

# 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（2021）

---

项目负责人：汪莹莹 [yywang@ccxi.com.cn](mailto:yywang@ccxi.com.cn)

项目组成员：贾晓奇 [xqjia@ccxi.com.cn](mailto:xqjia@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月2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.ccxi.com.cn](http://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 [2021]跟踪 0523 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

二零二一年六月二日

**评级观点：**中诚信国际维持湖南艾华集团股份有限公司（以下简称“艾华集团”或“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稳固的市场地位、收入规模保持增长、财务杠杆有所下滑以及经营获现能力增强、偿债指标进一步优化等方面的优势。同时，中诚信国际关注到原材料价格上涨风险、部分在建项目投资进度缓慢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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	33.14	38.27	43.49	43.85
所有者权益合计（亿元）	20.97	23.22	26.97	28.40
总负债（亿元）	12.17	15.05	16.52	15.45
总债务（亿元）	8.08	8.43	8.49	8.61
营业总收入（亿元）	21.66	22.54	25.17	6.74
净利润（亿元）	2.99	3.37	3.83	1.14
EBIT（亿元）	3.75	4.26	4.79	--
EBITDA（亿元）	4.65	5.39	6.12	--
经营活动净现金流（亿元）	2.30	1.56	2.64	1.02
营业毛利率(%)	30.34	33.29	32.41	31.46
总资产收益率(%)	13.30	11.93	11.72	--
资产负债率(%)	36.71	39.33	37.99	35.23
总资本化比率(%)	27.81	26.64	23.94	23.27
总债务/EBITDA(X)	1.74	1.56	1.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	17.52	15.92	18.31	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理。

### 正面

■ **市场地位稳固，收入稳步增长。**2020 年公司在全球铝电解电容器行业地位较为突出，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；得益于公司在家电、工业变频控制领域导入品牌客户，其他消费类电容器订单量增加，加之化成箔产能释放及对外销售增加，当年营业总收入有所上升。

■ **财务杠杆有所下滑。**受益于经营积累及可转债转股对所有者权益的充实，公司资产负债率和总资本化比率进一步下降，资本结构稳健。

### 本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次信用评级时间	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期	特殊条款
艾华转债	AA	2020/5/6	AA	6.91 亿元	5.24 亿元	2018/3/2~2024/3/1	回售、赎回

注：债券余额为截至 2021 年 3 月末数据。

■ **经营获现能力增强，偿债指标进一步优化。**2020 年公司获现能力有所增强，经营活动净现金流同比上升。同时，为盘活资产并加快资金周转，公司将部分收到的票据进行背书和贴现，整体现金流较为充裕，对债务本息的覆盖能力有所提升。

### 关注

■ **原材料价格上涨风险。**2020 年以来公司生产所需原材料铝壳、橡胶塞、电解纸等价格呈现不同程度上涨，营业成本上升使得营业毛利率有所下降，2021 年部分原材料供应紧张，涨价趋势延续，或将对利润空间形成一定挤压，加大公司成本管控压力。

■ **部分在建项目投资进度缓慢。**公司在建项目投资持续推进，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，中诚信国际将对在建项目建设进度及未来收益情况保持关注。

### 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%。“艾华转债”初始转股价格为36.59元/股，最新转股价格为21.13元/股。公司股票自2021年3月3日至2021年4月14日期间，连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价格不低于“艾华转债”当期转股价格（21.13元/股）的130%，已触发“艾华转债”的赎回条款。2021年4月14日，公司召开董事会后决定本次不行使“艾华转债”的提前赎回权利，不提前赎回“艾华转债”。截至2021年3月31日，“艾华转债”尚未转股的债券余额为5.24亿元。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2020年末累计实际使用募集资金4.92亿元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向

循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不

会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年铝电解电容器市场规模总体保持稳定，下游新兴应用领域快速发展，且基于供应链稳定性考虑的国产化替代需求增加，有望拉动国内铝电解电容器市场进一步增长；但铝价波动上升对铝电解电容器厂商成本控制带来一定压力**

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%。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、电脑及周边产品、工业类及照明产品、新能源及汽车工业、新兴行业等领域。其中，疫情宅经济带动笔记本电脑、平板、服务器等需求快速增长，且 5G 手机对充电功率提升需求持续增加；节能照明受中美贸易摩擦影响及 LED 灯渗透率较高的影响，行业整体需求趋于稳定且缺乏持续增长动力；在大力落实“碳中和”目标的背景下，新能源、汽车充电桩领域需求强劲；新兴市场方面，在新基建政策引导下，5G 建设加速推进亦将推动通信设备需求增长。此外，2020 年由于新冠疫情的影响，全球经济发展形势严峻，但自下半年以来，中国、中国台湾等因为疫情控制良好，已经恢复正常有序生产，同时因为欧美国家疫情严重，部分订单转移到中国大陆。长期来看，全球铝电解电容器市场规模仍将呈现平稳增长态势，预计 2019~2024 年全球铝电解电容器市场规模五年平均增长率约为 5.2%。

从行业竞争格局来看，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并淘汰中低端产能，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。此外，随着国内下游终端客户自主可控意识增强，中高端铝电解电容器国产替代有望加速。

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），而铝材料在铝箔整体成本中占比较高，铝价波动易加大铝电解电容器产业链成本控制压力。

电解铝价格方面，2020 年初，疫情在国内外全面爆发，对有色金属生产、下游需求以及物流运输等均产生较大影响，伦铝快速下滑；3 月原油价格暴跌更使得恐慌情绪迅速蔓延，伦铝再度大幅跳水，并于 4 月初跌至近三年低点；4 月中下旬以来，随着全球经济刺激政策的推行，需求持续改善，伦铝价格快速回升。同期，沪铝走势与伦铝基本一致，但二季度以来受益于国内复工复产的快速推进，需求大幅回升，铝锭库存持续下降，沪铝走势整体强于伦铝。截至 2020 年末，LME 三月期铝收于 1,980.50 美元/吨，同比上涨 9.80%；全年 LME 三月期铝平均价为 1,728.00 美元/吨，同比下跌 4.70%。同期末，沪铝主力连续合约收于 15,460 元/吨，同比上涨 3.83%；全年 SHFE 现货铝和三个月期铝平均价格分别为 14,112 元/吨和 13,807 元/吨，同比分别上涨 1.40%和下跌 0.50%。2021 年初，由于下游消费进入淡季，加之进口铝锭大幅增加，沪铝价格承压下行，伦铝亦呈同趋势变动；但二月以来，由于国内铝锭累库不及预期、内蒙古地区计划实行能耗“双控”以及美联储维持宽松的货币政策，国内外铝价恢复上涨态势。

图 1：近年来 LME3 月期铝和 SHFE 铝价格



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

## 2020 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；得益于公司加快导入新兴应用领域代表性客户以及铝箔订单增长，公司产品销量小幅提升

公司在全球铝电解电容器行业保持突出地位，连续十四年入选中国电子元件百强企业，连续多年保持在节能照明及手机快充等领域市占率第一的地位，品牌影响力不断提升且市场地位稳固。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，可实现一定的国产化替代。

2020 年，公司铝电解电容器销量为 104.25 亿支，同比增长 3.13%，产销率达 98.94%，销量和产销率均实现小幅增长；铝箔销量为 575.26 万平米，同比上升 40.37%，产销率达 115.51%。2020 年铝箔销量大幅增加主要系新疆化成箔厂二期全线投产以及下游客户需求旺盛，订单增加所致，产销率大于 100%主要系 2019 年底公司考虑气候等因素提前备货，2020 年部分铝箔销售使用上年备货。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，2020 年公司在家电、工业变频控制、电网智慧电表、新能源、数据中心等领域，同时增加了代表性客户的订单，以品牌客户加速重要行业导入速度，客户结构进一步优化。

从销售区域来看，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。2020 年公司国内、国外销售收入分别同比增长 10.95%和 15.71%，收入占比分别为 80.99%和 19.01%，得益于国外客户销售规模增幅大于国内，国外销售收入占比较上年小幅上升。

从客户集中度来看，2020 年公司前五大客户销

售额 3.71 亿元，在当年销售总额中占比 14.74%，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。

**公司保持完整的产业链布局，且不断扩充核心原材料产能以增强成本控制力，但 2020 年以来铝壳等部分原材料价格上涨在一定程度上压缩利润空间；部分在建项目受新厂房建设完工时间推迟和新产品认证进度影响投资进度缓慢，需关注未来建设进度及投产收益情况**

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，公司主要采购原材料为阳极箔，核心原材料采购成本占采购总金额约 40~60%。原材料价格方面，2020 年下半年以来，铝壳、橡胶塞、电解纸等原材料采购价格呈现不同程度上涨，涨价趋势延续至 2021 年，对公司成本控制带来挑战。但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，为了加强原材料成本及质量控制，公司逐步扩充原材料产能，积极提高公司主要原材料铝箔的自给率，截至 2021 年 3 月末，公司阳极箔自给率达到 60~70%，阳极箔自给率提高使得综合生产成本相对可控。此外，为提高主要原材料自给率，在成本及品质方面形成明显优势，公司逐步扩张新疆化成箔厂和江苏腐蚀箔厂产能，2021 年 1 月 26 日公司公告称，其全资子公司新疆荣泽铝箔制造有限公司（以下简称“新疆荣泽”）拟在新疆天北新区投资扩产建设荣泽铝箔第三期 20 条化成箔项目，项目计划总投资 1.8 亿元，预计项目建设周期 10 个月，扩产项目所需资金由新疆荣泽以自有资金或其他融资方式解决，项目达产后，预计实现年产 450 万平方化成箔。

**表 1：近年来公司主要原材料采购价格**

采购价格	2018	2019	2020
光箔（元/千克）	36.55	38.44	37.02
阳极箔（元/平方米）	53.81	53.99	51.16
阴极箔（元/平方米）	4.00	3.46	2.98
电解纸（元/千克）	38.21	43.29	43.37
铝壳（元/万只）	81.49	83.40	87.13
引出线（元/万支）	32.28	34.63	32.27
橡胶塞（元/万只）	72.29	72.72	75.20

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，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

2020 年公司前五大供应商采购额合计为 5.18 亿元，占年度采购总额的比重为 28.49%，第一大供应商采购额占比 9.85%，供应商集中度同比小幅增加。

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 2020 年末，公司铝电解电容器产能为 126.37 亿支/年，同比增加 2.49 亿支/年；当年产量为 105.36 亿支，同比增长 2.87%，产能利用率仅小幅提升，主要系上半年新冠疫情爆发，企业延产对全年产能利用率产生一定影响。

**表 2：近年来公司铝电解电容器产能、产量情况**

	2018	2019	2020
产能（亿支）	106.09	123.88	126.37
产量（亿支）	100.23	102.42	105.36
产能利用率（%）	94.48	82.68	83.37

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司主要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 4.92 亿元，部分项目投资进度缓慢。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，中诚信国际将对



在建项目后续建设、投产及未来产能消化情况保持关注。

**表 3: 截至 2020 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	3.11
牛角式铝电解电容器扩产项目	1.71	0.30
叠层片式固态铝电解电容器生产项目	1.94	0.03
新疆中高压化成箔生产线扩产项目	3.07	1.47
<b>合计</b>	<b>11.20</b>	<b>4.92</b>

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。2020 年公司研发投入 1.42 亿元, 同比增长 17.01%, 新获授权的专利 79 项, 其中发明专利 7 项, 实用新型专利 68 项, 外观设计专利 4 项。截至 2020 年末, 公司持有有效的授权专利 275 项, 其中发明专利 41 项, 实用新型专利 227 项, 外观设计专利 7 项。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 2018~2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表。以下财务分析均基于财务报表期末数。

### 2020 年, 公司营业总收入小幅增长, 营业毛利率受新收入准则调整及主要原材料成本上升等因素影

### 响有所下降; 利润总额以经营性利润为主, 主营业务盈利能力较好

2020 年, 公司营业总收入同比增长 11.63%, 其中, 节能照明电容器收入略有下降主要系市场竞争激烈, 产品单价下降所致; 其他消费类电容器收入增长主要系公司在家电、工业变频控制领域导入品牌客户, 订单量增加所致; 化成箔收入增长主要系市场需求上升以及子公司新疆荣泽铝箔制造有限公司二期项目全线投产, 化成箔对外销售增加所致。公司营业毛利率较上年小幅下降主要系根据新收入准则要求, 公司将销售过程中产生的运费作为履约成本计入营业成本所致。其中, 工业类电容器毛利率同比下降较多主要系原材料价格上涨及毛利较低的旧型号产品占比上升所致; 其他消费类电容器毛利率同比增长主要系毛利较高的新型号产品销量占比增加所致; 腐蚀箔毛利率下降较多主要系受疫情和环保政策影响, 相关成本上升所致。2021 年 1~3 月, 受铝电解电容器行业景气度上行, 产品需求增加带动公司营业总收入同比增长 58.10% 至 6.74 亿元, 但营业毛利率为 31.46%, 较上年同期略有下降。

**表 4: 公司主要板块收入结构 (亿元)**

收入	2018	2019	2020
节能照明电容器	5.25	6.60	6.00
其他消费类电容器	9.24	11.07	13.07
工业类电容器	6.22	3.56	4.07
腐蚀箔	0.54	0.44	0.55
化成箔	0.37	0.81	1.44
其他	0.04	0.06	0.04
<b>营业总收入</b>	<b>21.66</b>	<b>22.54</b>	<b>25.17</b>

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	2018	2019	2020
节能照明电容器	38.07	38.96	36.23
其他消费类电容器	28.44	32.67	35.77
工业类电容器	28.73	30.57	25.04
腐蚀箔	14.09	16.80	9.75
化成箔	16.18	16.96	14.22
<b>营业毛利率</b>	<b>30.34</b>	<b>33.29</b>	<b>32.41</b>

资料来源: 公司提供

期间费用方面, 2020 年期间费用规模同比增

长，主要系财务费用和研发费用增长所致。其中，可转换公司债券票面利率在2020年3月由0.5%上升至1.00%，利息费用增长，同时，由于美元汇率持续走低，产生汇兑损失较多，财务费用随之上升；研发费用随研发投入增加而增长。此外，由于部分运输费用调整计入营业成本，当年销售费用有所下降。2020年公司营业总收入增幅大于期间费用增幅，期间费用率略有下降。

公司利润总额以经营性业务利润为主，2020年营业总收入保持增长态势，经营性业务利润有所上升，主营业务保持良好的盈利能力。同时，购买理财产品增加使得投资收益小幅增长，上述因素综合影响使得公司利润总额同比增长13.14%。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，使得EBITDA有所增长，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）**

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	1.34	1.36	0.94	0.28
管理费用	0.89	1.11	1.29	0.35
研发费用	0.83	1.21	1.42	0.41
财务费用	0.14	0.26	0.53	0.04
期间费用合计	3.20	3.95	4.18	1.07
期间费用率(%)	14.78	17.51	16.62	15.93
经营性业务利润	3.25	3.53	3.94	1.04
投资收益	0.23	0.37	0.46	0.08
利润总额	3.51	3.94	4.46	1.34
EBITDA 利润率(%)	21.47	23.91	24.31	--
总资产收益率(%)	13.30	11.93	11.72	--

注：2018年及2019年的管理费用中包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司总资产和权益规模保持增长，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

2020年公司继续保持稳健的经营风格，总资产规模稳步增长。从资本结构来看，公司资产以流动资产为主，且随着货币资金和应收账款规模增加，2020年末流动资产占比小幅上升。2020年末，受益于经营回款增加及通过贴现和背书应收票据等方式加快资金回收，公司货币资金有所上升，且受限规模很小；2021年3月末因收回理财规模增加，货

币资金较上年同期末有所增长；2020年公司现金流情况较好，利用闲置资金购买理财产品规模有所增加，期末交易性金融资产随之上升；2021年3月末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产随购买理财产品规模增加而上升。随着业务规模增长，公司应收账款有所上升，但保持良好的周转。非流动资产方面，2020年末在建工程增加主要系本部二期工厂及新疆荣泽生产线改造项目工程建设投入所致；2021年3月末在建工程增加主要系新增需调试的机器设备投入增加所致。

负债方面，公司负债仍以流动负债为主，截至2021年3月末流动负债占负债总额的比重为66.26%，流动负债主要由应付票据和应付账款构成。2020年末应付账款和应付票据增长主要系应付货款增长所致，当年原材料采购规模随订单规模增加而增长。此外，受当年背书及贴现但尚未到期的应收票据规模增加影响，公司短期借款和其他流动负债均有所上升。非流动负债主要为可转换公司债券，受部分可转换公司债券转股影响，2020年末应付债券有所下降。2021年3月末，受背书及贴现的应收票据到期结算完成等因素影响，公司总负债规模有所下降。

权益方面，2020年以来，公司所有者权益规模持续上升，主要系经营积累使得未分配利润增加，以及可转换公司债券行使转换权增加资本溢价所致。2021年3月末股本、未分配利润和资本公积占所有者权益比重分别为14.01%、37.63%和35.80%。资本结构方面，得益于所有者权益规模上升较多，2020年末及2021年3月末公司资产负债率和总资本化比率均有所下降。总体来看，公司财务杠杆仍处于较低水平，资本结构稳健。

**表 7：近年来公司主要资产和资本构成情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.35	2.09	3.49	3.30
存货	4.36	5.57	5.65	6.15
应收账款	5.93	6.93	7.98	7.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	5.85	6.99	8.45
固定资产	7.89	9.39	9.30	9.12

在建工程	1.38	0.68	1.46	1.84
<b>总资产</b>	<b>33.14</b>	<b>38.27</b>	<b>43.49</b>	<b>43.85</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>20.97</b>	<b>23.22</b>	<b>26.97</b>	<b>28.40</b>
资产负债率 (%)	36.71	39.33	37.99	35.23
总资本化比率 (%)	27.81	26.64	23.94	23.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 跟踪期内公司经营获现能力有所增强，主要偿债指标进一步优化，短期偿债压力不大

2020年经营活动净现金流同比增长，主要系采购相关原材料时，公司大部分使用票据进行结算，付现比大幅下降所致。由于2020年购买理财产品规模增加，投资活动净现金流缺口有所扩大。筹资活动现金流方面，公司为盘活资产并加快资金周转，将部分收到的票据进行背书和贴现，从而使得本期筹资活动产生的净现金流上升。

偿债指标方面，2020年以来公司总债务规模小幅增长，2021年3月末短期债务占比上升至46.54%，债务结构仍处于合理水平。得益于经营获现能力提升，2020年末公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强，EBIT对利息的覆盖能力仍处于较高水平，公司购买的理财规模较大，且货币资金受限规模小，短期债务偿付能力较好。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	2.73	2.78	3.60	4.01
总债务	8.08	8.43	8.49	8.61
收现比	0.60	0.62	0.44	0.66
付现比	0.34	0.43	0.16	0.29
经营活动净现金流	2.30	1.56	2.64	1.02
投资活动净现金流	-10.01	-0.67	-1.67	-0.99
筹资活动净现金流	4.35	-1.12	0.51	-0.24
经营活动净现金流/总债务	0.29	0.18	0.31	0.47*
经营活动净现金流/利息支出	8.69	4.60	7.89	--
(CFO-股利)/总债务	-0.02	0.04	0.17	--
EBIT 利息保障倍数	14.14	12.58	14.33	--
经营活动净现金流/短期债务	0.84	0.56	0.73	1.02*
货币资金/短期债务	0.86	0.75	0.97	0.82

注：标\*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司受限资产和对外担保规模小，融资渠道畅通

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年末，公司共获得中国农

业银行股份有限公司益阳分行等 10 家银行综合授信 24.18 亿元，其中尚未使用授信额度为 20.97 亿元，备用流动性能够满足公司日常运营资金需求。同时，公司作为 A 股上市公司，具有股权融资渠道，具备一定财务弹性。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司不存在对外担保及未决诉讼等或有事项。截至 2021 年 3 月末，公司控股股东及其一致行动人合计质押公司股票 1,450.00 万股，占其所持股票总数的比重为 7.61%，占公司股票总数的 3.64%。

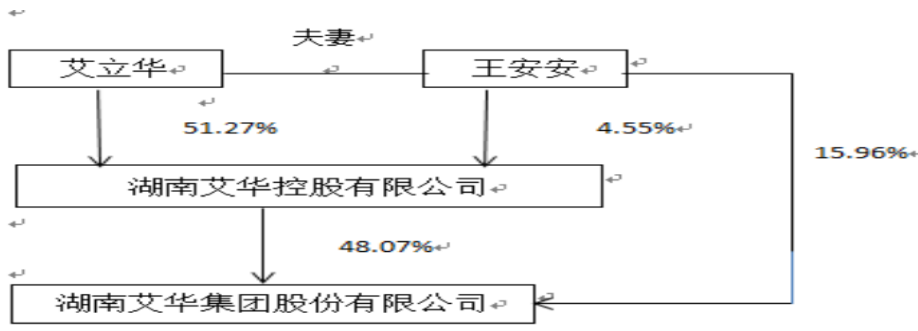
受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产金额合计 0.02 亿元，主要为受限应收票据和货币资金，受限资产规模很小。

**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，2018~2021 年 4 月 22 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**。

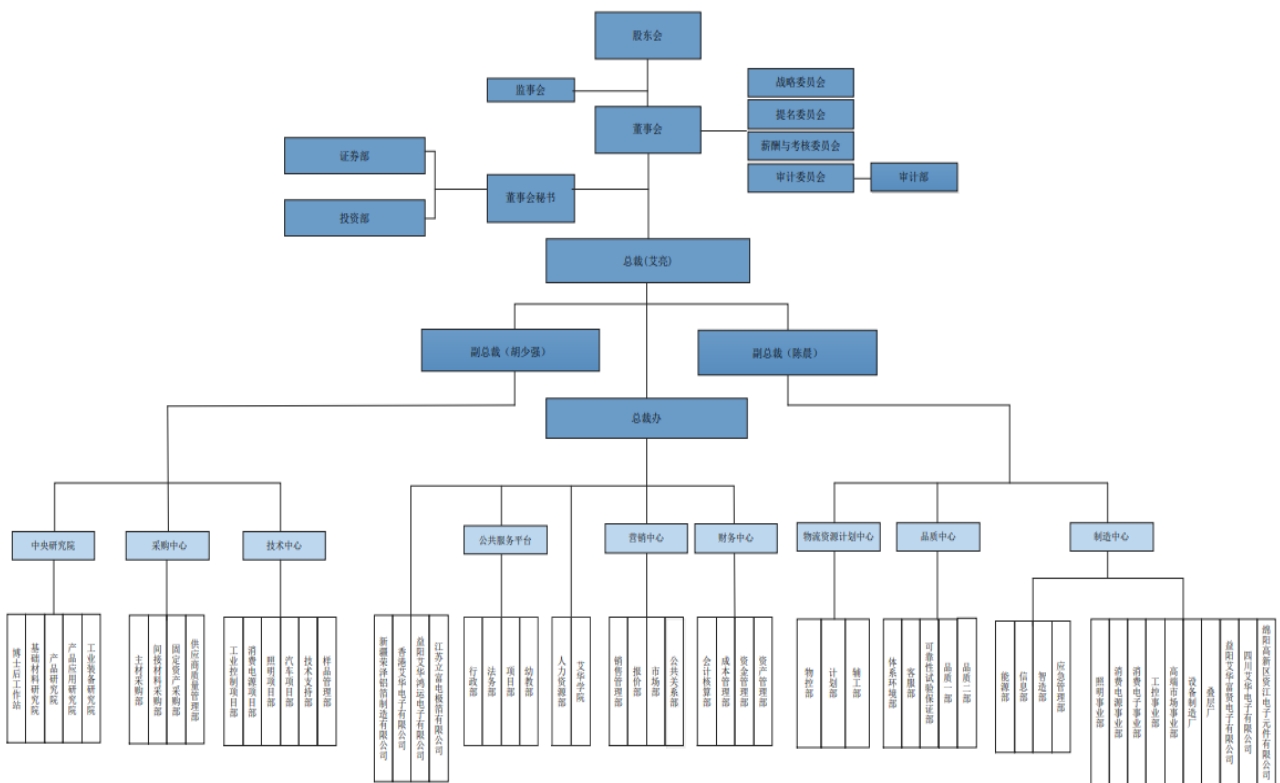
### 附一：湖南艾华集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



表：截至 2020 年末公司主要子公司情况（%）

公司名称	持股比例
江苏立富电极箔有限公司	60.00
益阳艾华富贤电子有限公司	96.67
新疆荣泽铝箔制造有限公司	100.00
绵阳高新区资江电子元件有限公司	100.00
四川艾华电子有限公司	100.00

#### 湖南艾华集团股份有限公司组织架构图



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	23,485.91	20,923.43	34,919.99	32,980.33
应收账款净额	59,253.00	69,284.00	79,798.18	105,741.64
其他应收款	1,113.44	1,426.02	1,397.60	1,237.08
存货净额	43,578.39	55,655.62	56,527.36	61,528.05
长期投资	1,110.50	641.81	625.71	625.71
固定资产	78,933.87	93,945.51	93,007.18	91,197.00
在建工程	13,806.77	6,779.09	14,640.80	18,350.39
无形资产	2,449.06	3,079.13	2,901.16	5,548.69
总资产	331,378.47	382,672.23	434,910.83	438,474.43
其他应付款	376.20	214.39	432.22	326.79
短期债务	27,342.00	27,815.00	36,048.00	40,090.00
长期债务	53,442.93	56,506.12	48,824.98	46,055.05
总债务	80,784.93	84,321.12	84,872.98	86,145.05
净债务	57,299.02	63,397.68	49,952.99	53,164.72
总负债	121,665.42	150,491.70	165,221.56	154,469.63
费用化利息支出	2,392.36	3,229.05	3,342.23	--
资本化利息支出	260.59	157.34	0.00	--
所有者权益合计	209,713.05	232,180.53	269,689.27	284,004.80
营业总收入	216,557.39	225,438.97	251,660.32	67,416.15
经营性业务利润	32,538.41	35,284.43	39,447.23	10,427.30
投资收益	2,309.49	3,745.52	4,643.07	798.29
净利润	29,935.09	33,653.21	38,318.17	11,355.13
EBIT	37,524.95	42,606.95	47,895.80	--
EBITDA	46,491.76	53,902.31	61,188.42	--
经营活动产生现金净流量	23,046.17	15,588.77	26,361.11	10,215.98
投资活动产生现金净流量	-100,131.29	-6,674.36	-16,726.69	-9,949.11
筹资活动产生现金净流量	43,466.78	-11,200.73	5,090.02	-2,390.58
资本支出	13,473.41	12,789.73	13,051.67	2,044.57
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	30.34	33.29	32.41	31.46
期间费用率(%)	14.78	17.51	16.62	15.93
EBITDA 利润率(%)	21.47	23.91	24.31	--
总资产收益率(%)	13.30	11.93	11.72	--
净资产收益率(%)	15.09	15.23	15.27	16.41
流动比率(X)	3.47	2.99	2.77	3.07
速动比率(X)	2.82	2.38	2.28	2.47
存货周转率(X)	4.07	3.03	3.03	3.13*
应收账款周转率(X)	3.84	3.51	3.38	2.91*
资产负债率(%)	36.71	39.33	37.99	35.23
总资本化比率(%)	27.81	26.64	23.94	23.27
短期债务/总债务(%)	33.85	32.99	42.47	46.54
经营活动净现金流/总债务(X)	0.29	0.18	0.31	0.47*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.84	0.56	0.73	1.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.69	4.60	7.89	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.66	4.02	16.81	--
总债务/EBITDA(X)	1.74	1.56	1.39	--
EBITDA/短期债务(X)	1.70	1.94	1.70	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	17.52	15.92	18.31	--
EBIT 利息保障倍数(X)	14.14	12.58	14.33	--

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表整理，部分异常值以“--”列示；2、带“\*”指标已经年化处理。

### 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	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（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）
偿债能力	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
	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。