽国内壁挂炉市场仍面临许多挑战，但随着精装房配套市场的不断发展以及北方存量零售市场的积累，壁挂炉常规工程与零售渠道或将成为发展主力；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部分，未来仍有望迎来一定增长，但行业内竞争激烈。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司积极拓展零售渠道，促使C端商品与服务板块盈利水平有所提升，但受煤改气订单减少影响，该板块营收规模明显下滑，不能对期间费用等形成有效摊薄，加之公司为淘汰落后产能，对部分运营效率较低的B端运营业务计提减值与处置，资产减值损失与资产处置损失对公司盈利产生一定程度的拖累，2021年发生经营亏损。

跟踪期内，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，2021年部分B端运营项目产能逐步释放带动该业务收入规模有所增长。B端装备业务，跟踪期内仍由于2018年收购的迪森（常州）能源装备有限公司（原公司名迪森（常州）锅炉有限公司，2022年5月变更为现公司名，简称“迪森装备”）与公司下属子公司广州迪森热能设备有限公司（简称“迪森设备”）负责运营，跟踪期内收

入规模持续下降。C 端产品与服务方面，公司核心产品壁挂炉业务进入“后煤改气”时代，传统的壁挂炉行业的政策红利逐渐褪去，2021 年 C 端产品与服务业务收入同比明显下滑。此外，跟踪期内公司仍积极研发 C 端细分辐射空调产品，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		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计		14.61	15.63	12.49	2.09	3.10
其中：核心业务营业收入	金额	14.27	15.46	12.34	2.08	3.09
	占比	97.67	98.93	98.83	99.31	99.44
	毛利率	27.95	24.02	24.87	23.34	20.03
其中：（1）B 端运营	金额	6.25	6.31	6.67	1.51	1.84
	占比	42.81	40.38	53.40	71.99	59.32
	毛利率	30.51	22.66	21.36	20.52	20.21
（2）B 端装备	金额	2.19	2.18	1.97	0.27	0.43
	占比	15.00	13.95	15.77	12.76	13.97
	毛利率	20.34	18.10	15.02	20.33	13.70
（3）C 端产品与服务	金额	5.82	6.97	3.70	0.30	0.81
	占比	39.86	44.60	29.66	14.55	26.15
	毛利率	28.07	27.10	36.44	39.90	22.99

资料来源：迪森股份

跟踪期内，受煤改气订单量下降影响，2021 年该公司营业收入同比减少 20.07%至 12.49 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 53.40%、15.77%和 29.66%，受 C 端产品与服务业务订单减少影响，B 端运营成为公司最主要业务收入来源。2022 年第一季度，公司实现营业收入 2.09 亿元，同比减少 32.64%，主要系部分运营项目终止及煤改气订单数量减少所致。

#### A. B 端运营

该公司 B 端运营业务仍主要系以多种供能和节能设备（锅炉、发电机组、制冷机组）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，项目已覆盖食品饮料、制药、化工、五金等 20 多个行业。

跟踪期内受投资规划影响，该公司无新增 B 端运营订单。截至 2021 年末，公司已无处于施工期订单，处于运营期的订单数主要因合同到期较上年末减少 10 个至 34 个，该部分到期项目规模均较小。B 端运营项目仍主要包括成都世纪城新能源有限公司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；子公司杭州迪大清洁能源有限公司（简称“杭州迪大”）运营项目：为板桥生物综合化园区集中供热服务；梅州迪森生物质能供热有限公司运营项目：梅州生物质集中供热项目等。上述项目运营合同均为长期合同。

收入端，受益于板桥生物综合化集中供热项目与梅州生物质集中供热项目经营情况改善，2021年该公司B端运营业务收入同比增长5.72%至6.67亿元。成本端，为应对大宗商品价格上行对该业务带来的冲击，2021年下半年公司积极与各运营园区内客户订立新的燃料价格确定合同（简称“新价格合同”），新价格合同明确B端运营项目燃料价格不再实行单一的固定模式，而采用价格联动机制调节燃料成本波动。受此影响，跟踪期内公司B端运营业务毛利率受大宗商品价格影响相对较小，2021年该业务毛利率同比下降1.30个百分点至21.36%。2022年第一季度，公司亦无新增B端运营订单，当期实现B端运营收入同比减少18.24%至1.51亿元，降幅系部分供热项目终止所致，同期毛利率为20.52%，与上年同期基本持平。

**图表 7. 2021 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	--	20	1.50
BOO	0	--	0	--	14	5.08
合计	0	--	0	--	34	6.58 <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（即“迪森装备”），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，迪森装备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，公司将在迪森装备的基础上，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”，进一步扩充公司能源装备产品的产能，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，2021年该项目投入0.37亿元，截至2021年末一期厂房已建成并投入使用，二期厂房部分仍在建，期末项目建设进度已达到59.10%。

2021年，该公司B端装备业务仍按照以销定产业务模式开展，当年生产量与销售量分别为667台和644台，期末库存量为40台。当年B端装备销售量同比增长3.70%，收入及毛利率分别同比下降9.63%和3.08个百分点至1.97亿元和15.02%，其中收入降幅系当年销售产品规格相对较小所致，毛利率降幅系原材料价格上涨所致。2022年第一季度，公司B端装备业务收入同比减

<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。

少 38.46%至 0.27 亿元，毛利率同比提升 6.63 个百分点至 20.33%<sup>4</sup>。

**图表 8. 近年来公司 B 端装备生产与销售情况（单位：台）**

项目	2019 年/末	2020 年/末	2021 年/末
销售量	635	621	644
生产量	514	621	667
库存量	17	17	40

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”）。截至 2022 年 3 月末，公司共拥有 3 条自动化壁挂炉生产线与 2 条智能化壁挂炉生产线，跟踪期内未发生变化。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）。

跟踪期内，该公司以“小松鼠”家用壁挂炉与“劳力特”热泵为主要销售产品，并积极研发辐射空调产品。辐射空调项目由下属子公司广州维瓦尔第环境技术有限公司负责运营，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。此外，受国家加大对煤改电支持力度影响，2022 年以来公司积极拓展热泵产品更新及生产、销售业务，2022 年 4 月公司进一步成立子公司广州市迪森暖通科技有限公司，从而进一步增加热泵产品产量可对公司原有热泵产品提供较好补充。

受煤改气订单销售量下降，2021 年该公司壁挂炉销售量同比大幅减少 44.84%至 162764 台，生产量同比减少 36.61%至 173961 台，叠加公司逐步回归传统零售渠道，备货量有所增长，使得当年库存量同比增长 75.96%。当年 C 端产品与服务实现收入同比减少 46.85%至 3.70 亿元，毛利率同比提升 9.34 个百分点至 36.44%，主要系壁挂炉煤改气订单下滑，而该类订单存在产品功能同质化、出货量大，具有批发性质，产品售价偏低的特点，因此非煤改气壁挂炉订单的毛利率普遍高于煤改气订单的毛利率，同时叠加壁挂炉产品工艺改进及其他舒适家居产品的毛利率较高所致。2022 年第一季度，公司 C 端产品与服务板块实现收入同比减少 62.50%至 0.30 亿元，业务毛利率同比提升 16.91 个百分点至 39.90%。

**图表 9. 近年来公司壁挂炉销售与生产情况（单位：台）**

项目	2019 年/末	2020 年/末	2021 年/末
销售量	237771	295089	162764

<sup>4</sup> 2022 年第一季度该公司 B 端装备业务收入主要为售后维修、售后改造和售后服务等收入，上述业务收入对应成本主要为售后人员的人工成本，因此毛利率相对较高。

项目	2019 年/末	2020 年/末	2021 年/末
生产量	223525	274449	173961
库存量	35381	14741	25938

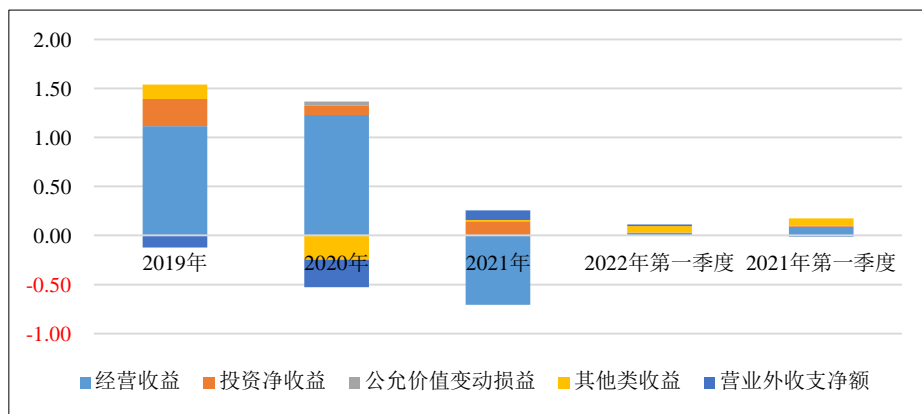
资料来源：迪森股份

#### 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 日至 2038 年 12 月 31 日对外租赁，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，拟最晚于 2022 年 8 月前完工，截至 2022 年 3 月末已累计投资 1.87 亿元。2020 年 11 月，公司董事会审议通过了《关于签署物业租赁合同的议案》，公司与参股公司大湾国创（广州）投资发展有限公司（简称“大湾国创”）签署物业租赁协议，公司将孵化园二期物业 5 栋厂房（含该地块上建筑物及停车位）出租给大湾国创，租赁期限 17 年，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%，合同金额约 9.20 亿元。2019-2021 年，公司分别实现租金收入 0.02 亿元、0.03 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

受煤改气订单大幅减少、大宗商品价格上涨以及该公司对部分低效益及落后产能项目计提减值等因素影响，2021 年公司出现经营亏损，当年经营收益同比减少 1.94 亿元至-0.71 亿元，其中计提的资产减值损失为 1.48 亿元，同比上年的 0.14 亿元大幅扩大。受季节周期性因素影响，2022 年第一季度公司总体盈利规模较小，主要来源于经营收益与其他收益。

2021年及2022年第一季度,该公司期间费用分别同比下降2.36%和11.18%至2.27亿元和0.45亿元;受营收规模减少影响,同期期间费用率分别同比上升3.30个百分点和5.24个百分点至18.19%和21.68%。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12.36%和11.56%至0.63亿元和0.12亿元,降幅主要系市场宣传费与销售运输装卸费减少;同期管理费用分别同比增长10.48%和减少18.65%至0.83亿元和0.15亿元,2021年增幅系部分项目停工期间的折旧费用计入管理费用所致。

**图表 11. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入合计(亿元)	14.61	15.63	12.49	2.09	3.10
毛利(亿元)	4.21	3.82	3.16	0.50	0.63
其中: B端运营(亿元)	1.91	1.43	1.42	0.31	0.37
B端装备(亿元)	0.45	0.39	0.30	0.05	0.06
C端产品与服务(亿元)	1.63	1.89	1.35	0.12	0.19
期间费用率(%)	20.28	14.89	18.19	21.68	16.44
其中: 财务费用率(%)	3.92	3.09	3.36	5.28	4.18
全年利息支出总额(亿元)	0.61	0.51	0.45	--	--

资料来源:根据迪森股份所提供数据整理

2021年,该公司盈利一定程度上受到减值及资产处置拖累。当年公司确认信用减值损失0.18亿元,主要为融资租赁款坏账损失;确认资产减值损失1.48亿元,主要为对其他运营效率较低的B端运营项目计提减值所致,该部分减值计提相对集中,但仍需关注后续减值可能性;同期公司实现资产处置损失0.05亿元,系对运营效率低下且规模较小的B端运营项目进行处置。此外,当年公司发生营业外支出0.06亿元,主要为部分B端运营项目资产报废损失;发生营业外收入0.15亿元,主要为无需支付的款项与赔偿款。受益于政府给予相关各项支持补贴,当年实现其他收益0.24亿元。

总体来看,受煤改气订单大幅减少、原材料价格上涨与处置落后产能项目影响,2021年该公司首次出现亏损。当年公司实现净利润同比减少1.31亿元至-0.87亿元。2022年第一季度公司实现净利润0.09亿元,同比减少20.77%。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%,采购价格与大宗商品贸易价格密切相关。本评级机构将持续关注大宗商品市场环境变化与煤改气市场政策变化对公司经营影响。

### (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、迪森家居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 2022 年 3 月末，B 端供能装置和供气站合计已投资 4.42 亿元，项目总体已基本完工；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 2.80 亿元，资金来源主要为自有资金及自筹资金。

**图表 12. 截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资额	截至 2022 年 3 月末 已投资额	2022 年 4 月-2023 年 12 月计划投资额
重要 B 端供能装置	49332.72	44171.57	5161.15
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	14622.11	18580.47
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	1062.55	21524.96
迪森孵化园项目	28000.00	18652.81	9347.19
辐射空调项目	500.00	410.11	89.89
<b>合计</b>	<b>133622.81</b>	<b>78919.14</b>	<b>54703.67</b>

资料来源：迪森股份

## 管理

跟踪期内，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，公司组织架构、部门设置与主要管理制度均未发生重大变动。

该公司 2021 年 4 月 30 日发布《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》，公告称常厚春先生、李祖芹先生与马革先生已续签《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。截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 372,950,155 股，上述三位股东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。

跟踪期内，该公司组织架构与部门设置未发生变动。公司组织架构情况详情见附件二。

根据该公司于 2021 年 10 月 28 日发布的《广州迪森热能技术股份有限公司关于聘任证券事务代表的公告》，董事会同意聘任麦良芳女士为公司证券事务代表，任期自本次董事会审议通过之日起至第七届董事会届满之日止。2022 年 4 月 12 日，公司发布《广州迪森热能技术股份有限公司关于董事会换届选举的公告》，公司董事会同意提名常厚春先生、李祖芹先生、马革先生、耿生斌先生、钱艳斌先生和黄博先生为第八届董事会非独立董事候选人，提名孔小文女士、刘善仕先生和黄浩先生为第八届董事会独立董事候选人，陈燕芳女士、戴小鹏先生、黄德汉先生、高新会先生和饶静女士将不再担任公司董

事职务。同时，根据《广州迪森热能技术股份有限公司关于监事会换届选举的公告》，公司监事会同意提名梁艳纯女士和韩耀华先生为第八届监事会非职工代表监事候选人，张包先生将不再担任公司监事职务。2022年4月28日，公司发布《广州迪森热能技术股份有限公司关于董事会、监事会完成换届选举并聘任高级管理人员、证券事务代表及审计部负责人的公告》，公司于当日完成董事会与监事会换届，同时聘任马革先生为总经理，耿生斌先生为副总经理，余咏芳女士为副总经理与董事会秘书，戴小鹏先生为财务总监，刘彦先生为审计部负责人，麦良芳女士为证券事务代表，任期三年。

2022年4月29日，该公司发布《广州迪森热能技术股份有限公司关于公司核心合伙人2号持股计划出售完毕暨计划终止的公告》，公告披露公司于2016年实施的核心合伙人2号持股计划于2022年4月30日届满，所持有的公司股票通过集中竞价交易的方式全部出售完毕，核心合伙人2号持股计划实施完毕并终止，目前公司已完成相关资产清算和财产分配工作。

关联交易方面，2021年，该公司向关联方出售商品、提供劳务合计0.21亿元，主要为向河南迪森暖通设备有限公司销售货物0.15亿元和大湾国创(广州)投资发展有限公司提供租赁服务0.03亿元；向关联方采购商品、接受劳务合计0.02亿元，主要为中山诺普热能科技有限公司采购原材料。2021年末，公司应收关联方款项余额为0.29亿元，应付关联方款项余额为0.06亿元。总体来看，公司关联交易规模较小，风险可控。

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2022年4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	公司本部	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022.04.27	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.05.11	无	无

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。

## 财务

跟踪期内，该公司继续推进募投项目与孵化园二期项目建设，负债规模有所上升，叠加经营亏损导致所有者权益减少，财务杠杆水平亦有所上升。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

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2021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。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业

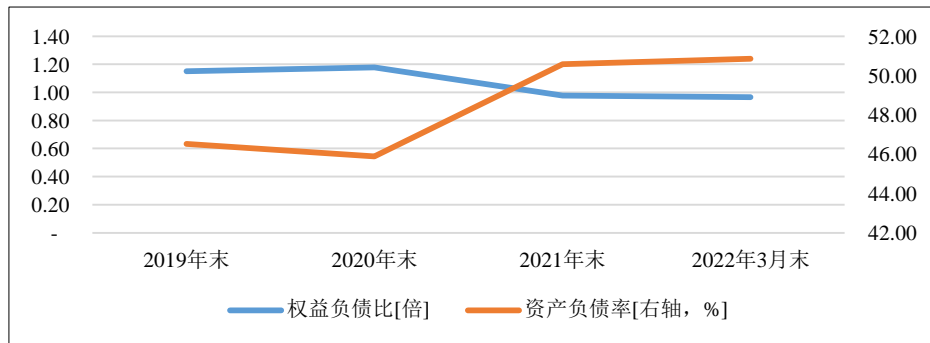
会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》的相关规定编制。

2021年，该公司注销融安迪森生物质能供热有限公司和上广州迪森清洁能源投资有限公司2家子公司，同时分别出售将乐县积善节能科技有限公司（简称“积善节能”）和湖南迪兴中悦达新能源有限公司60%和36%的股权，股权出售后上述2家子公司不再纳入公司合并范围。此外，云南迪能能源科技有限责任公司（简称“云南迪能”）受少数股东增资影响，公司失去对其控制权。截至2022年3月末，公司合并范围内子公司共36家。

## 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

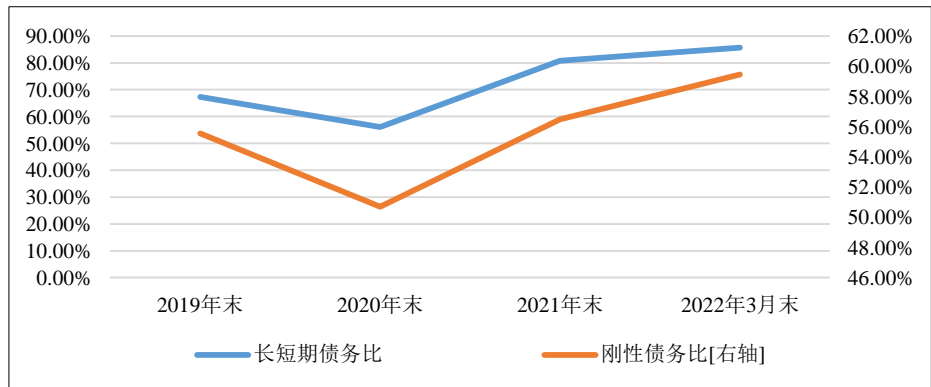


资料来源：根据迪森股份所提供数据绘制

跟踪期内，随着募投项目与孵化园二期项目建设推进，该公司负债规模有所上升，2021年末及2022年3月末，负债总额分别较上年末小幅增长0.55%和1.76%至15.28亿元和15.55亿元，同期末资产负债率分别较上年末上升4.69个百分点和0.29个百分点至50.58%和50.86%。

2021年末及2022年3月末，该公司所有者权益分别为14.94亿元和15.03亿元，2021年末较上年末减少16.67%，一方面系公司经营亏损致使未分配利润减少，另一方面系公司丧失对云南迪能控制权致使少股股东权益减少。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31.33%和31.33%，占比相对以前年度有所下降，主要系经营亏损所致，但仍相对较高。2021年公司对2020年现金分红总额为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）。根据公司2022年4月27日发布的《广州迪森热能技术股份有限公司关于2021年度拟不进行利润分配的专项说明》，由于2021年实现的可供分配利润为负，公司决定2021年度拟不进行利润分配。

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	8.76	7.70	8.63	9.25
应付账款 (亿元)	3.35	3.94	3.22	2.83
合同负债 (亿元)	--	0.82	0.89	1.02
其他应付款 (亿元) <sup>5</sup>	1.17	1.05	0.70	0.80
刚性债务占比 (%)	55.55	50.69	56.49	59.45
应付账款占比 (%)	21.26	25.95	21.06	18.17
合同负债占比 (%)	--	5.40	5.84	6.54
其他应付款占比 (%)	7.42	6.88	4.57	5.13

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，2021 年末及 2022 年 3 月末，长短期债务比分别为 80.82% 和 85.65%，2021 年末较上年末上升 24.71 个百分点，主要系长期借款规模扩大所致。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，2021 年末占负债总额的比重分别为 56.49%、21.06%、5.84% 和 4.57%。2021 年末，刚性债务余额为 8.63 亿元，较上年末增长 12.06%；应付账款余额为 3.22 亿元，较上年末减少 18.40%，主要包括应付货款与工程设备款，降幅系部分应付货款结算所致；合同负债余额较上年末增加 0.07 亿元至 0.89 亿元，主要为预收货款。此外，其他应付款余额较上年末减少 33.21% 至 0.70 亿元，主要包括押金、保证金及应付单位款，降幅系代收代付款项与应付单位款减少所致。2022 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>3.27</b>	<b>3.02</b>	<b>2.61</b>	<b>2.86</b>
其中：短期借款	2.31	1.97	1.98	2.56
一年内到期的长期借款	0.69	0.53	0.26	0.26
应付票据	0.25	0.49	0.32	0.04
其他短期刚性债务	0.02	0.02	0.04	--
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>5.49</b>	<b>4.68</b>	<b>6.03</b>	<b>6.39</b>
其中：长期借款	0.97	0.40	1.20	1.49
应付债券	4.52	4.29	4.83	4.90

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）

<sup>5</sup> 其他应付款中不包括应付利息与应付股利。

跟踪期内,该公司刚性债务仍以中长期为主。2021年末及2022年3月末,中长期刚性债务占比分别为69.82%和69.09%。从刚性债务构成来看,公司刚性债务仍以应付债券和银行借款为主。2021年末及2022年3月末,应付债券余额分别为4.83亿元和4.90亿元,占刚性债务的比重分别为55.97%和53.01%。跟踪期内,公司为推进孵化园二期项目建设增加长期借款规模,同期末长期借款余额分别为1.20亿元和1.49亿元,以抵押借款为主,分别较上年末增长201.94%和24.32%;短期借款余额分别为1.98亿元和2.56亿元,分别较上年末增长0.39%和29.38%,以质押借款与抵押借款为主。

### 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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
营业收入现金率(%)	110.00	92.64	110.87	140.60	100.57
业务现金收支净额(亿元)	5.33	4.26	1.49	-0.11	-0.05
其他因素现金收支净额(亿元)	-1.04	-1.16	-0.33	-0.04	-0.38
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	4.29	3.10	1.16	-0.15	-0.43
EBITDA(亿元)	2.87	2.27	1.06	--	--
EBITDA/刚性债务(倍)	0.34	0.28	0.13	--	--
EBITDA/全部利息支出(倍)	4.75	4.50	2.34	--	--

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。

跟踪期内受煤改气订单下滑影响,2021年及2022年第一季度,该公司销售商品、提供劳务收到的现金规模分别同比下降4.33%和5.82%至13.85亿元和2.94亿元,营业收入现金率分别为110.87%和140.60%,同时叠加大宗商品价格上涨,同期公司业务现金收支净额分别同比减少2.77亿元和0.06亿元至1.49亿元和-0.11亿元。受此影响,同期公司经营活动现金净流量分别为1.16亿元和-0.15亿元。

跟踪期内受经营亏损影响,该公司EBITDA主要来自于固定资产折旧与列入财务费用的利息支出。2021年公司EBITDA为同比下降53.24%至1.06亿元,主要系利润总额同比减少1.29亿元至-0.45亿元所致。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0.13倍和2.34倍。

#### (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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	0.48	0.01	0.30	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	-1.01	-0.68	-1.79	-0.63	-0.28

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.22	0.26	0.001	-1.36	-1.15
投资环节产生的现金流量净额	-0.75	-0.41	-1.49	-1.98	-1.41

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

跟踪期内，随着募投项目的正常建设与孵化园二期项目的推进，该公司工程项目的资本性支出规模有所增加，2021年及2022年第一季度，公司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额规模分别为1.79亿元和0.63亿元。此外，同期其他因素对投资环节现金流量净额分别为0.001亿元和-1.36亿元，2022年第一季度净流出主要系公司利用闲置资金购买理财产品所致。综合上述影响，2021年及2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净流出分别为1.49亿元和1.98亿元。

### (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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
权益类净融资额	-0.58	-0.86	-1.75	--	0.002
债务类净融资额	1.20	-1.19	0.49	0.79	-0.99
分配股利、利润或偿付利息的支出	1.34	1.02	1.96	0.08	0.57
其中：分配股利/利润支出	0.68	0.90	1.84	--	--
其他筹资活动收支净额	-3.40	-0.33	-0.06	0.13	--
筹资环节产生的现金流量净额	-2.78	-2.37	-1.32	0.92	-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满足其融资需求，2021年公司权益类净融资额为-1.75亿元，主要为子公司向少数股东分配股利所致。2021年及2022年第一季度，债务类净融资额分别为0.49亿元和0.79亿元，同期公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-1.32亿元和0.92亿元。

## 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	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.32	15.02	12.84	12.93
	42.25	45.35	42.49	42.30
其中：货币资金（亿元）	5.51	5.80	4.28	2.95
应收账款（亿元）	3.58	3.72	3.46	3.44
存货（亿元）	1.86	1.73	2.14	2.18
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	19.57	18.10	17.38	17.64
	57.75	54.65	57.51	57.70
其中：长期应收款（亿元）	1.51	0.59	0.82	0.72
投资性房地产（亿元）	1.44	1.53	2.74	3.14
固定资产（亿元）	8.79	9.98	7.65	7.57
在建工程（亿元）	1.50	0.31	0.35	0.45
无形资产（亿元）	1.28	1.25	1.18	1.17
商誉（亿元）	3.05	3.01	3.01	3.01
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.48	0.77	2.01	1.68
受限资产账面余额/总资产（%）	4.37	2.31	6.65	5.49

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

跟踪期内，该公司资产规模总体有所收缩，2021 年末资产总额较上年末减少 8.77% 至 30.22 亿元，2022 年 3 月末资产总额较上年末小幅增长 1.19% 至 30.58 亿元。公司资产仍以非流动资产为主，2021 年末及 2022 年 3 月末非流动资产占比分别为 57.51% 和 57.70%。

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、无形资产、在建工程和商誉构成。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”）和安徽池州瑞恩能源有限公司等，2021 年末较上年末增加 0.22 亿元至 0.82 亿元，主要系积善节能出表<sup>6</sup>以及河北朗天融资租赁款增加所致，关注公司应收融资租赁款回收质量。同期末投资性房地产为 2.74 亿元，较上年末增长 79.51%，主要系孵化园二期项目建设进度推进所致；固定资产为 7.65 亿元，较上年末减少 23.36%，主要系折旧以及对部分 B 端运营项目计提减值与股权转让综合影响所致；无形资产较上年末减少 5.85% 至 1.18 亿元，降幅主要系摊销所致；在建工程余额为 0.35 亿元，较上年末增长 15.20%，主要系募投项目持续投入所致。此外，2021 年末公司商誉为 3.01 亿元，仍主要来自于成都世纪新能源有限公司（简称“世纪新能源”）的合并，较上年末小幅减少 0.08%，主要系积善节能出表后终止确认对其形成的商誉所致，未来仍需关注商誉减值风险。截至 2022 年 3 月末，非流动资产较上年末小幅增长 1.54% 至 17.64 亿元，构成方面未发生重大变动。

截至 2021 年末，该公司流动资产较上年末减少 14.51% 至 12.84 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 4.28 亿元，较上年末减少 26.17%，主要系投入募投项目以及现金分红所致，其中受限货币资金 0.35 亿元，主要为保证金与诉讼冻结款。应收账款较上年末减少 6.80% 至 3.46 亿元，期末前五名客户应收账款占比 28.12%，集中度尚可；按年限看，一年以内占比为 75.75%。存货较上年末增长 23.97% 至 2.14 亿元，增幅主要系 C 端业务逐步回归传统零售渠道增加备货所致，2021 年公司对存货计提跌价损失 0.08 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司流动资产较上年末小幅增长 0.72% 至 12.93 亿元，其中货币资金较上年末减少 31.02% 至 2.95 亿元，主要系公司购买理财产品所致，同期末交易性金融资产较上年末增加 1.34 亿元。除上述外，同期末流动资产未发生重大变动。

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、投资性房地产和无形资产。截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 1.68 亿元，占期末资产总额的比重为 5.49%。

## 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	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	152.01	154.27	151.92	154.39

<sup>6</sup> 该公司下属子公司苏州迪森能源技术有限公司（简称“苏州迪森”）2021 年 9 月转让积善节能 60% 股权，积善节能由子公司转变为关联方，原苏州迪森应收积善节能 0.11 亿元款项列入长期应收款。

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
现金比率	61.02	63.06	58.87	59.10
短期刚性债务现金覆盖率	175.92	203.20	191.00	173.22

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理

2021 年末，该公司资产流动性指标较 2020 年末略有下降，2021 年末流动比率、现金比率分别较上年末降低 2.35 个百分点和 4.19 个百分点至 151.92% 和 58.87%。2021 年末与 2022 年 3 月末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 191.00% 和 173.22%，现金类资产仍可对短期刚性债务形成较好保障。

## 6. 表外事项

截至 2021 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，2019-2021 年分别实现净利润为 0.89 亿元、0.51 亿元和 0.52 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。2021 年，本部实现营业收入 1.29 亿元，同比减少 33.70%。当年末本部资产总额较上年末增长 7.82% 至 21.74 亿元，所有者权益为 12.26 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 10.20 亿元，与上年末基本持平。2021 年末，本部负债总额为 8.88 亿元，较上年末增长 22.15%，资产负债率为 42.03%，较上年末 4.93 个百分点。本部负债以非流动负债为主，2021 年末占负债总额比重为 69.88%，主要为应付债券；2021 年本部经营活动、投资活动及筹资活动现金流净额分别为 -0.22 亿元、0.23 亿元和 -0.17 亿元。2022 年 3 月末，本部资产规模较上年末增长 5.04% 至 22.21 亿元，负债规模较上年末增长 12.85% 至 10.03 亿元，资产负债率为 45.15%，较上年末上升 3.12 个百分点。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。2021 年 6 月 8 日，转股价格向下调整至 6.89 元/股；2022 年 5 月 18 日，转股价格向下调整至 4.58 元/股。截至 2022 年 5 月末，迪森股份股价为 4.75 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 2022 年 3 月末，该公司从各大金融机构获得的授信总额为 8.45 亿元，已使用授信 3.37 亿元，尚可使用的授信额度为 5.08 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	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	8.45	3.37	5.08
其中：大型国有金融机构（亿元）	4.15	2.95	1.20
大型国有金融机构占比（%）	49.11	87.55	23.57

资料来源：根据迪森股份所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

## 跟踪评级结论

跟踪期内，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，公司组织架构、部门设置与主要管理制度均未发生重大变动。

跟踪期内，该公司积极拓展零售渠道，促使 C 端商品与服务板块盈利水平有所提升，但受煤改气订单减少影响，该板块营收规模明显下滑，加之公司为淘汰落后产能，对部分运营效率较低的 B 端运营业务计提减值与处置，资产减值损失与资产处置损失对公司盈利产生一定程度的拖累，公司出现经营亏损。

跟踪期内，该公司继续推进募投项目与孵化园二期项目建设，负债规模

有所上升，叠加经营亏损导致所有者权益减少，财务杠杆水平亦有所上升。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的主体信用等级由 AA<sup>-</sup>/稳定调整为 AA<sup>-</sup>/负面；维持“迪森转债” AA<sup>-</sup>债项等级。上述决定主要基于以下几点考虑：

1、跟踪期内，受大宗商品价格上行影响，迪森股份盈利能力进一步承压；同时受煤改气订单数下降影响，公司 C 端壁挂炉销量大幅下滑，加之 2021 年公司对部分运营不良的 B 端运营项目计提减值与处置，资产减值损失对盈利进一步拖累并出现经营亏损。2019-2021 年及 2022 年第一季度，净利润分别为 1.29 亿元、0.44 亿元、-0.87 亿元和 0.09 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有所下滑，2019-2021 年分别实现净利润为 0.89 亿元、0.51 亿元和 0.52 亿元，世纪新能源存在一定的商誉减值风险。

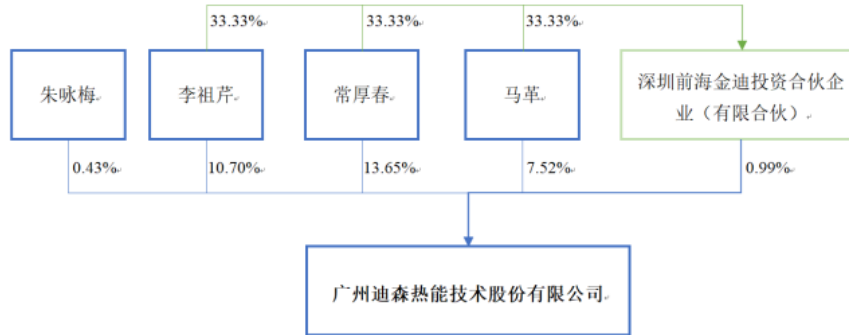
3、近年来，迪森股份股价大幅下跌，截至 2022 年 3 月末仅转股 0.71 亿元，同年 5 月公司向下修正转股价格为 4.58 元/股，未来转股不确定性仍较高。

4、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。

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）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）B 端业务运营稳定性；（6）原材料价格波动情况；（7）迪森转债募投项目推进情况；（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：

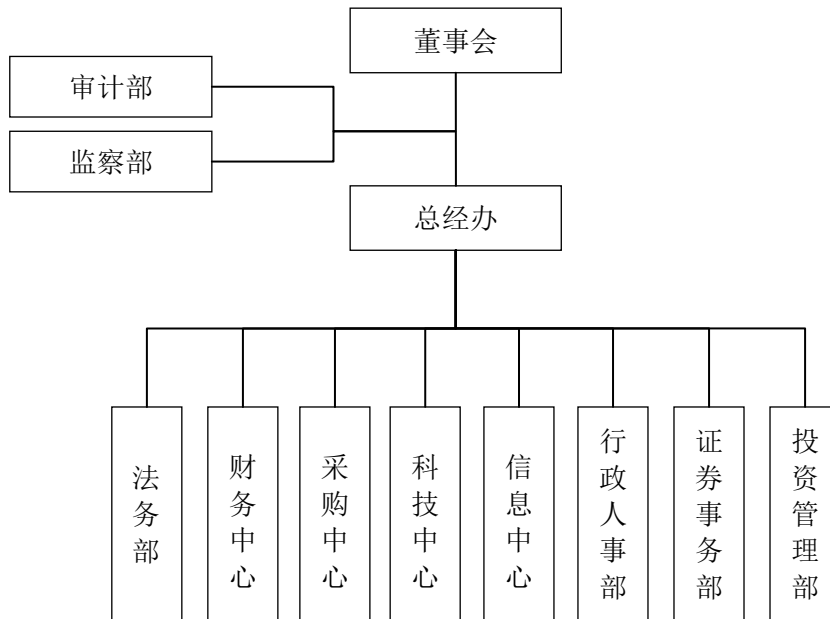
公司与实际控制人关系图



注：根据迪森股份提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	经营环节现金净流量	
广州迪森热能技术股份有限公司	迪森股份	公司本部	--	B端运营	21.14	12.26	1.29	0.72	-0.22	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	舒适家居产品的研发、生产、销售	8.57	4.28	3.75	0.61	-0.37	
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、冷热电三联供	2.07	1.33	2.64	0.52	2.86	
迪森(常州)能源装备有限公司	迪森装备	核心子公司	100.00	工商业锅炉、能源装备的研发、生产、销售	3.68	0.53	1.75	-0.16	-0.03	

注：根据迪森股份2021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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	33.89	33.12	30.22	30.58
货币资金 [亿元]	5.51	5.80	4.28	2.95
刚性债务[亿元]	8.76	7.70	8.63	9.25
所有者权益 [亿元]	18.12	17.92	14.94	15.03
营业收入[亿元]	14.61	15.63	12.49	2.09
净利润 [亿元]	1.29	0.44	-0.87	0.09
EBITDA[亿元]	2.87	2.27	1.06	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.29	3.10	1.16	-0.15
投资性现金净流入量[亿元]	-0.75	-0.41	-1.49	-1.98
资产负债率[%]	46.52	45.89	50.58	50.86
权益资本与刚性债务比率[%]	206.95	232.63	172.99	162.53
流动比率[%]	152.01	154.27	151.92	154.39
现金比率[%]	61.02	63.06	58.87	59.10
利息保障倍数[倍]	3.34	2.66	0.00	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	160.80	140.71	180.55	—
毛利率[%]	28.81	24.42	25.28	23.83
营业利润率[%]	10.53	7.16	-4.40	4.54
总资产报酬率[%]	5.92	4.01	0.00	—
净资产收益率[%]	7.51	2.44	-5.32	—
净资产收益率*[%]	5.67	3.01	-5.54	—
营业收入现金率[%]	110.00	92.64	110.87	140.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.68	32.32	12.79	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	20.82	17.35	-2.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.75	4.50	2.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.28	0.13	—

注：表中数据依据迪森股份经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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	10
		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	报告链接
主体评级	历史首次评级	2018年06月04日	AA/稳定	李育、林贇婧	<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06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>
	评级结果变化	2021年06月25日	AA/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>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年06月25日	AA/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>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年06月24日	AA/负面	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>	-
迪森转债	历史首次评级	2018年06月04日	AA	李育、林贇婧	<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	2021年06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>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年06月24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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。