



2020年深圳市景旺电子股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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員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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

2020年深圳市景旺电子股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

主体信用等级	本次 AA	首次 AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-5-26	2020-3-31

评级观点

中证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”，证券代码 603228.SH）及其 2020 年 8 月 24 日发行的 2020 年深圳市景旺电子股份有限公司可转换公司债券（以下简称“本期债券”或“景 20 转债”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散，市场份额在 PCB 行业内排名持续上升，盈利及经营活动现金流表现较好，财务杠杆水平低。同时我们也关注到，上游原材料涨价对公司造成一定的成本上升压力，在建项目未来投资收益不确定性较大，面临一定的汇率波动风险等风险因素。

债券概况

债券简称：景 20 转债

债券剩余规模：17.80 亿元

债券到期日期：2026-8-24

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

未来展望

公司产能持续提升且客户粘性较高，预计业务持续性较好，未来营业收入有望进一步扩大，经营相对稳健。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	129.69	121.06	88.20	76.70
归母所有者权益	68.18	65.49	54.25	41.43
总债务	27.04	23.50	7.90	12.66
营业收入	20.71	70.64	63.32	49.86
净利润	2.52	9.25	7.77	7.95
经营活动现金流净额	4.85	15.27	8.74	8.04
销售毛利率	26.16%	28.32%	27.45%	31.78%
EBITDA 利润率	-	21.40%	19.98%	22.83%
总资产回报率	-	10.12%	11.08%	14.86%
资产负债率	45.85%	44.18%	36.18%	42.55%
净债务/EBITDA	-	-0.84	-0.87	-0.64
EBITDA 利息保障倍数	-	278.91	804.63	593.52
总债务/总资本	27.80%	25.81%	12.31%	22.32%
FFO/净债务	-	-0.99	-1.00	-1.22
速动比率	1.55	1.75	1.52	1.71
现金短期债务比	3.21	4.36	2.58	3.91

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗

jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼

liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司主要产品的应用领域广泛，客户优质且较分散。**公司主要产品为刚性板，定位下游各应用领域，2020 年来自各应用领域的销售额占比较为均衡，单一客户占比亦较低，前五大客户占销售总额的 23.92%。凭借产品质量优势等，公司逐渐成为各应用领域头部企业的核心供应商，积累了包括华为、海拉、富士康、信利、vivo 等客户资源，并多次获得客户授予的优秀供应商称号。
- **公司销售额持续增加，行业内排名不断上升。**根据全球调研机构 N.T.Information 发布的全球百强 PCB 制造商排名，2016-2019 年公司销售额在全球百强 PCB 供应商排名分别为第 32 名、31 名、27 名、20 名。2020 年受益于江西景旺二期刚性板产能释放及其销量大幅提升，整体收入规模进一步增长。
- **公司盈利能力较强，且经营活动现金流表现较好。**得益于公司较强的成本管控能力，2020 年净利润增幅高于收入增幅，EBITDA 利润率和总资产回报率分别达到 21.40%和 10.12%，处于较高水平。当期公司业务回款增加，经营净现金流同比大幅提升 74.77%。
- **公司财务杠杆水平低，流动性充裕。**得益于公司良好的业绩表现和回款及时，叠加本期债券募集了大量资金，2020 年末公司盈余现金充裕，债务以长期为主，各项杠杆状况指标及流动性指标表现很好。并且公司银行授信充足，财务弹性较高，未来再融资能力亦较强。

关注

- **原材料涨价给公司带来一定的成本上升压力。**2020 年下半年以来上游主要原材料价格大幅上涨，2021 年一季度公司采购的覆铜板、铜箔、铜球、半固化片等主要原材料价格亦开始出现不同程度上升，当期公司主营业务毛利率出现下滑。考虑到公司向下游客户转移材料成本存在滞后，短期内原材料涨价使得公司面临一定的成本上升压力。
- **关注珠海景旺 HDI 项目投产后的投资收益情况。**HDI 项目定位高端消费电子领域，产品较普通多层板对原辅材料、关键设备和制程能力的要求更高。该项目处于边建设边投产阶段，项目整体投资规模大，后续投资收益受市场竞争、客户结构、产品良率、产能利用率等因素综合影响或存在较大不确定性。
- **公司外销业务毛利率下滑，且存在一定的汇率波动风险。**公司海外销售主要面向亚洲和欧洲，2020 年由于会计政策调整，公司将运输费用调至营业成本等影响，外销业务毛利率同比下降 3.91 个百分点。同时由于外销业务以美元结算为主，当期因美元对人民币贬值产生的汇兑损失达 5,794.14 万元，同比增加 539.84%。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	世运电路	明阳电路
总资产	140.08	121.06	96.89	76.84	38.03	26.84
营业收入	116.00	70.64	56.00	43.68	25.36	12.91
净利润	14.31	9.25	5.19	4.45	3.04	1.33
销售毛利率	26.47%	28.32%	23.66%	26.39%	25.91%	28.43%
EBITDA 利润率	21.90%	21.40%	19.76%	19.33%	21.19%	19.28%
总资产回报率	13.11%	10.12%	7.80%	7.98%	9.47%	6.92%
资产负债率	46.86%	44.18%	61.49%	43.39%	28.99%	44.71%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021v1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月24日发行6年期17.80亿元可转债，募集资金拟用于“景旺电子科技(珠海)有限公司一期工程--年产120万平方米多层印刷电路板项目”的投资。根据公司披露的《关于公司2020年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2020年12月31日，本期债券尚未使用的募集资金余额为10.06亿元（含结构性存款9.64亿元，募集资金专项账户存款余额为4,214.93万元）。

截至2021年3月31日，“景20转债”累计已有人民币45,000元转换为公司A股股票，累计转股数量1,494股，占本次可转债转股前公司已发行股份总额的0.00018%。

另外，根据《深圳市景旺电子股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称《募集说明书》）相关条款规定，公司股票存在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（35.28元/股）的80%（28.23元/股）的情形。公司于2021年2月25日召开了第三届董事会第十八次会议、2021年3月15日召开了2021年第一次临时股东大会，审议通过了《关于向下修正“景20转债”转股价格的议案》。自2021年3月17日起，“景20转债”转股价格由35.28元/股调整为27.70元/股。2021年5月12日因实施2020年度权益分派，转股价格由27.70元/股调整为27.40元/股。

三、发行主体概况

本期债券发行以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，注册资本和股权结构由于实施资本公积金转增股本和股权激励等影响略有变化。截至2021年3月末，公司控股股东仍为深圳市景鸿永泰投资控股有限公司（实际控制人为刘绍柏、黄小芬）和智创投资有限公司（实际控制人为卓军），前两大股东持股比例分别为34.43%和34.43%。跟踪期内公司董事会成员、主要监事以及高级管理人员均保持稳定，合并报表范围未发生变化，截至2021年3月末公司合并范围一级子公司见附录四。

四、运营环境

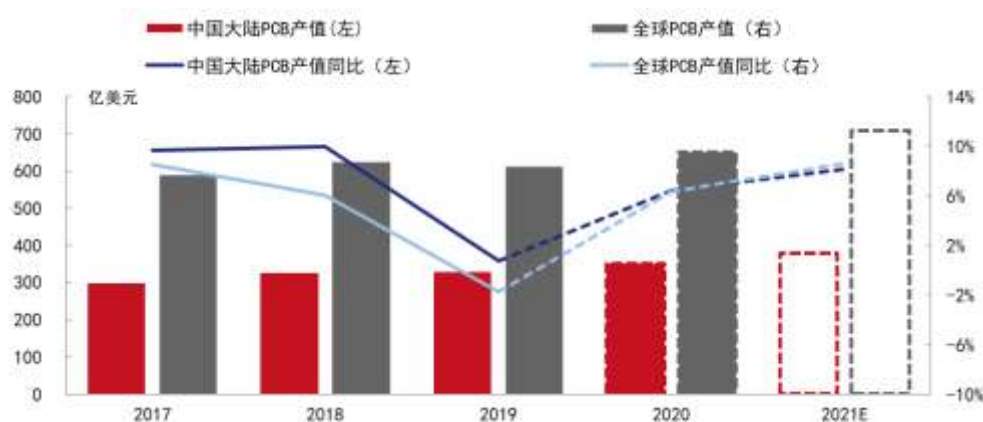
PCB行业景气度上行，预计2021年延续增长，5G和新能源汽车领域有望成为行业中长期增长点

2020年下游结构性行情复苏推动PCB行业景气度上行，根据Prismark预估数，当期全球及中国PCB产值增速均达到6.4%。上半年，通信领域延续2019年四季度以来由5G基站建设拉动的良好订单行情；

但疫情冲击叠加中美贸易争端等影响，汽车电子及消费类电子需求严重下滑。进入下半年，终端市场出现明显结构性变化。通信领域5G基站建设节奏放缓导致通信PCB需求阶段性承压；但疫情催生的居家办公、居家学习等宅经济带来手机等消费电子需求回暖；同时汽车生产逐步恢复，尤其是新能源汽车领域表现较好。

预计2021年在全球经济复苏背景下，PCB市场整体有望延续增长态势。其中消费类电子和汽车电子领域受益终端消费刺激或继续向好，5G基站建设有望平稳推进。不过，当前全球半导体紧缺是否进一步影响5G基站建设进度以及汽车生产端有待持续关注。

图1 2020年全球及国内PCB产值实现正增长，预计2021年延续增长态势



注：2020年数据为Prismark预估值，2021年数据为预测值

资料来源：Prismark，中证鹏元整理

长期看，未来几年5G手机、5G网络建设、新能源汽车有望成为PCB行业持续增长的主要驱动力。根据Prismark报告，预计2020-2025年全球PCB产值的年复合增长率约为5.8%，至2025年达到863.25亿美元，中国PCB产值年复合增长率约5.6%，至2025年达到461.18亿美元。

消费电子领域，手机系PCB下游占比最大的消费电子产品，未来几年5G换机潮叠加单部手机用量增加将带动该领域PCB相关产品需求增长。工业及信息化部数据显示，2020年中国5G手机出货量1.63亿部，渗透率由2019年的5%跃升至53%。据测算，主板面积需同步升级约30%以承载5G手机射频模块器件数量增加，零部件技术革新及数量增长促使单个手机FPC用量增长15%-20%。根据Prismark报告，预计2020-2025年HDI、FPC类产品的产值年均复合增长率分别为6.7%、4.2%。

通信方面，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，并参照4G建设周期的投资规模，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来大规模市场增量。工业及信息化部信息显示，我国2020年新增约58万个5G基站，2021年计划新增60万个，未来几年5G基站建设进度和产业链发展预期有望进一步明确。根据Prismark报告，预计2020-2025年应用于无线基础设施的PCB产值年均复合增长率约为6.8%，应用于服务器/数据存储的PCB产值年均复合增长率为8.5%。

汽车电子方面，随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，车用PCB市场有望持续扩容。2020年我国新能源汽车产量同比大幅增长17%，根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%）。考虑到单辆新能源汽车用PCB数量较普通燃油车用量提升约2倍，未来5年在新能源汽车产量高速增长下，汽车电子领域的PCB需求望迎来较大增长空间。

2020年下半年以来主要原材料价格显著上涨，覆铜板厂商开始陆续提价，短期内原材料价格上涨对PCB企业造成较大的成本上升压力

2020年下半年以来上游主要原材料价格迎来新一轮涨价周期，铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格出现急速拉升。其中，铜箔在2020年下半年以来由于疫情影响国外铜矿停工开工不足叠加全球宽松货币政策带来大宗商品铜价快速上涨，价格出现快速拉升，2021年1月铜箔价格已突破2017年以来的历史新高，较2020年6月的低点上涨34.47%。树脂价格在2020年10月以来迎来第二轮涨价周期，2021年1月价格已突破前高，涨至21.08元/kg，较2020年10月的低位上升34.78%。玻璃布价格走势整体和铜箔趋同，2020年8月低点之后急速拉升，2021年1月价格较低点大幅上升71.48%。

2021年一季度各大覆铜板厂商已开始多次调升产品价格，其中建滔积层板2021年3月不同型号FR4最高报价相比2020年四季度提升较多，生益科技2021年3月报价亦环比提升。虽然产业链整体价格传导机制较通畅，但考虑到近年PCB行业大规模持续扩产，新增产能释放加剧行业竞争，PCB企业向下游客户转嫁材料成本的难度增加，产品提价存在滞后期，短期内PCB企业面临较大的成本上升压力。后续若中国巨石（玻璃布）、建滔化工（电子铜箔）等新增产能能尽快投放，叠加大宗商品铜价的潜在回落，原材料价格上涨压力或逐步缓和。

五、经营与竞争

公司主营PCB的研发、生产和销售，产品包括刚性板（RPCB）、柔性板（FPC）和金属基板（MPCB）等。2020年受益于新能源汽车等应用领域的市场需求增加以及公司产能规模持续提升，主营业务收入同比增长11.11%。产品构成仍以刚性板为主，2020年三类产品销售额分别占比62.05%、31.80%和6.15%。毛利率方面，主营业务综合毛利率与上年基本持平。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
印制电路板	201,384.63	24.18%	690,307.38	26.88%	621,286.13	26.28%

资料来源：公司2019年报、2020年报及公司提供的2021年一季度数据

公司产品质量控制良好，持续注重技术研发，市场份额在PCB行业内排名不断上升

公司已取得并实施了多项行业内相关的质量管理体系认证，并通过集销售、订单、生产及售后服务

于一体的技术平台实现生产全流程信息化管理。为确保管理体系的有效运行和持续改进，公司每年进行一次内部审核和管理评审，并对各个生产工序和设备维护等制订多项工艺控制文件，同时导入了各类先进检测设备，产品检测能力获行业认可，产品质量稳定亦多次获得国内外客户颁发的产品质量奖项。

跟踪期内公司在技术研发方面持续加大投入，2020年研发费用同比增长20%，占当期营业收入的比重由上年的4.69%提升至5.03%。2020年公司新增43项发明专利和19项实用新型专利，截至2020年末，公司累计已取得173项发明专利和220项实用新型专利，并在生产经营过程中积累了多项非专利技术，累计参与制定了四项行业标准，通过十八项科技成果鉴定，十七项产品被广东省科学技术厅认定为“广东省高新技术产品”。同时公司继续坚持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多元化产品战略，并进一步在产品线上做纵向延伸，为客户提供集设计、加工、后续贴装于一体的全方位服务。

作为国内PCB行业的代表企业之一，公司连续多年入选全球行业调研机构N.T.Information发布的世界PCB制造企业百强以及中国印制电路行业协会（CPCA）发布的中国PCB百强企业。根据CPCA发布的中国电子电路排行榜，2019年公司在综合PCB企业排行榜第11位、内资PCB企业排行榜第3位。根据N.T.Information发布的全球百强PCB制造商排名，2016至2019年公司在全球百强PCB供应商排名分别为第32名、31名、27名、20名，排名持续提升。

2020年公司整体产能进一步提升，刚性板产能利用率保持较高水平，柔性板和金属基板受市场需求影响产能利用率稍有下滑，未来扩产项目投产后或面临一定的产能消化压力及投资收益的不确定性

公司共4个生产基地，近年深圳基地的产能较为稳定，江西、龙川和珠海扩产较多。2020年江西景旺二期产能爬坡顺利，原设计产能240万平方米RPCB，期末产能基本已达预期。龙川景旺和珠海景旺新增产能正逐步释放。

表2 公司主要生产基地情况

生产基地	所属子公司简称	产品定位	投产年份
深圳	深圳景旺	RPCB	2003 年
	深圳景旺	FPC（含 SMT）	2006 年
江西	江西景旺（一期）	RPCB	2014 年 3 月
	江西景旺（二期）	RPCB	2018 年 3 月开始投产
龙川	龙川景旺	RPCB	2008 年
	龙川景旺	MPCB	2010 年
	龙川景旺	FPC（含 SMT）	2013 年
珠海	珠海景旺柔性	FPC	2018 年 12 月并表
	珠海景旺（一期）	高多层 RPCB、高端 HDI	2021 年上半年开始投产

注：公司于2018年底收购的珠海景旺柔性经过多年整合优化，2020年扭亏为盈，收入同比增长12%，净利润751.06万元。
资料来源：公司提供

2020年公司整体产能规模提升12.57%，主要来源江西景旺（二期）刚性板产能释放。由于刚性板新增产线自动化程度高且产品对应的下游应用领域分散，整体订单良好，当期刚性板产能大幅增长，产能利用率亦维持在较高水平。而柔性板主要应用于手机领域，金属基板主要应用于汽车领域，2020年上半年手机和汽车行业均受到疫情影响较大，公司相应领域的订单减少，柔性板和金属基板产能利用率均出现一定程度下降。

表3 公司主要产品产能及利用情况（单位：万平方米）

产品类别	项目	2020 年	2019 年	2018 年
合计	产能	719.20	638.90	523.32
	产能利用率	90.46%	93.18%	94.51%
刚性板	产能	523.62	450.11	387.30
	产能利用率	92.89%	94.00%	94.86%
柔性板	产能	149.15	145.90	93.97
	产能利用率	86.38%	91.67%	97.38%
金属基板	产能	46.43	42.88	42.05
	产能利用率	76.26%	89.69%	84.84%

资料来源：公司提供

公司主要扩产项目有龙川二期、珠海景旺多层板项目和HDI项目。其中珠海景旺多层板和HDI项目投资规模较大，资金来源基本已落实，多层板项目资金主要来源本期债券募集资金，HDI项目已获批12亿元固定资产贷款和8亿元银行授信，整体上公司项目建设资金压力较小。

表4 目前公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	设计年产能	预计完工
珠海景旺（一期）年产 120 万平方米多层印刷电路板项目（简称“多层板项目”）	181,891.39	120 万平方米多层RPCB	2023 年 3 月
珠海景旺高密度互连印刷电路板项目（简称“HDI 项目”）	268,895.50	60 万平方米 HDI	2024 年
景旺大厦	45,000.00	-	2022 年 6 月

注：1、根据公司公告的《募集资金存放与使用情况鉴证报告-天职业字[2021]16021-1号》，多层板项目截至2020年末累计已投资76,332.29万元。2、根据公司提供的数据，截至2021年4月末，珠海景旺含多层板和HDI项目合计已累计支付金额157,444.00万元，景旺大厦累计已付金额23,516.00万元。

资料来源：公司提供

目前龙川景旺二期已完成厂房建设，累计投入资金16,737.26万元，主要扩产柔性板和金属基板，已于2021年一季度开始投产。其中柔性板新增产线以多层板为主，与原有产线（单/双面板为主）有一定协同效应，主要面向智能手机领域的不同零部件。金属基板主要扩充铝基板产能，应用于汽车、工控及照明等领域。2020年下游需求波动导致柔性板和金属基板产能利用率下滑，而新投产线新增产能提升较多，可能存在产能消化压力。

多层板项目定位5G通信设备、服务器、汽车等领域的高多层刚性板，第一条产线已于2021年3月投产，存量订单主要来自华为、中兴通讯、富士康、纬创等，新开发客户包括爱立信、浪潮信息等。考

虑到公司在通信基础设施及汽车高端PCB领域已形成批量生产能力并已向客户供应相关产品，多层板项目后续订单拓展压力相对较小。

HDI项目主要面向新一代智能手机、平板电脑、可穿戴设备等消费电子终端市场，定位任意阶HDI和类载板，其较普通多层板对原辅材料、关键设备和制程能力的要求更高，对公司的技术水平、运营能力提出了更高要求。目前该项目处于试产阶段，计划2021年二季度开始投产，根据公司预测，预计至2024年完工达产后实现年销售收入27.72亿元（不含税），税前利润总额52,467.59万元，未来其投资收益受市场竞争情况、客户结构、产品良率、产能利用率等因素综合影响或存在较大不确定性。

公司产品应用领域广泛，抗单一行业波动风险的能力较强，客户优质且较分散

公司产品广泛应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制及医疗等各领域，其中刚性板下游应用领域分散，柔性板主要应用于手机和平板电脑等消费电子，金属基板常应用在LED照明、LED显示、汽车和电源模块。2020年来自各应用领域的销售额占比较均衡，其中通信设备及终端、汽车电子和消费电子占比均在20%以上。

公司已成为各应用领域头部企业的核心供应商，积累了包括华为、天马、海拉、富士康、冠捷科技、信利、vivo、深超光电、海康威视等优质客户资源，并且公司与重点客户合作关系稳定，多次获得客户授予的优秀供应商称号。从销售额占比看，单一客户销售额占比亦较低，2020年公司前五大客户的销售额合计占年度销售总额的23.92%。

2020年公司收入增长主要源于刚性板销量提升，回款表现持续较好，但外销业务面临一定的汇率风险

2020年公司刚性板销量大幅增长20.60%，主要受益新能源汽车等应用领域的市场需求增加；价格方面，高层板价格提升，低层板价格有所下滑。柔性板全年销量下滑，其中含贴装的柔性板由于元器件采购成本上升，销售价格出现上涨。金属基板受疫情影响，全年销量和价格均出现下滑。

表5 公司产品销量（单位：万平方米）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
刚性板	520.70	431.75	388.32
柔性板	135.27	137.70	94.00
金属基板	35.55	37.63	35.26
合计	691.52	607.08	517.59

资料来源：公司提供

从产品贡献收入情况看，六层及以下的普通刚性板贡献收入最大，高多层刚性板及金属基板贡献收入较低。2020年公司印制电路板实现销售额69.03亿元，同比增长11.11%，主要来源刚性板销量提升，当期销售回款表现较好，收现比达到1.03。

分销售区域看，2020年内销占比约60%，仍主要集中在华南、华东地区。海外销售主要面向亚洲和欧洲，美洲区域的销售额占比很低。当期外销业务由于会计政策调整将运输费用调整至营业成本导致营业成本上升较多，毛利率同比减少3.91个百分点；同时外销业务以美元结算为主，当期因美元对人民币贬值产生的汇兑损失为5,794.14万元，同比增加539.84%（2019年同期实现汇兑收益1,317.33万元）。

公司整体经营效率较高，但2020年下半年以来的原材料涨价使得公司面临一定的成本上升压力

公司持续强化成本管控，推行精益生产管理，专门成立成本控制部，各事业部配置成本控制人员，从产品前期采购、工程设计、工艺参数优化、生产到交货环节实行全流程控制，已形成一套较完善的成本控制管理体系。如在工程设计方面，为提高开料环节的材料利用率，通过拼板设计、BOM选料及流程优化，避免物料多购和呆滞。在监督环节，对生产各工序的物料、能源、人工耗用、库存周转率和呆滞库存等进行统计并核算，每月出具成本控制报告，督促减少各工序设备和原料的不合理使用。整体上，公司成本管控能力在行业内表现较好。

虽然公司与下游结算时间较长，应收款项对营运资金占用较多，但同时由于应付设备款增加而其结算账期较长导致应付账款天数延长，叠加存货周转效率快，综合使得公司净营业周期缩短。

表6 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2020 年	2019 年
应收款项周转天数	122	120
存货周转天数	61	60
应付款项周转天数	188	170
净营业周期	-5	10

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司营业成本中的直接材料占比较高（约60%），主要包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片、金盐等。2020年下半年以来，覆铜板上游三大原材料铜箔、树脂和玻璃布价格陆续进入新一轮涨价周期，覆铜板大厂于2021年一季度开始陆续提价。2021年一季度公司覆铜板、铜箔、铜球、半固化片等材料采购价格均呈现不同程度上涨。此外，受国际金价影响，2020年金盐市场价格大幅上涨，导致公司采购价格相应提升较多。

2021年一季度原材料涨价使得公司营业成本增幅大于收入增长。考虑到PCB行业市场竞争激烈，其相对上游覆铜板厂的议价能力偏弱，同时向下游客户转移材料成本亦存在滞后期，原材料涨价使得公司面临一定的成本上升压力。

表7 公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2021 年 1-3 月	2020 年	2019 年
覆铜板	元/平方米	107.72	90.42	95.68
铜球	元/公斤	54.71	45.36	44.21
铜箔	元/公斤	82.52	65.09	63.73



半固化片	元/平方米	12.91	10.69	10.95
金盐	元/克	232.81	235.37	190.16

资料来源：公司提供

六、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审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2018年新增立2家子公司珠海市景旺投资管理有限公司、珠海景旺柔性电路有限公司，2019年新增2家Kinwong Electronic USA, Inc（美国景旺）、景旺电子日本株式会社（日本景旺）。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产总额进一步增加，整体资产质量较好，流动性有所提升

2020年末公司总资产同比增长37.25%，增幅较大，主要源于未分配利润增加以及可转债发行推动负债规模上升；资产构成上仍主要由货币资金、应收账款及固定资产等构成。期末受限资产主要为受限货币资金、应收票据、应收款项融资及无形资产等，合计10.30亿元，占总资产的比重为8.5%。

公司现金类资产主要为货币资金和交易性金融资产，其中货币资金2020年末余额同比增长73.55%，主要系当期收到景20转债募集资金、2019年限制性股票激励计划认购款所致，期末受限货币资金合计4.40亿元，主要为开具信用证保证金和银行承兑汇票保证金；交易性金融资产系购买的保本浮动收益型理财产品。

公司应收账款占比较大，2020年末同比小幅增加，账龄集中在1年以内，应收对象分散，前五大应收账款合计占比13.31%，期末小部分客户由于资金链紧张发生货款逾期，公司对扣除中国出口信用保险公司已保险赔付金额后的剩余应收账款已全部计提坏账准备。公司存货周转快，期末存货规模占比不高。

公司固定资产主要系房屋、厂房及机器设备，2020年末账面价值增加主要系江西景旺二期购置大量机器设备以及龙川厂房二期完工转为固定资产所致。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.13	12.44%	20.20	16.69%	11.64	13.20%
交易性金融资产	14.14	10.90%	10.68	8.82%	2.50	2.83%
应收账款	24.82	19.14%	23.72	19.59%	21.46	24.33%
流动资产合计	75.70	58.37%	72.00	59.48%	54.56	61.86%

固定资产	31.56	24.33%	30.75	25.40%	26.62	30.18%
非流动资产合计	53.99	41.63%	49.06	40.52%	33.64	38.14%
资产总计	129.69	100.00%	121.06	100.00%	88.20	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司盈利能力较强，未来随着新增产能释放，收入规模有望进一步增长

2020年随着疫情缓解后市场需求上升、宏观经济好转，公司营业收入逐季向好，全年收入同比增长11.55%，主要源于刚性板产能释放及其销量大幅增加推动。公司盈利水平较高且较为稳定，同时受益税率优惠，2020年所得税规模较上年减少，净利润同比增长18.99%。整体上，公司盈利能力较强，总资产回报率处于较高水平，但由于资产规模持续增加且增幅快，总资产回报率出现下降趋势。

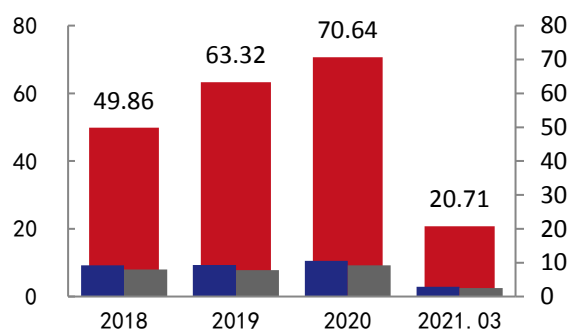
2021年一季度公司营业收入同比增长43.99%，营业利润和净利润同比分别增长10.83%和11.28%。一方面疫情影响导致上年同期收入基数偏低，另一方面下游需求增加，公司产能利用率提升带来收入大幅增长。同时由于原材料涨价以及管理费用增加等，使得当期利润增幅低于收入增幅。

随着龙川二期产能释放以及珠海景旺在建高多层板和HDI项目逐步投产，公司各类产品产能规模将持续增加，若公司订单充足，未来公司收入规模有望进一步增加，但当前PCB行业扩产积极，行业竞争激烈或导致产品价格下降，从而对公司盈利有一定影响。

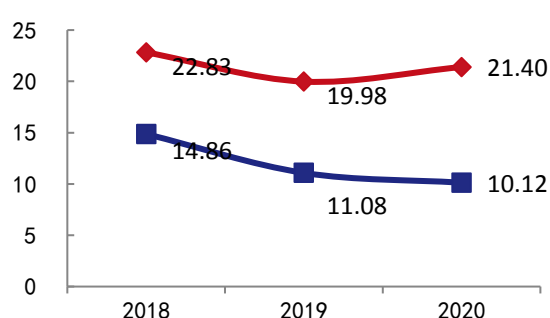
图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）

■营业收入（左） ■营业利润（右） ■净利润（右）



◆ EBITDA 利润率 ◆ 总资产回报率



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2020年公司主营业务回款增加，经营活动现金流表现较好，现金生产能力较强

2020年公司业务规模扩大且回款增加，经营净现金流同比大幅上升。投资方面，由于江西景旺二期产能爬坡购置了大量机器设备以及龙川二期厂房建设、珠海景旺扩产项目的持续大量投入，当期投资活动大幅净流出。当期公司发行可转债使得筹资净现金流规模较大，较好地弥补了资本支出的资金需求。

受益公司业务规模持续扩大以及良好盈利和回款表现，2020年EBITDA和FFO进一步提高，现金生成能力较强。

图 4 公司现金流结构

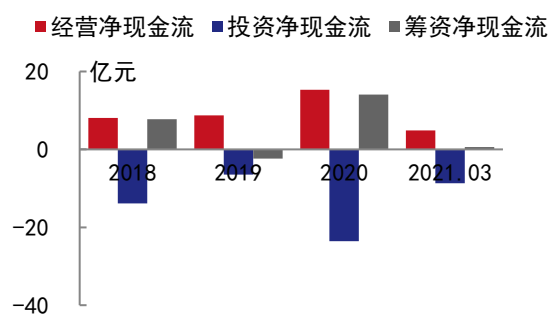
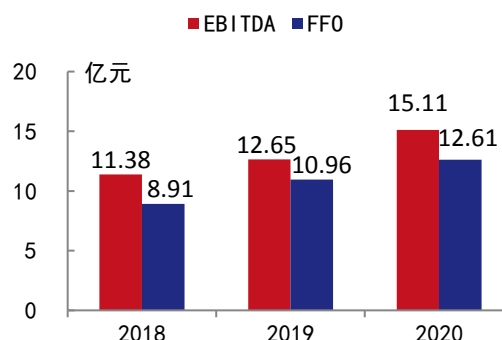


图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司权益规模进一步增长，杠杆水平低，流动性充裕，刚性债务偿还压力不大

2020年公司成功发行本期可转债使得债务规模大幅增加，同时业务规模扩大导致经营性负债持续上升。期末所有者权益增长主要表现为股本和未分配利润增加，其中股本增长42%主要系当期实施完毕2019年度权益分派每10股送4股，由资本公积转增；未分配利润增长25%主要受益公司良好的业绩表现。

图 6 公司资本结构

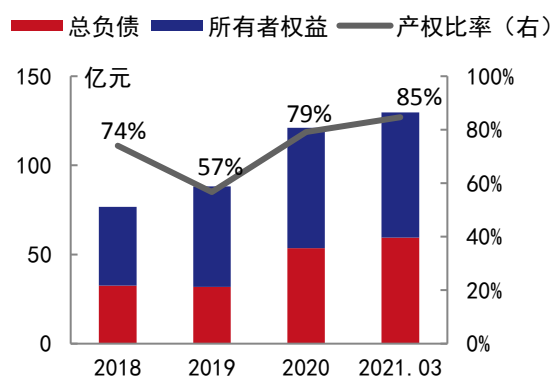
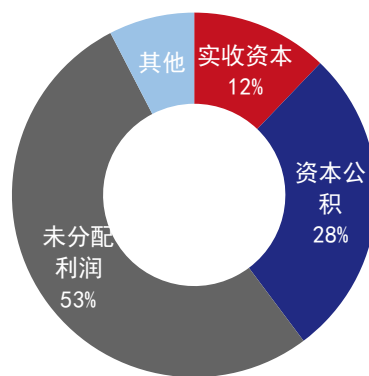


图 7 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司所有者权益较年初小幅增加，仍主要由未分配利润、资本公积和股本构成。整体而言，公司资本实力持续增强，产权比率偏低，但由于总负债规模增长快，增幅大于权益，使得所有者权益对总负债的保障程度呈下降趋势。

公司负债以流动负债为主。2020年公司业务规模扩大，原材料备货增加，且公司达到付款条件的进口设备信用证增加，期末应付票据及应付账款规模相应增加。

公司应付债券系2020年8月公司发行的17.8亿元可转换公司债券，其中金融负债成分计入应付债券14.72亿元，权益工具成分以公允价值3.10亿元计入其他权益工具。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

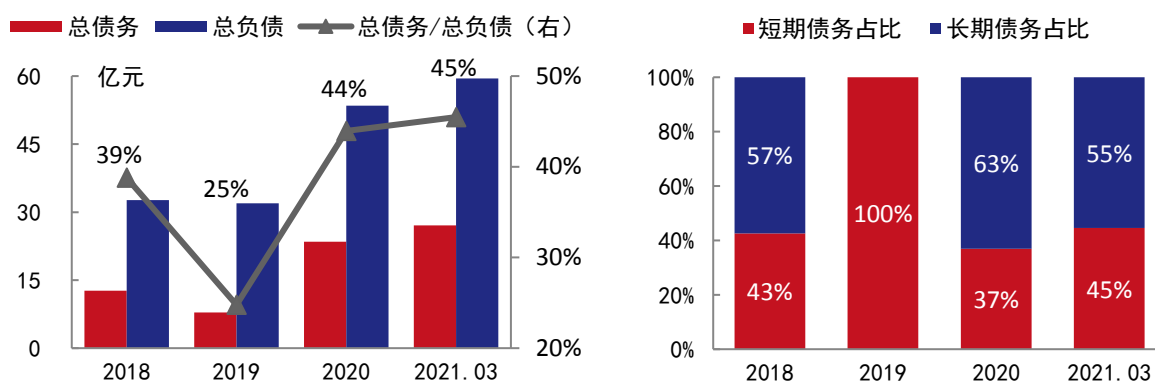
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.30	0.50%	0.45	0.83%	0.91	2.86%
应付票据	11.61	19.52%	8.24	15.41%	6.99	21.91%
应付账款	23.21	39.04%	20.37	38.09%	17.24	54.03%
流动负债合计	41.88	70.44%	36.19	67.67%	30.30	94.95%
长期借款	0.10	0.17%	0.10	0.18%	0.00	0.00%
应付债券	14.87	25.01%	14.72	27.52%	0.00	0.00%
非流动负债合计	17.58	29.56%	17.29	32.33%	1.61	5.05%
负债合计	59.46	100.00%	53.49	100.00%	31.91	100.00%
总债务	27.04	45.48%	23.50	43.94%	7.90	24.77%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括应付票据、应付债券及银行借款。2020年以来总债务大幅增加，主要系可转债发行以及应付票据规模持续增加所致；银行借款包括短期和长期，整体规模不大。公司债务期限结构合理，以长期债务为主，刚性债务压力不大。

图 8 公司债务占负债比重

图 9 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司整体财务杠杆水平低，各项杠杆状况指标表现较好。2020年可转债发行使得期末负债总额增幅较大，资产负债率同比有所提升但仍处于偏低水平。同时源于良好的业绩和利润积累，EBITDA对利息的保障倍数亦处于很高水平。此外，公司盈余现金充裕，总体债务规模不大，净债务为负数，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现为负数。

表10 公司杠杆状况指标

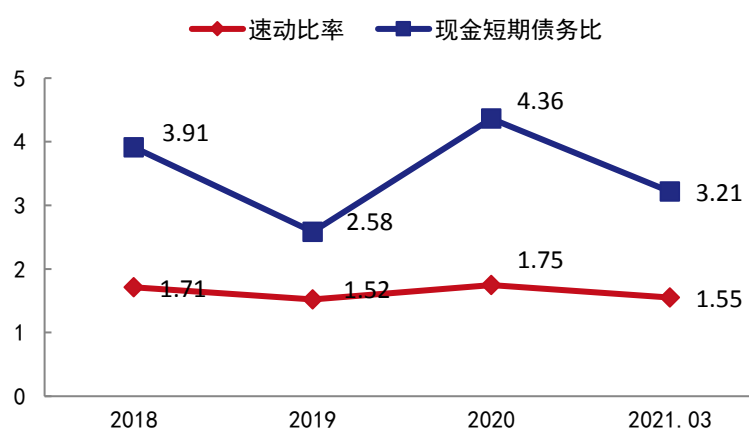
项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	45.85%	44.18%	36.18%

净债务/EBITDA	--	-0.84	-0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	278.91	804.63
总债务/总资本	27.80%	25.81%	12.31%
FFO/净债务	--	-99.26%	-99.68%

资料来源：公司 2019 年、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现良好，且期末债务以长期为主，现金短期债务比处于高水平。公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。截至2021年3月末，公司处于有效期内尚未使用的银行授信余额23.88亿元，银行授信充足，且公司负债率不高，固定资产中有大量可抵押房产，融资弹性较好，整体获取流动性资源的能力较强。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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，从2018年12月31日至报告查询日（2021年5月8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；公司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。

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

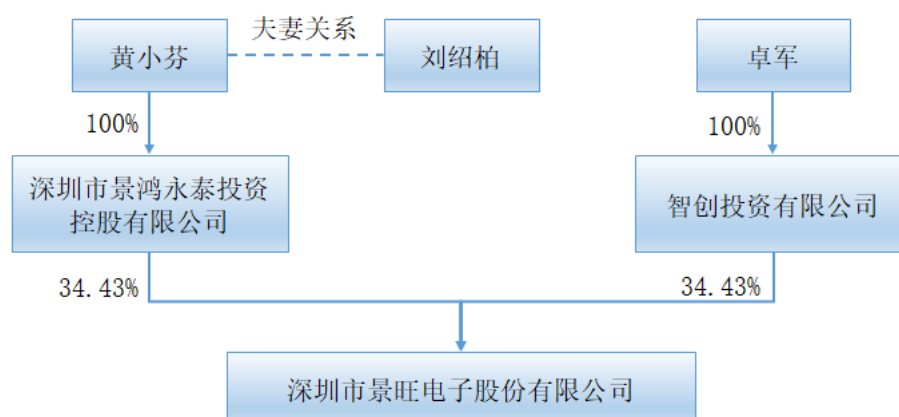


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	16.13	20.20	11.64	11.85
交易性金融资产	14.14	10.68	2.50	5.00
应收账款	24.82	23.72	21.46	16.42
流动资产合计	75.70	72.00	54.56	48.30
固定资产	31.56	30.75	26.62	23.03
非流动资产合计	53.99	49.06	33.64	28.40
资产总计	129.69	121.06	88.20	76.70
短期借款	0.30	0.45	0.91	0.00
应付票据	11.61	8.24	6.99	5.40
应付账款	23.21	20.37	17.24	13.73
一年内到期的非流动负债	0.17	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	41.88	36.19	30.30	24.24
长期借款	0.10	0.10	0.00	0.00
应付债券	14.87	14.72	0.00	7.27
非流动负债合计	17.58	17.29	1.61	8.39
负债合计	59.46	53.49	31.91	32.63
总债务	27.04	23.50	7.90	12.66
归属于母公司的所有者权益	68.18	65.49	54.25	41.43
营业收入	20.71	70.64	63.32	49.86
净利润	2.52	9.25	7.77	7.95
经营活动产生的现金流量净额	4.85	15.27	8.74	8.04
投资活动产生的现金流量净额	-8.66	-23.53	-6.46	-13.88
筹资活动产生的现金流量净额	0.59	14.11	-2.33	7.74
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	26.16%	28.32%	27.45%	31.78%
EBITDA 利润率	-	21.40%	19.98%	22.83%
总资产回报率	-	10.12%	11.08%	14.86%
产权比率	84.67%	79.16%	56.70%	74.05%
资产负债率	45.85%	44.18%	36.18%	42.55%
净债务/EBITDA	-	-0.84	-0.87	-0.64
EBITDA 利息保障倍数	-	278.91	804.63	593.52
总债务/总资本	27.80%	25.81%	12.31%	22.32%
FFO/净债务	-	-99.26%	-99.68%	-122.02%
速动比率	1.55	1.75	1.52	1.71
现金短期债务比	3.21	4.36	2.58	3.91

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

```

graph TD
    A[股东大会] --> B[监事会]
    A --> C[董事会]
    A --> D[战略委员会]
    A --> E[薪酬与考核委员会]
    A --> F[提名委员会]
    A --> G[审计委员会]
    C --> H[董事会办公室]
    C --> I[信息披露委员会]
    C --> J[总裁]
    G --> K[审计部]
    J --> L[PCB事业群]
    J --> M[设备与自动化管理中心]
    J --> N[采购管理中心]
    J --> O[人力资源管理中心]
    J --> P[财务管理中心]
    J --> Q[行政管理中心]
    J --> R[流程与IT管理中心]
    J --> S[FPC事业群]
  
```

The organizational chart illustrates the corporate governance and management structure. At the top is the Shareholders' Meeting (股东大会), which oversees the Board of Directors (董事会) and several committees: the Strategic Committee (战略委员会), Compensation and考核 Committee (薪酬与考核委员会), Nominations Committee (提名委员会), and the Audit Committee (审计委员会). The Board of Directors also oversees the Supervisory Board (监事会), the Board Office (董事会办公室), the Information Disclosure Committee (信息披露委员会), and the President (总裁). The Audit Committee is linked to the Audit Department (审计部). The President manages eight entities: PCB Business Group (PCB事业群), Equipment and Automation Management Center (设备与自动化管理中心), Procurement Management Center (采购管理中心), Human Resources Management Center (人力资源管理中心), Finance Management Center (财务管理中心), Administration Management Center (行政管理中心), Process and IT Management Center (流程与IT管理中心), and FPC Business Group (FPC事业群).

资料来源：公司提供

附录四 2021 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
景旺电子科技（龙川）有限公司（龙川景旺）	3,700 万美元	100%	印制电路板的研发、生产与销售
龙川景旺金属基复合材料有限公司（龙川金属基）	500 万元	100%	金属基复合材料的生产与销售
江西景旺精密电路有限公司（江西景旺）	80,000 万元	100%	印制电路板的研发、生产与销售
景旺电子（香港）有限公司（香港景旺）	13 万美元	100%	印制电路板的销售
龙川宗德电子科技有限公司（龙川宗德）	3,000 万元	100%	印制电路板的钻孔加工、生产和销售
Kinwong Electronic Europe GmbH（欧洲景旺）	5 万欧元	100%	电路板贸易的开展以及德国及整个欧洲客户关系的维系
景旺电子科技（珠海）有限公司（珠海景旺）	150,000 万元	100%	印制电路板的研发、生产与销售
珠海市景旺投资管理有限公司（景旺投资）	3,000 万元	100%	投资管理、创业投资、投资咨询
珠海景旺柔性电路有限公司（珠海景旺柔性）	65,000 万元	51%	柔性线路板的生产、销售
Kinwong Electronic USA, Inc（美国景旺）	20 万美元	100%	线路板咨询服务
景旺電子日本株式会社（日本景旺）	800 万日元	100%	各种机械、电子设备、电子部件和工业产品的规划、研究、开发、制造、销售和进出口等

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×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%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 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。