

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【2022】第 Z【974】号

深圳市景旺电子股份有限公司：

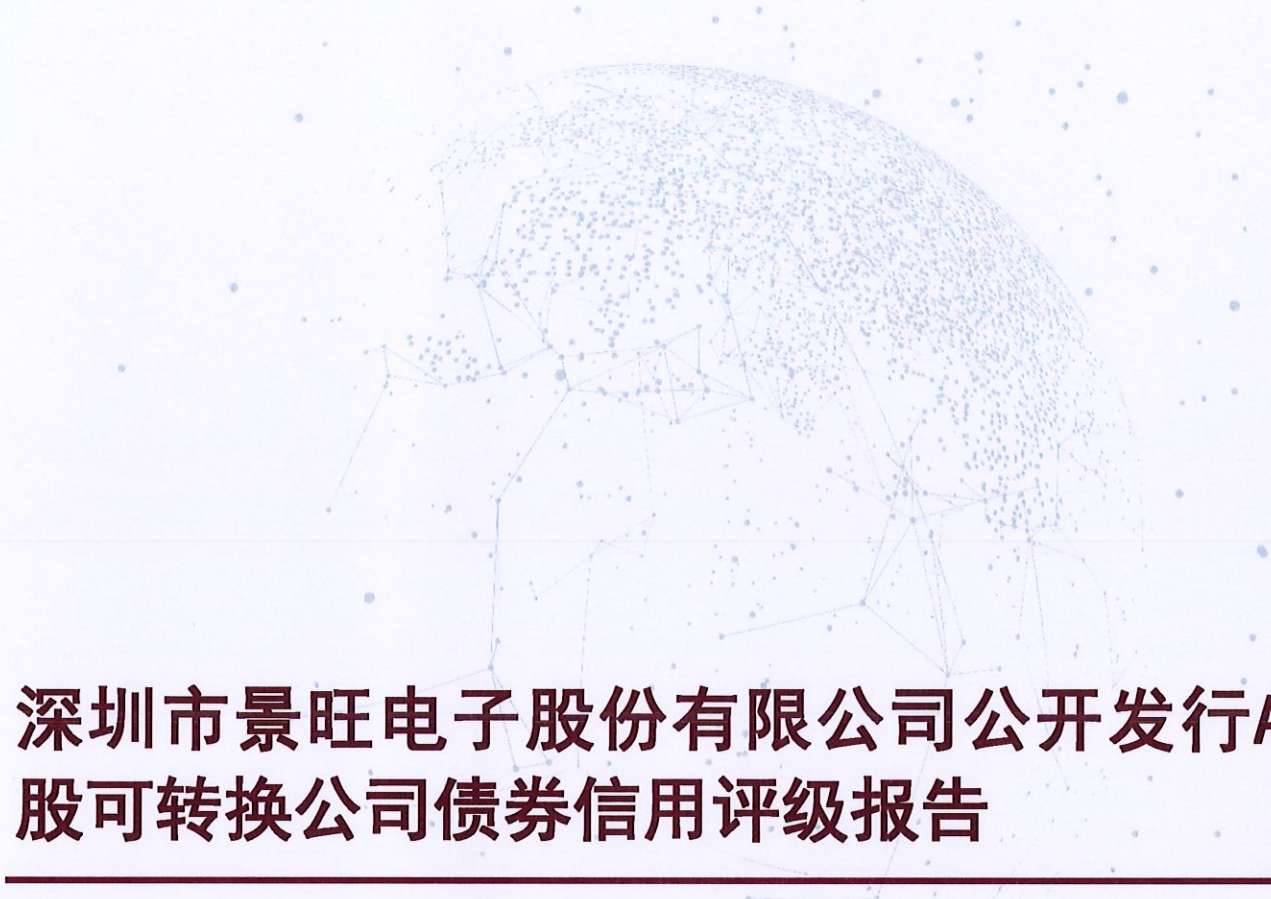
中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的深圳市景旺电子股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

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

二零二二年八月十九日





深圳市景旺电子股份有限公司公开发行A 股可转换公司债券信用评级报告

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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



陈赞

深圳市景旺电子股份有限公司

公开发行A股可转换公司债券信用评级报告

评级结果

个体信用状况	aa
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2022-08-31

评级观点

- 中证鹏元评定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）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，评定公司本次拟公开发行总额不超过 11.60 亿元 A 股可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司在国内 PCB 行业中产品竞争力较强、市场份额领先，主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散，收入保持较快增长，经营现金生成能力较强。同时中证鹏元也关注到，PCB 行业竞争加剧，叠加上游原材料价格波动，公司毛利率波动较大，本期债券募投项目面临一定的产能消化压力，外销业务存在一定的汇率波动风险等。

债券概况

发行规模：不超过 11.60 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的本期债券本金并支付最后一年利息；附债券赎回及回售条款

发行目的：项目建设

未来展望

- 公司客户优质且较分散，预计业务持续性较好，未来营业收入有望进一步扩大。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	2022.6	2021	2020	2019
总资产	147.84	143.42	121.06	88.20
归母所有者权益	74.98	72.78	65.49	54.25
总债务	32.52	29.43	23.50	7.90
营业收入	51.27	95.32	70.64	63.32
净利润	4.75	9.31	9.25	7.77
经营活动现金流净额	4.46	11.40	15.27	8.74
销售毛利率	20.82%	23.39%	28.32%	27.45%
EBITDA 利润率	--	17.75%	21.40%	19.98%
总资产回报率	--	7.99%	10.15%	11.08%
资产负债率	47.85%	47.84%	44.18%	36.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86	-1.11
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47	804.63
总债务/总资本	29.67%	28.23%	25.81%	12.31%
FFO/净债务	--	207.33%	-101.61%	-79.23%
速动比率	1.08	1.13	1.75	1.52
现金短期债务比	1.29	1.75	4.40	2.98

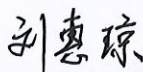
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

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

- 公司技术实力持续提升，产品竞争力较强。近年来公司加大研发投入，产品升级较快，产品制程能力及产线智能化程度持续提升。此外，公司注重精细化管理，持续对各个生产工序进行优化，产品质量控制较好，稳定性较高，连续多年获得客户颁发的产品质量奖项。
- 公司收入保持较快增长，在 PCB 行业内排名靠前。随着产能持续释放及订单增加，近年公司营业收入持续增长，增速高于行业平均水平。根据中国印制电路行业协会统计，公司位居第二十一届（2021）中国印制电路行业排行榜综合 PCB 企业第 7 名、内资 PCB 企业第 3 名。
- 公司主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散。公司主要产品为刚性板，定位下游汽车电子、消费电子、通信等各应用领域，公司近年持续与华为、海拉、博世、富士康等知名企业保持良好的合作关系。近年来各自应用领域的销售额占比较为分散，单一客户占比亦较低。
- 公司经营现金生成能力较强。得益于销售规模持续扩大以及回款较及时，近年公司经营所得现金（FFO）持续增长，经营活动产生的现金净流入规模较大，截至 2022 年 6 月末流动性指标表现较好。

关注

- PCB 行业竞争加剧，公司毛利率下滑。2021 年以来受原材料涨价但价格传导滞后、以及新工厂投产带来高额折旧等，公司主营业务毛利率下滑至较低水平。考虑行业竞争加剧、下游需求波动等，未来公司毛利率回升面临压力。
- 本期债券募投项目存在产能消化压力以及投资收益不及预期风险。公司位于珠海的扩产项目正处于产能爬坡阶段，2022 年上半年受需求波动及产能增加等影响，整体产能利用率有所下滑。本期债券募投项目定位高阶 HDI，目前已投产产线的整体良率及产能利用率改善空间较大，未来该项目的盈利状况受市场竞争、订单结构、产品良率、产能爬坡进度等因素影响，可能面临收益不及预期的风险。
- 公司外销业务存在一定的汇率波动风险。因海外业务毛利率相对国内表现更好，公司近年积极拓展海外业务，2021 年公司外销收入占比提升至 45%，海外销售主要面向亚洲和欧洲，以美元结算为主，近两年因汇率波动产生的汇兑损失规模较大，未来外销业务仍可能继续面临一定的汇率波动风险。

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	167.92	143.42	134.61	86.94	59.89	32.43
营业收入	139.43	95.32	74.32	59.96	37.59	18.54
净利润	14.81	9.31	6.70	6.12	2.00	1.07
销售毛利率	23.71%	23.39%	20.37%	25.96%	15.44%	21.54%
EBITDA 利润率	18.35%	17.75%	17.14%	21.21%	12.58%	14.07%
总资产回报率	11.01%	7.99%	7.14%	9.32%	5.66%	4.80%
资产负债率	49.26%	47.84%	53.42%	45.41%	48.61%	46.33%

注：以上各指标均为 2021 年数据，其中深南电路、胜宏科技的财务指标直接来源 wind，其他主体的财务指标来源中证鹏元整理。
 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_2022v1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	9/最小
	行业&运营风险状况	4/中等		杠杆状况	8/极其小
	行业风险	3		净债务/EBITDA	9
	经营状况	4/中等		EBITDA 利息保障倍数	9
	经营规模	5		总债务/总资本	9
	产品、服务和技术	4		FFO/净债务	9
	品牌形象和市场份额	4		杠杆状况调整分	-1
	经营效率	4		盈利状况	非常强
	业务多样性	2		盈利趋势与波动性	中等
					盈利水平
			流动性状况	6	
			流动性比率	5	
			获取流动性资源的能力	较强	
业务状况评估结果		4/中等	财务状况评估结果		9/最小
指示性信用评分					aa
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2022-06-29	蒋晗、刘惠琼	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-04-23	刘志强、董斌	公司债券评级方法 (py_ff 2017V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司成立于1993年3月，前身为中外合资企业“深圳景旺电子有限公司”，由深圳市南山区工业发展公司（持股74%）与京裕发展有限公司（持股26%）共同出资设立，初始注册资本为港币500.00万元。后历经多次股权转让及增资，股东变更为深圳市景鸿永泰投资控股有限公司（以下简称“景鸿永泰”）、智创投资有限公司（以下简称“智创投资”）等5位股东。2013年6月，公司完成股份制改革并更名为现名。2016年12月，公司首次公开发行A股募集资金净额10.52亿元，股票简称“景旺电子”，股票代码“603228.SH”。2018年7月，公司首次发行可转换公司债券“景旺转债”，发行规模9.78亿元，该债券大部分于2019年上半年完成转股、少量未转股部分已由公司赎回。2020年8月，公司再次发行可转换公司债券“景20转债”，发行规模17.80亿元，该债券于2021年3月进入转股期，截至2022年6月末99.99%尚未转股，自2022年7月21日起转股价格调整为27.10元/股。

公司原控股股东为景鸿永泰、智创投资和东莞市恒鑫创业投资有限公司（以下简称“东莞恒鑫”），实际控制人为刘绍柏、黄小芬、卓军、赖以明，其于2013年6月25日共同签署的《一致行动协议》于2020年1月6日到期，到期后东莞恒鑫、赖以明不再续签。2020年1月6日，公司控股股东景鸿永泰、智创投资及实际控制人刘绍柏、黄小芬、卓军重新签署《一致行动协议》，构成新的一致行动关系，近年上述一致行动关系未变化。截至2022年6月末，公司注册资本及实收资本均为8.48亿元，控股股东为景鸿永泰和智创投资，实际控制人为刘绍柏、黄小芬、卓军，前两大股东持股比例分别为34.66%和34.66%，期末无股权质押。

公司专业从事PCB的研发、生产和销售，产品种类包括多层刚性电路板（以下简称“RPCB”）、柔性电路板（以下简称“FPC”）和金属基电路板（以下简称“MPCB”）。截至2022年6月末，合并范围子公司共13家，重要子公司为景旺电子科技（龙川）有限公司（以下简称“龙川景旺”）、江西景旺精密电路有限公司（以下简称“江西景旺”）、景旺电子科技（珠海）有限公司（以下简称“珠海景旺”），系公司主要生产基地。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市景旺电子股份有限公司公开发行A股可转换公司债券；

发行规模：不超过116,000.00万元；

债券期限：自发行之日起6年；

付息方式：每年付息一次，计息起始日为本期债券发行首日；

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，且不得向上修正；

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；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值和股票面值；

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本期债券。另外，在转股期内，如果公司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本期债券；

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格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期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，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期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，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（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的余额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为11.60亿元，扣除发行费用后，拟投入以下建设项目。

表1 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	募集资金使用规模	占项目总投资比例
景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程-- 年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目	258,715.43	116,000.00	44.84%

资料来源：《深圳市景旺电子股份有限公司公开发行A股可转换公司债券预案的公告》

本期债券募投项目实施主体为公司全资子公司珠海景旺，募集资金将通过向珠海景旺增资或借款的方式投入，公司截至2022年6月27日董事会召开日之前已投入的130,367.08万元自有资金不使用本期债券

募集资金置换。项目建设地点位于珠海市高栏港经济区，规划建设期4.5年，项目已于2018年取得不动产权证书和环评批复，于2019年12月取得投资项目备案证并开始建设，已于2021年6月开始投产，计划于2024年第一季度全部建成，于2025年达产。项目建成后将形成60万平方米的HDI板（含mSAP技术）生产能力，产品主要应用于手机、消费电子、5G通信设备、汽车电子等领域。

根据公司于2022年6月27日发布的可行性研究报告，项目建成达产后，预计实现不含税年销售收入258,839.00万元，年税前利润总额47,607.07万元，项目投资回收期8.99年（税后）。但应注意到，项目投产后其盈利状况受市场竞争情况、客户结构、产品良率、产能爬坡进度等因素影响，可能面临投资收益不及预期的风险。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年以来国内疫情反弹等因素使得经济下行压力加大，稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，基建投资是稳增长的重要抓手

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累固定资产投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预

算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年上半年，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，国内疫情反弹、俄乌冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力进一步加大，上半年 GDP 同比增长 2.5%。生产端工业生产和服务业由底部逐渐实现企稳回升，需求端出口显现强大韧性，制造业投资和基建投资较快增长，房地产投资底部徘徊，消费市场承压。宏观政策方面，货币政策稳健宽松，流动性合理充裕，信贷结构持续优化；积极的财政政策靠前发力，实施大规模增值税留抵退税，加快专项债发行和使用进度。受疫情、退税减税降费、土地出让金大幅下滑等因素影响，财政收支平衡压力加大，上半年全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%；同期全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.9%。

下半年，我国坚持稳中求进工作总基调，稳增长政策保持连续性，货币政策仍稳健偏宽松，财政政策依旧积极，经济有望回升向好，保持在合理区间。结构上看，基建投资是经济增长的重要抓手，下半年继续提速；制造业投资和出口仍具韧性，消费和地产投资缓慢修复。同时仍需注意，全球经济增长放缓，地缘政治冲突持续；国内三重压力犹在，疫情影响还未消除，地产回暖压力大，消费复苏存在不确定性，经济运行仍然面临较大不确定性和不稳定性。

行业环境

2021年PCB行业景气度较高，2022年以来有所回落，其中消费电子领域市场低迷，通信领域产能消化压力较大，汽车电子领域短期受疫情扰动明显但长期该领域有望保持较快增长

2021年随着全球经济从疫情中逐步复苏，PCB行业整体出现较高景气度，以智能手机为代表的消费电子领域订单量快速增长，疫情带来的宅经济也促进了平板、笔记本等产品热销，同时汽车电子领域表现较好，仅5G通信领域需求增长不及预期。根据Prismark数据统计，2021年全球PCB产值同比增长约23.4%；中国大陆PCB产值占比54.2%，同比增长约24.6%。2022年以来PCB行业景气度整体出现回落，其中部分领域产能过剩及价格竞争加剧。

消费电子领域需求回落或加剧价格竞争。2021年因疫情经济带来手机、个人电脑、家电等消费电子领域的需求大幅增长，但2022年以来需求回落。根据工信部数据显示，2022年上半年我国手机产量同比下降2.7%，微型计算机设备产量同比下降5%。总体上终端消费市场低迷导致该领域PCB需求放缓，仅部分新兴板块保持增长，如2021年开启商用的Mini LED背光模组，随着苹果新发布的笔记本电脑、平板对该技术的推广以及电视厂商纷纷推出采用Mini LED技术的电视，带动Mini LED用的PCB需求增加。但考虑新兴领域带动的需求增量占消费电子领域总体市场比重有限，在5G应用生态未大规模商用之前，

预计消费电子领域的需求仍将继续承压，而前期行业扩产产能大多已陆续释放，未来1-2年消费电子领域行业竞争或进一步加剧，产品价格存在下滑可能。

国内5G建设平稳推进，叠加高多层板扩产项目集中释放，产能消化或存在较大压力。2021年7月工信部等十部门公布《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》，要求在2023年底要达到每万人拥有5G基站数量为18个，按全国人口14亿计算，相当于总5G基站数量将为252万左右。考虑到截至2021年底累计已建成并开通5G基站142.5万个，预计2022-2023年每年新建基站为60万站左右，相较过去两年基站建设数量基本持平。但近年行业扩产高多层板项目较多，2022年预计建成投产的产能超过200万平方米，2023年建成投产的产能超过300万平方米。按新增60万座5G基站对PCB约160万平方米的需求测算，新增产能远超过5G基站建设需求，虽然部分高多层板产能可转产服务器、IDC等相关领域，但考虑到短期内“东数西算”工程及云服务转型升级带来的增量需求相对有限。预计未来1-2年PCB行业通讯用高多层板的产能消化压力较大，相关PCB产品或面临更加激烈的市场竞争，价格出现下降；同时新建产线投产使折旧费用等成本增加，利润增长面临较大压力。

短期国内汽车供应链受疫情冲击明显，长期看汽车电子领域仍是PCB行业增长点。据中国汽车工业协会统计，2021年我国新能源汽车产销分别完成354.5万辆和352.1万辆，同比分别增长159.5%和157.5%。2022年上半年受疫情影响产销出现下滑。根据中国汽车工业协会发布数据显示，2022年1-6月国内汽车产销分别同比下降3.7%和6.6%。不过随着汽车产业走出4月低谷，6月以来再次呈现出明显增长态势。长期来看随着新能源汽车渗透率提升，新能源车用PCB市场仍有望持续扩容。据prismark预测，2020年至2025年，汽车电子行业复合增长率有望维持8.0%增速。在新能源汽车“电动化、网联化、智能化”促进下，新能源车用PCB市场有望持续扩容，带动包括多层硬板、HDI板、软板在内的汽车PCB需求保持较快增长。

2021年上游原材料大幅快速涨价造成PCB企业面临较大成本压力，2022年以来随着上游价格松动，材料成本压力有所缓解

受原材料大幅涨价且价格传导效率差异等影响，2021年PCB行业面临的成本压力较明显，毛利率普遍下滑。上游主要原材料价格自2020年下半年开启新一轮涨价周期以来，2021年全年铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格延续上涨趋势且处于高位运行，各大覆铜板厂商多次调升产品价格。由于PCB行业集中度低，对下游客户议价能力不强，叠加行业经历近年持续大规模扩产后市场竞争加剧，导致向下游客户转嫁材料成本的难度较大，企业毛利率普遍下滑。不过由于价格传导效率差异，各细分领域的PCB企业毛利率下滑幅度不一，2021年消费领域价格传导相对顺利，汽车、通信领域价格传导较为滞后。

2022年以来随着需求转弱叠加大宗商品价格回调，覆铜板价格有所松动。受下游需求回落影响，自2021年11月起覆铜板价格开始下调，叠加2022年二季度以来铜价高位回落，覆铜板价格继续处于降价周期，1-6月主要覆铜板厂商毛利率较2021年普遍有所下滑，PCB企业所面临的材料成本压力有所缓解。

考虑行业整体需求低迷，市场竞争或将进一步加剧，对PCB企业而言，相比材料成本压力，其所面临的需求转弱带来的订单拓展压力更大。

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》《证券法》《上市公司章程指引》《上海证券交易所股票上市规则》和其他有关规定，制订了公司章程，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，建立了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责的公司治理结构。股权结构方面，由刘绍柏、黄小芬夫妇和卓军作为一致行动人间接持有公司股权合计69.45%³，单一股东无法实施控制。

公司董事会、监事会及管理层主要成员保持稳定且任职时间较长，行业经验丰富。截至2022年8月23日，公司董事会成员共9名，包括6名非独立董事和3名独立董事，其中刘绍柏先生自1993年至今担任董事长；公司高级管理人员共5名，包括总裁、2名副总裁、财务总监、董事会秘书，其中总裁和1名副总裁为董事。组织架构上，公司根据经营管理需要，设立了PCB和FPC两大生产组织以及营销、采购、财务等多个职能部门。

近年来随着生产规模不断扩大，公司员工人数逐年增加，以生产和技术人员为主，同时受益于产线自动化升级，人均创收和人均创利保持增长。根据公司战略规划，未来将依托深圳、龙川、江西、珠海金湾、珠海富山五大生产基地发展PCB主业。

六、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，收入上以刚性板为主。2019-2021年受益于下游市场需求增加以及公司产能规模持续提升带来的销量增加，叠加产品结构优化带动的销售均价持续提升，公司主营业务收入持续较快增长，其中2021年大幅提升33.21%，但受原材料大幅涨价、公司新工厂投产导致折旧增加等因素影响，当期主营业务毛利率下降6.15个百分点。2022年1-6月主营业务收入继续保持增长，毛利率因库存周期等影响仍有所下降。分季度看，得益于公司成本端压力自三月起逐步释放，2022年二季度主营业务盈利有所好转，销售毛利率较一季度提升1.32个百分点。

此外，公司通过销售PCB生产过程中产生的铜箔边角料、贵金属废液等取得其他业务收入，这部分业务成本分摊在PCB生产过程中，在核算时基本无成本，毛利率高。

³ 刘绍柏和黄小芬夫妇通过直接持股持有公司 0.14% 的股份，合计持有公司 69.45% 的股份。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	490,905.87	17.41%	919,531.29	20.73%	690,307.38	26.88%	621,286.13	26.28%
其他业务	21,798.75	97.58%	33,710.95	95.95%	16,051.51	90.47%	11,926.16	88.68%
合计	512,704.62	20.82%	953,242.25	23.39%	706,358.89	28.32%	633,212.28	27.45%

资料来源：公司2020年报、2021年报及公司提供，中证鹏元整理

公司产品质量控制良好，研发投入力度较大，近年来技术实力持续提升，市场份额在PCB行业内排名靠前

公司在精细化管理、质量控制等方面的优势显著。公司通过集销售、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，并对各个生产工序和设备维护等制订多项工艺控制文件，同时导入各类先进检测设备，产品检测能力及产品质量稳定性获行业认可。公司与重点客户合作多年，业务关系稳定，多次获得华为、中兴、维沃（vivo）、海康威视、海拉、科世达等国内外知名客户授予的优秀供应商奖项。

近年来公司持续开展技术创新工作，每年保持较大规模的研发投入，产品升级较快，技术实力持续提升。2019-2021年公司投入研发费用分别为2.97亿元、3.56亿元和4.58亿元，占当期营业收入的比重分别为4.69%、5.03%和4.80%，整体上公司研发投入力度较大。截至2022年6月末，公司参与制定了《印制电路用金属基覆铜箔层压板》等四项行业标准，已取得“刚挠结合线路板的结合表面处理方法”等235项发明专利和182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，其中发明专利数较2020年增加62项。目前公司在5G传输线软板、无线耳机软板、OLED多层软板、新能源汽车动力电池软板、服务器高多层主板、5G基站高频高速混压板、汽车自动驾驶辅助系统ADCU板及毫米波雷达板、智能手机高阶HDI主板、HPC高速线缆光模块板、Mini LED等高端产品上实现了量产，同时在折叠屏手机软板、AR/VR任意阶HDI板、旗舰手机mSAP板、卫星通信高速板、400G光模块板、新能源汽车充配电及车用动力电池FPCA等技术上取得突破。

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。2021年公司销售额保持较大增幅，增速高于行业平均水平。根据中国印制电路行业协会数据，公司位居第二十一届（2021）中国印制电路行业排行榜综合PCB企业第7名、内资PCB企业第3名。

公司近年产能持续增长，规模较大，整体产能利用率较高；目前已投产的新工厂正处于产能爬坡阶段，部分产线良率及产能利用率偏低，未来随着产能持续释放，新增产能将面临一定的消化压力

公司共有深圳、江西、龙川、珠海金湾、珠海富山等5个生产基地，近两年主要在珠海和龙川进行扩产。其中珠海的HLC项目、HDI（含SLP）项目定位高端产品的制程能力提升，主要应用于5G通信设

备、服务器、汽车电子、智能终端等；龙川景旺FPC（二期）项目是公司布局多层软板、软硬结合板产能的智能化制造基地，主要应用于车载显示、TWS、触摸屏、OLED等。上述新工厂已于2021年逐步投产并于期末转为固定资产，配置的人员已基本到位，但因产能正在爬坡，单位产品分摊的固定成本较高。

表3 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
		FPC（含SMT）	2006年
江西	江西景旺	RPCB	2014年3月
		RPCB	2018年3月开始投产
龙川	龙川景旺	RPCB	2008年
		MPCB	2010年
		FPC（含SMT）	2013年
珠海富山	珠海景旺柔性	FPC（二期）	2021年3月开始投产
		FPC	2018年12月收购并表
珠海金湾	珠海景旺（一期）	高多层RPCB、高端HDI	2021年上半年开始投产

资料来源：公司提供

近年公司产能稳步提升，主要来源江西景旺（二期）刚性板产能爬坡完成以及珠海景旺（一期）和龙川景旺二期扩产；产品结构上以刚性板为主，整体利用情况良好。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，2019-2021年产能利用率均维持90%以上；2022年上半年受下游需求回落以及新工厂产能持续释放等影响，产能利用率有所下滑。柔性板主要应用于手机、车载动力电池，金属基板主要应用于汽车领域，二者受相关领域需求波动及公司扩产较快等影响，近年来产能利用率存在一定波动。未来受下游需求波动等影响，公司新增产能仍可能面临一定的消化压力。

表4 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	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
合计	产能	509.85	932.30	719.20	638.90
	产能利用率	88.67%	91.06%	90.58%	93.18%
刚性板	产能	379.06	691.11	523.62	450.11
	产能利用率	88.36%	92.44%	92.89%	94.00%
柔性板	产能	102.58	188.08	149.15	145.90
	产能利用率	92.01%	83.69%	86.92%	91.67%
金属基板	产能	28.21	53.11	46.43	42.88
	产能利用率	80.74%	99.24%	76.26%	89.69%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年6月末，公司主要扩产项目为位于珠海金湾的多层板项目和HDI项目。多层板项目建设资金主要来源公司2020年8月发行的“景20转债”的募集资金，该项目已于2021年3月开始投产，订单主

要来自通讯、服务器等领域，良率及产能利用率表现较好，整体产能爬坡较为顺利。

HDI项目定位高阶HDI，已有部分产线于2021年6月开始投产，该产品技术门槛较高，目前投产前期仍处于生产磨合阶段，产能正在爬坡，整体良率和产能利用率未达理想状态；未来该项目的盈利状况受市场竞争、订单结构、产品良率、产能爬坡进度等因素影响，可能面临投资收益不及预期的风险。此外，该项目总投资25.87亿元，考虑到公司已投入自有资金13.04亿元、叠加本期债券若顺利发行募集资金到位11.60亿元，项目资金差额部分预计为1.23亿元，整体上资金缺口较小。

表5 公司主要扩产项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资额	设计年产能	投产时间
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（简称“多层板项目”）	181,891.39	137,488.70	120万平方米多层RPCB	2021年3月
景旺电子科技(珠海)有限公司一期工程--年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目（简称“HDI项目”）	258,715.43	130,367.08	60万平方米HDI	2021年6月

注：1、高多层板项目已投资额系截至2022年6月末的金额，来源公司公告的《募集资金存放与使用情况鉴证报告-天职业字[2022]37025号》。2、HDI项目已投资额系截至2022年6月27日董事会召开日前公司使用自有资金投入的金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品应用领域广泛，客户优质且较分散，近年产品销量持续提升，收入保持较快增长，其中外销收入占比较高，面临一定的汇率风险

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，金属基板主要应用在汽车电子。以2021年为例，来自汽车电子领域的销售额占比接近30%，消费电子领域的销售额占比亦超过20%，来源通信设备及终端、工业控制及医疗、计算机及网络设备三个领域的销售额占比相对均衡。

公司拥有较多优质客户且集中度不高。2021年以来公司继续与华为、海拉、富士康、西门子、海康威视、科世达等国内外知名企业保持稳定的合作关系，且获得多个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仍较低，2021年公司前五大客户的销售额合计占年度销售总额的18.91%。

受益下游需求增加以及公司持续加大市场拓展力度等，近年公司订单持续增加，产品销量保持较快增长，其中2021年同比增幅达到29.06%，金属基板增幅最大。由于以销定产模式，公司整体产销率维持较高水平，但2022年上半年受需求波动等影响，整体产销率略有下降。

价格方面，因公司持续优化产品结构，单价更高的高多层刚性板订单占比提升，带动公司产品销售均价近年保持增长；但从细分产品看，由于行业竞争加剧，部分领域同类产品的销售单价呈下滑趋势。

表6 公司产品销量（单位：万平方米）

项目	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
刚性板	334.26	672.86	520.70	431.75

柔性板	90.80	165.18	135.27	137.70
金属基板	21.91	54.42	35.55	37.63
销量合计	446.97	892.46	691.52	607.08
整体产销率	98.86%	105.13%	106.15%	101.98%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域占比看，近年公司内外销收入均保持较快增长，其中外销业务受益海外市场需求增长收入增幅较快，外销收入占比持续提升，但由于外销业务以美元结算为主，公司面临因美元对人民币贬值产生的汇兑损失，其中2021年为5,711.31万元，基本与2020年持平，未来公司外销业务仍可能继续面临一定的汇率损失风险。从毛利率看，由于国内市场竞争激烈，内销业务毛利率长期显著低于外销业务，其中2021年受原材料大幅涨价等影响，内外销毛利率同比下滑均超过6个百分点，内销毛利率降至16.99%，2022年上半年由于库存周期等影响，毛利率仍继续下滑，已处于较低水平。

表7 公司主营业务内外销占比及毛利率

项目	2022年1-6月		2021年		2020年	
	占比	毛利率	占比	毛利率	占比	毛利率
内销	57.46%	13.15%	54.82%	16.99%	59.59%	23.54%
外销	42.54%	23.18%	45.18%	25.27%	40.41%	31.81%

资料来源：公司2020年报、2021年报及公司提供，中证鹏元整理

受原材料大幅涨价及扩产带来的高额折旧等影响，公司主营业务毛利率持续下滑，预计未来在材料成本高企、行业竞争加剧等影响下毛利率仍可能波动

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。2021年公司覆铜板、铜球、铜箔、半固化片四种材料采购价格涨幅明显，当期营业成本同比增长44.24%，高于收入增幅，当期主营业务毛利率由上年的26.88%下滑至20.73%。2022年一季度上游主要原材料涨价趋势有所放缓但仍维持高位，二季度开始价格铜价快速回落，但受库存周期影响，公司主要材料的采购均价仍较高；同时受产能持续释放带来的大量固定资产折旧增加等影响，当期公司毛利率较低。

考虑到上游原材料价格仍维持高位，且近年来行业持续大幅扩产，部分领域产能过剩导致价格竞争加剧，同时公司扩产新增固定资产带来大量折旧亦对毛利率影响较大，预计未来公司主营业务毛利率回升仍面临较大压力。

表8 公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
覆铜板	元/平方米	127.48	130.41	90.42	95.68
铜球	元/公斤	64.91	61.32	45.36	44.21
铜箔	元/公斤	91.12	91.82	65.09	63.73
半固化片	元/平方米	13.35	14.19	10.69	10.95
金盐	元/克	237.15	227.68	235.37	190.16

当期主营业务毛利率	17.41%	20.73%	26.88%	26.28%
-----------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

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2019-2021年审计报告及2022年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况：2019年和2021年分别新增2家子公司；2020年及2022年1-6月无变化。

资产结构与质量

公司资产总额持续增加，以固定资产及应收账款等为主，资产质量较好

受益公司持续扩产、经营性负债增加及利润积累等，近年公司总资产规模持续增长，主要表现为固定资产大幅上升同时应收款项增幅较大；截至2022年6月末，公司资产结构主要由货币资金、应收账款及固定资产及存货构成，期末受限资产主要为受限货币资金、应收票据质押等，合计10.88亿元。

近年公司货币资金余额存在较大波动，其中2020年末同比快速增加主要系当期发行“景20转债”募集大量资金，2021年以来随着扩产消耗大量募集资金，货币资金余额逐步减少至日常运营所需的资金规模，截至2022年6月末受限货币资金主要为开具银行承兑汇票保证金。

公司应收账款占比较大，主要系收入增长带动应收账款规模增加，2021年末公司应收账款账龄集中在1年以内，应收对象分散，前五大应收账款合计占比15.81%，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，期末坏账准备余额主要系按账龄分析法计提。

2021年以来由于新工厂投产、生产规模扩大、原材料涨价等导致材料库存增加，存货规模及占比提高，截至2022年6月末，存货中占比52%为库存商品和发出商品，其中库存商品存在一定跌价损失风险。

公司固定资产主要系房屋、厂房及机器设备，近年来账面价值持续增加，尤其是2021年末同比大幅增加主要系珠海景旺生产线已于当期正式投产转为固定资产所致。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年6月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.69	7.91%	11.22	7.82%	20.20	16.69%	11.64	13.20%
应收票据及应收账款	36.02	24.36%	34.35	23.95%	26.26	21.69%	21.46	24.33%
应收账款	33.76	22.83%	30.93	21.56%	23.72	19.59%	21.46	24.33%

存货	16.11	10.90%	14.44	10.07%	8.78	7.25%	8.46	9.60%
流动资产合计	71.79	48.56%	71.04	49.54%	72.00	59.48%	54.56	61.86%
固定资产	59.06	39.95%	55.12	38.43%	30.75	25.40%	26.62	30.18%
非流动资产合计	76.05	51.44%	72.37	50.46%	49.06	40.52%	33.64	38.14%
资产总计	147.84	100.00%	143.42	100.00%	121.06	100.00%	88.20	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

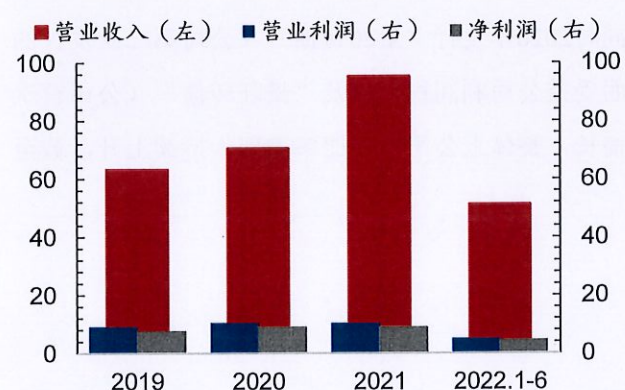
盈利能力

近年公司收入持续较快增长，但由于材料成本大幅上升对利润侵蚀较多等，利润增幅有限

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；当期盈利水平较高，净利润同比增长18.99%。2021年随着产能持续释放，叠加订单良好带动销量大幅增加，以及公司产品结构持续优化等，公司营业收入同比大幅增长34.95%。但由于原材料涨价导致营业成本同比大幅上升、增幅高于收入增长，叠加新工厂投产带来的折旧较高，当期公司净利润同比仅略微增长。2022年上半年公司收入继续保持较快增长，利润水平仅小幅增加。

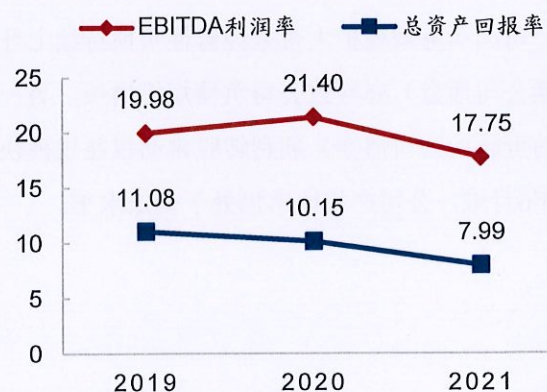
公司精细化管理能力较强，整体营运效率在行业内表现较好，2020年以来净营业周期在20天左右，处于行业内较短水平。但由于资产规模持续增加且增幅较大，EBITDA利润率、总资产回报率等多项核心盈利能力指标在2021年出现下滑。随着公司产能持续释放、PCB行业市场竞争加剧及下游需求波动等综合影响下，未来公司整体盈利能力可能面临波动。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金生成能力较强，但近年积极扩产消耗大量建设资金，融资需求较大

近年公司业务规模扩大且回款较及时，经营性现金流入规模持续上升，但同时材料涨价及人工成本

上升等导致经营性现金流出规模亦大幅增加，综合使得公司经营活动现金净流入规模有所波动，整体维持较大规模。从净额法看，2019-2021年随着业务规模扩大，EBITDA和FFO保持增长。

投资方面，由于江西景旺二期、珠海景旺及龙川景旺二期投产项目的持续大量投入，近年资本开支较大，投资活动亦表现为大幅净流出，2021年规模同比2020年有所收窄。除2020年因公司发行可转债使得筹资净现金流入规模较大外，其他年份公司筹资活动现金流均为净流出。公司在珠海扩产的HDI项目资金缺口较大，公司拟发行本期债券募集资金弥补该项目的投资资金需求。

图3 公司现金流结构

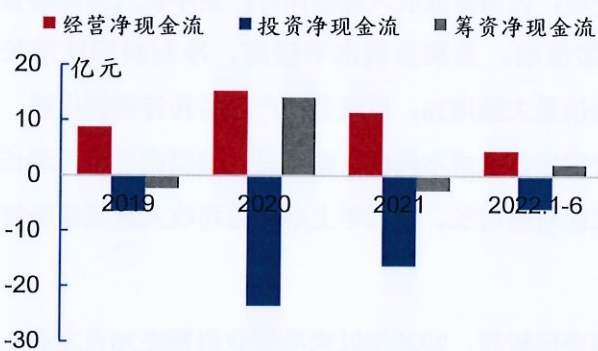
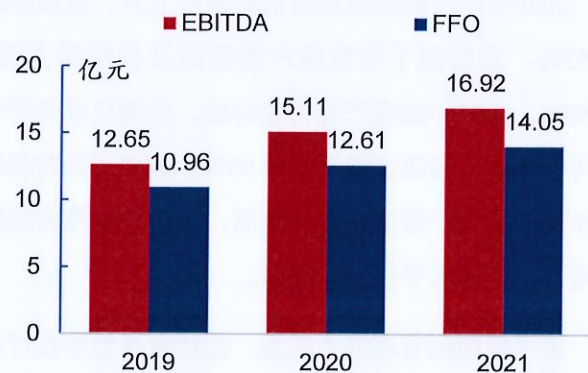


图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况



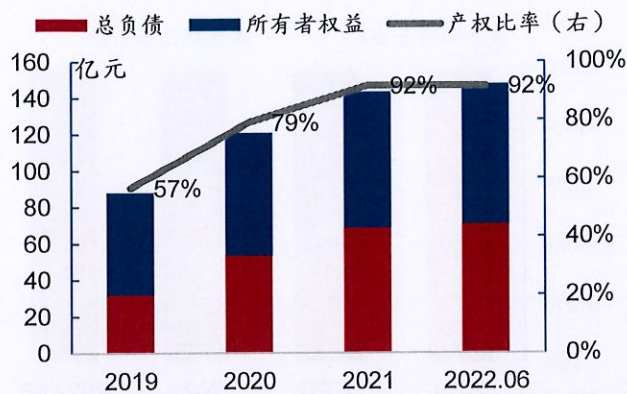
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

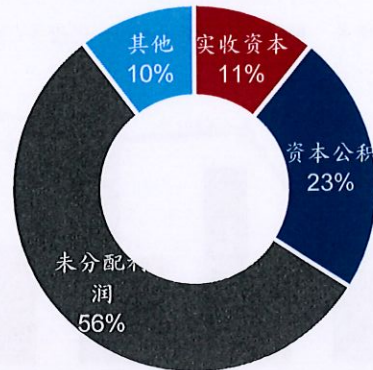
资本结构与偿债能力

公司负债以经营性负债为主，近年负债规模快速增长，整体刚性债务偿还压力不大

公司因业务规模扩大带来经营性负债持续上升，同时2020年发行“景20转债”（公司第二次发行的可转换公司债券）亦导致公司负债规模增长，另一方面受益公司利润积累以及“景旺转债”（公司首次发行的可转换公司债券）顺利转股带动权益规模快速增长，整体上公司产权比率表现为持续上升，截至2022年6月末，公司产权比率仍处于偏低水平。

图 5 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2022 年 6 月末公司所有者权益构成


注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以经营性负债为主，应付票据及应付账款规模 2021 年以来大幅增加，主要系 2021 年以来公司业务规模扩大以及材料涨价等导致原材料备货增加，以及扩产购买设备等导致应付设备款增加。应付票据以银行承兑汇票为主，应付账款账龄集中在一年以内，账龄超过 1 年的应付账款规模较小，主要为应付工程款。

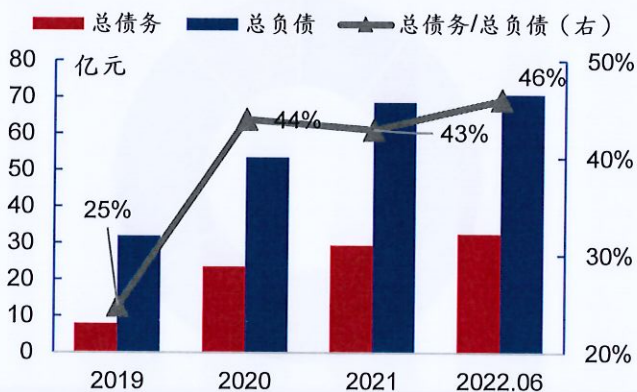
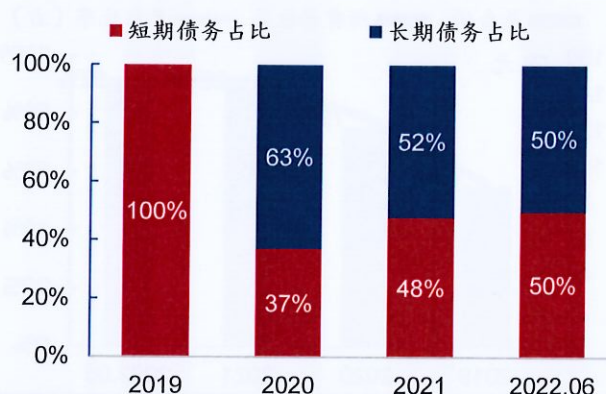
公司总债务以可转债为主，其中金融负债成分计入应付债券，权益工具成分以公允价值 3.10 亿元计入其他权益工具。由于营运资金需求，2022 年二季度公司增加了短期借款。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.15	3.04%	0.32	0.47%	0.45	0.83%	0.91	2.86%
应付票据及应付账款	40.89	57.80%	42.83	62.43%	28.62	53.50%	24.24	75.94%
其中：应付票据	13.90	19.66%	13.47	19.63%	8.24	15.41%	6.99	21.91%
应付账款	26.98	38.14%	29.36	42.80%	20.37	38.09%	17.24	54.03%
流动负债合计	51.36	72.61%	50.12	73.06%	36.19	67.67%	30.30	94.95%
应付债券	15.65	22.12%	15.34	22.36%	14.72	27.52%	0.00	0.00%
非流动负债合计	19.38	27.39%	18.49	26.94%	17.29	32.33%	1.61	5.05%
负债合计	70.74	100.00%	68.61	100.00%	53.49	100.00%	31.91	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务主要包括应付票据、应付债券和银行借款，其中银行借款包括短期和长期，整体规模仍不大。

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 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，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。近年资产负债率提升主要系经营性负债增加所致。源于良好的业绩和利润积累，EBITDA对利息的保障程度高。此外，公司总体债务规模不大，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现较好。

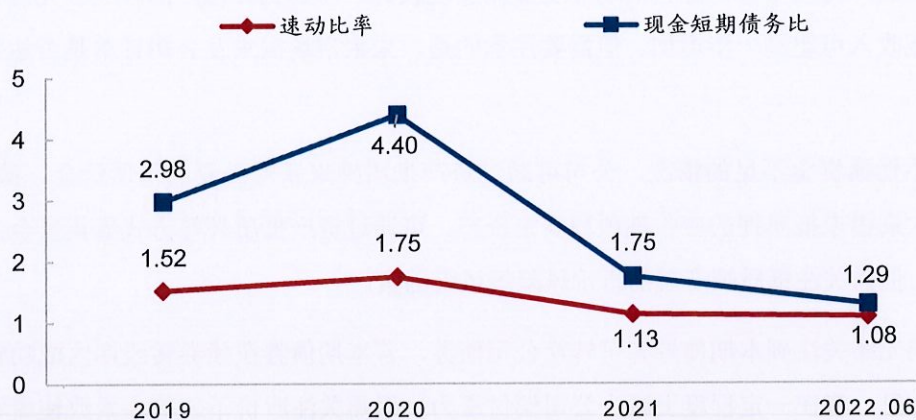
表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年6月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	47.85%	47.84%	44.18%	36.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86	-1.11
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47	804.63
总债务/总资本	29.67%	28.23%	25.81%	12.31%
FFO/净债务	--	207.33%	-101.61%	-79.23%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2021年以来由于公司现金类资产减少，导致期末流动性比率及现金短期债务比快速下降。公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。截至2022年6月末，公司处于有效期内尚未使用的银行授信余额充足，可抵押的固定资产较多，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 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、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2019年1月1日至报告查询日（2022年8月5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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、抗风险能力分析

公司为国内主要PCB生产企业之一，近年来持续扩产，产能规模稳步提升，同时订单情况良好，营业收入保持较快增长，增速高于行业平均值。公司主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散，与客户合作关系保持稳定，预计未来业务持续性仍较好。公司业务回款较及时、账期稳定，经营现金生成能力较强。同时公司目前杠杆水平不高，且作为A股上市公司，资本市场融资渠道多元且较通畅，与银行合作关系稳定，可使用银行授信余额充足，获取流动性资源能力较强。整体而言，公司抗风险能力较好。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

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。根据公司预测，本期债券募投项目建成达产后，预计实现年销售收入258,839.00万元，年税前利润总额47,607.07万元。但中证鹏元注意到，受募投项目产能爬坡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，经营活动净现金流表现较好。考虑到公司产品种类多元且客户分散，预计未来公司营业收入可望进一步增加。但需要注意的是，未来市场需求及公司订单是否达到预期存在不确定性。

再次，若发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产抵质押来获得必要的偿债资金。截至2022年6月末，公司有较大规模未抵质押的应收款项和固定资产，可通过资产抵质押等方式筹集资金，为偿债资金提供一定支持。但需关注抵质押变现的折价风险等风险因素。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，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。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。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

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本评级机构网站（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。

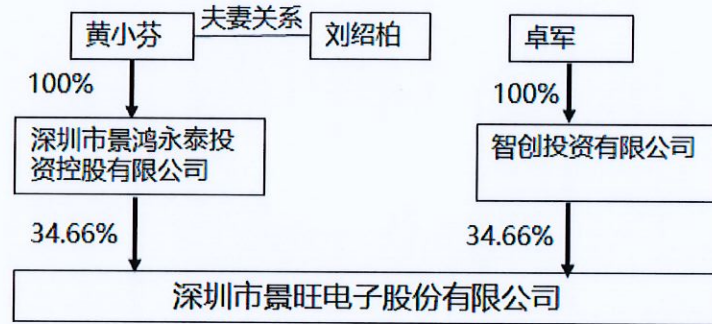
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年6月	2021年	2020年	2019年
货币资金	11.69	11.22	20.20	11.64
应收票据及应收账款	36.02	34.35	26.26	21.46
应收账款	33.76	30.93	23.72	21.46
存货	16.11	14.44	8.78	8.46
流动资产合计	71.79	71.04	72.00	54.56
固定资产	59.06	55.12	30.75	26.62
非流动资产合计	76.05	72.37	49.06	33.64
资产总计	147.84	143.42	121.06	88.20
短期借款	2.15	0.32	0.45	0.91
应付票据及应付账款	40.89	42.83	28.62	24.24
应付票据	13.90	13.47	8.24	6.99
应付账款	26.98	29.36	20.37	17.24
一年内到期的非流动负债	0.11	0.25	0.00	0.00
流动负债合计	51.36	50.12	36.19	30.30
长期借款	0.71	0.00	0.10	0.00
应付债券	15.65	15.34	14.72	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	19.38	18.49	17.29	1.61
负债合计	70.74	68.61	53.49	31.91
总债务	32.52	29.43	23.50	7.90
归属于母公司的所有者权益	74.98	72.78	65.49	54.25
营业收入	51.27	95.32	70.64	63.32
营业利润	5.20	10.46	10.57	9.27
净利润	4.75	9.31	9.25	7.77
经营活动产生的现金流量净额	4.46	11.40	15.27	8.74
投资活动产生的现金流量净额	-5.91	-16.32	-23.53	-6.46
筹资活动产生的现金流量净额	2.02	-2.72	14.11	-2.33
财务指标	2022年6月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	20.82%	23.39%	28.32%	27.45%
EBITDA 利润率	--	17.75%	21.40%	19.98%
总资产回报率	--	7.99%	10.15%	11.08%
资产负债率	47.85%	47.84%	44.18%	36.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86	-1.11
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47	804.63
总债务/总资本	29.67%	28.23%	25.81%	12.31%

FFO/净债务	--	207.33%	-101.61%	-79.23%
速动比率	1.08	1.13	1.75	1.52
现金短期债务比	1.29	1.75	4.40	2.98

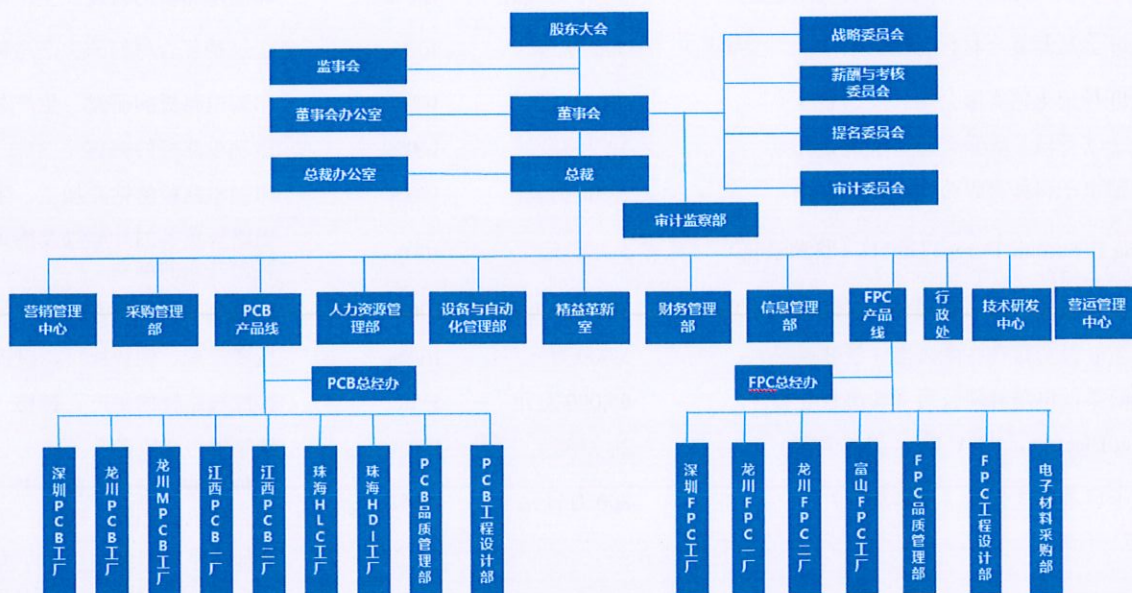
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称（简称）	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）	300,000 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、电子部件等的规划、研究、开发、制造、销售和进出口
深圳市景嘉半导体有限公司（景嘉半导体）	1,000 万元	100%	其他电子器件制造；电子专用材料制造；集成电路制造；电子元器件制造。 （除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）
吉水县景鸿永昶企业管理有限公司（景鸿永昶）	200 万元	100%	企业管理，单位后勤管理服务，企业管理咨询（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。



营业执照 (副本)

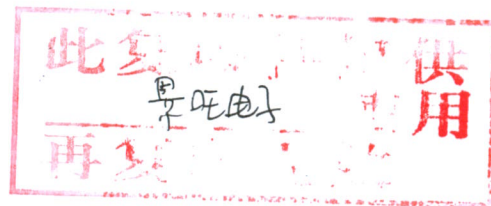
统一社会信用代码 914403001922170270

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。



登记机关

2018年11月05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



复印件仅供
早中晚
无效


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

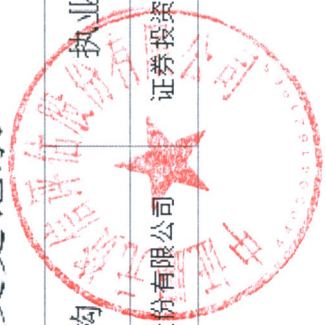
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	蒋晗	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220040004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-04-20			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220040004	2020-04-20	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	




SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	刘惠琼	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030218080003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-08-05			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030218080003	2018-08-05	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

