

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【813】号

广东世运电路科技股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的广东世运电路科技股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年八月廿三日

广东世运电路科技股份有限公司
2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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等级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：陈瑛

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【813】号 01

分析师

姓名：

肖旅菲、蒋申

电话：

0755-8287 1641

邮箱：

xiaolf@cspengyuan.com

评级日期：

2020 年 08 月 19 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-8287 2897

网址：

www.cspengyuan.com

广东世运电路科技股份有限公司 2020 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 10.50 亿元（含）

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

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东世运电路科技股份有限公司（以下简称“世运电路”或“公司”，股票代码：603920.SH）本次拟公开发行总额不超过 10.50 亿元（含）的可转换公司债券（以下简称“本期债券”或“可转债”）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拥有优质且多元化的客户资源，产品结构不断优化，营业收入及净利润持续增长；同时中证鹏元也关注到，COVID-19 疫情、贸易摩擦及市场竞争加大公司经营压力，新增产能面临消化压力，以及存在一定成本控制压力等风险因素。

正面：

- 公司客户构成较为多元且资质较好，与主要客户合作关系稳定。公司下游客户分布于汽车、消费电子、工控医疗等领域，与松下集团、特斯拉、雅培、戴森、捷普、伟创力等品牌客户建立了较为稳定的合作关系。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月前五大客户销售收入占销售总额比重分别为 46.49%、38.72%、36.02%及 35.54%。
- 公司通过持续研发投入已形成一定的技术实力，产品结构持续优化。近年来公司在特殊材料板、高多层板等产品领域持续研发投入，在 POFV 等工艺方面已形成多项核心技术，产品附加值不断提升，利润率较高的多层板产量占产品总产量比重自 2017 年的 40.90%升至 2019 年的 51.10%，2020 年 1-3 月进一步升至 54.50%。
- 近年公司收入及净利润持续增长，整体负债率较低。受益于持续加深现有客户合作并开拓新市场、产能逐步释放，2017-2019 年公司收入复合增速为 11.63%，2019 年达 24.39 亿元；同时高利润多层板等产品占比提升推动净利润复合增长 34.89%，

2019 年达 3.29 亿元。2020 年 3 月末公司归属于母公司所有者权益 26.47 亿元，较 2017 年末增长 12.96%，当期期末资产负债率为 24.28%。

关注：

- 公司外销业务占比较高，面临汇率波动带来的不利影响，且 COVID-19 疫情、贸易摩擦及竞争加剧加大业绩压力。2017 年以来公司外销业务占比约 90%，海外业务多以美元结算，汇率波动对公司期间费用影响较大，或对海外利润产生不利影响；此外 COVID-19 疫情海外持续蔓延影响下游需求，叠加贸易摩擦及市场竞争，公司经营压力或将加大。
- 主要在建及拟建项目新增产能规模较大，面临产能消化压力。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建及拟建产能产品主要为高多层板、高密度互连板（High Density Interconnector，以下简称“HDI 板”）和刚挠结合板等，设计总产能规模达 300 万平方米，待释放产能规模较大，同时业内同行均在 HDI 板等产品方面积极扩产，加大新增产能消化压力。
- 公司面临一定成本控制压力。2017-2019 年及 2020 年 1-3 月公司向第一大供应商广东生益科技股份有限公司（以下简称“生益科技”）采购额占总采购额比重分别为 37.27%、31.40%、29.56%及 25.75%，单一供应商依赖仍偏高；同时公司对下游核心客户成本转嫁能力较弱，面临一定成本控制压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	349,542.94	345,556.59	317,903.49	286,339.25
归属于母公司所有者权益	264,689.10	258,792.23	239,249.80	234,324.92
有息债务	18,726.03	4,640.93	14,050.58	4,542.34
资产负债率	24.28%	25.11%	24.74%	18.17%
流动比率	2.84	2.78	2.83	4.54
速动比率	2.59	2.50	2.54	4.14
营业收入	49,849.42	243,895.72	216,729.37	195,720.59
营业利润	6,166.34	36,837.19	29,890.84	20,945.21
净利润	5,190.96	32,876.64	22,578.80	18,068.57

综合毛利率	20.51%	25.83%	22.73%	22.06%
期间费用率	7.95%	10.52%	9.74%	11.78%
总资产回报率	-	11.72%	9.04%	10.90%
EBITDA	-	52,093.83	37,625.94	29,301.83
EBITDA 利息保障倍数	-	84.12	135.89	54.67
经营活动现金流净额	9,427.10	57,590.43	25,738.43	13,857.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

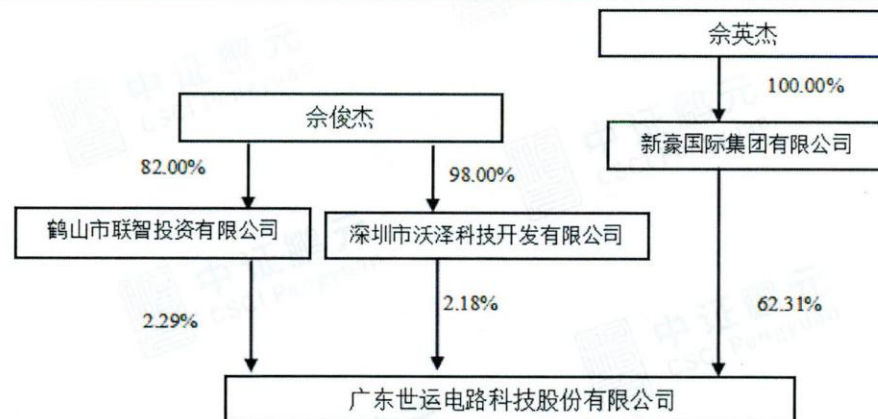
公司前身为2005年5月11日由世运线路版有限公司（以下简称“世运线路版”）出资设立的鹤山市世运电路科技有限公司，初始注册资本为0.30亿港元。后经股东同意，其注册资本自0.30亿港元增至2008年末的2.83亿港元，世运线路版持股比例100%。

2010年11月，世运线路版将其持有全部股权转让至新豪国际集团有限公司（以下简称“新豪国际”）。后经数次增资及股权转让，公司注册资本自2.83亿港元增至2011年末的3.34亿港元，其中新豪国际持股比例为81.56%。

2012年11月，公司由有限责任公司整体变更为股份有限公司，并变更为现用名，转制完成后¹，公司股本为31,300.00万股。2017年4月，公司首次发行人民币普通股（A股）8,880万股，募集资金净额125,749.18万元，并于2017年4月26日挂牌上市；本次发行完成后，公司股本自31,300.00万股增至40,180.00万股。

2018-2019年公司实施股票激励计划分别净新增股本750.20万股、36.92万股²，股本自40,180万股增至2019年末的40,967.12万股。截至2020年03月31日，公司注册资本4.09亿元，实收资本4.10亿元，总股本4.10亿股，控股股东新豪国际持股比例为62.31%，余英杰先生为公司实际控制人。

图1 截至2020年03月31日公司产权及控制关系



资料来源：Wind，中证鹏元整理

公司主要从事各类PCB的研发、生产及销售，截至2020年3月31日，公司纳入合并范围的子公司共5家，如表1所示。

¹ 按经审计的原账面净资产 44,938.91 万元中的 31,300.00 万元按照 1:1 的比例折为 31,300.00 万股普通股，其余净资产列入资本公积。

² 其中新增股本 56.22 万股，回购注销股本 19.30 万股，净新增股本 36.92 万股。

表 1 截至 2020 年 3 月 31 日，公司纳入合并范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	实收资本	持股比例		业务性质	合并方式	合并时间
		直接	间接			
世运电路科技有限公司	7,799.06 万港币	100.00	-	投资管理	合并	2017 年以前
深圳市世运线路版有限公司	100.00	100.00	-	贸易业	投资新设	2017 年以前
鹤山市世安电子科技有限公司	30,000.00	32.67	67.33	制造业	合并	2017 年以前
世运线路板公司	7,941.88 万港元	-	99.99	贸易业	合并	2017 年以前
鹤山世茂电子科技有限公司	3,800.00	100.00	-	制造业	合并	2019 年

资料来源：公司 2019 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：广东世运电路科技股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过105,000万元（含）；

债券期限：自发行之日起6年；

付息方式：对未转股债券计息，每年付息一次，到期归还剩余未转股债券本金和最后一年的利息；

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二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

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85%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审议表决，修正后的转股价格应不低于该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；同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债；另外，在转股期间，如果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格不低于当期转股价格的130%（含）或是未转股余额不足3,000万元时，公司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债券；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分

按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。此外若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，可转债持有人享有一次回售的权利，可换债持有人有权将其持有可转债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，原股东有权放弃配售权，向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会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的余额和原股东放弃优先配售后的部分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

本期债券募集资金总额不超过10.50亿元人民币（含），扣除发行费用后拟全部用于鹤山世茂电子科技有限公司年产300万平方米线路板新建项目（一期）（以下简称“募投项目”）。

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用本期债券募集资金	占项目总投资比重
鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目（一期）	109,337.95	105,000.00	96.03%
合计	109,337.95	105,000.00	-

资料来源：《广东世运电路科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券预案》

1. 项目建设内容及建设进度

募投项目实施主体为公司全资子公司鹤山世茂电子科技有限公司（以下简称“世茂电子”），建设地点位于广东省江门市鹤山市共和镇，公司拟通过新建厂房、建设装修、购置机器设备等方式，新增年产100万³平方米产能，占2019年年产能的30.01%，建设期24个月，采用边建设边投产的方式。

³ 鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目总规划年产能为 300 万平方米，本次募投项目为一期，规划年产能为 100 万平方米。

募投项目预计总投资10.93亿元，拟使用募集资金10.50亿元，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，待募集资金到位后予以置换。若本次实际募集资金净额低于募投项目的实际资金需求，不足部分由公司自筹解决。截至2020年3月末，募投项目尚未投入资金。

2. 项目审批情况

截至2020年08月11日，募投项目已获得广东省发展和改革委员会监制的《广东省企业投资项目备案证》，及广东省生态环境厅出具的《关于鹤山世贸电子科技有限公司年产300万平方米线路板新建项目环境影响报告表的批复》（粤环审【2020】175号）。

3. 项目收益分析

根据公司2020年06月19日披露的《广东世运电路科技股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，募投项目建成完全达产后，将新增100万平方米年产能，可实现年营业收入18.53亿元，年净利润2.70亿元。但中证鹏元也注意到，若募投项目建设进度或市场需求发生变化，将加大新增产能消化压力，项目收益或不及预期。

四、运营环境

5G和汽车电子渗透率提升将为PCB行业带来长期增长动能，但2020年疫情影响下，消费类电子及汽车用PCB需求仍将下滑，5G通信领域的PCB需求有望显著增长

行业长期成长趋势不改，但短期下游需求总量下滑将使全球及中国大陆PCB产值下降。根据Prismark报告，2017-2018年全球PCB产值增速分别为8.54%、6.04%；中国大陆受益于PCB产业东移，2017年及2018年连续两年产值增速接近10%，但2019年受中美贸易战及主要应用终端需求疲软等影响，全球PCB产值下降1.7%，中国大陆微增0.7%。2020年COVID-19疫情冲击及全球贸易环境多变将使下游终端需求萎缩加剧，预计全球PCB产值降幅约4.5%，中国大陆受益内需拉动降幅约3%。2021年及以后随着5G和汽车电子渗透率持续提升，PCB行业或迎来较长时间的景气周期。

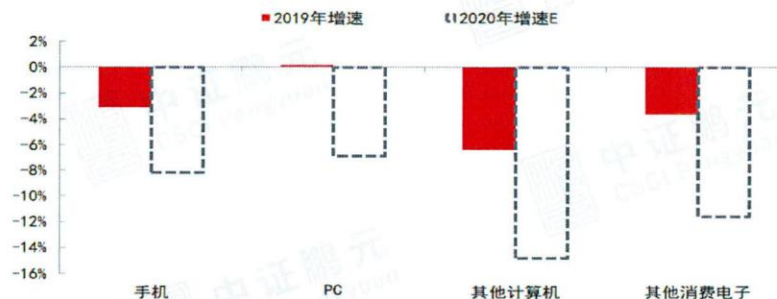
图2 全球及中国大陆 PCB 产值 2020 年将出现负增长，2021 年迎来反弹



资料来源：Prismark 及中国电子电路行业协会，中证鹏元整理

近年来下游传统应用终端PCB需求增长乏力，预计2020年手机、PC等消费类电子领域的PCB需求或萎缩约10%。2019年全球手机出货量降幅收缩，PC及平板电脑出货量略有回温；同期中国大陆在上述领域的PCB产值占全球的比重超过70%，海外需求下滑将对国内PCB市场扰动较大。2020年一季度受疫情冲击，全球手机、PC、平板等消费类电子产品出货量急剧下滑。另一方面，单个5G手机对FPC和高阶HDI的用量较4G手机增加，5G手机渗透率提升可在一定程度上减缓手机整体出货量下滑带来的需求萎缩；同时考虑疫情期间在线教育、在线办公对PC需求出现局部反弹，PC出货量降幅较其他计算机和消费电子出货量收窄。未来1-2年5G网络基础设施尚处于建设期，5G手机渗透率不高，短期内5G手机带动的FPC和高阶HDI需求有限，大规模放量或在未来3-5年逐步实现。

图3 2020 年消费类电子各细分领域的 PCB 需求均加剧下滑



注：其他计算机含平板电脑等，其他消费电子含 TV、可穿戴设备、游戏机等。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2020年全球汽车电子领域的PCB需求或下滑约8%，未来随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，全球车用PCB市场规模有望扩大至90亿美元，年复合增长约5%。2019

年中国汽车产量同比下降8%，其中新能源汽车产量连续三年高速增长后首年下降0.6%。2020年为拉动内需，国内多地出台汽车扶持政策，但预计提振效果有限，2020年1-4月汽车产量同比下滑超30%；疫情冲击下，预计全年汽车产量下滑幅度较大。此外，国内车用PCB出口比例较大（2019年约40%），海外主要汽车生产国如美、德、日等国家受疫情影响严重，海外汽车需求下滑将严重拖累国内车用PCB市场。不过长远看，我国车用PCB仍存在长期增长机会。根据工信部2019年12月发布的《新能源汽车规划》提及的发展愿景，到2025年新能源汽车销量占比达到25%（2019年占比不足5%），智能网联汽车新车销量占比达到30%。基于我国政策目标的预期，叠加特斯拉国产化推进，以及单辆新能源汽车的PCB用量较普通燃油车用量提升约2倍，未来5年我国新能源汽车用PCB产值年复合增长率有望超过20%。

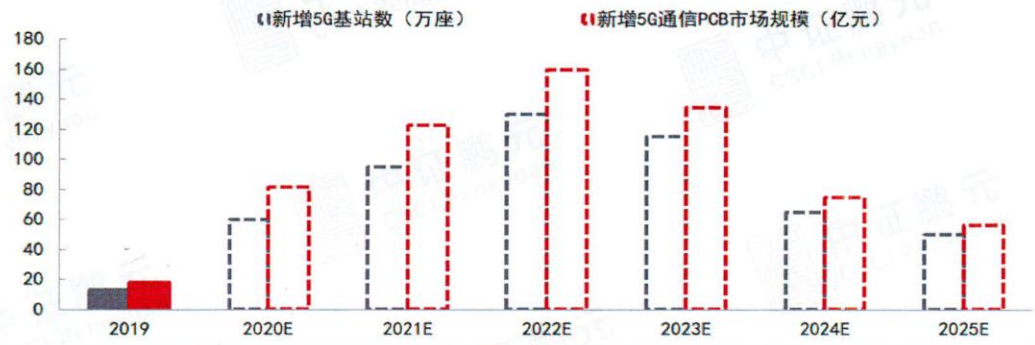
图4 汽车电子领域短期仍面临需求下滑，但长期增长动能仍存



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2020年国内通信PCB市场预计逆势增长6%，并有望在2021-2023年迎来5G通信PCB需求集中放量。除手机外，通信PCB主要应用在基站、服务器及存储等基础设施应用领域。当前4G基站已进入投资尾声，未来通信PCB需求将主要由5G基站和数据中心扩建拉动。5G基站建设始于2019年下半年，预计2020年新增60万座，同比增长3.6倍，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，单座5G基站带动的PCB价值量约为4G的2.5倍；参照4G投资进度，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来约640亿元的市场增量，并有望于2021-2023年迎来投资高峰。此外，伴随5G网络发展，数据流量大幅增加将驱动运营商提前扩建数据中心，高速运算服务器、数据存储、交换机和路由器等对PCB需求也将持续释放。而服务器作为数据中心的主要硬件之一，其更新周期一般为3年，上一轮采购量大增出现在2017年和2018年，预计2020-2021年服务器将进入更新换代期。

图5 未来1-3年国内5G基站建设或迎来投资高峰，5G通信PCB需求有望集中释放



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

国内产能持续扩张并逐步进入产能释放期，加大行业整体产能消化压力，甚至加剧价格竞争

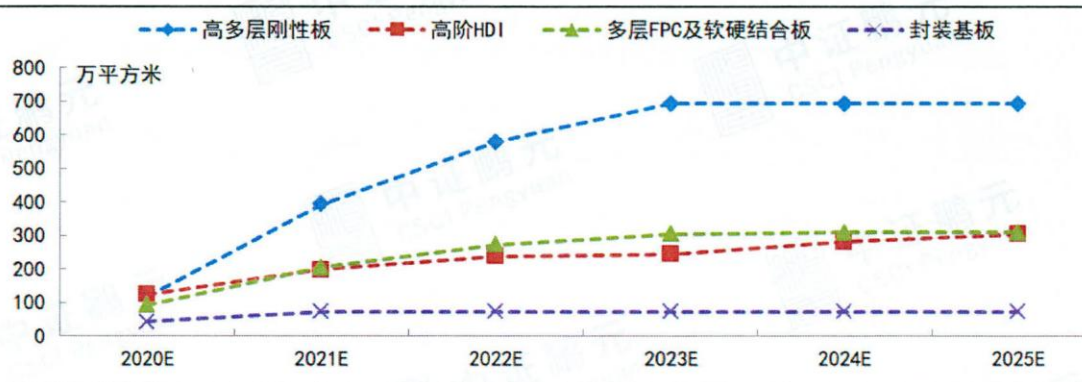
PCB市场产品结构丰富，不同品类的市场份额及发展趋势不一。国内多层刚性板市场份额多年占据首位，且以中低层板居多；未来1-3年随着5G网络建设发展，高多层刚性板尤其是高速高频板的占比将逐渐提升。待5G网络逐步完善，5G应用终端带来的多层FPC和高阶HDI需求将在未来3-5年逐步释放。近两年封装基板需求快速增长，未来伴随半导体国产化发展加速，该领域仍存在较大的国产替代空间。

2020年下游终端需求下滑将导致订单缩减，行业整体产能面临消化压力，相关产品或出现降价。PCB行业扩产主要集中在上市公司，2016-2018年A股PCB上市公司扩产产能大部分已陆续投产，2019年产能较2016年提升超30%，其中有较大部分用于消费类电子和汽车电子领域。考虑到2020年消费类和汽车类需求下滑较为严重，除5G相关产能外，其他已投产产能2020年将面临较大的消化压力，部分产能可通过调整设备参数等方式转产5G高端领域，但受限于技术及工艺要求，或无法在短期内完成，且即使转产成功，产能利用率也会受到影响。中低端产能过剩叠加市场竞争加剧，相关PCB产品价格或下降。

2020年5G通信高多层板产能仍供不应求，该局面有望于2021年得到缓解；但随着大量产能在2021年开始量产，相关PCB产品或面临更加激烈的市场竞争，价格将出现小幅下降。5G发展驱动PCB上市公司在2019年下半年以来面向5G通信设备、服务器、应用终端等领域相继开启了新一轮扩产计划。从PCB上市公司已公告的扩产信息看，深南电路、方正科技等厂商新增5G产能将于2020年二、三季度逐步释放；东山精密、景旺电子、崇达技术等计划扩产的410万平5G刚性板产能有望于2021年开始投产，届时产能爬坡随着下游需求变化将逐步释放，5G通信高多层板产能紧张局面将得到有效缓解。考虑5G产品具备

一定的技术壁垒，且产能供给紧张，2020年相关产品价格预计维持稳定。

图6 新一轮扩建产能有望于2021-2023年迎来大规模量产，2024-2025年完成爬坡



资料来源：各上市公司扩产公告，中证鹏元整理

2019年业内企业业绩表现有所分化，在疫情及贸易环境变化的影响下，未来PCB厂商业绩将进一步分化

由于下游需求出现结构性调整以及贸易环境变化等因素影响，A股PCB上市公司业绩出现分化。从主要PCB上市公司披露的2019年年度报告来看，受益于国内5G通信市场迅速放量带来通信类订单饱满且通信板毛利较高，沪电股份、深南电路、生益电子（生益科技子公司）等企业2019年业绩均出现大幅增长；而其他相对较弱厂商以及其他业务结构相对平衡的中低层板厂商业绩相对稳定；另外受中美贸易摩擦影响海外PCB需求，外销业务占比较大的PCB厂商尤其是出口北美市场的企业业绩受到影响；聚焦一般消费电子领域的企业，业绩增长乏力，甚至部分产品结构较为低端、议价能力不强的企业因市场竞争加剧、产品价格下降等因素，业绩出现了大幅下滑。

预计2020年在疫情影响下，PCB厂商业绩将进一步分化。已有5G通信板产能的厂商有望抓住5G市场保持业绩增长；缺乏5G相关技术储备且主营业务聚焦一般消费类电子的厂商，则面临产品结构升级难度加大、传统业务订单不足、防疫成本上升等经营困境，该类企业业绩或加速下滑甚至被市场淘汰；另外，海外疫情持续蔓延，若各国政府封闭隔离、交通管制、停工停产等防疫管控措施升级，以海外市场为主的PCB厂商产品交付周期将有所延长，订单获取难度亦将有所增加。

PCB主材供应商较为集中，议价能力强；预计常规覆铜板价格维持相对稳定，但高频和高速覆铜板或因供给紧张出现涨价

PCB生产主要以覆铜板为主材，覆铜板行业集中度较高，2018年全球前十大覆铜板供应商的市场占有率合计约80%，对于较为分散的PCB厂商而言，上游覆铜板厂商具有较强的议价能力。面对主材供应商提价，PCB厂商如不能有效转嫁或降低成本，其盈利水平将

面临一定压力。

预计常规覆铜板价格维持相对稳定。2018年年中开始铜价出现回落，叠加新增标准铜箔产能逐步释放，覆铜板涨价趋势于2018年底得到缓解；2019年生益科技和建滔化工新增覆铜板产能开始量产，常规覆铜板供需缺口进一步收窄，部分产品甚至出现小幅降价。2020年4月以来，覆铜板上游原材料铜、树脂和丙酮等价格不断回升，带动覆铜板价格上行，但根据中国电子材料行业协会电子铜箔材料分会信息，未来几年覆铜板的主要原材料铜箔产能供给较为充足，短期内常规覆铜板提价空间亦有限。

高频和高速覆铜板领域，或因供需缺口拉大出现涨价。高频和高速覆铜板领域，超90%的市场份额由罗杰斯、松下电工、联茂电子和台耀等外资企业占据，国内目前已具备批量生产能力的仅生益科技等少数厂商，华正新材及其他厂商正在扩充高频高速覆铜板产能，预计将于2021年及以后才开始量产。受国内5G建设进度提前以及海外疫情持续扩散，高频和高速覆铜板领域的国产替代需求预计将大幅增加，而短期内产能供应有限，供需缺口拉大或导致该类产品提价。

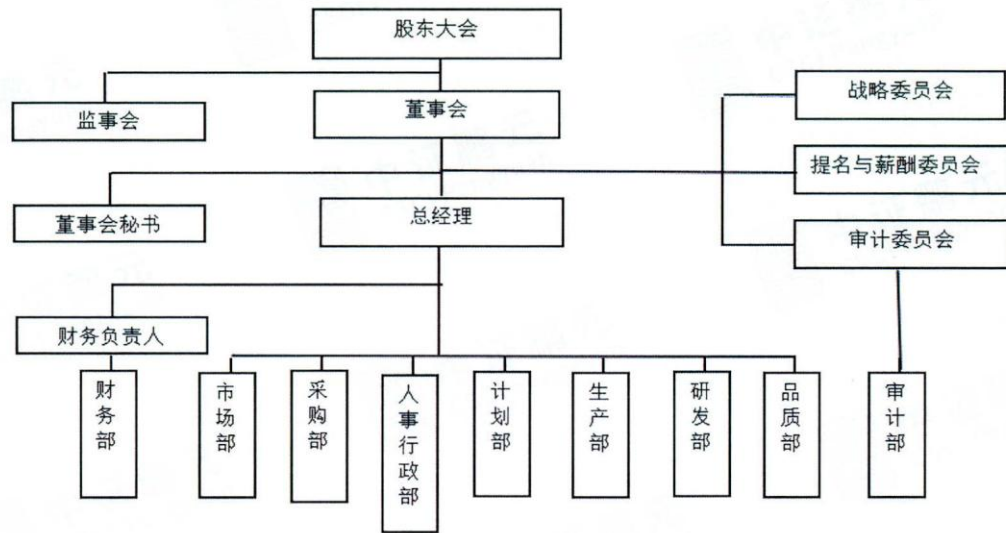
五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规的要求，设立了董事会、股东大会和监事会，并对董事会和董事、监事会和监事、高级管理人员和经理层在内部控制中的责任进行了规定。股东大会是公司的权力机构，截至2020年7月31日，余英杰先生为公司实际控制人。董事会由7名董事组成，董事由股东大会选举或更换，每届任期不超过三年，可连选连任，其中董事长1名，独立董事3名，董事长由全体董事过半数选举产生，现任董事长为余英杰先生。董事会下设战略委员会、提名与薪酬委员会、以及审计委员会。公司设监事会，由3名监事组成，设主席1名，由全体监事过半数选举产生；职工监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。

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，副总经理由总经理提请董事会聘任或解聘，每届任期均为3年，可连聘连任。

为规范日常经营活动，公司根据自身业务发展需要，先后制定了《内部审计制度》、《子公司管理制度》等制度，并在总经理下设计划部、人事行政部等部门。

图7 截至2020年6月30日公司组织架构图



资料来源：公司提供

公司董事会成员及高级管理人员拥有较为丰富的从业经验。截至2020年03月31日，公司（含各子公司）拥有员工4,329人，其中生产人员、研发人员分别3,358人、514人，分别占员工总数的77.57%、11.87%；从教育程度来看，大专以下学历员工3,918人，占员工总数的90.51%，与公司经营特征较为相符。

表3 截至2020年03月31日公司人员构成情况

专业结构	人数(人)	占员工总数的比例
生产人员	3,358	77.57%
研发人员	514	11.87%
管理人员	203	4.69%
行政人员	187	4.32%
销售人员	43	0.99%
财务人员	24	0.55%
合计	4,329	100%
教育程度	人数(人)	占员工总数的比例
硕士及以上	5	0.12%
大学本科	151	3.49%
大专	255	5.89%
大专以下	3,918	90.51%
合计	4,329	100.00%

资料来源：公司提供

公司未来发展战略主要体现在以下几个方面：（1）在提升现有客户市场份额基础上，

进一步拓展国际市场，持续关注并拓展国内市场以增加优质国内客户；（2）继续深耕汽车领域，并加大云计算网络通信等领域拓展；（3）生产基地方面，探索布局海外生产基地，以更好服务全球客户；（4）持续加大研发投入，加强新技术、新产品的研发能力。

六、经营与竞争

公司主要从事PCB的研发、生产和销售，产品类型包括单、双面及多层板，2017年以来PCB业务收入占营业收入比重在95%以上；其他业务主要是生产PCB产生的废料收入等，规模相对较小。受益于产品销售均价增长、产能持续提升及市场开拓，PCB业务收入持续增长，2017-2019年复合增速11.48%，其中多层板占其比重在55%以上，是其主要来源。2020年1-3月疫情影响下，PCB业务营业收入仅4.84亿元，营业收入同比下降1.12%为4.98亿元。

近年来公司持续优化产品结构，利润率相对较高的多层板订单占比增加，叠加主要原材料价格下行等因素影响，PCB业务毛利率自2017年的20.30%升至2019年的23.96%。2020年1-3月疫情影响下，主营业务毛利率降至18.11%。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年度		2018年度		2017年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
多层板	33,068.79	20.17%	160,098.87	26.20%	137,770.96	23.63%	107,610.47	22.69%
双面板	14,332.77	14.40%	71,685.45	20.19%	66,767.78	17.02%	73,417.59	17.85%
单面板	984.71	3.02%	6,120.26	9.56%	7,830.27	12.61%	10,386.38	12.88%
PCB业务合计	48,386.27	18.11%	237,904.58	23.96%	212,369.01	21.14%	191,414.44	20.30%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司凭借多年研发积累，已具有一定技术实力和相对丰富的生产经验

公司是国内PCB生产行业的主要企业之一，具有一定竞争优势。近年公司凭借其技术及品质管理等优势拓展市场，已连续入选全球PCB制造企业百强及中国PCB企业百强。根据中国电子电路行业协会（CPCA）发布的2020年中国PCB百强企业排行榜，公司营业额位列综合排行榜第28位、内资排行榜12位；在Prismark发布的2019年全球PCB百强排行榜中，公司营业额居全球第50位，较2018年提升4位；并进入N.T.Information发布的2018年全球汽车用PCB供应商排行榜前20名。

公司自成立以来持续专注于PCB产品的研发、生产和销售，经过多年发展已积累相对丰富的生产经验，产品种类及应用领域较为丰富。公司已拥有高多层硬板、HDI板、软板、软硬结合板（含HDI）和金属基板等多种产品批量生产能力，产品生产良率居于较高水平；

可量产产品最大层数18层，技术储备20层；可量产最小内层线宽63 μm ，技术储备35 μm 。公司产品应用于汽车、消费电子、工业控制、医疗控制等领域。

近年公司持续研发投入，有助于维持公司的技术优势。2017-2019年及2020年1-3月研发投入金额分别为5,480.98万元、7,283.73万元、8,613.33万元及2,054.41万元，占对应期间营业收入比重分别为2.80%、3.36%、3.53%及4.12%。近年公司研发聚焦在特殊材料板、高多层、高频、高散热等产品领域，2018-2019年及2020年1-6月新增专利数分别为4项、5项及3项，截至2020年6月末，公司合并范围拥有专利权证书28项，拥有多项自主研发的核心技术，包括POFV工艺、厚铜板蚀刻线宽线隙工艺、阻焊油配套工艺、异形8字导通槽孔酸性蚀刻工艺、不对称线路生产工艺、精密镀铜孔工艺、不同孔径做树脂塞孔工艺等。

此外公司注重产品质量管理，建立品质管控体系，先后通过了ISO9001、ISO14001、ISO/TS16949、ISO13485等相关体系认证，并获得日本松下等客户颁发的产品质量奖项，产品品质获得下游客户认可。

公司产能持续提升，产品结构不断优化，但产能利用率有所下滑，且主要在建及拟建项目新增产能规模较大，其产能释放及海外疫情持续蔓延将加大公司产能消化压力

公司已投产生产基地有2个，均位于广东省江门市鹤山共和镇铁岗工业园，分别由公司本部及子公司鹤山市世安电子科技有限公司（以下简称“世安电子”）负责，生产产品均以多层板、HDI板为主，主要应用于汽车、通讯等领域。其中近年来本部生产基地产能较为稳定；世安电子基地产能来自2017年IPO募投项目产能释放，该基地于2018年投产，截至2020年5月末该基地已完成建设。

随着世安电子生产基地产能释放，公司PCB产能提高至2019年的333.27万平方米/年，但受新增产能规模未能及时匹配订单影响，产能利用率自2017年的98.41%下降至2019年的90.65%。2020年初COVID-19疫情国内蔓延，部分员工按期返岗受到影响，公司生产受到一定制约，一季度产能利用率降至69.08%，2020年2月上旬公司生产基地开始复工，截至2020年3月末，产能已基本恢复。

公司生产采用以销定产模式，产销率居于较高水平。同时，近年来公司持续优化产品结构，增加多层板、工艺较复杂产品生产，多层板产量占PCB产品产量比重自2017年的40.90%升至2019年的51.10%，2020年1-3月进一步升至54.50%。

表5 公司PCB产能及生产情况

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
产能（万平方米）	83.32	333.27	306.50	292.90
产量（万平方米）	57.56	302.10	289.76	288.23
其中：多层板（万平方	31.37	154.37	143.5	117.9

米)

产能利用率	69.08%	90.65%	94.54%	98.41%
销量(万平方米)	61.00	305.16	288.44	279.72
产销率	105.98%	101.01%	99.54%	97.05%

注: 2017-2019年产能数据为全年12个月产能, 2020年1-3月数据为当年1-3月产能。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

截至2020年6月末, IPO募投项目累计投资10.85亿元, 已匹配订单产能占其设计总产能比重超50%。本次募投项目设计年产能100万平方米, 产品涵盖多层刚性板、HDI板、双面硬板及刚挠结合板, 主要应用汽车、5G移动终端等领域。公司在汽车及通讯等领域已具有批量生产能力, 并已向客户提供相应产品, 上述项目投产后有望提升公司收入规模。

表6 截至2020年3月末, 公司主要在建及拟建项目情况(单位: 万平方米、万元)

项目	设计总产能	总投资	已投资	资金来源
年产200万平方米/年高密度互连积层板、精密多层线路板项目(IPO募投项目)	200.00	108,000.00	77,438.16	2017年IPO资金108,000万元
鹤山世茂电子科技有限公司年产300万平方米线路板新建项目(一期)*	100.00	109,337.95	0.00	本次募集资金10.50亿元+自筹
合计	300.00	217,337.95	77,438.16	-

注: 加“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

但中证鹏元也关注到, 近年来市场竞争激烈, 公司已有产线产能利用率略有下降。其次日、韩及中国台湾PCB厂商在技术等方面优势较为明显, 市场上尚有诸多内资厂商参与竞争, 且国内其他PCB大厂在HDI、刚挠结合板等产品领域扩产积极, 市场竞争将进一步加剧。再来2020年3月以来海外疫情持续蔓延, 全球电子产业链受到冲击, 未来终端厂商为消化库存或将减少预期产量加大公司订单获取难度。最后HDI等产品技术含量相对较高, 对公司技术及运营能力提出了更高要求, 若未来市场拓展或相关客户5G商用进程不及预期, 公司可能面临较大新增产能消化风险。

公司客户较为稳定且资质较好, 具有较好的客户基础; 但考虑到公司外销业务占比较高, 贸易摩擦及市场竞争或将加大公司经营压力

公司产品以外销为主, 近年来外销收入占比约90%, 需关注贸易摩擦对公司经营影响。海外业务均通过公司香港子公司世运线路版实现, 同时为贴近客户实现服务本地化, 公司在日本、韩国、欧洲、美国及新加坡等地均设立销售处, 负责区域客户拓展及服务。

目前公司已成功切入松下集团、特斯拉、三菱、戴森等诸多品牌客户供应商体系, 且主要客户多与公司合作期限较长。从集中度来看, 2017-2019年及2020年1-3月前五大客户销售额合计占销售总额比重分别为46.49%、38.72%、36.02%及35.54%, 其中第一大客户捷普占比分别为14.78%、14.27%、11.89%及11.01%, 前五大客户较为稳定且单一客户集中度不高, 一定程度上有助于缓解单一客户订单波动对公司业绩影响。

表7 公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	销售占比
2019年	客户一	28,987.16	11.89%
	客户二	19,480.39	7.99%
	客户三	15,629.78	6.41%
	客户四	12,015.16	4.93%
	客户五	11,739.02	4.81%
	合计	87,851.51	36.02%
2018年	客户一	30,917.19	14.27%
	客户二	15,119.98	6.98%
	客户三	14,332.20	6.61%
	客户四	12,242.78	5.65%
	客户五	11,306.26	5.22%
	合计	83,918.41	38.72%
2017年	客户一	28,923.67	14.78%
	客户二	22,884.87	11.69%
	客户三	17,702.36	9.04%
	客户四	11,607.39	5.93%
	客户五	9,867.08	5.04%
	合计	90,985.37	46.49%

资料来源：公司提供

结算方面，公司给与客户账期多在30-90天，部分合作期限较长的大客户，公司在信用政策期限内给予一定优惠。此外为防范应收账款回收风险，公司在中国出口信用保险公司对外销业务产生应收款项投保，赔偿比例约在90%。

近年公司在保有现有客户基础上，加大新市场、新客户拓展，叠加产能释放，2017-2019年PCB产品销量复合增长4.45%；加之产品结构优化带来产品销售均价持续增长，2017-2019年PCB收入复合增长11.48%。2020年1-3月疫情影响下，新增订单获取不及预期，PCB业务收入降至4.84亿元，拖累当期营业收入同比下降1.12%，同时产销规模下降带来单位固定成本的增加，以及员工薪酬提升带来的单位销售成本增加，使得当期PCB业务毛利率降至18.11%。

表8 公司 PCB 销售情况

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
销量（万平方米）	61.00	305.16	288.44	279.72
销售收入（万元）	48,386.28	237,904.58	212,369.01	191,414.44
毛利率	18.11%	23.96%	21.14%	20.30%

资料来源：公司提供

公司供应商集中度偏高、原材料采购议价能力偏弱，面临一定成本控制压力

公司原材料成本占营业成本比重较高，约在60%，主要包括覆铜板、半固化片、铜球

及铜箔等，其中覆铜板占比约40%。公司设立采购部，通过总部集中议价以获得一定价格优惠，采用“以产定采”的采购模式。结算方面，公司多以电汇结算，结算周期集中30-90天，公司能获得一定结算账期，利于缓解营运资金压力。2018年以来铜价震荡下行，叠加铜箔产能供需趋于平衡，覆铜板、铜球、铜箔采购均价整体下降；半固化片采购均价受树脂价格影响而波动。

表9 公司主要原材料采购均价及其变动情况

项目	2020年 1-3月	2019年		2018年		2017年
		采购均价	同比	采购均价	同比	
覆铜板（元/张）	118.89	122.68	-9.81%	136.02	-9.26%	149.9
铜球（元/千克）	42.63	43.99	-4.33%	45.98	1.93%	45.11
铜箔（元/千克）	66.93	66.39	-14.48%	77.63	-6.41%	82.95
半固化片（元/平方米）	28.67	24.17	162.15%	9.22	-77.08%	40.23

资料来源：公司提供

公司原材料采购主要来自国内供应商，与生益科技等主要供应商建立稳定合作关系。从集中度来看，2017-2019年及2020年1-3月前五大供应商采购金额占采购总额比重分别为61.90%、51.07%、53.55%及51.85%，其中第一大供应商生益科技采购金额占采购总额比重分别为39.63%、31.40%、29.56%及25.75%（详见附录二）。考虑到PCB行业市场竞争激烈以及下游终端产品价格趋势下行，公司对下游客户的成本转嫁能力趋弱，而主材供应商议价能力相对较强，在上游原材料出现涨价情况下，公司面临一定成本控制压力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告以及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017-2019年及2020年1-3月公司合并报表范围子公司变化情况如下表所示，受新设子公司影响，截至2020年3月末纳入合并范围的子公司共5家，详见表1。

表10 2017-2019年及2020年1-3月公司合并范围数量变动表（单位：家）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
合并子公司家数	5	5	4	4
其中：当年增加家数	0	1	0	0
当年减少家数	0	0	0	0

注：2019年合并范围新增子公司系公司收购子公司鹤山世茂电子科技有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产质量较好，但应收款对公司营运资金造成一定占用。随着业务规模扩大带来的应收款增长，及公司通过IPO及股权激励实施等融资扩产，2017年以来公司资产规模持续增长。截至2020年3月末，资产总额达34.95亿元，较2017年末增长22.07%，其中流动资产占比为65.84%。

2017年以来公司持有货币资金规模持续增加，主要系业务规模扩大带来现金流入，加之收到股权激励款、以及赎回到期理财影响。2020年3月末，货币资金账面价值为13.76亿元，主要是银行存款，其中489.34万元资金用作信用保证金及法院冻结资金⁴而使用受限。

公司业务较少采用票据结算，应收票据规模不大。随着业务规模扩大，应收票据及应收账款规模持续增长，2017-2019年复合增长18.87%，其中2019年末应收账款账面价值6.87亿元，已计提减值0.21亿元，账龄1年以内款项占比99.90%，按欠款方归集的应收账款余额前五名合计占比42.11%。2020年一季度疫情对公司订单获取产生一定影响，2020年3月末应收账款规模略有下降，占当期期末总资产的15.74%，对营运资金仍存在一定占用。

存货主要由原材料、库存商品及在产品构成，2020年3月末公司计提0.04亿元跌价准备后的存货账面价值为2.04亿元，包含0.74亿元原材料、0.50亿元库存商品、0.49亿元在产品以及0.35亿元发出商品。

随着理财产品到期赎回，其他流动资产账面价值降至2020年3月末的0.96亿元，均为待抵扣的增值税。

公司固定资产主要系生产用机器设备及房屋建筑物等，受外购设备及在建工程转入影响，2020年3月末固定资产规模达10.53亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月末		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	137,634.82	39.38%	121,724.94	35.23%	84,207.15	26.49%	65,040.30	22.71%
应收票据及应收账款	55,119.42	15.77%	68,814.12	19.91%	56,774.66	17.86%	48,697.55	17.01%
存货	20,367.19	5.83%	23,234.36	6.72%	21,829.19	6.87%	20,187.63	7.05%
其他流动资产	9,558.69	2.73%	9,073.20	2.63%	52,764.17	16.60%	92,132.46	32.18%
流动资产合计	230,131.56	65.84%	232,853.63	67.39%	217,364.24	68.37%	227,895.37	79.59%
固定资产	105,270.19	30.12%	104,063.01	30.11%	94,293.50	29.66%	48,847.95	17.06%
非流动资产合计	119,411.38	34.16%	112,702.95	32.61%	100,539.25	31.63%	58,443.88	20.41%

⁴ 该笔冻结资金中 280 万元系因子公司世安电子自供应商处采购设备，设备尚在供应商处时发生了火灾，世安电子与供应商对于损失责任的承担方面存在分歧所致，目前仍在冻结中；另有 209.34 万元系公司与供应商的交易存在分歧所致，截至 2020 年 7 月末，双方已和解，该部分冻结资金已解冻。

计

资产总计 349,542.94 100.00% 345,556.59 100.00% 317,903.49 100.00% 286,339.25 100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续增长，截至 2020 年 3 月末，公司资产中货币资金、固定资产占比较高；同期应收票据及应收账款合计占总资产比重达 15.77%，对资金形成一定占用。

资产运营效率

公司营运资产周转效率表现尚可，整体资产运营效率呈下降趋势

公司根据客户交易规模、信用水平等要素给予不同信用期，受账期相对较长订单销售额占比提升影响，应收账款周转天数自 2017 年的 82 天增至 2019 年的 93 天。公司采取“以销定产”的生产模式，存货规模较小，周转效率相对较高。

应付票据及应付账款主要为应付供应商原材料采购款，公司原材料采购由总部集中执行采购且随着采购规模扩大，公司在逐步争取更多的账期，应付账款周转天数自 2017 年 85 天延长至 2019 年的 116 天。综合影响下，公司净营业周期自 2017 年 38 天持续下降至 2019 年的 21 天。相较于同行，公司应收账款周转速度相对较快，但应付账款周转速度相对偏慢。

从整体资产运营效率来看，2017-2019 年公司流动资产周转效率波动下降，主要系货币资金及应收款项整体增幅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，且公司近年持续对厂房及生产线等投资，同时考虑到新增产能未能充分释放等因素，一定程度上降低公司的资产运营效率，固定资产周转天数和总资产周转天数均呈延长趋势，整体资产运营效率有所下降。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	93	88	82
存货周转天数	45	45	40
应付账款周转天数	116	97	85
净营业周期	21	35	38
流动资产周转天数	332	370	293
固定资产周转天数	146	119	87
总资产周转天数	490	502	396

注：应收账款、应付账款周转天数均考虑了应收票据及应付票据影响。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表 13 2018-2019 年主要印制电路板行业企业资产周转速度比较（单位：天）

项目	应收账款周转天数		存货周转天数		应付账款周转天数		净营业周期	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
世运电路	93	88	45	45	116	97	21	35

明阳电路	83	63	60	58	133	134	10	-13
博敏电子	99	117	62	76	162	200	-1	-7
景旺电子	120	134	60	60	170	164	10	30

注：应收账款、应付账款周转天数均考虑了应收票据及应付票据影响。

资料来源：Wind 及公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入及净利润持续增长，盈利表现较好，需持续关注未来疫情变化及对公司生产经营的影响

受益于产品附加值提升、产能提升及市场开拓，2017-2019年公司营业收入复合增长11.63%；但疫情影响下，2020年1-3月营业收入4.98亿元，较上年同期下降1.12%。主要在建及拟建项目产能释放或将进一步带动收入规模增长，但公司待释放产能规模较大，或面临较大产能消化风险。此外2020年3月以来疫情在海外持续蔓延，公司产品交付周期延长，订单获取难度亦有增加，后续中证鹏元将持续关注疫情变化对公司生产经营的影响。

从毛利率来看，得益于产品结构调整，加之主要原材料采购均价下降等因素影响，2017-2019年综合毛利率持续上行；2020年1-3月疫情影响下单位成本有所增加，毛利率降至20.51%。

期间费用随着业务扩张波动增长，但期间费用率存在一定波动，其中2018年居相对较低水平，主要系当期人民币兑美元贬值带来汇兑收益使得期间费用率略有下滑；2020年1-3月期间费用率为7.95%，主要系当期销售费用减少，以及汇率波动形成的汇兑收益。公司业务主要出口海外，未来需持续关注汇率波动及贸易政策变动对公司盈利影响，且出口产品适用“免、抵、退”规定（目前退税率为13%），若国家出口退税政策支持减弱，公司盈利水平或将受到一定影响。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	49,849.42	243,895.72	216,729.37	195,720.59
投资收益	0.00	902.63	2,256.52	1,654.02
营业利润	6,166.34	36,837.19	29,890.84	20,945.21
营业外收入	7.98	1,745.17	138.51	827.14
利润总额	6,161.86	38,272.64	27,030.49	21,324.26
净利润	5,190.96	32,876.64	22,578.80	18,068.57
综合毛利率	20.51%	25.83%	22.73%	22.06%
期间费用率	7.95%	10.52%	9.74%	11.78%
营业利润率	12.37%	15.10%	13.79%	10.70%
总资产回报率	-	11.72%	9.04%	10.90%
净资产收益率	-	13.20%	9.54%	11.08%

营业收入增长率	-1.12%	12.53%	10.73%	19.72%
净利润增长率	47.84%	45.61%	24.96%	-31.74%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

非经常性损益主要系持有保本理财产品实现收益及收到的政府补助，2017-2019 年及 2020 年 1-3 月投资收益及营业外收入合计分别为 2,481.16 万元、2,395.03 万元、2,647.80 万元及 7.98 万元，整体规模相对不大，扣减上述收益后的利润总额分别为 1.88 亿元、2.46 亿元、3.56 亿元及 0.62 亿元，整体呈上行趋势。

公司营业收入、营业利润保持增长，营业利润率持续提高，总资产回报率、净资产收益率及净利润增长率整体呈上行趋势，其中 2017 年净利润呈现负增长，主要系当期原材料采购价格增长未能传导至产品售价，以及人民币汇率上升。

现金流

公司 FFO 稳步增长，经营活动现金流表现良好，在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力

2017-2019 年公司收现比分别为 0.96、0.99 及 0.97，同期 FFO 分别为 2.77 亿元、3.14 亿元及 4.62 亿元，持续增加。随着业务规模的扩大，存货、经营性应收款项规模亦随之增加，营运资金需求上升；同时公司主要合作供应商较为稳定，获得相对较长的应付款账期，经营性应付款项增加，一定程度上缓解了资金支出压力。受益于业务规模扩大、客户回款及时，整体经营现金流表现良好。

2017 年以来公司投资活动现金流净额存在一定波动，其中 2017 年大规模净流出主要系为提高资金的使用效率，公司将闲置募集资金用于滚动购买保本理财产品；2018 年以来，公司将上述理财产品赎回变现，用于对产线、设备等投入，投资活动产生的现金流量净额规模不大。

公司主要通过发行股票及银行借款等方式融入资金，其中 2017 年规模较大主要系当期 IPO 上市收到募集资金净额 12.57 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目合计总投资 21.73 亿元，尚需投入资金 13.99 亿元，存在一定的资金压力。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	1.34	0.97	0.99	0.96
净利润	5,190.96	32,876.64	22,578.80	18,068.57
FFO	-	46,168.41	31,437.39	27,723.30
营运资本变化	-	9,102.25	-6,142.69	-13,865.93
其中：存货减少（减：增加）	-	-1,594.44	-1,930.47	-6,229.45

经营性应收项目的减少(减:增加)	-	-11,408.11	-13,780.80	-13,321.28
经营性应付项目的增加(减:减少)	-	22,104.80	9,568.58	5,684.80
经营活动产生的现金流量净额	9,427.10	57,590.43	25,738.43	13,857.36
投资活动产生的现金流量净额	-7,719.83	7,623.22	-4,627.36	-100,096.19
筹资活动产生的现金流量净额	13,981.85	-27,680.23	-2,941.60	119,045.68
现金及现金等价物净增加额	16,376.70	38,237.84	19,242.39	31,079.20

资料来源:公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表,中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平相对较低,刚性债务偿付压力小

2017年以来公司负债总额持续增长,2020年3月末达8.49亿元,其中流动负债占比超95%,为负债主要构成。随着经营积累及股权激励计划实施,所有者权益增至2020年3月末的26.47亿元。产权比率居较低水平,所有者权益对负债保障程度较好。

表 16 公司资本结构情况(单位:万元)

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	84,853.84	86,764.36	78,653.69	52,014.33
所有者权益	264,689.10	258,792.23	239,249.80	234,324.92
产权比率	32.06%	33.53%	32.88%	22.20%

资料来源:公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表,中证鹏元整理

截至2020年3月末,公司短期借款1.81亿元,均为信用借款。公司较少采用票据支付,应付款主要是原材料及设备采购款,随着业务规模的增长及采购金额的增加而呈上升趋势,2020年3月末应付票据及应付账款规模5.02亿元,较2017年末增长25.59%。

其他应付款主要股权激励计划产生的回购款及预提费用等,2020年3月末其他应付款0.53亿元,其中股权激励回购义务款项0.35亿元、预提费用0.13亿元。

截至2020年3月末,公司待偿还长期借款余额0.06亿元(其中一年内到期0.02亿元),均为信用借款,借款利率集中在2.6%-4.8%间。同期递延所得税负债为0.23亿元。

表 17 公司主要负债构成情况(单位:万元)

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,085.10	21.31%	4,000.00	4.61%	12,000.00	15.26%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	50,182.00	59.14%	66,061.90	76.14%	50,598.72	64.33%	39,956.84	76.82%
其他应付款	5,333.53	6.29%	4,862.01	5.60%	6,406.80	8.15%	1,325.04	2.55%
一年内到期的非流动负债	160.93	0.19%	160.93	0.19%	955.58	1.21%	2,811.98	5.41%
流动负债合计	80,961.47	95.41%	83,785.58	96.57%	76,873.78	97.74%	50,174.34	96.46%
长期借款	480.00	0.57%	480.00	0.55%	1,095.00	1.39%	1,730.36	3.33%

递延所得税负债	2,262.28	2.67%	2,262.11	2.61%	684.91	0.87%	109.64	0.21%
非流动负债合计	3,892.37	4.59%	2,978.78	3.43%	1,779.91	2.26%	1,839.99	3.54%
负债合计	84,853.84	100.00%	86,764.36	100.00%	78,653.69	100.00%	52,014.33	100.00%
其中：有息债务	18,726.03	22.07%	4,640.93	5.35%	14,050.58	17.86%	4,542.34	8.73%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债及长期借款构成，2017年以来公司有息债务波动增长，2020年3月末有息债务规模1.87亿元，较2017年末增长312.26%，占总负债比重增至22.07%，其中短期有息债务1.83亿元，占有息债务比重为97.44%。

从各项偿债指标来看，2020年3月末资产负债率24.28%，居较低水平，流动资产、速动资产对流动负债覆盖程度较好。随着利润总额增加，2017年以来EBITDA持续增长，2019年EBITDA利息保障倍数84.12，有息债务/EBITDA为0.09，盈利对有息债务保障程度较好。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	24.28%	25.11%	24.74%	18.17%
流动比率	2.84	2.78	2.83	4.54
速动比率	2.59	2.50	2.54	4.14
EBITDA（万元）	-	52,093.83	37,625.94	29,301.83
EBITDA 利息保障倍数	-	84.12	135.89	54.67
有息债务/EBITDA	-	0.09	0.37	0.16
负债总额/EBITDA	-	1.67	2.09	1.78
经营活动净现金流/流动负债	-	0.69	0.33	0.28
经营活动净现金流/负债总额	-	0.66	0.33	0.27

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券本息偿付资金的主要来源。根据公司2020年06月19日披露的《广东世运电路科技股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，募投项目建成完全达产后，将新增100万平方米产能，达产后可实现年营业收入18.53亿元，年净利润2.70亿元。但中证鹏元注意到受募投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顺利消化存在不确定性。

其次，公司日常经营活动产生的现金流可为本期债券本息偿付提供一定保障。近年随着公司产销量的不断扩大，营业收入持续增长，2017-2019年及2020年1-3月公司营业收入分别为19.57亿元、21.67亿元、24.39亿元及4.98亿元，同期经营活动现金分别净流入1.39亿元、2.57亿元、5.76亿元及0.94亿元。随着公司不断市场拓展及新增产能释放，公司营

业收入及经营活动现金净流入规模有望进一步增加，但需关注的是未来市场需求、公司订单是否达到预期规模均存在不确定性。

若发生偿债资金不足的情况，公司可通过其他途径获得必要的偿债资金。截至2020年3月末，公司非受限货币资金、应收票据及应收账款分别为13.71亿元、5.51亿元，公司可通过加快收回款项等方式筹集资金。同期公司有非受限固定资产10.53亿元，主要是房屋建筑物及用于生产的机器设备等，必要时公司可通过抵质押等方式以筹集资金，但需关注其对公司可持续经营的影响。

此外，本期债券为可转债，若本期债券在转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

最后公司作为上市公司，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。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年5月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的子公司世安电子信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年5月27日），子公司世安电子不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	137,634.82	121,724.94	84,207.15	65,040.30
应收票据	93.26	130.30	0.00	0.00
应收账款	55,026.16	68,683.82	56,774.66	48,697.55
存货	20,367.19	23,234.36	21,829.19	20,187.63
固定资产	105,270.19	104,063.01	94,293.50	48,847.95
资产总额	349,542.94	345,556.59	317,903.49	286,339.25
短期借款	18,085.10	4,000.00	12,000.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	1,502.29
应付账款	50,182.00	66,061.90	50,598.72	38,454.55
一年内到期的非流动负债	160.93	160.93	955.58	2,811.98
长期借款	480.00	480.00	1,095.00	1,730.36
负债总额	84,853.84	86,764.36	78,653.69	52,014.33
有息债务	18,726.03	4,640.93	14,050.58	4,542.34
归属于母公司所有者权益	264,689.10	258,792.23	239,249.80	234,324.92
营业收入	49,849.42	243,895.72	216,729.37	195,720.59
营业利润	6,166.34	36,837.19	29,890.84	20,945.21
净利润	5,190.96	32,876.64	22,578.80	18,068.57
经营活动产生的现金流量净额	9,427.10	57,590.43	25,738.43	13,857.36
投资活动产生的现金流量净额	-7,719.83	7,623.22	-4,627.36	-100,096.19
筹资活动产生的现金流量净额	13,981.85	-27,680.23	-2,941.60	119,045.68
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	24.28%	25.11%	24.74%	18.17%
流动比率	2.84	2.78	2.83	4.54
速动比率	2.59	2.50	2.54	4.14
综合毛利率	20.51%	25.83%	22.73%	22.06%
总资产回报率	-	11.72%	9.04%	10.09%
EBITDA（万元）	-	52,093.83	37,625.94	29,301.83
EBITDA 利息保障倍数	-	84.12	135.89	54.67
应收账款周转天数（天）	-	93	88	82
存货周转天数（天）	-	45	45	40
应付账款周转天数（天）	-	116	97	85
净营业周期（天）	-	21	35	38
流动资产周转天数（天）	-	332	370	293
固定资产周转天数（天）	-	146	119	87

总资产周转天数（天）	-	490	502	396
期间费用率	7.95%	10.52%	9.74%	11.78%
营业利润率	12.37%	15.10%	13.79%	10.70%
净资产收益率	-	13.20%	9.54%	11.08%
营业收入增长率	-1.12%	12.53%	10.73%	19.72%
净利润增长率	47.84%	45.61%	24.96%	-31.74%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司前五名供应商采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购额	采购占比
2020年1-3月	供应商一	6,645.92	25.75%
	供应商二	2,106.88	8.16%
	供应商三	1,847.29	7.16%
	供应商四	1,506.45	5.84%
	供应商五	1,273.87	4.94%
	合计	13,380.41	51.85%
2019年	供应商一	38,029.14	29.56%
	供应商二	11,133.17	8.65%
	供应商三	6,246.28	4.86%
	供应商四	8,399.48	6.53%
	供应商五	5,079.82	3.95%
	合计	68,887.90	53.55%
2018年	供应商一	39,226.88	31.40%
	供应商二	9,599.01	7.68%
	供应商三	7,691.68	6.16%
	供应商四	4,254.90	3.41%
	供应商五	3,022.59	2.42%
	合计	63,795.06	51.07%
2017年	供应商一	44,013.85	39.63%
	供应商二	8,898.83	8.01%
	供应商三	8,222.89	7.40%
	供应商四	3,998.45	3.60%
	供应商五	3,615.02	3.25%
	合计	68,749.04	61.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款} + \text{期末应收票据}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款} + \text{期末应付票据}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款

附录四 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

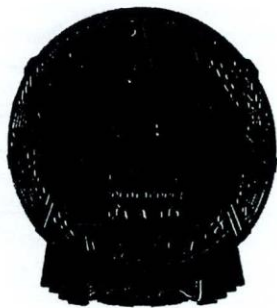
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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。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.cspengyuan.com）、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 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
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.org.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
世运电路 使用
再复印无效



登记机关

2018年11月03日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

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：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

供用
使用
再复印无效
世运电路

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：肖旻菲

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030219080004

证书取得日期 2019-08-10



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

执业注册记录



姓名：蒋申

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217100006

证书取得日期 2017-10-30



2019年01月16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。