

湖南艾华集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn

王晓暄 xxwang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 1 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0415 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

二零二二年六月一日

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行业领先地位、募投项目投产快速提升公司产能、2021 年营业收入快速增长等方面的优势。同时，中诚信国际关注到原材料价格上涨风险及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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	38.27	43.49	52.32	55.52
所有者权益合计（亿元）	23.22	26.97	30.91	31.86
总负债（亿元）	15.05	16.52	21.41	23.66
总债务（亿元）	8.43	8.49	11.17	14.53
营业总收入（亿元）	22.54	25.17	32.34	8.69
净利润（亿元）	3.37	3.83	4.90	1.33
EBIT（亿元）	4.26	4.79	5.99	1.41
EBITDA（亿元）	5.39	6.12	7.43	--
经营活动净现金流（亿元）	1.56	2.64	2.91	0.28
营业毛利率(%)	33.29	32.41	29.56	25.24
总资产收益率(%)	11.93	11.72	12.50	10.45*
资产负债率(%)	39.33	37.99	40.92	42.62
总资本化比率(%)	26.64	23.94	26.55	31.32
总债务/EBITDA(X)	1.56	1.39	1.50	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.92	18.31	25.21	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将租赁负债计入长期债务进行相应计算；3、由于公司未披露 2022 年一季度现金流量补充表，故相关指标无法计算。4、带*指标经过年化处理

正面

■ **公司保持行业领先地位。**2021 年公司铝电解电容器业务保持在传统电源类及照明市场的行业领先地位，并加大工业控制领域产品布局，进一步巩固公司市场地位。

■ **募投项目投产快速提升公司产能。**跟踪期内引线式、牛角式铝电解电容器升级扩产项目及新疆荣泽铝箔第三期化成箔项目均已投产，公司产能得到快速提升，且铝箔产能提升有助于增

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	上次信用评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
艾华转债	AA	AA	2021/6/2	6.91	4.63	2018/3/2~2024/3/1	回售、赎回

注：债券余额为截至 2022 年 3 月末数据。

强关键原材料自给能力，保障产品质量并缓解部分成本控制压力。

■ **2021 年营业收入快速增长。**在国家新能源政策引导下，公司不断拓展工控领域新客户，加之电源/电子类订单情况良好，2021 年公司营业收入实现快速增长，盈利能力及经营获现能力亦保持良好水平。

关注

■ **原材料价格上涨风险。**2021 年以来公司生产所需原材料价格普遍上涨，对公司成本管控造成一定压力，营业毛利率随之下滑，对于业务利润形成一定影响。

■ **部分在建项目投资进度缓慢。**公司叠层片式固态铝电解电容器生产项目进展不及预期，因客户对新产品验证周期较长，尚未大量下单，公司根据市场需求放缓该项目投资进度，中诚信国际将对该项目后续建设进度及收益情况保持关注。

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，2021年6月24日因实施2020年度利润分配方案，转股价格调整为20.81元/股。跟踪期内，公司股票多次触发“艾华转债”的赎回条款，但公司均决定不行使“艾华转债”的提前赎回权利，不提前赎回“艾华转债”，截至2022年3月31日，“艾华转债”尚未转股的债券余额为4.63亿元。

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，其中，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及新疆中高压化成箔生产线扩产项目已于2021年完工投产，并结余募集资金0.33亿元用于永久补充流动资金，叠层片式固态铝电解电容器生产项目投资进度未达预期。截至2021年末公司累计实际使用募集资金5.71亿元。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或

会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%

增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

下游应用端需求增长使得铝电解电容器市场稳健发展，2021年国内市场增长较快，但中高端产品仍依赖进口；金属铝等大宗原材料价格上升对铝电解电容器成本控制形成一定压力

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%左右的电容器市场份额，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、新能源及汽车工业等新兴行业等领域。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；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。由于中国市场的快速增长，2021年全球铝电解电容器市场规模或达619.9亿元，同比增长20.5%。长期来看，全球铝电解电容器市场规模仍将呈现稳健增长态势，预计2020~2025年全球铝电解电容器市场规模五年平均增长率约为7.1%，2025年市场规模将达到724.4亿元。

从行业竞争格局来看，目前，日本、中国大陆、马来西亚、印度尼西亚、韩国和中国台湾是全球铝电解电容器的主要生产国家和地区，其中日本处于领先地位，全球前五大铝电容器厂商有三家是日本企业，分别为Nippon Chemi-con、Nichicon和Rubycon，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，日本企业是中高端铝电解电容器主要制造商，中国的中高端铝电解电容器产品仍主要依赖进口日本产品。但国内主要电容器厂商依托日益强大的技术、质量、服务、品牌等实力，近年来稳步扩产，发展迅速，全球中高端市场份额有所提升。由于国内疫情控制情况良好，加之欧美国家疫情严重，客户将部分订单转移至国内生产；此外，中美贸易纠纷后，国内下游终端厂商自主可控意识明显增强，加速导入国内优质零部件供应商，中高端铝电解电容器国产化替代加速，2021年我国铝电解电容器的销量约为1,070亿

只，同比增长约 15.5%，销售额约为 361.0 亿元，同比增长 22.8%。

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），电费成本以及金属铝等大宗原材料价格上升对铝电解电容器成本控制形成一定压力。

铝价格方面，2021 年初，得益于新冠疫苗大范围接种以及美日等国加大财政刺激力度，全球经济好转态势更加明显，需求有所回暖；此后，内蒙古、云南等地陆续出台能耗双控或限电限产政策，使得供应端不断被压缩，供需始终处于紧平衡状态；加之拜登推出的 1.9 万亿美元刺激计划的实施使得资金涌入市场，国内外铝价形成共振上涨态势。虽国储局于 7 月抛储 14 万吨以保供稳价，但国内铝价仅短暂回调，后因行业减产事件不断继续上涨。此外，9 月我国最大的铝土矿进口来源国几内亚发生军事叛乱，10 月印尼宣称计划自 2022 年起停止铝土矿出口，持续引发市场对全球矿石供应的担忧，助推铝价上涨。10 月下旬以来，煤炭行业保供稳价工作的推进使得煤炭价格暴跌；受煤炭价格下行影响，电解铝成本支撑较预期弱化，铝价亦快速下行，后有所反弹。整体来看，2021 年，LME 三月期铝均价为 2,486 美元/吨，同比上涨 43.60%；同期 SHFE 三月期铝均价为 18,898 元/吨，同比上涨 37.30%。

图 1：近年来 LME3 月期铝和沪铝主力合约价格走势



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

跟踪期内公司产权治理结构和管理人员保持稳定，无重大安全生产及环保风险

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东仍为湖南艾华控股有限公司，持有公司股权 47.53%，公司实际控制人为艾立华、王安安，两人为夫妻关系。公司治理方面，公司合规合法运行，2021 年以来无重大不利人员变动。

2021 年，公司无重大生产安全事故，且环保防治设施运行状况良好，污染物达标排放，没有因环保问题受到行政处罚的情形。

公司铝电解电容器业务保持在电源类及照明市场的行业领先地位，并提升在工业领域的市场份额，2021 年产品销量增长较快

公司在全球铝电解电容器行业保持突出地位，全球市占率第四位，业务覆盖工业控制、光伏、车载、智能机器人、5G 通讯、数据处理中心、电源、照明等多维度应用市场。公司连续十五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。

2021 年，公司在巩固电源类及照明市场地位的基础上，加大对家电、工业以及新能源汽车等行业市场布局，并通过新技术和新工艺带动工业行业市场份额快速提升，当年公司工业类用牛角及螺栓电容同比增长 73%。从销售数据来看，2021 年，公司铝电解电容器销量为 120.89 亿支，同比增长 15.97%，产销率达 96.92%；铝箔销量为 395.56 万平米，同比下降 31.24%，产销率达 110.25%。2021 年铝箔销量同比下降的主要原因系原材料供应紧张，为保证公司铝电解用铝箔供应，公司铝箔外销减少。

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。2021年公司国内、国外销售收入分别同比增长32.50%和11.36%，收入占比分别为83.52%和16.48%，国内销售收入占比较上年小幅上升。从客户集中度来看，2021年公司前五大客户销售额5.36亿元，在当年销售总额中占比16.58%，客户集中度较低。

2021年主要原材料价格成本有所上升，公司持续扩充关键原材料铝箔产能以缓解部分成本控制压力并保证供应安全，但原材料成本仍有所增长

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铝箔，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，受大宗商品价格上涨影响，2021年光箔、橡胶塞、引出线、电解纸等原材料采购价格呈现不同程度上涨，其中，由于公司产品结构调整，铝壳采购单价上升较为明显，原材料采购价格上升对公司成本控制形成一定压力。同时，铝箔作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，2021年10月，新疆荣泽铝箔第三期20条化成箔项目已全部投产，公司主要原材料铝箔的自供率达60%，铝箔自给量提高缓解部分原材料成本上升带来的综合成本控制压力。

2021年铝电解电容器原材料成本同比上升44.99%至17.15亿元，原材料成本占总成本比重随之小幅上升。2021年公司前五大供应商采购额合计为6.67亿元，占年度采购总额的比重为35.23%，第一大供应商采购额占比12.41%，供应商集中度同比增加。

表 1：近年来公司主要原材料采购价格

采购价格	2019	2020	2021
光箔（元/千克）	38.44	37.02	40.39
阳极箔（元/平方米）	53.99	51.16	48.02

阴极箔（元/平方米）	3.46	2.98	2.93
电解纸（元/千克）	43.29	43.37	45.80
铝壳（元/万只）	83.40	87.13	107.85
引出线（元/万支）	34.63	32.27	33.82
橡胶塞（元/万只）	72.72	75.20	81.65

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量提高，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

引线式、牛角式铝电解电容器募投项目投产快速提升公司产能，产能利用率相对稳定，公司加大研发投入以保障产品竞争力

生产方面，公司不断完善产业链，持续推进产能扩张，跟踪期内，公司通过股权战略投资来提高供应链强度，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2021年末，由于募投项目引线式铝电解电容器升级及扩产项目以及牛角式铝电解电容器扩产项目投产，公司铝电解电容器产能同比大幅增加24.62亿支/年至150.00亿支/年；当年产量为124.74亿支，同比增长18.39%，产能利用率保持稳定。

表 2：近年来公司铝电解电容器产能、产量情况

	2019	2020	2021
产能（亿支）	123.88	126.37	150.00
产量（亿支）	102.42	105.36	124.74
产能利用率（%）	82.68	83.37	83.16

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，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。2021年公司研发投入1.74亿元，同比增长22.54%，新获授权的专利65项，其中发明专利15项，实用新型专利50项。截至2021年末，公司持有有效的授权专利326项，其中发明专利56项，实用新型专利263项，外观设计专利7项。此外，2022年，公司研发重点将围绕光伏超高压产品、智能电网用宽温长寿命产品、汽车电子

BCM、ECU 应用贴片式等产品展开，不断提高的研发投入有助于公司拓宽细分产品线、优化产品性能品质，从而保持较强的市场竞争力。

公司在建项目投资规模不大，但未完结募投项目进展缓慢，需关注后续新产品验证情况

截至 2021 年末，公司主要在建项目为叠层片式固态铝电解电容器生产项目，计划总投资 1.94 亿元，其中通过可转债已募集资金净额 1.08 亿元，剩余部分须由公司自筹，该项目已累计投入 0.03 亿元。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，该项目预期达到预定可使用状态日期为 2023 年 4 月。

2022 年公司资本投入将集中于绵阳厂搬迁扩产等项目中，其中，公司计划使用自有资金将子公司绵阳高新区资江电子元件有限公司（以下简称“绵阳资江”）搬迁至绵阳高新技术产业开发区永兴镇，搬迁扩产项目投资总金额约 1.50 亿元，截至 2021 年末已投入 0.45 亿元。搬迁扩产完成后将提升公司绵阳厂产能规模及产线自动化水平，提高生产效率。此外，为保障供应链稳定性，加强在成本及品质方面的优势积累。

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 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。以下财务分析均基于财务报表期末数。

2021 年公司收入保持较快增长，营业毛利率受材料成本上升有所下滑，但依然保持良好的盈利能力

2021 年，公司营业总收入同比增长 28.51%，其中，LED 照明需求有所提升，带动公司照明类收入同比增长 17.22%；电源/电子类营业收入随着订单不断增长而继续保持良好上升态势；在国家新能源等政策引导下，公司在工控新能源领域积极开拓

新客户，同时牛角式铝电解电容器产能释放满足订单需求，工控类营业收入同比增长 73.04%；为保证公司铝电解用铝箔的全面供应，公司减少化成箔外销。营业毛利率方面 2021 年原材料价格上涨对公司成本管控造成一定压力，当期营业毛利率有所下降。2022 年 1~3 月，受益于工控、新能源等领域积极开拓新客户、下游需求持续旺盛等，公司营业总收入同比增长 28.95% 至 8.69 亿元，根据企业会计准则要求，公司将修理费从管理费用调整至营业成本中，营业毛利率进一步下降至 25.24%。

表 3：公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021
照明类	6.60	6.00	7.04
电源/电子类	11.07	13.07	16.72
工控类	3.56	4.07	7.04
腐蚀箔	0.44	0.55	0.44
化成箔	0.81	1.44	1.05
其他	0.06	0.04	0.05
营业总收入	22.54	25.17	32.34

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 4：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

业务板块	2019	2020	2021
照明类	38.96	36.23	31.74
电源/电子类	32.67	35.77	31.87
工控类	30.57	25.04	24.85
腐蚀箔	16.80	9.75	9.26
化成箔	16.96	14.22	14.66
营业毛利率	33.29	32.41	29.56

资料来源：公司提供

期间费用方面，2021 年期间费用较去年有所增长，其中销售费用、管理费用均随公司营业规模扩大而上升；美元汇率波动产生汇兑损失减少使得当期财务费用有所下降。2021 年公司营业总收入增幅大于期间费用增幅，期间费用率持续下降。

公司利润总额以经营性业务利润为主，2021 年经营性业务利润随营业总收入增长而上升，但上游原材料涨价带来的营业毛利率下滑，使得经营性业务利润增幅小于营业收入增幅。公允价值变动损益方面，购买非保本浮动收益理财产品增值以及对外股权投资采用公允价值计量后净值增加，使得当期该科目增长较为明显；此外，购买理财产品形成的

投资收益也对公司利润形成一定补充。上述因素综合影响使得公司利润总额同比增长 27.79%。盈利能力指标方面，2021 年公司 EBITDA 规模有所上升，但增幅低于收入增速，EBITDA 利润率小幅下降，总资产收益率有所增长，公司保持良好的盈利能力。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	1.36	0.94	1.18	0.27
管理费用	1.11	1.29	1.63	0.27
研发费用	1.21	1.42	1.74	0.42
财务费用	0.26	0.53	0.33	0.09
期间费用合计	3.95	4.18	4.88	1.05
期间费用率(%)	17.51	16.62	15.09	12.12
经营性业务利润	3.53	3.94	4.52	1.16
公允价值变动收益	0.02	0.14	0.79	0.02
投资收益	0.37	0.46	0.35	0.16
利润总额	3.94	4.46	5.69	1.33
EBITDA 利润率(%)	23.91	24.31	22.98	--
总资产收益率(%)	11.93	11.72	12.50	10.45*

注：标*为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年来公司加大原材料备货及生产投入，以应付账款和应付票据为主的经营性负债亦随之增长，带动财务杠杆小幅上升

2021 年末公司资产随业务规模扩大而持续增长。从资本结构来看，公司资产以流动资产为主，近年来流动资产占比均在 70% 以上。2021 年末，由于公司现金流情况较好，利用闲置资金购买理财产品使得交易性金融资产快速上升，货币资金则受理财资金到期日及外币资金远期锁汇交割日影响下降较为明显，但受限比例很低，2022 年 3 月末回升至正常规模；为应对原材料涨价以及供应紧张，公司不断加大原材料备货，同时基于市场需求增长预期及在手订单的执行，库存商品和发出商品相应增长，2021 年来存货增长迅速；由于公司当期按照金融工具准则，将承兑银行信用等级一般的票据从应收款项融资科目调整至应收票据科目，2021 年末该科目快速上涨。非流动资产方面，2021 年末固定资产大幅增加主要系购置机器设备以及荣泽铝箔第三期 20 条化成箔项目转固所致；艾华集团生产基

地项目以及厂房装修改造等项目投入使得公司在建工程不断增长。

负债方面，公司负债仍以流动负债为主，且流动负债占比快速上升，截至 2022 年 3 月末流动负债占负债总额的比重为 78.91%，流动负债主要由应付票据和应付账款构成，2021 年末应付账款和应付票据随采购支出增加而快速增长，2022 年 3 月末应付票据随采购中票据结算比重增加及采购规模上升而继续增长。此外，2022 年 3 月末短期借款亦随购置机器设备等资金需求增长而上升。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，2021 年末应付债券有所下降。

权益方面，2021 年以来，公司所有者权益规模随经营积累产生未分配利润以及可转换公司债券行使转换权增加股本及资本溢价而不断增长。2022 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 12.58%、44.83% 和 34.21%。资本结构方面，由于应付票据快速增长，2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率均小幅增长。总体来看，公司财务杠杆仍处于较低水平，资本结构较为稳健。

表 6：近年来公司主要资产和资本构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2.09	3.49	1.78	3.67
存货	5.57	5.65	8.02	9.02
应收账款	6.93	7.98	9.39	10.42
应收款项融资	--	--	0.16	0.22
应收票据	--	--	3.94	3.57
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5.85	6.99	11.75	10.85
固定资产	9.39	9.30	11.96	12.30
在建工程	0.68	1.46	1.84	1.88
总资产	38.27	43.49	52.32	55.52
应付账款	3.39	3.92	5.14	4.45
应付票据	2.68	3.24	6.14	8.53
总负债	15.05	16.52	21.41	23.66
所有者权益合计	23.22	26.97	30.91	31.86
资产负债率(%)	39.33	37.99	40.92	42.62
总资本化比率(%)	26.64	23.94	26.55	31.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司保持良好的经营获现能力，部分偿债指标因总债务上升有所弱化，但短期偿债压力不大

经营活动净现金流方面，公司保持良好的经营获现能力，2021 年经营活动净现金流增速与主营业务利润增长幅度基本一致。2021 年由于理财产品到期量减少，当期投资活动净现金流缺口扩大。筹资活动现金流方面，2021 年公司回购股份以及将贴现收到的资金调整至经营活动产生的现金列报，致使当期筹资活动净现金流由正转负。

偿债指标方面，2021 年以来公司总债务受应付票据上升影响增长较为明显，2022 年 3 月末短期债务占比上升至 69.34%。受此影响，2021 年公司经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力有所减弱，但仍能较好的覆盖利息支出，EBIT 对利息的覆盖能力仍处于较高水平。综合考虑公司非受限货币资金及购买的理财产品等，能有效覆盖公司短期债务。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	2.78	3.60	6.70	10.07
总债务	8.43	8.49	11.17	14.53
经营活动净现金流	1.56	2.64	2.91	0.28
投资活动净现金流	-0.67	-1.67	-3.19	0.97
筹资活动净现金流	-1.12	0.51	-1.40	0.64
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.31	0.26	0.08*
经营活动净现金流/利息支出	4.60	7.89	9.87	3.56
(CFO-股利)/总债务	0.04	0.17	0.14	--
EBIT 利息保障倍数	12.58	14.33	20.31	17.75
经营活动净现金流/短期债务	0.56	0.73	0.43	0.11*
货币资金/短期债务	0.75	0.97	0.27	0.36

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 2022 年 3 月末，公司共获得中国农业银行股份有限公司益阳分行等银行综合授信 21.30 亿元，其中尚未使用授信额度为 10.16 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 2021 年末，公司不存在对

外担保及未决诉讼等或有事项。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产金额合计 0.10 亿元，主要为受限应收票据和受限应收款项融资，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，2019~2022 年 5 月 6 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	20,923.43	34,919.99	17,804.50	36,654.70
应收账款净额	69,284.00	79,798.18	93,946.64	104,236.66
其他应收款	1,426.02	1,397.60	2,249.65	3,816.78
存货净额	55,655.62	56,527.36	80,218.16	90,191.68
长期投资	641.81	625.71	2,085.26	2,025.26
固定资产	93,945.51	93,007.18	119,649.79	123,018.99
在建工程	6,779.09	14,640.80	18,374.33	18,816.42
无形资产	3,079.13	2,901.16	5,364.57	5,289.53
总资产	382,672.23	434,910.83	523,176.31	555,159.21
其他应付款	214.39	432.22	526.53	488.21
短期债务	27,815.00	36,048.00	67,028.40	100,746.09
长期债务	56,506.12	48,824.98	44,674.43	44,542.18
总债务	84,321.12	84,872.98	111,702.83	145,288.28
净债务	63,397.68	49,952.99	93,898.33	108,633.57
总负债	150,491.70	165,221.56	214,091.25	236,602.95
费用化利息支出	3,229.05	3,342.23	2,948.39	793.34
资本化利息支出	157.34	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	232,180.53	269,689.27	309,085.07	318,556.26
营业总收入	225,438.97	251,660.32	323,409.57	86,931.65
经营性业务利润	35,284.43	39,447.23	45,153.97	11,643.87
投资收益	3,745.52	4,643.07	3,505.70	1,585.00
净利润	33,653.21	38,318.17	48,998.53	13,262.43
EBIT	42,606.95	47,895.80	59,885.22	14,081.79
EBITDA	53,902.31	61,188.42	74,331.15	--
经营活动产生现金净流量	15,588.77	26,361.11	29,093.66	2,822.54
投资活动产生现金净流量	-6,674.36	-16,726.69	-31,903.35	9,711.21
筹资活动产生现金净流量	-11,200.73	5,090.02	-14,045.11	6,376.05
资本支出	12,789.73	13,051.67	13,347.47	2,107.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	33.29	32.41	29.56	25.24
期间费用率(%)	17.51	16.62	15.09	12.12
EBITDA 利润率(%)	23.91	24.31	22.98	--
总资产收益率(%)	11.93	11.72	12.50	10.45*
净资产收益率(%)	15.23	15.27	16.93	16.90*
流动比率(X)	2.99	2.77	2.26	2.13
速动比率(X)	2.38	2.28	1.77	1.65
存货周转率(X)	3.03	3.03	3.33	3.05*
应收账款周转率(X)	3.51	3.38	3.72	3.51*
资产负债率(%)	39.33	37.99	40.92	42.62
总资本化比率(%)	26.64	23.94	26.55	31.32
短期债务/总债务(%)	32.99	42.47	60.01	69.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.31	0.26	0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.56	0.73	0.43	0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.60	7.89	9.87	3.56
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.02	16.81	14.25	--
总债务/EBITDA(X)	1.56	1.39	1.50	--
EBITDA/短期债务(X)	1.94	1.70	1.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.92	18.31	25.21	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.58	14.33	20.31	17.75

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将租赁负债计入长期债务进行相应计算；3、由于公司未披露 2022 年一季度现金流量补充表，故相关指标无法计算；4、带*指标经过年化处理。

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）
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。