



2023年深圳市景旺电子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：

2023 年深圳市景旺电子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

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
景 23 转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）系国内主要 PCB 生产企业之一，市场份额在 PCB 行业内稳居前列，产品质量控制严格，在业内具备良好口碑；且产品应用领域广泛，客户优质且较分散，经营现金生成能力仍较强。同时中证鹏元也关注到，2022 年以来 PCB 行业面临市场需求持续低迷以及竞争加剧等不利因素，公司持续扩产带来产能增加，未来面临一定的订单拓展压力，以及债务规模持续增加推升杠杆水平等风险因素。

评级日期

2023 年 06 月 19 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	155.10	154.92	143.42	121.06
归母所有者权益	82.86	80.72	72.78	65.49
总债务	38.33	36.72	29.43	23.50
营业收入	23.41	105.14	95.32	70.64
净利润	2.13	10.81	9.31	9.25
经营活动现金流净额	5.05	15.55	11.40	15.27
净债务/EBITDA	--	0.77	0.43	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	62.59	118.50	190.47
总债务/总资本	31.06%	30.69%	28.23%	25.81%
FFO/净债务	--	106.54%	207.33%	-101.61%
EBITDA 利润率	--	18.71%	17.75%	21.40%
总资产回报率	--	8.43%	7.99%	10.15%
速动比率	1.40	1.29	1.13	1.75
现金短期债务比	1.90	1.64	1.75	4.40
销售毛利率	24.44%	22.35%	23.39%	28.32%
资产负债率	45.16%	46.48%	47.84%	44.18%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 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

- **公司在产品质量控制方面具有领先优势，收入规模在 PCB 行业内排名稳居前列。**公司注重精细化管理，已建立并运行一整套行业领先的质量控制管理体系，产品稳定性高，近年来多次获得客户颁发的产品质量奖项，在业内具有良好的口碑。此外根据行业协会数据，2022 年公司在印制电路板行业全球排名第 16 位，中国内资 PCB 百强排名第三。
- **公司坚持多元化产品布局，产品应用领域广泛，客户优质且较分散。**公司产品类型覆盖 RPCB、FPC，在下游汽车电子、消费电子、通信、工控、医疗等各应用领域均有较好的业绩贡献，持续与知名企业保持良好的合作关系。2022 年公司收入中来自汽车电子领域的销售额占比提升；单一客户占比不高，前五大客户销售额合计占比为 19.73%。
- **公司业绩保持增长，经营性现金生成能力仍较强，流动性较好。**2022 年在市场景气度下行背景下，公司收入及净利润仍保持增长；同时得益于良好的现金生成能力，2022 年经营活动产生的现金净流入规模增至 15.55 亿元，期末流动性指标仍处于较高水平。

关注

- **2022 年以来 PCB 行业面临市场需求持续低迷以及行业竞争加剧等不利因素，公司业绩增长压力较大。**2022 年受下游消费电子需求低迷影响，公司当期来自消费电子领域的收入占比下降。2023 年一季度 PCB 行业景气度继续走低，公司整体收入微幅增长；而国内 PCB 行业竞争激烈导致公司内销业务毛利率低，叠加外销业务易受汇率波动影响，以及原材料价格波动带来的成本控制压力等，未来公司盈利或存在波动。
- **公司处于持续扩产周期，未来待释放产能规模较大，面临产能消化压力。**公司位于珠海的 2 个扩产项目正处于产能爬坡阶段，2023 年一季度受行业需求持续低迷影响，公司整体产能利用率降至 80%；其中部分产线定位高阶 HDI，良率及产能利用率改善空间较大。此外，公司尚有其他扩产计划，未来整体待释放产能规模较大，行业需求低迷情况下，公司将面临较大的订单拓展压力，亦存在扩产项目投产后生产效益不及预期的风险。
- **2022 年以来公司债务规模持续增长，推升杠杆水平。**2022 年公司新增长期借款用于扩产项目建设，截至 2023 年 3 月末总债务为 38.33 亿元，较 2021 年末增加 8.9 亿元，叠加 2023 年 4 月发行 11.54 亿元“景 23 转债”，公司总债务规模进一步上升。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内主要的 PCB 生产企业，市场份额稳居前列，产能持续提升且客户资源丰富，预计未来业务持续性较好。

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	207.27	154.92	143.04	94.91	58.63	30.80
营业收入	139.92	105.14	78.85	58.71	44.32	19.69
净利润	16.40	10.81	7.91	6.75	4.01	1.82
销售毛利率	25.52%	22.35%	18.15%	27.42%	18.83%	24.71%
EBITDA 利润率	20.51%	18.71%	20.13%	21.13%	16.60%	18.80%
总资产回报率	9.55%	8.43%	7.05%	9.16%	8.33%	7.08%
资产负债率	40.88%	46.48%	51.50%	42.32%	44.26%	39.38%

注：以上各指标均为 2022 年数据，深南电路和胜宏科技的财务指标来源 wind，其他均来自中证鹏元整理。
 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	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	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		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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	AA/景 23 转债	2022-08-31	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/景 20 转债	2018-04-23	刘志强、董斌	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
景 23 转债	11.54	11.5400	2022-08-31	2029-04-03

注：以上债券余额系截至 2023 年 6 月 15 日。

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2023年4月发行可转债“景23转债”，发行规模11.54亿元，募集资金扣除发行费用后计划用于一期工程--年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目；上述募集资金已于2023年4月11日汇入公司及子公司景旺电子科技（珠海）有限公司设立的募集资金专户，截至2023年5月31日，募集资金专户余额合计为69,107.40万元。2023年6月7日起该债券转股价格调整为25.21元/股。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，截至2023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34.67%和34.67%，其中智创投资有限公司持有的8.85%股权被质押。

2022年至2023年3月末，合并报表范围子公司未发生变化，截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司明细详见附录四。

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。

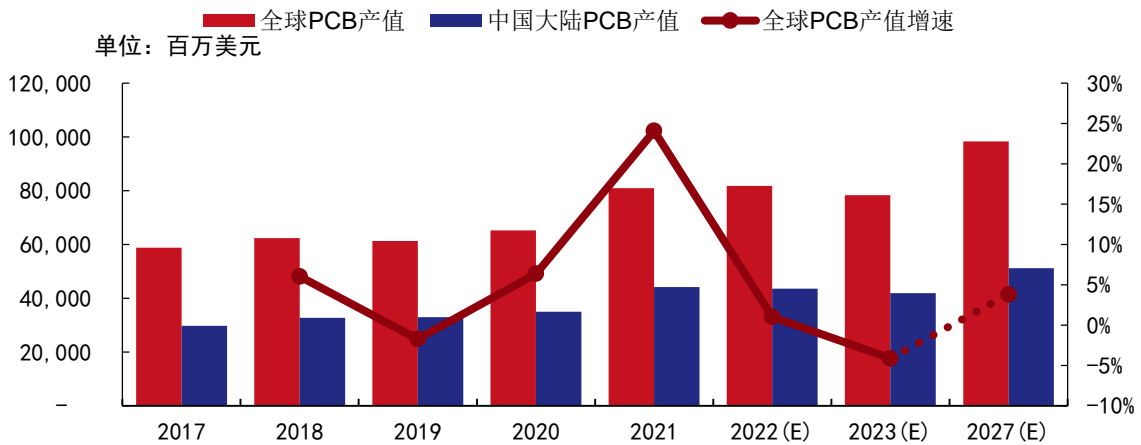
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

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；预计消费电子领域短期内需求将持续低迷，汽车电子领域有望带动行业长期发展，数据通信领域景气度有望提振。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PCB行业盈利仍将承压

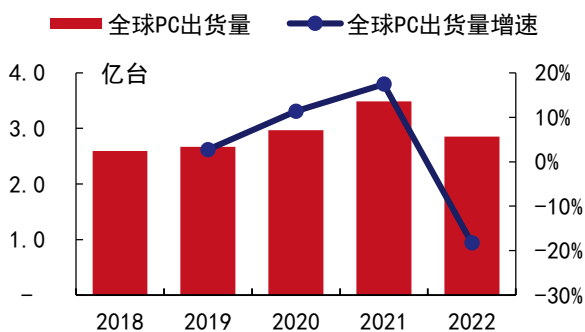
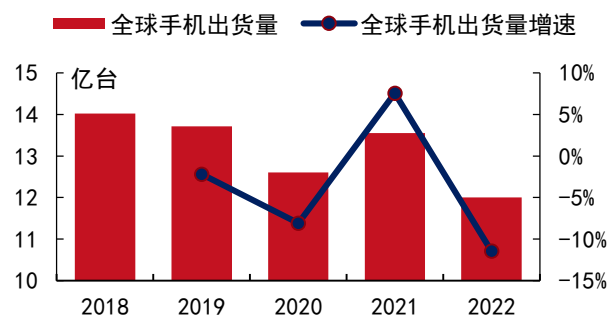
受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，PCB行业下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战。

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 2022 年全球 PC 出货量回落

图 3 近年全球手机出货量波动下滑


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，有望带动行业长期发展。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，相关厂商的汽车板业务均有良好增长。根据 IDC 预测，

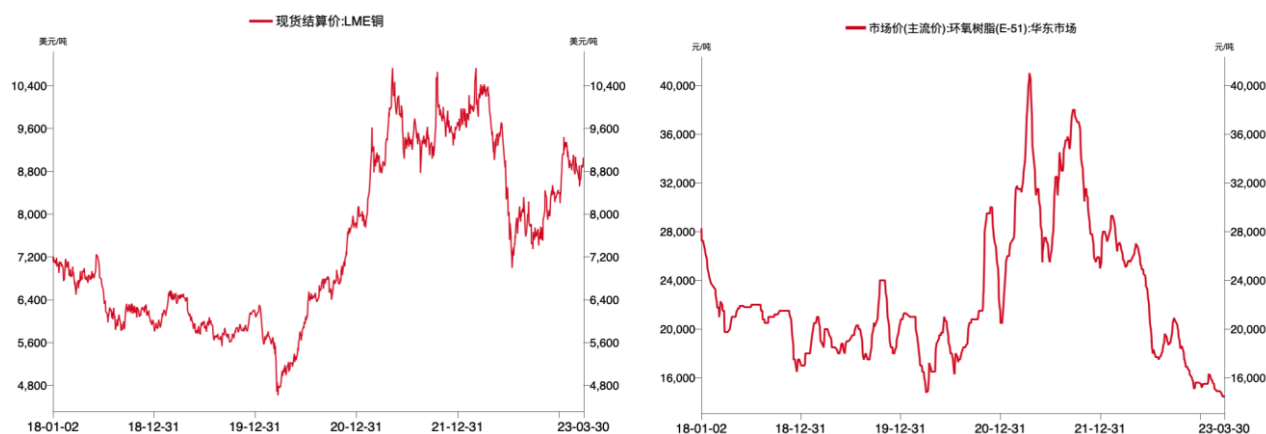
中国新能源汽车市场至2026年预计渗透率将超过50%，年复合增长率35%；同时随着汽车电子化率的提升，常规汽车的电子化需求也在持续增长，长期来看，在新能源汽车“电动化、网联化、智能化”促进下，新能源车用PCB市场有望持续扩容，带动包括多层硬板、HDI板、软板在内的汽车PCB需求保持较快增长。

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。

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PCB企业的利润增长形成较大拖累。

2022年原材料整体价格下滑，PCB厂商毛利率回升。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年毛利率普遍有所回升，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PCB企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

公司系国内主要的PCB生产企业之一，市场份额在PCB行业内稳居前列，同时公司注重精益生产，产品稳定性较高，在PCB领域的业务竞争力较强。公司仍处于持续扩张阶段，在行业竞争加剧叠加市场需求波动等背景下，未来公司新增产能或面临较大的订单拓展压力

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。2022年以来受下游市场需求整体较低迷影响，公司产品销量微幅增长，不过受益产品结构优化，主营业务收入同比保持一定增长，毛利率受产能利用率调整以及原材料价格回落等综合影响存在一定波动。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。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	22.28	20.96%	100.92	19.22%	91.95	20.73%
其他业务	1.13	93.29%	4.22	97.08%	3.37	95.95%
合计	23.41	24.44%	105.14	22.35%	95.32	23.39%

资料来源：公司2021年报、2022年报及公司提供，中证鹏元整理

公司产品应用领域广泛，客户资源优质且较分散，2022年受市场需求调整，公司整体销量仅微幅增长，产品平均价格受益产品结构优化持续提升，收入及利润均保持增长，其中外销收入占比仍较高，面临一定的汇率波动风险

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，受下游结构性需求影响，2022年公司在不同领域的订单表现分化。2022年新能源汽车带动汽车电子领域的PCB需要保持旺盛，公司在该领域的订单保持增长，来自汽车电子领域的销售额占比进一步提升，达到35.72%；而受消费电子领域市场需求低迷影响，该领域的销售额占比下降至19.70%，通信设备及终端、工业控制及医疗、计算机及网络设备等领域的销售额占比保持相对稳定。

公司产品销量保持微幅增长，其中刚性板销量略有增长，柔性板销量增幅较大主要受益于新能源动力电池需求较旺。公司于2018年以人民币2.78亿元收购的子公司珠海景旺柔性电路有限公司（简称“珠海景旺柔性”）产品主要定位柔性板，受益于此，2022年该公司营业收入实现8.18亿元，同比增长42.39%，净利润扭亏为盈，实现净利润3,122.56万元。

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，2022年公司产品销售均价同比继续提升，带动当期收入及利润均保持增长；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2 公司产品销量（单位：万平方米）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
刚性板	159.10	687.10	672.86
柔性板	40.95	182.72	165.18
金属基板	10.42	44.19	54.42
销量合计	210.47	914.01	892.46
整体产销率	103.47%	98.60%	105.13%
平均销售价格（元/平方米）	1,058.67	1,104.13	1,030.33

资料来源：公司提供

公司拥有较多优质客户且集中度不高。2022年公司继续与华为、海拉、TCL科技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，第一大客户销售额占比未超过10%，前五大客户的销售额合计占年度销售总额的比重为19.73%。

表3 2022年前五大客户销售情况（单位：万元）

客户	销售金额	占比
客户一	78,815.25	7.81%
客户二	39,736.63	3.94%
客户三	29,404.58	2.91%
客户四	26,727.70	2.65%
客户五	24,445.57	2.42%
合计	199,129.73	19.73%

资料来源：公司提供

从销售区域占比看，公司内外销结构持续调整。2022年公司内销占比持续提升，但由于国内市场竞争异常激烈，订单盈利空间小，在材料降价及生产效率提升带来生产成本下降等背景下，公司内销业务毛利率仍呈现下降且处于较低水平。同期，公司外销业务由于美元升值带来的汇率差以及覆铜板材料降价等，毛利率提升且维持在较好水平。不过公司外销业务以美元结算为主，汇率波动对公司盈利亦有一定不利影响。

表4 公司主营业务内外销占比及毛利率

项目	2022年		2021年	
	占比	毛利率	占比	毛利率
内销	59.56%	13.48%	54.82%	16.99%
外销	40.44%	27.68%	45.18%	25.27%

资料来源：公司2021年报及2022年年报，中证鹏元整理

2022年公司继续加大研发投入，在服务器、新能源动力电池、毫米波六代雷达等产品研发取得突破，专利数量持续新增并在国内PCB生产企业中保持领先优势，市场份额在行业排名稳居前列

公司研发持续投入，技术创新取得良好进展。2022年公司研发投入5.46亿元，同比增长19.27%，在服务器whitley平台高速板、低轨卫星空腔板、超算PCB板、新能源汽车充配电板、毫米波五代雷达/4D成像雷达板等产品实现量产，同时在服务器 EGS/Genoa平台、折叠屏穿轴软板、软板mSAP、多层高阶软硬结合板、超长尺寸新能源动力电池软板、车载摄像头COB软硬结合板、毫米波六代雷达板、自研塞孔树脂等技术上取得突破。2022年公司及子公司共获得47项发明专利，34项实用新型专利，通过1项国际领先、1项国际先进、1项国内领先技术的科技成果鉴定，截至2022年末，公司共拥有257项发明专利和195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。

公司已建立并运行一整套行业领先的质量控制管理体系，在精细化管理、质量控制等方面具备优势。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，同时每年进行一次内部审核和管理评审。公司导入各类先进检测设备，其中央实验室经国家认证可作为第三方检测机构，产品检测能力获得行业认可，为公司产品的质量可靠性检测提供支撑。近年来公司多次获得客户颁发的产品质量奖项，在业内具有良好的口碑。

作为国内PCB行业的代表企业之一，公司是中国电子电路行业协会副理事长单位，是行业标准的制定单位之一。公司连续多年入选全球行业调研机构N.T.Information Ltd 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。根据行业协会数据，2022年公司在印制电路板行业全球排名第16位，中国内资PCB百强排名第三。**2022年以来受行业景气度影响，公司整体产能利用率出现下降；已投产新工厂仍处于产能爬坡阶段，未来待释放产能规模较大，在行业竞争激烈背景下，公司未来仍将面临较大的订单拓展压力，亦存在部分扩产项目投产后收益不及预期风险**

公司在国内拥有广东深圳、广东龙川、江西吉水、珠海金湾、珠海富山五大生产基地共11个工厂，具备高多层、高频高速、高阶HDI、柔性板、SMT贴装、散热PCB、自研材料等量产技术，能够向汽车电子、通讯领域、超算、服务器、传输网、数字能源、消费电子、工控医疗等领域提供高可靠性且品质稳定的产品。

2022年公司整体产能规模继续稳步提升，同比增长约10.15%。从产品类别看，刚性板、柔性板及金属基板三大产品线产能均有不同幅度地增加，刚性板和柔性板产能利用率表现较好，金属基板由于订单不足导致产能利用率偏低。2023年一季度受下游需求回落以及公司新工厂产能持续释放等影响，整体产能利用率进一步下降，未来受下游需求波动等影响，公司新增产能仍面临一定的消化压力。

表5 公司产品产能及利用情况（单位：万平方米）

项目	2023年 1-3月	2022年	2021年
产能	253.37	1,026.92	932.30
产量	203.41	926.97	848.95
产能利用率	80.28%	90.27%	91.06%

资料来源：公司提供

截至2023年3月末，公司已开工在建扩产项目主要为珠海的多层板项目和HDI项目，其中多层板项目系“景20转债”募投项目，已于2021年3月开始投产，近年来产能爬坡较为顺利，产品主要定位通讯、服务器等领域，订单拓展较顺利，良率及产能利用率均表现较好。

HDI项目系“景23转债”募投项目，部分产线于2021年6月开始投产，该类产品技术门槛相对较高，投产前期处于生产磨合阶段，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，亦可能面临投资收益不及预期的风险。

公司处于持续扩张阶段，整体扩产规模较大。除上述2个可转债募投项目之外，公司在江西新建三期厂房，以及计划于富山工厂内部改扩建新建厂房。考虑到当前PCB行业竞争加剧，部分领域已出现产能过剩，未来公司新增产能或面临较大的订单拓展压力

表6 截至2023年3月31日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	设计年产能	开始投产时间
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（景20转债的募投项目，简称“多层板项目”）	181,891.39	159,879.03	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（景23转债的募投项目，简称“HDI项目”）	268,895.50	162,509.10	60万平方米HDI	2021年6月

资料来源：公司提供

2022年以来主要原材料价格持续回落，对公司毛利率有一定正向提升，但考虑到公司所处产业链位置相对上游材料供应商的议价能力偏弱，未来随着原材料价格回升，公司将面临一定的成本控制压力

公司营业成本中，直接材料占比较高（约60%），经历前期大幅涨价，2022年以来覆铜板、铜箔、半固化片三种材料采购价格持续回落，其中主要材料覆铜板价格降幅明显，2023年一季度覆铜板、铜箔采购价格进一步下滑。考虑公司向下游客户转移材料成本存在一定滞后期，而主要材料供应商议价能力较强，且近年来PCB行业持续大幅扩产，部分领域产能过剩导致价格竞争激烈，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，预计未来在上游原材料进入涨价周期时，公司主营业务将可能面临一定的成本压力。

表7 公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2023年1-3月	2022年	2021年
覆铜板	元/平方米	104.83	113.31	130.41
铜球	元/公斤	61.49	61.36	61.32
铜箔	元/公斤	79.84	84.58	91.82

半固化片	元/平方米	11.71	12.34	14.19
金盐	元/克	254.73	238.09	227.68

资料来源：公司提供

公司供应商集中度一般。公司原材料采购仍主要来自国内供应商，公司已与生益科技、南亚集团、联茂电子等主要供应商建立稳定合作关系。2022年公司向前五名供应商（同一控制的企业合并计算）采购金额占采购总额比重为35.86%。

六、财务分析

财务分析基础说明

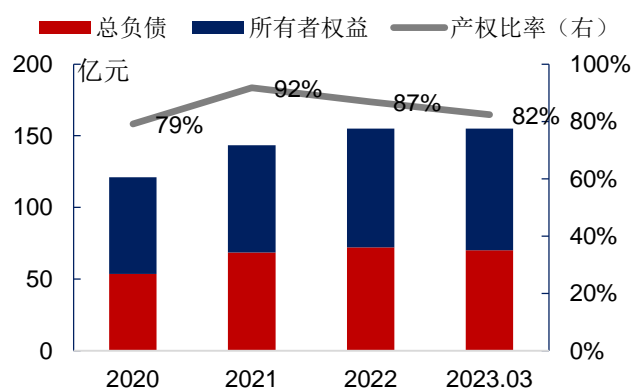
以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围子公司无变化。

资本实力与资产质量

2022年以来公司资产规模增长主要源于利润累积和负债推动，期末资产结构仍以货币资金、应收货款、存货及固定资产等为主，整体资产质量较好

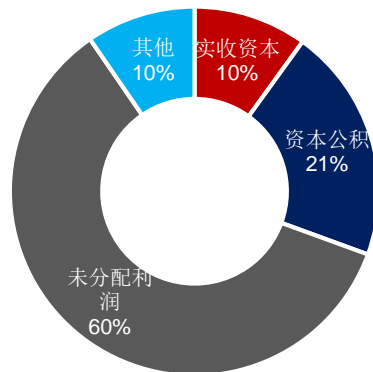
2022年公司未分配利润累积推动权益资产增加，同时叠加负债端推动，期末总资产增加，资产结构相对稳定，仍主要由货币资金、应收账款、存货及固定资产构成。期末受限资产主要为货币资金、应收票据质押等，合计10.50亿元。2023年4月公司成功发行“景23转债”募集资金11.54亿元，带动公司资产规模进一步增长，产权比率整体仍处于较高水平。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2023 年 3 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 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性资产方面，2022年以来受益经营性现金流入增加，现金类资产持续提升。应收款项主要系货款，期末账龄主要集中在1年以内，公司已按照账龄法计提坏账准备1.85亿元，应收对象较分散，前五大应收账款合计占比21.43%。存货由原材料、在产品、产成品构成，其中产成品计提的存货跌价准备比例相对较高，2022年以来受下游需求不足、订单减少等影响，存货规模略有减少。

非流动资产主要为固定资产，系公司最主要的资产部分，2022年末固定资产同比增加14.66亿元，主要来源珠海景旺生产线陆续投产转为固定资产所致。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.03	10.98%	14.86	9.59%	11.22	7.82%
应收票据及应收账款	33.20	21.40%	37.30	24.08%	34.35	23.95%
其中：应收账款	30.77	19.84%	35.12	22.67%	30.93	21.56%
存货	14.02	9.04%	13.76	8.88%	14.44	10.07%
流动资产合计	74.01	47.72%	74.06	47.81%	71.04	49.54%
固定资产	68.60	44.23%	69.78	45.05%	55.12	38.43%
在建工程	3.00	1.93%	2.76	1.78%	4.38	3.06%
非流动资产合计	81.09	52.28%	80.85	52.19%	72.37	50.46%
资产总计	155.10	100.00%	154.92	100.00%	143.42	100.00%

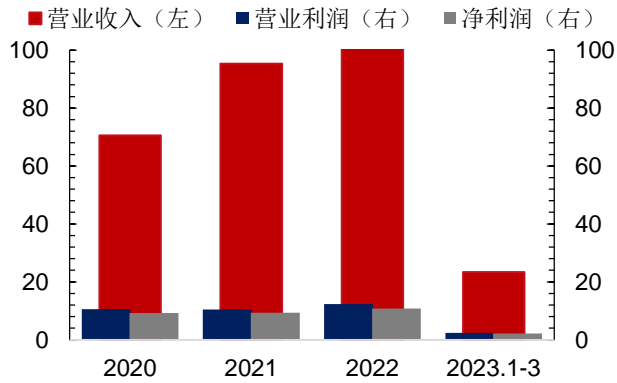
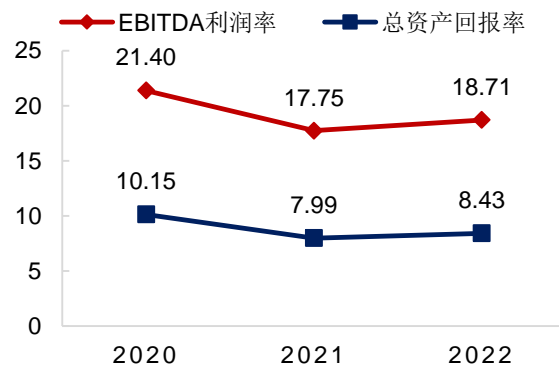
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年以来受行业景气度影响，公司收入增速放缓，受益原材料价格下降以及公司内部生产效率优化等，盈利能力保持稳定，未来受市场需求、行业竞争等因素影响，盈利可能波动

2022年公司产能持续释放，在整体市场景气度不高情况下，公司销量微幅增长，同时受益产品结构持续优化带来的平均销售价格提升，当期公司营业收入同比增长10.30%，增速较上年回落。此外，受益当期原材料价格回调以及精益生产带动的内部成本下降等，当期公司净利润同比增长16.17%，增速高于收入增幅，当期EBITDA利润率、总资产回报率等核心盈利能力指标同比小幅增加。

2023年一季度市场需求持续低迷，公司收入增长乏力。未来随着同行持续扩产，PCB行业市场竞争或进一步加剧、同时下游需求复苏不明朗，公司或面临业绩增长压力。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司刚性债务主要系银行借款和可转债，债务以长期为主，债务规模持续增长，但现金流表现较好，2022年以来现金性现金净流入规模增加，整体债务压力不大

公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，债务期限以长期为主。2022年以来新增长期借款，叠加2023年4月“景23转债”发行成功，整体债务水平呈增长趋势。

公司经营性负债主要为应付账款及应付票据，2022年以来公司经营性负债规模持续下降，主要系公司支付较多工程款导致期末应付账款同比减少。期末应付账款账龄集中在一年以内。应付票据为银行承兑汇票以及少数达到付款条件的信用证。

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	1.51	2.16%	1.95	2.71%	0.32	0.47%
应付账款	22.86	32.63%	25.84	35.88%	29.36	42.80%
应付票据	13.15	18.78%	12.74	17.69%	13.47	19.63%
流动负债合计	42.86	61.19%	46.91	65.15%	50.12	73.06%
长期借款	7.27	10.38%	5.75	7.98%	0.00	0.00%
应付债券	16.09	22.97%	15.95	22.14%	15.34	22.36%
非流动负债合计	27.18	38.81%	25.10	34.85%	18.49	26.94%
负债合计	70.04	100.00%	72.01	100.00%	68.61	100.00%
总债务合计	38.33	54.72%	36.72	50.99%	29.43	42.89%

其中：短期债务	14.82	21.16%	14.85	20.62%	14.04	20.47%
长期债务	23.51	33.56%	21.87	30.37%	15.39	22.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力较强，短期债务压力较小。2022年公司经营活动产生的现金净流入增加，且债务以长期借款和可转债为主，短期内公司经营性现金对债务的保障程度很高，EBITDA利息保障倍数、净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现仍较好。

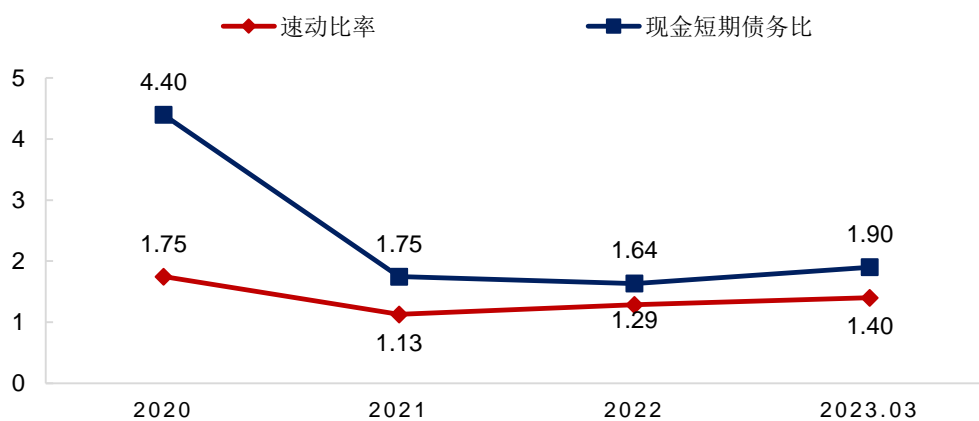
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	5.05	15.55	11.40
FFO(亿元)	--	16.05	15.05
资产负债率	45.16%	46.48%	47.84%
净债务/EBITDA	--	0.77	0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	62.59	118.50
总债务/总资本	31.06%	30.69%	28.23%
FFO/净债务	--	106.54%	207.33%
经营活动现金流/净债务	47.07%	103.25%	157.10%
自由现金流/净债务	14.64%	-22.12%	-171.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年以来源于经营性现金流入增加，公司现金类资产增加，期末流动性比率及现金短期债务比整体处于较好水平。考虑到公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。截至2023年3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仍较强。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

环境因素

公司主营业务 PCB，生产经营活动涉及污染物排放，为有效合理解决废水、废气、噪音、固体废物等方面污染源的问题，公司不断加大环保投入，运行一系列环保举措及防污设施建设，持续推进清洁生产、节能减排。根据公司 2022 年度报告以及公司出具的 ESG 相关说明，过去一年公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

社会因素

根据公司出具的 ESG 相关说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理因素

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。同时公司根据定位、业务特点及业务发展需要，设立了技术研发中心、品质管理中心、采购管理部等职能部门，组织架构清晰，详见附录三。2022 年以来公司主要董事会成员、监事以及高级管理人员均保持稳定，公司高层管理人员具有丰富的行业经验，员工结构以生产和技术人员为主，2022 年员工总数减少，但人均创收进一步提升，生产效率在行业内表现较好。

（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6月14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。

八、结论

公司为国内主要PCB生产企业，近年来持续扩产，产能规模稳步提升，2022年营业收入小幅增长，收入规模在PCB行业内排名靠前。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。

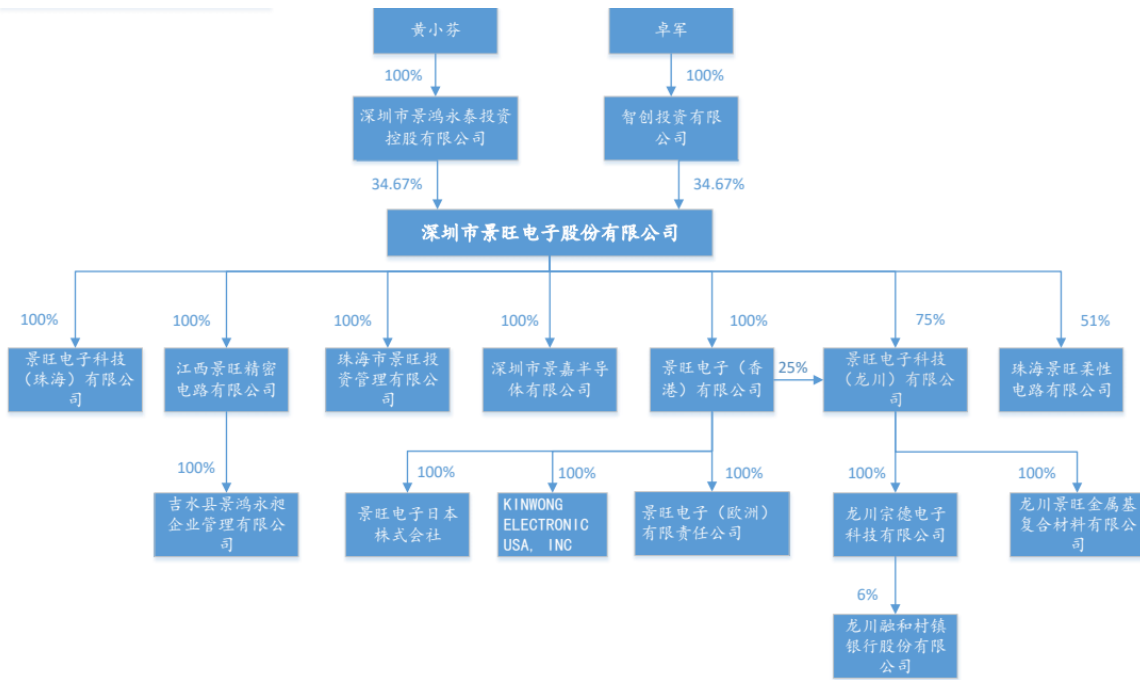
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“景23转债”信用等级为AA。

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	17.03	14.86	11.22	20.20
应收账款	30.77	35.12	30.93	23.72
流动资产合计	74.01	74.06	71.04	72.00
固定资产	68.60	69.78	55.12	30.75
非流动资产合计	81.09	80.85	72.37	49.06
资产总计	155.10	154.92	143.42	121.06
应付账款	22.86	25.84	29.36	20.37
应付票据	13.15	12.74	13.47	8.24
流动负债合计	42.86	46.91	50.12	36.19
长期借款	7.27	5.75	0.00	0.10
应付债券	16.09	15.95	15.34	14.72
非流动负债合计	27.18	25.10	18.49	17.29
负债合计	70.04	72.01	68.61	53.49
总债务	38.33	36.72	29.43	23.50
所有者权益	85.05	82.90	74.81	67.57
营业收入	23.41	105.14	95.32	70.64
营业利润	2.41	12.31	10.46	10.57
净利润	2.13	10.81	9.31	9.25
经营活动产生的现金流量净额	5.05	15.55	11.40	15.27
投资活动产生的现金流量净额	-3.77	-15.85	-16.32	-23.53
筹资活动产生的现金流量净额	0.95	4.81	-2.72	14.11
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	19.68	16.92	15.11
FFO(亿元)	--	16.05	15.05	13.20
净债务(亿元)	10.73	15.06	7.26	-12.99
销售毛利率	24.44%	22.35%	23.39%	28.32%
EBITDA 利润率	--	18.71%	17.75%	21.40%
总资产回报率	--	8.43%	7.99%	10.15%
资产负债率	45.16%	46.48%	47.84%	44.18%
净债务/EBITDA	--	0.77	0.43	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	62.59	118.50	190.47
总债务/总资本	31.06%	30.69%	28.23%	25.81%
FFO/净债务	--	106.54%	207.33%	-101.61%
速动比率	1.40	1.29	1.13	1.75
现金短期债务比	1.90	1.64	1.75	4.40

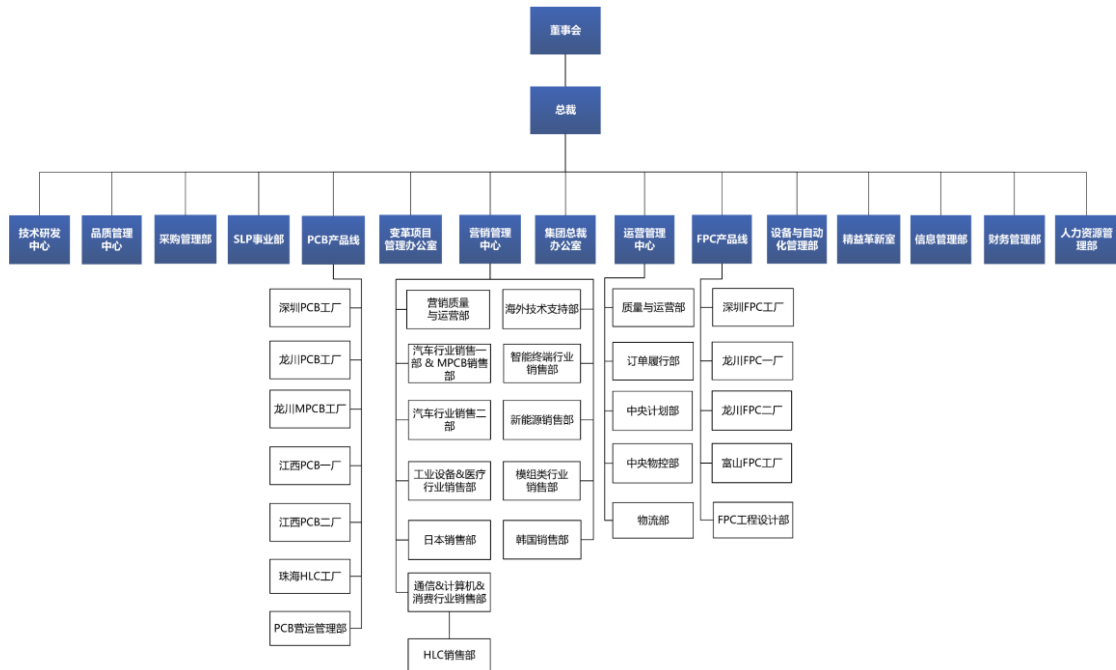
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3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
吉水县景鸿永昶企业管理有限公司（景鸿永旭）	200 万元	100%	一般项目：企业管理，单位后勤管理服务，企业管理咨询

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。