



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（2023）

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0432 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023年6月13日

本次跟踪发行人及评级结果	湖南艾华集团股份有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“艾华转债”	AA
-------------	--------	----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论,主要基于湖南艾华集团股份有限公司(以下简称“艾华集团”或“公司”)在跟踪期内保持国内铝电解电容器行业的领先地位、产品系列齐全且覆盖应用领域广、工控类及新能源业务发展迅速带动公司收入增长且盈利能力良好、财务杠杆较低及资本结构稳健等方面的优势。同时,中诚信国际关注到传统照明和电源/电子业务收入下滑、成本控制压力加大等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

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。

正面

- 公司在铝电解电容器行业保持国内领先地位,产品系列齐全且覆盖应用领域广
- 工控类及新能源业务发展迅速,带动公司收入增长,盈利能力保持良好水平
- 财务杠杆较低,资本结构稳健

关注

- 传统照明、电源/电子业务收入受市场需求低迷影响而下滑
- 原材料价格波动加大公司成本控制压力

项目负责人: 贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn
项目组成员: 王 都 dwang.anthony@ccxi.com.cn

评级总监:
电话: (010)66428877
传真: (010)66426100

财务概况

艾华集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	43.49	52.32	53.85	55.41
所有者权益合计（亿元）	26.97	30.91	33.96	34.86
负债合计（亿元）	16.52	21.41	19.88	20.55
总债务（亿元）	8.49	11.17	11.51	12.70
营业总收入（亿元）	25.17	32.34	34.45	7.05
净利润（亿元）	3.83	4.90	4.49	0.90
EBIT（亿元）	4.59	5.02	5.31	--
EBITDA（亿元）	5.92	6.46	7.12	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.64	2.91	0.91	0.13
营业毛利率（%）	32.41	29.56	26.50	27.64
总资产收益率（%）	10.56	10.48	10.00	--
EBIT 利润率（%）	18.26	15.52	15.41	--
资产负债率（%）	37.99	40.92	36.93	37.09
总资本化比率（%）	23.94	26.55	25.31	26.71
总债务/EBITDA（X）	1.43	1.73	1.62	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	17.72	21.92	21.74	--
FFO/总债务（X）	0.61	0.49	0.53	--

注：1、中诚信国际根据艾华集团提供的其经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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	营业总收入 (亿元)	EBITDA (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	总资本化比率 (%)	EBIT 利润率 (%)	FFO/总债务 (X)
立昂微	29.14	13.06	11.95	42.68	27.90	0.18
艾华集团	34.45	7.12	0.91	25.31	15.41	0.53

中诚信国际认为，与同行业相比，艾华集团所在的铝电解电容器行业发展相对成熟，公司保持国内领先地位，产品种类丰富且应用领域广泛，资本结构稳健，但盈利能力及经营获现能力均小于可比公司。

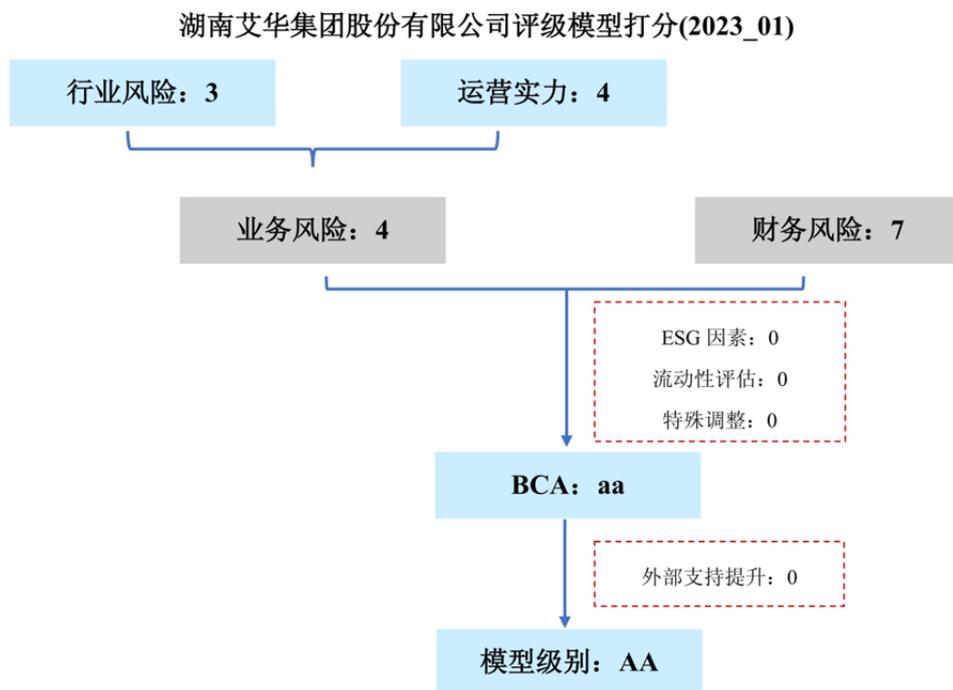
注：立昂微为“杭州立昂微电子股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
艾华转债	AA	AA	2022/06/01	6.91	4.63	2018/3/2~2024/3/1	回售、赎回

注：截至 2023 年 3 月末，累计共有 228,337,000 元“艾华转债”已转换成公司股票，累计转股数为 10,820,172 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 2.77%。

评级模型



方法论

中诚信国际电子信息制造行业评级方法与模型 C080000_2022_04

■ 业务风险：

艾华集团属于电子制造行业，行业风险评估为中等；艾华集团在国内铝电解电容器领域行业地位领先，产品系列齐全且覆盖应用领域广，产业链完整度高，铝箔自供率较高，客户质量良好且结构分散，但对上下游议价能力有限且面临一定成本控制压力，业务风险评估为中等。

■ 财务风险：

艾华集团经营稳健度高，保持良好的盈利能力，财务杠杆较低，同时可凭借较好的内部流动性及备用流动性实现到期债务续接，整体偿债能力强，但跟踪期内经营获现能力有所弱化，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对艾华集团个体基础信用等级无影响，艾华集团具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和极低的财务风险。

■ 外部支持：

公司可享受高新技术企业政策支持及政府补助，但补助金额较小，同时，股东实际可协调资源相对较少，对公司的支持力度有限，故外部支持不调升子级。

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，期间多次调整转股价格，其中，2022年6月24日因实施2021年度利润分配方案，转股价格调整为20.51元/股。截至2023年3月末，“艾华转债”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，截至2023年3月末公司累计实际使用募集资金5.71亿元，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建设进度未达预期，公司综合考虑了宏观经济形势、市场需求及自身研发实力等因素后，将该项目达到预定可使用状态日期由原来的2023年4月延后至2025年4月，截至2023年3月末，该项目累计投入募集资金378.40万元。

宏观经济和政策环境

2023年一季度中国经济修复略超预期，GDP同比增长4.5%，环比增长2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023年政府工作报告对恢复与扩大消费、建

设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，下游新能源及工控领域需求增长带动全球铝电解电容器市场规模保持增长，但消费电子及照明需求萎缩导致行业增速放缓，需关注下游需求及上游材料价格波动对厂商订单获取及成本控制的影响；我国厂商市场竞争力不断提升，但日本厂商在集成材料技术、高端产品等领域仍具有优势且份额领先。

电容器

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 34% 左右的电容器市场份额，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、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备等领域。据中国电子元件行业协会信息，2022 年全球铝电解电容器需求量约为 1,620 亿只，同比增长 6.8%，市场规模约达 619.9 亿元，行业整体需求仍保持增长，但各细分应用领域需求有所分化。其中，消费电子为铝电解电容器最大的应用市场，占比约 45%，2022 年以来宏观经济放缓、全球通胀及地缘政治等多重因素降低了人们的消费预期，消费电子需求低迷，手机、PC、可穿戴产品出货量均呈现明显下滑，使得铝电解电容器市场增速放缓，照明市场需求承压，而新能源及工控领域需求仍保持增长，对铝电解电容器行业保持增长形成支撑。从行业竞争格局来看，全球前五大铝电容器厂商有四家是日本企业，分别为 Chemi-con、Nichicon、Rubycon 和 Panasonic，日本厂商在产品基础材料技术、制作工艺和产业布局等方面具有积累优势，合计市场份额超过 50%，主要专注附加值较高的高端产品市场。国内主要厂商包括艾华集团、江海股份、绿宝石、丰宾电子、东阳光等，具有成本优势，产品定位以中低档为主，但近年来国内厂商技术、质量、服务、品牌实力逐步积累，已在化成箔等关键原材料等某些特定领域打破了垄断，并开发出高端产品，同时，在中美贸易摩擦升级背景下，中高端铝电解电容器国产化替代有望加速发展。此外，从成本构成来看，电极箔和电解液合计占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），2021 年以来受国内双碳政策、海外能源问题、电价上涨及产能控制等因素影响铝价在高位震荡，尽管 2023 年以来铝价已实现较大幅度回落，但电费成本及金属铝等大宗原材料价格处于相对高位，仍对铝电解电容器成本控制形成一定压力。

中诚信国际认为，公司在国内铝电解电容器领域的行业地位领先，产业链完整且铝箔自供率较高，产品系列齐全且覆盖下游领域广，跟踪期内，工控类及新能源业务增长为整体经营业绩形成补充，但消费类和照明需求下滑导致公司产能利用率下降，原材料价格上涨加大成本管控压力。

公司产品系列完整且覆盖应用市场全面，跟踪期内，工控类及新能源业务规模快速增长，产品结构更加均衡；产业链完整程度高，铝箔自供率较高，但原材料涨价对成本控制产生一定压力。

公司主要从事铝电解电容器的研发、生产及销售，可为客户提供包括焊针式、焊片式、螺栓式、引线式及垂直片式液态铝电解电容器以及引线式、垂直片式及叠层片式固态铝电解电容器，广泛应用于新能源汽车、光伏、储能、风电、工业自动化、智能机器人、5G 通讯、数据处理中心、电源、照明、智能电网等众多下游领域，产品系列完整且覆盖应用市场全面。其中，公司在传统电源类和照明市场已积累多年的产品经验且形成稳固的市场地位。随着新能源汽车、新能源（光伏、储能、风电）、工控等市场需求持续扩大，公司在相关领域积极寻求业务增量，2022 年工控类及新能源产品收入占比同比提升 20.71 个百分点至 42%，各业务板块比例更加均衡，有助于分散单一市场需求波动对公司经营业绩产生的风险。

公司已经形成了“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链。从上游采购来看，公司主要采购电极箔、电解液、电解纸和铝壳等原材料，跟踪期内，国际市场中铝、铜、纸、包材、橡胶、化工材料等大宗商品价格波动较大，2022 年公司光箔、铝壳、橡胶塞、电解纸等主要采购原材料价格同比上涨，成本控制压力进一步加大。同时，电极箔是生产铝电解电容器的关键原材料，占总采购金额比重约 40~60%，且该材料的品质也在很大程度上决定着铝电解电容器的性能和质量，因此，公司持续对上游关键原材料铝箔进行布局，随着公司荣泽铝箔第三期 20 条化成箔产线持续上量，铝箔产能同比提升 38%，目前公司铝箔自供率达 60~70%，对供应链的自主可控能力保持在较高水平。公司采购主要以国内采购为主，仅电解纸、电子胶带及橡胶塞材料产地来自日本、德国、马来西亚等，进口金额占比极小，2022 年公司前五大供应商采购额占总采购额比重为 32.81%，采购较为分散。同时，公司与上游供应商保持了良好稳定的合作关系，采购主要以电汇/票据结算。

表 1：公司主要原材料采购价格

采购价格	2020	2021	2022
光箔（元/千克）	37.02	40.39	45.27
阳极箔（元/平方米）	51.16	48.02	64.66
阴极箔（元/平方米）	2.98	2.93	3.20
电解纸（元/千克）	43.37	45.80	47.42
铝壳（元/万只）	87.13	107.85	130.28
引出线（元/万支）	32.27	33.82	38.43
橡胶塞（元/万只）	75.20	81.65	90.53

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

下游销售方面，公司下游客户涵盖工控/新能源、消费电源/电子和照明市场，客户包括西门子、汇川、阳光电源、上能、昱能、英维腾、欧司朗、飞利浦、GE、比亚迪、三星、戴尔、OPPO、vivo、伊顿集团等各行业全球知名品牌。跟踪期内，公司持续开拓工控/新能源领域细分市场，拓展比亚迪、博世、法雷奥等客户，与全球车载、光伏逆变器、工业变频器等头部企业保持战略合作关系，客户资源优质。公司主要采用直销模式对外销售，凭借多年积累的品质及品牌优势，公司对各领域客户具有一定的议价能力，但由于传统电源类和照明市场需求持续低迷，公司在上述领域的议价空间有所压缩。结算方面，公司与下游客户主要通过电汇和信用凭证结算，账期通常

为 90~120 天。2022 年公司前五大客户销售额占年度销售总额为 21.56%，由于客户来自较多细分市场，客户结构较分散。从销售区域来看，2022 年公司国内和国外收入占比分别为 81.12%和 17.88%。

公司在铝电解电容器行业的综合市占率国内领先，技术水平在行业内具有较强竞争力，跟踪期内，产能规模进一步提升，但受照明、电源/电子类等传统业务市场需求下滑影响，产品产能利用率大幅下降。

凭借多年行业深耕，公司已形成完整的产业链、规模化智能制造、优质客户群及国内领先的技术积累，在铝电解电容器行业市场份额保持国内领先，并连续多年在节能照明及手机快充等领域保持市占率第一。近年来公司持续扩充产能，截至 2022 年末，公司铝电解电容器产能增至 180 亿支，产能规模国内领先。跟踪期内，由于公司产品结构发生变化，单价更高的工控类/新能源产品产销量有所增长，其中，工控类牛角、螺栓等电容销售额同比增长 107.91%，但单价较低、对销量贡献更高的电源/电子类、照明类等传统业务市场需求萎缩，订单相应减少较多，导致公司铝电解电容器产销量降幅均超过 25%，产能利用率亦明显下降。此外，2022 年铝箔产线前期扩产逐步实现效益，2022 年全年产量达 435.30 万平米，同比增长 21.33%，但由于公司铝箔优先保障自身供应，铝箔销售量同比下降 2.59%，产销率降至 88.52%。

表 2：近年来公司铝电解电容器产能、产销量情况

	2020	2021	2022
产能（亿支）	126.37	150.00	180.00
产量（亿支）	105.36	124.74	81.32
产能利用率（%）	83.37	83.16	45.17
销量（亿支）	104.25	120.89	87.92

注：公司在统计产销量时未根据产品品类及价值量大小进行折算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，公司建立强专业能力的中央研究院和技术中心，并与国内外多个知名院校合作，开展铝电解电容器原材料、生产设备、生产技术的研发，拥有国内及美国、日本、中国台湾的各专业技术专家团队，建立了以电极箔腐蚀及化成技术、电解液技术、铝电解电容器技术、高分子固态铝电解电容器技术、铝电解电容器生产设备制造技术为基础的核心竞争力。2022 年公司研发投入 1.91 亿元，同比增长 10.08%，占营业收入的比例为 5.56%，新增发明专利 17 项，实用新型专利 41 项。截至 2022 年末，公司铝电解电容器相关累计拥有有效授权专利 363 项。

公司在建项目投资压力较小，但未完结募投项目进展缓慢，需关注后续项目研发实施进度及预期效益情况。

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和绵阳高新区资江电子元件有限公司（以下简称“绵阳资江”）搬迁项目。其中，绵阳资江搬迁项目计划总投资 1.5 亿元，截至 2022 年末项目已投入 0.72 亿元，目前该项目主体施工、竣工验收及消防检测等已完成，正在进行内部装修，预计 2023 年 10 月建成，建成后将进一步提升产线自动化水平。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 1.08 亿元将使用可转债募集资金投入，目前项目建设进度延期，仅少量资金投入，但叠层片式固态铝电解电容器生产项目技术含量高、开发周期较长，

未来市场环境及需求波动的不确定因素较大，中诚信国际将对此项目的研发实施进度及预期效益保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，艾华集团收入增速放缓且营业毛利率下降，导致盈利能力有所弱化，经营获现能力亦有变弱，但公司资本开支规模小，财务杠杆较低，货币资金及等价物储备较为充足，短期偿债压力可控。

跟踪期内，公司营收增速有所放缓，受原材料价格上涨等因素影响，营业毛利率下降，经营性业务利润仍保持增长，但非经常性损益贡献减少导致盈利指标小幅弱化，盈利能力保持良好水平。

2022 年以来受消费需求走弱影响，公司收入规模增速有所放缓，其中，照明及电源/电子类业务受市场需求萎缩影响、订单下降较多，收入同比降幅均在 20%以上，受益于公司新拓展的新能源业务订单增长较快叠加加工控类订单需求稳定，公司工控类/新能源业务收入实现翻倍增长。得益于产能释放及价格增长，化成箔收入同比增长。2023 年一季度，公司营业总收入同比下降 18.88% 至 7.05 亿元。毛利率方面，由于原材料价格持续走高，叠加照明、电源/电子类下游需求不足导致产品售价变动未跟随采购成本的上涨幅度，2022 年公司营业毛利率有所下降。2023 年 1~3 月，随着原材料价格回落，公司营业毛利率提升至 27.64%。

跟踪期内，公司研发费用保持增长，但财务费用和管理费用压缩导致期间费用小幅下降，叠加营收规模增加，期间费用率有所下降，费用控制能力进一步提升。经营性业务利润是利润总额的主要组成部分，购买理财产品形成的投资收益对公司利润形成一定补充，但 2022 年理财产品期末净值下降，使得该年度公司利润总额有所减少，EBIT 利润率和总资产收益率小幅弱化。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
照明类	6.00	36.23	7.04	31.74	4.27	24.40
电源/电子类	13.07	35.77	16.72	31.87	13.17	27.92
工控类/新能源	4.07	25.04	7.04	24.85	14.63	26.99
腐蚀箔	0.55	9.75	0.44	9.26	0.04	2.97
化成箔	1.44	14.22	1.05	14.66	2.19	14.43
其他	0.04	--	0.05	--	0.15	--
营业总收入/营业毛利率	25.17	32.41	32.34	29.56	34.45	26.50

资料来源：公司提供

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
期间费用率（%）	16.62	15.09	12.69	16.00
经营性业务利润/利润总额（%）	88.54	79.31	93.92	--
公允价值变动收益	0.14	0.79	0.14	0.11
投资收益	0.46	0.35	0.25	0.07
利润总额	4.46	5.69	5.07	1.08
EBITDA	5.92	6.46	7.12	--
EBIT 利润率（%）	18.26	15.52	15.41	--
总资产收益率（%）	10.56	10.48	10.00	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产和权益规模均保持增长，财务杠杆维持较低水平。

跟踪期内，公司总资产规模小幅增长，其中流动资产占比仍较高，主要以交易性金融资产、应收账款及存货等构成，应收账款和存货周转效率有所放缓，交易性金融资产金额较稳定，主要系理财产品。此外，2023年3月末，由于公司赎回少量理财产品、对外融资增加及加快应收账款回款效率，货币资金规模有所增加。非流动资产方面，随着艾华二期新工厂、绵阳资江搬迁项目等产线改造、设备安装、厂房装修持续投入，且部分项目陆续转固，公司固定资产及在建工程规模均有所增长。

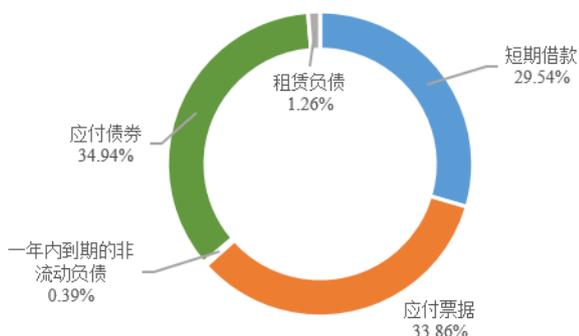
公司负债以经营性负债、银行间接融资和公开发债为主，从结构来看，以经营性负债为主的流动负债占比高。跟踪期内，为了补充流动性，公司增加短期银行借款，且2023年一季度增加较多，但应付账款和应付票据减少使得负债规模较2021年末有所下降。公司经营积累使得未分配利润持续增长，带动所有者权益规模上升，财务杠杆水平有所下降。

表 5：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	3.49	1.78	1.89	5.53
交易性金融资产	6.99	11.75	11.44	10.71
应收账款	7.98	9.39	9.58	8.06
应收账款周转率（X）	3.15	3.72	3.63	3.20*
存货	5.65	8.02	8.03	8.22
存货周转率（X）	3.01	3.33	3.15	2.51*
固定资产	9.30	11.96	13.33	13.43
流动资产占比（%）	72.41	70.71	68.03	69.01
总资产	43.49	52.32	53.85	55.41
总负债	16.52	21.41	19.88	20.55
总债务	8.49	11.17	11.51	12.70
短期债务/总债务（%）	42.47	60.01	59.83	63.80
所有者权益合计	26.97	30.91	33.96	34.86
资产负债率（%）	37.99	40.92	36.93	37.09
总资本化比率（%）	23.94	26.55	25.31	26.71

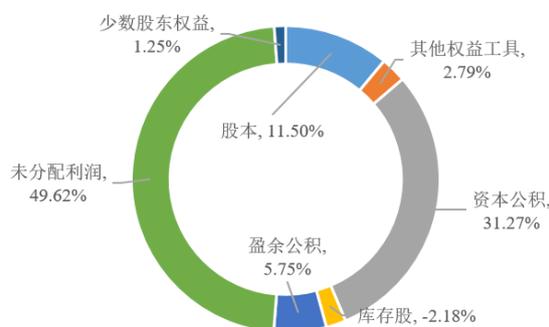
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司经营获现能力有所弱化，资本开支需求放缓使得投资活动现金净流出缺口收窄，账

面货币等价物相对充足，整体偿债压力可控。

2022 年，受购买商品、接受劳务支付的现金增加、票据贴现口径变化¹以及收到补助资金减少，经营获现能力有所弱化；2023 年一季度，公司购买材料支付的现金及交纳税金增加，经营活动净现金流同比减少。2022 年公司整体资本开支投入减少，投资活动现金流缺口收窄；因借款小幅增加，2022 年筹资活动净现金流出规模减少，2023 年一季度实现净流入。

偿债能力方面，跟踪期内，公司利息支付压力较小，EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力略有下降但仍处于良好水平，同时，货币等价物对短期债务的覆盖能力强，整体来看，公司债务偿还压力可控。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	2.64	2.91	0.91	0.13
投资活动产生的现金流量净额	-1.67	-3.19	-0.25	1.12
筹资活动产生的现金流量净额	0.51	-1.40	-0.63	2.43
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	7.89	9.87	2.79	1.63
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.31	0.26	0.07	--
FFO/总债务（X）	0.61	0.49	0.53	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	17.72	21.92	21.74	--
总债务/EBITDA（X）	1.43	1.73	1.62	--
货币等价物/短期债务（X）	2.91	2.61	2.48	2.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 0.32 亿元，占当期末总资产的 0.60%，主要系银行开具承兑汇票质押的应收票据及应收账款融资、票据保证金等。

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，2020~2023 年 4 月，公司及主要子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。

假设与预测²

假设

- 预计 2023 年公司收入规模保持增长，盈利水平小幅提升。
- 2023 年，预计公司资本开支小幅增加，财务杠杆有所降低。
- 预计 2023 年公司经营获现能力有所改善。

预测

表 7：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率	26.55	25.31	23~25

¹ 十五大行以外的票据贴现经审计计入筹资活动，未经审计全部计入经营活动。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

总债务/EBITDA	1.73	1.62	1.3~1.6
------------	------	------	---------

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，艾华集团整体资金平衡状况较好，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司流动性资金来源包括日常经营性资金流入、货币资金储备及外部融资。截至 2022 年末，公司获得银行授信 52.40 亿元，尚未使用授信规模 44.47 亿元，备用流动性充足。同期末，公司持有非受限货币资金及交易性金融资产 13.30 亿元，预计 2023 年经营活动现金流仍将保持净流入状态。

公司资金流出主要用于日常经营周转、研发投入、产线建设以及债务的还本付息。预计 2023 年公司资本开支投入同比减少，现金分红的金额约 1.2 亿元，总体投资规模不大。整体来看，公司资金平衡状况较好，内生性资金来源及外部融资可满足债务到期接续及流动性需求。

表 8：公司债务到期分布情况（截至 2022 年末）

	1 年内	1~2 年（含 2 年）	2 年以上
合并口径	6.88	4.45	0.17
银行融资	1.30	--	--
公开债务	--	4.45	--
其他	5.58	--	0.17

资料来源：根据公司提供资料整理

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重环境保护及合法合规经营，跟踪期内 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司重视环境保护工作，追求绿色可持续发展，并制定完善的环保应急预案和可靠的环境自行监测方案。跟踪期内，公司被评为 2022 年度国家级“绿色工厂”，未出现超标排放情况，未受到环境保护行政处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，充分调动员工的工作积极性，促进人力资源的合理配置，以适应公司快速发展的需要；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司董事会由 7 名董事构成，设董事长、副董事长各 1 人。2021 年 11 月董事会完成换届以来，除新聘一名副总经理外，管理层稳定性好。内控方面，公司严格按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等有关法律、法规及规范性文件要求，不断完善公司法人治理结构，建立、健全公司内部管理和控制制度，规范公司运作。

战略方面，公司将继续依托现有品牌影响力和辐射力提高公司未来的多元化发展，同时推动技术升级、制造升级、材料升级以保持公司在行内的领先地位，为股东带来更多价值。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

外部支持

近年来公司获得政府补助金额较小，股东支持有限。

公司作为高新技术企业，享受高新技术企业相关政策支持，近年来持续获得相关政府补助，但补助金额较小。实际控制人和控股股东可实际协调的资源相对较少，但对公司的支持意愿很高，可为公司提供管理经验等方面的支持。

同行业比较

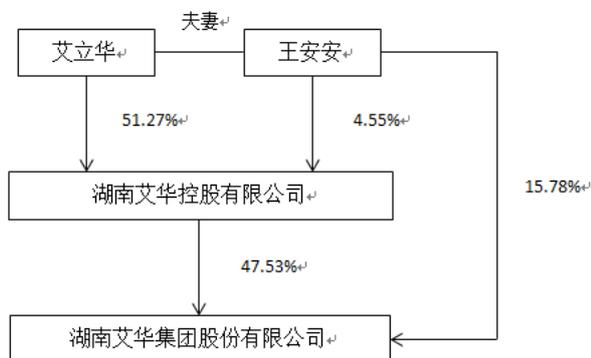
中诚信国际选取了杭州立昂微电子股份有限公司（605358.SH）作为艾华集团的可比企业，上述公司所属行业有所差异，但在各自领域均具有相对突出的行业地位，在业务和财务方面具有一定可比性。

中诚信国际认为，运营实力方面，艾华集团所在行业发展相对成熟，公司在铝电解电容器领域保持国内领先地位，产品种类多且覆盖应用领域广泛，关键材料的自供率较高。财务风险方面，公司资本结构稳健，但盈利能力及经营获现能力均小于可比公司。

评级结论

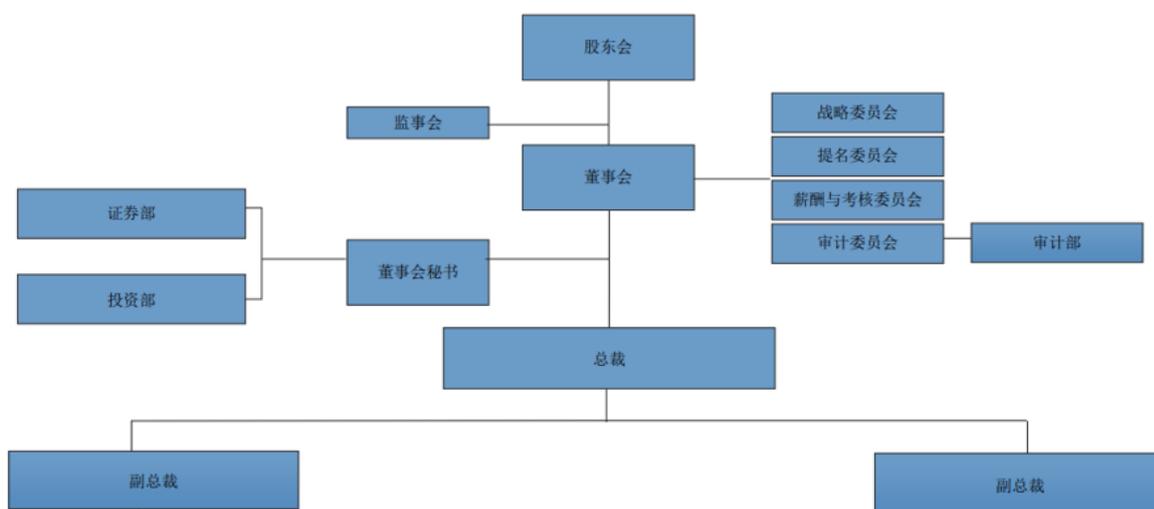
综上所述，中诚信国际维持湖南艾华集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“艾华转债”的信用等级为 **AA**。

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 2022 年末）



表：截至 2022 年末公司主要子公司情况（%、亿元）

全称	主要产品/业务范围	持股比例	2022 年末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
江苏立富电极箔有限公司	铝箔	60.00	1.64	0.94	1.35	0.08
益阳艾华富贤电子有限公司	固态电容	96.67	2.65	2.05	1.60	-0.06
新疆荣泽铝箔制造有限公司	腐蚀箔	100.00	7.48	5.73	9.52	1.34
绵阳高新区资江电子元件有限公司	铝电解电容器	100.00	3.46	2.11	2.05	0.11
四川艾华电子有限公司	铝电解电容器	100.00	3.22	2.14	3.36	0.31



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	34,919.99	17,804.50	18,882.02	55,336.50
应收账款	79,798.18	93,946.64	95,783.49	80,584.79
其他应收款	1,397.60	2,249.65	2,411.36	2,292.65
存货	56,527.36	80,218.16	80,318.74	82,241.56
长期投资	625.71	2,085.26	2,285.45	2,285.45
固定资产	93,007.18	119,649.79	133,313.30	134,261.00
在建工程	14,640.80	18,374.33	19,635.52	18,139.91
无形资产	2,901.16	5,364.57	5,133.18	5,054.53
资产总计	434,910.83	523,176.31	538,453.27	554,146.15
其他应付款	432.22	526.53	527.23	605.61
短期债务	36,048.00	67,028.40	68,836.76	81,046.43
长期债务	48,824.98	44,674.43	46,218.53	45,993.08
总债务	84,872.98	111,702.83	115,055.29	127,039.50
净债务	50,037.15	93,981.37	96,496.87	71,772.89
负债合计	165,221.56	214,091.25	198,838.63	205,516.19
所有者权益合计	269,689.27	309,085.07	339,614.64	348,629.97
利息支出	3,342.23	2,948.39	3,274.06	--
营业总收入	251,660.32	323,409.57	344,487.43	70,521.08
经营性业务利润	39,447.23	45,153.97	47,578.91	--
投资收益	4,643.07	3,505.70	2,497.55	650.39
净利润	38,318.17	48,998.53	44,931.56	9,015.32
EBIT	45,946.26	50,189.10	53,092.21	--
EBITDA	59,238.88	64,635.04	71,177.50	--
经营活动产生的现金流量净额	26,361.11	29,093.66	9,144.44	1,349.31
投资活动产生的现金流量净额	-16,726.69	-31,903.35	-2,478.00	11,209.71
筹资活动产生的现金流量净额	5,090.02	-14,045.11	-6,253.16	24,322.11
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	32.41	29.56	26.50	27.64
期间费用率（%）	16.62	15.09	12.69	16.00
EBIT 利润率（%）	18.26	15.52	15.41	--
总资产收益率（%）	10.56	10.48	10.00	--
流动比率（X）	2.77	2.26	2.49	2.48
速动比率（X）	2.28	1.77	1.94	1.94
存货周转率（X）	3.01	3.33	3.15	2.51*
应收账款周转率（X）	3.15	3.72	3.63	3.20*
资产负债率（%）	37.99	40.92	36.93	37.09
总资本化比率（%）	23.94	26.55	25.31	26.71
短期债务/总债务（%）	42.47	60.01	59.83	63.80
经调整的经营活动产生的现金流/总债务（X）	0.31	0.26	0.07	--
经调整的经营活动产生的现金流/短期债务（X）	0.72	0.43	0.12	--
经营活动产生的现金流量利息保障倍数（X）	7.89	9.87	2.79	--
总债务/EBITDA（X）	1.43	1.73	1.62	--
EBITDA/短期债务（X）	1.64	0.96	1.03	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	17.72	21.92	21.74	--
EBIT 利息保障倍数（X）	13.75	17.02	16.22	--
FFO/总债务（X）	0.61	0.49	0.53	--

注：1、2023 年第一季财报未经审计；2、“--”表示不适用或数据不可比，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	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn