



# 2020年深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司公开发行可转换公司债券2023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.

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：

# 2020年深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司公开发行可转换公司债券2023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
兴森转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森科技”或“公司”，股票代码：002436.SZ）是国内 PCB 样板及小批量板细分领域的龙头企业之一，2022 年 FCBGA 封装基板成功试产，公司保持较强的产品技术实力和市场竞争力，2022 年收入规模保持增长，且定增增强了公司的资本实力；同时中证鹏元也关注到，受行业需求不振及成本支出增加等因素影响，2022 年公司盈利能力下滑明显，债务压力加大，且公司海外业务收入占比仍较高，面临一定的国际政治经济形势震荡和汇兑损失风险，另外需关注公司新增产能后续投产和产能爬坡消化情况、应收账款坏账风险、商誉减值风险等风险因素。

## 评级日期

2023 年 05 月 05 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.03	2022	2021	2020
总资产	120.80	118.88	83.02	61.64
归母所有者权益	65.81	65.39	37.62	32.89
总债务	--	29.93	28.99	17.78
营业收入	12.52	53.54	50.40	40.35
净利润	-0.02	4.87	6.13	5.47
经营活动现金流净额	-0.28	7.27	5.80	4.08
净债务/EBITDA	--	1.25	1.31	1.33
EBITDA 利息保障倍数	--	7.89	14.90	11.84
总债务/总资本	--	29.86%	40.35%	33.20%
FFO/净债务	--	51.90%	61.96%	55.83%
EBITDA 利润率	--	14.72%	20.73%	18.19%
总资产回报率	--	5.93%	10.22%	11.74%
速动比率	1.37	1.15	1.13	1.35
现金短期债务比	--	1.23	0.87	0.84
销售毛利率	24.15%	28.66%	32.17%	30.93%
资产负债率	41.54%	40.87%	48.38%	41.94%

## 联系方式

项目负责人：蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

注：2020-2021 年 FFO/净债务较上次跟踪评级有变化系计算公式略有变动所致，详见附录三。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司是国内 PCB 样板及小批量板龙头企业之一，保持较强的产品技术实力和市场竞争力。**公司以传统 PCB 业务、半导体业务为发展核心，在传统 PCB 制造方面，公司满足多品种生产要求，交货质量及交期较为稳定，月交货能力平均 25,000 个品种；在半导体业务方面，公司聚焦 IC 封装基板和半导体测试板，立足于芯片封装和测试环节配套，2022 年实现从 CSP 封装基板到 FCBGA 封装基板领域的技术突破。
- **公司收入规模保持增长。**随着在建项目的试投产及产能逐渐释放等，公司传统 PCB、IC 封装基板、半导体测试板的年产能均大幅增长，在全球经济和产业震荡、下游需求不振、竞争加剧的大环境下，不断加深与客户的合作深度和粘性，2022 年公司营业收入仍实现增长，增速为 6.23%，PCB 业务仍是公司的主要收入来源。
- **2022 年公司完成定增，资本实力显著增强。**公司于 2022 年 7 月面向特定投资者非公开发行 A 股股票 201,612,903 股，发行价格为 9.92 元/股，扣除相关费用后募集资金净额为 19.78 亿元，募集资金主要用于生产线的投资扩产。定增完成后，公司资本实力明显提升，资产负债率下降，整体财务杠杆水平有所改善。

## 关注

- **公司盈利能力下滑，债务压力加大。**受行业景气度下行和新增产能处于爬坡阶段等影响，2022 年公司生产线的产能利用不达预期，加之在建产线的研发投入、管理成本、融资费用等支出增加，以及上游主要原材料受国际大宗商品价格波动影响在高位震荡，公司盈利空间受到挤压，2022 年 EBITDA 利润率和总资产回报率均大幅下降，FFO/净债务、EBITDA 利息保障倍数等偿债指标表现有所弱化。
- **公司海外业务收入占比仍较高，面临一定的国际政治经济形势震荡和汇兑损失风险。**2022 年公司海外收入占比 49.97%，地缘政治局势动荡，全球经济下行风险加大，叠加贸易政策限制、国内外印制电路板行业景气度不足等，未来全球经济和产业环境变动可能对公司海外业务的生产经营产生影响。此外，公司海外业务产销主要以美元结算，2022 年公司产生汇兑损失 828.28 万元。
- **需关注公司新增产能投产和产能消化情况，以及应收账款坏账风险、商誉减值风险。**公司加快推进 FCBGA 封装基板项目建设，2022 年末在建工程占总资产的比重升至 16.05%，公司主要在建产能项目累计投资 27.44 亿元，可能发生达产进度和产能释放不及预期的情况。2022 年末应收账款占总资产的 13.30%，公司客户数量多且分散，存在一定的管理难度。此外，2022 年末商誉账面价值为 2.77 亿元，需关注被收购子公司未来业绩不达预期带来的商誉减值风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在 PCB 样板快件及小批量板细分领域仍将保持较强的竞争优势，未来随着在建产能的陆续投产及释放，公司印制电路板业务规模有望进一步扩大。

## 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	兴森科技	世运电路	明阳电路
总资产	207.27	154.92	143.04	94.91	118.88	58.63	30.80
营业收入	139.92	105.14	78.85	58.71	53.54	44.32	19.69
净利润	16.40	10.81	7.91	6.75	4.87	4.01	1.82
销售毛利率	25.52%	22.35%	18.15%	27.42%	28.66%	18.83%	24.71%
期间费用率	12.43%	10.47%	7.97%	11.79%	21.60%	7.78%	13.59%
资产负债率	40.88%	46.48%	51.50%	42.32%	40.87%	44.26%	39.38%
净营业周期（天）	94.07	53.54	93.86	34.58	71.47	34.81	-14.82

注：（1）深南电路（002916.SZ）为深南电路股份有限公司的简称、景旺电子（603228.SH）为深圳市景旺电子股份有限公司的简称、胜宏科技（300476.SZ）为胜宏科技（惠州）股份有限公司的简称、崇达技术（002815.SZ）为崇达技术股份有限公司的简称、世运电路（603920.SH）为广东世运电路科技股份有限公司的简称、明阳电路（300739.SZ）为深圳明阳电路科技股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 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	<a href="#">cspy_ffmx_2021V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
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					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了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。

### 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	AAA/17 兴森 01、AA/兴森转债	2022-06-14	汪永乐、邹火雄	<a href="#">技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA/17 兴森 01	2017-07-10	蒋申、王一峰	<a href="#">公司债券评级方法 (py_mx_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（万元）	债券余额（万元）	上次评级日期	债券到期日期
兴森转债	26,890.00	26,853.41	2022-06-14	2025-07-22

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行5年期26,890.00万元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后用于广州兴森快捷电路科技有限公司二期工程建设项目一刚性电路板项目（以下简称“广州科技刚性电路板项目”）。根据华兴会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司2022年度募集资金存放与使用情况鉴证报告》，截至2022年12月31日，“兴森转债”募集资金专项账户余额为4,664.21万元。

## 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均未发生变动。公司于2022年7月面向18名投资者非公开发行20,161.29万股新股，发行价格为9.92元/股，扣除相关费用后募集资金净额为19.78亿元，用于宜兴硅谷印刷线路板二期工程项目——年产96万平方米印刷线路板项目（以下简称“宜兴硅谷二期工程”）、广州兴森快捷电路科技有限公司国产高端集成电路封装基板自动化生产技术改造项目（以下简称“广州科技封装基板项目”）、收购揖斐电电子（北京）有限公司（以下简称“揖斐电北京”）100%股权及补充流动资金和偿还银行贷款。2022年6月和9月公司分别完成2021年年度权益分派（每10股派1.00元现金，含税）和非公开发行A股股票上市事项。2022年“兴森转债”因转股减少36,700元（367张），转股数量为2,617股，剩余可转债余额为26,853.41万元（2,685,341张）。

截至2023年3月末，公司股本为168,954.64万元，前五大股东明细如表1所示，控股股东及实际控制人仍为邱醒亚先生，其持有公司14.46%股份，累计质押股份数为7,069.00万股，占其所持公司股份总数的比例为28.93%。

**表1 截至2023年3月31日公司前五大股东明细（单位：万股）**

股东名称	持股数量	持股比例
邱醒亚	24,437.66	14.46%
晋宁	6,690.28	3.96%
叶汉斌	6,321.90	3.74%
香港中央结算有限公司	4,287.78	2.54%
张丽冰	4,142.00	2.45%
<b>合计</b>	<b>45,879.62</b>	<b>27.15%</b>

资料来源：公司未经审计的2023年第一季度报告，中证鹏元整理

公司仍主要从事PCB样板及多品种小批量板、IC封装基板、半导体测试板的生产、销售业务和PCB

贸易业务等，2022年正式进军FCBGA封装基板领域。2022年3月，公司设立全资子公司广州兴森半导体有限公司（以下简称“广州半导体公司”），分两期建设月产能为2,000万颗的FCBGA封装基板智能化工厂，项目总投资预计60亿元，该项目于2022年9月实现一期厂房封顶，目前正在进行厂房装修。2022年4月，公司设立全资子公司珠海兴森半导体有限公司（以下简称“珠海半导体公司”），拟建设产能200万颗/月（约6,000平方米/月）的FCBGA封装基板产线，项目总投资预计12亿元，该项目已于2022年第四季度建成产线，并于2022年12月成功试产。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司明细见附录二。

**表2 2022年新纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
广州兴森半导体有限公司	100.00%	5.00	封装基板生产销售	设立
珠海兴森半导体有限公司	100.00%	4.00	封装基板生产销售	设立
珠海兴森快捷电路科技有限公司	60.00%	0.20	印制电路板生产销售	设立
广州兴森投资有限公司	100.00%	1.00	印制电路板生产销售	设立
广州视晟科技有限公司	100.00%	1.00	印制电路板生产销售	设立

资料来源：公司2022年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

2022年公司孙公司Fineline Global PTE Ltd.（以下简称“FINELINE”）购买香港瑞昇云创科技有限公司（含子公司深圳市瑞昇云创科技有限公司）和CADint Sweden AB.100%股权，新增纳入公司合并范围，合并成本分别为0.37亿元和0.06亿元，分别形成商誉0.20亿元和0.04亿元。

此外，公司于2022年12月审议通过了《关于收购股权的议案》，公司全资子公司广州兴森投资有限公司以176.61亿日元（将就净资产变动额等调整项对基础购买价格进行调整）作为基础购买价格收购揖斐电株式会社持有的揖斐电北京100%股权，收购完成后该公司将成为公司全资孙公司，揖斐电北京的原控股股东为日本揖斐电株式会社，是全球最大的印制电路板开发和生产的专业厂家之一，其独自研制开发和生产的产品如CPU用半导体封装板、多层高密度移动电话用电路板等产品的技术水准和加工工艺均处于世界领先地位，揖斐电北京以销售手机、平板电脑类终端产品中使用的高端电路板为主要业务。截至2023年4月14日，公司正推进对标的公司的审计、业务对接等工作，待审计工作完成后，交易双方将根据《股权购买协议》约定的价格调整机制对基础购买价格进行调整，公司将召开董事会审议相关事项。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，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，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

详见《[经济内生动能修复，博弈强预期与弱现实—2022年宏观经济回顾与2023年展望](#)》。

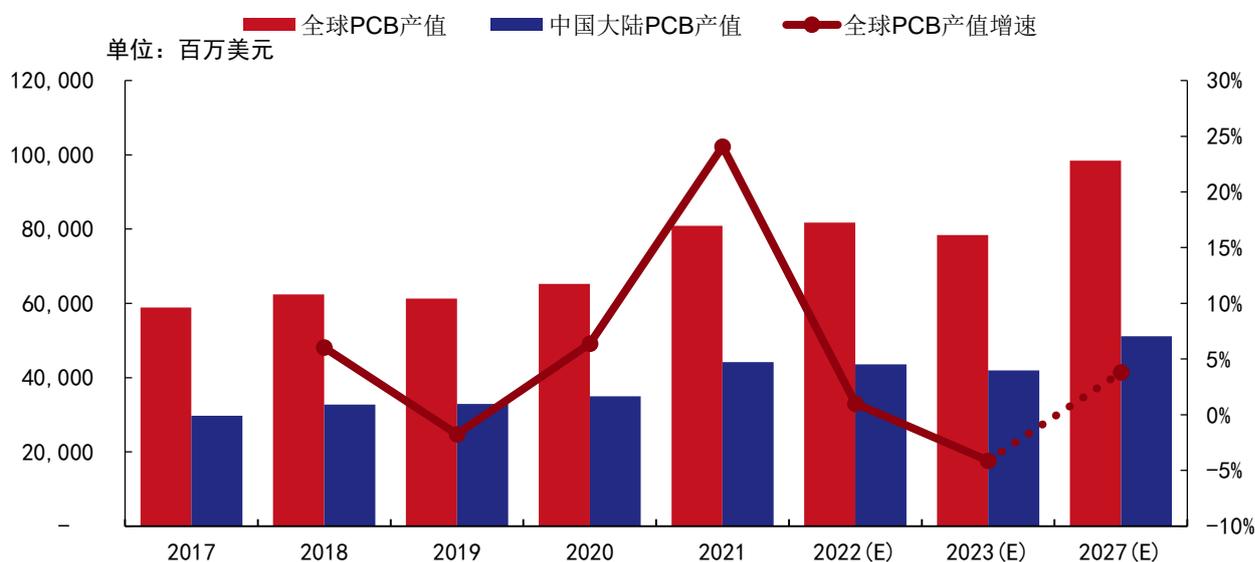
## 行业环境

受消费需求不足影响，2022年以来PCB行业景气度下行，下游各领域需求表现分化明显，其中消费电子领域需求短期内预计持续不振，汽车电子领域仍有望带动行业长期发展，数据通信领域景气度有望提振；2022年原材料价格回落，PCB厂商成本压力有所缓和，但2023年行业成本压力仍将持续

受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，PCB行业下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战。展望2023年，由于全球通胀和经济衰退等因素尚未消散，预计2023年前三季度PCB行业需求仍将承压，待2023年底和2024年经济形势复苏后形势或将好转，部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧，Prismark预估2023年全球PCB产值同比将下滑4.1%。但从中长期来看，PCB行业产值仍将随着全球宏观经济、电子信息产业的整体发展而增长。Prismark预测2022-2027年全球PCB产值复合增长率

约为3.8%，2027年全球PCB产值将达到约983.88亿美元。

图1 2022-2023年PCB行业产值有所下滑，中长期仍将呈现增长的趋势



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

消费电子领域PCB需求低迷，短期内预计持续不振。2022年以来全球手机和个人电脑出货量均大幅下滑，IDC数据显示，2022年全球智能手机出货量12亿台，其中中国市场出货量2.86亿台，同比分别下降11%和19%；Canalys数据显示，2022年全球个人电脑出货量2.85亿台，同比下降18%。2023年随着外部发展环境向好、美国加息放缓，消费需求有望逐步回升；但由于目前消费电子领域无可见的重大电子创新，PC产业链仍在去库存阶段，在此情况下预计消费类基础需求增长有限，2023年行业竞争激烈态势仍将持续。

图2 2018-2022年全球手机出货情况（单位：亿台）

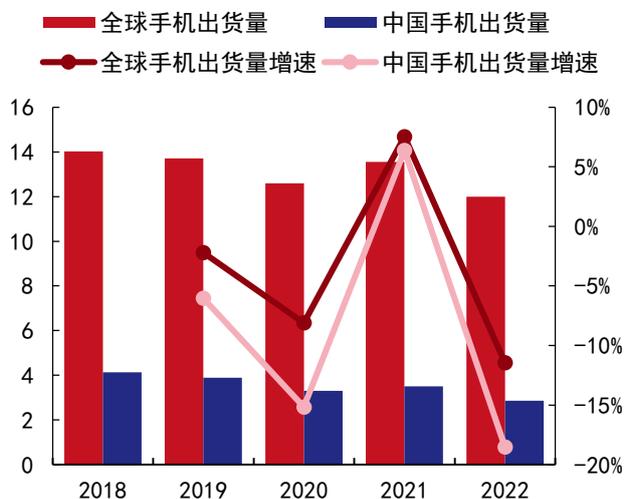


图3 2018-2022年全球PC出货情况（单位：亿台）



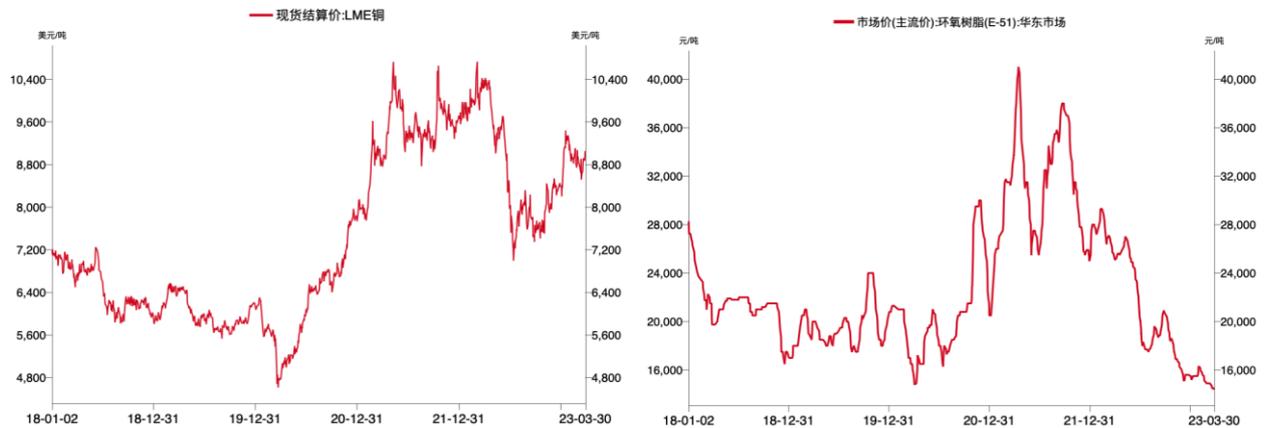
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

汽车电子领域PCB需求保持旺盛，带动行业长期发展。2022年新能源汽车仍然保持了较高的增长态势，根据中国汽车工业协会公布的数据，2022年度我国新能源汽车产销同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，同比提升12.1个百分点。新能源汽车渗透率的持续提升带来可观的PCB需求增量，叠加PCB厂商新增产能的顺利释放，以汽车电子领域业务为主的厂商世运电路及景旺电子、沪电股份、依顿电子的汽车板业务均有良好增长。根据IDC预测，中国新能源汽车市场至2026年预计渗透率将超过50%，年复合增长率35%；同时随着汽车电子化率的提升，常规汽车的电子化需求也在持续增长，长期来看，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。

AI算力需求叠加服务器新平台切换，数据通信领域PCB景气度有望提振。美国OpenAI于2022年11月推出对话式大型语言模型ChatGPT，谷歌、百度于2023年2月、3月分别推出大型语言模型聊天机器人Bard、大语言AI模型“文心一言”，开启对话式AI系统发展热潮，此外，AMD Zen4平台和Intel新一代服务器平台Eagle Stream预计将于2023年第二季度末开启平台全面切换。AI快速兴起及服务器升级有望将持续带动数据中心对交换机、服务器等基础设施的迭代升级需求，数通领域有望持续增长。数据通信领域PCB在高速材料应用、加工密度以及设计层数等方面有着更高要求，高端材料的需求量预计将稳步上升，利好在高端材料市场有所布局的厂商如深南电路、生益电子、沪电股份等。

部分领域产能过剩，对PCB厂商业绩增长造成拖累。PCB行业近年投资扩产的项目较多，从扩产方向来看，2016-2018年PCB上市公司扩产产能较大部分用于消费电子和汽车电子领域，2019-2021年扩产产能较大部分用于5G通信和汽车电子领域。PCB下游细分领域需求存在分化，近年来随着国内5G建设放缓、消费类电子需求疲软，前期扩产的5G通信、消费电子领域PCB产能逐步投入市场后，产能消化存在困难，引发价格竞争，且由于新增产能稼动率不足，折旧摊销等期间费用侵蚀利润，对公司的利润增长形成较大负担。兴森科技、博敏电子、中京电子2022年净利润均同比下降，均主要由于扩产项目稼动率不足，对利润造成侵蚀。

2022年原材料整体价格下滑，PCB厂商成本压力有所缓和。经历了2021年原材料价格急速拉升后，2022年铜箔、环氧树脂等原材料整体下行，叠加全球消费需求回落，覆铜板行业转为供过于求，各大覆铜板厂商多次下调产品价格，受此影响PCB制造厂商2022年成本压力略有缓和。2023年一季度铜价虽有波动，但整体处于2021年以来的低位，环氧树脂价格仍处于下跌趋势，但考虑到铜箔、环氧树脂等主要原材料价格受大宗商品波动影响较大，且PCB行业上游的覆铜板行业集中度偏高，PCB厂商对供应商的议价能力偏弱，同时PCB行业向下游的价格传导存在滞后，在整体消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，预计2023年行业成本压力仍将持续。

**图 4 2022 年 PCB 上游主要原材料价格呈下降趋势**


资料来源：wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司以传统PCB业务、半导体业务为发展核心，拥有较强的综合研发能力，是国内PCB样板快件及小批量板龙头企业之一，客户群体多为数通等行业领先企业；半导体业务聚焦IC封装基板和半导体测试板，未来FCBGA封装基板的投产和量产以及收购揖斐电北京股权等若能顺利进行，公司半导体业务仍有一定成长空间

公司围绕传统PCB业务和半导体业务两大主线展开印制电路板产业布局。PCB业务仍为公司收入和利润的主要来源，包括生产销售及贸易业务，以PCB生产销售业务为主，2022年PCB生产业务收入同比增长6.22%，毛利率同比下降2.84个百分点，主要系销售量占比上升的批量板毛利率较低且行业需求大幅下滑导致产能利用率不足所致。半导体业务为公司未来战略业务和主要投资方向，2022年收入保持增长，但盈利能力有所下滑，主要受行业需求不振和新增产能拖累IC封装基板产能利用率影响。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
<b>PCB 业务</b>	<b>40.30</b>	<b>75.28%</b>	<b>30.29%</b>	<b>37.94</b>	<b>75.28%</b>	<b>33.13%</b>
其中：生产	25.19	47.05%	34.31%	25.05	49.70%	37.65%
贸易	15.11	28.23%	23.60%	12.89	25.58%	24.35%
<b>半导体业务</b>	<b>11.49</b>	<b>21.46%</b>	<b>17.25%</b>	<b>10.83</b>	<b>21.50%</b>	<b>24.04%</b>
其中：IC 封装基板	6.90	12.88%	14.75%	6.67	13.23%	26.35%
半导体测试板	4.59	8.58%	21.00%	4.17	8.27%	20.34%
<b>其他</b>	<b>1.75</b>	<b>3.26%</b>	<b>66.15%</b>	<b>1.62</b>	<b>3.22%</b>	<b>64.07%</b>
<b>合计</b>	<b>53.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.66%</b>	<b>50.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.17%</b>

注：合计数有差异系四舍五入所致。

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

得益于子公司宜兴硅谷电子科技有限公司（以下简称“宜兴硅谷”）在通信和服务器领域的大客户端实现量产突破，2022年公司国内业务收入保持增长，但受制于PCB行业需求不振和竞争加剧的双重压力，收入增速不大，国内业务收入占营业收入的比重达到50%。公司国外收入主要来源于子公司FINELINE<sup>1</sup>的PCB贸易业务、美国子公司Harbor Electronic Inc.（以下简称“HARBOR”）的半导体测试板业务、英国子公司Exception PCB Solutions Limited（以下简称“EXCEPTION”）的PCB业务等，公司对国外子公司采取派驻董事和管理人员、定期监督的管理模式，国外子公司具有较强的自主经营权利。2022年全球PCB市场需求反复，公司海外收入小幅增长，占比略微下降，其中FINELINE实现营收15.11亿元、同比增长17.21%，净利润1.38亿元、同比增长21.72%。此外，公司海外业务产销主要以美元结算，存在一定的汇率波动风险，2022年公司产生汇兑损失828.28万元。

**表4 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
国内	26.79	50.03%	25.15	49.89%
海外	26.75	49.97%	25.25	50.11%
<b>合计</b>	<b>53.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>50.40</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告

2022年公司实现从CSP封装基板到FCBGA封装基板领域的技术突破，高端封装基板技术水平在国内处于相对领先地位，未来将持续聚焦IC封装基板业务的投资扩产；公司在建产能规模较大，投产后有助于提高生产能力，但需关注后续达产进度及产能消化情况，同时公司面临一定的资金投资压力

在IC封装基板领域，2022年公司从CSP封装基板跨入FCBGA封装基板领域，加速推进广州和珠海FCBGA封装基板项目的投资扩产，其中珠海项目已于2022年底实现大尺寸高层数高阶产品顺利试产，即将进入客户导入阶段。公司的研发人员和成本投入相应增加，2022年末研发人员有798人，同比增长71.61%，占员工总数的15.81%；同年研发投入金额为3.83亿元，增长32.27%，占营业收入的7.15%，FCBGA封装基板项目全年的费用投入约1.02亿元。

FCBGA封装基板是AI的刚需载板，具有高集成度、小尺寸、高性能、低功耗等优点，被应用于CPU、GPU、FPGA、ASIC等高性能运算，未来将受益于云计算、AI新应用领域的蓬勃发展。在国内，FCBGA封装基板的整体技术水平与国外相比较为落后，内资上市公司中，深南电路于2021年下半年启动FCBGA封装基板投资计划，至2022年末已具备中阶产品样品制造能力。公司在国内FCBGA领域的技术水平处于相对领先地位，但需注意，市场需求下滑以及欣兴电子、南电、景硕科技、臻鼎-KY等中国台湾厂商和三星电机、Ibiden、Shinko、AT&S等国际厂商供给增量集中释放可能导致市场供货缺口缩小，与国际一线厂商同台竞技亦对公司在客户拓展、量产导入等方面形成重大考验。

<sup>1</sup> 公司子公司 FINELINE 的主要经营地位于以色列和德国等国，主要从事国际贸易业务，其记账本位币是美元。

截至2022年末，除上述两个FCBGA封装基板项目，公司在建的产能项目还包括珠海兴科项目、宜兴硅谷二期工程以及广州兴森快捷电路科技有限公司二期工程建设项目（以下简称“广州科技二期工程”）等。

珠海兴科项目是公司孙公司珠海兴科半导体有限公司（以下简称“珠海兴科”）的封装基板自建项目，产品主要服务于存储类、射频等模块，第一条1.5万平方米/月产线已于2021年建成并于2022年5月成功试产，目前处于量产爬坡阶段。

宜兴硅谷二期工程由公司子公司宜兴硅谷负责建设运营，完全建成投产后将新增年产96万平方米高端线路板，产品主要服务于5G通信、Mini LED、服务器和光模块等领域，采取边建设边投产方式，2022年较2021年新增产能9.6万平方米。

广州科技二期工程包括“兴森转债”募投项目广州科技刚性电路板项目以及广州科技封装基板项目，主要定位国内5G、光模块、高频高速、数据中心等应用领域的下游需求。两个子项目均已于2021年投产，且1万平方米/月的广州科技封装基板项目在投产当年即实现满产，2022年末广州科技刚性电路板项目尚有部分设备款及设备尾款未支付，产能利用率约59%。

若上述计划能够顺利进行并达产，将增加公司的生产能力及业务规模，但需关注项目后续达产进度及产能消化情况，且尚需投资规模较大，公司存在一定的资金压力。未来公司的投资重点在高端FCBGA封装基板项目，在传统PCB领域的投资主要为对研发设计、生产制造、仓储物流、销售服务等环节的数字化改造。

**表5 截至2022年末公司主要在建产能项目情况（单位：亿元）**

项目名称	项目类型	计划总投资	累计固定资产投资	规划新建产能	建设进度
广州 FCBGA 封装基板项目	IC 封装基板	60.00	3.06	2,000 万颗 / 月 FCBGA 封装基板	2022 年 9 月实现厂房封顶，处于厂房装修阶段，预计 2023 年第四季度完成产线建设，开始试产
珠海兴科项目	IC 封装基板	16.00	9.29	3 万平方米/月 IC 封装基板、1.5 万平方米/月类载板	已建成 1.5 万平方米/月的新产能，处于量产爬坡阶段
宜兴硅谷二期工程	传统 PCB	15.80	2.54	96 万平方米/年印刷线路板	边建设边投产
珠海 FCBGA 封装基板项目	IC 封装基板	12.00	6.60	200 万颗 / 月 FCBGA 封装基板	2022 年 12 月底建成并成功试产，预计 2023 年第二季度开始启动客户认证、第三季度进入小批量试生产阶段
广州科技二期工程	传统 PCB、IC 封装基板	6.46	5.97	12.36 万平方米/年刚性板、12 万平方米/年封装基板	已投产
<b>合计</b>	--	<b>110.26</b>	<b>27.44</b>	--	--

注：合计计数有差异系四舍五入所致。

资料来源：公司 2022 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

公司PCB业务生产销售及贸易收入规模小幅增长，产能扩张速度仍较快，但受市场需求不足、竞

争加剧等影响，订单增量不达预期，新增产能消化不佳，毛利率水平下滑，需关注在内外经济环境不确定性的背景下，可能存在产能消化不足以及PCB贸易业绩波动的风险

公司PCB产线主要集中在国内，国内生产基地位于广州和宜兴，国内PCB产线产品销售收入占PCB生产销售业务收入的比重达90%以上，国外产线由英国子公司EXCEPTION经营。其中，广州生产基地产品包括中低端样板产线、中高端样板产线、中低端小批量板产线、刚挠板产线等，同时提供SMT贴装一站式服务，系公司PCB生产销售业务的主要收入来源；宜兴生产基地主要由子公司宜兴硅谷运营，产品定位为中高端PCB中小批量板；EXCEPTION生产基地产品为高端样板。

2022年广州生产线和宜兴生产线产能均有所增加，主要来自广州科技刚性电路板项目产能释放和宜兴硅谷二期工程新增产能投产。EXCEPTION生产基地规模较小，2022年升级更新未完成导致产能下降，且海外人工成本较高，盈利空间较小，2022年EXCEPTION实现营收6,191.83万元、同比下降8.22%，净利润102.06万元，同比下降82.86%。公司日常生产以客户订单为基础，采用以销定产的经营模式。2022年公司PCB产品销量和产量虽有所增长，但在全球电子市场景气度下行、需求低迷、竞争加剧的背景下，公司订单增长不达预期，导致新增产能消化不足，产能利用率大幅下降，拖累毛利率表现。2022年公司PCB生产业务前五大客户销售额占比合计16.79%，下游客户相对分散。

**表6 公司 PCB 业务生产及销售情况**

项目	2022 年	2021 年
产能（平方米/年）	971,694.13	807,570.09
其中：广州生产基地（平方米/年）	465,304.13	396,617.57
宜兴生产基地（平方米/年）	503,280.00	406,952.52
EXCEPTION 产线（平方米/年）	3,110.00	4,000.00
产量（平方米）	673,355.86	664,258.93
产能利用率	69.30%	82.25%
销量（平方米）	707,853.28	687,501.92
单价（万元/平米）	0.36	0.36

资料来源：公司提供

2022年公司PCB贸易业务仍由子公司FINELINE负责，主要货源为中国，销售区域以德国、英国、法国、西班牙、意大利等欧洲区域及以色列为主，贸易业务收入占PCB业务收入的比重有所升高。2022年PCB贸易业务前五大客户销售额占比为10.42%，客户集中度有所下降，结算方式仍主要为电汇，账期一般为月结30-90天左右。2022年FINELINE前五大供应商采购额合计占比57.48%，采购集中度有所下降，结算方式仍为电汇，账期以月结30-60天为主。2022年在欧洲政治经济环境复杂动荡的局面下，公司依然维持较强的客户认可度和粘性，PCB贸易业务收入实现增长，占当年PCB业务收入的比重随之上升，但盈利空间受成本挤压，同时需注意俄乌冲突、贸易摩擦等事件对全球政治经济局势和产业格局形成重大挑战，内外部经济环境均面临更大的不确定性和复杂性，可能会对公司PCB贸易业务带来一定冲击。

公司半导体业务产能持续提升，其中半导体测试板产能消化良好，收入及毛利水平提升；但IC封

## 装基板新增产能消化不佳，拖累毛利率水平，需关注IC封装基板的产能消化情况和FCBGA封装基板的客户拓展情况

公司半导体业务包含IC封装基板（含CSP封装基板和FCBGA封装基板）和半导体测试板的生产及销售，立足于芯片封装和测试环节的关键材料自主配套。其中，CSP封装基板业务主要由子公司广州兴森快捷电路科技有限公司（以下简称“广州科技”）和孙公司珠海兴科负责运营，FCBGA封装基板项目主要由广州半导体公司和珠海半导体公司负责建设；半导体测试板业务主要由HARBOR负责运营，广州科技生产线也生产部分半导体测试板产品。

目前公司IC封装基板产品以CSP封装基板、BT材料为主，采用设计、生产、销售的经营模式，在夯实存储芯片等拳头产品基础上实现了Coreless、ETS、FC—CSP、RF、指纹识别产品的稳定量产，应用领域涵盖存储芯片、应用处理器芯片、射频芯片、传感器等。由于珠海兴科生产线产能扩产，2022年公司CSP封装基板产能大幅增长，但市场需求下行导致产量和销量均有所减少，新增产能未能有效消化，产能利用率大幅下降，亦拖累业务毛利率，而前三季度CSP封装基板市需求旺盛，平均价格较上年有所升高，收入规模实现小幅增长。此外，公司广州和珠海FCBGA封装基板项目有序推进，至2022年末相关项目累计投资9.65亿元，后续的工作主要聚焦于工厂良率提升、客户拓展和量产导入，客户的认可度是未来公司FCBGA封装基板业务规模扩张的必要条件。

半导体测试板方面，公司半导体测试板采用设计、制造、表面贴装和销售的经营模式，产品类型包括测试负载板、探针卡、老化板、转接板，产品应用于从晶圆测试到封装后测试的各流程。受益于广州科技半导体测试板工厂新增产能逐步释放，且交期和良率指标持续改善，2022年公司半导体测试板产能和产能利用率均有所提升，产量和销量同步增加，带动相关业务收入规模和毛利率同比增长。从价格来看，国内广州基地的半导体测试板价格普遍低于HARBOR。

**表7 公司半导体业务生产及销售情况**

项目	IC 封装基板		半导体测试板	
	2022年	2021年	2022年	2021年
产能（平方米/年）	340,632.00	241,974.00	8,583.48	6,984.06
产量（平方米）	206,321.00	217,793.96	7,637.58	5,601.69
销量（平方米）	202,176.40	218,645.73	7,299.08	5,311.93
产能利用率	60.57%	90.01%	88.98%	80.21%
产销率	97.99%	100.39%	95.57%	94.83%
产品均价（万元/平方米）	0.34	0.30	6.29	7.85

资料来源：公司提供

## 公司原材料成本结构保持稳定，主要原材料价格虽有所下行但仍处于相对高位，需关注未来主要原材料供给紧张及价格波动对公司生产稳定性和盈利能力带来的不利影响

公司生产成本包括直接材料成本、人工成本和折旧等，其中直接材料成本占比超过60%。公司产品原材料主要包括覆铜板、化学药水、半固化片、金盐等，2022年占原材料采购成本的比重分别为32.22%、

13.32%、10.35%、12.52%，除金盐外，其他材料成本较上年有所下降，但仍处于高位。其中，覆铜板主要受铜价的影响，半固化片价格主要受石油价格的影响，金盐价格主要受黄金价格的影响，上游主要原材料受国际市场大宗商品价格的影响较大，原材料供应链的稳定性和价格波动将影响公司的生产稳定性和盈利能力，同时，政府环保政策趋严也会驱动原材料价格进一步上涨，这将会使公司产品面临一定的原材料成本上升压力。公司原材料主要向国内厂商采购，部分高频和高速覆铜板通过海外供应商采购，2022年公司向前五大供应商采购金额合计占比17.59%，较上年下降2.55个百分点。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

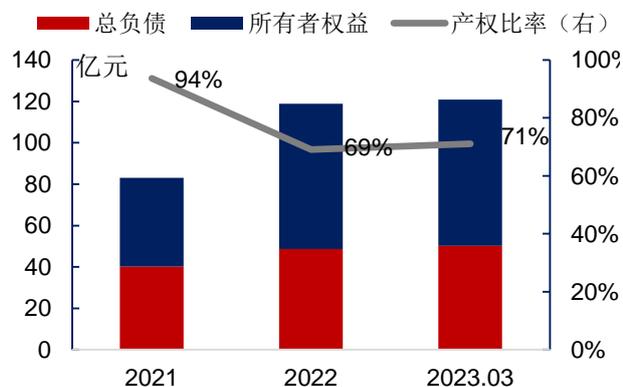
以下分析基于公司提供的经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增纳入合并报表范围一级子公司5家，明细见表1。截至2022年末，纳入公司合并范围的一级子公司共16家，如附录二所示。

### 资本实力与资产质量

**定增等事项推动公司所有者权益和总资产大幅增长，资产集中于在建产能、厂房及设备、业务应收款，需关注应收账款坏账风险、存货跌价风险及商誉减值风险**

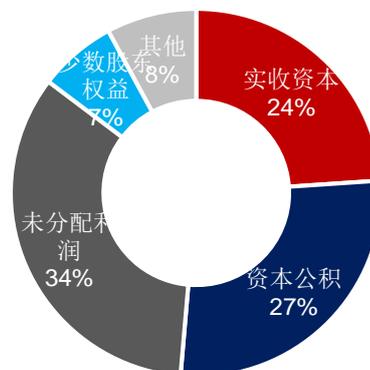
2022年公司总股本和资本公积因非公开发行新股及“兴森转债”转股有所增加，且公司对深圳市路维光电股份有限公司（股票代码：688401.SH）的股权投资（公司直接和间接合计对其持股8.78%，计入其他权益工具投资科目）于当年按份额实现归属于母公司的税后收益2.88亿元，计入其他综合收益科目，带动所有者权益大幅上升。公司负债总额随业务规模扩张及融资借款增加亦呈增长趋势，产权比率较2021年末下降，净资产对总负债的覆盖能力有所改善。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

随着公司产能的持续扩张及建设投入，2022年末公司总资产较上年末增长43.19%。公司资产以生产厂房及相关设备、在建产能项目及待安装设备、业务应收款等为主，分别计入固定资产、在建工程、应收账款科目。2022年珠海兴科项目、珠海兴盛基础工程建设、宜兴硅谷二期工程项目等部分完工并投入使用，相关在建工程转入固定资产，同时，公司加快推进广州和珠海FCBGA封装基板项目、珠海兴科项目等新增产能项目，在建工程大幅增长；截至2022年末，已用于抵押借款的固定资产和在建工程分别为5.70亿元和0.23亿元。2022年末公司应收账款账龄主要集中在1年以内，累计计提坏账准备1.16亿元，已用于质押借款及开票的应收账款为0.03亿元；按欠款方归集的期末余额前5名合计占应收账款总额的18.45%，客户数量多且较为分散，在一定程度上增加了应收账款的管理难度，需关注行业景气度下行及下游客户经营波动所面临的坏账风险。

此外，公司资产还包括货币资金、存货、商誉、其他非流动资产等。2022年货币资金变动不大，年末受限货币资金为2.56亿元，包括银行汇票保证金和信用证保证金，公司还存在2.53亿元一年内可收回的大额存单作为流动性补充。存货以库存商品和原材料为主，随着订单量的增长及生产规模的扩大，公司存货保持增长，2022年末存货累计计提存货跌价准备（或合同履约成本减值准备）0.39亿元，公司存货周转率一般在3个月以内，但需关注需求不足及竞争加剧导致产品价格下降进而带来的存货跌价风险。2022年公司购买香港瑞昇云创科技有限公司（含子公司深圳市瑞昇云创科技有限公司）和CADint Sweden AB.100%股权分别新增商誉0.20亿元和0.04亿元，年末商誉主要为收购FINELINE产生，账面价值为2.06亿元，收购溢价相对较高，考虑到欧洲市场政治经济形势面临较大的不确定性，需关注被收购子公司未来业绩不达预期的商誉减值风险。其他非流动资产主要为预付设备款，2022年应产能扩张需求，设备款同步增加。截至2022年末，公司受限资产合计13.16亿元，占总资产的11.07%。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.75	9.73%	12.03	10.12%	11.31	13.62%
应收账款	16.84	13.94%	15.81	13.30%	15.67	18.87%
存货	6.28	5.20%	7.32	6.15%	6.71	8.08%
<b>流动资产合计</b>	<b>46.80</b>	<b>38.74%</b>	<b>47.31</b>	<b>39.80%</b>	<b>40.18</b>	<b>48.40%</b>
固定资产	27.10	22.43%	26.70	22.46%	19.82	23.87%
在建工程	20.15	16.68%	19.08	16.05%	5.34	6.43%
商誉	2.75	2.27%	2.77	2.33%	2.36	2.84%
其他非流动资产	8.77	7.26%	8.47	7.12%	5.13	6.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>74.00</b>	<b>61.26%</b>	<b>71.57</b>	<b>60.20%</b>	<b>42.84</b>	<b>51.60%</b>
<b>资产总计</b>	<b>120.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>118.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.02</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年第一季度报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

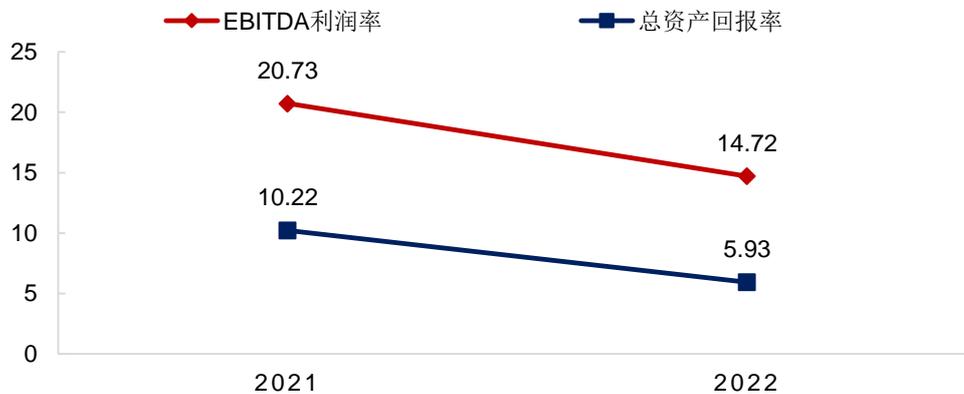
公司营业收入保持增长，但产能利用率下降和FCBGA封装基板项目建设产生的成本上升导致公司

盈利能力大幅下滑，需关注国际经济和产业环境变动、汇率波动、竞争加剧以及原材料价格波动对公司盈利能力带来的不利影响

公司持续推进生产线的投资扩产，传统PCB业务和半导体业务产能保持较快增长，但受制于全球政治局势震荡、行业层面需求不振、竞争加剧等压力，2022年公司整体营业收入虽小幅增长，但由于订单增长不达预期，叠加新增产能处于爬坡阶段，公司生产线产能未得到充分利用，导致销售毛利率同比下降3.51个百分点。2022年公司营业利润和净利润大幅减少，低于2020年利润水平，除去产能利用率降低带来的影响外，期间费用增加是另一主要原因，期间费用增加主要系投资FCBGA封装基板领域相应产生。2022年公司期间费用率同比上升2.95个百分点，其中管理费用率增加1.18个百分点、研发费用率增加1.41个百分点、财务费用率增加0.38个百分点，EBITDA利润率和总资产回报率随之下降，公司整体盈利能力下滑明显。

公司海外收入占营业收入的比重将近一半，2022年地缘政治局势动荡，全球经济下行风险加大，叠加国内经济受贸易限制，印制电路板行业景气度不足，未来全球经济和产业环境的变动仍可能对公司海外业务的生产经营产生影响。同时，公司海外业务产销主要以美元结算，面临一定的汇率波动风险。此外，在国内外需求收缩背景下，内资PCB企业持续扩产，竞争激烈，产能消化整体放缓，而近年主要原材料价格受国际市场大宗商品价格影响在高位震荡，短期内公司盈利能力或将维持低位。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司业务回款保持良好，总债务规模略有增长，短期债务下降使得公司短期偿债能力有所提高，但研发投入、管理费用等成本增加导致公司经营获现能力下滑明显，整体债务压力加大，考虑到公司为A股上市公司，可通过增发等形式实现资本补充，且保有一定备用流动性，公司的再融资能力较强

随着公司投资规模扩大以及银行借款的增加，公司总负债有所增长，其中刚性债务占比超过60%。2022年末公司总债务规模同比小幅上升，增量主要为银行长期借款，用于生产线投资建设，债务类型主

要为银行借款、债券融资，还包括应付上游供应商的票据结算款（计入应付票据科目）以及租入房产的未付租金（计入租赁负债科目）。其中，银行借款年利率在4.15%以内，公司自成立以来成功发行企业债券、短期融资券、公司债券等品种进行债券融资，2022年末存续债券为“兴森转债”，剩余可转债余额为26,853.41万元（2,685,341张），目前转股价为13.51元/股。从期限结构来看，2022年末公司短期债务占总债务的比重为58.49%，现金短期债务比为1.23，短期债务压力相对可控。

除刚性债务外，公司经营性负债主要由应付供应商原材料和设备采购款构成，计入应付账款科目，账龄主要在1年以内，2022年末应付账款大幅增长，主要系投资规模扩张所致。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.18	12.32%	10.11	20.81%	13.42	33.42%
应付票据	2.76	5.50%	3.52	7.25%	3.11	7.74%
应付账款	12.83	25.57%	13.87	28.54%	7.45	18.55%
一年内到期的非流动负债	4.66	9.28%	3.87	7.96%	2.39	5.95%
<b>流动负债合计</b>	<b>29.69</b>	<b>59.16%</b>	<b>34.82</b>	<b>71.66%</b>	<b>29.59</b>	<b>73.67%</b>
长期借款	16.32	32.52%	9.71	19.98%	7.52	18.72%
应付债券	2.52	5.02%	2.50	5.14%	2.41	5.99%
租赁负债	0.18	0.36%	0.22	0.46%	0.14	0.35%
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.49</b>	<b>40.84%</b>	<b>13.77</b>	<b>28.34%</b>	<b>10.57</b>	<b>26.33%</b>
<b>负债合计</b>	<b>50.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>48.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.16</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	--	--	<b>29.93</b>	<b>61.59%</b>	<b>28.99</b>	<b>72.18%</b>
其中：短期债务	--	--	17.50	36.02%	18.92	47.12%
长期债务	--	--	12.42	25.57%	10.07	25.06%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年公司营业收入保持增长，且经营业务回款较为及时，收现比为1.05，经营活动净现金流随之增加，但新技术的研发投入、管理成本、融资费用等支出增加，EBITDA、FFO和自由活动现金流（预计未来公司产能项目等资本性支出仍较多，自由活动现金流较经营活动现金流更能反映公司真实现金流情况）减少，导致EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务和自由活动现金流/净债务大幅下降，经营活动现金生成能力和偿债能力均有所减弱。财务杠杆方面，2022年末公司所有者权益增长，资产负债率和总债务/总资本下降，杠杆水平有所改善。整体来看，受制于盈利能力下降，公司债务压力加大。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	-0.28	7.27	5.80
FFO（亿元）	--	5.09	8.47
资产负债率	41.54%	40.87%	48.38%
净债务/EBITDA	--	1.25	1.31

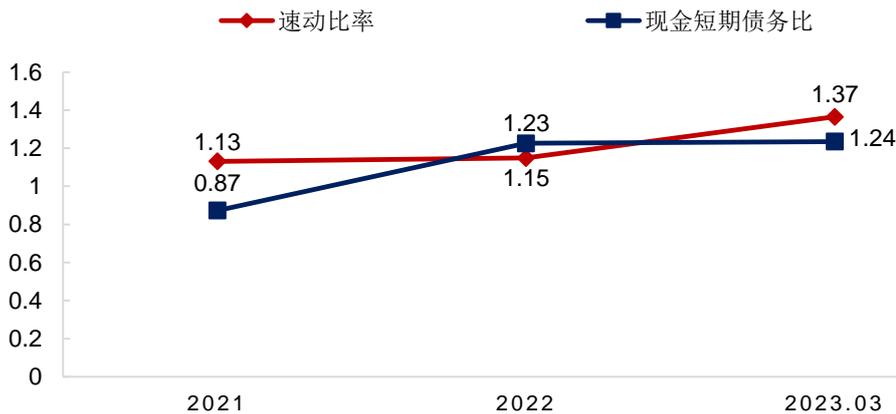
EBITDA 利息保障倍数	--	7.89	14.90
总债务/总资本	--	29.86%	40.35%
FFO/净债务	--	51.90%	61.96%
经营活动现金流/净债务	--	74.12%	42.41%
自由活动现金流/净债务	--	-167.22%	-36.26%

注：自由活动现金流/净债务为负系自由活动现金流为负所致。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

随着短期债务规模减少及现金类资金增加，2022年公司速动比率和现金短期债务比均呈上升趋势，流动性表现和短期偿债能力向好。公司资产以厂房及设备为主，资产变现能力较弱。考虑到公司为深交所主板A股上市公司，定增、发行债券等资本市场融资途径较为畅通，且2023年3月末公司剩余可用银行授信额度为70.86亿元，亦可通过银行信贷获取流动资金和项目贷款。总体来看，公司获取流动性资源的能力较强。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

2022年8月，公司子公司宜兴硅谷因废水排放浓度超标被无锡市生态环境局处以89.00万元罚款。宜兴硅谷已及时组织专业人员进行原因分析，制定并落实整改方案，优化废水处理设施及生产工艺，经整改，相关项目排放浓度均已达标。2022年11月，宜兴硅谷的国家排污许可证通过无锡市生态环境局的审核延续，有效期自2022年11月4日至2027年11月3日为止。

#### 社会因素

根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生产品质量或安全事故问题，无拖欠员工工资、社保等情形，但 2022 年子公司广州科技因未按规定期限备案剧毒化学品、易制爆危险化学品销售、购买信息而被广州市公安局黄埔区分局处以 1,000 元罚款，子公司宜兴硅谷因 2017 年 3 月至 2018 年 7 月期间向海关申报进口一般贸易方式下半固化片等货物时实际运费与申报不符而被上海浦东国际机场海关处以 3.30 万元罚款，公司子公司均已在规定期限内缴纳罚款。2021-2022 年广州科技已连续两年获得由中共广东省委农村工作领导小组颁发的“广东扶贫济困红棉杯”，公司承担了一定的乡村振兴社会责任。

## 公司治理

2022 年公司原副总经理曾志军先生因个人原因主动提出辞职。控股股东、实际控制人、董事、总经理邱醒亚先生自公司 2010 年 6 月 18 日上市起至 2022 年 9 月 14 日期间，在拥有权益的股份变动比例累计达到 5% 时，未按照《证券法》《上市公司收购管理办法》等相关规定停止买卖公司股份并及时履行报告、公告义务，于 2022 年 12 月 14 日被深圳证券交易所给予通报批评的处分。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 4 月 17 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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至 2023 年 4 月 23 日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司专注于印制电路板产业，围绕传统 PCB 业务和半导体业务两大主线展开产业布局，综合研发技术能力较强，且满足多品种生产要求，交货质量及交期较为稳定，月交货能力平均 25,000 个品种，保持较强的市场竞争力，是国内 PCB 样板及小批量板细分领域龙头企业之一，2022 年正式进军 FCBGA 封装基板领域，客户群体多为下游多个行业领先企业或龙头企业，但客户多且分散也在一定程度上为公司管理应收账款增加了难度。随着在建产能项目的试投产及产能逐渐释放等，公司传统 PCB、IC 封装基板、半导体测试板的年产能均大幅增长，2022 年公司营业收入同比增长 6.23%，但受行业需求不振、竞争加剧、成本支出增加等因素影响，公司盈利能力下滑明显，债务压力相应加大，同时公司海外业务收入占比仍较高，面临一定的国际政治经济形势震荡和汇兑损失风险。此外，2022 年公司完成定增，资本实力显著增强。整体来看，公司的抗风险能力较强。

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“兴森转债”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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	11.75	12.03	11.31	8.60
应收账款	16.84	15.81	15.67	11.63
存货	6.28	7.32	6.71	3.99
流动资产合计	46.80	47.31	40.18	28.78
固定资产	27.10	26.70	19.82	17.38
在建工程	20.15	19.08	5.34	2.17
商誉	2.75	2.77	2.36	2.44
其他非流动资产	8.77	8.47	5.13	1.49
非流动资产合计	74.00	71.57	42.84	32.86
资产总计	120.80	118.88	83.02	61.64
短期借款	6.18	10.11	13.42	8.15
应付票据	2.76	3.52	3.11	1.94
应付账款	12.83	13.87	7.45	5.18
一年内到期的非流动负债	4.66	3.87	2.39	0.58
流动负债合计	29.69	34.82	29.59	18.31
长期借款	16.32	9.71	7.52	3.65
应付债券	2.52	2.50	2.41	3.15
租赁负债	0.18	0.22	0.14	0.00
非流动负债合计	20.49	13.77	10.57	7.54
负债合计	50.18	48.59	40.16	25.85
总债务	--	29.93	28.99	17.78
所有者权益	65.81	65.39	37.62	32.89
营业收入	12.52	53.54	50.40	40.35
营业利润	-0.24	4.97	6.68	6.11
净利润	-0.02	4.87	6.13	5.47
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	7.27	5.80	4.08
投资活动产生的现金流量净额	-3.79	-23.31	-12.32	-4.45
筹资活动产生的现金流量净额	4.15	15.26	8.00	3.69
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	7.88	10.45	7.34
FFO（亿元）	--	5.09	8.47	5.44
净债务（亿元）	--	9.82	13.67	9.75
销售毛利率	24.15%	28.66%	32.17%	30.93%
EBITDA 利润率	--	14.72%	20.73%	18.19%
总资产回报率	--	5.93%	10.22%	11.74%
资产负债率	41.54%	40.87%	48.38%	41.94%
净债务/EBITDA	--	1.25	1.31	1.33

EBITDA 利息保障倍数	--	7.89	14.90	11.84
总债务/总资本	--	29.86%	40.35%	33.20%
FFO/净债务	--	51.90%	61.96%	55.83%
速动比率	1.37	1.15	1.13	1.35
现金短期债务比	--	1.23	0.87	0.84

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	注册资本	取得方式
广州市兴森电子有限公司	广州	印制电路板生产	100.00%	0.10	设立
宜兴硅谷电子科技有限公司	宜兴	印制电路板生产	100.00%	8.33	收购
广州兴森快捷电路科技有限公司	广州	印制电路板生产	100.00%	21.50	设立
兴森快捷香港有限公司	香港	投资、贸易	100.00%	0.42（亿美元）	设立
湖南源科创新科技有限公司	湖南	SSD 生产	100.00%	0.33	收购
天津兴森快捷电路科技有限公司	天津	元器件贴装	100.00%	0.50	设立
广州兴森快捷电子销售有限公司	广州	贸易	100.00%	0.10	设立
宜兴兴森快捷电子有限公司	宜兴	元器件贴装	100.00%	1.00	设立
兴森股权投资（广州）合伙企业（有限合伙）	广州	股权投资、咨询服务	99.50%	2.01	设立
广州兴科半导体有限公司	广州	IC 封装基板生产销售	50.99%	10.00	共同对外投资设立
珠海兴盛科技有限公司	珠海	印制电路板生产	100.00%	6.00	设立
广州兴森半导体有限公司	广州	封装基板生产销售	100.00%	5.00	设立
珠海兴森半导体有限公司	珠海	封装基板生产销售	100.00%	4.00	设立
珠海兴森快捷电路科技有限公司	珠海	印制电路板生产销售	60.00%	0.20	设立
广州兴森投资有限公司	广州	印制电路板生产销售	100.00%	1.00	设立
广州视晟科技有限公司	广州	印制电路板生产销售	100.00%	1.00	设立

资料来源：公司 2022 年年度报告、公开信息，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
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
净利息支出	计入财务费用的利息支出+资本化利息支出-利息收入
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%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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。