



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪316号

湖南艾华集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”债项信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十九日

湖南艾华集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券		
债券简称	艾华转债		
债券代码	113504.SH		
发行主体	湖南艾华集团股份有限公司		
发行规模	人民币 6.91 亿元		
存续期限	6 年期，2018/03/02—2024/03/01		
上次评级时间	2018/06/11		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

艾华集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	18.18	18.70	20.97	21.57
总资产（亿元）	22.85	23.31	33.14	32.71
总债务（亿元）	1.25	0.77	8.08	7.73
营业总收入（亿元）	15.54	17.93	21.66	5.24
营业毛利率（%）	34.88	33.88	30.34	26.79
EBITDA（亿元）	3.68	4.17	4.65	-
所有者权益收益率（%）	14.51	15.64	14.27	10.84
资产负债率（%）	20.43	19.77	36.71	34.06
总债务/EBITDA（X）	0.33	0.19	1.74	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	17.52	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

郭敏平 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 29 日

基本观点

跟踪期内，湖南艾华集团股份有限公司（以下简称“艾华集团”或“公司”）持续推进产能扩张，产品继续向高端和高性能电容器升级，同时加大新产品新应用领域的研发投入，保持其领先的行业地位及较强的产品竞争力。同时，公司积极拓展市场，进一步优化产品及客户结构，实现收入规模稳健增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临的市场竞争加剧、原材料价格波动风险以及未来资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持艾华集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 市场地位稳固。跟踪期内，公司产品向高端和高性能电容器升级，同时加大新产品新应用领域的研发投入，2018 年节能照明用铝电解电容器产销量全球市场占有率继续排名第一，消费电子用铝电解电容器与工业用铝电解电容器亦占据较大市场份额，品牌影响力及市场地位稳固。
- 收入规模保持增长。2018 年公司持续推进产能扩张，积极拓展市场，进一步优化产品及客户结构。2018 年和 2019 年一季度公司营业收入同比增速分别为 20.81% 和 22.73%，收入规模保持增长趋势。
- 财务结构稳健，获现能力良好。尽管 2018 年公司债务融资规模及负债水平有所上升，但财务杠杆比率仍维持较低水平，财务结构保持稳健。同时，公司保持良好的获现能力，2018 年 EBITDA 规模和经营性现金流分别为 4.65 亿元和 2.30 亿元，同比分别增长 13.32% 和 35.41%，对债务利息偿付的保障程度增强。

关 注

- 市场竞争风险。公司所属铝电解电容器行业市场化程度较高，下游需求较大，但受日本厂商挤占较大市场份额及行业加速洗牌的影响，行业竞争加剧，公司面临的经营压力上升。
- 原材料价格波动风险。受环保限产影响，公司上游铝箔等材料采购价格上涨，成本控制压力加大。2018 年公司营业毛利率同比下降 3.55 个百分点，为 30.34%；2019 年一季度毛利率进一步下降至 26.79%，中诚信证评对原材料价格波动及其对公司业务获利空间的影响予以关注。
- 资本支出压力。公司持续推进铝电解电容器升级及扩产项目、牛角式铝电解电容器扩产项目、叠层片式固态铝电解电容器生产项目和新疆中高压化成箔生产线扩产项目的建设，计划总投资 11.20 亿元，其中本次可转债已募集资金总额 6.77 亿元，剩余部分须由公司自筹。截至 2018 年末公司针对以上项目已累计投入 2.42 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]2350号文核准，湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“本次债券”）的规模为6.91亿元。本次债券的期限为发行之日起6年，票面利率第一年为0.30%、第二年为0.50%、第三年为1.00%、第四年为1.50%、第五年为1.80%、第六年为2.00%，债券简称“艾华转债”，艾华转债于2018年3月23日起在上海证券交易所挂牌交易，债券代码为“113504”，本次募集资金扣除发行费用后拟用于生产项目及扩产项目的建设。湖南艾华集团股份有限公司（以下简称“艾华集团”或“公司”）于2018年3月8日收到本次债券募集资金净额677,069,716.98元（募集资金691,000,000.00元扣除支付的发行费用13,930,283.02元后的净金额），截至2018年末已使用242,488,703.43元。

行业关注

随着电子信息产业快速发展，以及新型应用领域带动，铝电解电容器产业快速增长，但国产制造仍集中于中低端产能，高端电容产品及部分原材料仍需进口，对电容器国产替代提出更高要求。

电容器是三大基础被动电子元器件（电阻、电容及电感器）之一，在电子元器件产业中占有重要的地位，是电子线路中必不可少的元器件之一，约占全球被动电子元器件市场的56%。电容器是一种由两片接近并相互绝缘的导体制成的储存电荷的元器件，在电路中主要用于调谐、滤波、耦合、旁路和能量转换等。

电容器根据电介质的不同主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器四大类，其中铝电解电容器具有单位体积CV值高和性价比高等显著优点，占据30%以上的电容器市场份额，可广泛应用于消费类电子产品、通信产品、电脑及周边产品、仪器仪表等，且随着新能源及新能源汽车、变频技术等新型产业的发展，其所占比例有上升的趋势。

全球铝电解电容器应用领域分布为消费性电

子产品占45%、工业占23%、资讯占13%、通信占7%、汽车占5%及其他占7%。消费类铝电解电容器主要用于节能照明、电视机、显示器、计算机及空调等消费类市场；工业类铝电解电容器主要用于工业和通讯电源、专业变频器、数控和伺服系统、风力发电及汽车等工业领域。近年来，随着电子信息行业的快速发展，数码电子产品的更新换代速度越来越快，以平板电视、笔记本电脑、智能手机等产品为主的消费类电子产品产销量持续增长；在变频技术广泛应用的领域，风力发电、太阳能发电、电动汽车为代表的绿色能源领域，以及新型通讯设施应用领域带动了铝电解电容器产业快速增长。

据前瞻产业研究院发布的《中国电容器行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2012~2017年，全球电容器市场规模由173亿美元扩至209亿美元，复合年均增长率保持3.84%的稳定增长，而我国在此期间的电容市场规模则由726亿元增至987亿元，复合年均增长率约6.33%，高于世界平均水平。预计未来随着行业向中高端市场转移，我国铝电解电容器市场规模将保持较快的增长速度，到2023年我国铝电解电容器的市场规模将达到360亿元。

目前全球电容产业格局由日本、美国、中国主导，其中日本处于领先地位，垄断高端元器件，在电解电容、陶瓷电容和薄膜电容等行业均具备最强实力。全球前五大铝电容器厂商有四家是日本企业，分别为Nippon Chemi-con、Nichicon、Rubycon和Panasonic，在产品基础材料方面形成了较高的技术壁垒，同时在制作工艺和产业布局方面具有积累优势，合计市场份额超过50%。目前，全球电容器市场形成了集中度较高的成熟产业格局，但近年国际厂商调整发展战略淘汰中低端产能，为国内厂商拓展业务规模提供良好机遇。

在铝电解电容器生产向国内转移的过程中，国内厂商也获得了快速的发展，国内主要厂商综合实力不断提高，国内厂商和日本厂商等世界知名厂商在工艺水平、产品质量、研发能力和管理水平等方面的差距逐渐缩小，国内厂商的竞争实力逐渐增强。但国内电容器产品制造仍集中于中低端产能，

高端电容产品及部分原材料仍需进口。根据 2018 年海关进出口情况看，我国铝电解电容器进口大于出口，全年出口额 89,144 万美元，进口额 172,599 万美元，形成贸易逆差 83,455 万美元；分产品来看，片式铝电解电容器进口额为 9,234 万美元，出口额为 44,246 万美元，逆差 35,012 万美元；其他铝电解电容器进口额为 128,353 万美元，出口额 79,910 万美元，逆差 48,443 万美元。未来，随着我国消费电子、新能源、汽车、轨道交通、工业控制和国防工业等电容器下游应用行业的快速发展，电容器产品需求将进一步提升，对电容器国产替代也提出更高要求。

电容器行业属于资金及技术密集型行业，行业性质加重了规模化效应的体现。市场存在较多中小型铝电解电容器厂商，但近几年随着铝电解电容器下游应用行业的洗牌及整合，下游厂商集中度逐渐提高，下游厂商对上游原材料厂商的生产规模、产品品质及产品价格等提出了更高要求，资本规模小、技术水平不高的企业生存空间进一步缩小，资本实力强、技术先进的企业将会占据更大市场。

整体看，随着电子信息产业快速发展，以及新型应用领域带动，铝电解电容器产业快速增长，同时国际厂商调整发展战略淘汰中低端产能，为国内厂商拓展业务提供良好机遇。但国产制造所需高端电容产品及部分原材料仍需进口，未来我国电容器产品市场需求将进一步扩增，对电容器国产替代提出更高要求。

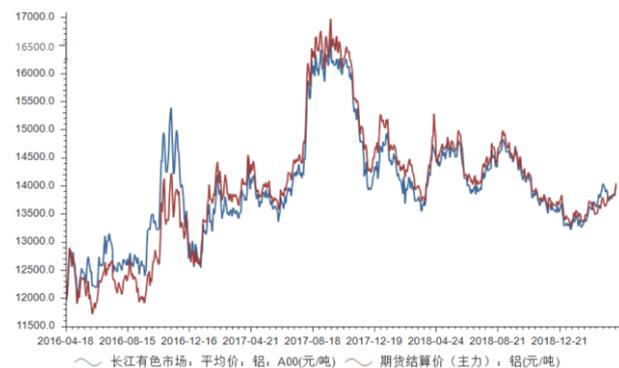
受益于全球铝电解电容器产业转移，我国电解电容器及电极箔行业快速发展，但受铝价剧烈波动及环保投入成本不断上升等因素影响，相关企业成本控制压力增大。

电解电容器主要原材料包括电极箔、铝壳、引出线、电解纸及橡胶塞等，其中电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，和电解液一起占到铝电解电容器生产成本的 30%~70%（随电容器大小不同而有差异）。

全球电极箔的生产主要集中于中国和日本。经多年发展，欧美国家的中小型及非专业化电极箔生产企业逐步退出市场，目前仅存法国和意大利等少

数几家企业。日本电极箔生产厂商较为集中，在中高端市场具有较明显的竞争优势，并形成日本 JCC 和日本 NCC 等行业巨头企业；然而受制于其国内较高的电力成本，加之相对技术优势的缩小，以及中国铝电解电容器及电极箔行业的快速发展，全球铝电解电容器产业逐渐向中国大陆转移，日本电极箔产业在全球的比重逐渐降低。中国作为电子产品的新兴市场，对铝电解电容器以及电极箔的需求呈现稳定增长的趋势，逐步形成了以东阳光科、海星股份、新疆众和、华峰股份和艾华集团等公司为代表的在国际市场上具有一定竞争优势的企业。随着国内生产技术的不断进步，以及日本生产成本的不断上升，电极箔行业产业转移速度不断加快，国内具备一定技术水平和规模化生产能力的企业将受益于该产业转移趋势。

图 1：2016.5~2019.04 国内铝价走势图



数据来源：金融终端，中诚信证评整理

铝材料占铝箔整体成本大约为 50%，铝价波动易加大铝电解电容器产业链成本控制压力。2018 年国内铝价整体处于震荡下行的走势，国内现货铝价整体运行区间在 13,500~15,500 元/吨。一季度，由于下游企业开工率偏低，需求持续疲软导致铝库存不断累积，铝价持续下跌。4 月，美国宣布对俄铝的制裁，沪铝一度升至 15,589 元/吨的高位，随后消息面缓和，铝价又迅速回落至基本面。5 月起，在传统铝旺季刺激消费端的影响下，国内铝锭进入去库存周期，铝价震荡上行。6 月初，由于成本端氧化铝和阳极价格回落，叠加市场对于中美贸易摩擦的悲观情绪，导致铝价大幅下跌，直到 7 月下旬海德鲁停产、美铝罢工及国内环保政策趋严等因素影响下，铝价才震荡上行。而 8 月下旬以后，由于全球宏观经济放缓及国内采暖季环保不及预期等

影响，铝价震荡下行，也表现出较为反常的“旺季不旺”现象。此后铝价持续走低，自 10 月下旬以来，铝价一直处于成本线以下，虽偶尔有反弹迹象，又因基本面乏善可陈而动力不足、难以形成趋势。2019 年，基于目前市场对于全球经济增长持续放缓的预期，国内上游环保政策以及氧化铝、电解铝去产能情况或将成为未来铝价走势的决定性因素。

电极箔生产耗电高，电能消耗主要集中在化成化解，据电子元件协会电容器分会数据，化成环节一平米平均消耗 60 度电。2019 年，国家发改委下发《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》，电网企业增值税税率由 16% 调整为 13%，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。一般工商业电价的降低，对于高耗电行业或形成一定利好。此外，电极箔生产过程中涉及到酸的使用，废酸的处理以及废水的排放成为环保核查重点关注，日益趋严的环保政策使得电极箔的环保投入成本不断上升。

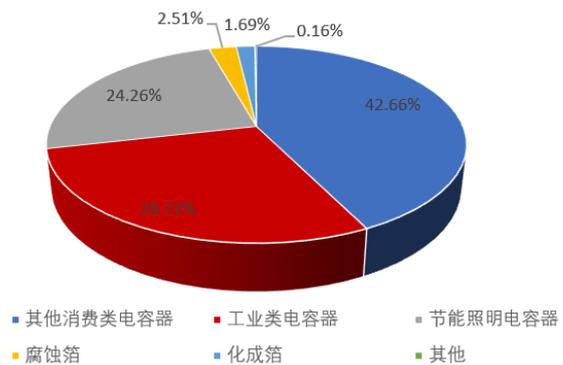
总体看，2018 年以来，铝价剧烈波动，且环保投入成本不断上升，铝电解电容器及电极箔生产企业成本控制压力加大。

业务运营

公司主要从事铝电解电容器和电极箔的生产及销售，产品涵盖节能照明电容器、其他消费类电容器和工业类电容器等全系列产品，产品广泛应用于节能照明、消费电子、通讯及汽车和工业应用等领域。

2018 年，公司持续提升生产能力，完善产业链布局，优化产品结构，重点布局消费电子领域中高端产品，确保领先的技术水平以及行业龙头地位的巩固。同时，公司积极开拓新客户群体，产品销量保持增长，业务规模持续扩张，全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 20.81%；其中，电子元器件板块（包括节能照明用电容器、其他消费类电容器和工业类电容器）销售收入占营业收入的比重为 95.64%，系公司主要收入来源。此外，公司还销售铝电解电容器生产原料腐蚀箔和化成箔，上述两块产品占营业收入比重分别为 2.51% 和 1.69%。

图 2：2018 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司不断完善产业链，持续推进产能扩张，产品继续向高端和高性能电容器升级，同时加大新产品新应用领域的研发投入，保持其领先的行业地位及较强的产品竞争力。

公司拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”完整产业链，并自主研发制造电容器生产设备、自主开发电容器生产与品质专业管理软件系统，是电容器行业中全球少数具有完整产业链的企业之一。公司连续十三届入选中国电子元件百强企业，产品中节能照明用铝电解电容器产销量全球市场占有率排名第一（数据来源于公司年度报告）。公司量产的节能灯专用铝电解电容寿命长达 130°C 5,000 小时（相当于 105°C 20,000 小时），性能达到日本同行水平，处于世界领先地位，获得众多国内外知名客户的认可。公司生产的消费电子用铝电解电容器与工业用铝电解电容器亦占据较大市场份额，并与众多知名终端产品企业保持良好合作，其中工业类领域是目前国内唯一一家通过国家电网认证的智能电表用电容器合格供应商，实现了国产化替代。

2017 年下半年以来，公司上游铝箔等材料环保限产，原材料价格上涨且供给趋紧。同时考虑原材料品质把控风险，公司重点布局原材料产能，积极扩张新疆化成箔厂和江苏腐蚀箔厂产能，逐步提高主要原材料的自给率，逐渐对生产链从上至下全面把控。与此同时，公司继续扩大铝电解电容器产能，2018 年完成高分子固态铝电解电容器产业化项目建设并投入运营，持续推进引线式铝电解电容器升级及扩产项目、牛角式铝电解电容器扩产项目、叠层片式固态铝电解电容器生产项目和新疆中高压

化成箔生产线扩产项目的建设，上述在建项目计划总投资 11.20 亿元，其中本次可转债已募集资金总额 6.77 亿元，剩余部分须由公司自筹。截至 2018 年末公司针对以上项目已累计投入 2.42 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。

表 1：截至 2018 年末公司主要在建项目情况

项目名称	总投资	单位：亿元	
		截至 2018 年末已投资	
引线式铝电解电容器升级及扩产项目	4.48	1.14	
牛角式铝电解电容器扩产项目	1.71	0.04	
叠层片式固态铝电解电容器生产项目	1.94	0.02	
新疆中高压化成箔生产线扩产项目	3.07	1.22	
合计	11.20	2.42	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司不断完善产业链，持续推进产能扩张，产品继续向高端、高性能电容器升级，为其业务发展奠定基础。截至 2018 年末，公司铝电解电容器产能为 106.09 亿支/年，同比增加 26.39 亿支/年，当年产量为 100.23 亿支，同比增长 12.17%，产能利用率为 94.48%，产能释放充分。

表 2：2016~2018 年公司铝电解电容器产能、产量情况

	2016	2017	2018
产能（亿支/年）	74.17	79.70	106.09
产量（亿支）	78.97	89.36	100.23
产能利用率（%）	106.47	112.12	94.48

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司持续加大在新产品新应用领域的研发投入，新增充电桩基板自立型铝电解电容器产品、汽车电子耐高温铝电解电容器和中高压-55℃低阻抗铝电解电容器等研发项目，为产品的未来市场开发奠定基础。同时，公司还联合中南大学设立博士后科研流动站协作研发中心，开展铝电解电容器原材料、生产设备及生产技术的研发；与上游原材料企业、设备供应商及下游电容器应用企业开展技术合作与协同创新。2018 年公司申请发明专利 29 篇、实用新型 41 篇以及外观 10 篇，具备较强的技术研发实力。

综合看，公司不断完善产业链，持续推进产能扩张，产品继续向高端和高性能电容器升级，同时加大新产品新应用领域的研发投入，保持其领先的行业地位及较强的产品竞争力。但公司大规模项目

投资亦加重了其资本支出压力，中诚信证评将持续关注公司项目实施进度以及未来资本支出压力。

2018年公司积极拓展市场，进一步优化产品及客户结构，实现收入规模稳健增长，且品牌影响力及市场地位稳固，但在行业整合加剧及原材料价格波动背景下，仍面临一定经营压力。

公司确立了以华东、华南和中南为主，其它地区和国外市场为辅的营销网络。目前，公司销售区域覆盖长三角、珠三角及环渤海等国内经济发达地区和中西部地区，其中部分产品直接或间接远销亚太和欧美区域，并在大陆、香港以及台湾等地区设立多家子公司和办事机构。2018 年公司积极拓展市场，下游市场端重点布局消费电子领域中高端产品，进一步优化产品结构，实现业务的稳健增长。2018 年，公司铝电解电容器销量为 101.46 亿支，同比增长 17.99%，产销率达 101.23%。此外，公司腐蚀箔和化成箔以自用为主，在满足自用的基础上进行对外销售，当年公司实现腐蚀箔销售收入 0.54 亿元，较上年基本持平；实现化成箔销售收入 0.37 亿元，同比增长 60.67%，主要系因为新疆荣泽新建化成箔产线逐步投产，化成箔外销量增加。全年公司实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 20.81%；分产品看，当年其他消费类电容器实现销售收入 9.24 亿元，同比增长 28.56%；工业类电容器实现收入 6.22 亿元，同比增长 38.36%；节能照明用电容器实现收入 5.25 亿元，同比小幅下降 3.91%。

公司铝电解电容器下游涉及领域广泛，主要集中于照明、消费电子和工业领域。照明领域，公司已实现对国内外主流照明品牌全方位覆盖，客户包括世界三大照明产品制造商（德国欧司朗、荷兰飞利浦和美国 GE）以及国内外其他知名照明企业（阳光照明、佛山照明、欧普照明及雷士等），拥有大量优质的客户资源，且在照明领域全球市场占有率排名第一，品牌影响力不断提升且市场地位稳固。公司在消费电子领域渗透逐渐增强，下游客户包括赛尔康、比亚迪、光宝、oppo、vivo、三星、Lenovo 和 Dell 等；工业领域的客户主要有英威腾和伊顿集团等。公司客户结构持续优化，且依托于稳定的产

品质量以及高性价比优势，客户合作关系保持稳定，为公司业务发展奠定有利基础。2018年，公司前五大客户销售额3.72亿元，占当年销售总收入的比重为17.18%，同比下降2.27个百分点，客户集中度较低。但由于受日本厂商挤占较大市场份额及行业加速洗牌的影响，行业竞争加剧；同时，公司对下游客户的议价能力相对偏弱，成本上升压力难以向下游客户直接转嫁，在一定程度上将加大其业务运营压力。

表3：2018年公司主要原材料采购情况

采购价格	2017	2018	同比 (%)
光箔 (元/千克)	35.08	36.55	4.19
阳极箔 (元/平方米)	48.71	53.81	10.47
阴极箔 (元/平方米)	4.32	4.00	-7.41
电解纸 (元/千克)	38.56	38.21	-0.91
铝壳 (元/万只)	79.59	81.49	2.39
引出线 (元/万支)	31.25	32.28	3.30
橡胶塞 (元/万只)	74.26	72.29	-2.65

注：阳极箔价格为采购集团内部与外部平均价格。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，2017年下半年以来，公司上游铝箔等材料环保限产，主要原材料价格上涨，成本控制压力加大。尽管公司产业链得到延伸，成本控制能力有所增强，但原材料涨价仍对其盈利造成一定负面影响。2018年公司主要原材料中光箔、阳极箔、铝壳和引出线采购价格均呈现不同程度的上涨，而阴极箔采购均价有所下滑，整体采购成本仍呈现上涨趋势。2018年公司其他消费类电容器和工业类电解电容器毛利率分别为28.44%和28.73%，同比分别下降4.78个百分点和5.17个百分点，而节能照明用电容器毛利率较上年基本持平，为38.07%。中诚信证评将持续关注原材料市场价格波动对公司生产成本控制及产品初始获利能力产生的影响。结算方面，2018年公司向上游供应商采购原材料享有的账期有所延长，并通过增加票据结算支付规模，一定程度上缓解自身流动资金周转压力。

总体看，2018年公司在照明领域全球市场占有率继续保持第一，品牌影响力不断提升且市场地位稳固，当年积极拓展市场，进一步优化产品及客户结构，整体收入规模保持增长。但在行业整合加剧以及原材料价格波动的背景下，公司仍面临一定经

营压力。

财务分析

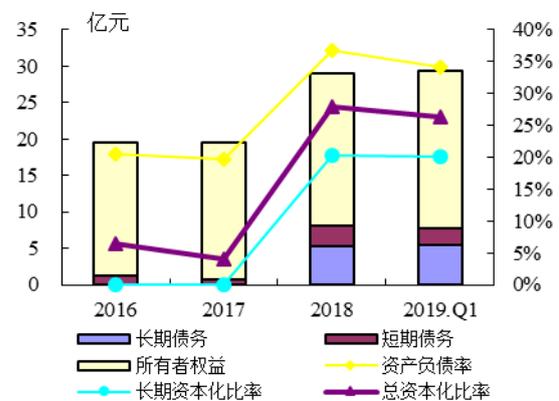
以下财务分析基于公司提供的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表。

资本结构

公司业务规模扩张对外部融资需求增加，加之可转债的成功发行，债务规模上升较快，2018年末负债总额为12.17亿元，同比增长164.05%；当年末资产总额为33.14亿元，同比增长42.15%。所有者权益方面，2018年公司以资本公积转增股本9,000万股，加之成功发行可转债使得其他权益工具增加1.67亿元（系可转债权益价值），推动自有资本实力增强，当年末所有者权益合计20.97亿元，同比增长12.13%。截至2019年3月末，公司资产总额为32.71亿元，负债总额为11.14亿元，所有者权益合计21.57亿元。

财务杠杆方面，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为36.71%和27.81%，较上年末分别上升16.95个百分点和23.86个百分点；2019年3月末资产负债率和总资本化比率分别为34.06%和26.39%，由于债务规模快速扩张，公司财务杠杆比率有所上升，但仍处于较低水平，财务结构较稳健。

图3：2016~2019.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主。2018年末，公司流动资产为23.09亿元，同比增长52.12%，占资产总额的比重为69.66%。公司流动资

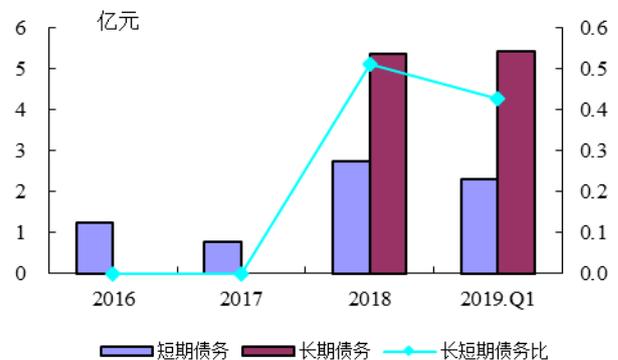
产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，上述四项在流动资产中占比分别为 10.17%、25.67%、18.88% 和 42.61%。2018 年 3 月公司公开发行可转换公司债券募集资金净额 6.77 亿元（已使用 2.42 亿元），此后以剩余闲置货币资金购买大量理财产品，当年末货币资金同比下降 59.29% 至 2.35 亿元，其他流动资产同比增加 9.21 亿元至 9.84 亿元（主要系理财产品）；2019 年 3 月末货币资金和其他流动资产分别为 2.33 亿元和 9.84 亿元。随着业务规模扩张，公司应收账款及存货规模逐年增长，对流动资金形成一定占用。当年末公司应收账款账面价值 5.93 亿元，同比增长 10.94%，账龄集中于 1 年以内（占比 99.44%），当年计提坏账准备 0.03 亿元，累计计提坏账准备 0.19 亿元，坏账风险较小；当年应收账款周转效率 3.84 次，较上年提升 0.36 次，周转速度一般。当年末公司存货账面价值 4.36 亿元，同比增长 43.00%，包括原材料、在产品、库存商品和已发出商品，其中原材料和已发出商品（1.60 亿元）分别占存货的 26.07% 和 41.12%，公司部分商品在发货后每月根据客户消耗量开票确认收入，使得相关存货规模较大，当年对库存商品计提坏账准备 0.02 亿元，同时在原材料价格波动行情下，公司仍面临一定存货跌价风险；2019 年 3 月末存货规模为 3.96 亿元，对流动资金形成一定占用。2018 年末，公司非流动资产为 10.05 亿元，同比增长 23.56%，集中于固定资产和在建工程，随着在建项目持续推进以及达产项目转固，非流动资产规模逐步扩大，2019 年 3 月末非流动资产为 10.33 亿元。

负债结构方面，2018 年末公司流动负债为 6.65 亿元，占总负债的比例为 54.65%，主要由应付票据（2.73 亿元）和应付账款（3.39 亿元）组成，上述两项占年末流动负债的比例分别为 41.12% 和 51.03%。公司向上游供应商采购原材料的结算方式有所转变，增加了票据结算支付规模，当年末应付票据同比增长 255.59%，均为银行承兑汇票；应付账款主要系应付供应商的原材料采购款，同比增长 7.12%。当年公司成功发行可转换公司债券，使得年末非流动负债大幅增至 5.52 亿元，其中应付债券

5.34 亿元。

债务期限结构方面，2018 年公司发行可转换公司债券，加之外部融资需求增加，债务规模大幅上升，但期限结构有所改善。当年末公司总债务 8.08 亿元，其中短期债务 2.73 亿元，同比增加 1.96 亿元，长期债务 5.34 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.51 倍。2019 年 3 月末公司总债务 7.73 亿元，长短期债务比为 0.43 倍，以长期债务为主的债务期限结构较合理，但后续在建项目的持续推进将使公司面临一定的资本支出压力，债务规模或存在上升。

图 4：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年公司发行可转换公司债券，债务规模有所上升，但财务杠杆比率仍处于较低水平，财务结构较稳健。但随着后续拟、在建项目持续推进，公司仍面临一定资本支出压力，债务规模或进一步上升。

盈利能力

2018 年，公司持续推进产能扩张，积极拓展市场，进一步优化产品及客户结构，全年实现营业收入 21.66 亿元，同比增长 20.81%。2019 年 1~3 月公司实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 22.73%，收入规模保持增长趋势。营业毛利率方面，凭借领先的市场地位及突出的技术优势，公司产品初始获利能力保持较高水平，但公司成本上升压力难以直接向下游转嫁，在同行业竞争加剧以及原材料价格上涨的背景下，2018 年综合营业毛利率同比下降 3.55 个百分点，为 30.34%；2019 年一季度毛利率进一步下降至 26.79%，中诚信证评对原材料价格波动以及对其业务获利空间的影响予以关注。

表 4: 2018 年公司收入构成及毛利率情况

单位: 亿元、%				
	收入	同比增长	毛利率	同比
节能照明电容器	5.25	-3.91	38.07	增加 0.36 个百分点
其他消费类电容器	9.24	28.56	28.44	减少 4.78 个百分点
工业类电容器	6.22	38.36	28.73	减少 5.17 个百分点
腐蚀箔	0.54	1.68	14.09	增加 2.73 个百分点
化成箔	0.37	60.67	16.18	增加 3.92 个百分点
其他	0.04	-	-	-
合计	21.66	20.81	30.34	减少 3.55 个百分点

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年公司期间费用合计 3.20 亿元, 同比增长 18.39%。其中, 因开发新客户及业务规模扩张, 当年销售费用同比增长 12.99% 至 1.34 亿元; 管理费用主要系职工薪酬、修理费和折旧费等; 由于债务规模上升, 当年财务费用支出同比增长 106.08% 至 0.14 亿元。近年公司加大在新产品新应用领域的研发投入研发费用, 研发费用支出保持增长, 2018 年末研发费用支出 0.83 亿元, 同比增长 16.62%。2018 年, 公司期间费用率为 14.78%, 较上年下降 0.30 个百分点。2019 年 1~3 月, 公司期间费用合计 0.86 亿元, 期间费用率为 16.38%, 期间费用控制能力有待提升。

表 5: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.99	1.19	1.34	0.34
管理费用	1.06	0.74	0.89	0.21
研发费用	-	0.71	0.83	0.20
财务费用	-0.07	0.07	0.14	0.10
期间费用合计	2.30	2.70	3.20	0.86
营业总收入	15.54	17.93	21.66	5.24
期间费用率	14.84%	15.08%	14.78%	16.38%

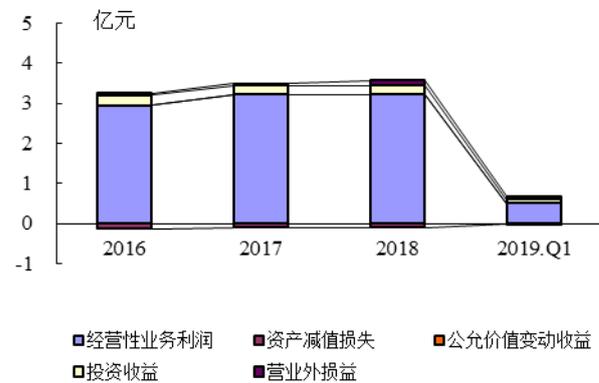
注: 根据财会〔2018〕15 号文, 将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报, 2017 年度进行重述, 2016 年度未重述。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要来源于经营性业务利润, 2018 年经营性业务利润 3.21 亿元, 较上年基本持平; 2018 年取得投资收益 0.23 亿元,

主要系购买理财产品的投资收益, 对利润总额形成一定补充。此外, 当年公司发生资产减值损失 0.10 亿元, 包括坏账损失 0.08 亿元和存货跌价损失 0.02 亿元。2018 年公司实现利润总额 3.51 亿元, 同比增长 2.72%, 当年取得净利润 2.99 亿元, 同比增长 2.34%, 所有者权益收益率为 14.27%, 整体盈利能力良好。2019 年一季度公司实现利润总额 0.68 亿元, 同比增长 12.40%, 取得净利润 0.58 亿元, 同比增长 13.32%, 依然保有良好的盈利能力。

图 5: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成

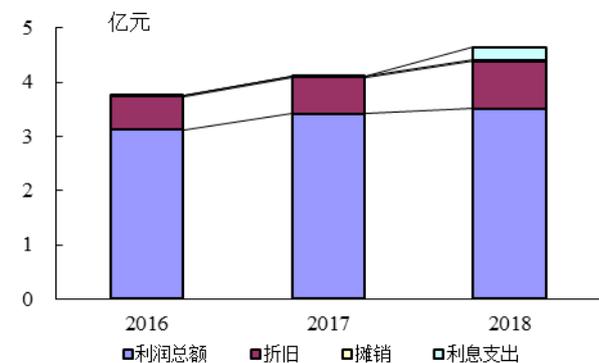


资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体看, 2018 年, 凭借其领先的市场地位及突出的技术优势, 公司整体收入规模和盈利水平实现同步增长, 但受同业竞争加剧以及原材料价格上涨的影响, 公司业务初始获利能力存在明显下降趋势。

偿债能力

图 6: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成, 2018 年 EBITDA 规模为 4.65 亿元, 同比增长 13.32%, 尽管由于债务规模快速上

升,但当年总债务/EBITDA 指标为 1.74 倍,EBITDA 利息保障倍数¹为 17.52 倍,EBITDA 对债务利息保障程度依然很高。

现金流方面,2018 年公司业务规模继续扩张,销售及备货环节资金占用规模较大,但上游采购商业信用融资能力增强,当年经营性现金净流入同比增长 35.41%,为 2.30 亿元;同期,经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.29 倍和 8.69 倍,经营性现金流对债务本息偿付的保障能力较高。2019 年 1~3 月,公司经营活动现金流仍呈净流入状态,为 0.20 亿元。

表 6: 2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务(亿元)	1.25	0.77	8.08	7.73
经营活动净现金流(亿元)	3.57	1.70	2.30	0.20
EBITDA(亿元)	3.68	4.17	4.65	0.68
经营活动净现金流/总债务(X)	2.85	2.21	0.29	0.10*
总债务/EBITDA(X)	0.33	0.19	1.74	-
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	17.52	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	-	-	8.69	-

注:上表 2019.Q1 带“*”指标已经年化处理

资料来源:公司审计报告及财务报表,中诚信证评整理

财务弹性方面,公司与多家商业银行建立了长期稳定的合作关系。截至 2019 年 3 月末,公司拥有银行等金融机构所提供的授信额度 24.18 亿元,尚未使用授信 21.87 亿元,备用流动性较充足。同时,公司作为 A 股上市公司,资本市场融资渠道畅通,整体具备较强的财务弹性。

或有负债方面,截至 2019 年 3 月末,公司不存在对外担保及未决诉讼等或有事项。同期末,公司控股股东湖南艾华投资有限公司质押公司股票 1,650.90 万股,占其所持股票总数的比重为 8.67%,占公司股票总数的 4.23%。

综合而言,2018 年,公司持续推进产能扩张,积极拓展市场,进一步优化产品及客户结构,整体收入规模及盈利规模均保持增长趋势。同时,跟踪期内,公司财务杠杆比率仍维持在较低水平,财务

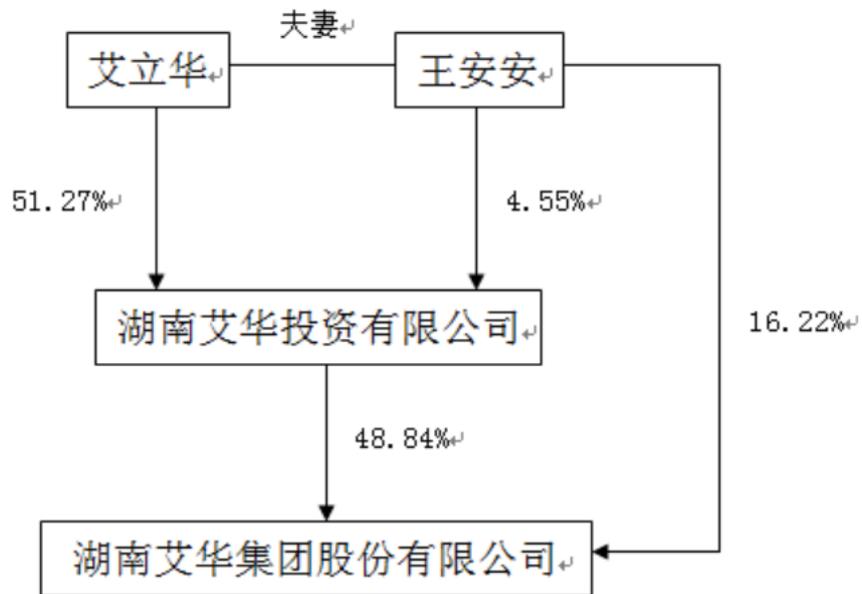
结构较稳健,且 EBITDA 和经营性现金流能够对债务利息形成有效覆盖,整体偿债能力很强。

结论

综上,中诚信证评维持艾华集团主体信用等级为 **AA**,评级展望为稳定,维持“湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

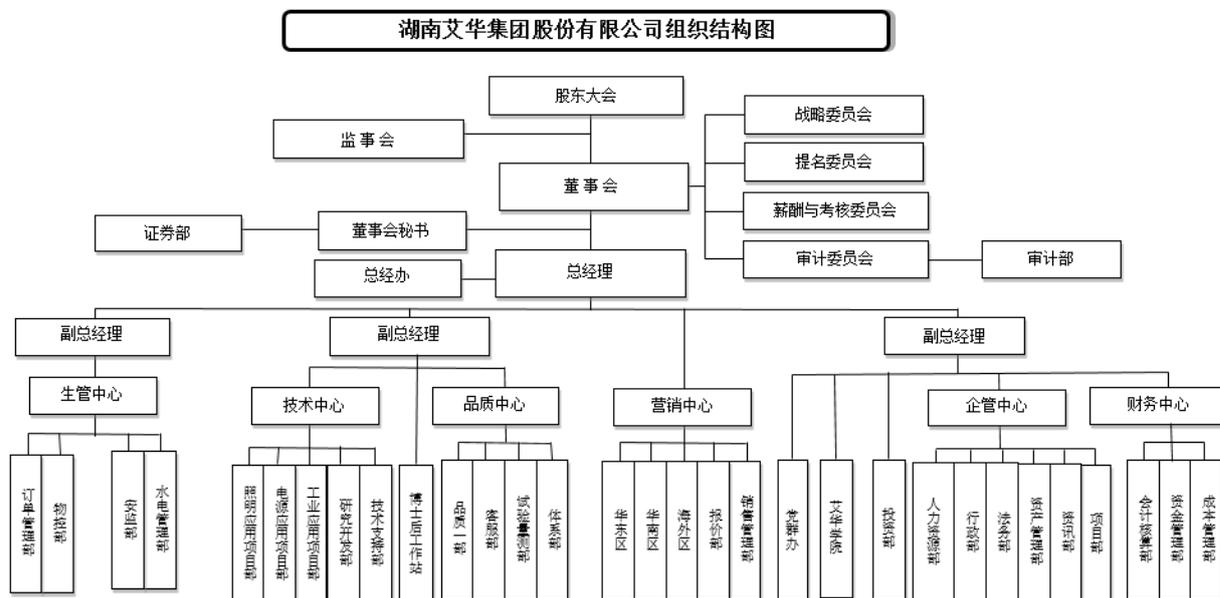
¹ EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)。

附一：湖南艾华集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附二：湖南艾华集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：湖南艾华集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	14,756.13	57,696.94	23,485.91	23,313.27
应收账款净额	49,639.27	53,411.94	59,253.00	54,837.35
存货净额	24,324.36	30,475.13	43,578.39	39,621.64
流动资产	165,214.01	151,753.13	230,852.61	223,836.39
长期投资	20.00	1,010.79	1,110.50	690.50
固定资产合计	58,548.36	73,814.75	92,740.64	95,711.83
总资产	228,450.28	233,111.12	331,378.47	327,126.60
短期债务	12,495.30	7,700.00	27,342.00	23,139.00
长期债务	0.00	0.00	53,442.93	54,208.06
总债务	12,495.30	7,700.00	80,784.93	77,347.06
总负债	46,668.52	46,077.42	121,665.42	111,435.32
所有者权益（含少数股东权益）	181,781.76	187,033.70	209,713.05	215,691.27
营业总收入	155,364.71	179,250.30	216,557.39	52,420.63
三费前利润	52,563.19	59,186.32	64,134.03	13,661.43
投资收益	2,566.10	2,218.75	2,309.49	900.47
净利润	26,368.95	29,251.94	29,935.09	5,847.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	36,823.01	41,707.78	46,491.76	-
经营活动产生现金净流量	35,663.21	17,019.17	23,046.17	1,988.72
投资活动产生现金净流量	-6,825.86	50,384.43	-100,131.29	-1,924.53
筹资活动产生现金净流量	-21,200.00	-23,664.72	43,466.78	-207.29
现金及现金等价物净增加额	7,854.96	42,989.81	-34,211.03	-172.65
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	34.88	33.88	30.34	26.79
所有者权益收益率（%）	14.51	15.64	14.27	10.84
EBITDA/营业总收入（%）	23.70	23.27	21.47	12.97
速动比率（X）	3.14	2.73	2.82	3.32
经营活动净现金/总债务（X）	2.85	2.21	0.29	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	2.85	2.21	0.84	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	-	-	8.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	-	-	17.52	-
总债务/EBITDA（X）	0.33	0.19	1.74	-
资产负债率（%）	20.43	19.77	36.71	34.06
总资本化比率（%）	6.43	3.95	27.81	26.39
长期资本化比率（%）	-	-	20.31	20.08

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用率 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本合计 - 营业税金及附加 - 期间费用（财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。