



2020年深圳市聚飞光电股份有限公司 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
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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 梁楷



2020年深圳市聚飞光电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

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-21	2020-06-23

评级观点

- 中证鹏元对深圳市聚飞光电股份有限公司（以下简称“聚飞光电”或“公司”，证券代码：300303.SZ）及其2020年4月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）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：公司仍处于LED背光封装领域国内领先地位；LED背光封装产品客户较为优质且分散；杠杆水平适中，流动性指标表现较好。同时也关注到，公司未来新增产能或存在一定的消化风险，面临一定的资金支出压力和应收账款减值风险等风险因素。

债券概况

债券简称：聚飞转债

债券剩余规模：7.04 亿元

债券到期日期：2026-04-13

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，预计公司业务持续性较好，未来随着在建项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望扩大。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	49.67	49.56	41.26	32.52
归母所有者权益	25.50	24.94	22.06	19.23
总债务	15.90	15.76	10.91	4.56
营业收入	5.51	23.51	25.07	23.45
净利润	0.57	3.08	3.06	1.53
经营活动现金流净额	0.99	2.46	4.98	0.75
销售毛利率	25.32%	27.74%	27.92%	21.86%
EBITDA 利润率	-	21.16%	20.77%	14.94%
总资产回报率	-	8.31%	9.72%	5.66%
资产负债率	48.41%	49.46%	46.35%	40.27%
净债务/EBITDA	-	-1.50	-0.93	-0.42
EBITDA 利息保障倍数	-	16.09	146.82	1,015.41
总债务/总资本	38.28%	38.61%	33.01%	19.02%
FFO/净债务	-	-0.51	-0.82	-1.88
速动比率	1.99	1.94	1.44	1.51
现金短期债务比	2.51	2.51	1.50	1.46

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

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- **公司维持较高研发投入，处于国内 LED 背光封装领域领先地位。**公司 2020 年围绕现有 LED 封装业务和新技术、新业务开展研发工作，作为国内主要从事 LED 背光封装行业的上市公司之一，公司 LED 背光封装技术及规模处于国内领先地位。
- **公司 LED 背光封装产品客户较为优质且分散。**公司主要客户仍为海信电器、创维集团、深天马等国内多家知名厂商。2020 年公司前五大客户销售额占总营收的比重不高，客户群体较为分散。
- **公司杠杆水平适中，流动性指标表现较好。**得益于持续的利润积累和货款回收较及时，目前公司盈余现金较充裕，杠杆水平适中，各项杠杆指标及流动性指标表现较好。

关注

- **公司 LED 背光封装未来新增产能或存在一定的消化风险。**公司未来 LED 光电产品年产能将较 2020 年末背光 LED 年产能增长 1 倍以上，若未来市场竞争加剧、订单不及预期等，未来产能爬坡过程或面临一定的消化压力。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2020 年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，除本期债券募投项目外，其他项目建设资金主要来源公司自筹，存在一定的资金压力。
- **公司应收账款存在一定的减值风险。**截至 2020 年末，公司应收账款规模较大，应持续关注应收账款逾期带来的减值风险。

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4月发行6年期7.05亿元可转换公司债券，募集资金扣除相关发行费用后拟计划用于惠州LED产品扩产项目和惠州LED技术研发中心建设项目。根据公司公告的《2020年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2020年12月31日，本期债券募投项目已累计投入募集资金2,636.36万元，部分闲置募集资金用于购买银行理财产品，本期债券募集资金专项账户余额为1,858.75万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，股本因回购注销、可转债转股等影响，略有变化。截至2021年3月末，公司股本为127,769.65万股，控股股东和实际控制人仍为邢美正及李晓丹¹，合计持股22.42%，股权结构图见附录二。

根据公司于2021年5月20日发布的《2020年度股东大会决议公告》，因第四届董事会、监事会任期届满，对董事会、监事会进行换届选举，其中独立董事、非职工监事发生变动，主要变动内容为：新任两名独立董事柴广跃、张丽霞，张新华、钱可元不再担任独立董事职务；新任孙晶为非职工监事，曹石麟不再担任非职工监事。此外，根据公司于2021年5月20日发布的《第五届董事会第一次（临时）会议决议公告》，由邢美正任公司总经理职务，高四清不再担任公司总经理职务，改任公司副总经理。

跟踪期内公司仍主要从事LED产品的研发、生产与销售，主营业务为LED背光及照明封装，按用途可分为背光LED器件和照明LED器件。2020年公司合并报表范围未发生变化，截至2020年末，公司合并范围子公司共5家，见附录四。

四、运营环境

2020年国内LED照明应用市场规模整体增长乏力，海外出口逆势增长，行业竞争整体仍较为激烈

2020年国内LED照明应用市场规模整体增长乏力。2020年全国房地产商品房销售面积同比仅增长2.6%，增长缓慢，受此影响，室内照明如吸顶灯、吊灯等在国内市场下行压力较大，LED通用照明国内市场增长乏力。此外，近年来LED景观照明受地方政府财力紧缩的影响较大，城市景观亮化工程量大幅

¹ 李晓丹女士为邢美正先生母亲。

缩减，LED景观照明市场规模增速继续放缓。

LED照明海外市场逆势增长，植物照明、健康照明等高端照明需求较旺盛。2020年LED照明出口额为355.94亿美元，同比增长达17.9%，创2016年以来最大涨幅。自2020年3月起，海外疫情持续蔓延，防疫和宅经济相关产品的出口维持增长态势，对整体产生了较大提振作用。特别是科研、医疗用灯，紫外线灯等防疫相关照明产品和涉及宅经济概念的植物照明产品等均有大幅增长。但值得注意的是，LED光源出口均价延续了近年来的下行趋势，2020年价格同比下滑近10%，出现需求增长与价格下降的背离，行业整体竞争态势仍较为激烈，LED照明企业利润空间进一步压缩。

LED背光主要传统应用领域需求向好，同时Mini LED背光有望成为新的增长点

LED背光主要应用于LCD面板（包括TV、智能手机、PC等领域），海外疫情持续蔓延，居家生活和办公增强了电子消费品的需求。2020年上半年疫情压制大部分电子消费品的需求，但在宅经济以及海外积极财政政策的驱动，海外市场需求在下半年迎来报复性反弹，其中2020年下半年TV LCD面板出货量环比增长达10.3%，2020年智能手机LCD面板出货量同比增长6.2%。此外根据IDC数据，2020年全球PC市场出货量为3.03亿台，同比增长达13.1%，需求旺盛。LED背光下游需求量的增长主要来自于LCD面板产量（块）的提升和单位产品灯珠使用的增加，LCD面板需求的大幅提升，将提振LED背光应用市场。

近年各大企业积极布局Mini LED背光领域。Mini LED背光可增强LCD显示的亮度和HDR，显示效果接近OLED，而OLED较易老化和烧屏，相比之下Mini LED背光产品寿命更长、能耗和生产成本更低。近年显示产业链企业积极布局Mini LED技术（详见表1），带动相关产品商业化加速推进。从下游应用终端来看，三星、LG、小米、TCL、创维五大电视品牌厂纷纷推出搭载Mini LED背光电视，目前全球发布的Mini LED背光电视已超过20款，预计2021年起Mini LED电视将率先在高端机型实现渗透。此外，苹果公司在2021年一季度推出首款 Mini LED iPad Pro，并将在第二季度量产 Mini LED MacBook Pro 机型。

表1 国内显示产业链各公司 Mini LED 布局情况

环节	公司简称	Mini LED 领域布局情况
LED 芯片	华灿光电	在国内较早推出 RGB Mini LED 芯片，已较大批量出货，背光 Mini LED 产品已经较早完成产品开发，并与主要客户一同合作开发背光系统解决方案；并购了具蓝宝石晶体生长关键技术的蓝晶科技。将推出 Mini LED 高端背光芯片
	三安光电	已与全球多家下游知名客户开展 Mini LED 导入 TV、显示器等领域的合作，一些客户的出货量正在逐月递增，预计其他客户也将会快速导入使用
LED 封装	瑞丰光电	与国内外知名电子企业紧密合作开发了各类 Mini 背光和显示产品方案，建成了国内第一条 MiniLED 自动化生产线
	聚飞光电	公司车用 Mini LED 产品，已与多个主机厂商建立了商务合作。新产品开发有序，其中工控、车载、笔记本电脑等应用产品已陆续送样测试；适用于 Mini LED 量子膜的产品也有序推进



面板	国星光电	2018 年即有品牌厂商采用其 Mini 背光方案，POB 方案已实现大批量出货，2020 年公司推出数款 Mini LED 产品；布局高端显示器、电竞产品
	京东方	与 Rohinni 合作获得了全球领先的巨量转印相关技术和工艺。COB 产品已经量产销售，COG 产品已经完成 65 寸、75 寸等产品的技术开发和客户端论证，预计 2021 年玻璃基背光会量产出货，Mini LED 玻璃基直显产品也将在年内推向市场
	华星光电	2019 年全球首发的 Mini LED 星曜屏产品，首创玻璃基板集成 LED 方案，较现有的 PCB 集成解决方案具有更好的性能优势

资料来源：Wind，中证鹏元整理

Mini LED市场规模迅速增长，或将成为LED产业链龙头企业主要增长点。据Arizon预测，Mini LED市场规模将由2020年的0.61亿美元增至2024年的23.22亿美元，年复合增长率达107%。产业链方面，目前LED芯片领域集中度较高，头部企业均有布局Mini LED芯片生产，其中具备量产的能力的企业有三安光电和华灿光电。而中端Mini LED封装技术直接决定了下游应用的方向，封装环节的价值量远超芯片端。LED封装行业目前竞争较为剧烈，但众多中小企业尚无Mini LED封装技术的积累，相关技术主要集中在LED背光封装龙头企业，未来随着Mini LED市场的增长，相关企业或将受益明显。

五、经营与竞争

公司主要从事LED封装业务，包括背光LED封装、照明LED封装和其他LED封装。2020年公司营业收入略有下降，一方面系受疫情影响，LED封装收入下降；另一方面，公司不再从事通讯技术服务业务，无相关收入。当期背光LED业务收入有所下降，但仍是公司主要收入来源；照明LED业务受益于拓展高端照明中的植物照明和健康照明产品，收入略有增长；LED车显等其他LED产品收入增长较快，同比增长51.31%；此外，公司继续拓展高端封装及组件等业务，成为公司新的业务增长点。2020年公司销售毛利率与上年持平，但背光 LED和照明 LED业务受产品价格下降影响，毛利率有所下降；其他LED业务受产品结构变化，毛利率有所提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
背光 LED	178,948.65	28.34%	191,865.90	31.59%
照明 LED	23,949.07	11.45%	23,367.96	15.87%
通讯技术服务业务	-	-	14,406.44	9.47%
其他 LED	16,285.24	46.04%	10,762.57	29.41%
其他	15,928.84	26.88%	10,282.78	9.04%
合计	235,111.80	27.74%	250,685.65	27.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司维持较高研发投入，处于国内LED背光封装领域领先地位，且产品综合良率维持在较高水平

公司重视对产品研发的投入和自身研发综合实力的提高，2020年继续在研发方面投入较多资金，研



发支出为11,443.15万元，占营业收入的4.87%，处于同行业中上游的水平。

公司2020年重点研发项目围绕现有LED封装业务和新技术、新业务开展。在现有LED封装业务方面，有“超亮高色域背光LED器件”、“超广视角高光效LED器件”、“中功率彩光器件”、“高品质健康照明器件”等多个项目，进一步提升现有产品的竞争力。而在新技术领域，有“Mini背光模组制造技术”等项目，紧跟行业最新显示技术，保持公司在背光封装领域的领先地位。新业务领域，有“智能、穿戴侦测传感器件”、“超薄生命健康感测Sensor器件”、“VCSEL TOF红外激光陶瓷封装器件”等项目，产品已获关键客户确认并顺畅供应，为公司新业务的开展奠定了基础。

受益于公司研发持续投入带来的技术提升，公司主要产品良率保持在较高水平，其中2020年背光LED封装产品综合良率达99.0%，照明LED封装产品综合良率达98.90%，有助于公司发挥产能规模效应。

2020年公司整体产能规模进一步提升，但在建项目面临一定的产能消化压力和资金支出压力

公司目前主要有深圳、芜湖和惠州三大生产基地，其中芜湖生产基地主要为缓解华东、华南片区及海外市场的产品交付压力而扩大再生产，产品主要有背光灯条和照明灯条，惠州生产基地正在为满足当前客户的日常需求而扩建。

2020年公司背光LED产能同比增长1.64%，在LED背光封装领域产能优势较为稳固，当期产能利用率为80.27%，较上期下降1.80个百分点，主要系2020年一季度受疫情影响，当季出货量下降，一季度后产量逐渐恢复。2020年公司照明产品产能为6,879KK，产能利用率78.13%，受公司重点发力高端照明中的植物照明和健康照明产品，当期产能利用情况有所提升。

表3 公司背光 LED 封装产品产能利用情况（单位：KK）

项目	2020 年	2019 年
产能	16,150	15,890
产量	12,964	13,041
产能利用率	80.27%	82.07%

资料来源：公司 2020 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司重大在建项目有5处，其中惠州工业园建设项目和芜湖工业园项目已部分建成，新增产能处于逐步爬坡阶段，预计未来仍有一定规模产能释放。惠州 LED 产品扩产项目系本期债券募投项目，该项目投产后，公司LED光电产品（包括背光、显示及车用LED）年产能将较2020年末背光LED年产能增长1倍以上，预计项目将于2023年4月投产，届时新增产能爬坡过程中或面临一定的消化压力；同时项目投产后的效益受市场竞争、产品结构、产能利用率等因素影响能否达到预期亦存在一定的不确定性。此外，截至2020年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，除本期债券募投项目外，其他项目建设资金主要来源于公司自筹，存在一定的资金压力。

表4 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	年产能
------	-------	-----	-----



惠州工业园建设项目	60,663.98	21,086.80	
芜湖工业园建设项目	41,000.00	15,485.70	500KK
平湖金融基地项目	20,000.00	2,812.00	
惠州 LED 产品扩产项目*	53,669.57	2,419.96	光电器件 LED 产品 26,841KK 和背光灯条 50.70 百万片
惠州 LED 技术研发中心建设项目*	15,779.06	216.40	-
合计	191,112.61	42,020.86	-

资料来源：公司 2020 年年度报告及公司提供

公司LED背光封装产品客户较为优质且分散，内销收入占比进一步提升

公司LED产品仍主要以直销为主，2020年直销产品占91.09%。受疫情影响，公司收入小幅下降，其中2020年一季度受影响较大，二季度开始公司收入恢复增长。从销售结构上看，2020年LED背光产品领域市场竞争加强，公司LED背光产品平均单价有所下降，当期销售收入同比出现下降，且毛利率水平亦有所下降。

2020年LED照明市场同质化依然严重，但公司重点发力高端照明中的植物照明和健康照明产品，LED照明产品销售收入同比微增。公司依然有较多规模的中低端产品，LED照明产品平均单价仍出现下降，当期毛利率下降4.42个百分点至11.45%，产品盈利能力较弱。

公司生产的LED 产品已成功进入创维集团、海信电器、TCL、京东方、深天马、友达光电、群创光电、华为、小米、OPPO、vivo、欧普照明、VESTEL 等一线厂商及终端客户供应链体系，与主要客户的合作较为稳固。2020年受疫情蔓延及全球政治经济环境变化的影响，公司调整经营策略，全力开拓国内外重点客户，目前已突破了背光领域的国际大客户，产品获得客户的认可。2020年公司前五大客户销售金额占总营收的24.91%，整体上看，客户群体较为分散。

2020年受海外疫情持续蔓延影响，公司外销收入占比进一步下降，内销占比升至82.68%。内销收入方面，公司芜湖生产基地产能进一步释放，华东区域销售占比稳步提升；华南区域销售占比虽有所下降，但收入占比仍达49.37%，为公司主要销售区域。

表5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
内销	194,399.34	82.68%	196,913.55	78.55%
华南	116,057.53	49.37%	129,093.24	51.50%
华东	58,103.33	24.71%	54,348.33	21.68%
其他	20,238.48	8.60%	13,471.99	5.37%
外销	40,712.46	17.32%	53,772.09	21.45%
合计	235,111.80	100.00%	250,685.65	100.00%

资料来源：公司 2019 年、2020 年年度报告，中证鹏元整理

公司采购原材料结构较为稳定，与供应商关系稳定但集中度仍较高，整体营运效率表现较好

跟踪期内公司原材料采购模式未发生变化，仍是以直接采购为主、代理商采购为辅，对不同供应商采取不同的结算政策。公司采购的主要原材料仍为芯片、支架和PCB板等，原材料采购结构较为稳定，2020年直接材料成本占营业成本的比重为79.48%，与上年基本持平。

公司2020年前五大供应商采购占比为46.89%，较上年度有所下降。而向前五大供应商采购以芯片、PCB板等材料为主。其中第一大供应商主要向公司供应芯片，其2020年采购金额占比为28.17%，主要系LED芯片行业供应较为集中所致。整体上看，较高的供应商集中度一方面能为公司进行稳定的原材料供应，但另一方面较大的供应商出现突发变动将可能影响公司的稳定经营。

2020年由于客户提升票据结算量，票据期限较长，导致当期货款回收周期有所延长，应收款项周转天数上升。同时由于公司处于LED背光封装领先地位，对上游供应商议价能力逐年增强，当期应付款项周转天数延长较多。此外，公司采取“以销定产”的生产模式，存货规模相对较小，存货周转效率仍较高。综合来看，虽然公司下游的结算周期延长较多，净营业周期进一步缩短，且维持在较低水平，整体营运效率仍表现较好。

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	232	195
存货周转天数	48	40
应付款项周转天数	304	245
净营业周期	-23	-10

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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亚太（集团）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2018-2019年审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020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。2020年合并报表范围无变化。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产总额快速增长，流动性有所提升，但仍需持续关注应收账款减值风险

2020年末公司总资产增幅较大，主要系本期债券发行导致负债规模增加所致。资产仍主要由现金类

资产、应收账款及固定资产等构成。

2020年末公司货币资金和交易性金融资产同比大幅增加主要系当期收到本期债券募集资金所致，交易性金融资产系购买的银行理财产品，期末受限货币资金金额为3.47亿元，为开具银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款。

2020年末公司应收票据及应收账款占比有所下降，但整体规模仍较大。期末账龄主要集中在1年以内，应收对象较分散，前五大应收账款合计占比23.41%；公司已按照账龄法计提坏账准备4,871.97万元，此外，期末预计无法收回的应收账款余额为3,321.79万元，应持续关注应收账款逾期未回收带来的减值风险。

公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，当期变动较小。

表7 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	9.51	19.15%	9.08	18.32%	2.75	6.67%
交易性金融资产	7.80	15.69%	8.43	17.02%	7.85	19.03%
应收票据	6.57	13.24%	6.26	12.63%	5.76	13.95%
应收账款	8.38	16.87%	9.25	18.66%	9.08	22.00%
流动资产合计	35.94	72.37%	36.06	72.76%	28.20	68.34%
固定资产	9.61	19.34%	9.67	19.52%	9.97	24.17%
非流动资产合计	13.72	27.63%	13.50	27.24%	13.06	31.66%
资产总计	49.67	100.00%	49.56	100.00%	41.26	100.00%

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

盈利能力

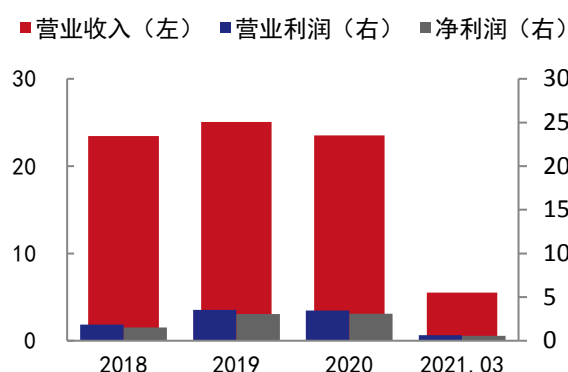
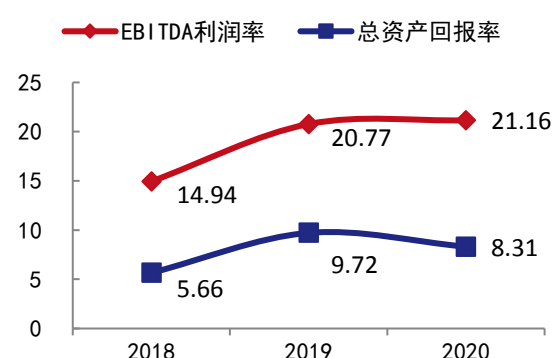
2020年公司收入小幅下滑，盈利能力有所波动，随着产能提升，未来公司营业收入有望增长

2020年公司营业收入略有下降，一方面系受疫情影响，LED封装收入下降，另一方面，公司不再从事通讯技术服务业务，无相关收入。

受益于公司期间费用管控水平的提升，2020年公司营业利润与净利润规模与上年基本持平，减弱了营业收入下降带来的影响。受此影响，公司EBITDA利润率较上年有所提升。但由于公司总资产规模增速快于利润增速，导致总资产回报率出现下降。

2021年一季度，公司营业收入同比增长25.26%，一方面疫情影响上年同期收入基数偏低，另一方面下游需求增加，公司产能利用情况较好所致。同时由于原材料涨价影响，使得当期利润增幅大幅低于收入增长。

随着公司芜湖生产基地在建产能的逐步释放，公司LED背光产品和LED封装产品产能规模持续增加。此外，公司不断加大新产品、新技术的研发投入，充分发挥现有资源优势，继续丰富LED关联产品，如Mini/Micro LED、不可见光等新业务，实现横向拓展。同时积极发展新业务，拓展高端封装及组件等，为公司培育新的业务增长点。若未来传统LED产品订单充足，且新产品、新业务开拓顺利，公司营业收入有望增长。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）


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

公司整体现金生成能力较好，但在建项目投资规模较大，仍存在一定的资金支出压力

2020 年公司收入回款较及时，但当期成本支出现金大幅增加使得公司 2020 年经营活动净现金流入规模同比减少。投资方面，公司近年扩产积极，资本开支持续较高，投资活动现金流呈现为持续大额净流出，2020 年投资活动净现金流出与经营活动净流入存在较大的资金缺口。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。

受益公司利润持续积累和回款较及时，2020 年 EBITDA 和 FFO 虽小幅下降，但整体表现仍较好。截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需大量投资，除本期债券募投项目外，其他项目建设主要依靠公司账面资金和后续日常经营性现金积累，资金缺口较大，后续存在一定的资金压力。

图3 公司现金流结构

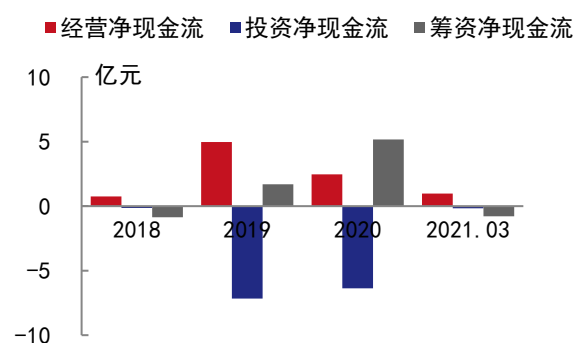
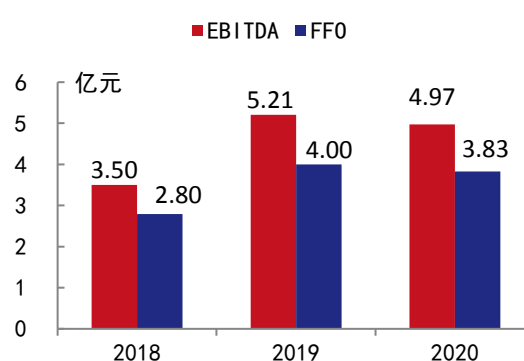


图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况



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

公司杆水平适中，刚性债务偿还压力不大

2020年公司成功发行本期债券使得总债务增加，期末总负债增长28.19%。2020年末所有者权益同比小幅增加，主要表现为未分配利润增加及本期债券中计入的其他权益工具。但由于2020年末总负债规模增长快，其增幅显著大于权益，导致期末产权比率快速上升。

图5 公司资本结构

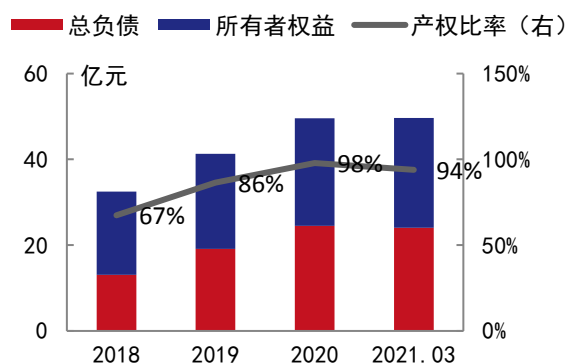
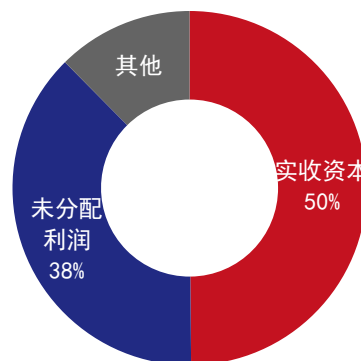


图6 2021年3月末公司所有者权益构成



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

公司银行借款均为短期，且规模呈下降趋势。应付票据主要为银行承兑汇票，同时公司扩大材料及工程设备采购规模，2020年末应付账款同比增长17.48%。应付债券系本期债券，其中金融负债成分计入应付债券6.28亿元，权益工具成分以公允价值0.90亿元计入其他权益工具。

表8 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

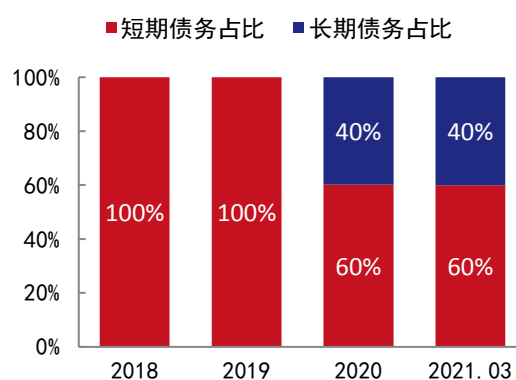
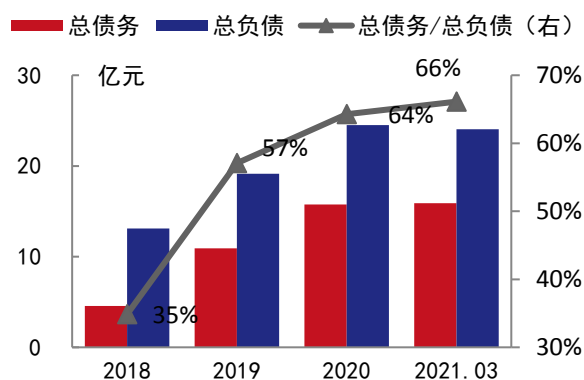
短期借款	0.80	3.33%	1.58	6.43%	2.23	11.66%
应付票据	8.72	36.27%	7.90	32.21%	8.68	45.40%
应付账款	6.00	24.94%	6.52	26.61%	5.55	29.04%
流动负债合计	16.75	69.69%	17.29	70.54%	18.18	95.05%
应付债券	6.38	26.52%	6.28	25.64%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7.29	30.31%	7.22	29.46%	0.95	4.95%
负债合计	24.04	100.00%	24.51	100.00%	19.12	100.00%

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

公司总债务包括银行借款、应付票据及应付债券。2020年以来总债务大幅增加，主要系可转债发行所致。公司短期债务主要为经营性负债，2020年末长期债务占比提升，整体刚性债务偿还压力不大。

图 7 公司债务占负债比重

图 8 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适中，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中等水平。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，公司盈余现金较充裕，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9 公司杠杆状况指标

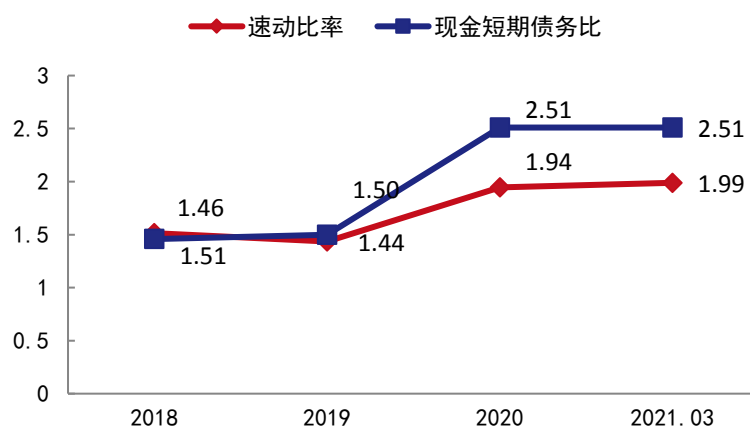
指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	48.41%	49.46%	46.35%
净债务/EBITDA	-	-1.50	-0.93
EBITDA 利息保障倍数	-	16.09	146.82
总债务/总资本	38.28%	38.61%	33.01%
FFO/净债务	-	-0.51	-0.82

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

公司流动性比率表现较好，且期末长期债务提升，现金短期债务有所上升。公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。同时公司负债率不高，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9 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1月1日至报告查询日（2021年5月20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；公司本部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-。



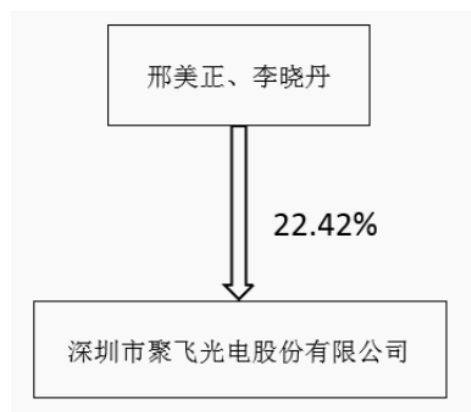
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	9.51	9.08	2.75	2.85
交易性金融资产	7.80	8.43	7.85	0.00
应收票据	6.57	6.26	5.76	3.80
应收账款	8.38	9.25	9.08	8.48
流动资产合计	35.94	36.06	28.20	20.52
固定资产	9.61	9.67	9.97	8.46
非流动资产合计	13.72	13.50	13.06	12.00
资产总计	49.67	49.56	41.26	32.52
短期借款	0.80	1.58	2.23	0.00
应付票据	8.72	7.90	8.68	4.56
应付账款	6.00	6.52	5.55	5.81
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	16.75	17.29	18.18	12.29
应付债券	6.38	6.28	0.00	0.00
非流动负债合计	7.29	7.22	0.95	0.81
负债合计	24.04	24.51	19.12	13.09
总债务	15.90	15.76	10.91	4.56
归属于母公司的所有者权益	25.50	24.94	22.06	19.23
营业收入	5.51	23.51	25.07	23.45
净利润	0.57	3.08	3.06	1.53
经营活动产生的现金流量净额	0.99	2.46	4.98	0.75
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-6.37	-7.16	-0.13
筹资活动产生的现金流量净额	-0.78	5.17	1.71	-0.85
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	25.32%	27.74%	27.92%	21.86%
EBITDA 利润率	-	21.16%	20.77%	14.94%
总资产回报率	-	8.31%	9.72%	5.66%
产权比率	93.82%	97.86%	86.38%	67.41%
资产负债率	48.41%	49.46%	46.35%	40.27%
净债务/EBITDA	-	-1.50	-0.93	-0.42
EBITDA 利息保障倍数	-	16.09	146.82	1,015.41
总债务/总资本	38.28%	38.61%	33.01%	19.02%
FFO/净债务	-	-0.51	-0.82	-1.88
速动比率	1.99	1.94	1.44	1.51
现金短期债务比	2.51	2.51	1.50	1.46

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，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



附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市聚茂实业有限公司	5,780.00	100.00%	电子产品及租赁业
深圳市聚飞光学材料有限公司	2,600.00	58.67%	光学材料
惠州市聚飞光电有限公司	8,000.00	100.00%	电子产品
芜湖聚飞光电科技有限公司	20,000.00	100.00%	电子产品
聚飞（香港）发展有限公司	6,138.64	100.00%	国际贸易、通讯技术服务

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 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	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
应收账款周转天数	360 / { 营业收入 / [(期初应收票据账面价值+期初应收账款账面价值+期末应收票据账面价值+期末应收账款账面价值) / 2] }
存货周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初存货账面价值+期末存货账面价值) / 2] }
应付账款周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初应付票据账面价值+期初应付账款账面价值+期末应付票据账面价值+期末应付账款账面价值) / 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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资产、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录五 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。