深圳市景旺电子股份有限公司

2017年公开发行可转换公司债券信用评级报告

鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【615】号 01

分析师
姓名：
刘志强　董斌
电话：
0755-82872120

邮箱：liuzq@pyrating.cn

评级日期：
2017 年 11 月 07 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.pyrating.cn

深圳市景旺电子股份有限公司
2017 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA　　发行主体长期信用等级：AA
发行规模：不超过 97,800 万元　　评级展望：稳定
债券期限：6 年
债券偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市景旺电子股份有限公司（以下简称“景旺电子”或“公司”，股票代码“603228.SH”）本次拟公开发行总额不超过 97,800 万元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产品种类较齐全，具备较强的市场竞争力，拥有多元化且较稳定优质的客户；近年公司产能规模不断提升，资本实力逐年增强，盈利和获现能力较强。同时鹏元关注到公司主要原材料采购价格存在波动风险，在建、拟建产能规模较大，需关注新增产能消化风险，应收款项对公司资金形成一定的占用，汇率波动对公司盈利水平有一定影响等风险因素。

正面：

- **公司产品种类较齐全，具有较强的市场竞争力。**公司是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的综合厂商，根据中国印制电路行业协会（CPCA）统计，2016 年公司在中国印制电路行业综合排行榜中名列第 10 位，在内资企业排名中位列第 2 位，具备较强的市场竞争力。
- **公司拥有多元化较优质客户，业务关系较稳定，单一客户集中度较低。**公司下游客户广泛分布在通信设备及终端、工业控制及医疗、汽车电子、消费电子等行业，客户主要有天马微电子股份有限公司、信利光电股份有限公司等；近年客户较稳定，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月公司前五大客户销售额分别占主营业务收入的 27.63%、24.56%、24.81%和 23.34%，且对单一客户不存在较大依赖。
- **公司产能规模不断提升，盈利能力较强。**截至 2016 年末，公司刚性电路板、柔性

电路板和金属基电路板年产能分别达到285.66万平方米、68.72万平方米和30.18万平方米，2014-2016年复合增长率分别为13.02%、24.53%和19.57%；2016年营业收入和净利润分别达到32.83亿元和5.37亿元，复合增长率分别为21.14%和27.76%，近年综合毛利率均在31%以上。

- **公司资本实力逐年增强，负债率低，获现能力较好。**得益于自身经营积累，以及2016年首次公开发行股票募集资金净额105,196.81万元，2017年9月末公司所有者权益达到31.33亿元，较2014年末增长228.28%，资产负债率下降为31.50%，近年经营活动现金流均表现为大额净流入。

关注：

- **公司主要原材料价格受市场行情影响较大，公司面临成本控制压力。**公司各产品生产成本中直接材料占比达50%以上，主要为覆铜板、铜球、铜箔等，主要原材料价格与铜价关联度较高，2016年11月起铜价大幅反弹并持续上涨，公司面临成本控制压力。
- **公司主要在建、拟建产能规模较大，需关注新增产能消化风险。**截至2017年9月末，公司主要在建、拟建产能项目为江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目一期、二期和珠海景旺印制线路板生产基地建设项目等，预计总投资31.01亿元，其中江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目二期将新增年产240万平方米刚性电路板，若宏观经济形势或市场需求不及预期，公司将面临新增产能能否完全消化的风险。
- **公司应收款项规模较大，对营运效率造成一定的影响。**受业务规模扩张及回款期较长影响，公司应收款项周转天数从2014年的110.82天延长至2016年的124.62天，截至2017年9月末应收票据和应收账款合计为15.94亿元，占总资产的比重为34.85%，对公司资金形成一定占用。
- **公司产品存在部分出口，汇率波动对公司的盈利水平有一定影响。**公司2014-2016年及2017年1-9月产品出口收入占比分别为43.50%、40.94%、39.90%和41.44%，2014-2016年汇兑损益分别为267.53万元、-1,268.13万元和-1,765.32万元，未来汇率的波动可能对公司经营带来一定的不利影响。

主要财务指标：

项目	2017年9月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	457,381.68	433,686.38	267,963.36	227,987.78
归属于母公司所有者权益（万元）	313,323.24	286,150.29	136,956.07	94,782.08
有息债务（万元）	69.53	32,287.03	39,815.76	55,420.75
资产负债率	31.50%	34.02%	48.89%	58.14%
流动比率	2.26	2.41	1.59	1.14
速动比率	1.90	2.13	1.35	0.95
营业收入（万元）	308,378.31	328,319.58	267,730.97	223,739.32
营业利润（万元）	63,753.36	63,295.39	49,284.78	37,437.70
净利润	51,652.95	53,745.90	42,267.72	32,928.16
综合毛利率	32.24%	32.26%	31.07%	31.46%
总资产回报率	-	19.20%	21.42%	20.73%
EBITDA（万元）	-	80,189.32	64,330.06	50,718.54
EBITDA利息保障倍数	-	39.86	26.29	13.61
经营活动现金流净额（万元）	45,665.98	54,105.17	56,534.53	35,960.25

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表，鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为中外合资企业深圳景旺电子有限公司，于1993年3月由深圳市南山区工业发展公司（以货币出资，出资额占比74.00%）与京裕发展有限公司（以下简称“京裕发展”，港资企业，以设备出资，出资额占比26.00%）共同出资设立，初始注册资本为港币500.00万元。2001年12月公司名称变更为“景旺电子（深圳）有限公司”。公司自成立起经过多次股权转让及增资，截至2012年9月末公司股东分别为深圳市景鸿永泰投资控股有限公司、智创投资有限公司、东莞市恒鑫实业投资有限公司、深圳市景俊同鑫投资合伙企业（有限合伙）、深圳市嘉善信投资合伙企业（有限合伙），持股比例分别为42.23%、42.23%、6.36%、5.02%和4.17%，注册资本为港币6,500.00万元。2012年12月公司全体股东作为发起人，以公司截至2012年9月30日经审计的净资产26,964.66万元为基础，按照1：0.5785的比例折合为15,600万股，余额计入资本公积，公司整体变更为股份公司，并更为现名，注册资本变更为人民币15,600万元，股权结构未发生变化。2014年5月30日，公司以资本公积和未分配利润分别转增股本11,000.00万元和9,400.00万元，公司注册资本增至人民币36,000.00万元，股权结构未发生变化。

2016年12月2日，公司首次公开发行普通股（A股）股票4,800万股，扣除发行费用，募集资金净额为105,196.81万元，公司注册资本由36,000.00万元增至40,800.00万元，股票简称“景旺电子”，股票代码“603228.SH”。

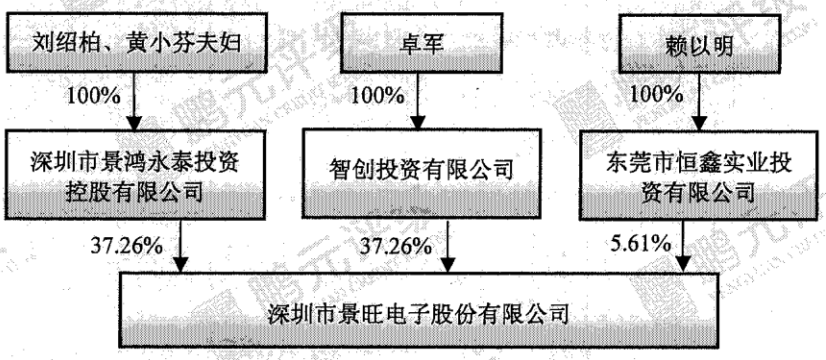
截至2017年9月30日，公司总股本为40,800.00万元，公司前五大股东明细如表1所示，公司前三大股东分别为深圳市景鸿永泰投资控股有限公司、智创投资有限公司和东莞市恒鑫实业投资有限公司，分别持有公司37.26%、37.26%和5.61%股权；公司实际控制人为刘绍柏黄小芬夫妇、卓军、赖以明，间接控制公司合计80.13%股权，并共同签署了《一致行动协议》，该协议有效期至公司首次公开发行股票上市之日起满三十六个月时终止。

表1　截至2017年9月30日公司前五大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	占比
深圳市景鸿永泰投资控股有限公司	15,201.41	37.26%
智创投资有限公司	15,201.41	37.26%
东莞市恒鑫实业投资有限公司	2,288.38	5.61%
深圳市景俊同鑫投资合伙企业（有限合伙）	1,808.00	4.43%
深圳市嘉善信投资合伙企业（有限合伙）	1,500.80	3.68%
合计	**36,000.00**	**88.24%**

资料来源：公司提供

图 1　截至 2017 年 9 月 30 日公司产权及实际控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事印制电路板的研发、生产和销售业务，产品种类主要包括多层刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板等。截至2017年9月30日，公司纳入合并报表范围的子公司共7家，明细如2表所示。

表2　截至 2017 年 9 月 30 日纳入合并范围的子公司

公司名称（简称）	实收资本	持股比例	主营业务	合并方式	合并时间
景旺电子科技（龙川）有限公司（龙川景旺）	3,700 万美元	100.00%	印制电路板的研发、生产与销售	设立	2006 年
龙川景旺金属基复合材料有限公司（龙川金属基）	500 万元	100.00%	金属基覆铜板的生产与销售	设立	2010 年
龙川宗德电子科技有限公司（龙川宗德）	3,000 万元	100.00%	印制电路板的钻孔加工	非同一控制下收购	2013 年
江西景旺精密电路有限公司（江西景旺）	30,000 万元	100.00%	印制电路板的研发、生产与销售	设立	2011 年
景旺电子（香港）有限公司（香港景旺）	13 万美元	100.00%	印制电路板的销售	设立	2011 年
Kinwong Electronic Europe GmbH	5 万欧元	100.00%	印制电路板贸易等	设立	2014 年
景旺电子科技（珠海）有限公司（珠海景旺）	10,000 万元	100.00%	印制电路板的生产与销售	设立	2017 年

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司资产总额为433,686.38万元，归属于母公司的所有者权益为286,150.29万元，资产负债率为34.02%；2016年度，公司实现营业收入328,319.58万元，净利润53,745.90万元，经营活动现金净流入54,105.17万元。

截至2017年9月30日，公司资产总额为457,231.68万元，归属于母公司的所有者权益为313,323.24万元，资产负债率为31.50%；2017年1-9月，公司实现营业收入308,378.31万元，净利润51,652.95万元，经营活动现金净流入45,665.98万元。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市景旺电子股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过97,800万元；

债券期限：6年；

付息方式：每年付息一次，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司A股股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者；

债券赎回条款：在本期债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。另外，在转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或者当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。另外，若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，具体比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分，采用通过上海证券交易

所交易系统网上定价发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过97,800.00万元，全部用于江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（二期）。

表3　本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目实施主体	项目总投资	拟使用本期债券募集资金	占项目总投资的比例
江西景旺精密电路有限公司高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（二期）	江西景旺	100,000.00	97,800.00	97.80%

资料来源：公司提供，鹏元整理

1. 项目建设内容及建设进度

该项目位于江西省吉安市吉水县城西工业园内，拟在江西景旺现有生产基地内进行高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（二期）的生产建设，通过引进先进生产设备，完善配套的公用、辅助设施以及环保处理设施，增加年产240万平方米印制电路板产能，主要用于提升公司刚性电路板产能。

该项目预计总投资为100,000.00万元，其中建筑及安装工程14,163.30万元、设备购置及安装费用82,508.28万元、铺底流动资金3,328.42万元。该项目拟使用本期债券募集资金97,800.00万元，在募集资金到位前，公司可根据项目实际建设进度以自筹资金先行投入项目，待募集资金到位后予以置换。若本次实际募集资金不能满足上述项目的资金需求，不足部分由公司自筹解决。该项目建设期为3年，于2017年下半年开始建设，计划2018年第二季度投产，于2020年第二季度全部建成。

2. 项目审批情况

该项目于2016年9月取得吉水县发展和改革委员会的备案，备案文号为吉发（基）【2016】171号，并已取得江西省环境保护厅关于项目环境影响报告书的批复，批复文号为赣环评字【2017】53号。项目所用土地已由江西景旺于2012年5月以出让方式取得《国有土地使用证》，土地使用证编号为吉国用（2012）第1028号，土地面积为145,522平方米。

3. 项目收益分析

根据公司2017年9月5日披露的《关于公开发行A股可转换公司债券募集资金运用的可行性研究报告》，项目建成达产后，预计实现年销售收入158,496.00万元（不含税），年利润总额34,328.98万元，项目投资回收期6.27年（税后）。同时鹏元注意到受募投项目建设

进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能能否完全消化存在不确定性。

四、运营环境

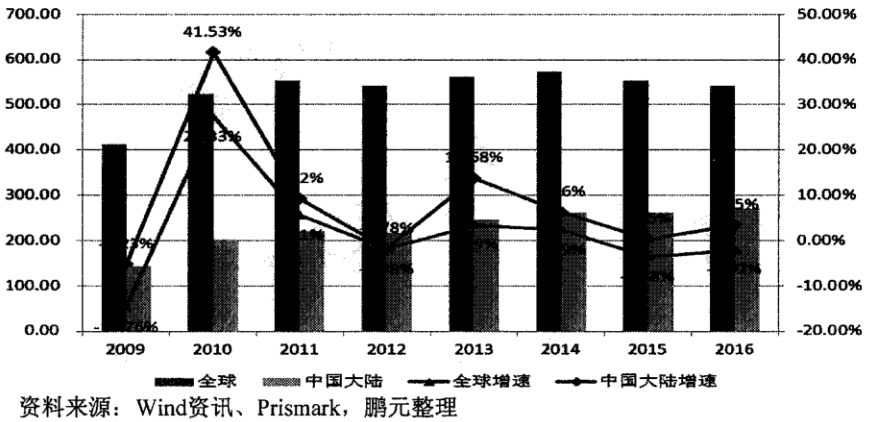
印制电路板应用广泛，细分行业需求存异，消费电子类市场面临压力，通讯设备、汽车电子、工业控制及医疗类等市场具有一定增长潜力

印制电路板（PCB）是指在通用基材上按预定设计形成点间连接及印刷元件的印刷板，其主要功能是使电子产品中各种电子零组件形成预定电路的连接，起到导通和传输的作用。印制电路板的设计水平和制造质量会直接影响到电子产品整机的性能、质量和成本。

印制电路板行业具有产品细分度高、生产环节分工细致、资金密集及技术密集的特点。PCB产品主要包括刚性电路板（RPCB，分为单层、双层及多层）、柔性电路板（FPC）、刚柔结合板、金属基电路板（MPCB）、高密度互连板（HDI）和封装基板（IC载板）等。其中刚性电路板广泛应用于计算机、网络设备、通信设备、工业控制、汽车、军事航空等电子设备；柔性电路板具有轻薄、可弯曲的特点，目前主要应用领域为智能手机、平板电脑、可穿戴设备等移动智能终端；金属基电路板由电路层（铜箔）、绝缘介质层和金属底板三部分构成，可分为铝基板、铜基板、铁基板和不锈钢基板，常应用在发热量较大的电路上。

根据Prismark统计，2016年全球PCB行业总产值542.07亿美元，同比下降2.02%，自2014年以来连续两年下降，主要受下游需求减少以及价格下滑等因素影响。国内具有产业链完善及生产成本相对偏低等优势，印制电路板行业制造中心逐渐向中国转移，中国印制电路板行业增速相对较优，产值从2009年的142.51亿美元增长至2016年的271.04亿美元，增长率高于全球增速。

图2　全球及中国大陆印制电路板产值情况（单位：亿美元）

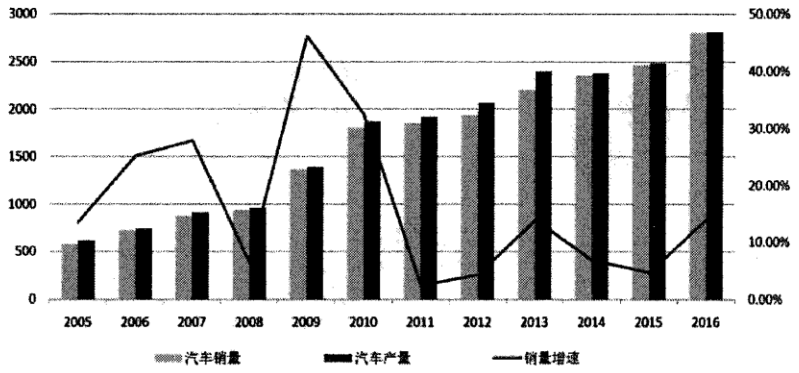


资料来源：Wind资讯、Prismark，鹏元整理

印制电路板行业下游需求主要来源于消费电子、通信设备、汽车电子、工业控制、医疗仪器、航天国防等领域，细分领域需求差异较大。其中消费类电子市场存在增长压力，近年来PC和平板电脑等需求出现衰退，据IDC报告统计，2014-2016年全球PC出货量分别为3.08亿台、2.76亿台和2.60亿台，平板电脑出货量分别为2.30亿台、2.35亿台和1.75亿台。智能手机在经历了快速渗透的爆发期之后逐步进入存量时代，根据TrendForce数据，2014-2016年全球智能手机出货量分别为11.67亿台、12.98亿台和13.60亿台，增速趋缓。更具科技感、实用性的中高端产品是未来主要消费需求，如大运行内存手机（RAM≥3GB）、运动相机、轻薄笔记本和VR一体机等，增加大量功能组件的智能手机对内置印制电路板的数量和质量亦将有所提升。

5G时代带来的大规模高密度的小基站建设和物联网发展都将为通信高频板带来大量增量市场，根据Prismark的统计，2015年全球通信设备市场规模为5,610亿美元，预计2020年达6,620亿美元，复合增长率为3.37%；随着汽车产销量增加及汽车电子化进程加快，涉及动力控制和安全控制类的汽车电子等应用市场将迎来扩容机遇，根据Prismark的统计，2015年全球汽车市场规模为1,710亿美元，预计2020年达2,280亿美元，复合增长率为5.92%。据Prismark预测，2015-2018年PCB终端市场产值增长最快的领域将出现在服务器/通信基础设施和汽车电子上，复合增长率分别达5.1%和4.9%，2017年全球通讯领域和汽车电子印制线路板市场规模将分别增至184亿美元和42.36亿美元。根据Prismark的统计，2015年全球工业控制及医疗市场规模为2,580亿美元，预计2020年达3,420亿美元，复合增长率为5.80%。总体来看，未来印制线路板行业增长点将逐步转移到通信设备、汽车电子、工业控制及医疗等新兴需求上。

图3　2005-2016年我国汽车产销情况（单位：万辆）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

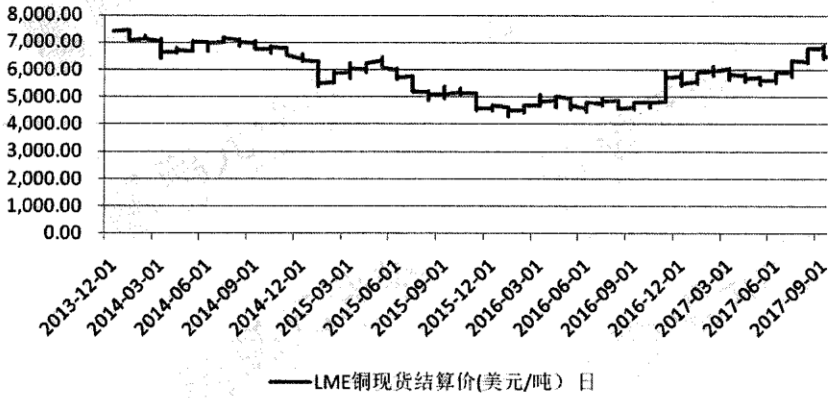
从具体产品类型而言，目前国内PCB企业的产值大部分来自于刚性单双面板和多层板，HDI和IC载板在内资PCB企业的产值份额仍然较小。目前普通的单面板、双面板和多层板

已处于成熟期，未来增长速度将趋缓；柔性板处于逐步成熟阶段，随着电子产品性能增强其市场需求将不断增加；HDI 板产品处于快速成长期，产品技术逐步提高，市场需求将显著增加；铝基板、光电板、芯片封装板等产品尚处于市场导入期，未来市场空间较为广阔。

PCB上游供应商较为集中，议价能力较强；铜价自2016年11月起持续上升并叠加标准铜箔产能短缺，短期内主要原材料涨价趋势预计将延续

上游供给方面，印制电路板原材料主要有覆铜板、铜箔、半固化片、化学药水、阳极铜/锡/镍、干膜、油墨等。其中覆铜板（CCL）成本占比近60%，而铜箔成本约占覆铜板成本的30%（厚板）和50%（薄板）。铜箔价格表现为“铜价+加工费”。过去几年铜箔产能过剩叠加铜价长期低迷，铜箔价格持续下降，自2015年新能源汽车爆发式增长，锂电铜箔市场供不应求，加工费一路上涨，且铜箔大厂纷纷转产锂电铜箔分流了部分标准铜箔产能，导致标准铜箔供给收紧，2016年加工费涨幅达60%，2016年11月铜价大涨进一步推高了铜箔价格。由于铜箔扩产周期通常需要1-1.5年甚至更长，如考虑市场需求及下游囤货等因素，预计铜箔价格短时期内将维持高位。覆铜板属于技术及资金密集型产品，行业格局相对集中和稳定，全球规模前四大公司分别为建滔化工、生益科技、南亚塑胶、松下电工，前十家市场份额约为73.3%，厂商议价能力相对较强。随着铜箔涨价沿产业链传导，覆铜板厂商屡次主动提价，PCB厂商如不能有效转嫁/降低成本，其盈利水平将面临一定压力。

图4　2013年以来LME铜现货结算价变动情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

印制线路板生产商众多，竞争激烈，聚焦高阶产品的厂商更具竞争优势

受行业特征及市场空间较大的影响，全球印制电路板行业生产商众多，竞争相对激烈，尚未出现市场主导者。据NTI发布的2015年全球PCB制造商百强排名，前十大厂商营收合计占比为32%左右，排名第一的日本旗胜占有率未超过6%。国内PCB行业同样竞争激烈，截至2015年10月国内PCB生产企业为905家，行业集中度低，单一企业市场份额较小。从技术

水平上看，全球领先的PCB厂商主要来自日本、中国台湾、韩国和美国等，中国本土厂商处于追赶者位置。国内技术含量较低的单面板、双面板以及8层以下多层板占比仍较大，HDI板、柔性板在技术含量上与国外先进产品存在差距，封装基板在国内更是很少有企业能够生产。近年来电子产品呈现轻薄短小和高速高频的发展趋势，PCB的产品结构已逐步向高端调整，当前FPC、高层板和HDI工艺能力日益成熟，产品附加值较高，是目前大多数PCB大厂商主要发展或布局的领域，也代表PCB未来成长的新方向，面向中高端市场的PCB厂商将更具竞争优势。

根据CPCA发布的2016中国电子电路行业排行榜，综合PCB企业排名前5名分别为臻鼎科技控股股份有限公司、健鼎科技股份有限公司、紫翔电子科技有限公司、欣兴电子股份有限公司和深南电路股份有限公司，2016年营业收入分别为169.85亿元、86.65亿元、84.16亿元、56.97亿元和45.98亿元，其中深南电路股份有限公司为内资企业，其余4家均为外资控股，国内上市公司中景旺电子在收入规模和毛利率方面均居前列。

国家多年来持续出台多项电子元器件产业政策，鼓励国内PCB行业发展

电子信息产业是国民经济的战略性、基础性和先导性支柱产业，我国政府和行业主管部门推出了一系列针对印制电路板行业的政策，以鼓励和刺激行业发展。各项政策旨在鼓励行业内企业发展高端PCB产品，推行绿色环保技术。

表 4　我国近年主要电子元器件产业政策

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2012年	国务院	《国家基本公共服务体系“十二五”规划》	为促进节能家电等产品消费的政策措施，安排财政补贴 265 亿元，启动推广符合节能标准平板电视等产品；安排 22 亿元支持推广节能灯和 LED 灯。
2013年	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2011 年）（2013 年修正）》	将高密度印刷电路板和柔性电路板等新型电子元器件制造列为信息产业行业鼓励类项目。
2015 年	国家发改委和商务部	《外商投资产业指导目录（2015）》	将高密度互连积层板、多层柔性板、刚柔印制电路板等列为鼓励外商投资项目。
2015年	国务院	《中国制造 2025》	目标全年4G用户突破3.8亿户，4.5G继续增强宽带能力并横向扩展，将为印刷电路板带来新发展机遇。
2016年	工业和信息化部和国家发改委	《智能硬件产业创新发展专项行动（2016-2018 年）》	到 2018 年，我国智能硬件全球市场占有率超过 30%，产业规模超过 5,000 亿元。在低功耗轻量级系统设计、低功耗广域智能物联、虚拟现实、智能人机交互、高性能运动与姿态控制等关键技术环节取得明显突破，培育一批行业领军上市企业。在国际主流生态中的参与度、贡献度和影响力明显提升，海外专利占比超过 10%。

资料来源：公开资料，鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。从股权结构看，公司自然人间接持股比例较大，截至2017年9月30日，刘绍柏黄小芬夫妇、卓军和赖以明间接控制公司合计80.13%股权，并共同签署了《一致行动协议》，为公司实际控制人。公司董事会由股东大会选举产生，由9名董事组成，设董事长1名为刘绍柏，非独立董事6名分别为刘绍柏、黄小芬、卓军、赖以明、王达基和卓勇，独立董事3名。董事会下设审计、提名、战略和薪酬与考核四个专门委员会，对董事会负责。

公司监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，规范监事会会议的召集、召开和表决程序，切实行使监察、督促职能。监事会对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查，对相关重大事项发表核查意见，并对公司运营管理提出意见和建议。

根据公司章程，公司设总经理1人，副总经理若干人，由董事会聘任或解聘。公司总经理的任期为每届3年，任期届满经连聘可以连任，对董事会负责。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了各产品生产事业部，营运管理中心、财务管理中心、销售管理中心、品质管理中心、信息中心等职能部门，组织架构图见附录五。

公司董事会成员及高级管理人员均拥有较丰富的从业经验，其中刘绍柏于1993年3月至2001年6月任公司董事长，2002年至今任公司总经理，现任公司董事长兼总经理，从业时间较长。截至2017年9月末，公司（含各子公司）拥有员工共8,128人，具体情况如表5所示。

表5　截至2017年9月末公司人员构成情况

专业结构	人数（人）	占员工总数的比例
生产人员	5,603	68.93%
销售人员	168	2.07%
技术人员	1,829	22.50%
财务人员	75	0.92%
行政人员	453	5.57%
合计	**8,128**	**100.00%**

教育程度	人数（人）	占员工总数的比例
本科及以上	501	6.16%
大专及中专	2,141	26.34%
高中及以下	5,486	67.50%
合计	8,128	100.00%

资料来源：公司提供

公司未来发展战略是进一步扩大生产规模、丰富和优化产品结构、提升研发能力、拓展新市场。公司将继续专注于印制电路板行业，以刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板三个产品线为核心，横向发展高密度互连板，纵向拓展配套贴装业务及树脂配方开发技术；加强营运管理，强化产品品质稳定和成本控制优势；在夯实现有市场的基础上，努力拓展国内外高端电子产品市场，不断扩大市场份额。

总体来看，公司治理结构相对较合理，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要；战略规划较符合公司竞争优势，契合行业发展特点。

六、经营与竞争

公司是一家主营PCB的研发、生产和销售的上市公司，主要产品包括双面及多层刚性电路板，柔性电路板（含SMT贴装）和金属基电路板等。随着产品市场不断开拓和产能提升，2014-2016年公司实现营业收入223,739.32万元、267,730.97万元和328,319.58万元，复合增长率为21.14%。从收入结构上看，刚性电路板为公司收入的主要来源，2014-2016年其收入占比分别为64.50%、63.44%和60.39%；柔性电路板和金属基电路板业务迅速发展，收入占比持续提升。其他业务收入主要包括生产电路板所产生的废料废液收入、电路板加工收入以及销售材料收入等，收入规模相对较小。受益于智能手机等电子产品“轻、薄、多模组”发展趋势带动PCB行业景气度提升，以及公司产能提升，2017年1-9月公司实现营业收入308,378.31万元，较上年同期增长28.50%。

从毛利率水平上看，由于公司产品的定制化程度较高，通过持续优化订单结构和更新换代设备以及对原有产线进行改造升级，并加强成本控制力度，公司产品整体良率及毛利率均保持较高水平，近年毛利率波动较小。

表6　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-9月		2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
刚性电路板	178,764.61	34.91%	198,282.52	35.92%	169,857.64	32.63%	144,322.73	31.34%

柔性电路板	97,879.91	22.58%	98,111.58	20.95%	69,646.78	21.48%	57,472.25	25.39%
金属基电路板	24,186.64	39.24%	26,711.32	38.33%	24,120.54	38.68%	18,338.45	40.67%
其他业务	7,547.15	71.82%	5,214.16	75.00%	4,106.01	84.84%	3,605.90	85.75%
合计	**308,378.31**	**32.24%**	**328,319.58**	**32.26%**	**267,730.97**	**31.07%**	**223,739.32**	**31.46%**

资料来源：公司提供

公司作为国内印制电路板生产行业的代表企业之一，产品种类齐全，在行业内具有较强的技术实力和市场竞争力

公司作为国内印制电路板生产行业的代表企业之一，在行业内认可度较高，具有一定的市场竞争力。公司是中国印制电路行业协会副理事长单位，参与制定了《印制电路用金属基覆铜箔层压板》等4项行业标准，通过了《刚-挠结合板之内层表面等离子处理技术》等13项科技成果鉴定。根据CPCA的统计，2014-2016年公司在中国印制电路行业排行榜中分别名列第19位、第14位和第10位，在内资企业（内资持股超过51%）排名中分别位列第3位、第2位和第2位，2015年和2016年在内资企业中仅次于深南电路股份有限公司。根据全球知名的调研机构N.T.information发布的全球PCB制造商排行统计数据，2014-2016年公司排名全球第40名、34名和32名，排名稳步上升。

公司在发展中确立了以刚性电路板为基础，横向发展柔性电路板和金属基电路板的产品战略，目前已成为国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的厂商，且产品广泛应用于消费电子、汽车电子、计算机及网络设备、通讯设备、工业控制、医疗仪器等高科技领域。产品的多元化夯实了公司广泛的客户基础，同时公司为柔性电路板提供表面贴装服务，能够为客户提供多样化的产品选择和一站式服务，增强了客户粘性。此外公司产品质量可靠稳定，获得了海拉、HONEYWELL、IMI、金立等客户颁发的“优秀供应商”、“最佳供应商”等多项荣誉奖项，在行业内拥有良好口碑。

公司于2015年通过国家级高新技术企业的认定，有效期为三年。近年公司不断加大研发投入，2014-2016年分别投入研发费用8,256.04万元、9,210.40万元和12,789.57万元，占当年营业收入的比重均超过3%。截至2017年9月末，公司已取得“刚—挠结合线路板的结合表面处理方法”等54项发明专利和139项实用新型专利，并在生产经营过程中积累了工程排版设计方法、电镀线自动添加系统的设计、高多层板制作技术开发等多项非专利技术。公司在技术和产品研发方面的持续投入提升了公司生产效率和成本控制能力，为公司业务发展提供了良好的技术及品质保障。

公司近年产能规模持续提升，整体产能利用率较高，但未来新增产能能否完全消化存在不确定性

截至2017年9月末，公司共有3个生产基地，分别位于深圳市宝安区、广东省河源市龙

川县和江西省吉安市吉水县，生产线覆盖刚性电路板、柔性电路板、金属基电路板三个产品类型。其中江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（一期）为公司IPO募投项目，目前处于边建设边投产状态，预计于2018年全部建成投产。

表7　截至2017年9月末公司生产基地情况

生产基地	产品定位	投产年份
深圳景旺	主要生产技术难度高的批量板、特殊板（如高频板、刚挠结合板和厚铜板等）以及柔性板（含SMT）	刚性板和柔性板分别于2003年和2006年投产
龙川景旺	主要生产中小批量板、金属基电路板和柔性板（含SMT）	刚性板和柔性板分别于2008年和2013年投产
江西景旺	主要生产大批量板	于2014年投产，预计2018年全部建成
龙川宗德	提供钻孔加工服务	2011年
龙川金属基	生产铝基覆铜板等金属基材	2013年

资料来源：公司提供

公司的生产模式采用以销定产，由于不同电子产品对使用的电子元器件有不同的工程设计、电器性能以及质量要求，公司根据不同客户的订单来组织和安排生产，主导产品为定制化产品而非标准件产品。近年来，公司不断建设新生产线、更新机器设备来扩大产能，截至2016年末，公司刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板产能分别达到285.66万平方米、68.72万平方米和30.18万平方米，2014-2016年复合增长率分别为13.02%、24.53%和19.57%。

同时，以销定产的生产模式使得公司整体产能利用情况保持良好水平，近年公司整体产能利用率均保持在85%以上，且呈持续上升趋势。其中，2015年柔性电路板产能利用率有所下降，主要由于公司下游显示模组客户的订单量有所减少，使得2015年柔性板产量较2014年仅小幅增长，新增产能未能得以充分消化。

当出现订单量超过产能时，公司会安排外协加工以满足客户需求。2014-2016年及2017年1-9月公司外协加工采购总额占营业成本的比例分别为11.99%、8.86%、6.39%及7.32%，对外协厂商的依赖度较小。

表8　公司产品产能情况（单位：万平方米）

产品类别	项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
刚性电路板	产能	227.90	285.66	266.47	223.65
	产量	227.43	276.61	237.64	189.48
	产能利用率	99.79%	96.83%	89.18%	84.72%
柔性电路板	产能	61.14	68.72	54.19	44.31
	产量	54.16	61.59	40.88	38.58
	产能利用率	88.59%	89.62%	75.44%	87.06%

	产能	25.08	30.18	27.30	21.11
金属基电路板	产量	21.47	27.38	25.97	21.07
	产能利用率	85.63%	90.71%	95.15%	99.79%
	产能	**314.11**	**384.56**	**347.95**	**289.08**
合计	**产量**	**303.06**	**365.58**	**304.50**	**249.13**
	产能利用率	**96.48%**	**95.06%**	**87.51%**	**86.18%**

注：产量均为公司自产的产品数量，不包含外协生产的数量；2017 年 1-9 月产能取年产能的 3/4。
资料来源：公司提供

截至2017年9月末，公司主要在建、拟建产能项目为江西景旺一期、本期债券募投项目和珠海景旺印制线路板生产基地建设项目等。其中珠海景旺印制线路板生产基地建设项目项目计划总投资13.60亿元，其中固定资产投资不低于10亿元，2017年10月公司竞得珠海高栏港经济区宗地面积157,380.91平方米，出让价款为5,288.00万元。此外，景旺大厦用于公司总部运营及研发中心，将改善公司经营和研发条件。

截至2017年9月末，公司主要在建、拟建项目预计总投资355,120.68万元，未来投资规模较大。鹏元关注到在建及拟建产能项目规模较大，受市场需求变动或者宏观经济形势变化的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。

表9　截至2017年9月30日公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	设计年产能	预计完工投产时间
江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（一期）	74,120.68	120 万平方米 RPCB、18 万平方米 HDI 板	2018 年
景旺大厦	45,000.00	-	2019 年
江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（二期）	100,000.00	240 万平方米 RPCB	2020 年
珠海景旺印制线路板生产基地建设项目	136,000.00	-	-
合计	**355,120.68**	-	-

注：截至2017年9月30日，江西景旺高密度、多层、柔性及金属基电路板产业化项目（一期）已投资62,194.82万元；景旺大厦已投资11,300.97万元；珠海景旺印制线路板生产基地建设项目已投资1,590.00万元为公司缴纳的土地竞价保证金。
资料来源：公司提供

公司建立了严格的采购体系，主要供应商较稳定，对单一供应商依赖较大；主要原材料价格受市场行情的影响较大，增加了公司成本控制的难度

公司各产品的生产成本主要由直接材料、人工成本、制造费用和委托加工费构成，直接材料占比达50%以上，原材料对公司产品质量和生产成本有较大影响。对此，公司建立了严格的采购管理体系，设有采购管理中心，总部集中采购以提升议价空间，尽可能降低采购成本。对于覆铜板、半固化片、铜箔等经常耗用的材料，以及干膜、油墨等通用材料，公司设定安全库存，并结合订单情况按照预计耗用量进行采购，对于非常用规格或型号的

原材料，根据客户订单确定耗用情况进行采购。

表10 近年公司各板块业务生产成本构成情况（单位：万元）

分产品	项目	2017年1-9月		2016年		2015年		2014年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
刚性电路板	直接材料	71,596.28	61.53%	75,017.70	59.04%	64,566.99	56.42%	53,151.58	53.64%
	其他	44,764.57	38.47%	52,042.70	40.96%	49,869.97	43.58%	45,934.90	46.36%
	合计	**116,360.86**	**100.00%**	**127,060.40**	**100.00%**	**114,436.96**	**100.00%**	**99,086.48**	**100.00%**
柔性电路板	直接材料	47,596.04	62.81%	47,648.66	61.44%	31,537.54	57.67%	25,808.43	60.19%
	其他	28,186.41	37.19%	29,909.66	38.56%	23,146.52	42.33%	17,069.59	39.81%
	合计	**75,782.46**	**100.00%**	**77,558.32**	**100.00%**	**54,684.06**	**100.00%**	**42,878.02**	**100.00%**
金属基电路板	直接材料	9,513.27	64.74%	10,861.36	65.94%	8,761.04	59.23%	5,725.20	52.62%
	其他	5,182.43	35.26%	5,611.01	34.06%	6,029.36	40.77%	5,154.59	47.38%
	合计	**14,695.70**	**100.00%**	**16,472.37**	**100.00%**	**14,790.40**	**100.00%**	**10,879.79**	**100.00%**
总计	**直接材料**	**128,705.59**	**62.23%**	**133,527.72**	**60.39%**	**104,865.56**	**57.02%**	**84,685.21**	**55.41%**
	其他	**78,133.42**	**37.77%**	**87,563.37**	**39.61%**	**79,045.85**	**42.98%**	**68,159.09**	**44.59%**
	合计	**206,839.01**	**100.00%**	**221,091.09**	**100.00%**	**183,911.41**	**100.00%**	**152,844.29**	**100.00%**

注：其他包含人工成本、制造费用、委托加工费等。
资料来源：公司提供

公司原材料采购主要来自国内供应商，采购结算周期平均为90天左右，账期一般不超过月结150天，公司能获取一定的供应商账期，有利于缓解公司的资金压力。公司生产电路板的主要原材料中覆铜板、半固化片、金盐和电子元器件等采购占比较大，受国际市场铜、黄金、石油等大宗商品价格的影响较大。考虑到PCB原材料相关行业内生产企业生产规模及生产能力均较强，相对于下游较为分散的需求市场，议价及成本转嫁能力相对较强，给公司的原材料采购议价带来一定的挑战。

表11 2014-2017年9月公司主要原材料采购情况

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
覆铜板	41,448.16	26.91%	35,245.62	23.52%	30,113.99	25.69%	25,036.61	25.97%
半固化片	7,326.90	4.76%	7,578.48	5.06%	6,285.24	5.36%	4,860.95	5.04%
金盐	6,253.99	4.06%	7,215.89	4.82%	5,389.80	4.60%	4,975.64	5.16%
铜箔	5,977.29	3.88%	5,222.95	3.49%	3,687.02	3.15%	3,459.07	3.59%
铜球	5,628.17	3.65%	5,622.05	3.75%	5,225.44	4.46%	5,222.52	5.42%
油墨	5,237.05	3.40%	5,930.04	3.96%	4,649.19	3.97%	3,587.26	3.72%
干膜	3,573.63	2.32%	4,354.19	2.91%	3,527.19	3.01%	3,111.11	3.23%
柔性覆铜板	6,545.66	4.25%	6,101.76	4.07%	4,662.36	3.98%	5,120.91	5.31%
电子元器件	15,571.05	10.11%	13,358.74	8.91%	7,282.50	6.21%	6,060.04	6.29%
合计	**97,561.90**	**63.34%**	**90,629.71**	**60.48%**	**70,822.73**	**60.41%**	**61,434.12**	**63.73%**

资料来源：公司提供

公司2014-2016年主要原材料采购单价总体呈下降趋势，其中覆铜板、半固化片、金盐价格对公司原材料采购成本影响较大。覆铜板、铜箔和铜球价格易受铜价变动的影响，同时覆铜板和铜箔受加工费影响也较大，2014年至2016年10月铜价整体呈下行趋势，2016年11月起，铜价开始走出底部形态，大幅反弹，公司铜制品相关原材料的采购价格有一定波动；金盐价格主要受黄金市场影响，2016年上半年黄金价格已出现上扬，公司金盐的采购均价相应上涨。2016年以来，原油、贵金属、铁矿等工业大宗商品价格触底反弹，未来公司原材料价格仍可能受铜价等影响而发生波动，若未来公司主要原材料采购价格大幅上涨，而公司未能通过向下游转移或技术创新等方式应对价格上涨的压力，将会加大公司成本控制的难度，对公司的盈利水平产生不利影响。

表 12　2014-2017 年 9 月公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年	2014 年
覆铜板	元/平方米	100.87	80.52	82.01	84.51
铜球	元/公斤	43.63	35.47	37.97	45.02
铜箔	元/公斤	74.62	56.77	54.41	60.54
半固化片	元/平方米	11.43	10.69	10.71	10.70
金盐	元/克	159.79	141.52	122.50	132.23
油墨	元/公斤	61.34	59.90	59.23	60.04
干膜	元/平方米	5.41	5.20	5.03	5.40
柔性覆铜板	元/平方米	93.20	85.14	100.65	118.63

资料来源：公司提供

公司主要供应商稳定性较好，2014-2016年及2017年1-9月前五大供应商合计采购金额占比分别为24.95%、27.32%、27.18%和27.64%，整体采购集中度不高，但对生益集团依赖度较高，主要对其采购覆铜板等原材料，2014-2016年及2017年1-9月对其采购额占比均在11%以上，一方面为公司提供了稳定的原材料供应，另一方面需关注主要供应商突然变动引起的经营性风险。

表 13　2014-2017 年 9 月公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购额	占比
2017 年 1-9 月	生益集团	20,878.32	13.10%
	南亚新材料科技股份有限公司	6,652.22	4.17%
	广东汕头超声电子股份有限公司	6,165.91	3.87%
	浙江华正新材料股份有限公司	5,388.81	3.38%
	烟台招金励福贵金属股份有限公司	4,961.86	3.11%
	合计	44,047.12	27.64%
2016 年	生益集团	21,275.85	13.45%
	广东汕头超声电子股份有限公司	7,385.62	4.67%

	联茂电子集团	5,058.43	3.20%
	浙江华正新材料股份有限公司	5,007.59	3.17%
	佛山市承安铜业有限公司	4,263.26	2.69%
	合计	**42,990.75**	**27.18%**
2015 年	生益集团	17,802.36	13.33%
	广东汕头超声电子股份有限公司	5,998.28	4.49%
	联茂电子集团	4,545.60	3.40%
	浙江华正新材料股份有限公司	4,203.69	3.15%
	佛山市承安铜业有限公司	3,940.98	2.95%
	合计	**36,490.90**	**27.32%**
2014 年	生益集团	13,546.79	11.80%
	建滔化工集团	4,563.09	3.98%
	佛山市承安铜业有限公司	3,708.37	3.23%
	广东汕头超声电子股份有限公司	3,526.98	3.07%
	广州松润电子科技有限公司	3,297.02	2.87%
	合计	**28,642.25**	**24.95%**

注：（1）采购金额按供应商同一控制的企业合并口径统计，为不含税金额，采购比例为占当期采购总额的比值；（2）生益集团含广东生益科技股份有限公司、生益科技（香港）有限公司和陕西生益科技有限公司；（3）建滔化工集团含忠信积层板（澳门离岸商业服务）有限公司、广东建滔积层板销售有限公司；（4）联茂电子集团含东莞联茂电子科技有限公司、广州联茂电子科技有限公司。
资料来源：公司提供

公司近年销售规模不断扩大，盈利能力较好，但货款回收期相对较长

销售模式方面，公司采取“直销为主、经销为辅”的销售模式，2014-2016年及2017年1-9月直销收入占比分别为80.58%、83.29%、87.55%和89.94%。公司销售产品根据客户的资信情况和采购数量授予客户一定信用期限，账期一般不超过月结120天，账期相对较长。为了防范应收账款回收风险，公司向中国出口信用保险公司购买应收账款信用保险，整体应收账款信用保险覆盖率达到87.87%，赔偿比例为90%左右，能够在公司出现无法回款时获得一定的保险赔偿，减少坏账损失。

从近年公司产品销量情况来看，各产品产量和销量持续增长。2014-2016年刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板销量复合增长率分别为16.45%、24.91%和11.83%，其中刚性电路板销量占当期产品总销量的比例均在75%以上，随着本期债券募投项目的逐步建设投产，公司刚性板产能将得到进一步扩大，并可进一步拉升公司主营业务收入和盈利能力。受益于电子产品“轻、薄、多模组”发展趋势带动PCB行业景气度提升，以及公司产能提升，2017年前三季度产销量大幅增加。

由于公司采用以销定产模式，以及在订单量大、交期短的情况下会向外协供应商采购电路板，导致公司整体产销率较高，近年均维持在98%以上。

表 14　2014-2017 年 9 月公司各产品产销情况（单位：万平方米）

产品类别	项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年	2014 年
刚性电路板	产量	227.43	276.61	237.64	189.48
	销量	235.69	272.63	240.89	201.03
	产销率	103.63%	98.56%	101.36%	106.09%
柔性电路板	产量	54.16	61.59	40.88	38.58
	销量	54.51	60.04	42.05	38.48
	产销率	100.65%	97.48%	102.86%	99.74%
金属基电路板	产量	21.47	27.38	25.97	21.07
	销量	21.13	26.10	25.94	20.87
	产销率	98.42%	95.35%	99.86%	99.05%
合计	**产量**	**303.06**	**365.58**	**304.50**	**249.13**
	销量	**311.33**	**358.78**	**308.87**	**260.38**
	产销率	**102.73%**	**98.14%**	**101.44%**	**104.51%**

注：产量均为公司自产的产品数量，不包含外协生产的数量。
资料来源：公司提供

产品销售价格方面，由于公司产品主要为定制化产品，产品价格主要受原材料价格、客户需求、产品结构影响较大，其中柔性电路板价格除了包括空板价格，部分还包含元器件金额及贴装加工费。整体来看，近年公司各产品销售均价波动上升，主要系与主要原材料采购价格相关的铜价、金价波动，以及工业控制及医疗、汽车电子、电源行业客户占比提高所致。

公司刚性电路板良率近年均维持在97%左右，有效降低了产品的单位成本，刚性电路板盈利能力较强，2014-2016年及2017年9月其毛利率分别为31.34%、32.63%、35.92%和34.91%。同时，公司向上游延伸产业链，自制部分主要原材料金属基覆铜板，有效降低了金属基电路板产品的生产成本，2014-2016年及2017年9月金属基电路板毛利率分别为40.67%、38.68%、38.33%和39.24%，高于刚性电路板和柔性电路板。

表 15　2014-2016 年及 2017 年 1-9 月公司各产品销售均价情况（单位：元/平方米）

项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年	2014 年
刚性电路板	758.49	727.28	705.14	717.93
柔性电路板	1,795.51	1,634.20	1,656.37	1,493.42
金属基电路板	1,144.52	1,023.26	929.93	878.85

注：以上销售均价均为不含税价格；柔性电路板价格包含空板和 SMT 打件价格。
资料来源：公司提供

公司拥有多元化优质客户，业务关系稳定，单一客户集中度较低，海外销售规模较大，面临一定的汇率波动风险，税收政策的变化可能对公司经营带来一定不利影响

销售终端领域方面，公司下游客户广泛分布在通信设备及终端、工业控制及医疗、汽

车电子等行业，抗单一行业波动风险的能力较强。其中刚性电路板应用领域在电路板细分产品种类中最广泛，下游客户主要集中在通信设备及终端、工业控制及医疗、汽车电子、计算机及网络设备等；柔性电路板产品主要应用于手机和平板电脑等智能电子产品上的显示屏、触摸屏，以及按键、麦克风、USB、SENSOR（光传感器）等模块，公司同时为柔性电路板提供表面贴装技术服务；金属基电路板常应用在发热量较大的电路上，公司金属基电路板以铝基板为主打产品，主要应用领域包括LED照明、LED显示、汽车和电源模块。

表16 公司主要产品按终端应用分类的销售收入情况（单位：亿元）

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度		代表性客户
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
通信设备及终端	9.03	30.01%	11.31	35.02%	7.33	27.81%	6.47	29.38%	天马、信利集团、华为
工业控制及医疗	5.72	19.00%	6.26	19.37%	5.64	21.41%	4.49	20.38%	霍尼韦尔、艾尼克斯
汽车电子	5.91	19.64%	5.64	17.44%	4.65	17.65%	3.89	17.68%	海拉、埃泰克、博世
消费电子	5.58	18.55%	4.41	13.65%	3.97	15.08%	3.69	16.75%	冠捷、三洋、青岛海信
计算机及网络设备	3.69	12.27%	4.54	14.05%	4.59	17.41%	3.22	14.63%	冠捷、亚旭、罗技
其他	0.16	0.53%	0.15	0.47%	0.17	0.65%	0.26	1.18%	-
总计	**30.08**	**100.00%**	**32.31**	**100.00%**	**26.36**	**100.00%**	**22.01**	**100.00%**	-

注：公司销售给冠捷的产品用于电脑显示器生产的计入计算机及网络设备，用于液晶电视生产的计入消费电子。
资料来源：公司提供

销售区域方面，2014-2016年及2017年1-9月内销收入占产品销售收入中比例分别为56.50%、59.06%、60.10%及58.56%，国内销售主要集中在华南、华东地区等。同时，公司2014-2016年及2017年1-9月产品出口收入占比分别为43.50%、40.94%、39.90%和41.44%，主要为欧洲和美洲业务总量增长，海外客户主要有海拉、霍尼韦尔等，欧美地区PCB市场的工业控制、汽车电子等高附加值下游应用领域占比较高。公司出口产品适用“免、抵、退”规定，退税率为17%，一定程度上降低了公司的成本，若未来国家出口退税政策发生变化，可能会对公司盈利产生不利影响。此外，2014-2016年公司汇兑损益分别为267.53万元、-1,268.13万元和-1,765.32万元，未来汇率波动可能对公司经营带来一定的不利影响。

公司凭借良好的产品品质和服务水平，已积累一批优质客户，包括冠捷科技集团、天马集团、信利集团、中兴通讯、华为、海拉等国内外知名企业，这些客户普遍对供应商的资质要求较高，体系认证周期长，与公司业务关系稳定，客户粘度较高，为公司产品的销售提供了良好保障。2014-2016年及2017年1-9月公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重分别为27.63%、24.56%、24.81%和23.34%，且单一客户销售额占比较小，有利于分

散经营风险。

表 17　2014-2016 年及 2017 年 1-9 月公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占主营业务收入的比重
2017 年 1-9 月	维沃集团	19,184.83	6.38%
	海拉	14,826.52	4.93%
	天马集团	13,356.00	4.44%
	华为	11,963.65	3.98%
	海康威视	10,874.32	3.61%
	合计	**70,205.33**	**23.34%**
2016 年	天马集团	19,149.00	5.93%
	信利集团	19,142.11	5.92%
	维沃集团	14,790.20	4.58%
	金立集团	13,860.33	4.29%
	海拉	13,226.25	4.09%
	合计	**80,167.88**	**24.81%**
2015 年	天马集团	17,957.84	6.81%
	冠捷科技集团	13,005.64	4.93%
	信利集团	12,163.52	4.61%
	中兴通讯	11,260.96	4.27%
	上海剑桥科技股份有限公司	10,356.14	3.93%
	合计	**64,744.11**	**24.56%**
2014 年	天马集团	22,164.84	10.07%
	冠捷科技集团	12,878.27	5.85%
	信利集团	10,502.39	4.77%
	ICAPE GROUP	7,746.42	3.52%
	海拉	7,531.35	3.42%
	合计	**60,823.28**	**27.63%**

注：销售金额按客户同一控制的企业合并口径统计。
资料来源：公司提供，鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2014年、2015年和2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2014-2016年以及2017年1-9月合并报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

受业务规模增长及增资扩股影响，近年公司资产规模增长较快，以货币资金、应收账款和固定资产为主，资产质量尚可，但应收款项和存货增长较快，对公司资金占用增加

近年，受增资扩股及业务规模增长的影响，公司总资产规模持续增长。截至2016年末，公司总资产规模为433,686.38万元，2014-2016年复合增长率为37.92%，2017年9月末达到457,381.68万元，较2016年末增长5.46%，主要以流动资产为主。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年9月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	93,010.44	20.34%	136,365.57	31.44%	26,687.02	9.96%	16,198.71	7.11%
应收票据	32,963.42	7.21%	20,609.44	4.75%	14,174.31	5.29%	11,003.75	4.83%
应收账款	126,426.24	27.64%	106,561.28	24.57%	85,954.31	32.08%	67,826.72	29.75%
存货	49,164.25	10.75%	34,178.02	7.88%	23,412.82	8.74%	19,575.33	8.59%
流动资产合计	**305,123.81**	**66.71%**	**299,732.21**	**69.11%**	**153,763.62**	**57.38%**	**119,560.38**	**52.44%**
固定资产	114,579.17	25.05%	110,619.44	25.51%	102,682.28	38.32%	98,304.20	43.12%
在建工程	4,332.19	0.95%	208.99	0.05%	161.11	0.06%	161.11	0.07%
无形资产	17,609.46	3.85%	17,482.18	4.03%	6,894.69	2.57%	6,151.16	2.70%
其他非流动资产	10,609.84	2.32%	1,402.18	0.32%	1,387.71	0.52%	1,059.05	0.46%
非流动资产合计	**152,257.87**	**33.29%**	**133,954.17**	**30.89%**	**114,199.74**	**42.62%**	**108,427.39**	**47.56%**
资产总计	**457,381.68**	**100.00%**	**433,686.38**	**100.00%**	**267,963.36**	**100.00%**	**227,987.78**	**100.00%**

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至2016年末，公司货币资金为136,365.57万元，同比增长410.98%，系2016年12月新股发行募集资金净额105,196.81万元所致，期末货币资金主要为银行存款，受限货币资金11,514.18万元，占总资产比重为2.65%，系银行承兑汇票保证金和信用证保证金等；2015年货币资金同比增长64.75%，主要系公司销售产品回款增加所致；2017年9月末货币资金较2016年末减少31.79%，主要系公司进行购建资产、利润分配、偿还银行贷款所致。公司应收票据主要为银行承兑汇票，随着公司销售规模扩大而逐年上升，近年应收票据复合增长率为36.86%，2016年末达到20,609.44万元，期末已质押的应收票据7,341.74万元，使用受限。同时公司改变票据管理方式，即不再将收到的票据背书给供应商，而是通过把票据质押给银行，然后再开新票据给供应商，因此导致应收票据和应付票据的期末余额增加，2017年9月末应收票据增加至32,963.42万元。

公司应收账款主要为应收货款，随销售规模的扩大而增长，2016年末应收账款为106,561.28万元，2014-2016年复合增长率为25.34%，2017年9月末应收账款增加至126,426.24万元，账龄主要集中在1年以内，2016年末前五大应收对象款项合计占应收账款总额比重为28.57%。公司对绝大部分客户的应收账款购买了信用保险，2014-2016年公司购买应收账款

信用保险的保险费分别为814.01万元、799.75万元、870.25万元，承保方为中国出口信用保险公司，截至2016年末公司按账龄法计提坏账准备金额为5,620.44万元。2016年末公司质押的应收账款为195,985.60万元[1]。

公司存货由原材料、在产品、已完工库存商品和发出商品构成，且以原材料和发出商品为主，2016年末合计占存货比重为58.35%；存货随着公司产销规模的扩大而增长，2014-2016年存货复合增长率为32.14%，2017年9月末存货达到49,164.25万元，主要系公司产销规模扩大，覆铜板、铜箔等原材料价格上涨，以及寄售客户、DDU（未完税交货）客户业务量增加所致。公司应收账款和存货规模较大，2017年9月末合计占总资产比重38.39%，对公司资金形成一定的占用。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。公司固定资产主要系生产用机器设备、厂房及办公用房等，随着公司产能逐步扩大而增长。截至2016年末，公司固定资产为110,619.44万元，其中机器设备及房屋建筑物分别为80,423.37万元及26,735.67万元。2016年和2015年固定资产分别同比增长7.73%和4.45%，均系新添置机器设备及部分设备改造升级所致。2016年末固定资产中469.99万元的房屋建筑物为不可自由转让的公租房，此外有6,438.14万元的房屋建筑物用于银行授信抵押，合计占总资产的1.48%。

截至2016年末，公司在建工程为208.99万元，主要系江西景旺2号厂房土地平整和工程设计费等。随着子公司江西景旺生产基地建设的推进，2017年9月末在建工程增加至4,332.19万元，江西景旺生产基地建设的不断推进将进一步扩大公司产能。公司无形资产主要包括土地使用权和软件，2016年末无形资产为17,482.18万元，同比增长153.56%，主要系公司购买的深圳市光明新区A646-0065号宗地使用权。2016年末无形资产中3,500.76万元的土地使用权已用于借款抵押，占总资产比重为0.81%。

公司其他非流动资产主要为长期资产的预付款项和未实现售后回租损益等，2017年9月末其他非流动资产为10,609.84万元，较2016年末大幅增长，主要系子公司江西景旺和龙川景旺新增设备采购和产线及厂区改造工程项目的预付款所致。

整体来看，受增资扩股、业务规模增长及公司自身经营积累影响，公司资产规模持续增长，且以货币资金、应收款项和固定资产为主，资产质量尚可。

资产运营效率

公司应收款项周转天数较长，但通过延长应付款项周转天数，运营压力尚可

[1] 2016年末质押的应收账款金额195,985.60万元，系深圳景旺、龙川景旺、江西景旺各单体期末受质押的应收账款金额之和，不考虑合并抵销的影响。

公司根据客户的资信情况和采购数量授予其一定信用期限，账期一般不超过月结120天，客户回款基本符合公司信用政策。随着产能和销售规模的不断扩大，以及给予部分客户较长的信用账期，近年公司应收款项周转天数有所增加，周转天数从2014年的110.82天延长至2016年的124.62天。公司原材料采购由总部集中执行采购，有一定议价能力，近年公司应付款项周转天数亦有所延长，由2014年的117.12天上升至2016年的130.47天。

公司采取“以销定产”的生产模式，故存货规模相对较小，周转效率相对较高。由于公司产销规模扩大以及因覆铜板、铜箔等原材料价格上涨等导致存货规模有所增长，存货周转天数由2014年的39.71天延长至2016年的46.61天。随着应收款项和存货周转天数增加，近年来公司净营业周期有所延长，由2014年的33.41天延长至2016年的40.76天，公司通过获取一定的供应商账期来缓解资金压力，净营业周期表现尚可，且近年经营活动现金流均表现为大额净流入，运营压力尚可。

从整体资产运营效率来看，2014-2016年公司流动资产周转天数分别为173.28天、183.76天和248.63天，2016年周转效率大幅下降，主要系货币资金、应收款项及存货增长较快使得流动资产增速高于营业收入增速所致。由于PCB行业属于技术及资金密集行业，生产设备的成本相对较高，故公司固定资产周转天数及总资产周转天数相对较高，一定程度上降低了公司的资产运营效率。

表 19　公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
应收款项周转天数	124.62	120.32	110.82
存货周转天数	46.61	41.93	39.71
应付款项周转天数	130.47	130.15	117.12
净营业周期	40.76	32.10	33.41
流动资产周转天数	248.63	183.76	173.28
固定资产周转天数	116.94	135.13	126.41
总资产周转天数	384.68	333.44	322.89

注：应收款项包含应收账款和应收票据；应付款项包含应付账款和应付票据。
资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司收入随业务规模持续增长，盈利能力较好，但未来若原材料价格波动、产品技术实力不能满足市场需求，以及税收政策的变化均可能对公司盈利产生影响

随着产品市场不断开拓和产能提升，公司营业收入2016年为328,319.58万元，2014-2016年复合增长率为21.14%，2017年1-9月达到308,378.31万元，收入规模持续增长。从收入结

构上看，刚性电路板业务为公司营业收入的主要来源，2014-2016年其收入占比均在60%以上，柔性电路板和金属基电路板业务收入占比持续提升。江西景旺在建产能和珠海景旺印制线路板生产基地建设项目的完工投产将进一步推动公司收入规模增长，但受市场竞争和宏观经济及下游行业景气程度影响，需关注在建和拟建产能后续消化压力。

2014-2016年及2017年1-9月公司综合毛利率稳定在31%以上，但鹏元注意到直接原材料占公司营业成本比重较高，且主要原材料价格受市场行情影响较大，未来或将对公司的盈利水平产生影响。若公司未来不能持续提高技术水平和开发新产品、新工艺，则存在丧失技术优势，在市场竞争中处于劣势的风险。同时，若未来出口退税和高新技术企业税收优惠政策发生变化，亦将对公司盈利产生不利影响。

期间费用方面，随着公司销售收入的增长，公司运输费、销售人员薪酬等销售费用相应增长；公司管理费用主要为研发费用和员工工资、福利费等，近年公司不断加大研发投入，2014-2016年公司分别投入研发费用8,256.04万元、9,210.40万元和12,789.57万元；财务费用随着公司有息债务减少而持续下降。受近年营业收入保持较快增长影响，公司期间费用率呈下行趋势，2014-2016年公司期间费用率由13.91%降至11.53%。

受增资扩股及业务规模扩大影响，近年公司总资产规模增速快于利润增速，导致公司总资产回报率和净资产收益率均呈下降趋势。与同行业主要上市公司相比，除崇达技术主营毛利率相对较高的小批量板产品外，公司收入规模和综合毛利率水平均处于前列，整体盈利能力较好。

表 20　公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-9 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	308,378.31	328,319.58	267,730.97	223,739.32
营业利润	63,753.36	63,295.39	49,284.78	37,437.70
利润总额	62,487.60	65,337.82	50,659.28	37,948.67
净利润	51,652.95	53,745.90	42,267.72	32,928.16
综合毛利率	32.24%	32.26%	31.07%	31.46%
期间费用率	11.97%	11.53%	11.61%	13.91%
营业利润率	20.67%	19.28%	18.41%	16.73%
总资产回报率	-	19.20%	21.42%	20.73%
净资产收益率	-	25.41%	36.38%	39.00%
营业收入增长率	-	22.63%	19.66%	27.09%
净利润增长率	-	27.16%	28.36%	23.11%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年三季度财务报表，鹏元整理

表 21　2015-2016 年 PCB 行业主要上市公司盈利指标比较（单位：亿元）

证券简称	营业收入	综合毛利率	期间费用率

	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年
景旺电子	**32.83**	**26.77**	**32.26%**	**31.07%**	**11.53%**	**11.61%**
兴森科技	29.40	21.19	30.66%	30.89%	23.13%	25.50%
依顿电子	29.34	29.28	28.57%	24.31%	4.21%	4.83%
崇达技术	22.47	17.57	36.81%	36.62%	16.69%	16.22%
世运电路	16.35	14.00	29.49%	25.71%	9.40%	10.19%

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流表现较好，投资力度逐年增加，后续仍存在一定的资金需求

近年公司收现比有所提高，2014-2016年及2017年1-9月分别为0.86、0.91、0.92和1.01。净利润规模持续增长，2014-2016年复合增长率为27.76%，2016年达到5.37亿元。受存货和应收款项规模增长影响，公司营运资本有所减少，近年公司主要供应商较为稳定，获得了相对较长的应付款账期，一定程度上缓解了资金支出压力，经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金表现为持续净流出，2014-2015年投资活动净流出分别为27,961.77万元、26,569.92万元，主要系子公司江西景旺生产基地一期建设、添置机器设备的支出以及购买银行理财产品现金流出所致；2016年投资活动现金净流出31,386.95万元，主要系公司为增加产能、提高生产效率和产品质量，购置资产并对部分生产设备进行了改造升级投资，此外公司购买了深圳市光明新区A646-0065号宗地使用权用于景旺大厦建设，支付土地出让款。2017年1-9月投资活动现金净流出30,607.50万元，主要系设备和工程采购支出增加所致。截至2017年9月末，公司主要在建、拟建项目预计总投资355,120.68万元，尚需投资规模较大，后续仍存在一定的投资资金需求。

公司筹资活动主要为银行借款以及偿还借款、分配股利等，2014-2015年公司筹资活动现金均呈现一定规模净流出，主要系公司借款收到的现金规模小于偿还债务所支付的现金所致。2016年因首次公开发行股票募集资金到位，公司筹资活动现金净流入86,234.67万元。2017年1-9月筹资活动现金净流出58,731.65万元，主要系偿还债务和分配股利支付的现金较大所致。

表22　公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
收现比	1.01	0.92	0.91	0.86
净利润	51,652.95	53,745.90	42,267.72	32,928.16
营运资本变化	-	-16,599.12	-2,130.20	-9,961.42
其中：存货减少（减：增加）	-	-10,982.46	-3,837.49	-5,320.06

经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-28,556.98	-20,608.51	-24,013.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	22,940.31	22,315.80	19,371.93
经营活动产生的现金流量净额	**45,665.98**	**54,105.17**	**56,534.53**	**35,960.25**
投资活动产生的现金流量净额	**-30,607.50**	**-31,386.95**	**-26,569.92**	**-27,961.77**
筹资活动产生的现金流量净额	**-58,731.65**	**86,234.67**	**-18,003.80**	**-5,644.06**
现金及现金等价物净增加额	-44,232.42	109,180.07	11,980.65	2,187.58

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年三季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司权益增长较快，整体负债水平较低，债务支付压力不大

随着生产经营规模的扩大，公司负债规模亦有所增长，2016年末负债总额为147,536.09万元，较2014年末增长11.31%，由于公司偿还了部分银行借款，2017年9月末负债总额有所减少。得益于公司自身经营积累，以及2016年公司公开发行股票募集资金净额105,196.81万元，2017年9月末公司所有者权益达到313,323.24万元，较2014年末增长228.28%。由于所有者权益增幅大于负债增幅，2014年至2017年9月末公司产权比率由138.87%下降至45.98%，所有者权益对负债的保障程度较好。负债结构方面，近三年又一期公司流动负债占比均在70%以上。

表 23　公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 9 月	2016 年	2015 年	2014 年
负债总额	144,058.44	147,536.09	131,007.29	132,544.83
所有者权益	313,323.24	286,150.29	136,956.07	95,442.95
产权比率	45.98%	51.56%	95.66%	138.87%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年三季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要集中于应付票据、应付账款等。近年公司短期借款持续下降，2017年9月末下降为69.53万元。公司应付票据均为原材料采购和外协加工中形成的银行承兑汇票，随着公司生产规模扩大而持续增加，2016年末应付票据为16,858.76万元，2014-2016年复合增长率为56.30%，2017年应付票据大幅增长至31,499.86万元，主要系公司改变票据管理方式所致。

应付账款主要为应付供应商的原材料采购款、外协加工款及设备工程款等，随着公司业务规模的增长及采购金额的增加而呈上升趋势。截至2016年末，公司应付账款为72,206.80万元，2014-2016年复合增长率为15.22%，应付账款账龄主要为1年以内，2017年9月末增长至83,436.52万元。截至2016年末，公司一年内到期的非流动负债9,286.98万元，系1年内到期的长期借款。

表24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年9月		2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期借款	69.53	0.05%	8,161.93	5.53%	12,501.80	9.54%	32,004.96	24.15%
应付票据	31,499.86	21.87%	16,858.76	11.43%	12,456.59	9.51%	6,900.99	5.21%
应付账款	83,436.52	57.92%	72,206.80	48.94%	59,678.04	45.55%	54,392.23	41.04%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	9,286.98	6.29%	0.00	0.00%	1,600.00	1.21%
流动负债合计	**134,838.02**	**93.60%**	**124,411.81**	**84.33%**	**96,848.15**	**73.93%**	**105,238.18**	**79.40%**
长期借款	0.00	0.00%	14,838.12	10.06%	25,725.58	19.64%	18,020.03	13.60%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,588.38	1.21%	3,795.77	2.86%
递延收益	7,984.94	5.54%	7,045.20	4.78%	6,150.90	4.70%	5,427.84	4.10%
非流动负债合计	**9,220.42**	**6.40%**	**23,124.28**	**15.67%**	**34,159.15**	**26.07%**	**27,306.65**	**20.60%**
负债合计	144,058.44	100.00%	147,536.09	100.00%	131,007.29	100.00%	132,544.83	100.00%
其中：有息债务	69.53	0.05%	32,287.03	21.88%	39,815.76	30.39%	55,420.75	41.81%

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款。近年长期借款规模有所下降，截至2016末，公司长期借款规模为14,838.12万元，主要为公司以土地作为抵押和以应收账款作为质押取得的银行借款，2017年9月末公司已偿还全部长期借款。公司长期应付款均为应付远东国际租赁有限公司的融资租赁设备款，截至2016年末售后租回固定资产的融资租赁款已付清。公司递延收益主要由与资产相关的政府补助及未实现售后租回损益构成，截至2016年末，公司递延收益为7,045.20万元，其中政府补助6,792.49万元，主要为跟公司厂区土地有关的基础设施建设专项补助资金。

随着银行借款及融资租赁款项的偿还，公司有息债务规模持续下降。截至2017年9月末，有息债务规模为69.53万元，较2014年末减少99.87%，占负债规模比重为0.05%，刚性债务压力不大。

偿债能力指标方面，由于公司资产规模增速大于负债增速，资产负债率由2014年的58.14%下降为2017年9月末的31.50%，整体负债水平较低。公司流动资产对流动负债的覆盖度较高，与同行业主要上市公司相比，短期偿债能力较好。近年公司业务规模扩大带来EBITDA的提高，使得EBITDA利息保障倍数持续提升且处于较高水平，有息债务/EBITDA持续下降且处于较低水平，公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度较好。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2017年9月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	31.50%	34.02%	48.89%	58.14%
流动比率	2.26	2.41	1.59	1.14

速动比率	1.90	2.13	1.35	0.95
EBITDA（万元）	-	80,189.32	64,330.06	50,718.54
EBITDA 利息保障倍数	-	39.86	26.29	13.61
有息债务/EBITDA	-	0.40	0.62	1.09
负债总额/EBITDA	-	1.84	2.04	2.61
经营性净现金流/流动负债	0.34	0.43	0.58	0.34
经营性净现金流/负债总额	0.32	0.37	0.43	0.27

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年三季度财务报表，鹏元整理

表 29　截至 2016 年末 PCB 行业主要上市公司资产负债率及流动比率比较

证券简称	资产负债率	流动比率
兴森科技	40.19%	1.18
崇达技术	38.09%	1.36
世运电路	36.49%	1.90
景旺电子	**34.02%**	**2.41**
依顿电子	18.11%	4.75

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于本期债券募投项目收益、公司日常经营活动产生的现金流等。

根据公司披露的《关于公开发行A股可转换公司债券募集资金运用的可行性研究报告》，本期债券募投项目建成达产后，预计实现年销售收入158,496.00万元（不含税），年利润总额34,328.98万元，项目投资回收期6.27年（税后）。同时鹏元注意到受募投项目建设进度影响或未来市场发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能能否完全消化存在不确定性。

随着产销量的不断扩大，公司营业收入逐步上升，2014-2016年及2017年1-9月公司实现营业收入223,739.32万元、267,730.97万元、328,319.58万元和308,378.31万元。同时，公司经营活动现金流表现较好，2014-2016年及2017年1-9月经营活动现金净流入分别为35,960.25万元、56,534.53万元、54,105.17万元和45,665.98万元。随着下游新兴消费电子、汽车电子、5G通讯类电子等需求扩大，以及公司新增产能项目建成投产后，可进一步带动营业收入增长，为本期债券的本息偿付提供一定保障。但需要注意的是，受新增产能项目建设进度影响或未来市场需求发生变化，项目收益能否达到预期和新增产能能否完全消化存在不确定性。

若发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产变现来获得必要的偿债资金。截至2016年末，公司固定资产中机器设备及房屋建筑物分别为80,423.37万元及26,735.67万元，可通

过资产抵质押或出让变现等方式，为偿债资金提供一定支持。但需关注机器设备成新度及资产流动性，抵质押融资或者资产处置筹资的能力受限等风险因素。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年9月	2016年	2015年	2014年
货币资金	93,010.44	136,365.57	26,687.02	16,198.71
应收票据	32,963.42	20,609.44	14,174.31	11,003.75
应收账款	126,426.24	106,561.28	85,954.31	67,826.72
预付款项	840.04	809.57	104.83	125.85
其他应收款	2,719.43	1,208.33	1,986.74	1,232.94
存货	49,164.25	34,178.02	23,412.82	19,575.33
其他流动资产	0.00	0.00	1,443.59	3,597.09
流动资产合计	**305,123.81**	**299,732.21**	**153,763.62**	**119,560.38**
可供出售金融资产	600.00	600.00	600.00	600.00
固定资产	114,579.17	110,619.44	102,682.28	98,304.20
在建工程	4,332.19	208.99	161.11	161.11
固定资产清理	67.71	42.99	33.75	0.00
无形资产	17,609.46	17,482.18	6,894.69	6,151.16
长期待摊费用	1,194.22	662.85	382.55	91.38
递延所得税资产	3,265.27	2,935.54	2,057.65	2,060.50
其他非流动资产	10,609.84	1,402.18	1,387.71	1,059.05
非流动资产合计	**152,257.87**	**133,954.17**	**114,199.74**	**108,427.39**
资产总计	**457,381.68**	**433,686.38**	**267,963.36**	**227,987.78**
短期借款	69.53	8,161.93	12,501.80	32,004.96
应付票据	31,499.86	16,858.76	12,456.59	6,900.99
应付账款	83,436.52	72,206.80	59,678.04	54,392.23
预收款项	273.08	344.73	315.09	159.35
应付职工薪酬	10,056.57	10,024.93	8,096.01	6,743.42
应交税费	7,900.92	4,933.28	2,690.15	1,680.05
应付利息	0.00	51.71	71.16	84.51
其他应付款	1,601.55	2,542.70	1,039.31	790.68
一年内到期的非流动负债	0.00	9,286.98	0.00	1,600.00
应付股利	0.00	0.00	0.00	882.00
流动负债合计	**134,838.02**	**124,411.81**	**96,848.15**	**105,238.18**
长期借款	0.00	14,838.12	25,725.58	18,020.03
长期应付款	0.00	0.00	1,588.38	3,795.77
递延收益	7,984.94	7,045.20	6,150.90	5,427.84
递延所得税负债	1,235.48	1,240.96	694.28	63.02
非流动负债合计	**9,220.42**	**23,124.28**	**34,159.15**	**27,306.65**

负债合计	**144,058.44**	**147,536.09**	**131,007.29**	**132,544.83**
实收资本（或股本）	40,800.00	40,800.00	36,000.00	36,000.00
资本公积金	104,656.94	104,656.94	3,928.62	3,999.97
盈余公积金	7,193.31	5,876.88	4,579.04	3,385.68
未分配利润	160,672.98	134,816.47	92,448.41	51,396.43
归属于母公司所有者权益合计	**313,323.24**	**286,150.29**	**136,956.07**	**94,782.08**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	660.87
所有者权益合计	**313,323.24**	**286,150.29**	**136,956.07**	**95,442.95**
负债和所有者权益总计	**457,381.68**	**433,686.38**	**267,963.36**	**227,987.78**

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年三季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	**308,378.31**	**328,319.58**	**267,730.97**	**223,739.32**
营业收入	308,378.31	328,319.58	267,730.97	223,739.32
二、营业总成本	**249,604.34**	**265,031.13**	**218,478.74**	**186,606.39**
营业成本	208,965.78	222,394.77	184,533.99	153,358.21
营业税金及附加	2,582.08	2,746.09	1,536.13	1,353.97
销售费用	9,840.24	11,191.32	8,723.24	7,607.02
管理费用	25,830.08	26,522.08	21,184.86	19,554.05
财务费用	1,247.15	142.81	1,184.31	3,959.14
资产减值损失	1,139.01	2,034.05	1,316.21	774.00
投资收益	464.92	6.95	32.55	304.77
其他收益	4,514.46	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	**63,753.36**	**63,295.39**	**49,284.78**	**37,437.70**
加：营业外收入	175.70	2,661.11	1,923.72	987.59
减：营业外支出	1,441.46	618.69	549.22	476.62
其中：非流动资产处置净损失	1,316.11	564.04	480.57	423.20
四、利润总额	**62,487.60**	**65,337.82**	**50,659.28**	**37,948.67**
减：所得税	10,834.65	11,591.92	8,391.57	5,020.51
五、净利润	**51,652.95**	**53,745.90**	**42,267.72**	**32,928.16**
减：少数股东损益	0.00	0.00	22.38	372.05
归属于母公司所有者的净利润	51,652.95	53,745.90	42,245.34	32,556.10
六、综合收益总额	**51,652.95**	**53,745.90**	**42,267.72**	**32,928.16**
减：归属于少数股东的综合收益总额	0.00	0.00	22.38	372.05
归属于母公司普通股东综合收益总额	51,652.95	53,745.90	42,245.34	32,556.10

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	311,135.94	300,888.07	244,554.63	192,812.24
收到的税费返还	3,177.47	2,965.65	2,456.58	3,421.95
收到其他与经营活动有关的现金	5,305.71	3,068.07	1,473.72	842.15
经营活动现金流入小计	**319,619.13**	**306,921.79**	**248,484.94**	**197,076.34**
购买商品、接受劳务支付的现金	193,331.76	159,817.50	121,364.18	100,352.49
支付给职工以及为职工支付的现金	50,131.20	56,253.50	46,555.48	37,119.23
支付的各项税费	13,347.35	18,870.49	11,050.55	11,007.99
支付其他与经营活动有关的现金	17,142.83	17,875.13	12,980.19	12,636.38
经营活动现金流出小计	**273,953.15**	**252,816.62**	**191,950.41**	**161,116.09**
经营活动产生的现金流量净额	**45,665.98**	**54,105.17**	**56,534.53**	**35,960.25**
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	375.40	312.01	68.43	97.78
收到其他与投资活动有关的现金	96,484.92	9,350.95	20,943.82	35,508.88
投资活动现金流入小计	**96,860.33**	**9,662.96**	**21,012.25**	**35,606.66**
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	31,077.82	33,999.90	25,577.56	32,158.43
投资支付的现金	0.00	0.00	754.60	600.00
支付其他与投资活动有关的现金	96,390.00	7,050.00	21,250.00	30,810.00
投资活动现金流出小计	**127,467.82**	**41,049.90**	**47,582.16**	**63,568.43**
投资活动产生的现金流量净额	**-30,607.50**	**-31,386.95**	**-26,569.92**	**-27,961.77**
吸收投资收到的现金	0.00	106,410.11	0.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	17,501.31	34,623.18	69,957.61
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1,492.34	2,452.93
筹资活动现金流入小计	**0.00**	**123,911.42**	**36,115.52**	**72,410.53**
偿还债务支付的现金	32,214.23	23,634.89	48,362.39	62,414.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24,954.13	11,983.54	3,201.86	13,175.51
支付其他与筹资活动有关的现金	1,563.29	2,058.33	2,555.07	2,464.15
筹资活动现金流出小计	**58,731.65**	**37,676.75**	**54,119.32**	**78,054.59**
筹资活动产生的现金流量净额	**-58,731.65**	**86,234.67**	**-18,003.80**	**-5,644.06**
汇率变动对现金的影响	**-559.25**	**227.18**	**19.84**	**-166.84**
现金及现金等价物净增加额	**-44,232.42**	**109,180.07**	**11,980.65**	**2,187.58**
期初现金及现金等价物余额	134,325.19	25,145.12	13,164.48	10,976.90
期末现金及现金等价物余额	90,092.78	134,325.19	25,145.12	13,164.48

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	53,745.90	42,267.72	32,928.16
加：资产减值准备	2,034.05	1,316.21	774.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,208.22	10,862.99	8,835.11
无形资产摊销	467.02	305.59	230.87
长期待摊费用摊销	164.67	55.06	42.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	562.82	477.14	423.20
财务费用	1,859.78	2,778.45	3,985.85
投资损失	-6.95	-32.55	-304.77
递延所得税资产减少	-877.90	2.85	-986.09
递延所得税负债增加	546.68	631.26	-7.30
存货的减少	-10,982.46	-3,837.49	-5,320.06
经营性应收项目的减少	-28,556.98	-20,608.51	-24,013.29
经营性应付项目的增加	22,940.31	22,315.80	19,371.93
经营活动产生的现金流量净额	54,105.17	56,534.53	35,960.25
现金的期末余额	134,325.19	25,145.12	13,164.48
减：现金的期初余额	25,145.12	13,164.48	10,976.90
间接法-现金及现金等价物净增加额	109,180.07	11,980.65	2,187.58

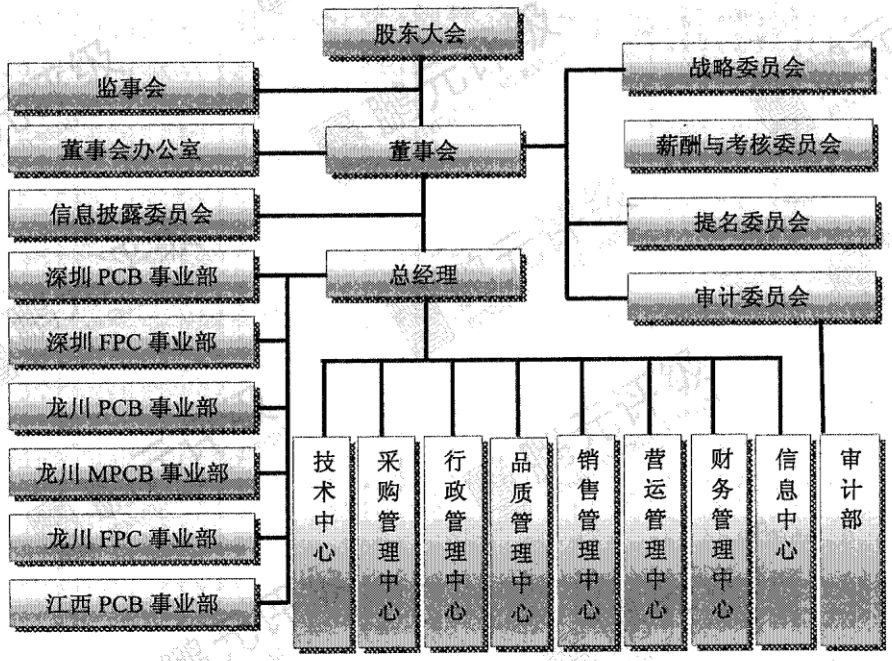
资料来源：公司2014-2016年审计报告

附录四　公司主要财务指标

项目	2017年9月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	69.53	32,287.03	39,815.76	55,420.75
资产负债率	31.50%	34.02%	48.89%	58.14%
流动比率	2.26	2.41	1.59	1.14
速动比率	1.90	2.13	1.35	0.95
综合毛利率	32.24%	32.26%	31.07%	31.46%
总资产回报率	-	19.20%	21.42%	20.73%
EBITDA（万元）	-	80,189.32	64,330.06	50,718.54
EBITDA利息保障倍数	-	39.86	26.29	13.61
应收款项周转天数（天）	-	124.62	120.32	110.82
存货周转天数（天）	-	46.61	41.93	39.71
应付款项周转天数（天）	-	130.47	130.15	117.12
净营业周期（天）	-	40.76	32.10	33.41
流动资产周转天数（天）	-	248.63	183.76	173.28
固定资产周转天数（天）	-	116.94	135.13	126.41
总资产周转天数（天）	-	384.68	333.44	322.89
期间费用率	11.97%	11.53%	11.61%	13.91%
营业利润率	20.67%	19.28%	18.41%	16.73%
净资产收益率	-	25.41%	36.38%	39.00%
收现比	1.01	0.92	0.91	0.86
营业收入增长率	-	22.63%	19.66%	27.09%
净利润增长率	-	27.16%	28.36%	23.11%

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年三季度财务报表，鹏元整理

附录五　截至2017年9月30日公司组织架构图



资料来源：公司提供

附录六　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	360/｛营业收入/［（期初应收票据余额+期末应收票据余额+期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2）］｝
存货周转天数	360/｛营业成本/［（期初存货+期末存货）/2］｝
应付款项周转天数	360/｛营业成本/［（期初应付票据余额+期末应付票据余额+期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2］｝
净营业周期	应收款项周转天数＋存货周转天数－应付款项周转天数
流动资产周转天数	360/｛营业收入/[（本年流动资产合计＋上年流动资产合计）/2]｝
固定资产周转天数	360/｛营业收入/[（本年固定资产总额＋上年固定资产总额）/2]｝
总资产周转天数	360/｛营业收入/[（本年资产总额＋上年资产总额）/2]｝
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
净资产收益率	净利润/（（期初所有者权益＋期末所有者权益）/2）×100%
总资产回报率	（利润总额＋计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额＋上年资产总额）/2）×100%
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计－存货）/流动负债合计
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款
营业收入增长率	（本年营业收入-上年营业收入）/上年营业收入×100%
净利润增长率	（本年净利润-上年净利润）/上年净利润×100%

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

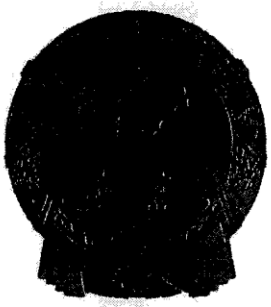
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照（副本）

统一社会信用代码 91440300192217027O

名　　称　鹏元资信评估有限公司

主体类型　有限责任公司

住　　所　深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

法定代表人　张剑文

成立日期　1993年03月17日

重要提示

1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。

2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址http://www.szcredit.com.cn）或扫描执照的二维码查询。

3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供景旺电子使用
再复印无效

登记机关　深圳市市场监督管理局

2017 年 01 月 04 日

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

6-10-45

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:鹏元资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人:张剑文

注册地址:深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号：ZPJ002

中国证券监督管理委员会(公章)

2017年 4月 6日

此复印件仅供
景旺电子 使用
再复印无效

中国证券业执业证书

姓　　名：刘志强

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编　　号：R0030215100003

执业注册记录

证书取得日期 2015-10-18　　证书有效截止日期 2019-12-31

2017 年 11 月 13 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

姓　　名：董斌

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编　　号：R0030211050001

执业注册记录

证书取得日期 2011-05-05　　证书有效截止日期 2019-12-31

2017 年 11 月 13 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。