



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪287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

二零一八年六月十一日

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（2018）

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）		
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	2017/08/03		
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	

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”）铝电解电容器产品继续向高端、高性能电容器升级，产品及客户结构优化，为行业地位的巩固及品牌形象的提升夯实基础，加之产能规模扩张，产业链不断完善，销售环节仍保持较强的议价能力，初始获利水平较高，整体收入规模及经营效益得到有效提升。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了艾华集团市场地位稳固、收入规模增长、盈利能力良好及财务结构稳健等有利因素。同时，中诚信证评也关注到公司后续面临的资本支出压力加大及市场竞争加剧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。2017 年公司继续加大研发力度，全年成功开发并量产多款高可靠性、耐高温的铝电解电容器，产品继续向高端、高性能电容器升级，其自有品牌 AISHI 电容在照明领域和智能手机快充领域市占率继续保持全球第一，品牌影响力不断提升且市场地位稳固。
- 收入规模保持增长，盈利能力良好。2017 年公司产能规模扩张，产业链不断完善，加之产品及客户结构优化，业务规模保持增长趋势。同时，公司凭借领先的市场地位及技术实力，销售环节议价能力较强，保证良好的盈利能力。当年公司实现营业总收入 17.93 亿元，同比增长 15.37%，取得净利润 2.93 亿元，同比增长 10.93%，整体业务发展态势向好。
- 财务结构稳健。随着可转债的顺利发行及经营

概况数据

艾华集团	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	17.66	18.18	18.70	20.89
总资产（亿元）	20.45	22.85	23.31	31.46
总债务（亿元）	0.48	1.25	0.77	6.61
营业总收入（亿元）	13.09	15.54	17.93	4.27
营业毛利率（%）	34.68	34.88	33.88	29.49
EBITDA（亿元）	3.35	3.68	4.17	-
所有者权益收益率（%）	12.88	14.51	15.64	9.88
资产负债率（%）	13.63	20.43	19.77	33.60
总债务/EBITDA（X）	0.14	0.34	0.18	-
EBITDA 利息倍数（X）	101.13	-	-	-

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、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfc@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 11 日

性资金需求的增加，近期公司债务规模及负债水平明显上升，截至 2018 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 33.60% 和 24.05%，分别较年初上升 13.83 个百分点和 20.09 个百分点，但财务杠杆比率仍维持较低水平，财务结构保持稳健。

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，公司面临的市场竞争风险加大。
- 资本支出压力。公司投建“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”，预算总投资金额为 11.20 亿元，未来资本支出压力较大，或将推升负债率水平。
- 铝价波动造成的成本控制压力。铝材料占铝箔整体成本大约为 50%，受环保趋严、铝箔供不应求及美国制裁俄罗斯等因素影响，2017 年以来铝价波动幅度较大且近期呈上涨趋势，致使公司初始获利水平有所下滑，2018 年 1~3 月营业毛利率同比下降 5.63 个百分点至 29.49%，需关注铝价波动对公司成本控制造成的影响。

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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

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。

行业关注

铝电解电容器应用市场广阔，近年相关产业支持政策的出台为业内企业发展提供良好的外部环境，且随着行业整合加剧、行业集中度提高以及国内厂商进口替代加速，国内电容器厂商面临新的发展机遇和挑战。

铝电解电容器是由阳极箔、阴极箔、中间隔着电解纸卷绕后，再浸渍工作电解液，然后密封在铝壳中而制成的电容器，主要作用包括：通交流、阻直流、滤波、消振、谐振、旁路、耦合和快速充放电，具有体积小、储存电量大和成本低特性。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%。从下游应用领域来看，由于被动电子元器件行业位于整个电子产业链的中上游位置，其发展在很大程度上取决于下游应用领域的市场变动。随着新能源技术风力发电、太阳能发电、新能源汽车、变频技术及4G技术的发展和普及，快充、无线充电、汽车电子化及5G技术等新技术的应用以及新产业的发展，铝电解电容器将有更广泛的应用领域和广阔的市场。

行业政策方面，2016年12月，湖南省经济和信息化委员会发布《湖南省电子信息制造业“十三五”发展规划》，要求按照片式化、微型化、高频化、集成化、绿色化、高端化的发展方向，重点支持集成电路、电力电子、新型显示器件、半导体照明、数字音视频及应用电子等领域的新型关键元器件

及材料的研发与产业化。2016年12月，工业和信息化部、发展改革委联合制定并发布《信息产业发展指南》，指出“十三五”期间，重点发展基础电子产业，提高高效节能型微特电机及高可靠长寿命片式固态铝电解电容器等电子元件的市场占有率。2017年1月，国家发改委公布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016版)，新型片式元件、电容器用铝箔材料被列入该目录。2017年7月，国家发改委等十三个部委发布《半导体照明产业“十三五”发展规划》，提出发展目标为：到2020年，我国半导体照明关键技术不断突破，产品质量不断提高，产品结构持续优化，产业规模稳步扩大，产业集中度逐步提高，形成1家以上销售额突破100亿元的LED照明企业，培育1~2个国际知名品牌，10个左右国内知名品牌；我国半导体照明产业整体产值将由2015年的4,245亿元提高到2020年的10,000亿元，其中LED功能性照明产值由2015年的1,552亿元提高到2020年的5,400亿元，为公司节能照明电容器业务的发展提供良好的外部环境。

从竞争格局来看，目前，日本、台湾地区、韩国和中国大陆是全球铝电解电容器的主要生产国家和地区，全球前五大铝电解电容器厂商有四家是日本企业，分别为Nippon Chemi-con、Nichicon、Rubycon和Panasonic。近年来，日本企业由于生产成本高，逐渐退出中低档铝电解电容器市场，专注于附加值较高的高性能产品，如片式电容器、工业用高压电容、超级电容器及高分子固态铝电解电容器市场的发展。铝电解电容器行业，日本厂商占据过半的市场份额，而中国又是铝电解电容器需求最大的国家，中日厂商竞争将日趋激烈。

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，进口替代将加速。

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

更高的要求。由于铝电解电容器行业属于资本和技术密集型行业，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，行业整合加剧，行业集中度将进一步提高。

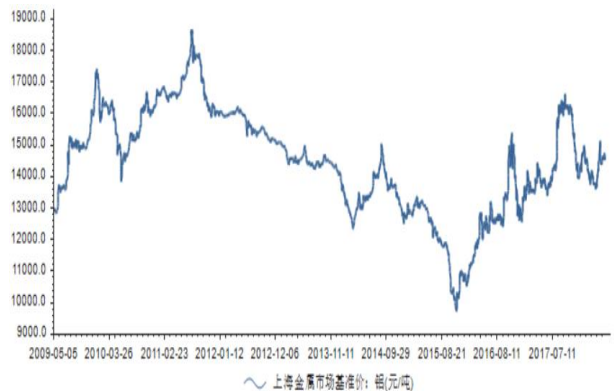
随着下游市场的不断整合，下游厂商的竞争将加剧，对原材料的品质、价格等要求更高。随着国内外电容器厂商差距的逐渐缩小，产品品质差异和价格差异都在逐步缩小，电容器厂商仅依靠提供产品已不再适应未来行业发展的需求。电容器厂商在此竞争环境下，如何识别和理解客户的需求、为客户提供最合理的产品结构、继而为客户提供最高性价比的产品，如何能够提供电容器专业整体解决方案将成为电容器厂商未来竞争的重点。

2017 年以来，受铝材料价格上涨及环保政策趋严等因素影响，铝电解电容器厂商成本控制压力增大，后续铝价波动对相关企业的成本影响需予以关注。

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，占铝电解电容器生产成本的 30%~60%。电极箔是铝电解电容器的专用材料，其产业发展高度依赖于铝电解电容器行业。电极箔供应厂商主要来自日本和中国大陆，其中中国大陆为铝箔重要生产地，占据约 70%~80% 产量，由于日本电极箔厂商结构调整，空调、家电、洗衣机等家电产品所需电容器铝箔材料量大，日本厂商向中国大陆铝箔厂商购买铝箔产品，造成中国大陆铝箔供不应求。另外，电极箔生产耗电量高（电力成本超过电极箔材料成本的 20%），且会排放酸性废水和刺激性气体。2017 年以来，国家环保部门严格管制废水处理额度，环保压力加大导致部分产能停产，小型铝箔厂被淘汰出局。铝材料占铝箔整体成本大约为 50%，铝原料价格从 2017 年初每吨 1,800 美元，到 2017 年 12 月已涨至 2,200 美元。铝材料价格上涨及环保政策趋严等因素对铝电解电容厂商的成本控制造成影响，并传导至产品价格。价格方面，日系和台系电容器厂商已经涨价，大陆电容器厂商有望受益于全

球涨价潮，但上游电子铝箔及电极箔在供不应求状态下，价格涨幅较明显。2018 年 4 月初，美国宣布对一批俄罗斯企业和个人进行制裁，其中涉及俄罗斯铝业-全球最大的铝供应商之一，国际铝价快速上涨至近七年新高。但考虑到本国企业、盟友和伙伴也可能因铝价上涨遭受损失，美国随后又宣布考虑减轻对俄铝的制裁，国际铝价应声大跌逾 10%。中诚信证评将持续关注铝价波动对铝电解电容器厂商造成的成本控制压力。

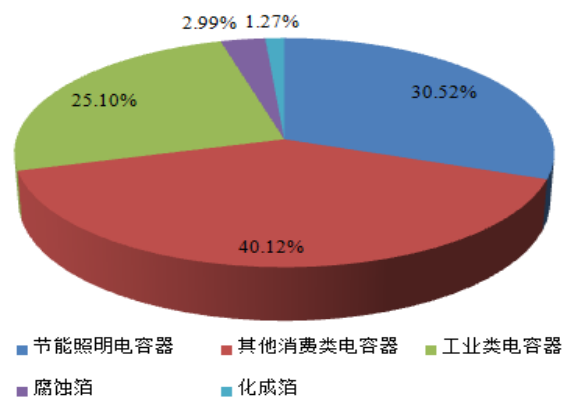
图 1：2009.5~2018.05 国内铝价走势图



业务运营

湖南艾华集团股份有限公司（以下简称“艾华集团”或“公司”）主要从事铝电解电容器、电极箔的生产销售。2017 年公司继续加大新产品的研发和细分领域的拓展力度，确保领先的技术水平以及行业龙头地位的巩固，同时随着产能及产量规模的稳步增长，市场份额持续扩大，业务规模进一步上升，全年实现主营业务收入 17.91 亿元，同比增长 15.74%；其中，铝电解电容器销售收入占主营业务收入的比重为 95.74%，系公司主要收入来源。

图 2：2017 年公司主营业务收入构成情况



2017年，公司产品继续向高端、高性能电容器升级，产品结构优化，同时产能规模稳步增长，且产业链不断完善，为其业务发展奠定基础，但后续拟、在建项目的投资进度及资本支出情况仍需予以关注。

公司拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”完整产业链，是全球少数几家掌握电极箔核心技术并且具备完整产业链的企业之一。公司铝电解电容器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。

产品技术与创新方面，2017年，公司继续加强与世界级电容器专家及院校的科研合作，全年成功开发并量产的产品包括低ESR叠层固态铝电解电容器（A1系列）、超高压（450V~550V）高可靠性快充铝电解电容器（RK升级）、耐高温（130℃）汽车电子零部件及通信电源用铝电解电容器（BH系列）、宽温450V~500V仪器仪表专用铝电解电容器（GH系列）和宽温（-40℃~105℃）长寿命充电桩用高可靠性铝电解电容器（LC系列）等，产品继续向高端、高性能电容器升级，为公司业务发展夯实基础。同时，公司高度重视对专利的申请和保护，新提交专利申请60个，新增授权专利30个。截至2017年末，公司已经拥有授权专利124个，获评“国家知识产权优势企业”荣誉称号，自有品牌AISHI电容在照明领域和智能手机快充领域市占率继续保持全球第一（数据来源于公司年报）。综合看，凭借较强的研发和技术实力，公司产品及技术创新成果显著，产品种类不断丰富，且保持着高品质，确保领先的技术水平以及巩固行业龙头地位。

近年来公司通过新建生产线和改进生产工艺等方式提高铝电解电容器生产能力，2017年，子公司新疆荣泽铝箔制造有限公司（以下简称“新疆荣泽”）和总部叠层厂相继运营并投产。新疆荣泽生产中高压化成箔，深化公司“腐蚀箔+化成箔+电解液+铝电解电容器”的完整产业链布局，提升产业链一体化竞争优势。总部叠层厂生产叠层片式固态铝

电解电容器，其产品技术含量高、品质要求严格、市场准入门槛高以及利润水平高，为公司走向高端电容领域奠定坚实的基础。截至2017年末，公司铝电解电容器产能为79.70亿支，同比增加7.46%，当年产量为89.36亿支，同比增加10.60%，产能利用率为112.12%，产能释放完全。

表 1：2015~2017 年公司铝电解电容器产能、产量情况

	2015	2016	2017
产能（亿支）	66.07	74.17	79.70
产量（亿支）	66.76	78.97	89.36
产能利用率（%）	101.04	106.47	112.12

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

为满足未来业务扩张需要，公司拟通过新建项目进行产能扩张。截至2018年2月末，公司主要在建及拟建项目情况如下表2所示，计划总投资12.00亿元，已投资1.76亿元，拟建项目建设期均在2年左右。随着拟、在建项目的不断推进，公司后续将面临一定的资本支出压力。

表 2：公司在建及拟建项目情况

项目名称	单位：亿元	
	总投资	截至 2018 年 2 月末已投资
高分子固态铝电解电容器产业化项目	0.80	0.65
引线式铝电解电容器升级及扩产项目	4.48	0.61
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	0.44
合计	12.00	1.76

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2017年公司成功研发并量产多类产品，产品开始向高端、高性能电容器升级，产品结构得到优化；同时随着铝电解电容器产能、产量稳步提升，以及产业链布局进一步完善，为其业务发展奠定基础，但现有产能释放完全，未来拟、在建项目投资支出较大，中诚信证评将持续关注公司扩产项目的实施进度以及后续资本支出情况。

2017年，受益于产品及客户结构的优化，公司业务规模保持增长，且保有较高的业务获利水平，为其品牌影响力的提升和行业龙头地位的巩固提供有力支撑，但在行业加速洗牌背景下，公司仍面临经营挑战。

公司建立了较为完善的销售网络，覆盖长三角、珠三角、环渤海等国内经济发达地区以及中西部地区，并在香港及台湾等地区设立多个办事机构。2017年公司继续积极拓展国内、国际市场，并在巩固照明市场的基础上，逐步向高端消费类电子和中高端工业控制类市场开拓，产品及客户结构优化，市场拓展情况良好。受益于此，2017年公司铝电解电容器销量为85.99亿支，同比增加10.80%，产销率为96.23%，维持较高的产销率水平。此外，随着新疆荣泽新建化成箔产线的逐步投产，公司自产腐蚀箔自用量大幅增加，而对外销售量有所减少；同时，化成箔在满足自用的基础上对外销量增加。当年公司实现腐蚀箔销售收入0.54亿元，同比减少20.22%；实现化成箔销售收入0.23亿元，同比增长1,366.52%。

经多年发展，公司铝电解电容器在节能照明领域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、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，且在照明领域和智能手机快充领域市占率继续保持全球第一，品牌影响力不断提升且市场地位稳固。2017年公司前五大客户的销售收入占当年销售总收入的比重为19.45%，客户集中度一般。总体看，公司在节能照明领域已形成较强的市场竞争实力，但由于全球靠前的日本厂商对铝电解电容器行业市场份额的挤占空间较大，加之在行业整合加剧背景下，公司面临的经营压力上升。

表 3：2017 年公司前五大客户

单位：亿元、%

客户	销售额	销售占比
客户 1	0.96	5.35
客户 2	0.83	4.64
客户 3	0.60	3.34
客户 4	0.58	3.26
客户 5	0.51	2.85
合计	3.49	19.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2017 年公司主要原材料采购情况

采购量	2016	2017	同比 (%)
光箔 (吨)	1,090.51	1,043.42	-4.32
阳极箔 (万平方米)	937.78	1,047.82	11.73
阴极箔 (万平方米)	1,082.41	1,233.48	13.96
电解纸 (吨)	1,202.91	1,388.92	15.46
铝壳 (亿只)	85.31	92.39	8.30
引出线 (亿支)	169.06	190.48	12.67
橡胶塞 (亿只)	86.04	92.10	7.04
采购价格	2016	2017	同比 (%)
光箔 (元/千克)	35.82	35.08	-2.07
阳极箔 (元/平方米)	48.33	48.71	0.79
阴极箔 (元/平方米)	4.31	4.32	0.23
电解纸 (元/千克)	38.23	38.56	0.86
铝壳 (元/万只)	72.23	79.59	10.19
引出线 (元/万支)	32.83	31.25	-4.81
橡胶塞 (元/万只)	74.42	74.26	-0.21

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，公司与供应商建立长期合作关系，2017年阳极箔采购量为1,047.82万平方米，同比增加11.73%，采购价格为48.71元/平方米，同比小幅上涨0.79%。除光箔外，公司其他原材料包括阳极箔、阴极箔和铝壳等均有不同程度的上涨。销售定价方面，公司凭借领先的技术优势及市场地位，具有较强的自主议价能力，保证较高的毛利率水平。2018年以来原材料价格上涨，一季度公司营业毛利率有所下降，成本传导能力不足致使整体盈利空间受到挤压，需持续关注原材料市场价格的波动对公司生产成本控制产生的影响。

综合看，2017年公司销售渠道较完善，产品及客户结构优化，市场拓展情况良好，业务规模保持增长，且凭借较强的议价能力，保证较高的毛利率

水平。同时，公司在照明领域和智能手机快充领域市占率继续保持全球第一，品牌影响力不断提升且市场地位稳固，但在行业加速洗牌和原材料价格波动的背景下，公司仍面临经营挑战。

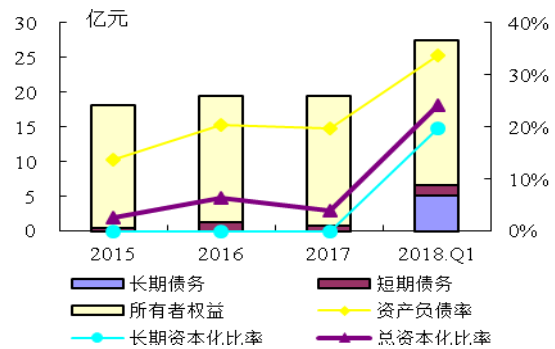
财务分析

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 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年第一季度财务报表。

资本结构

随着业务规模的扩大，公司整体资产规模保持增长，2017 年末资产总额为 23.31 亿元，同比增长 2.04%；同期末，负债总额为 4.61 亿元，同比减少 1.27%。所有者权益方面，2017 年公司继续盈利经营，利润留存使得公司资本实力稳步提升，截至当年末，所有者权益合计 18.70 亿元，同比增长 2.89%。2017 年，公司财务杠杆水平进一步降低，当年末资产负债率和总资本化比率分别为 19.77% 和 3.95%，同比分别下降 0.66 个百分点和 2.48 个百分点，财务杠杆比率维持在较低水平。2018 年一季度，公司顺利发行本次可转换公司债券，募集资金到位，以及原材料上涨背景下公司加大原料储备，当期末总资产为 31.46 亿元，较年初增长 34.98%；同期末，负债总额为 10.57 亿元，较年初增长 129.43%，所有者权益合计 20.89 亿元，较年初增长 11.71%，其中资本公积增加 1.67 亿元（艾华转债的权益价值），未分配利润增加 0.51 亿元。公司可转换公司债券的发行及经营性资金需求的增加，使得近期财务杠杆比率明显上升，截至 2018 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 33.60% 和 24.05%，分别较年初上升 13.83 个百分点和 20.09 个百分点，但仍处于较低水平，财务结构稳健。

图 3：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主。2017 年末，公司流动资产为 15.18 亿元，占资产总额的 65.10%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2017 年末，上述三项在流动资产中占比分别为 38.02%、35.20% 和 20.08%。其中，理财产品大量到期使得当期货币资金同比增加 291.00%，2018 年一季度募集资金的到位使得货币资金进一步增至 11.54 亿元；随着业务规模的扩大，公司应收账款逐年增加，2017 年末应收账款规模为 5.34 亿元，同比增长 7.60%，其中账龄 1 年以内的应收账款占比为 98.89%，当年末已计提坏账准备 0.30 亿元，坏账风险较小；2017 年经营规模的扩大使得公司存货同比增加 25.29% 至 3.05 亿元，存货以原材料、库存商品和已发出商品为主，其中已发出商品（1.60 亿元）占存货余额的比重为 52.23%，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，2018 年以来因原材料价格上涨而增加备货，3 月末存货余额增至 3.74 亿元。2017 年末公司非流动资产为 8.14 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。2017 年，随着公司化成箔生产线等在建工程的转固，当年末固定资产为 6.33 亿元，同比增加 30.75%；在建工程主要为生产线设备改造升级项目、房屋及配套设施建设等；无形资产主要为土地使用权和软件。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2017 年末，公司流动负债为 4.43 亿元，占总负债的比例为 96.24%，主要由应付票据（0.77 亿元）和应付账款（3.17 亿元）组成，截至 2017 年末，上述两项占年末流动负债总额的比例分别为 17.36%

和 71.42%。其中应付票据均为商业承兑汇票，同比减少 38.38%；应付账款主要系应付供应商的原材料采购款，同比增加 12.42%。

债务期限结构方面，2017 年末公司总债务规模有所下降，当年末总债务为 0.77 亿元（均为应付票据），同比减少 38.38%。2018 年以来，随着可转债的顺利发行，公司近期总债务规模上升至 6.61 亿元，长短期债务比为 0.30 倍，以长期债务为主的债务期限结构较合理，但后续拟、在建项目的持续推进将使公司面临一定的资本支出压力，偿债压力或有所增大。

总体看，2017 年公司净资产规模稳步提升，财务杠杆比率处于较低水平，财务结构稳健。但随着可转债的发行，公司债务规模大幅增长，财务杠杆比率亦上升，同时未来拟、在建项目存在一定的资本支出需求，负债水平或面临进一步上升压力。

盈利能力

公司营业收入基本来自铝电解电容器的销售收入。2017 年，公司继续加强研发力度，并积极拓展高端细分领域市场，产品市场份额逐步扩大，同时随着产能及产量规模的稳步提升，业务规模保持增长趋势，当年公司营业总收入为 17.93 亿元，同比增长 15.37%。从收入构成来看，2017 年，公司铝电解电容器销售收入占主营业务收入的比重为 95.74%，主营业务突出。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 4.27 亿元，同比增长 13.40%。

营业毛利率方面，凭借领先的市场地位及突出的技术优势，公司议价能力较强，保证自身较高的获利水平。2017 年公司营业毛利率为 33.88%，同比小幅下降 1.00 个百分点；2018 年以来，主要受原材料价格上涨的影响，1~3 月营业毛利率进一步下降至 29.49%，同比下降 5.63 个百分点，整体获利水平虽仍较高，但需持续关注原材料市场价格的波动对整体盈利水平产生的影响。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 2.70 亿元，同比增加 17.30%。其中，因开发新客户及业务规模扩张，2017 年公司销售费用为 1.19 亿元，同比增加 19.31%。当年公司继续加大研发支出，管理费用同比增加 5.31%。财务费用方面，公司银行

融资规模小，当年财务费用为 0.07 亿元。2017 年，公司三费收入占比为 15.08%，较上年提高 0.25 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 0.76 亿元，三费收入占比为 17.69%。整体看，公司三费收入占比逐年上升，期间费用控制能力有待提升。

表 5：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

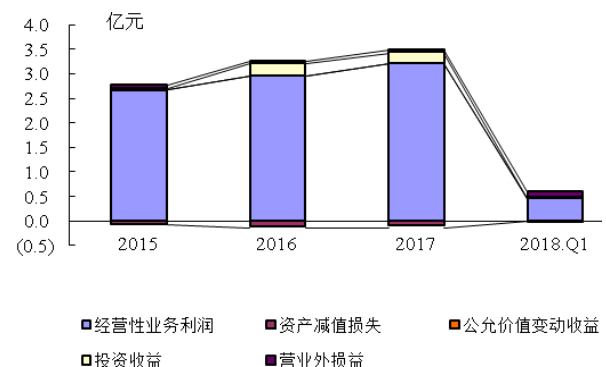
单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.75	0.99	1.19	0.31
管理费用	1.06	1.38	1.45	0.39
财务费用	-0.06	-0.07	0.07	0.06
三费合计	1.76	2.30	2.70	0.76
营业总收入	13.09	15.54	17.93	4.27
三费收入占比	13.46%	14.84%	15.08%	17.69%

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，公司的利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。2017 年公司收入规模保持较快增长，初始获利水平较高，经营性业务利润增加，当年经营性业务利润为 3.21 亿元，同比增加 8.93%，为利润总额的主要来源。2017 年公司资产减值损失为 0.10 亿元，同比减少 19.91%，主要为坏账损失（0.06 亿元）和存货跌价损失（0.05 亿元）等。2017 年公司投资收益为 0.22 亿元，同比减少 13.54%，主要系购买理财产品的投资收益。2017 年，公司利润总额为 3.42 亿元，同比增加 9.49%，全年实现净利润 2.93 亿元，同比增加 10.93%，整体盈利能力增强。2018 年一季度公司实现利润总额 0.60 亿元，取得净利润 0.52 亿元，依然保有良好的盈利能力。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

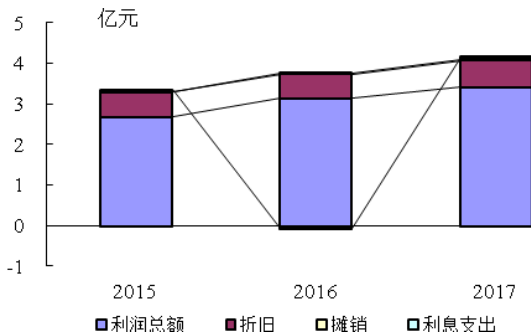
总体看，依托于领先的市场地位及突出的技术优势，2017 年公司初始获利能力保有较高水平，整

体盈利规模增长，但三费收入占比持续上升，期间费用控制有待优化。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成，2017 年业务规模扩张，促使获现能力逐步提升，当年 EBITDA 为 4.17 亿元，同比增长 13.27%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年公司总债务/EBITDA 指标为 0.18 倍，同比下降 45.59%，EBITDA 对债务本息形成较好覆盖。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

现金流方面，2017 年随着业务规模的扩大，公司销售及备货环节资金占用增加，加之因原材料价格上涨，采购预付比例增加，当年公司经营性现金净流入为 1.70 亿元，同比减少 52.28%。同期，经营活动净现金/总债务为 2.21 倍，同比下降 22.56%。2017 年公司经营性现金流对债务利息的保障程度有所下降，但仍能实现对债务本息的有效覆盖。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流仍呈净流入状态，为 0.82 亿元。

表 6：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	0.48	1.25	0.77	6.61
经营活动净现金流 (亿元)	2.51	3.57	1.70	0.82
EBITDA (亿元)	3.35	3.68	4.17	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	5.23	2.85	2.21	0.49*
总债务/EBITDA (X)	0.14	0.34	0.18	-
EBITDA 利息倍数 (X)	101.13	-	-	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	75.75	-	-	-

注：上表 2018.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 2017 年末，公司拥有银行等金融机构所提供的授信额度 10.73 亿元，尚未使用授信 9.19 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。

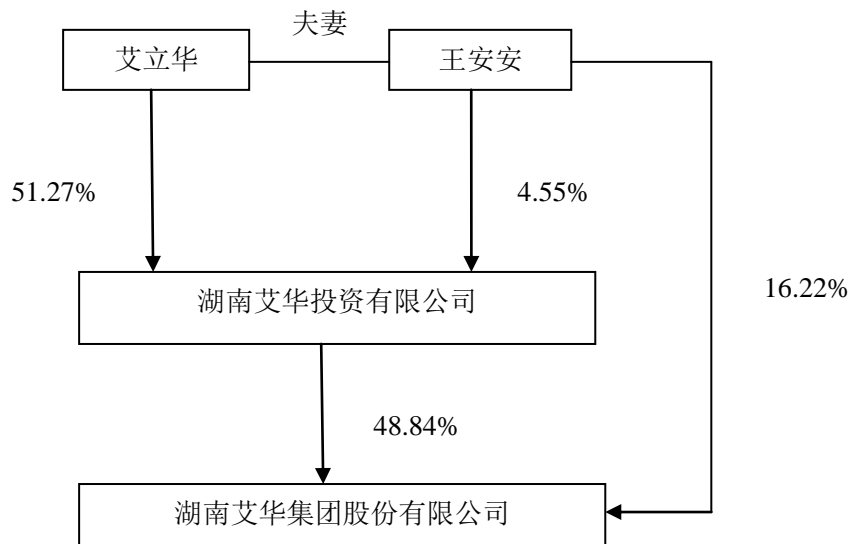
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司不存在对外担保及未决诉讼等或有事项。

综合而言，2017 年，公司继续加大新产品的研发和细分领域的拓展力度，产品及客户结构优化，品牌影响力不断提升且市场地位稳固，收入及盈利规模保持增长，整体发展态势向好。同时，公司资产规模和自有资本实力稳步提升，财务杠杆比率维持在较低水平，财务结构保持稳健，且获现能力和经营性现金流能够对债务本息形成有效覆盖，整体偿债能力很强。

结论

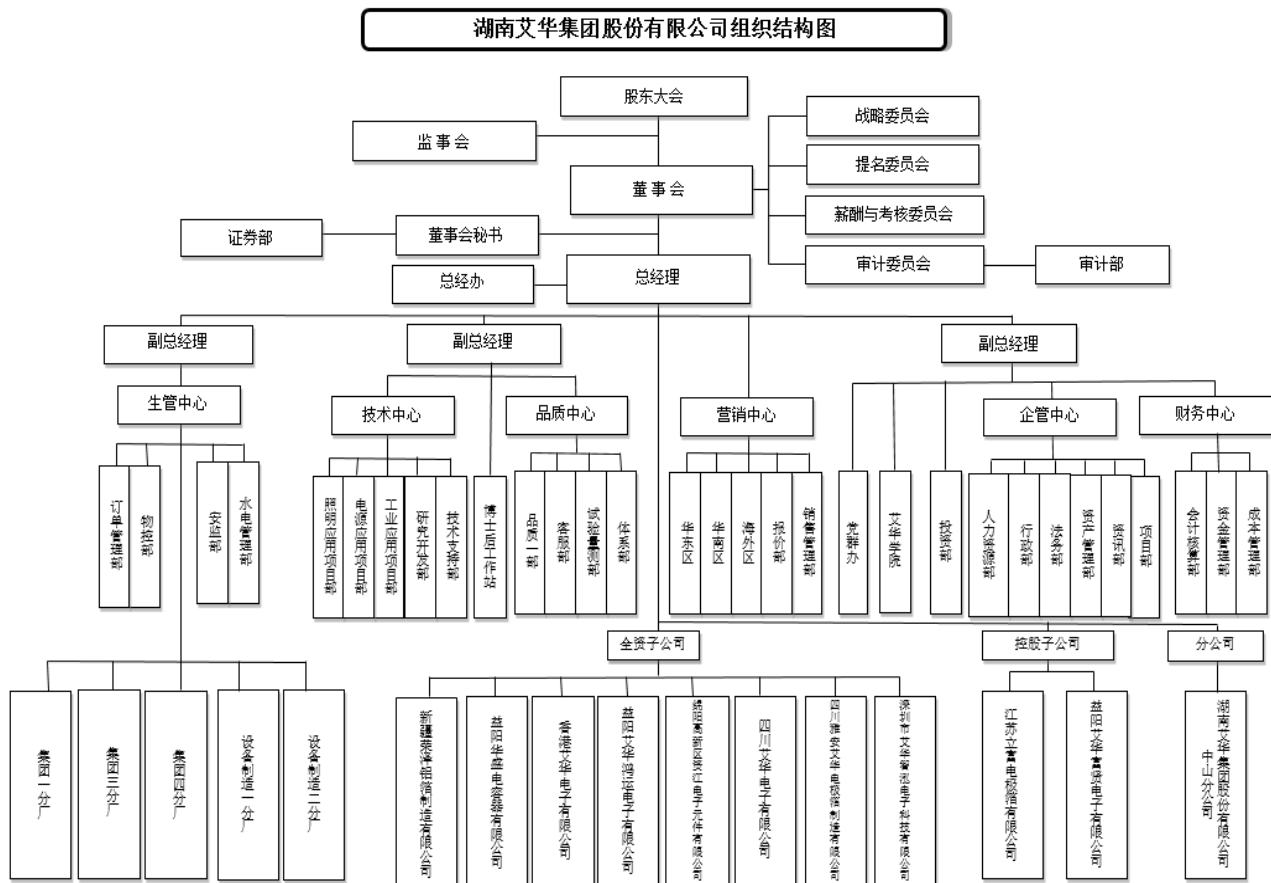
综上，中诚信证评维持艾华集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“湖南艾华集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA。

附一：湖南艾华集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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 3 月 31 日）



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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	6,852.18	14,756.13	57,696.94	115,412.99
应收账款净额	35,056.50	49,639.27	53,411.94	52,081.02
存货净额	23,355.66	24,324.36	30,475.13	37,356.71
流动资产	149,838.53	165,214.01	151,753.13	234,071.92
长期投资	20.00	20.00	1,010.79	1,010.79
固定资产合计	51,951.93	58,548.36	73,814.75	74,079.18
总资产	204,494.50	228,450.28	233,111.12	314,649.08
短期债务	4,789.00	12,495.30	7,700.00	15,178.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	50,965.54
总债务	4,789.00	12,495.30	7,700.00	66,143.54
总负债	27,881.69	46,668.52	46,077.42	105,713.71
所有者权益（含少数股东权益）	176,612.81	181,781.76	187,033.70	208,935.38
营业总收入	130,850.00	155,364.71	179,250.30	42,712.41
三费前利润	44,248.40	52,563.19	59,186.32	12,214.40
投资收益	352.77	2,566.10	2,218.75	74.00
净利润	22,747.21	26,368.95	29,251.94	5,160.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,459.51	36,823.01	41,707.78	-
经营活动产生现金净流量	25,061.68	35,663.21	17,019.17	8,179.39
投资活动产生现金净流量	-83,025.91	-6,825.86	50,384.43	-17,576.94
筹资活动产生现金净流量	58,312.05	-21,200.00	-23,664.72	67,706.97
现金及现金等价物净增加额	347.82	7,854.96	42,989.81	57,716.05
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	34.68	34.88	33.88	29.49
所有者权益收益率（%）	12.88	14.51	15.64	9.88
EBITDA/营业总收入（%）	25.57	23.70	23.27	-
速动比率（X）	4.84	3.14	2.73	3.71
经营活动净现金/总债务（X）	5.23	2.85	2.21	0.49
经营活动净现金/短期债务（X）	5.23	2.85	2.21	2.16
经营活动净现金/利息支出（X）	75.75	-	-	-
EBITDA 利息倍数（X）	101.13	-	-	-
总债务/EBITDA（X）	0.14	0.34	0.18	-
资产负债率（%）	13.63	20.43	19.77	33.60
总资本化比率（%）	2.64	6.43	3.95	24.05
长期资本化比率（%）	-	-	-	19.61

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、2018 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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款

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

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 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)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。