

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（2020）

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 6 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0198 号

湖南艾华集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“艾华转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月六日

评级观点：中诚信国际维持湖南艾华集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“艾华转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司继续保持了稳固的市场地位、保持良好的盈利能力以及稳健的资本结构等方面的优势。同时，中诚信国际关注到市场竞争激烈、在建项目投资进度较缓以及经营活动净现金流有所下降等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

艾华集团（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	23.31	33.14	38.27
所有者权益合计（亿元）	18.70	20.97	23.22
总负债（亿元）	4.61	12.17	15.05
总债务（亿元）	0.77	8.08	8.43
营业总收入（亿元）	17.93	21.66	22.54
净利润（亿元）	2.93	2.99	3.37
EBIT（亿元）	3.42	3.75	4.26
EBITDA（亿元）	4.10	4.65	5.39
经营活动净现金流（亿元）	1.70	2.30	1.56
营业毛利率(%)	33.88	30.34	33.29
总资产收益率(%)	14.83	13.30	11.93
资产负债率(%)	19.77	36.71	39.33
总资本化比率(%)	3.95	27.81	26.64
总债务/EBITDA(X)	0.19	1.74	1.56
EBITDA 利息倍数(X)	--	17.52	15.92

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告整理。

正面

- **市场地位稳固。**2019 年公司产能继续扩张，在全球铝电解电容器行业保持了一定地位，细分市场地位稳固；同时，在节能照明及手机快充等细分领域保持全球市场占有率排名第一，已形成较强品牌知名度。
- **保持良好的盈利能力。**公司拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链，2019 年通过产品结构优化、加强成本控制，营业毛利率由上年的 30.34% 提升至 33.29%。
- **稳健的资本结构。**2019 年末，公司债务规模保持稳定，主要

同行业比较

2019 年部分电容器制造企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
江海股份	45.01	20.09	21.23	2.66	1.02
万裕科技	29.19	52.16	12.92	0.26	0.61
艾华集团	38.27	39.33	22.54	3.37	1.56

注：1、“江海股份”为“南通江海电容器股份有限公司”简称；“万裕科技”为“万裕科技集团有限公司”简称；2、万裕科技为港股上市公司，数据单位为亿港元。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
艾华转债	AA	AA	6.91 亿元	2018/3/2~2024/3/1

由 2018 年公开发行的 6.91 亿元可转换公司债券构成，债务结构与项目建设周期较为匹配，同期末总资本化比率为 26.64%，保持较低水平。

关注

- **市场竞争激烈。**公司所属铝电解电容器行业市场容量有限且充分竞争，中高端产品中日本厂商占比较高，公司持续面临市场竞争压力。此外，2020 年以来新冠肺炎疫情对电子行业下游需求造成一定影响，或将对市场竞争格局带来不确定性。
 - **在建项目投资进度较缓。**公司在建项目计划总投资 11.20 亿元，其中通过可转债已募集资金净额 6.77 亿元，剩余部分将由公司自筹，截至 2019 年末项目已累计投入 3.71 亿元，受新厂房建设完工时间推迟及客户对新产品验证周期较长等影响，部分项目进展较缓，延期投产或将加大市场风险。
 - **经营活动净现金流有所下降。**2019 年公司经营活动现金流出规模增加，付现水平提高，导致经营活动净现金流同比下降 32.36% 至 1.56 亿元。
- #### 评级展望
- 中诚信国际认为，湖南艾华集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司市场竞争力显著提高，盈利能力和经营获现能力大幅增强，偿债指标明显优化。
 - **可能触发评级下调因素。**公司行业地位大幅下降，盈利能力显著弱化；债务规模持续攀升，偿债能力明显下降。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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，公司公开发行可转换公司债券（债券简称“艾华转债”）规模为6.91亿元，于2018年3月23日起在上海证券交易所挂牌交易。本次债券期限为发行之日起6年（2018年3月2日~2024年3月1日），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%，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，截至2019年末已使用371,330,532.54元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019年中国经济增速进一步回落，同比增长6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然2019年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了2020年经济运行不确定性。

2019年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，

第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足PPI低位运行，猪价上涨带动CPI上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为2020年中国经济面临的“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政

策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

近期关注

2019年国内电容器产业仍保持高于全球平均水平的增长态势，但市场容量有限且行业竞争激烈；铝价下跌有助于铝电解电容器及电极箔生产企业进行成本控制；但2020年新冠肺炎疫情持续发酵将对进口原材料采购、铝价走势和行业供需等方面产生一定不确定性

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，约占全球被动电子元器件市场的 56%。2019 年全球电容器市场规模达 222 亿美元，2009~2019 年年均复合增长率达 5.65%。根据中国电子元件行业协会的数据，2019 年中国电容器市场规模为 1,102 亿元，2009~2019 年复合增长率达 7.93%，已是全球最大电容器市场，也是拉动全球电容器保持增长的重要力量。

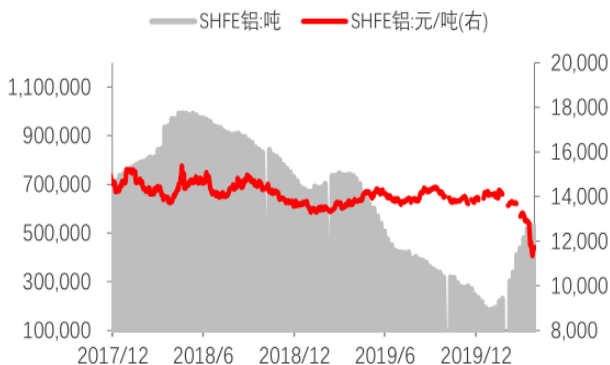
电容器根据电介质的不同主要分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电容器和薄膜电容器四大类，其中铝电解电容器具有单位体积 CV 值高和性价比高等显著优点，占据 30% 以上的电容器市场份额，可广泛应用于消费类电子产品、通信产品、电脑及周边产品、仪器仪表等，且随着新能源汽车、变频技术等发展，其所占比例有上升的趋势。近年来全球铝电解电容器市场整体规模保持每年 4% 左右的增长，2019 年达到 72 亿美元，约占整个电容器市场的 34%；2019 年，中国铝电解电容器市场规模增速高于全球市场，为 5.24%，从市场容量看，2019 年中国铝电解电容器市场规模达到 341 亿人民币，占全球市场规模的 65% 以上。近年来我国铝电解电容器市场规模保持较快的增长速度，预计到 2023 年我国铝电解电容器的市场规模将达到 360 亿元。

全球电容产业格局由日本、韩国、中国主导，其中日本处于领先地位，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。但国内电容器产品制造仍集中于中低端产能，中端铝电解电容器产品市场供求平衡，竞争充分，规模经济效应明显；低端铝电解电容器市场供过于求，竞争激烈，以价格竞争为主。

铝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），而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。2019 年铝价延续弱势震荡走势，全年现货均价 13,960 元/吨，同比下降 2.1%。2020 年以来新冠肺炎疫情的冲击导致对经济的悲观预期使基本金属的价格继续承压，铝价大幅下跌，

截至 2020 年 3 月 31 日，国内铝价市场均价 11,500 元/吨，一季度跌幅为 20.98%，随着新冠肺炎疫情持续发酵，未来铝价走势存在一定不确定性。此外，高端电容产品及部分原材料仍需进口，海外疫情蔓延短期内或将对国内厂商原材料进口产生一定影响。

图 1：2018 年以来 SHFE 铝价及库存情况



数据来源：Wind，中诚信国际整理

2019 年，公司铝电解电容器在节能照明及手机快充领域保持行业第一地位，同时加快对新兴市场的拓展，收入小幅增长

公司在全球铝电解电容器行业保持突出地位，2019 年位列全球铝电解电容器第四位、中国第一位；从细分领域来看，公司在节能照明及手机快充等领域亦保持行业第一地位。此外，公司生产的其他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，其中在工业类领域公司是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。

2019 年，公司铝电解电容器销量为 101.08 亿支，同比下降 0.38%，产销率达 98.69%，销量有所下降主要系受中美贸易摩擦影响，下游客户需求放缓所致；铝箔销量为 409.82 万平米，同比上升 38.52%，产销率达 77.00%，铝箔销量大幅增加主要系新疆荣泽化成箔产线二期投产，产量增加带动销量增长所致。

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。2019 年公司国内、国外销售收入占比分别为 81.63%和 18.37%，国内销售收入占比较上年小幅上升。

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，公司保持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），在照明领域全球市场占有率持续排名第一，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亦逐渐增强，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。

公司在巩固已有市场地位基础上的同时也加快了对新兴市场的拓展，2019 年公司在 5G 基站、汽车电子、电网智慧电表和数据中心等下游领域均有重大突破，同时增加了与大客户直采销售，减少中间对接流程，加速重要大客户导入速度，客户结构进一步优化。2019 年，公司实现营业总收入 22.54 亿元，同比小幅增长，主要系铝电解电容器产品结构调整，单价较高的大尺寸产品占比提高所致；公司前五大客户销售额 3.91 亿元，在当年销售总额中占比 17.32%，客户集中度较低。此外，铝电解电容器行业发展与下游产业的发展具有较强的联动性，若下游产业发展出现较大幅度的波动，将对公司总体效益产生影响，中诚信国际将持续关注下游市场需求波动对公司经营及盈利水平的影响。

公司拥有完整的产业链布局，产能稳步扩张，持续的研发投入有助于保持较强的市场竞争力，但仍需关注部分在建项目投资进度较缓

公司拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链，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。

采购方面，为了加强原材料成本及质量控制，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。2019 年新疆荣泽化成箔产线二期投产，化成箔自给率提高至 80%。由于阳极箔为铝电解电容器生产用关键原材料之一，其采购额在原材料采购总额中占比较高，阳极箔自给率提高使得综合生产成本有所下降，所以，即使光箔、电解纸、铝壳、引出线和橡胶塞等原材料采购价格均呈现不同程度上涨，2019 年公司营业毛利率仍小幅上升。

表 1：2019 年公司主要原材料采购价格

采购价格	2018	2019	同比（%）
光箔（元/千克）	36.55	38.44	5.17
阳极箔（元/平方米）	53.81	53.99	0.33
阴极箔（元/平方米）	4.00	3.46	-13.50
电解纸（元/千克）	38.21	43.29	13.29
铝壳（元/万只）	81.49	83.40	2.34
引出线（元/万支）	32.28	34.63	7.28
橡胶塞（元/万只）	72.29	72.72	0.59

注：阳极箔价格为集团内部采购结算价与外部采购的平均价格，由于公司阳极箔自给率提高，按照阳极箔生产成本和外部采购价格平均，公司合并口径阳极箔原材料成本同比小幅下降。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司前五大供应商采购额合计为 4.94 亿元，占年度采购总额的比重为 26.20%，第一大供应商采购额占比 7.53%，供应商集中度适中。

生产方面，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 2019 年末，公司铝电解电容器产能为 123.88 亿支/年，同比增加 17.79 亿支/年；当年产量为 102.42 亿支，同比增长 2.18%，产能利用率为 82.68%，由于新增产能未完全释放，产能利用率有所下降。

表 2：2017~2019 年公司铝电解电容器产能、产量情况

	2017	2018	2019
产能（亿支）	79.70	106.09	123.88
产量（亿支）	89.36	100.23	102.42
产能利用率（%）	112.12	94.48	82.68

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司在建项目计划总投资

11.20 亿元，其中通过可转债已募集资金净额 6.77 亿元，剩余部分须由公司自筹，针对以上项目已累计投入 3.71 亿元。其中，叠层片式固态铝电解电容器生产项目因客户对新产品验证周期较长，尚未大量下单，为提高募集资金使用效率，公司根据市场需求控制该项目投资进度，导致投资进度稍晚于预期；牛角式铝电解电容器扩产项目因新增土地征收，更改新厂房设计方案，新厂房建设完工时间推迟，由于场地限制原因，该项目投资进度慢于计划建设进度。公司部分在建项目投资进度较缓，中诚信国际将对在建项目后续建设及投产情况保持关注。

表 3：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
引线式铝电解电容器升级及扩产项目	4.48	2.29
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	1.36
合计	11.20	3.71

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，经过持续多年的经营、人才积累及经费投入，公司建立了国内先进的铝电解电容器研究开发中心——湖南省特种电容器工程技术研究中心，逐步建立了以液态铝电解电容器制造技术、电解液技术、电极箔腐蚀及化成技术、卷绕式高分子固态铝电解电容器制造技术、叠层片式高分子固态铝电解电容器制造技术、铝电解电容器生产设备制造技术以及电容器品质管理软件开发技术等基于铝电解电容器全产业链的核心技术模块，为产品的未来市场开发奠定坚实基础。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、生产技术的研发。2019 年公司研发费用为 1.21 亿元，同比增长 46.73%，研发费用占比为 5.38%，不断提高的研发投入有助于公司优化产品性能品质，保持较强的市场竞争力。

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 2017~2019 年审计报告。以下财务分析均基于财务报表期末数。

2019 年，受益于收入小幅增长以及化成箔自给率提高带动营业毛利率增加，公司盈利水平有所提升

2019 年公司营业总收入同比有所上升，因公司重新梳理电容器客户分类口径，使得当年各类电容器收入与之前年度无可比性。2019 年新疆荣泽化成箔产线二期全部投产，化成箔自给率不断提高，化成箔成本降低带动公司营业毛利率有所提高。

表 4：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2017	2018	2019
节能照明电容器	5.47	5.25	6.60
其他消费类电容器	7.19	9.24	11.07
工业类电容器	4.50	6.22	3.56
腐蚀箔	0.54	0.54	0.44
化成箔	0.23	0.37	0.81
合计	17.91	21.62	22.47

注：因数据四舍五入影响，合计数与加总数存在差异。

资料来源：公司提供

表 5：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

业务板块	2017	2018	2019
节能照明电容器	37.71	38.07	38.96
其他消费类电容器	33.22	28.44	32.67
工业类电容器	33.90	28.73	30.57
腐蚀箔	11.36	14.09	16.80
化成箔	12.26	16.18	16.96
营业毛利率	33.88	30.34	33.29

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019 年研发支出和人工成本增加带动期间费用增长，期间费用率亦小幅上升。

公司利润总额以经营性业务利润为主，2019 年收入小幅增加且毛利率有所提升，经营性业务利润实现增长，主营业务保持良好的盈利能力，同时，理财收入增加使得投资收益小幅增加，上述因素综合影响使得公司利润总额有所增加。利润总额增加加之费用化利息支出、折旧及摊销的持续增长，

2019 年公司 EBITDA 进一步增加，EBITDA 利润率小幅上升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
期间费用合计	2.70	3.20	3.95
期间费用率(%)	15.08	14.78	17.51
经营性业务利润	3.21	3.25	3.53
投资收益	0.22	0.23	0.37
利润总额	3.42	3.51	3.94
EBITDA 利润率(%)	22.90	21.47	23.91
总资产收益率(%)	14.83	13.30	11.93

注：期间费用包含计入管理费用的研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产有所增长，资产负债率和总资本化比率仍处于较低水平，资本结构稳健

2019 年公司总资产规模进一步扩大，主要由以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、存货、应收账款和固定资产构成。2019 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产同比大幅上升，主要系根据新的金融工具准则，将非保本理财产品从其他流动资产科目转到此科目所致。公司资产以流动资产为主，且随着存货和应收账款规模增加，2019 年末流动资产占比小幅上升。同期末，由于新疆荣泽化成箔生产线转固以及购置电容器生产设备，固定资产规模有所增加。负债方面，总负债规模随着其他流动负债增加而上升。公司所有者权益规模随着经营积累有所上升，2019 年末股本、未分配利润和资本公积占比分别为 16.80%、30.57%和 36.06%。

资本结构方面，2019 年末公司资产负债率小幅上升，但总资本化比率由于权益增幅大于总债务增幅而小幅下降，总体来看，公司财务杠杆仍处于较低水平，公司资本结构稳健。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
货币资金	5.77	2.35	2.09
存货	3.05	4.36	5.57
应收账款	5.34	5.93	6.93
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	5.85

固定资产	6.33	7.89	9.39
总资产	23.31	33.14	38.27
所有者权益合计	18.70	20.97	23.22
资产负债率	19.77	36.71	39.33
总资本化比率	3.95	27.81	26.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受付现比上升影响，跟踪期内公司经营活动净现金流有所下降，偿债指标仍保持较好水平

2019 年公司经营活动净现金流有所下降，主要系采购商品支出增加，付现水平提高所致。同期，投资活动净现金流缺口大幅缩小，主要当年收回理财产品规模与购买理财规模基本平衡所致。由于当年投资活动资金缺口较小，公司收缩筹资规模，筹资活动净现金流由正转负。

偿债指标方面，2019 年末短期债务占比为 32.99%，债务结构保持良好状态。2019 年货币资金对短期债务的覆盖能力小幅下降，但公司购买的理财产品规模较大，对短期债务偿付较有保障。2019 年经营活动净现金流有所回落使得其对总债务的覆盖能力亦有所下降，但由于公司财务杠杆水平较低，EBIT 和经营活动净现金流仍能够对债务利息形成有效覆盖。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
短期债务	0.77	2.73	2.78
总债务	0.77	8.08	8.43
收现比	1.12	0.60	0.62
付现比	1.12	0.34	0.43
经营活动净现金流	1.70	2.30	1.56
投资活动净现金流	5.04	-10.01	-0.67
筹资活动净现金流	-2.37	4.35	-1.12
经营活动净现金流/总债务	2.21	0.29	0.11
经营活动净现金流/利息支出	--	8.69	4.60
(CFO-股利)/总债务	-0.86	-0.02	0.04
EBIT 利息保障倍数	--	14.14	12.58
货币资金/短期债务	7.49	0.86	0.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持

财务弹性方面，公司与各大银行等银行保持了良好合作关系，截至 2020 年 3 月末共获得各银行

综合授信额度 24.18 亿元，其中未使用额度 24.08 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。

或有事项方面，截至 2020 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，公司控股股东及其一致行动人合计质押公司股票 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%。

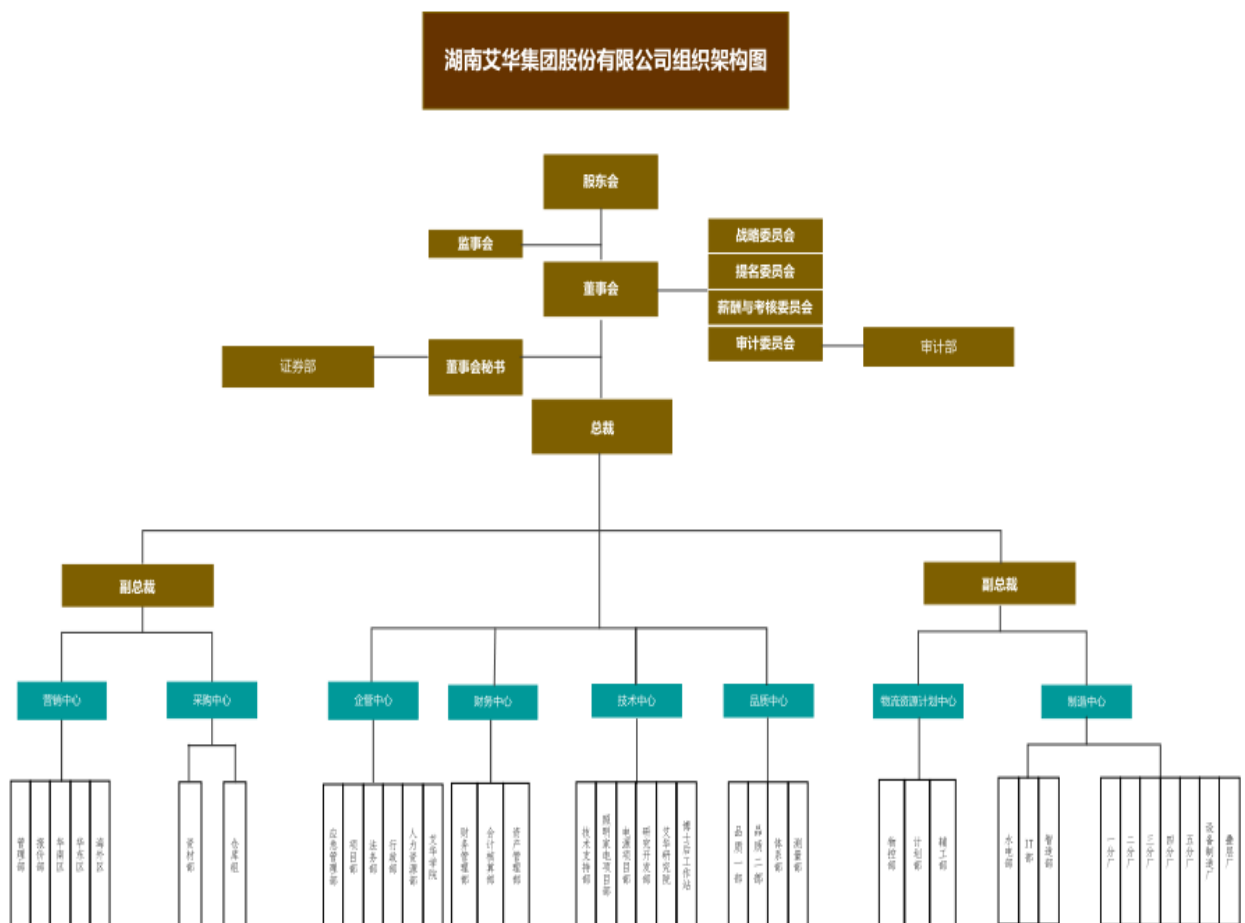
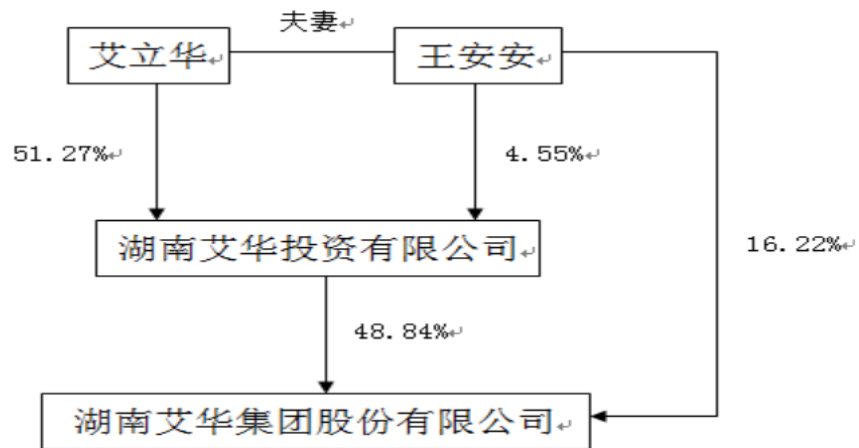
受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产金额合计 130.00 万元，主要为受限应收票据，受限资产规模较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2020 年 4 月 7 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖南艾华集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“艾华转债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：湖南艾华集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



注：2020 年 1 月，控股股东名称由“湖南艾华投资有限公司”变更为“湖南艾华控股有限公司”。

资料来源：公司提供

附二：湖南艾华集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	57,696.94	23,485.91	20,923.43
应收账款净额	53,411.94	59,253.00	69,284.00
其他应收款	568.47	1,113.44	1,426.02
存货净额	30,475.13	43,578.39	55,655.62
长期投资	1,010.79	1,110.50	641.81
固定资产	63,335.94	78,933.87	93,945.51
在建工程	10,478.81	13,806.77	6,779.09
无形资产	2,506.14	2,449.06	3,079.13
总资产	233,111.12	331,378.47	382,672.23
其他应付款	578.75	376.20	214.39
短期债务	7,700.00	27,342.00	27,815.00
长期债务	0.00	53,442.93	56,506.12
总债务	7,700.00	80,784.93	84,321.12
净债务	-49,996.94	57,299.02	63,397.68
总负债	46,077.42	121,665.42	150,491.70
费用化利息支出	21.81	2,392.36	3,229.05
资本化利息支出	0.00	260.59	157.34
所有者权益合计	187,033.70	209,713.05	232,180.53
营业总收入	179,250.30	216,557.39	225,438.97
经营性业务利润	32,149.76	32,538.41	35,284.43
投资收益	2,218.75	2,309.49	3,745.52
净利润	29,251.94	29,935.09	33,653.21
EBIT	34,225.24	37,524.95	42,606.95
EBITDA	41,047.71	46,491.76	53,902.31
经营活动产生现金净流量	17,019.17	23,046.17	15,588.77
投资活动产生现金净流量	50,384.43	-100,131.29	-6,674.36
筹资活动产生现金净流量	-23,664.72	43,466.78	-11,200.73
资本支出	21,096.01	13,473.41	12,789.73
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	33.88	30.34	33.29
期间费用率(%)	15.08	14.78	17.51
EBITDA 利润率(%)	22.90	21.47	23.91
总资产收益率(%)	14.83	13.30	11.93
净资产收益率(%)	15.86	15.09	15.23
流动比率(X)	3.42	3.47	2.99
速动比率(X)	2.73	2.82	2.38
存货周转率(X)	4.33	4.07	3.03
应收账款周转率(X)	3.48	3.84	3.51
资产负债率(%)	19.77	36.71	39.33
总资本化比率(%)	3.95	27.81	26.64
短期债务/总债务(%)	100.00	33.85	32.99
经营活动净现金流/总债务(X)	2.21	0.29	0.18
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.21	0.84	0.56
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	8.69	4.60
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-86.31	-1.66	4.02
总债务/EBITDA(X)	0.19	1.74	1.56
EBITDA/短期债务(X)	5.33	1.70	1.94
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	17.52	15.92
EBIT 利息保障倍数(X)	--	14.14	12.58

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告整理，部分异常值以“--”列示。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
现金流	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。中诚信国际在计算营业成本时包含“营业成本”、“利息支出”、“手续费及佣金支出”、“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”及“分保费用”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。