

2020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2022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

1.17 2022

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年深圳市景旺电子股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022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 20 转债	AA	AA



中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“景 20 转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。

该评级结果是考虑到：公司在国内 PCB 行业中市场份额领先，主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散，收入保持较快增长，经营现金生成能力较强。同时中证鹏元也关注到，上游原材料涨价对公司利润侵蚀较多，扩产项目面临一定的产能消化压力及资本开支压力，外销业务存在一定的汇率波动风险等。

评级日期

2022 年 06 月 29 日

未来展望

公司客户优质且较分散，预计业务持续性较好，未来营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	142.28	143.42	121.06	88.20
归母所有者权益	74.59	72.78	65.49	54.25
总债务	28.93	29.43	23.50	7.90
营业收入	23.68	95.32	70.64	63.32
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47	804.63
净利润	1.79	9.31	9.25	7.77
经营活动现金流净额	0.60	11.40	15.27	8.74
销售毛利率	19.50%	23.39%	28.32%	27.45%
EBITDA 利润率	--	17.75%	21.40%	19.98%
总资产回报率	--	7.99%	10.15%	11.08%
资产负债率	46.13%	47.84%	44.18%	36.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86	-1.11
总债务/总资本	27.40%	28.23%	25.81%	12.31%
FFO/净债务	--	193.54%	-97.05%	-77.75%
速动比率	1.09	1.13	1.75	1.52
现金短期债务比	1.44	1.75	4.40	2.98

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 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

- **公司收入保持较快增长，在 PCB 行业内排名靠前。**随着产能持续释放及订单增加，2021 年公司营业收入增速达 35%，高于行业平均增速。根据中国印制电路行业协会统计，公司位居第二十一届（2021）中国印制电路行业排行榜综合 PCB 企业第 7 名、内资 PCB 企业第 3 名。
- **公司主要产品应用领域广泛，客户优质且较分散。**公司主要产品为刚性板，定位下游汽车电子、消费电子、通信等各应用领域，持续与华为、海拉、博世、富士康等知名企业保持良好的合作关系。2021 年来自各应用领域的销售额占比仍较为均衡，且单一客户占比亦较低，前五大客户销售额合计占比仅 18.91%。
- **公司经营现金生成能力仍较强。**得益于销售规模持续扩大以及回款较及时，2021 年公司经营所得现金（FFO）保持增长，经营活动产生的现金净流入规模仍较大，期末流动性指标表现仍较好。

关注

- **PCB 行业竞争加剧，公司毛利率下滑。**2021 年以来受原材料涨价而价格传导滞后、以及新工厂投产带来高额折旧等，公司主营业务毛利率下滑。考虑行业竞争加剧、下游需求波动、材料价格高位运行等，未来公司毛利率仍可能继续波动。
- **公司新工厂存在一定的产能消化压力和资本开支压力。**公司位于珠海的扩产项目正处于产能爬坡阶段，2022 年一季度受需求波动及产能增加等影响，公司整体产能利用率有所下滑；其中部分产线定位高阶产品，目前良率及产能利用率改善空间较大。同时公司新工厂扩产仍需购置设备等大量资本投入，存在资金缺口。
- **公司外销业务存在一定的汇率波动风险。**公司海外销售主要面向亚洲和欧洲，2021 年外销业务收入占比 45%，以美元结算为主，当期汇率波动产生的汇兑损失规模仍较大，未来外销业务仍可能继续面临一定的汇率波动风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	世运电路	明阳电路
总资产	167.92	143.42	134.61	86.94	59.89	32.43
营业收入	139.43	95.32	74.32	59.96	37.59	18.54
净利润	14.81	9.31	6.70	6.12	2.00	1.07
销售毛利率	23.71%	23.39%	20.37%	25.96%	15.44%	21.54%
EBITDA 利润率	18.35%	17.75%	17.14%	21.21%	12.58%	14.07%
总资产回报率	11.01%	7.93%	7.14%	9.32%	5.66%	4.80%
资产负债率	49.26%	47.84%	53.42%	45.41%	48.61%	46.33%

注：以上各指标均为 2021 年数据，其中深南电路、胜宏科技的财务指标直接来源 wind，其他主体的财务指标来源中证鹏元整理。
资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021v1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2	盈利状况	非常强	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-05-26	蒋晗、刘惠琼	技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2018-04-23	刘志强、董斌	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

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 20 转债	17.80	17.80	2021-05-26	2026-08-24

 一
评
级
二

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2020年8月24日发行6年期17.80亿元可转债，募集资金扣除发行费用后拟用于“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”的投资。根据公司披露的《深圳市景旺电子股份有限公司募集资金存放与使用情况鉴证报告》（天职业字[2022]23320-1），截至2021年12月31日，本期债券尚未使用的募集资金余额为57,306.76万元（含银行利息）

本期债券截至2022年3月31日，尚未转股余额为人民币1,779,874,000元，占发行总量的比例为99.99%。

截至2022年5月17日，公司股票出现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%（即21.92元/股）的情形，触发了公司《募集说明书》有关向下修正本期债券转股价格的条款。公司于2022年5月18日召开了董事会决定本次不向下修正转股价格，同时自本次会议后三个月内，如再次触发“景20转债”转股价格向下修正条款的，亦不提出向下修正方案。当前本期债券转股价格仍为27.40元/股。

三、发行主体概况

本期债券发行以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，注册资本和股权结构由于实施股权激励回购注销、景20转债转股等影响略有变化。截至2022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34.49%和34.49%，期末无股权质押。

跟踪期内公司主要董事会成员、监事以及高级管理人员均保持稳定，合并报表范围新增投资设立的1家一级子公司深圳市景嘉半导体有限公司，该公司成立于2021年12月17日，注册资本人民币1,000万元，截至2022年3月末公司合并范围子公司见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续

一
估

二
审

18

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

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

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

2021年PCB行业景气度较高，2022年以来有所回落，其中消费电子领域市场低迷或加剧价格竞争，通信领域或面临产能消化压力，汽车电子领域短期受疫情扰动、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23.4%；中国大陆PCB产值占比54.2%，同比增长约24.6%。预计2022年PCB行业景气度将出现回落，且

部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧。

消费电子领域需求回落或加剧价格竞争。2021年疫情经济带来手机、个人电脑、家电等消费电子领域需求的大幅增长，2022年受更新换代周期影响，预计总体需求增速放缓。2021年为Mini LED商用元年，苹果在其2021年发布的笔电、平板上采用了Mini LED背光模组，电视厂商纷纷推出采用Mini LED技术的电视，但考虑到Mini LED占消费电子领域总体市场比重有限，且其大规模商用尚需一定时间，整体来看短期内消费电子领域需求承压，考虑到前期行业扩产的产能大多已释放，2022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行业通信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。2022年初以来，受疫情反复影响，深圳、上海、昆山、吉林几大汽车供应链关键城市先后封城，多家汽车及零部件企业正常生产及供货受限。中国汽车工业协会发布数据显示，2022年3月我国汽车产销分别同比下降9.1%和11.7%。但长期来看随着新能源汽车渗透率提升，新能源车用PCB市场仍有望持续扩容。据中国汽车工业协会统计，2021年我国新能源汽车产销分别完成354.5万辆和352.1万辆，同比分别增长159.5%和157.5%。据prismark预测，2020年至2025年，汽车电子行业复合增长率有望维持8.0%增速。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。

2021年上游原材料大幅快速涨价造成较大成本压力，预计2022年材料价格维持高位，PCB行业仍将面临一定的成本压力

受原材料大幅涨价且价格传导效率差异等影响，2021年PCB行业毛利率普遍下滑。2020年下半年以来上游主要原材料价格经历新一轮涨价周期，铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格出现急速拉升，2021年全年主要原材料价格延续2020年下半年以来的上涨趋势，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速度和力度不够，企业毛利率普遍下滑。但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不畅。

预计2022年上游主要原材料价格降幅有限，叠加市场竞争加剧，行业面临的成本压力仍将持续。由于下游需求回落，覆铜板价格自2021年11月起有所下调，主要覆铜板厂商2022年一季度毛利率较2021年普遍有所下滑，PCB厂商成本压力略有缓解。考虑到全球铜矿库存有限，2022年铜价预计持续高位盘整；化工产品受国内环保政策、疫情导致的海外物流受限、国际局势等综合影响，供应不稳定性较大，预计价格将在高位波动；玻纤布价格虽出现下跌，但其占覆铜板成本比重相对较小。预计2022年覆铜板价格同比下滑但降幅有限。对于PCB企业而言，材料涨价导致的成本压力已于2021年三、四季度逐步向客户转移，但2022年以来行业整体需求回落情况下市场竞争将进一步加剧，因材料涨价引起的销售端提价动力不足，因此PCB企业仍将面临一定的成本压力。

五、经营与竞争

公司主营PCB的研发、生产和销售，产品包括刚性板（RPCB）、柔性板（FPC）和金属基板（MPCB）等。2021年受益于下游市场需求增加以及公司产能规模进一步提升带来的销量增加，叠加产品结构优化带动的销售均价持续提升，公司主营业务收入同比大幅增长33.21%。但受原材料大幅涨价、公司新工厂投产导致折旧增加等因素影响，当期主营业务毛利率有所下降。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：万元）

项目	2022年 1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	227,581.12	16.38%	919,531.29	20.73%	690,307.38	26.88%
其他业务	9,197.71	96.64%	33,710.95	95.95%	16,051.51	90.47%
合计	236,778.84	19.50%	953,242.25	23.39%	706,358.89	28.32%

资料来源：公司2020年报、2021年报及公司提供，中证鹏元整理

公司产品质量控制良好，持续注重技术研发，市场份额在PCB行业内排名靠前

公司在精细化管理、质量控制等方面的优势显著。公司通过集销售、订单、生产及售后服务于一体的技术平台实现生产全流程信息化管理，并对各个生产工序和设备维护等制订多项工艺控制文件，同时导入各类先进检测设备，产品检测能力及产品质量稳定性获行业认可，2021年先后获得西门子、石头科技、科世达、纬创资通、歌尔股份、华星光电、富士康等优质客户颁发的“最佳质量奖”、“最佳品质奖”、“卓越品质奖”、“优质供应商”等奖项。

跟踪期内公司持续开展技术创新工作，2021年研发投入4.58亿元，同比增长28.71%，在5G传输线软板、无线耳机软板、OLED多层软板、新能源汽车动力电池软板、服务器高多层主板、5G基站高频高速混压板、汽车自动驾驶辅助系统ADCU板及毫米波雷达板、智能手机高阶HDI主板、HPC高速线缆光模块板、Mini LED等产品上实现了量产，同时在折叠屏手机软板、AR/VR任意阶HDI板、旗舰手机mSAP板、卫星通信高速板、400G光模块板、新能源汽车充配电及车用动力电池FPCA等技术上取得突破。

作为国内PCB行业的代表企业之一，公司连续多年入选全球行业调研机构N.T.Information发布的世界PCB制造企业百强以及中国印制电路行业协会（CPCA）发布的中国PCB百强企业。根据中国印制电路行业协会数据，公司位居第二十一届（2021）中国印制电路行业排行榜综合PCB企业第7名、内资PCB企业第3名。2021年公司销售额保持较大增幅，增速高于行业平均水平。

2021年公司整体产能利用率较高；已投产的新工厂正处于产能爬坡阶段，部分产线良率及产能利用率偏低，随着产能持续释放，新增产能将面临一定的消化压力

公司共有深圳、江西、龙川、珠海金湾、珠海富山等5个生产基地，2021年以来扩产主要位于珠海和龙川。其中珠海的HLC项目、HDI（含SLP）项目定位高端产品的制程能力提升，主要应用于5G通信设备、服务器、汽车电子、智能终端等；龙川软板二期项目是公司布局多层软板、软硬结合板产能的智能化制造基地，主要应用于车载显示、TWS、触摸屏、OLED等。上述新工厂已于2021年逐步投产并于期末转为固定资产，配置的人员已基本到位，但因产量有限，单位产品分摊的固定成本较高。

2021年公司整体产能规模稳步提升，同比增长29.63%，三大产品线产能均有不同幅度地增加。其中刚性板应用领域分散，柔性板主要应用于移动通讯终端、消费电子等领域，金属基板主要应用于汽车电子领域，2021年受益订单饱满产能整体利用情况良好。

2022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，整体产能利用率出现下滑，其中主要定位汽车领域的金属基板产能利用率下滑明显，主要系当期产能释放较多同时汽车产业链相关客户受缺芯等影响订单减少所致。未来受下游需求波动等，公司新增产能仍可能面临一定的消化压力。

表2 公司产品产能及利用情况（单位：万平方米）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
产能	251.79	932.30	719.20
产量	211.48	848.95	651.43
产能利用率	83.99%	91.06%	90.58%

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司主要扩产项目为位于珠海的多层板项目和HDI项目。多层板项目建设资金主要来源本期债券，已于2021年3月开始投产，订单主要来自通讯、服务器等领域，良率及产能利用率表现较好，整体产能爬坡较为顺利。HDI项目存在一定的资金缺口，公司拟发行可转换公司债券募集资金用于该项目建设；该项目定位高阶HDI，技术门槛较高，受限工艺及订单等影响，目前良率及产能利

用率改善空间较大。

表3 公司主要扩产项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	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（本期债券募投项目，简称“多层板项目”）	181,891.39	120万平方米多层PCB	2021年3月
景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程--年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目（简称“HDI项目”）	258,715.43	60万平方米HDI	2021年6月

注：1、根据公司公告的《募集资金存放与使用情况鉴证报告-天职业字[2022]23320-1号》，高多层板项目截至2021年末累计已投入募集资金总额为121,642.05万元。2、HDI项目的总投资额来源公司于2022年6月28日披露的《景旺电子关于公开发行A股可转换公司债券预案的公告》。

资料来源：公司提供

公司产品应用领域广泛，客户优质且较分散，2021年以来产品销量持续提升，收入保持较快增长，其中外销收入占比较高，面临一定的汇率风险

公司产品广泛应用于通讯设备、计算机及网络设备、消费电子、汽车电子、工业控制及医疗等各领域，其中刚性板下游应用领域分散，柔性板主要应用于手机和平板电脑等消费电子，金属基板主要应用在汽车电子。2021年来自汽车电子领域的销售额占比接近30%，消费电子领域的销售额占比亦超过20%，来源通信设备及终端、工业控制及医疗、计算机及网络设备三个领域的销售额占比相对均衡。

公司拥有较多优质客户且集中度不高。2021年以来公司继续与华为、海拉、富士康、西门子、海康威视、科世达等国内外知名企业保持稳定的合作关系，且获得多个客户授予的优秀供应商称号。从销售额占比看，单一客户销售额占比仍较低，2021年公司前五大客户的销售额合计占年度销售总额的18.91%。

受益下游需求增加以及公司持续加大市场拓展力度等，2021年公司订单持续增加，当期产品销量同比增长29.06%，其中金属基板产量增幅最大。由于以销定产模式，整体产销率维持较高水平。2022年一季度受需求波动，整体产销率略有下降。

价格方面，因公司持续优化产品结构，单价更高的高多层刚性板订单占比提升，2021年以来公司产品销售均价提升；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4 公司产品销量（单位：万平方米）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
刚性板	154.84	672.86	520.70
柔性板	42.74	165.18	135.27
金属基板	9.88	54.42	35.55
销量合计	207.46	892.46	691.52
整体产销率	98.09%	105.13%	106.15%

资料来源：公司提供

从销售区域占比看，2021年公司内外销收入均保持较快增长，其中外销业务受益海外市场需求增长收入增幅较快，当期外销收入占比提升至45%，但由于外销业务以美元结算为主，因美元对人民币贬值产生的汇兑损失为5,711.31万元，基本与上年持平，未来外销业务仍可能继续面临一定的汇率损失风险。从毛利率看，受原材料大幅涨价等影响，2021年内外销毛利率同比下滑均超过6个百分点，由于国内市场竞争激烈，内销毛利率降至16.99%，明显低于外销业务。

表5 公司主营业务内外销占比及毛利率

项目	2021年		2020年	
	占比	毛利率	占比	毛利率
内销	54.82%	16.99%	59.59%	23.54%
外销	45.18%	25.27%	40.41%	31.81%

资料来源：公司2020年报、2021年报，中证鹏元整理

2021年以来受原材料大幅涨价及扩产带来的高额折旧等影响，公司主营业务毛利率持续下滑，预计未来在材料成本高企、行业竞争加剧等影响下毛利率仍可能波动

公司营业成本中的直接材料占比较高（约60%），主要包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片、金盐等。2021年公司覆铜板、铜球、铜箔、半固化片四种材料采购价格涨幅明显，当期营业成本同比增长44.24%，高于收入增幅，当期主营业务毛利率由上年的26.88%下滑至20.73%。2022年一季度上游主要原材料涨价趋势有所放缓但仍维持高位，同时受产能持续释放带来的大量固定资产折旧增加等影响，当期公司毛利率进一步下滑至16.38%。

表6 公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2022年1-3月	2021年	2020年
覆铜板	元/平方米	132.13	130.41	90.42
铜球	元/公斤	63.80	61.32	45.36
铜箔	元/公斤	91.60	91.82	65.09
半固化片	元/平方米	13.75	14.19	10.69
金盐	元/克	232.02	227.68	235.37

资料来源：公司提供

此外，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”）主营业务定位消费电子领域，2021年该子公司营业收入实现5.75亿元，同比增长36%，但受新增固定资产投资带来的折旧增加以及消费电子领域软板类产品价格竞争激烈导致产品降价较多等影响，该子公司当期净利润出现亏损。

考虑到上游原材料价格仍维持高位，且近年来行业持续大幅扩产，部分领域产能过剩导致价格竞争激烈，同时公司扩产新增固定资产带来大量折旧亦对毛利率影响较大，预计未来公司主营业务仍可能继续面临较大的成本压力。

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2019-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年合并报表范围内新增2家子公司。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产总额进一步增加，以固定资产及应收账款等为主，资产质量较好

受益公司经营性负债增加及利润积累等，2021年以来公司总资产规模进一步增长，主要表现为固定资产大幅上升同时应收款项增幅较大；期末资产结构保持稳定，仍主要由货币资金、应收账款及固定资产及存货构成。期末受限资产主要为受限货币资金、应收票据质押等，合计12.49亿元，占总资产的比重为8.71%。

随着公司持续扩产消耗大量募集资金，公司货币资金余额持续减少，2021年末受限货币资金3.22亿元，主要为开具信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

公司应收账款占比仍较大，由于收入增长带动应收账款规模增加，2021年末应收账款账龄集中在1年以内，应收对象分散，前五大应收账款合计占比15.81%，期末小部分客户由于资金链紧张发生贷款逾期，公司对扣除中国出口信用保险公司已保险赔付金额后的剩余应收账款已全部计提坏账准备，2021年末坏账准备余额1.64亿元，主要系按账龄分析法计提。

2021年以来由于新工厂投产、生产规模扩大、原材料涨价等，期末公司存货增长较快，存货规模占比提高，当期计提的存货跌价损失为5,296.23万元，较上年大幅增长。

公司固定资产主要系房屋、厂房及机器设备，账面价值大幅增加主要系珠海景旺生产于2021年投产转为固定资产所致。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.67	6.10%	11.22	7.82%	20.20	16.69%
应收账款	30.57	21.49%	30.93	21.56%	23.72	19.59%
存货	16.77	11.78%	14.44	10.07%	8.78	7.25%
流动资产合计	67.90	47.72%	71.04	49.54%	72.00	59.48%
固定资产	57.51	40.42%	55.12	38.43%	30.75	25.40%
非流动资产合计	74.39	52.28%	72.37	50.46%	49.06	40.52%
资产总计	142.28	100.00%	143.42	100.00%	121.06	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

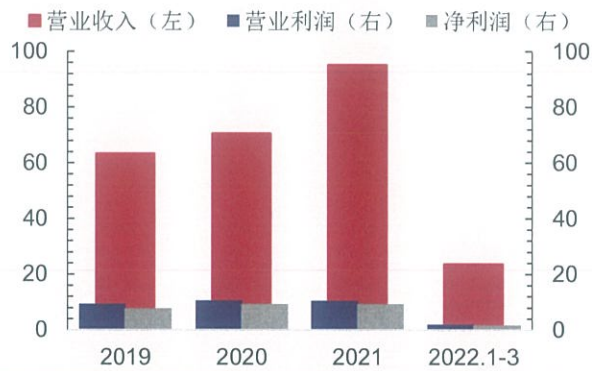
盈利能力

公司收入持续较快增长，但由于材料成本大幅上升等导致盈利能力下滑，未来盈利仍可能波动

2021年公司产能持续释放，叠加订单良好带动销量大幅增加，以及公司产品结构持续优化等，公司营业收入同比大幅增长。但由于原材料涨价导致营业成本同比大幅上升且增幅高于收入增长，当期公司净利润同比仅略微增长。同时由于资产规模持续增加且增幅快，EBITDA利润率、总资产回报率等多项核心盈利能力指标同比出现下滑。

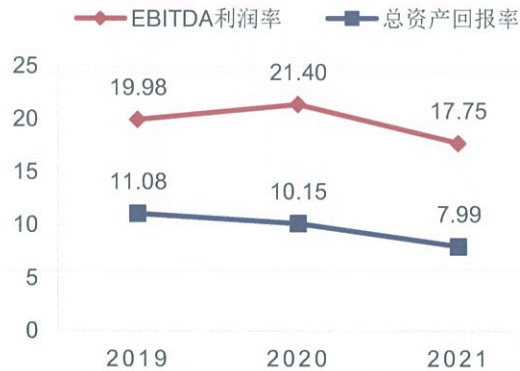
随着新工厂产能持续释放且下游需求波动等，2022年一季度公司收入虽保持一定增长，但净利润同比出现下降且降幅较大。未来受PCB行业市场竞争加剧、下游需求回落等，公司业绩增长仍可能面临压力。

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 1-3 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

公司精细化管理能力较强，整体营运效率在行业内仍表现较好。公司与下游结算时间较长，2021 年应收款项周转天数、含应付设备款在内的应付款项周转天数较上年均有所缩短，存货周转效率加快，上述因素综合使得公司净营业周期较短。

表 8 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2021 年	2020 年
应收款项周转天数	135	149
存货周转天数	57	61
应付款项周转天数	176	188
净营业周期	16	22

注：应付款项未扣除设备类应付账款。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2021 年公司现金生成能力仍较强，但扩产项目仍面临较大的资金缺口，融资需求仍较大

2021年公司业务规模扩大且回款较及时，经营性现金流入同比大幅上升，但同时材料涨价及人工成本上升等导致经营性现金流出规模亦大幅增加，综合使得公司当期经营活动现金净流入规模同比有所减少，不过仍维持较大规模。从净额法看，2021年公司利润规模较上年基本持平，当期EBITDA和FFO保持增长。

投资方面，由于珠海景旺及龙川景旺二期投产项目的持续大量投入，当期资本开支仍较大，投资活动亦表现为大幅净流出不过规模同比有所收窄。当期公司筹资活动现金流为净流出。考虑到公司在珠海扩产的HDI项目资金缺口较大，未来公司仍面临较大的资金需求。

图3 公司现金流结构

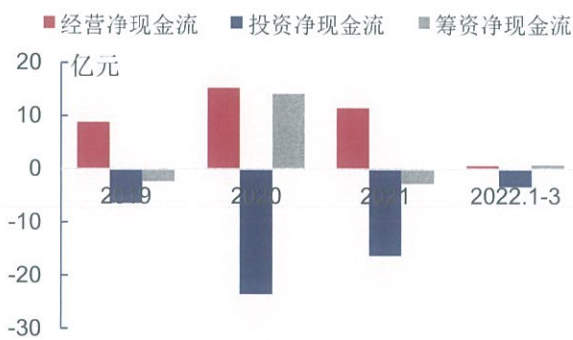
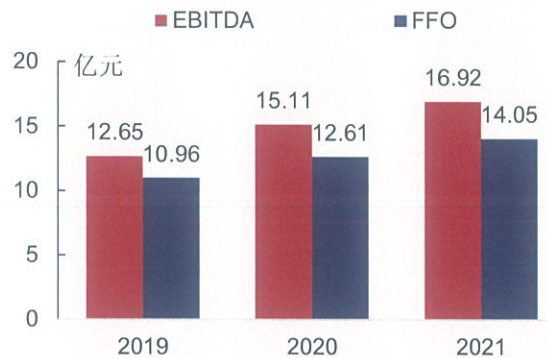


图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司经营性负债快速增长，债务保持相对稳定，刚性债务偿还压力不大

2021年以来因业务规模扩大导致经营性负债持续上升，同时未分配利润持续积累带动权益资产增长，公司产权比率波动上升，2022年3月末产权比率仍处于偏低水平。

图5 公司资本结构

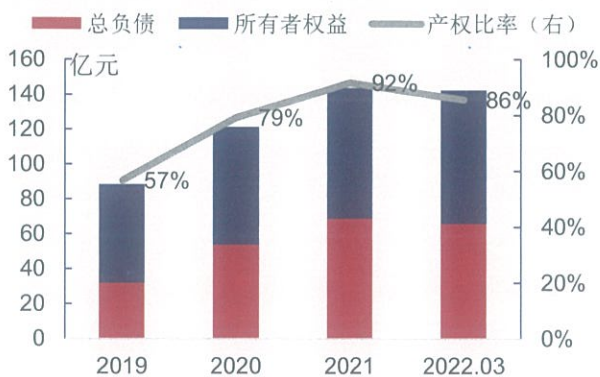
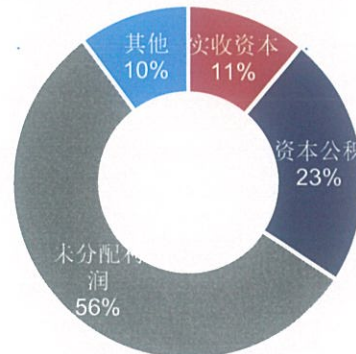


图6 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：资本公积扣除库存股。资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

公司有息债务以本期债券为主，其中金融负债成分计入应付债券，权益工具成分以公允价值 3.10 亿元计入其他权益工具。

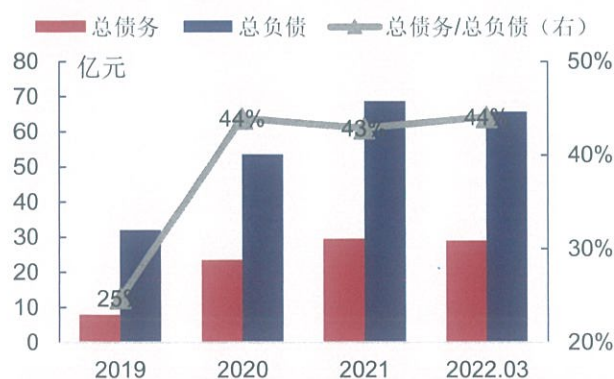
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	12.72	19.39%	13.47	19.63%	8.24	15.41%
应付账款	27.63	42.09%	29.36	42.80%	20.37	38.09%
流动负债合计	46.76	71.23%	50.12	73.06%	36.19	67.67%
应付债券	15.49	23.61%	15.34	22.36%	14.72	27.52%
非流动负债合计	18.88	28.77%	18.49	26.94%	17.29	32.33%
负债合计	65.64	100.00%	68.61	100.00%	53.49	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

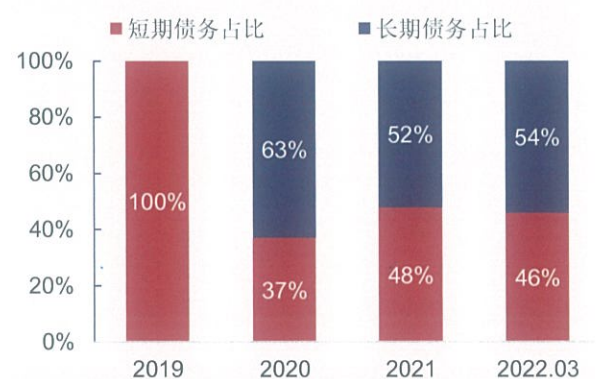
公司总债务包括应付票据、应付债券及银行借款。2021 年以来总债务增加主要系应付票据增加；银行借款包括短期和长期，整体规模不大。公司债务期限结构合理，以长期债务为主，刚性债务压力不大。

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 1-3 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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

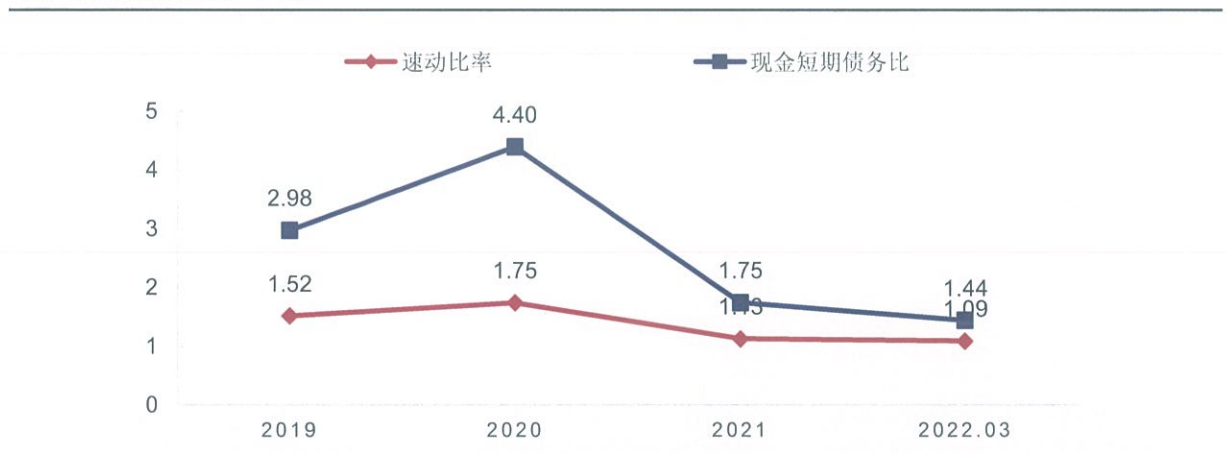
公司整体财务杠杆水平低，各项杠杆状况指标表现较好。2021 年资产负债率同比有所提升主要系经营性负债增加所致。源于良好的业绩和利润积累，EBITDA 对利息的保障程度高。此外，公司总体债务规模不大，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现仍较好。

表10 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	46.13%	47.84%	44.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47
总债务/总资本	27.40%	28.23%	25.81%
FFO/净债务	--	193.54%	-97.05%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年以来由于公司现金类资产减少，导致期末流动性比率及现金短期债务比下降，但整体仍处于较好水平。且公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。截至2022年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 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、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5月26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、抗风险能力分析

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，2021年订单良好，营业收入保持较快增长，增速高于行业平均值，市场份额在PCB行业内较高且持续提升。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。

九、结论

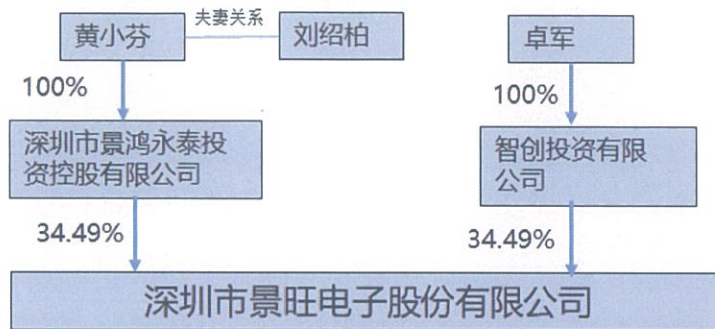
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“景20转债”信用等级为AA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	8.67	11.22	20.20	11.64
应收票据及应收账款	32.43	34.35	26.26	21.46
应收账款	30.57	30.93	23.72	21.46
存货	16.77	14.44	8.78	8.46
流动资产合计	67.90	71.04	72.00	54.56
固定资产	57.51	55.12	30.75	26.62
非流动资产合计	74.39	72.37	49.06	33.64
资产总计	142.28	143.42	121.06	88.20
短期借款	0.29	0.32	0.45	0.91
应付票据	12.72	13.47	8.24	6.99
应付账款	27.63	29.36	20.37	17.24
一年内到期的非流动负债	0.24	0.25	0.00	0.00
流动负债合计	46.76	50.12	36.19	30.30
长期借款	0.17	0.00	0.10	0.00
应付债券	15.49	15.34	14.72	0.00
非流动负债合计	18.88	18.49	17.29	1.61
负债合计	65.64	68.61	53.49	31.91
总债务	28.93	29.43	23.50	7.90
归属于母公司的所有者权益	74.59	72.78	65.49	54.25
营业收入	23.68	95.32	70.64	63.32
净利润	1.79	9.31	9.25	7.77
经营活动产生的现金流量净额	0.60	11.40	15.27	8.74
投资活动产生的现金流量净额	-3.38	-16.32	-23.53	-6.46
筹资活动产生的现金流量净额	0.70	-2.72	14.11	-2.33
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	19.50%	23.39%	28.32%	27.45%
EBITDA 利润率	--	17.75%	21.40%	19.98%
总资产回报率	--	7.99%	10.15%	11.08%
产权比率	85.64%	91.71%	79.16%	56.70%
资产负债率	46.13%	47.84%	44.18%	36.18%
净债务/EBITDA	--	0.43	-0.86	-1.11
EBITDA 利息保障倍数	--	118.50	190.47	804.63
总债务/总资本	27.40%	28.23%	25.81%	12.31%
FFO/净债务	--	193.54%	-97.05%	-77.75%
速动比率	1.09	1.13	1.75	1.52
现金短期债务比	1.44	1.75	4.40	2.98

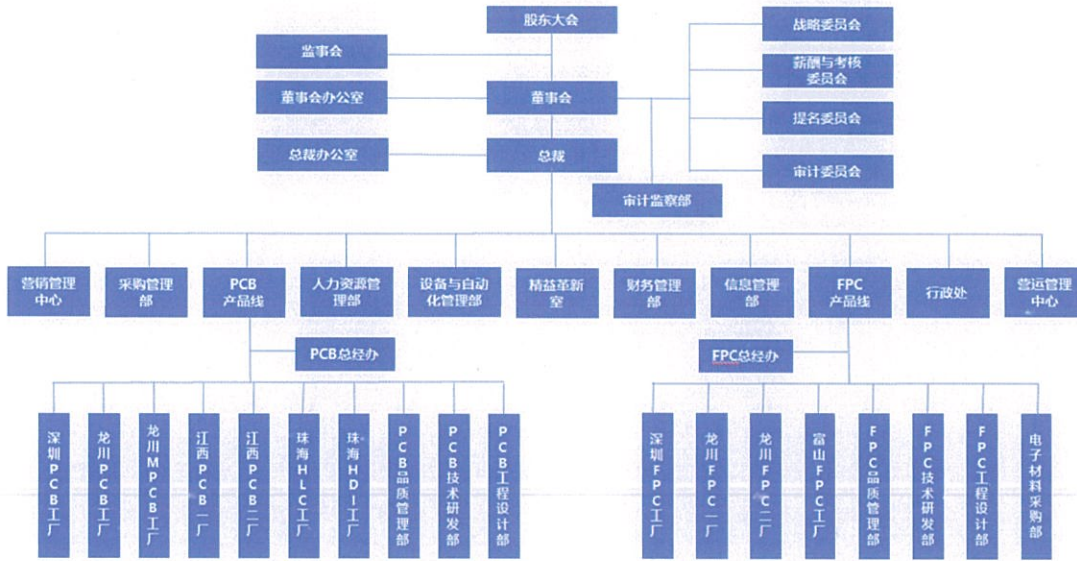
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022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
吉水县景鸿永昶地产有限公司（景鸿永昶）	200 万元	100%	房地产开发及经营，基础设施建设开发，自有房屋出租，室内外装饰装修，家政服务，物业服务

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
应收款项周转天数	360 / { 营业收入 / [(期初应收账款账面价值+期初应收票据账面价值+期初应收款项融资账面价值+期末应收账款账面价值+期末应收票据账面价值+期末应收款项融资账面价值) / 2] }
存货周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初存货+期末存货) / 2] }
应付款项周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额) / 2] }
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

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、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。