

常州澳弘电子股份有限公司 2025 年向不特定对象发行可转换公司 债券信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【385】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

常州澳弘电子股份有限公司2025年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	2025-04-10

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到常州澳弘电子股份有限公司（以下简称“澳弘电子”或“公司”，股票代码：605058.SH）深耕PCB市场多年，在PCB市场具有一定品牌认知度，近年在保持智能家居、消费办公、电源能源等传统优势应用领域的竞争力外，已渗透到新能源汽车、AI算力中心等新的应用领域，客户资源优质且合作关系长期稳定，IPO募投项目投产后，产能规模大幅提升，2024年总体产能利用率较高，营业收入波动增长，总体利润水平小幅提升，主业现金生成能力和流动性指标表现较好；同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度较高，2024年公司各类PCB产品销售价格和毛利率同比下滑，总体呈量增价减状态，主营业务盈利能力边际下滑，面临原材料价格波动风险，外销业务占比不断提升，存在一定汇率波动风险，募投项目存在收入不达预期的风险等不利因素。

债券概况

发行规模：不超过5.80亿元（含）
发行期限：6年
偿还方式：每年付息一次，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：用于泰国生产基地项目建设

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024	2023	2022
总资产	26.13	22.83	24.22
归母所有者权益	17.20	16.19	15.27
总债务	4.79	2.87	4.04
营业收入	12.93	10.82	11.26
净利润	1.41	1.33	1.33
经营活动现金流净额	2.73	1.87	1.84
净债务/EBITDA	-3.43	-3.43	-3.40
EBITDA利息保障倍数	239.14	63.02	28.20
总债务/总资本	21.78%	15.05%	20.91%
FFO/净债务	-28.93%	-27.60%	-25.39%
EBITDA利润率	16.78%	18.99%	14.86%
总资产回报率	6.40%	6.39%	6.19%
速动比率	1.94	2.20	1.69
现金短期债务比	2.62	3.55	2.48
销售毛利率	21.99%	25.04%	22.58%
资产负债率	34.16%	29.06%	36.93%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负系净债务为负所致；基于各年度审计报告期末数据分析，下同。

资料来源：公司2022-2024年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **产品应用领域不断拓宽，实现多元赛道渗透，客户资源优质且合作关系稳定。**公司深耕 PCB 市场多年，在 PCB 市场具有一定品牌认知度，近年在保持智能家居、消费办公、电源能源等传统优势应用领域的竞争力外，已渗透到新能源汽车、AI 算力中心、卫星互联网、工业控制、医疗设备等新的应用领域，与 LG、海信、美的、海尔、光宝、台达、EATON（伊顿）、Diehl（代傲）、航嘉、Bitron（毕勤）等国内外大型企业建立了长期稳定的合作关系，客户资源优质。
- **2024 年 PCB 行业需求呈复苏态势，公司产能利用率总体较高，收入和利润呈增长趋势。**2022 年 IPO 募投项目投产以来，公司新增 120 万平米/年高精度多层板、高密度互连积层板生产能力，产能规模大幅提升。截至 2024 年末，公司拥有 PCB 产品设计产能 558 万平米/年，2024 年产能利用率总体处于较高水平，营业收入波动增长，总体利润水平小幅提升。
- **主营业务现金生成能力较好。**近年公司经营活动现金流持续净流入，且净流入规模随着营业收入增长及销售回款率提高有所增加，主业现金生成能力较好，近年债务规模总体稳定，现金类资产能够较好覆盖短期债务。

关注

- **客户集中度较高。**2022-2024 年，公司前五大客户销售额占比分别为 67.39%、62.24%和 57.91%，其中 2023-2024 年对第一大客户销售额占比超过 20%，对主要客户有一定依赖。
- **行业竞争加剧，主业盈利能力边际下滑。**受同业竞争进一步加剧及原材料价格波动等因素影响，2024 年公司各类 PCB 产品销售价格和毛利率同比下滑，总体呈量增价减状态，其中单面板销售额小幅减少。公司面临销售端产品价格压降和成本端原材料价格上涨的压力，主营业务盈利能力转弱。
- **需关注原材料价格波动风险。**公司主要生产原料覆铜板等占主营业务成本比重在 70%左右，且受国际铜价、油价波动影响较大，叠加成本传导时滞及下游议价限制，可能压缩利润空间，对公司盈利造成不利影响。此外，2022-2024 年，公司前五大供应商采购额占比分别为 74.14%、70.73%和 69.32%，供应商集中度处于较高水平。
- **外销业务存在一定汇率波动风险。**公司外销收入占比持续提升至 2024 年的 30.58%，外销业务主要采用美元结算，需关注汇率波动产生的汇兑损益对公司利润水平可能产生的不利影响。
- **本期债券募投项目存在收益不达预期的风险。**公司位于泰国的产能扩建项目因资金缺口及气候因素存在延期风险，同时受行业产能扩张情况、市场需求、产品良率、产能爬坡进度、原材料价格及人工成本等因素影响存在收益不达预期的可能。

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 市场具有一定品牌认知度，积累了较多优质客户资源且合作关系稳定，2024 年总体产能利用率较高，产品结构持续优化，经营业绩总体稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	景旺电子	奥士康	明阳电路	四会富仕	澳弘电子	协和电子
总资产	172.31	73.56	34.81	23.87	22.83	14.95
营业收入	107.57	43.30	16.19	13.15	10.82	7.33
净利润	9.11	5.19	1.02	2.04	1.33	0.37
销售毛利率	23.17%	26.51%	24.93%	27.11%	25.04%	21.24%
资产负债率	47.94%	44.16%	45.05%	36.46%	29.06%	21.57%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Choice，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_2023V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
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	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	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		9/9
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-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 发行主体概况

公司系由联宏实业有限公司（以下简称“联宏实业”）于2005年6月出资组建。2020年10月，公司在上海证券交易所主板完成首次公开发行股票并上市（股票代码：605058.SH），募集资金净额为5.92亿元，注册资本和实收资本增至1.43亿元。截至2024年末，公司注册资本和实收资本均为1.43亿元，控股股东杨九红直接持股比例为44.08%，实际控制人杨九红、陈定红及一致行动人耿丽娅合计持股比例为67.53%，其中陈定红与耿丽娅系夫妻关系，杨九红系耿丽娅母亲，股权结构详见附录二。公司前十名股东合计持股比例为72.66%，无股权质押或冻结情况。

公司专业从事印制电路板（Printed Circuit Board，简称“PCB”）生产，主要产品包括单面板、双面板、多层板和HDI板等，主要下游应用领域为智能家居、汽车电子、新能源/电源、消费办公、工控/医疗/EMS、通讯安防等。截至2024年末，公司纳入合并范围的子公司共4家，其中重要子公司为常州海弘电子有限公司（以下简称“海弘电子”），主要从事单面板生产，同时配有单面湿膜生产线及厚铜板生产线，可生产包括金属基电路板、灯条板等在内的各类印制电路板和厚铜板。2024年海弘电子主要财务数据详见下表。

表1 重要子公司 2024 年财务情况（单位：亿元）

子公司简称	总资产	净资产	营业收入	净利润
海弘电子	8.37	5.04	4.91	0.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、 本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：常州澳弘电子股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“本期债券”）；

发行规模：不超过5.80亿元（含）；

债券期限和利率：存续期限为自发行之日起6年，票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款；

初始转股价格及转股价格调整：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 A 股股票交易均价（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交易价格按经过相应除权、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，具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确

定。可转换公司债券发行后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，则需对转股价格进行调整；

转股价格向下修正条款：本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 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该次股东大会召开前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

赎回条款：

1、到期赎回条款

本期债券期满后 5 个工作日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

2、有条件赎回条款

本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会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可转债：

（1）本期债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

若在前述 30 个工作日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

回售条款：

1、有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度，如公司股票在任何连续 30 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投资项目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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或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。

募集资金用途：本期债券募集资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

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
泰国生产基地建设项目	5.96	5.80	97.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据深圳市君道咨询有限公司出具的《澳弘电子（泰国）有限公司新建印制电路板（PCB）生产基地项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本期债券募投项目由子公司澳弘电子（泰国）有限公司建设运营，项目建设地点为泰国巴真武里府金池工业园，规划总产能为年产120万平米单、双面板和多层板，其中单、双面板84万平米/年、多层板36万平米/年。项目建设周期为24个月，计划总投资5.96亿元，截至2024年末已投资0.63亿元。项目获得的批复情况如下：

表3 本期债券募投项目批复情况

文件名称	发文机关	文号	发文时间
境外投资项目备案通知书	常州市发展和改革委员会	常发改外资备[2023]46号	2023.6.27
市发展改革委关于同意常州海弘电子有限公司在泰国新建印制线路板生产基地项目变更有关事项的通知	常州市发展和改革委员会	常发改外资备[2023]53号	2023.7.28

根据可研报告，募投项目达产后预计可实现年均营业收入6.63亿元，年均净利润0.80-0.90亿元。需关注的是，募投项目受资金到位情况、气候等不可抗力因素影响，存在不能按时完工的可能性，受行业产能扩张情况、市场需求、产品良率、产能爬坡进度、原材料价格及人工成本等因素影响，募投项目存在收益不达预期的可能。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌

回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

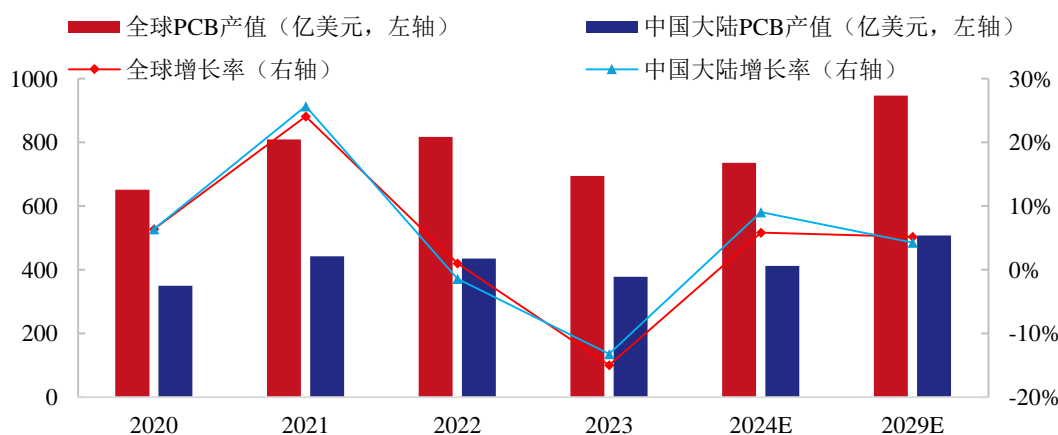
详见《[变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望](#)》

行业环境

2024年PCB行业产值增速触底回升，下游需求有所修复，其中18层及以上多层板、HDI增速明显高于行业水平，未来预计通信服务、汽车用中高端PCB需求较大，通信服务用PCB中高速增长；2024年铜价大幅上涨至高位震荡，在行业价格竞争加剧背景下，生产企业成本压力有所加大

2024年全球PCB产值增速触底回升。据Prismark2024年Q4报告统计，2024年全球PCB行业产值约为735.65亿美元，同比增长5.8%，其中18层及以上多层板、HDI板增速明显高于行业水平，主要得益于算力、高速网络通信和新能源汽车及ADAS等下游领域高景气，带动PCB产业相关产品需求保持较高增长；在宏观经济温和复苏、行业库存周期性回补背景下，4-6层板、8-16层板、封装基板等产品的需求缓慢修复。从中长期来看，PCB产业将延续高频高速、高精密度、高集成化等发展趋势，Prismark预测2024-2029年全球PCB产值复合增长率约为5.2%，2029年全球PCB产值将达到约946.61亿美元，其中18层及以上高多层板、HDI板、封装基板复合增速保持相对较高水平；中国仍将保持行业的主导制造中心地位，但由于中国PCB行业的产品结构和一些生产转移，Prismark预测同期中国大陆PCB产值复合增长率约为4.3%，略低于全球，预计到2029年中国大陆PCB产值将达到约508.04亿美元。

图1 2024年PCB行业产值增速触底回升，预计未来五年维持低速增长

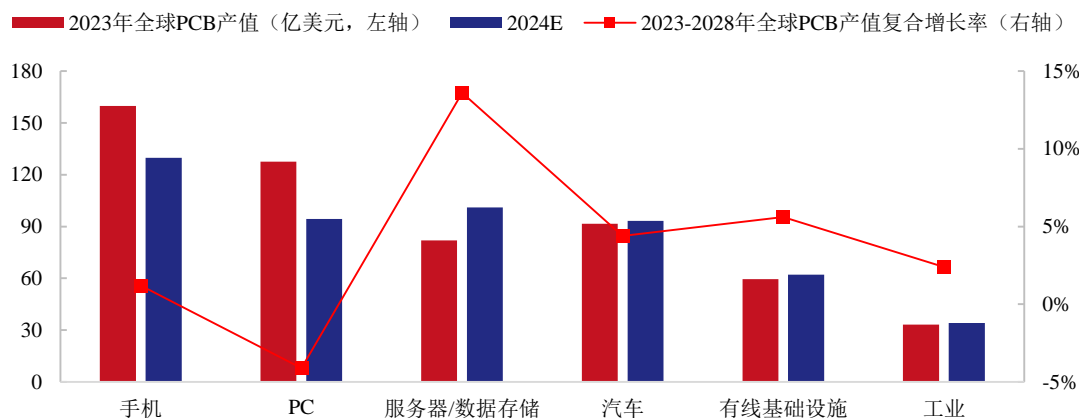


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

根据Prismark报告，2024年全球以服务器/数据存储、有线基础设施为主的通信服务用PCB产值同比增长10.8%，增速显著高于全行业水平，为拉动同期PCB产值增长的主要驱动领域，其中服务器/数据存储用PCB产值同比大幅增长23.28%。Prismark预计2023-2028年通信服务用PCB产值复合增长率为8.2%，中长期仍将保持中高速增长。

2024年全球汽车用PCB产值同比增长约1.8%，虽然增速较2023年转正，但低于全行业水平。一方面，尽管新能源汽车增长依旧强劲，为多层、高阶HDI等中高端PCB产品需求提供有力支撑，但随着渗透率提升、市场竞争加剧，增长趋势有所放缓。EVTank数据显示，2024年全球新能源汽车销量达到1,823.6万辆，同比增长24.4%，增速较2023年下降11个百分点，自2022年开始持续放缓。另一方面，2024年全球汽车销量同比增长，但增速明显下滑。据乘联会秘书长发文，2024年全球汽车销量达到9,060万辆，同比增长约2%，增速较2023年下降近9个百分点；据乘联会数据显示，2024年中国汽车销量达3,143.6万辆，同比增长约4.5%，增速较2023年下降近8个百分点，其中新能源汽车销量达1,286.6万辆，同比增长约35.5%，增速略有下滑，市场占有率达40.9%，同比上升9个百分点。相较于传统燃油车0.6-1平方米/辆的PCB使用量，电动汽车新增电驱动系统，VCU、MCU和BMS三个模块均需要使用PCB，新能源汽车PCB使用量达到5-8平方米/辆，且电驱动系统架构复杂，一般使用稳定性更好的多层板，单体价格相对较高。Prismark报告预计2023-2028年全球汽车用PCB产值复合增长率为4.4%，增速有一定修复空间。未来随着汽车行业电气化、智能化和网联化等多种颠覆性技术升级迭代和渗透率提升，将为多层、高阶HDI、高频高速、耐高压、耐高温、高集成等PCB方向的汽车板细分市场提供长期增长机会。但值得注意的是，目前汽车用PCB一定程度上呈现新兴高端细分市场供给不足，中低端供给充裕的特征，面对更加多元、复杂且持续变化的汽车行业，中低端汽车用PCB价格竞争预期将更加激烈，对汽车板厂商的技术实力提出了更大的考验和挑战。

图2 预计通信服务、汽车等领域用 PCB 增长较好

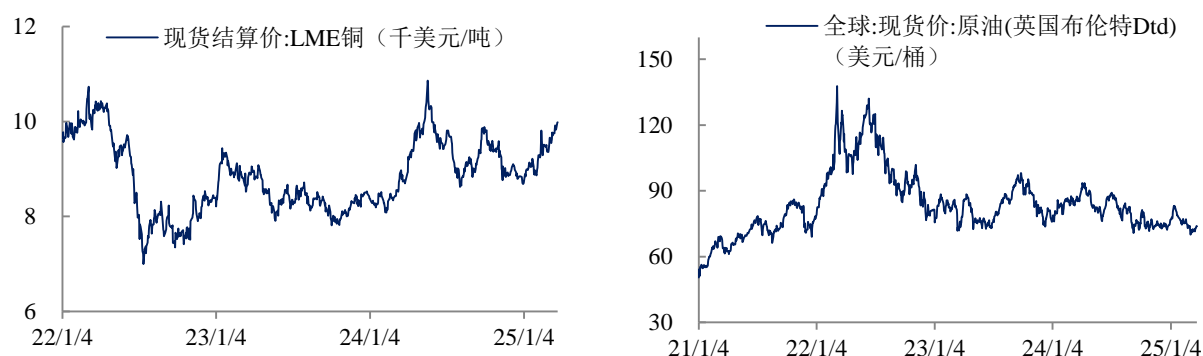


注：手机、PC和工业领域2023年数据及2024年预测值、2023-2028年预测值尚无公开数据，为2022年数据及2023年预测值、2022-2027年预测值。

资料来源：Prismark，中证鹏元整理

PCB主要原材料覆铜板、铜球、铜箔、油墨等受国际市场铜、石油等大宗商品价格波动影响较大，2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价大幅上涨后高位震荡，原油价格总体稳定，生产企业成本压力有所加大。考虑到覆铜板行业竞争格局相对集中，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，在下游价格竞争日趋激烈的情况下，2025年行业成本压力可能上升。

图3 2024年PCB主要原材料中铜价大幅上涨后高位震荡，原油价格总体稳定



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务为PCB生产，主要产品按类型可分为单面板和双面多层板。公司营业收入近年呈波动增长趋势，毛利率水平波动较大。2023年营业收入同比小幅下滑主要系PCB行业需求疲弱、高库存和同业竞争加剧所致，受益于原材料价格下降、产品结构、客户结构和管理优化，当期毛利率有所提升；2024年在行业需求分化、竞争加剧和原材料价格上涨背景下，公司通过产能释放、优化产品和客户结构实现营业收入同比增长19.45%，但主要产品销售均价和毛利率有所下滑。公司其他业务主要为生产过程中产生的废料销售。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务	11.91	92.13%	16.85%	10.18	94.07%	22.11%	10.82	96.06%	19.70%
其中：单面板	4.11	31.78%	21.67%	4.10	37.85%	21.86%	4.71	41.84%	22.31%
双面多层板	7.80	60.36%	14.31%	6.09	56.22%	22.28%	6.11	54.23%	17.69%
其他业务	1.02	7.87%	82.27%	0.64	5.93%	71.42%	0.44	3.94%	92.69%
合计	12.93	100.00%	21.99%	10.82	100.00%	25.04%	11.26	100.00%	22.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产品应用领域不断拓宽，智能家居等传统优势领域细分市场份额领先，IPO募投项目投产后产能规模大幅提升，近年产能利用率总体处于较高水平

公司在PCB市场深耕多年，积累了丰富生产和技术经验，在国内外智能家居领域PCB市场具有一定品牌认知度，细分市场份额领先。截至2024年末，公司拥有PCB产品设计产能558万平米/年，境内生产基地位于江苏省常州市，境外生产基地位于泰国（在建），即本期债券募投项目，达产后将形成年产120万平米单、双面板和多层板的生产能力，届时公司的整体生产能力、产能布局、产品线结构、生产工艺水平等将进一步优化。

近年公司主要完工的产能扩建项目为年产高精密度多层板、高密度互连积层板120万平方米建设项

目（IPO募投项目），该项目于2022年末达到预定可使用状态和投产后，公司双面板、多层板等产品产能同比相应大幅提升。受益于下游客户订单量的增长和及时产能扩充释放，近年公司各类PCB产品产量持续较快增长，2023年双面板、多层板等产品产能利用率同比下滑，主要系新建产线投产初期产能爬坡所致，2024年产能利用率呈较快上升趋势。受产能扩张及爬坡等因素影响，近年单面板产品产能利用水平存在波动。

表5 2022-2024 年公司主要产品产能、产量及产能利用情况（单位：万平米/年、万平米）

产品类别		2024 年	2023 年	2022 年
单面板	产能	360	360	300
	产量	299.28	264.90	246.98
	产能利用率	83.13%	73.58%	82.33%
双面板、多层板等	产能	198	198	135
	产量	178.58	144.15	113.07
	产能利用率	90.19%	72.80%	83.75%

注：以上产量不包含全制程外协数量。
 资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目泰国生产基地建设项目，建成投产后有利于公司优化产能布局、提升海外产品供应能力、满足下游国内知名智能家居、消费办公、电源能源厂商客户的海外采购需求。此外，2025年3月公司公告拟投资新建高端 PCB 定制化生产基地项目，预计总投资3.30亿元，计划在海弘电子现有厂区内建设高端PCB定制化生产基地，产品以高性能、高可靠性的多层铝基盲孔板、阶梯槽PCB、热电分离铜基板、microled板、高多层厚铜板、多层特种线圈板、高频雷达板等高端定制化PCB产品为主，项目建设周期为36个月。考虑到市场需求受诸多不确定因素影响，且行业竞争激烈，未来需关注新建项目投产后的产能消化风险。上述项目尚需投资规模较大，公司面临一定资本开支压力。

表6 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万平米/年、亿元）

项目名称	设计产能	总投资	已投资	项目状态	资金来源	项目地点
泰国生产基地建设项目	120	5.96	0.63	在建	拟可转债融资 5.80 亿元、自有资金	泰国

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

尽管2024年行业需求呈复苏趋势，但受同业竞争加剧及原材料价格波动等因素影响，产品销售价格有所下滑，单面板销售额小幅减少，总体呈量增价减状态；公司客户集中度有所下降但前五大客户销售额占比仍超过50%

近年公司产品从传统的单面板、双面板、多层板、金属基板扩展出更多符合客户新需求的埋铜块板、铝基盲孔板、HDI板、塞铜浆板、MINILED板、热电分离铜基板、多层陶瓷板等，主要应用于智能家居、消费办公和电源能源等，并在此基础上逐步拓展至新能源汽车、AI算力中心、卫星互联网、工业控制、医疗设备等新的应用市场。总体而言，近年公司产品类型覆盖面拓宽、产品结构持续优化，逐步形成覆

盖多元化应用场景的差异化产品矩阵。

公司采用直销为主的销售模式，产品的销售数量、价格、交货期、结算方式、送货方式等细节均按照框架合同、订单或客户物料需求预测履行，销售账期通常为60天或90天，销售回款情况良好。公司通过定制化或与客户协同开发的PCB产品、稳定的产品质量、快速响应和高度灵活的管理流程、自动化和数字化工厂提高生产效率和优质服务满足客户多样化需求，增强客户粘性。

近年公司单面板和双面板、多层板等销售均价持续压降，其中2023年同比小幅下降，主要系行业需求疲弱、行业竞争激烈及原材料价格下降所致，2024年进一步降低主要系产品同质化竞争加剧导致销售价格承压所致。上述因素影响下，近年公司单面板和双面板、多层板等产品销售总体呈量增价减趋势，其中单面板销售额有所下滑，双面板、多层板等产品销售额呈增长趋势，一方面系公司优化产品结构、新领域PCB产品销售增长，另一方面系双面板、多层板等产品销售价格弹性相对更高所致。近年公司各类PCB产品产销率总体处于较高水平。

表7 2022-2024 年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2024 年	2023 年	2022 年
单面板	均价（元/平方米）	145.96	153.67	175.54
	销量（万平米）	281.50	266.60	268.40
	销售金额（亿元）	4.11	4.10	4.71
	产销率	94.06%	100.64%	108.67%
双面板、多层板等产品	均价（元/平方米）	428.71	435.09	482.32
	销量（万平米）	182.04	139.88	126.61
	销售金额（亿元）	7.80	6.09	6.11
	产销率	101.94%	97.04%	111.98%

注：产销率=销量（包含全制程外协数量）/产量（不含全制程外协数量）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售区域以境内为主，近年境内外销售增量较为均衡。2022-2024年公司内销占比超过70%，外销占比小幅提升。公司外销业务主要采用美元结算，需关注汇率波动产生的汇兑损益可能对公司利润水平造成的不利影响。

表8 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	8.27	69.42%	7.27	71.40%	7.73	71.49%
境外	3.64	30.58%	2.91	28.60%	3.08	28.51%
合计	11.91	100.00%	10.18	100.00%	10.82	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户以生产型企业为主，经过多年的积累已与LG、海信、美的、海尔、光宝、台达、EATON（伊顿）、Diehl（代傲）、航嘉、Bitron（毕勤）等国内外大型企业建立了长期稳定的合作关

系，客户资源优质。2022-2024年，公司PCB业务前五大客户销售额占比分别为67.39%、62.24%和57.91%，其中2023-2024年对第一大客户销售额占比超过20%。近年客户集中度随着产品类型不断拓宽和市场结构不断优化有所下降，但仍处于较高水平。

公司主要生产原料占主营业务成本比重较高，需关注原材料价格波动对利润的影响；公司供应商集中度和对重要供应商的依赖度均较高

公司PCB产品主要原材料包括覆铜板、铜球、铜箔、油墨、锡球等，直接材料成本占总成本比重较高，近年均在70%左右，原材料价格波动对产品成本有较大影响。公司采用“以产定购”和“库存采购”相结合的模式，以平滑原材料价格波动的不利影响。“以产定购”主要根据实际订单要求进行采购，因不同客户对PCB产品的尺寸、基材、厚度等的需求存在差异，且参数要求多样。“库存采购”系在“以产定购”基础上，根据库存情况及大宗商品市场行情对主要原材料进行一定期限的备货采购，以保证产品按时生产和满足下游客户对交付期较为严格要求。公司与下游供应商的结算账期通常为交货后付款，享有90天账期，特殊原材料如金属产品等因需要支付加工费，结算周期适当缩短。

近年公司主营业务成本构成较稳定，其中原材料、制造和人工费用合计占比约为95%。由于覆铜板、铜球、铜箔、油墨、锡球等原材料价格受国际市场铜、石油等大宗商品价格波动影响较大，且原材料价格的波动风险无法完全转嫁至下游，若公司产品价格与原材料价格变动未能大致同步，可能对利润水平造成不利影响。2023年受以铜为主的原材料价格下降影响，公司主要产品价格呈下降趋势，2024年以来铜价上涨较快，对公司产品毛利有一定侵蚀。公司存在少量委外加工情况，2023年加工费用同比下降主要系IPO募投项目投产后生产能力提升，外协订单减少所致，2024年加工费用同比上升主要系当期订单量增长新增全制程外协所致。

表9 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	6.98	70.42%	5.50	69.29%	6.10	70.24%
制造费用	1.34	13.58%	1.25	15.79%	1.14	13.18%
人工费用	1.23	12.41%	1.01	12.76%	1.02	11.75%
加工费用	0.20	1.99%	0.05	0.59%	0.30	3.49%
运输费用	0.16	1.60%	0.12	1.57%	0.12	1.34%
主营业务成本	9.91	100.00%	7.93	100.00%	8.69	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司与主要供应商的合作关系较为稳定，2022-2024年昆山展耀贸易有限公司（建滔集团子公司）和生益科技（600183.SH）均分别为公司第一、二大供应商，采购材料为覆铜板，采购额合计占比超过50%。此外，江西江南新材料科技有限公司、长春化工（漳州）有限公司、山东金宝电子有限公司等亦为公司采购额占比较高的供应商。2022-2024年，公司前五大供应商采购额占比分别为74.14%、70.73%和69.32%，供应商集中度较高且对重要供应商原材料供应的依赖度较高。

与PCB行业上市公司相比，公司在成本管控方面具有一定比较优势，但营运资金管理能力和提升空间

以截至2025年3月末申万行业分类为印制电路板的43家A股上市公司（含新三板）为PCB行业样本作为比较，2022-2024年公司与行业样本的经营效率相关指标详见下表。近年公司产品销售毛利率略高于行业平均水平，期间费用率低于行业平均水平，在成本管控方面具有一定比较优势。虽然公司应付账款周转率略低于行业平均水平，但存货周转率偏低，近年净营业周期持续较快拉长，主要系部分采用票据结算的销售货款调整为债权凭证（计入应收账款），以及2022年IPO募投项目达到预定可使用状态后应付工程款持续减少所致。2023年以来公司净营业周期比行业平均偏高，营运资金管理能力和在同行业上市公司中排名相对靠后。

表10 2022-2024 年公司经营效率相关指标¹

公司名称	项目	2024 年	2023 年	2022 年
澳弘电子	销售毛利率	21.99%	25.04%	22.58%
	期间费用率	9.98%	12.11%	9.67%
	应收账款周转率（次）	3.74	3.26	3.44
	存货周转率（次）	3.72	3.05	2.89
	应付账款周转率（次）	3.67	2.53	2.02
	净营业周期（天）	95.09	86.30	51.38
PCB 行业上市公司 平均值	销售毛利率	20.39%	20.04%	20.98%
	期间费用率	11.34%	13.72%	12.74%
	应收账款周转率（次）	3.53	3.51	3.68
	存货周转率（次）	5.65	5.52	5.28
	应付账款周转率（次）	3.70	3.46	3.37
	净营业周期（天）	70.58	62.97	58.82

注：1、PCB 行业上市公司样本为申万行业分类为印制电路板的 43 家 A 股上市公司（含新三板）；2、2024 年行业平均值采用截至 2025 年 3 月末已披露年报数据的上市公司作为样本计算。

资料来源：Choice，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告、容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告。

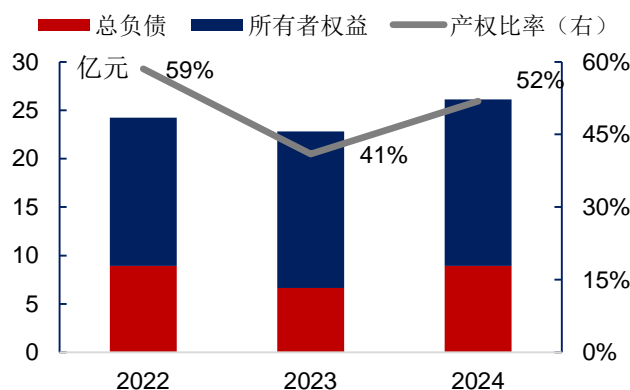
¹ 应收账款周转率=营业收入/（（期初应收帐款账面价值+期末应收帐款账面价值）/2）； 存货周转率=营业成本/（（期初（存货净额+合同资产）+期末（存货净额+合同资产））/2）

资本实力与资产质量

公司资产以现金类资产、生产厂房、机器设备、原材料和产成品为主要构成，近年良好的销售回款使得公司账面现金较为充裕，资产流动性较好

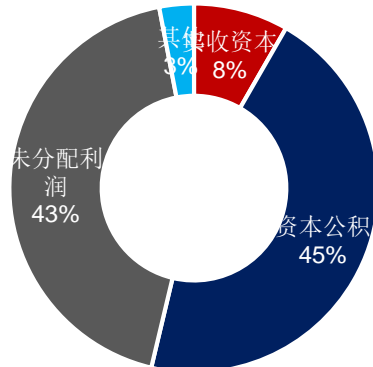
由于近年公司主要建设项目为IPO及本期债券募投项目，其中IPO募投项目年产高精密度多层板、高密度互连积层板120万平方米建设项目和研发中心升级改造项目于2022年末达到预定可使用状态，且采用权益融资，本期债券募投项目于2024年购入土地，处于建设初期，因而报告期内未新增大额债务融资，与此同时所有者权益随利润累积稳步增长，公司产权比率呈下降趋势。其中，2023年产权比率同比下降18个百分点、2024年有所回升主要系国内信用证贴现波动所致。截至2024年末，所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，对负债的覆盖度较好。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图5 2024 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主，且占比有所提升，主要系账面现金及库存备货增加所致。公司主要下游客户为LG、海信、美的和海尔等国内外大型知名企业，销售回款情况良好，近年账面现金随营业收入及短期借款波动增加呈增长趋势，2024年末现金类资产（货币资金、交易性金融资产及应收款项融资）能够较好覆盖短期债务，货币资金受限比例低。近年公司交易性金融资产持续增长，主要系购入的结构性存款增加所致，报告期内产生的公允价值变动损益对利润影响较小。公司存货主要为覆铜板、铜球等原材料，其次为PCB产成品，2023年同比小幅下滑主要系原材料价格下降所致，2024年有所增长主要系下游需求增长库存备货增加及原材料价格回升所致。

固定资产主要为厂房、办公楼和机器设备，2023年同比小幅增长主要系IPO募投项目年产高精密度多层板、高密度互连积层板120万平方米建设项目和研发中心升级改造项目基本完成投入和达到可使用状态所致。无形资产主要系生产用土地使用权，随摊销逐年减少。截至2024年末，公司受限资产账面价值为0.23亿元，全部为货币资金，资产受限比例低。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
----	--------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.29	31.74%	5.78	25.30%	6.17	25.46%
交易性金融资产	3.17	12.12%	3.07	13.44%	2.69	11.09%
应收账款	3.75	14.34%	3.17	13.89%	3.48	14.37%
存货	2.92	11.16%	2.51	10.99%	2.81	11.59%
流动资产合计	19.35	74.08%	16.01	70.15%	17.17	70.92%
固定资产	5.93	22.72%	6.01	26.32%	5.65	23.32%
无形资产	0.53	2.04%	0.56	2.44%	0.57	2.37%
非流动资产合计	6.77	25.92%	6.81	29.85%	7.04	29.08%
资产总计	26.13	100.00%	22.83	100.00%	24.22	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

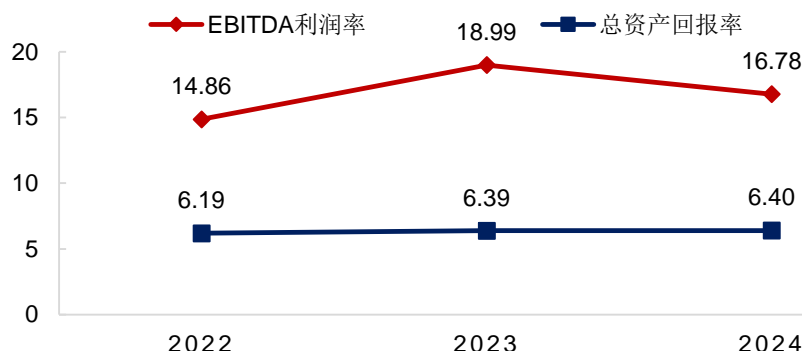
近年公司盈利水平总体有所提升，但2024年以来产品销售价格有所下滑，以及原材料价格波动上涨影响，主营业务盈利能力边际下滑

近年公司EBITDA利润率呈增长趋势，增量主要来自主营业务毛利润及完工转固的IPO募投项目折旧。其中，2023年EBITDA利润率同比提升4.13个百分点，一方面受益于原材料价格下降，以双面多层板为主的产品销售毛利率有所提升，另一方面系营业收入同比下滑所致；2024年EBITDA利润率同比下滑2.21个百分点，主要系行业竞争加剧背景下公司产品量增价减，以及铜价上涨引起产品主营业务销售毛利率下滑所致，但总体盈利水平较2022年仍有所提升。

近年公司利润总额持续小幅增长，2022-2024年年均复合增速为3.06%，财务费用利息支出较少，总资产回报率持续小幅提升。需要注意的是，2022-2024年分别发生资产减值损失0.14亿元、0.17亿元和0.21亿元，呈上升趋势主要系产品销售均价持续下降、存货计提的跌价准备增加所致；此外，虽然销售收入波动增长，但2024年以来公司面临销售端产品价格压降和成本端原材料价格上涨的双重压力，主营业务盈利能力转弱。

报告期内，公司总体盈利能力有所提升。当前公司产品和收入结构以单面板及双面多层板为主，毛利率相对偏低的内销订单占比较高，受此类产品行业竞争加剧和国内大客户议价能力较强等因素影响，公司主营业务盈利水平承压。未来公司有望通过提升海外市场销售占比、增加高毛利订单改善产品结构等提高盈利水平。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司主营业务现金生成能力较好，近年IPO募投项目建成投产且暂无大额资本性支出，债务规模总体稳定，现金类资产能够较好覆盖短期债务，各项偿债指标表现良好，但预计本期债券发行后资产负债率将有所上升，需关注偿债压力变化情况

近年公司负债总额总体稳定，2023年同比小幅下降、2024年回升主要系国内信用证贴现波动所致，负债结构以流动负债为主。公司总债务为银行借款和应付票据，近年占总负债比重有所上升。由于报告期内尚未新增需要大额债务融资的资本性支出项目，债务期限结构均为短期，无长期借款。受益于良好的销售回款和经营活动现金生成能力，近年公司日常营运所需的原材料采购等资金主要来源为自有资金，辅以少量短期借款补充流动资金，现金类资产对短期债务的覆盖度较好。经营性负债方面，2024年应付票据和应付账款同比有所增长主要系产品订单量增长后，应付材料款和加工费增加所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.68	18.80%	0.93	14.02%	1.75	19.54%
应付票据	3.11	34.87%	1.94	29.22%	2.29	25.61%
应付账款	2.97	33.26%	2.52	38.03%	3.89	43.47%
流动负债合计	8.48	94.98%	6.14	92.49%	8.53	95.36%
递延收益-非流动负债	0.27	3.03%	0.31	4.72%	0.28	3.10%
非流动负债合计	0.45	5.02%	0.50	7.51%	0.41	4.64%
负债合计	8.93	100.00%	6.63	100.00%	8.94	100.00%
总债务	4.79	53.67%	2.87	43.24%	4.04	45.15%
其中：短期债务	4.79	100.00%	2.87	100.00%	4.04	100.00%
长期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

近年受益于营业收入增长及销售回款率提高，公司经营活动现金净流入持续增长，现金生成能力较

好。2023年主业销售毛利率提升及2024年实现产品毛利润稳中有增，IPO募投项目完工转固后折旧增加、处置交易性金融资产的投资收益增加等因素叠加影响下，公司EBITDA和FFO持续提升。

报告期内，公司主要在建项目为IPO和本期债券募投项目，其中本期债券募投项目处于建设初期且尚未新增大额债务融资，资产负债率不高。公司账面现金较为充裕，近年净债务持续为负，利息支出规模不大，EBITDA对利息支出的覆盖度较高。总债务/总资本波动上升主要系国内信用证贴现及票据结算的材料款金额波动，2023年总债务规模下降、2024年恢复增长所致。总体来看，公司各项偿债指标表现良好。

表13 公司偿债能力指标

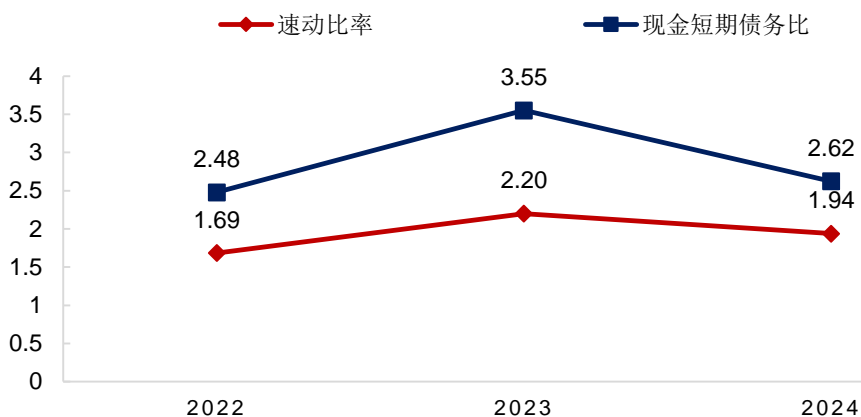
指标名称	2024 年	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.73	1.87	1.84
FFO（亿元）	2.15	1.95	1.44
资产负债率	34.16%	29.06%	36.93%
净债务/EBITDA	-3.43	-3.43	-3.40
EBITDA 利息保障倍数	239.14	63.02	28.20
总债务/总资本	21.78%	15.05%	20.91%
FFO/净债务	-28.93%	-27.60%	-25.39%
经营活动现金流净额/净债务	-36.71%	-26.50%	-32.28%
自由现金流/净债务	-28.98%	-4.51%	24.21%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，由于2022年公司发生相对较大规模资本性支出用于IPO募投建设，自由现金流为净流出状态，相比FFO和经营活动现金流净额能更好反映公司的现金流状况；2023-2024年IPO募投项目支出处于收尾阶段，且尚未新增其他大额资本性投入，转固后的折旧明显增加，FFO能更好反映公司的现金流状况。报告期内，日常销售回款基本能够满足成本端所需的现金开支，辅以少量短期借款补充流动性，债务融资需求不高，预计未来新增债务融资将主要来自本期债券募投项目，且融资规模相对较大。综合而言，公司杠杆比率存在向上波动的可能性。

流动性表现方面，公司扣除存货后的流动资产能够较好覆盖流动负债，现金类资产对短期债务的保障程度较高，且近年有所提升。公司主要通过银行借款进行债务融资，截至2024年末银行授信尚未使用额度为17.10亿元，具有一定备用流动性。公司于2020年在主板上市，打开了直接融资渠道，未来本期债券成功发行后，融资渠道将进一步拓宽，融资弹性有望提升。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的本部及重要子公司海弘电子企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（本部：2025年2月11日；海弘电子：2025年2月3日），公司本部及重要子公司海弘电子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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年3月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。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计划公布时间。

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）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

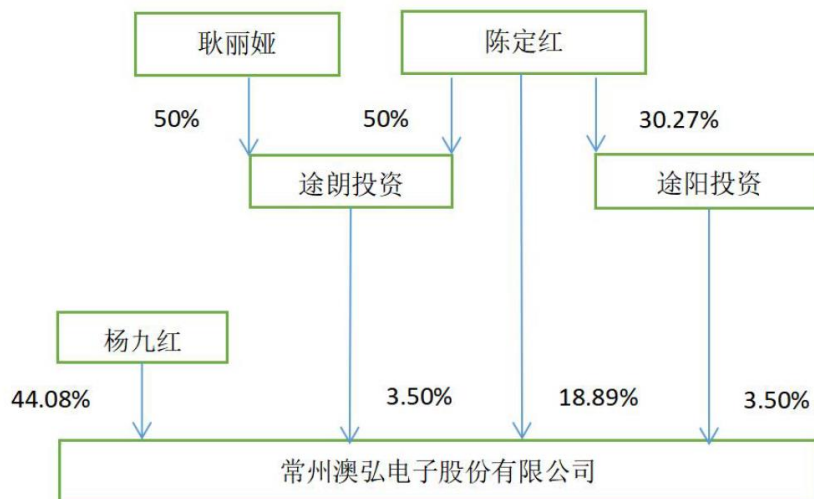
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	8.29	5.78	6.17
交易性金融资产	3.17	3.07	2.69
应收账款	3.75	3.17	3.48
存货	2.92	2.51	2.81
流动资产合计	19.35	16.01	17.17
固定资产	5.93	6.01	5.65
非流动资产合计	6.77	6.81	7.04
资产总计	26.13	22.83	24.22
短期借款	1.68	0.93	1.75
应付票据	3.11	1.94	2.29
应付账款	2.97	2.52	3.89
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8.48	6.14	8.53
长期借款	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.45	0.50	0.41
负债合计	8.93	6.63	8.94
总债务	4.79	2.87	4.04
其中：短期债务	4.79	2.87	4.04
所有者权益	17.20	16.19	15.27
营业收入	12.93	10.82	11.26
营业利润	1.56	1.42	1.47
净利润	1.41	1.33	1.33
经营活动产生的现金流量净额	2.73	1.87	1.84
投资活动产生的现金流量净额	-0.51	-1.06	-2.03
筹资活动产生的现金流量净额	0.30	-1.14	-0.26
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	2.17	2.06	1.67
FFO（亿元）	2.15	1.95	1.44
净债务（亿元）	-7.45	-7.05	-5.69
销售毛利率	21.99%	25.04%	22.58%
EBITDA 利润率	16.78%	18.99%	14.86%
总资产回报率	6.40%	6.39%	6.19%
资产负债率	34.16%	29.06%	36.93%
净债务/EBITDA	-3.43	-3.43	-3.40
EBITDA 利息保障倍数	239.14	63.02	28.20
总债务/总资本	21.78%	15.05%	20.91%

FFO/净债务	-28.93%	-27.60%	-25.39%
经营活动现金流净额/净债务	-36.71%	-26.50%	-32.28%
速动比率	1.94	2.20	1.69
现金短期债务比	2.62	3.55	2.48

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年报

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+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com