

四会富仕电子科技股份有限公司向不特定 对象发行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：

四会富仕电子科技股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2023-2-20

评级观点

- 中证鹏元评定四会富仕电子科技股份有限公司（以下简称“四会富仕”或“公司”，证券代码：300852.SZ）主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，评定公司本次拟向不特定对象发行不超过 5.7 亿元（含）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 PCB 小批量板领域经营多年，客户资质较好且集中度较低，近年产能规模持续扩张，收入及利润规模保持增长，且资本实力不断增强。同时中证鹏元也关注到 PCB 行业竞争激烈，公司主营业务毛利率呈下降趋势，在建及拟建项目投资规模较大，未来存在产能消化风险，此外外销占比较高，面临一定的汇率波动风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 5.7 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，未转股部分到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

发行目的：4.35 亿元用于年产 150 万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产 80 万平方米电路板），1.35 亿元用于补充流动资金

未来展望

- 汽车电子等重点下游行业需求表现较好，公司产能规模持续扩张，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。

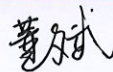
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	15.47	13.77	10.69	4.81
归母所有者权益	11.65	10.40	8.78	3.55
总债务	0.55	0.17	0.08	0.11
营业收入	8.82	10.50	6.50	4.79
净利润	1.58	1.84	1.21	0.88
经营活动现金流净额	1.69	1.55	1.17	0.87
销售毛利率	27.69%	29.61%	33.36%	32.93%
EBITDA 利润率	--	24.84%	27.31%	25.33%
总资产回报率	--	17.11%	17.94%	24.05%
资产负债率	24.68%	24.48%	17.86%	26.20%
净债务/EBITDA	--	-1.45	-3.00	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	1,429.68	208.98	278.55
总债务/总资本	4.51%	1.58%	0.86%	2.92%
FFO/净债务	--	-63.19%	-31.03%	-107.51%
速动比率	2.51	2.51	4.63	2.20
现金短期债务比	9.20	25.10	73.12	36.35

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com



项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com



联系电话：0755-82872897

优势

- **公司客户资质较好且相对分散。**公司在 PCB 小批量板细分领域经营多年，在小批量板定制化、快速响应客户、品质管控等方面具有一定竞争优势，产品覆盖工业控制、汽车电子等重点领域，近年积累了欧姆龙、日立集团、京瓷等较多知名客户，且与重点客户保持稳定合作关系，近年客户集中度不高。
- **近年收入及利润规模保持增长。**根据中国电子电路行业协会统计，公司位居第二十一届（2021）中国电子电路行业排行榜内资 PCB 企业第 35 名，并被评为内资 PCB 企业“快板/样板”特色产品主要企业。近年受益于下游需求相对旺盛、产能规模持续扩张以及产品结构一定程度得到优化，公司营收及利润规模均保持增长，销售毛利率及资产回报率表现较好。
- **公司资本实力有所增强。**2020 年 7 月公司成功 IPO 并募集资金净额 4.22 亿元，融资渠道得到拓宽，资本实力亦有所增强，截至 2022 年 9 月末，公司资产负债率较低，各项流动性指标表现较好。

关注

- **PCB 行业竞争激烈，主营业务毛利率下滑。**2021 年以来受主要原材料涨价但价格传导滞后、产能持续扩张但产能利用率出现下降等影响，公司主营业务毛利率出现下降。考虑到当前 PCB 行业竞争较激烈、工业控制等重要下游需求出现波动等，未来公司毛利率回升存在一定压力。
- **公司在建及拟建产能规模较大，未来或面临较大的消化压力。**受订单不足等影响，公司 2022 年前三季度产能利用率下滑。2022 年 11 月末公司在建产能较多，且拟建较大规模的 PCB 大批量板产能，未来若下游市场需求不足或公司订单拓展不及预期，新增产能将面临消化压力，存在盈利不达预期的风险。
- **公司外销收入占比较高，且销售市场高度集中于日系客户，面临一定的贸易政策和汇率波动风险。**公司近年约 60% 的收入来自日系客户，若未来中日两国国际贸易关系发生不利变化，公司客户及业绩稳定性将受不利影响。此外公司外销主要以美元结算，汇率波动对公司盈利有一定影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	崇达技术	世运电路	明阳电路	四会富仕
总资产	167.92	143.42	86.94	59.89	32.43	13.77
营业收入	139.43	95.32	59.96	37.59	18.54	10.50
净利润	14.81	9.31	6.12	2.00	1.07	1.84
销售毛利率	23.71 %	23.39%	25.96%	15.44%	21.54 %	29.61%
资产负债率	49.26%	47.84%	45.41%	48.61%	46.33%	24.48%
EBITDA 利润率	18.35%	17.75%	21.21%	12.58%	14.07%	24.84%
总资产回报率	11.01%	7.99%	9.32%	5.66%	4.80%	17.11%
净营业周期（天）	84.39	37.82	33.44	28.77	-3.28	22.84

注：以上各指标均为 2021 年数据，其中深南电路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	评分要素	评分		
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9	
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	7/9	
	行业风险状况	3/5	盈利状况	非常强	
	经营状况	4/7	流动性状况	6/7	
业务状况评估结果		4/7	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				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
无	无	--	--	--	无

一、发行主体概况

公司前身为四会富士电子科技有限公司，由四会市明诚贸易有限公司（以下简称“四会明诚”）、美邦企业有限公司、富士电路集团有限公司于2009年8月出资设立，三者出资比例分别为75%、17%和8%，公司成立时刘天明、温一峰和黄志成分别持有四会明诚28%、24%和24%的股权，三人为公司共同实际控制人。

后经数次增资和股权转让，公司于2018年5月改制为股份有限公司，注册资本增至4,246.82万元，名称变更为现名，四会明诚与刘天明共同控制的四会天诚同创投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天诚同创”）、三名共同实际控制人全资控制的四会市一鸣投资有限公司（以下简称“一鸣投资”）分别持有公司52.65%、14.25%和12.95%的股权。2019年3月，刘天明、温一峰和黄志成以及四会明诚、天诚同创、一鸣投资共同签署了《一致行动协议》，截至2022年9月末前述一致行动关系未发生变化。

2020年7月，公司在深圳证券交易所公开发行人民币普通股（A股）1,416万股并上市（股票代码“300852.SZ”），募集资金净额4.22亿元，发行后总股本为5,662.82万股，控股股东为四会明诚，三名共同控制人合计可支配公司65.07%的股权，系公司的共同控制人。

截至2022年9月末，公司的控股股东仍为四会明诚，刘天明、温一峰和黄志成为公司共同实际控制人，公司股权结构图如附录二所示；2022年9月末刘天明、温一峰、黄志成及四会明诚、天诚同创、一鸣投资持有的公司股权均不存在质押、冻结情形。

公司主要从事印制电路板的研发、生产和销售，产品类型包括单/双面板、多层板、HDI板等，产品应用领域以工业控制、汽车电子、新能源发电为主。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的子公司共3家，具体如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过5.7亿元（含）；

债券期限和利率：6年，票面利率由公司董事会（或董事会授权人士）根据股东大会的授权在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，未转股部分到期归还本金和最后一年利息；

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可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前20个交易日和前1个交易日公司股票交易均价；

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审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。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公司股票交易均价之间的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

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可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权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可转换公司债券：

（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；

（2）当本期债券未转股余额不足3,000万元时。

回售条款：

1、有条件回售条款

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债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2、附加回售条款

若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，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本期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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过5.7亿元（含），扣除发行费用后，资金投向明细如表1所示。

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
四会富仕电子科技股份有限公司年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）	44,802.97	43,500.00	97.09%

补充流动资金	13,500.00	13,500.00	100%
合计	58,302.97	57,000.00	97.77%

资料来源：《四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》

四会富仕电子科技股份有限公司年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）项目（以下简称“本期债券募投建设项目”）由公司本部负责实施，建设地点位于四会市下茆镇四会电子产业园3-4号，项目拟通过引进智能化生产设备，新建配套的公用、辅助设施以及环保处理设施，增加年产80万平方米高可靠性电路板产能。截至2022年11月末，本期债券募投建设项目尚未正式开工，已取得项目用地和广东省生态环境厅关于项目环境影响报告表的批复，并在四会市发展和改革局完成项目备案。

根据公司于2022年12月编制的《四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（以下简称“本期债券募投建设项目可行性分析报告”），本期债券募投建设项目的建设期为4年，项目投资总额为44,802.97万元，项目建成达产后预计实现不含税年销售收入73,520.00万元，年税前利润总额9,737.81万元，项目投资回收期5.04年（税前）。但中证鹏元注意到，本期债券募投建设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年我国经济持续复苏，2022年以来经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2021年，我国经济呈稳健复苏态势，实现国内生产总值（GDP）114.4万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济增长全球领先，主要预期目标全面实现。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，经济运行总体平稳。

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增

速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

行业环境

2022年以来PCB行业景气度有所回落，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但长期有望保持较快增长

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24.1%；中国大陆PCB产值占比54.2%，同比增长25.7%。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达354.5万辆、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，但在6月以来恢复至明显增长态势；2022年1-9月新能源汽车累计销量同比增长超过110%，同时超越了2021年全年销量，渗透率达23.5%。汽车电子在传统高级轿车中的价值量占比约28%，而在新能源车中则能达到47%-65%，随着汽车电子含量不断提升，对汽车PCB的需求和价值量也将进一步提升，新能源汽车的PCB用量预计将达燃油汽车的2-4倍，未来随着新能源汽车渗透率提升，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。

近年上游原材料价格波动较大，加大了PCB企业的成本控制压力，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，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》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》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，截至2022年9月末，刘天明、温一峰和黄志成三名共同实际控制人系一致行动人，且均为公司主要创始人，黄志成和温一峰为舅甥关系，三人合计可支配公司65.07%的股权，三名共同实际控制人单一无法对公司实施控制。根据公司招股说明书，三名共同实际控制人所签署的一致行动协议有效期至公司上市之日起满36个月时（即2023年7月13日）终止，若协议期满后三名共同实际控制人不再签署一致行动协议，公司实际控制人可能会发生变更，这将对公司治理结构的稳定性形成较大不利影响。

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11月末，公司董事会成员共6名，包含2名独立董事，其中共同实际控制人刘天明自公司成立以来一直担任公司的董事长，全面主持公司的生产经营管理工作，温一峰和黄志成则一直担任公司的董事职务。公司高级管理人员共5名，包括总经理、2名副总经理、财务总监及董事会秘书，目前董事会秘书为公司董事。组织架构上，公司根据经营管理需要，设立了产品评审部、制造技术部等业务部门。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。

公司坚持实施差异化产品竞争战略，以“小批量、高品质、高可靠、短交期、快速响应”的市场定位，重点生产工业控制和汽车电子等领域用中小批量PCB板；近年受益于下游市场需求较旺盛、公司新建产能逐步释放，营业收入及利润规模均有所增长。未来公司将聚焦PCB制造主业，并规划进一步投资扩建PCB产能，构筑从样板、快板、小中大批量全品类生产格局。

六、经营与竞争

公司主营中小批量PCB板的研发、生产和销售，近年应用于工业控制、汽车电子两大领域的产品销售收入占比约为80%，产品类型包括双面板、多层板，其中受下游市场对PCB的高密度化需求增强、以及新投产的IPO募投项目产能以多层板为主，近年多层板收入占比持续提升。2019-2021年受益于下游市场需求增长、产能规模持续扩张带来的产品产销量增加，以及公司产品结构持续优化和原材料涨价带来的销售价格提升，公司营业收入规模持续增长，其中2021年同比大幅增长61.44%，但受覆铜板等主要原材料价格大幅上涨以及IPO募投项目投产导致折旧增加等因素影响，当年主营业务毛利率下降至27.73%。

2022年前三季度公司主营业务收入继续保持增长，但受原料库存周期、IPO募投项目产能释放缓慢等因素影响，主营业务毛利率继续承压，但分季度看，得益于主要原材料涨价压力逐步缓解，2022年第三季度主营业务毛利率较上半年已有小幅提升。

其他业务收入系公司通过销售PCB生产过程中产生的铜箔边角料、贵金属废液等而取得的废料收入，因该项业务成本已分摊至主营业务收入，其毛利率水平较高。2021年以来由于废料回收价格上涨以及公司规模扩张带来的废品量增加，其他业务收入规模明显增长。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-9月		2021年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	85,507.34	25.45%	102,156.48	27.73%	63,721.66	32.00%	46,919.03	31.50%
双面板	22,405.11	23.53%	34,147.23	24.13%	23,602.30	29.67%	20,650.47	28.05%
多层板	63,102.23	26.12%	68,009.25	29.54%	40,119.36	33.37%	26,268.56	34.22%
其他业务收入	2,667.65	99.69%	2,812.66	97.99%	1,299.38	100.00%	996.96	100.00%
合计	88,174.99	27.69%	104,969.14	29.61%	65,021.04	33.36%	47,915.98	32.93%

资料来源：公司提供

公司在PCB小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，近年通过持续的研发投入，技术实力有所提升

公司在PCB小批量板领域经营多年，在快速响应客户、品质管控等方面具有一定竞争优势。公司订单具有品种多、单个订单面积小、产品高度定制化等特点，平均订单面积约为14平方米。近年公司已逐步建立契合公司产品结构的高度柔性化生产线，为缩短订单交期，公司通过对生产线的自动化、智能化进行持续改造，逐步实现了线上生产物料自动传递、智能化快速产线切换等，生产效率有所提升，在原料充足情况下订单生产周期为15天左右，客户需求响应较快速。此外公司深入推行“阿米巴”经营管理模式，通过信息化管理方式，对生产数据实时追踪、有效管控质量异常，在品质管控方面获得了较多对质量要求较高的日系客户认可，并多次获得欧姆龙、岛津、山洋电气、安川电机等企业的优秀供应商奖项。

公司具有一定的市场份额和品牌知名度。公司成立以来即专注于PCB小批量板的制造，并在工业控制、汽车电子等领域取得了一定的客户认可，与日立集团、松下、欧姆龙、京瓷等知名企业合作多年，业务关系稳定。此外，公司连续多年入选中国电子电路行业协会（CPCA）发布的中国PCB百强企业，根据CPCA公布的《第二十一届（2021）中国电子电路行业排行榜单》，公司在内资PCB企业排名第35位，并被评为内资PCB企业“快板/样板”特色产品主要企业。

近年公司持续进行生产工艺技术研发，每年保持较大研发投入力度，技术实力有所提升。公司依托广东省高可靠性电路板设计与制造工程技术研究中心、广东省企业技术中心等研发平台积极开展研发活

动，2019-2021年整体保持较高的研发投入强度，分别投入研发费用0.23亿元、0.31亿元和0.47亿元，占当期营业收入的比重分别为4.85%、4.73%和4.48%。研发费用重点投向高阶HDI基板、机器人应用刚挠结合基板、5G应用高频高速基板、超高多层（≥30层）基板等重点产品的制作工艺研究与开发，截至2022年9月末公司已取得发明专利5项、实用新型21项以及取得PCT国际专利申请1项。此外公司在生产经营过程中积累了多项非专利技术，应用领域覆盖高信赖性HDI、超厚基板、高频高速基板、超薄基板、刚挠结合基板等产品，前述专利及非专利技术为公司的生产经营提供了较好的技术基础。

近年公司持续扩产，2022年受订单减少影响，产能利用率有所下降；当前扩产项目投资规模较大，需关注在建及拟建产能消化压力和收益不及预期风险

公司现有产能均布局于广东肇庆，且以PCB中小批量板为主。截至2022年11月末，公司在肇庆四会市共有5期工厂正式投产，其中一二三期系IPO前投产的产能，公司早期产能以PCB中小批量板为主，近年通过对三期工厂进行技改、以及投资四期工厂等，逐步拓展中批量板、HDI板及高多层板产能。五期则为自有资金投资的PCBA工厂，各期工厂具体情况如下表所示。因公司订单具有明显小批量、多品种、短交期的特点，因此公司采取“丰田看板”的生产模式，并实行柔性化的生产管理。此外在订单量大、交期短的情况下，公司将部分订单的部分工序委托外协生产。

表3 截至2022年11月末公司产能布局情况

生产车间	投产时间	产品定位
一二三期工厂	2020年5月及以前	一二期中小批量板、三期中批量板
四期工厂	2021年第三季度	HDI板、高多层、中小批量板
五期工厂	2022年6月	PCBA产品
合计	-	-

资料来源：公司提供

近年公司产能规模保持增长，2022年以来产能利用率有所下降。近年公司通过对一二三期工厂实施技改、投资IPO募投项目四期工厂的方式，持续扩大产能。为保证小批量产品的交货周期，通常会预留适当的产能，2019-2021年公司产能利用率均大于92%，整体处于较高水平。2022年以来受四期工厂新投产产能较大、下游需求偏弱导致订单不足、以及产能占用相对较多的多层板订单占比提升等因素影响，2022年前三季度公司整体产能利用率下降至86.81%。考虑到PCB行业市场竞争激烈、工业控制等下游领域需求增速已出现放缓迹象，未来公司已投产产能能否顺利消化仍存在一定不确定性。

表4 公司已投产主要产能情况（单位：万平方米）

项目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年
产能	90.06	105.60	72.27	55.08
自产产量	78.18	101.40	67.04	50.77
产能利用率	86.81%	96.03%	92.77%	92.18%

注：上表产能已根据投产时间、材料利用率等情况进行折算。

资料来源：公司提供

截至2022年11月末公司在建及拟建项目计划总投资14.48亿元，项目投产后将新增较大规模产能，需关注在建及拟建项目的产能消化压力和收益不及预期风险。除本期债券募投建设项目外，公司拟建的“年产200万平方米高可靠电路板项目”建设资金来源于自有资金，目前已取得该项目用地，产能规划为汽车电子、5G通信、数据中心服务器等领域大批量PCB板，考虑到PCB大批量板市场竞争较为激烈、产品毛利率水平相对较低，且公司当前主要客户订单以中小批量板为主，该项目建成后能否实现预期收益尚存在较大不确定性。

表5 截至 2022 年 11 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	产品定位
年产 150 万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产 80 万平方米电路板）*	44,802.97	1,269.60	中大批量板，提升高多层板、HDI板、软硬结合板等高端产品占比
年产 200 万平方米高可靠电路板项目	100,000.00	7,603.25	大批量板为主，提升数字化、智能化制造的生产能力，提升产品生产的效率
合计	144,802.97	8,872.85	-

注：“*”为本期债券募投建设项目，该项目目前已签订部分生产设备采购合同，已投资金额为已支付的设备采购款。

“**”项目尚未开工，已投资金额为项目用地的土地出让金及税费等支出

资料来源：公司提供

近年公司收入规模持续增长，客户资质较好且集中度不高；此外外销收入占比较高，销售市场高度集中于日系客户，存在一定的贸易政策及汇率波动风险

近年公司收入规模持续增长。公司采用直销为主的销售模式，客户类型包括电子专业制造服务供应商及终端客户、PCB企业、贸易商3类。公司产品均为定制化产品，产销率整体较高，2019-2021年受益于下游需求旺盛及产能规模扩张，产品销量增长较快，带动收入规模实现较快增长。

公司产品应用领域较为多样。公司产品下游应用领域覆盖工业控制、汽车电子、医疗器械、信息通讯等，其中近年工业控制、汽车电子两大领域的销售收入占比分别约为 60%、20%。

近年公司产品结构有所优化，毛利率相对较高的多层板销售收入占比逐年提升。近年公司主要下游应用领域对PCB高密度化的要求不断强化，公司一方面调整销售策略，另一方面通过投资四期工厂建设多层板产能，多层板产能及出货面积有所提升。但值得注意的是，当前公司产品仍以6层及以下刚性板为主，2022年前三季度来自高端产品HDI及软硬结合板的收入占比合计6.92%，未来产品结构仍有较大的优化空间。

公司客户较为优质，客户集中度较低，但销售市场高度集中于日系客户。公司重点经营的工业控制、汽车电子领域客户对PCB供应商的准入门槛要求较高，客户粘性较强，得益于公司在PCB行业经营多年，与较多优质客户建立了长期稳定合作关系，近年收入主要来自于国内外上市公司及知名EMS企业，主要客户包括世界500强企业日立集团、松下，日本500强企业欧姆龙、京瓷等日本上市公司，以及万特集团、艾尼克斯等知名企业。公司客户较分散，2019-2021年公司前五大客户集中度较低且逐年下降。

表6 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	主营业务收入占比
2022年1-9月	客户一	7,485.76	8.75%
	客户二	4,491.05	5.25%
	客户三	3,945.94	4.61%
	客户四	3,534.66	4.13%
	客户五	2,793.58	3.27%
	合计	22,250.99	26.02%
2021年	客户一	6,089.23	5.96%
	客户二	5,914.92	5.79%
	客户三	5,693.70	5.57%
	客户四	5,263.06	5.15%
	客户五	4,259.77	4.17%
	合计	27,220.68	26.65%
2020年	客户一	4,889.72	7.67%
	客户二	4,853.77	7.62%
	客户三	3,404.65	5.34%
	客户四	2,818.59	4.42%
	客户五	2,323.06	3.65%
	合计	18,289.79	28.70%
2019年	客户一	5,269.77	11.23%
	客户二	4,218.35	8.99%
	客户三	2,955.93	6.30%
	客户四	2,851.08	6.08%
	客户五	1,656.33	3.53%
	合计	16,951.46	36.13%

资料来源：公司提供

公司外销收入占比较大，且销售市场高度集中于日系客户，存在一定的贸易政策及汇率波动风险。2019-2021年公司外销收入占主营业务收入的比例分别为61.33%、58.84%及60.44%。值得注意的是，近年来公司销售市场高度集中于日系客户（包括注册在中国大陆、香港等地的日资企业）的收入占比约60%，若未来中日两国国际贸易关系发生不利变化，将对公司客户及业绩稳定性产生不利影响。此外公司外销业务主要以美元计价，当人民币出现大幅升值时，汇兑损失将大幅增加，且相对于外国竞争对手的价格优势有所减弱。近年公司主要通过远期锁汇、双货币存款等方式管控汇率波动风险，但2019-2021年仍分别形成汇兑损失（收益以“-”表示）-141.51万元、786.66万元、610.83万元，汇兑损失一定程度上侵蚀了公司利润。

公司供应商集中度较高，对上游议价能力偏弱，2021年以来受主要原材料价格明显上涨影响，毛利率呈下降趋势，存在一定的成本管控压力。

公司营业成本中直接材料占比较高，2019-2021年直接材料占比均大于63%，主要原材料包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片等。2021年覆铜板、铜球、铜箔、半固化片四种主要原料采购价格大幅上涨，此外公司主要客户以日系大型企业客户为主，议价周期较长，价格传导速度较慢，综合影响下当期主营业务毛利率由上年的32.00%下滑至27.73%。2022年二季度以来覆铜板等主要原料价格有所回落，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，主营业务毛利率继续下降。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元、元/平方米、元/公斤）

材料名称	2022年1-9月		2021年		2020年		2019年	
	采购金额	均价	采购金额	均价	采购金额	均价	采购金额	均价
覆铜板	17,706.78	134.10	25,219.23	150.59	11,554.11	111.46	9,533.46	113.66
铜球	3,136.17	44.29	3,712.19	41.75	1,870.79	29.87	1,649.23	35.77
铜箔	3,471.74	96.53	4,401.10	102.82	1,710.57	73.93	1,034.01	73.49
半固化片	4,688.64	13.19	5,590.76	15.62	2,485.14	12.01	1,651.61	11.92
油墨	1,362.70	58.01	1,758.68	62.93	1,302.32	67.27	983.46	74.31
干膜	1,070.76	4.84	1,389.35	5.04	1,160.23	5.11	867.74	5.11

资料来源：公司提供

公司供应商集中度较高，2019-2021年向前五大供应商的采购占比分别为60.51%、57.53%、62.75%。此外采购占比较大的覆铜板等主要原材料所处行业集中度较高，供应商议价能力较强，近年公司采购规模仍相对偏小，采购成本小幅偏高，存在一定的成本管控压力。

近年公司营运效率基本维持稳定。近年公司产品主要应用领域需求较旺盛，客户提货速度较快，存货周转天数小幅下降。公司不同客户付款周期差异较大，其中日系客户应收账款付款周期在月结30-65天左右，国内客户回款周期偏长，通常为月结90-120天；而受运输期较长等因素影响，欧美地区客户回款周期与国内客户相当。整体上看，部分客户账款回款周期较长，对营运资金有一定占用。覆铜板等主要原料供应商通常给予公司月结90天的信用账期，铜球等部分原料采用货到付款形式结算，整体上看公司与供应商结算周期稍长于客户与公司的结算周期，综合影响下，公司净营业周期基本维持稳定。

表8 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2021年	2020年	2019年
应收账款周转天数	61.09	67.50	67.77
存货周转天数	38.50	40.05	41.87
应付账款周转天数	76.75	84.41	85.57
净营业周期	22.84	23.13	24.06

资料来源：公司2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

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1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年至2022年9月末，公司合并报表范围变化情况如下表所示。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的子公司共3家，具体如附录四所示。

表9 2019年至2022年9月末公司合并范围变动情况（单位：万元）

年度	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	变动类型	变动原因
2022年1-9月	四会富仕日本株式会社	2,500万日元	88%	电子产品贸易	新增合并	新设成立
	泓科电子科技（四会）有限公司	15,500	100%	电子电路制造	取消合并	吸收合并*
2021年	四会爱拓技术科技有限公司	100	100%	-	取消合并	注销
	四会富仕电子（香港）有限公司	10万元港币	100%	电子产品贸易	新增合并	新设成立
2020年	四会富仕技术有限公司	10,000	100%	电子电路制造	新增合并	新设成立
2019年	无					

注：“*”系由公司本部对其吸收合并。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模快速增长，资产以现金类资产、固定资产及应收账款为主，资产质量整体较好

近年随着经营规模扩大以及2020年成功IPO，公司资产规模逐年快速增长。公司资产以现金类资产、固定资产及应收账款为主。2022年9月末公司受限资产规模较小，主要是票据保证金及已质押银行承兑汇票，合计0.31亿元。

近年受经营积累及IPO募集资金开支影响，公司现金类资产规模有所波动。截至2022年9月末，公司货币资金中有260.02万元因用做票据保证金而使用受限，交易性金融资产均为理财产品，现金类资产中尚有暂未使用的IPO募集资金0.30亿元。

近年公司收入增长带动应收账款规模逐年扩大，2022年9月末公司应收账款账龄主要在1年以内，应收对象较为分散，期末前五名应收账款金额占比合计22.60%，期末计提坏账准备余额1,382.16万元，坏账计提比例为5.05%。

2021年以来受经营规模扩大、主要原材料价格上涨等原因影响，公司存货规模快速增长。2022年9月末公司存货中原材料、发出商品及库存商品余额占比分别为34.86%、26.36%和24.03%，其中受近两年主要原材料价格波动较大影响，库存商品存在一定的存货跌价风险，2021年末及2022年9月末库存商

品跌价准备余额分别为157.18万元、463.36万元。

公司固定资产主要由机器设备、房屋建筑物构成，资产专用性程度较高、变现能力弱，2021年IPO募投项目正式投产，固定资产规模大幅上升。2021年末及2022年9月末无形资产主要为四会富仕技术有限公司购买用于“年产200万平方米高可靠电路板项目”的建设用地。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年9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	1.24	7.99%	2.31	16.79%	1.49	13.93%	0.50	10.43%
交易性金融资产	3.33	21.51%	1.55	11.27%	3.99	37.29%	0.68	14.14%
应收账款	2.60	16.79%	2.13	15.50%	1.43	13.36%	1.01	21.00%
存货	1.17	7.58%	1.03	7.51%	0.55	5.11%	0.42	8.69%
流动资产合计	9.05	58.50%	7.77	56.45%	7.61	71.14%	2.74	56.96%
固定资产	4.52	29.24%	4.69	34.03%	2.38	22.29%	1.64	34.02%
无形资产	0.78	5.04%	0.79	5.75%	0.17	1.62%	0.12	2.54%
非流动资产合计	6.42	41.50%	6.00	43.55%	3.09	28.86%	2.07	43.04%
资产总计	15.47	100.00%	13.77	100.00%	10.69	100.00%	4.81	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

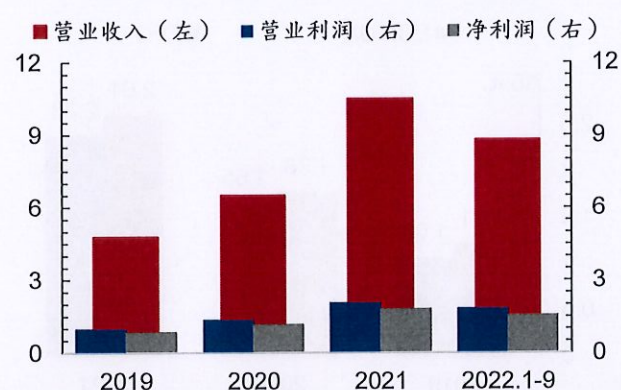
盈利能力

近年公司收入持续较快增长，但受原料波动及新增产能利用率偏低影响，毛利率呈下降趋势

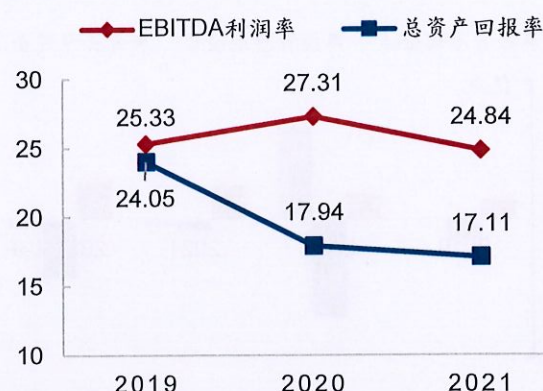
2019-2021年公司营业收入持续增长，其中受益于下游市场需求旺盛以及IPO募投项目投产，2021年营收大幅增长61.44%，但受覆铜板等主要原材料价格大幅上涨以及新增产能利用率偏低等因素影响，2021年主营业务毛利率同比下降较多。综上，受2020年IPO导致资产规模增长、2021年主营业务毛利率下降影响，2019-2021年总资产回报率逐年下降，EBITDA利润率亦有所波动。

近年公司期间费用率水平呈下降趋势。2019-2021年及2022年前三季度，期间费用率分别为12.40%、12.53%、9.97%和6.17%，期间费用主要由研发费用、管理费用构成。公司外币收入规模较大，汇兑损益对财务费用水平影响较大，2022年前三季度受人民币贬值影响，公司确认汇兑收益2,439.61万元，占当期利润总额的比重为13.06%。

2022年1-9月公司营业收入保持较高增速，虽然当期覆铜板等主要原料价格有所下降，但受原料库存周期、新投产产能利用率偏低等因素影响，主营业务毛利率较上年仍呈下降趋势。考虑到PCB行业市场竞争激烈、工业控制等下游领域需求增速已出现放缓迹象，未来公司产能利用率能否顺利提升仍存在一定不确定性。

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 1-9 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

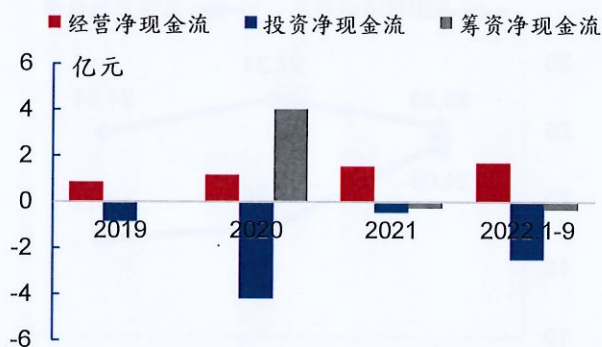
现金流

公司现金生成能力尚可，但在建及拟建项目投资规模较大，且营运资金需求较多，存在一定的资金压力

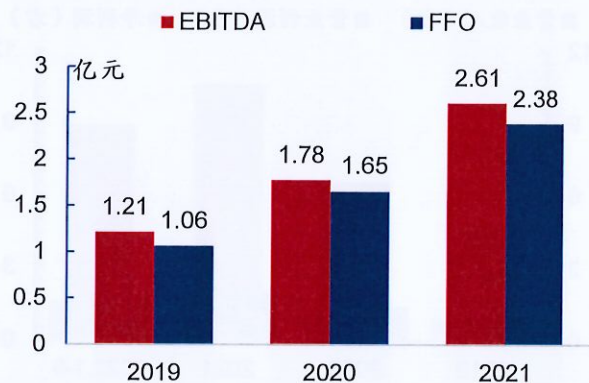
近年公司业务规模扩大且回款较及时，经营净现金流规模持续上升。考虑非付现成本如折旧摊销等因素，2019-2021 年公司 EBITDA 和 FFO 保持增长，现金生成能力表现尚可。

2020 年 7 月公司 IPO 募集资金净额 4.22 亿元，当年筹资净现金流规模较大。近年公司投资现金流均呈净流出，主要系扩产项目投资支出以及理财投资，其中 2020 年及 2022 年前三季度投资现金流大额净流出，系公司利用暂时闲置的 IPO 募集资金及自有资金投资理财产品。

截至 2022 年 9 月末，公司在建及拟建项目投资规模较大，其中“年产 200 万平方米高可靠电路板项目”建设资金来源为自筹资金，扣除公司现有现金类资产及本期资金募集资金中用于补流的资金外，尚有存在较大的建设资金缺口。此外随着经营规模扩大，营运资金需求亦会增加。整体看，未来公司建设资金及营运资金需求较大，存在一定的资金压力。

图3 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

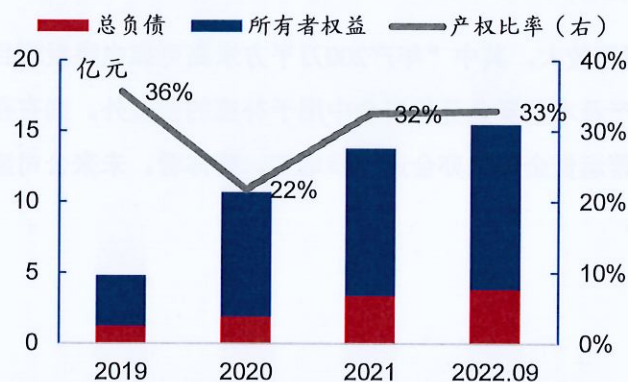
图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

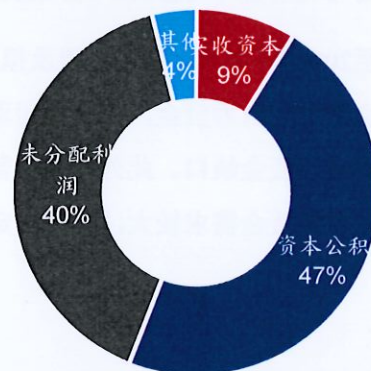
资本结构与偿债能力

受益于成功IPO及经营积累，公司资本实力有所增长，债务则以经营负债为主，整体规模较小

近年随着经营规模扩大，公司负债规模有所增长，截至2022年9月末，负债总额为3.82亿元。2020年7月公司IPO募集资金净额4.22亿元，资本实力有所增强。此外近年公司利润规模保持增长，经营积累充实了权益规模。截至2022年9月末归属于母公司的所有者权益增长至11.65亿元。综合影响下，截至2022年9月末公司产权比率为32.77%，所有者权益对负债的保障程度较好。

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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2022年9月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司负债总额有所增长，负债结构以应付票据、应付账款等流动性负债为主。

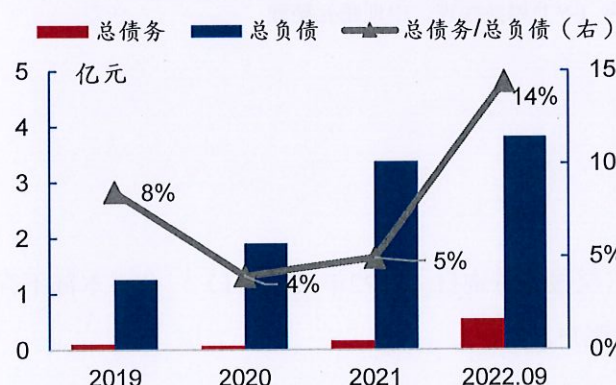
截至2022年9月末，公司应付票据为应付银行承兑汇票、国内信用证；期末应付账款主要为应付货款及劳务款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

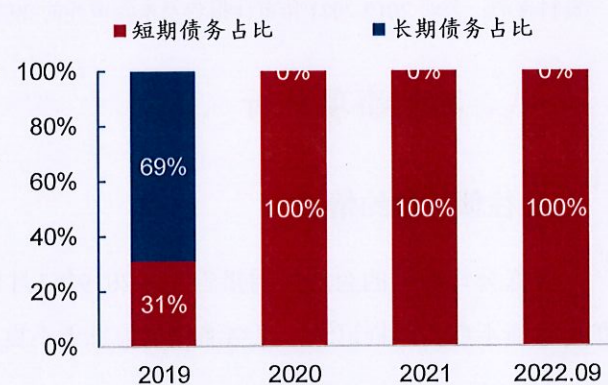
项目	2022年9月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	0.55	14.40%	0.17	4.94%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	1.92	50.35%	1.96	58.24%	1.19	62.20%	0.84	67.03%
流动负债合计	3.14	82.25%	2.68	79.57%	1.53	79.94%	1.06	83.88%
递延所得税负债	0.45	11.71%	0.46	13.76%	0.21	10.88%	0.07	5.43%
非流动负债合计	0.68	17.75%	0.69	20.43%	0.38	20.06%	0.20	16.12%
负债合计	3.82	100.00%	3.37	100.00%	1.91	100.00%	1.26	100.00%
总债务	0.55	14.40%	0.17	4.94%	0.08	3.97%	0.11	8.48%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年随着业务规模扩大，公司债务规模有所增长但仍然较小，偿债压力相对可控。值得注意的是，若本期债券成功发行，公司总债务规模将快速增长。

图 7 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

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 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率较低，近年资本支出、营运资金来源以权益融资及经营积累为主，总债务规模较小，且随着经营规模扩张，EBITDA 规模有所增长，盈余现金较为充裕，近年净债务持续为负，FFO 及 EBITDA 对债务及利息的保障程度较好。

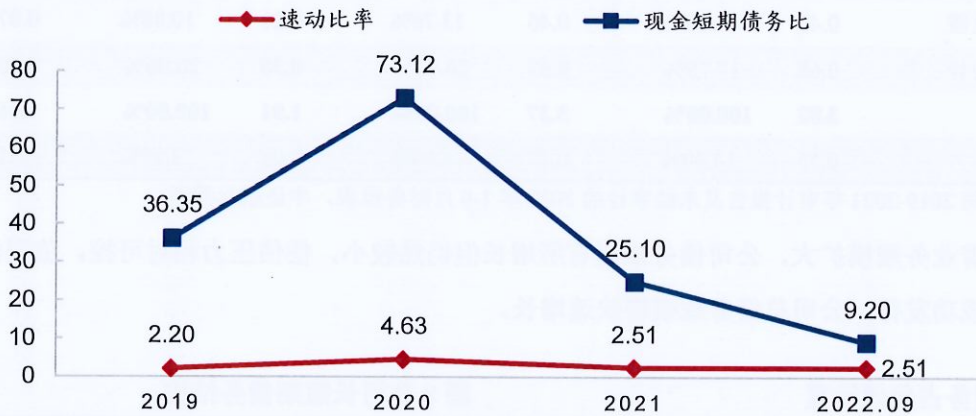
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年9月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	24.68%	24.48%	17.86%	26.20%
净债务/EBITDA	--	-1.45	-3.00	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	1,429.68	208.98	278.55
总债务/总资本	4.51%	1.58%	0.86%	2.92%
FFO/净债务	--	-63.19%	-31.03%	-107.51%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现较好，2019-2021年速动比率及现金短期债务比指标均大于1，但随着经营规模扩张，短期债务规模有所增长，2021年以来现金短期债务比明显下降。公司于2020年7月成功IPO，融资渠道有所拓展，但公司目前经营规模较小，整体上看获得流动性资源的能力一般。

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 1-9 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12月9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。

十、抗风险能力分析

公司在PCB小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，近年来持续扩产，产能规模稳步提升，同时下游市场需求较旺盛，营业收入保持较快增长，毛利率水平整体高于行业平均值。公司客户资质较好且较为分散，与较多重点客户合作关系稳定，客户回款相对及时、账期较稳定，现金生成能力表现尚可。此外截至2022年9月末，公司杠杆水平不高，且作为A股上市公司，资本市场融资渠道多元且较为通畅。但值得注意的是，公司当前业务规模仍较小，存在一定的采购成本管控压力，2022年前三季度产能利用率有所下降。整体而言，公司抗风险能力尚可。

十一、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，本期债券募投建设项目收益是本期债券本息偿付资金的主要来源。根据公司测算，本期债券募投建设项目建成达产后预计可实现不含税年销售收入73,520.00万元，年税前利润总额9,737.81万元，项目投资回收期5.04年（税前）。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，本期债券募投项目以外的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。近年随着产能持续扩大，公司营业收入及净利润均保持增长，经营活动净现金流表现较好；且公司与主要客户合作关系较为稳定，未来业务发展较有保障。但需要注意的是，2022年前三季度公司产能利用率偏低，截至2022年9月末公司在建及拟建项目投资规模较大，未来产能消化存在不确定性。

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，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使本期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情况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

十二、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）

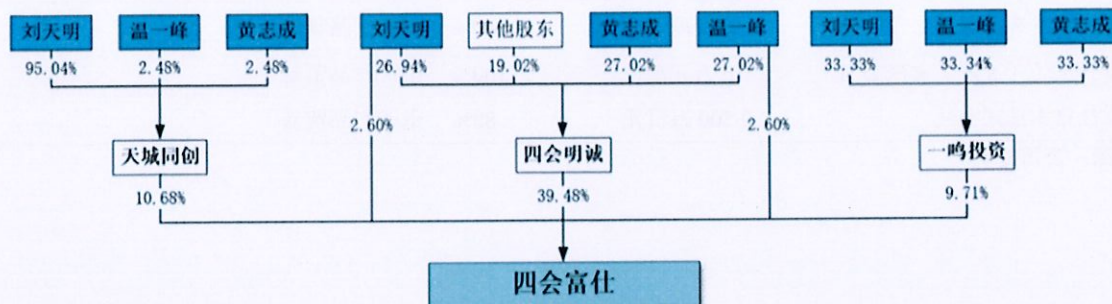
财务数据（单位：亿元）	2022年9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.24	2.31	1.49	0.50
交易性金融资产	3.33	1.55	3.99	0.68
应收票据	0.18	0.18	0.07	0.02
应收账款	2.60	2.13	1.43	1.01
应收款项融资	0.32	0.14	0.00	0.00
存货	1.17	1.03	0.55	0.42
流动资产合计	9.05	7.77	7.61	2.74
固定资产	4.52	4.69	2.38	1.64
在建工程	0.02	0.01	0.25	0.02
无形资产	0.78	0.79	0.17	0.12
非流动资产合计	6.42	6.00	3.09	2.07
资产总计	15.47	13.77	10.69	4.81
短期借款	0.00	0.00	0.08	0.02
应付票据	0.55	0.17	0.00	0.00
应付账款	1.92	1.96	1.19	0.84
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.02
流动负债合计	3.14	2.68	1.53	1.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.07
递延所得税负债	0.45	0.46	0.21	0.07
非流动负债合计	0.68	0.69	0.38	0.20
负债合计	3.82	3.37	1.91	1.26
总债务	0.55	0.17	0.08	0.11
归属于母公司的所有者权益	11.65	10.40	8.78	3.55
营业收入	8.82	10.50	6.50	4.79
营业利润	1.87	2.09	1.39	1.01
净利润	1.58	1.84	1.21	0.88
经营活动产生的现金流量净额	1.69	1.55	1.17	0.87
投资活动产生的现金流量净额	-2.49	-0.46	-4.19	-0.84
筹资活动产生的现金流量净额	-0.34	-0.27	4.02	0.02
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	27.69%	29.61%	33.36%	32.93%
EBITDA 利润率	--	24.84%	27.31%	25.33%
总资产回报率	--	17.11%	17.94%	24.05%
资产负债率	24.68%	24.48%	17.86%	26.20%
净债务/EBITDA	--	-1.45	-3.00	-0.82
EBITDA 利息保障倍数	--	1,429.68	208.98	278.55

总债务/总资本	4.51%	1.58%	0.86%	2.92%
FFO/净债务	--	-63.19%	-31.03%	-107.51%
速动比率	2.51	2.51	4.63	2.20
现金短期债务比	9.20	25.10	73.12	36.35

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

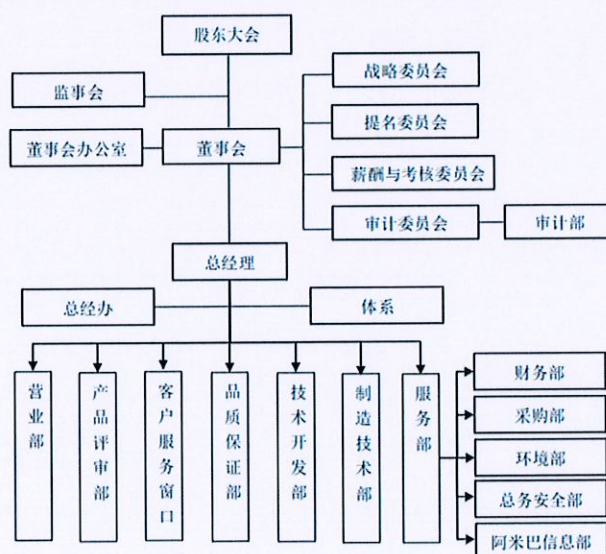
科目	2022年1-9月	2021年	2020年	2019年	单位
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元
营业收入	10.7	25.1	21.2	16.2	亿元
营业成本	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
营业利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
利润总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
归属于母公司净利润	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
其他综合收益	0.0	0.0	0.0	0.0	亿元
综合收益总额	0.5	1.9	2.0	2.0	亿元
经营活动产生的现金流量净额	10.2	23.2	19.2	14.2	亿元
投资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
筹资活动产生的现金流量净额	-0.5	-1.9	-2.0	-2.0	亿元
现金及现金等价物净增加额	9.2	25.1	25.2	20.2	亿元
期初现金及现金等价物余额	82.8	57.1	31.9	11.7	亿元
期末现金及现金等价物余额	92.0	82.2	57.1	31.9	亿元

附录二公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
四会富仕技术有限公司	10,000 万元	100%	电子电路制造
四会富仕电子（香港）有限公司	10 万元港币	100%	电子产品贸易
四会富仕日本株式会社	2,500 万日元	88%	电子产品贸易

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。