



2020年广东汕头超声电子股份有限公司 公开发行可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2020年广东汕头超声电子股份有限公司公开发行可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-17	2020-08-04

债券概况

债券简称： 超声转债

债券剩余规模： 7 亿元

债券到期日期： 2026-12-07

偿还方式： 对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

联系方式

项目负责人： 刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员： 蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话： 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对广东汕头超声电子股份有限公司（以下简称“超声电子”或“公司”，股票代码：000823.SZ）及其 2020 年 12 月公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司拥有优质稳定的客户；业务来源较为多元；盈余现金较充裕，杠杆水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司面临一定的汇兑损失风险，成本管控压力加大，应收账款和存货占用资金较多，本期债券募投项目收益存在不确定性等风险因素。

未来展望

- 公司收入稳步增长，预计业务持续性较好，未来随着在建项目投资，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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	70.78	69.16	57.09	54.32
归母所有者权益	39.59	38.78	35.36	33.14
总债务	14.70	13.35	6.58	7.84
营业收入	15.07	51.69	48.42	49.41
净利润	0.92	3.66	3.62	3.30
经营活动现金流净额	0.49	4.10	6.73	4.59
销售毛利率	20.73%	20.71%	22.09%	20.02%
EBITDA 利润率	-	13.24%	13.05%	12.04%
总资产回报率	-	6.87%	7.76%	7.50%
资产负债率	37.41%	37.66%	30.63%	31.55%
净债务/EBITDA	-	-0.27	-0.30	-0.24
EBITDA 利息保障倍数	-	35.29	31.19	25.61
总债务/总资本	24.90%	23.64%	14.24%	17.41%
FFO/净债务	-	-2.78	-2.78	-3.40
速动比率	1.77	1.82	1.63	1.65
现金短期债务比	1.86	2.31	1.72	1.49

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司拥有稳定的优质客户，且类型广泛。**凭借良好的技术创新和积累，公司与业内多家知名厂商形成稳定的合作关系，客户类型涵盖通信、服务器、消费电子、汽车配件、智能家居厂商等。
- **公司业务较多元，收入稳步增长。**公司业务涵盖印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产，2020 年各项业务收入各有增减，综合影响下，当期主营业务收入同比有所增长。
- **公司杠杆水平较低，流动性指标表现较好。**得益于公司持续的利润积累，叠加本期债券募集了大量资金，公司盈余现金较充裕，债务结构优化，各项杠杆状况及流动性指标表现较好，财务弹性较大。

关注

- **公司产品外销比例较高，面临一定的汇兑损失风险。**2020 年公司扩大国内销售规模，但外销收入占比仍超过 50%。虽采取一定措施降低汇率波动风险，但仍无法覆盖汇兑损失，当期汇兑损失为 0.45 亿元。
- **公司应收账款和存货占用资金较多。**截至 2021 年 3 月末，公司应收账款和存货合计占总资产的 37.27%，而公司与上游供应商的结算账期相对下游客户回款周期较短，对资金形成较大占用。
- **原材料涨价带来一定的成本管控压力。**2020 年下半年以来铜、树脂、玻璃布等公司覆铜板、印制线路板生产涉及的主要原材料价格大幅上涨，短时间覆铜板、印制线路板产品无法完全将成本上涨的压力向下转移，为公司带来一定的成本管控压力。
- **本期债券募投项目收益存在不确定性。**本期债券募投项目规划投资于高频高速印制板、高性能 HDI 印制板等新型特种印制板，计划于 2022 年一季度试产，项目实施周期较长。而当前行业内企业普遍处于扩产阶段，随着项目的推进，未来行业竞争或将加剧。

同业比较（单位：亿元）

指标	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	超声电子	世运电路	明阳电路
总资产	121.06	96.89	76.84	69.16	38.03	26.84
营业收入	70.64	56.00	43.68	51.69	25.36	12.91
净利润	9.25	5.19	4.45	3.66	3.04	1.33
销售毛利率	28.32%	23.66%	26.39%	20.71%	25.91%	28.43%
EBITDA 利润率	21.40%	19.76%	19.33%	13.24%	21.19%	19.28%
总资产回报率	10.12%	7.80%	7.98%	6.87%	9.47%	6.92%
资产负债率	44.18%	61.49%	43.39%	37.66%	28.99%	44.71%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	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

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月公开发行6年期7亿元可转换公司债券，募集资金计扣除发行费用后计划用于新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目的建设。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.61亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2021年3月末，公司控股股东仍为汕头超声电子（集团）有限公司（以下简称“超声集团”），持股30.31%，公司实际控制人仍为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“汕头市国资委”），股权结构图见附录二。跟踪期内公司董事会成员、主要监事以及高级管理人员均保持稳定，合并报表范围未发生变化，截至2020年末公司合并范围一级子公司见附录四。

跟踪期内，公司仍主要从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏、超薄及特种覆铜板、超声电子仪器的研制、生产和销售，产品广泛用于通讯、汽车电子、消费电子、工业及医疗电子等领域。

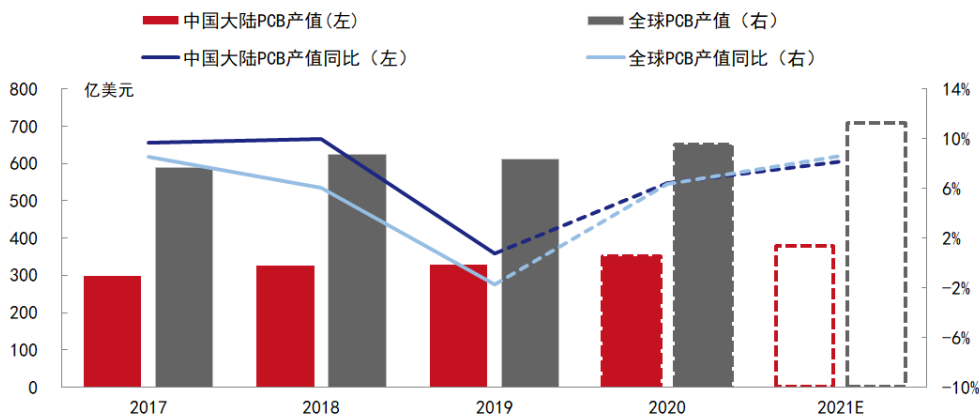
四、运营环境

PCB行业景气度上行，预计2021年延续增长，5G和新能源汽车领域有望成为行业中长期增长点

2020年下游结构性行情复苏推动PCB行业景气度上行，根据Prismark预估数，当期全球及中国PCB产值增速均达到6.4%。上半年，通信领域延续2019年四季度以来由5G基站建设拉动的良好订单行情；但疫情冲击叠加中美贸易争端等影响，汽车电子及消费类电子需求严重下滑。进入下半年，终端市场出现明显结构性变化。通信领域5G基站建设节奏放缓导致通信PCB需求阶段性承压；但疫情催生的居家办公、居家学习等宅经济带来手机等消费电子需求回暖；同时汽车生产逐步恢复，尤其是新能源汽车领域表现较好。

预计2021年在全球经济复苏背景下，PCB市场整体有望延续增长态势。其中消费类电子和汽车电子领域受益终端消费刺激或继续向好，5G基站建设有望平稳推进。不过，当前全球半导体紧缺是否进一步影响汽车生产以及5G基站建设进度有待持续关注。

图1 2020年全球及国内PCB产值实现正增长，预计2021年延续增长态势



注：2020年数据为Prismark预估值，2021年数据为预测值
 资料来源：Prismark，中证鹏元整理

长期看，未来几年5G手机、5G网络建设、新能源汽车有望成为PCB行业持续增长的主要驱动力。根据Prismark报告，预计2020-2025年全球PCB产值的年复合增长率约为5.8%，至2025年达到863.25亿美元，中国PCB产值年复合增长率约5.6%，至2025年达到461.18亿美元。

消费电子领域，手机系PCB下游占比最大的消费电子产品，未来几年5G换机潮叠加单部手机用量增加将带动该领域PCB相关产品需求增长。工业及信息化部数据显示，2020年中国5G手机出货量1.63亿部，渗透率由2019年的5%跃升至53%。据测算，主板面积需同步升级约30%以承载5G手机射频模块器件数量增加，零部件技术革新及数量增长促使单个手机FPC用量增长15%-20%。根据Prismark报告，预计2020-2025年HDI、FPC类产品的产值年均复合增长率分别为6.7%、4.2%。

通信方面，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，并参照4G建设周期的投资规模，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来大规模市场增量。工业及信息化部信息显示，我国2020年新增约58万个5G基站，2021年计划新增60万个，未来几年5G基站建设进度和产业链发展预期有望进一步明确。根据Prismark报告，预计2020-2025年应用于无线基础设施的PCB产值年均复合增长率约为6.8%，应用于服务器/数据存储的PCB产值年均复合增长率为8.5%。

汽车电子方面，随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，车用PCB市场望持续扩容。2020年我国新能源汽车产量同比大幅增长17%，根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%）。考虑到单辆新能源汽车用PCB数量较普通燃油车用量提升约2倍，未来5年在新能源汽车产量高速增长下，汽车电子领域的PCB需求望迎来较大增长空间。

2020年下半年以来PCB主要原材料价格显著上涨，覆铜板厂商开始陆续提价，短期内原材料价格上涨对PCB企业造成较大的成本上升压力

2020年下半年以来上游主要原材料价格迎来新一轮涨价周期，铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料

价格出现急速拉升。其中，铜箔在2020年下半年以来由于疫情影响国外铜矿停工开工不足叠加全球宽松货币政策带来大宗商品铜价快速上涨，价格出现快速拉升，2021年1月铜箔价格已突破2017年以来的历史新高，较2020年6月的低点上涨34.47%。树脂价格在2020年10月以来-迎来第二轮涨价周期，2021年1月价格已突破前高，涨至21.08元/kg，较2020年10月的低位上升34.78%。玻璃布价格走势整体和铜箔趋同，2020年8月低点之后急速拉升，2021年1月价格较低点大幅上升71.48%。

2021年一季度各大覆铜板厂商已开始多次调升产品价格，其中-建滔积层板2021年3月不同牌号FR4最高报价相比2020年四季度提升较多，生益科技2021年3月报价亦环比提升。虽然产业链整体价格传导机制较通畅，但考虑到近年PCB行业大规模持续扩产，新增产能释放加剧行业竞争，PCB企业向下游客户转嫁材料成本的难度增加，产品提价存在滞后期，短期内PCB企业面临较大的成本上升压力。后续若中国巨石（玻璃布）、建滔化工（电子铜箔）等新增产能能尽快投放，叠加大宗商品铜价的潜在回落，原材料价格上涨压力或逐步缓和。

汽车电子、工控、智能家居、智能制造等领域的触控显示需求较旺盛

近年汽车电子、工控及医疗、智能家居、智能制造等领域的触控显示应用逐步扩大。在车载领域，随着汽车智能化与车载娱乐设备水平不断提高，车载显示屏往多屏化、触控一体化、多功能化方向发展，市场需求稳定增长。2020年11月2日，国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，指出坚持电动化、网联化、智能化发展方向，推动我国新能源汽车产业高质量可持续发展。而根据中国产业信息网数据显示，2020年全球车载液晶显示市场规模超过50亿美元，2021年有望进一步提升。

工业控制显示方面，随着人工成本的上涨、安全需求的增加以及工业自动化的快速发展，各领域对触控显示器件的需求明显增加。尤其是随着工业物联网发展，工业生产的智能化、数字化、信息化、网络化已成趋势，高度融合IT技术的工业自动化应用有望得到迅速而广泛的使用。

随着5G时代的到来，当前电子产品逐渐向智能化、柔性化、便携化方向发展，新型显示作为数字时代的信息载体和人机交互窗口，和5G通信、智能家居，物联网等新兴产业深度融合，触控显示市场已进入产品多元化、品牌多样化的高速发展时期。在充电桩、智能家居、智能电网、医疗等细分领域，显示触控产品的应用不断深入，需求较旺盛。

五、经营与竞争

公司收入主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板的销售。2020年公司深化战略客户合作，并将市场重心从国外转移到国内，伴随着国内疫情的逐步控制，当期收入同比增长6.75%。当期公司收入仍集中在印制线路板、液晶显示器和覆铜板三方面，其中覆铜板业务收入同比增长25.70%，增幅较大，主要系覆铜板新增产能释放所致。毛利率方面，公司主营业务毛利率较上年同比小幅下降，其中印制线路板和液晶显示器毛利率受原材料价格涨价影响，覆铜板毛利率受新增产能爬坡及原材料价格上涨影响，

均出现不同程度下降。此外，2020年公司将原销售费用核算的产品运输费用改在营业成本核算，亦对各主要产品毛利率水平造成一定影响。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
印制线路板	66,197.11	22.32%	247,657.24	21.64%	231,594.99	23.08%
液晶显示器	49,473.66	16.52%	152,982.50	18.50%	156,797.68	19.74%
覆铜板	28,651.27	18.92%	97,012.66	17.32%	77,179.93	20.31%
超声电子仪器	1,452.21	54.34%	6,413.85	58.53%	5,912.58	58.03%
贸易业务	2,538.46	29.80%	7,715.40	45.88%	6,180.10	24.02%
合计	148,312.71	20.17%	511,781.65	20.46%	477,665.27	21.98%

资料来源：公司2019年报、2020年报及公司提供的2021年一季度数据，中证鹏元整理

公司坚持技术创新，技术积累不断提升，为业务发展奠定较好的基础

公司长期从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏生产，并依托省级重点工程技术研究中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、广东省院士专家企业工作站等科研主体，持续开展相关产品的研发工作，并拥有国务院特殊津贴专家、广东省“特支计划”科技创新领军人才、广东省“扬帆计划”高层次人才等一批高精尖技术人才组成的核心研发团队。

2020年公司保持一定研发投入，研发人员数量增至1,011人，研发投入占营业收入比例保持在4.3%左右。公司深入开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动103项，并有49项完成研发并投入生产应用，20项突破关键技术并部分应用于企业生产过程；当年获得国家专利授权38项（其中：发明专利3项，实用新型35项）；公司及子公司汕头超声印制板公司、汕头超声印制板（二厂）有限公司通过重新认定继续被评定为国家级高新技术企业；子公司汕头超声显示器技术有限公司新认定为国家级高新技术企业。

此外，公司仍持续强化研发部门、制造部门、品质部门、采购部门与市场部门的协调联动机制，不断加快公司整体的市场响应速度，提高产品的技术和品质水平。在外部联络方面，公司在美国、欧洲、日本等国家和地区均设有办事处，建成了较为完善的销售服务网点，不断提升为客户服务的便利性。公司多次获得国内外客户授予的最佳技术支持奖、最佳供应商、优秀合作伙伴等荣誉。

公司拥有稳定的优质客户，2020年扩大国内市场业务，但外销收入占比仍较高，面临一定的汇兑损失风险

跟踪期内，公司销售模式无重大变化，仍采取直接销售和代理销售两种销售模式，其中国内客户多为直接销售。受海外疫情影响，2020年公司将市场重心从国外转移到国内，当期内销收入占比提升较多，但外销占比仍较高。公司为更好地规避和防范所面临的外汇汇率、利率波动风险，增强财务稳健性，每年度会开展一定金额的外汇衍生品交易。同时中证鹏元关注到，公司2020年汇兑损失达0.45亿元，而当

期外汇衍生品交易收益仅为925.47万元，无法覆盖当期汇兑损失，且当前人民币汇率波动较大，未来公司仍将面临一定的汇兑损失风险。

表2 公司按销售地域划分的主营业务收入情况（单位：万元）

区域	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
内销	242,566.86	47.40%	189,170.48	39.60%
外销	269,214.80	52.60%	288,494.79	60.40%
合计	511,781.65	100.00%	477,665.27	100.00%

资料来源：公司2019年报、2020年报，中证鹏元整理

公司与业内多家知名厂商合作关系仍较为稳定，2020年积极开拓5G基站、通信、服务器等方面的市场合作，与中兴通讯、OPPO、广和通、希姆通等保持较好合作；而在汽车配件厂商方面，公司客户仍主要为哈曼、海拉、博世、马瑞利等。2020年公司前五大客户销售金额合计占年度销售总额的比重为47.62%，集中度仍较高，印制线路板、液晶显示器业务客户较为同质。

公司印制线路板产能利用情况较好，但本期债券募投项目实施周期较长，未来能否达到预期收益存在不确定性；2020年下半年以来的原材料涨价使得公司面临一定的成本管控压力

公司印制线路板业务主要仍由子公司汕头超声印制板公司和汕头超声印制板（二厂）有限公司（以下简称“印制板二厂”）负责，生产基地位于汕头市，2020年公司印制线路板年产能仍维持在120万平方米，其中双面20万平方米、多层40万平方米、HDI板50-60万平方米，产能变化较小。

从公司实际产能利用情况看，考虑不同产品的工序流程，实际产能会随产品难度增加而下降；此外，基于定制化产品特性和柔性化生产的考虑，公司会优先考虑高端产品生产，剩余产能填补低端产品，故从设备利用情况来看，跟踪期内公司实际产能利用情况较好，基本处于满负荷生产。2020年公司印制线路板产量出现一定下降，主要系当年公司产品结构调整所致。由于公司以销定产的生产模式，故近年公司产品产销率接近100%。

表3 公司印制线路板产销情况

产品	项目	2020年	2019年
印制线路板	年产能（平方米）	1,200,000	1,200,000
	产量（平方米）	912,252	950,797
	销量（平方米）	907,774	950,692
	产销率	99.51%	99.99%

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前主要扩产项目系本期债券募投项目，该项目总投资15.80亿元，截至2020年末已完成投资2.84亿元，尚处于厂房建设阶段，预计该项目将于2022年一季度试产。该项目设计年产24万平方米高频

高速印制板、高性能HDI印制板等新型特种印制板的生产能力，项目投产后将缓解公司目前的产能紧缺局面，有助于提升印制线路板业务收入。但中证鹏元也注意到，目前PCB行业普遍处于扩产阶段，行业竞争或将加剧，项目能否达到预期收益存在一定不确定性。

销售方面，2020年公司积极开拓国内通讯及移动互联领域客户，该领域收入占比有所提升，客户主要为中兴通讯、OPPO、广和通、希姆通等国内外知名品牌通讯设备及手机厂商。受海外疫情影响，公司车载及工控领域收入占比下降，印制线路板车载及工控领域与液晶显示器业务客户存在重叠。

公司印制线路板主要原材料包括覆铜板、药液、干膜及铜箔，占比较为稳定。2020年覆铜板、药液等原材料价格均呈不同幅度的上升趋势，铜箔在2020年下半年陆续进入新一轮涨价周期。同时由于覆铜板主要原材料也为铜箔，故铜箔价格的上涨，对公司印制线路板和覆铜板的盈利均造成一定影响。2021年一季度，铜箔、覆铜板等原材料仍呈涨价状态，虽然公司可通常涨价向下游客户转嫁材料成本，但存在一定滞后期，为公司带来一定的成本管控压力。

表4 公司印制线路板主要原材料采购价格情况

原材料	2020年		2019年	
	金额	变动	金额	变动
铜箔（元/公斤）	64.89	2.22%	63.48	-11.66%
覆铜板（元/平方米）	137.81	10.71%	124.48	6.66%
药液（元/公斤）	8.13	0.62%	8.08	2.02%
干膜（元/平方米）	6.79	-1.87%	6.92	0.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液晶显示器整体产能利用情况尚可，受海外疫情影响，产销量出现下滑

公司液晶显示器业务主要包括液晶显示屏（TN、STN）、液晶显示模组（TN、STN、TFT）等的生产，主要应用于车载显示、工业控制、通讯、智能家居、医疗器械等领域，产品应用领域较广泛。

公司液晶显示屏主要为TN、STN等的产品，由于公司部分液晶显示屏主要供液晶显示模块配套使用，故整体产销率仍较低。公司液晶显示模块包含液晶显示模组、触控模组及液晶触控显示模组等产品，实际产能会随不同时期各产品的比例不同而变化，从设备利用情况来看，2020年产能利用情况尚可。公司液晶显示模块采用以销定产的生产模式，故整体产销率仍较高。

表5 公司液晶显示器产销情况

产品	项目	2020年	2019年
液晶显示屏	年产能（平方米）	420,000	420,000
	产量（平方米）	442,984	465,633
	销量（平方米）	169,301	229,398
	产销率	38.22%	49.27%

液晶显示模块	年产能（套）	46,000,000	46,000,000
	产量（套）	33,411,267	34,372,843
	销量（套）	30,812,430	34,036,142
	产销率	92.22%	99.02%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司液晶显示产品客户仍较为稳定，涵盖哈曼、海拉、博世、马瑞利等知名汽车配件厂商，以及西门子、飞利浦、松下等大型工业企业。但受海外疫情影响，2020年公司液晶显示产品海外订单受到一定影响，产销量出现下滑，但当期公司产品单价仍维持上涨趋势。受上述因素影响，2020年公司液晶显示器收入同比小幅下降2.43%。

采购方面，公司液晶显示器主要原材料包括玻璃、芯片（IC）、背光、膜材及TFT，玻璃均价有所下降，但其他主要原材料价格呈不同幅度的上升，其中TFT均价涨幅较大，仍对公司成本管控造成一定的压力。

表6 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况

原材料	2020年		2019年	
	金额	变动	金额	变动
玻璃（元/平方米）	294.01	-18.33%	359.98	76.09%
芯片（IC）（元/片）	4.56	4.14%	4.38	9.23%
背光（元/片）	4.69	3.52%	4.53	-1.74%
膜材（元/片）	9.24	11.29%	8.30	-1.07%
TFT（元/片）	14.50	42.87%	10.15	-9.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司覆铜板新投产项目产能逐步释放，产销量稳步提升，原材料成本向下游传导存在时滞，面临一定的成本管控压力

公司生产的覆铜板主要包括常规FR-4、超薄覆铜板及半固化片，及无铅、无卤、高品质FR-4、高TG、高导热、高频高速等环保型高性能覆铜板及半固化片。

2019年10月，公司环保型高性能覆铜板优化升级技术改造项目投产，覆铜板及半固化片产能提升较大。伴随新增产能的释放，2020年公司相关产品产量稳步提升，较2019年同比分别增长28.12%及12.44%。由于公司以销定产的生产模式，故公司覆铜板及半固化片业务销量亦同步提升，当期覆铜板收入同比增长25.70%，成为当期营业收入的主要增长点。产能利用方面，2020年公司产能利用情况有所提升，未来仍有一定的产能释放空间。

公司覆铜板业务与印制线路板业务关联度较高，部分覆铜板产品会作为公司印制线路板原材料使用，其中外部销售占比较高，比例会随公司各季度生产计划安排，存在一定波动，外部销售客户主要为国内上市印制线路板公司。

表7 公司覆铜板产销情况

产品	项目	2020年	2019年
覆铜板	年产能（张）	10,900,000	10,900,000
	产量（张）	7,269,424	5,673,780
	销量（张）	7,220,484	5,590,967
	产销率	99.33%	98.54%
半固化片	年产量（卷）	134,840	119,924
	销量（卷）	136,486	119,175
	产销率	101.22%	99.38%

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司覆铜板主要原材料采购价格波动较大，相较2019年主要原材料价格的大幅下降，2020年铜箔、树脂、玻璃布等价格企稳回升。此外，覆铜板业务对下游客户的议价能力尚可，原材料价格波动可传导至下游客户，但存在一定的时滞，故2020年覆铜板业务毛利率出现一定下降。2021年一季度，铜箔、树脂、玻璃布等原材料价格涨势仍较大，对公司成本管控能力提出较高要求。同时，中证鹏元关注到，公司印制线路板采购的原材料覆铜板主要系外购，因此印制线路板亦面临该等原材料价格上涨带来的压力。整体上看，公司覆铜板业务虽可向下游传导一定成本压力，但存在时滞，而覆铜板成本的上涨亦会传导至公司印制线路板业务，原材料涨价给公司带来一定的成本管控压力。

表8 公司覆铜板主要原材料采购价格情况

原材料	2020年		2019年	
	金额	变动	金额	变动
铜箔（元/公斤）	64.89	2.22%	63.48	-11.66%
树脂（元/公斤）	19.06	-0.16%	19.09	-7.33%
玻璃布（元/米）	3.07	-1.29%	3.11	-36.66%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2018年、2020年合并报表范围无变化；2019年投资新设立子公司汕头超声印制板（三厂）有限公司，纳入合并报表范围。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产总额和货币资金快速增长，流动性提升

2020年末公司总资产增幅较大，主要系可转债发行导致负债规模增加所致。资产构成上仍主要由现金类资产、应收账款及固定资产等构成。

2020年末公司货币资金同比大幅增加主要系当期收到本期债券募集资金所致，期末受限货币资金为0.52亿元，系银行承兑汇票保证金、信用证保证金等。

2020年末公司应收账款占比有所下降，但整体规模仍较大。期末账龄主要集中在1年以内，前五大客户应收款占应收账款期末余额的比重为53.39%，均与公司建立了长期、稳定的合作关系，回收风险相对较小。

由于公司主要产品生产周期较短，对生产连续性及时供货要求较高，需要备有充足的原材料及产成品，2020年末公司存货规模仍较大。此外，公司存货跌价准备期末余额为0.50亿元，仍存在一定的跌价损失风险。

公司固定资产主要系房屋、厂房及机器设备，当期变动较小。在建工程主要系本期债券募投项目投入及其他技术改造项目，本期债券募集资金到位后，已陆续投入至项目建设中。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.70	22.18%	16.28	23.53%	9.60	16.81%
应收账款	16.78	23.70%	16.46	23.80%	14.98	26.24%
存货	9.60	13.57%	8.88	12.84%	7.50	13.14%
流动资产合计	44.94	63.49%	44.45	64.26%	34.03	59.60%
固定资产	17.70	25.01%	18.12	26.19%	18.32	32.09%
在建工程	5.59	7.90%	4.17	6.03%	1.97	3.45%
非流动资产合计	25.84	36.51%	24.72	35.74%	23.06	40.40%
资产总计	70.78	100.00%	69.16	100.00%	57.09	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入持续上升，业务仍较多元，盈利能力较稳定

2020年公司市场重心从国外转移到国内，深化战略客户合作，全力满足优质订单需求，公司当期收入同比增长6.75%，实现平稳增长。收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板，其中覆铜板业务收入增长较快，印制线路板收入有所增长，液晶显示器收入略有下降，整体上看，公司多元化业务来源降低了单一产品收入下降带来的负面影响。

受益于营收的上升，公司毛利规模有所扩大，但人民币持续升值导致的汇兑损失同比增加，2020年公司营业利润与净利润规模与上年基本持平。同时，公司获得的政府补助等其他经常性收入规模扩大，

综合影响下EBITDA利润率较上年有所提升。但由于公司总资产规模增速快于利润增速，导致总资产回报率出现下降。

2021年一季度，公司营业收入同比增长37.42%，一方面疫情影响导致上年同期收入基数偏低，另一方面下游需求增加，公司产能利用情况较好所致。同时受益于液晶显示产品和覆铜板产品涨价，当期利润增幅大幅上升。

随着公司环保型高性能覆铜板优化升级技术改造项目产能的释放，公司覆铜板业务收入有望进一步提升。此外，本期债券募投项目正按计划实施中，预计2022年一季度试产，届时公司印制电路板设计产能将提升20%左右。若未来产品订单充足，公司营业收入有望进一步增长。

图2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

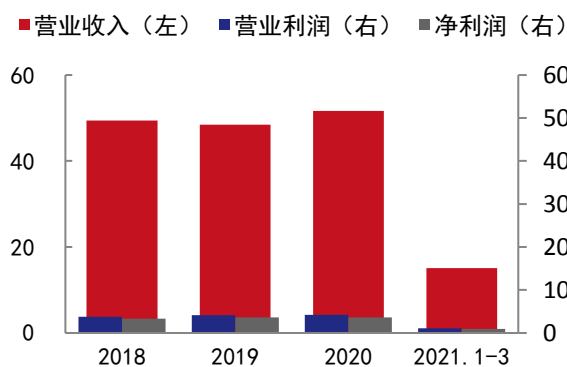
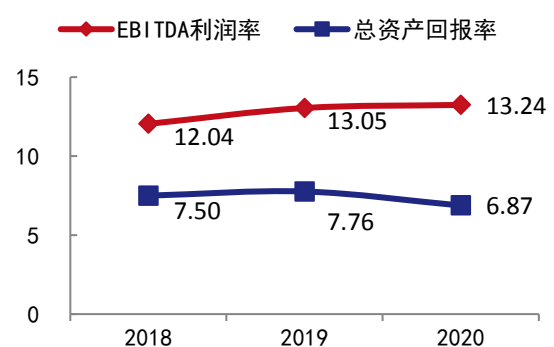


图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



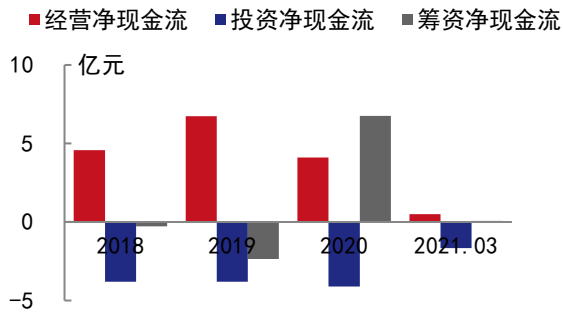
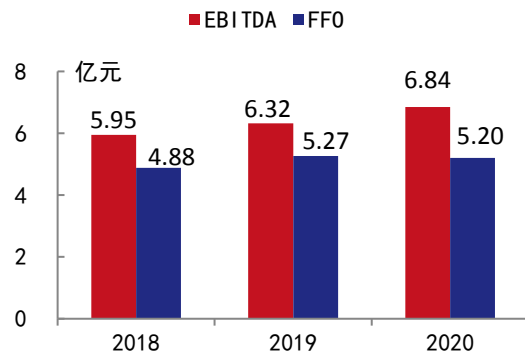
资料来源：公司2018-2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司整体现金生成能力较好，在建项目及未来战略发展所需资金较大，存在一定的外部融资需求

2020年公司收入稳定增长，其中第四季度收入规模较大，而当季现金和收入结算存在时滞，故2020年经营活动产生的现金流量净额同比下降较多。投资方面，公司扩产项目稳步推进，资本开支持续较高，投资活动现金流呈现为持续大额净流出，2020年投资活动净现金流出与经营活动净流入存在一定的资金缺口。当期公司发行本期债券使得筹资净现金流规模较大，较好地弥补了资本支出的资金需求。

受益公司利润持续积累，2020年EBITDA和FFO表现较好，整体现金生成能力较好。而根据公司资本支出计划，维持公司当前业务并完成在建的投资项目所需的资金计划为18.56亿元，而为实现未来发展战略所需的资金计划34.30亿元，其中用于重大资本支出25.70元，资金计划于2021-2023年投入使用，除本期债券募投项目资金来源较确定外，其余项目资金主要源自经营资金积累，但仍存在较大的投资资金缺口；此外，由于受疫情影响，公司交货周期有所延长，存货规模增加，存货周转效率略微下降，净营业周期有所增长，对营运资金的需求增加，综合影响下，公司存在一定的外部融资需求。

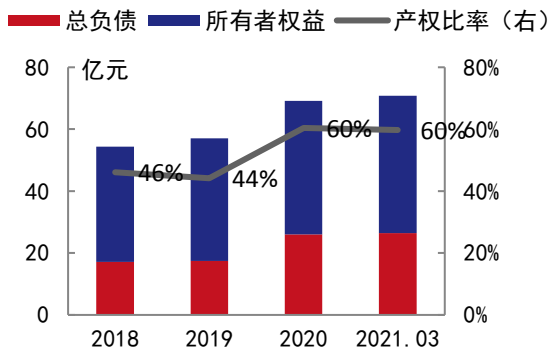
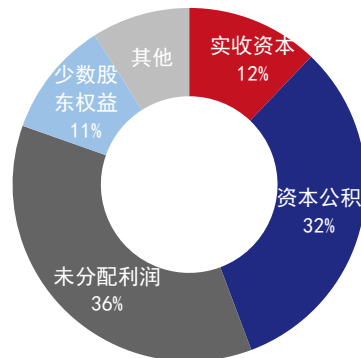
图3 公司现金流结构

图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模快速增长，杠杆水平较低，整体偿债压力可控

2020年公司成功发行本期债券使得总债务增加，期末总负债增长48.94%。2020年末所有者权益同比小幅增加，主要表现为未分配利润增加及可转债中计入的其他权益工具增加。但由于2020年末总负债规模增长快，其增幅显著大于权益，导致期末产权比率快速上升。

图5 公司资本结构

图6 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司银行借款以短期为主，主要系营运资金需求。应付票据及应付账款等经营性债务为负债的主要构成，其中应付票据全部为银行承兑汇票，当期公司扩大设备及材料采购规模，期末应付账款同比增长17.95%。应付债券为本期债券，于2021年6月15日起进入转股期。

表10 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	4.12	15.57%	4.13	15.86%	2.95	16.84%
应付票据	3.48	13.15%	2.20	8.43%	2.00	11.44%
应付账款	9.71	36.67%	10.35	39.74%	8.77	50.18%
流动负债合计	19.95	75.34%	19.59	75.21%	16.23	92.84%
应付债券	5.70	21.53%	5.64	21.64%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6.53	24.66%	6.46	24.79%	1.25	7.16%
负债合计	26.48	100.00%	26.04	100.00%	17.49	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括银行借款、应付票据及应付债券，2020年末总债务增长较快，主要系本期债券发行所致。同时期末公司债务结构亦发生变化，长期债务占比提升，债务期限分布优化。

图 7 公司债务占负债比重

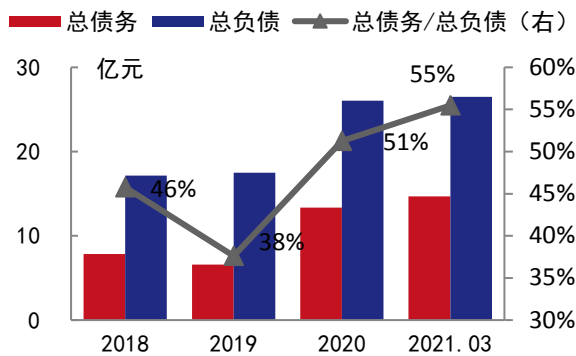
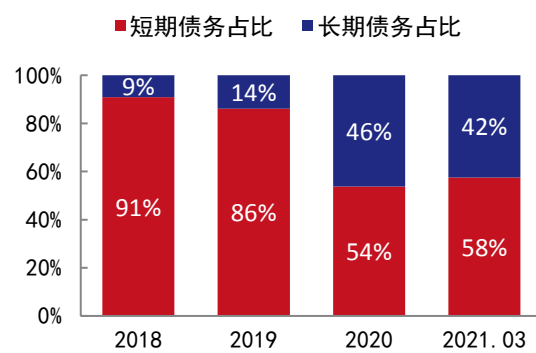


图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司整体财务杠杆水平较低，各项杠杆状况指标表现较好。2020年可转债发行使得期末负债总额增幅较大，资产负债率同比有所提升但仍处于较低水平。同时源于良好的业绩和利润积累，EBITDA对利息的保障倍数亦处于高水平。此外，公司盈余现金充裕，总体债务规模不大，净债务为负数，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现为负数。

表11 公司杠杆状况指标

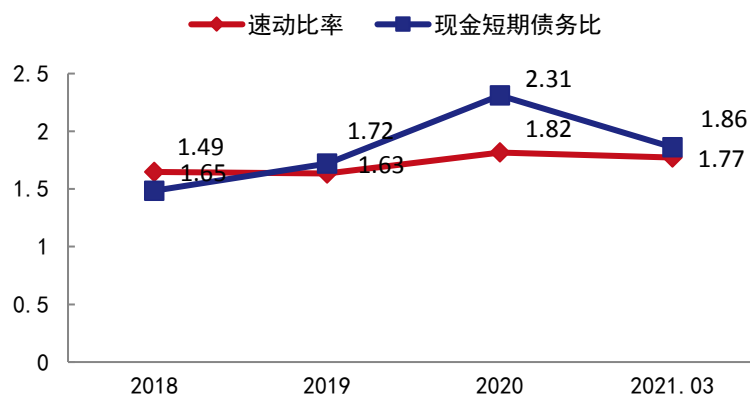
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	37.41%	37.66%	30.63%
净债务/EBITDA	-	-0.27	-0.30
EBITDA 利息保障倍数	-	35.29	31.19
总债务/总资本	24.90%	23.64%	14.24%
FFO/净债务	-	-2.78	-2.78

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现良好，且期末长期债务提升，现金短期债务比处于高水平。公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。同时公司资产负债率较低，期末有一定银行授信规模，固定资产中

有大量可抵押房产，融资弹性较好，整体获取流动性资源的能力较强。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

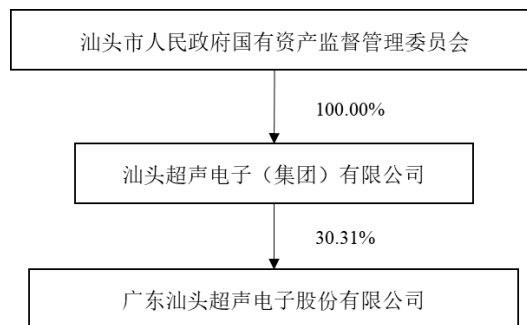
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	15.70	16.28	9.60	9.56
应收账款	16.78	16.46	14.98	14.71
存货	9.60	8.88	7.50	6.48
流动资产合计	44.94	44.45	34.03	32.99
固定资产	17.70	18.12	18.32	15.67
资产总计	70.78	69.16	57.09	54.32
短期借款	4.12	4.13	2.95	4.09
应付票据	3.48	2.20	2.00	2.28
应付账款	9.71	10.35	8.77	7.39
一年内到期的非流动负债	0.84	0.85	0.72	0.72
流动负债合计	19.95	19.59	16.23	16.10
长期借款	0.54	0.54	0.91	0.70
应付债券	5.70	5.64	0.00	0.00
长期应付款	0.01	0.00	0.01	0.02
非流动负债合计	6.53	6.46	1.25	1.03
负债合计	26.48	26.04	17.49	17.14
总债务	14.70	13.35	6.58	7.84
归属于母公司的所有者权益	39.59	38.78	35.36	33.14
营业收入	15.07	51.69	48.42	49.41
净利润	0.92	3.66	3.62	3.30
经营活动产生的现金流量净额	0.49	4.10	6.73	4.59
投资活动产生的现金流量净额	-1.66	-4.10	-3.80	-3.81
筹资活动产生的现金流量净额	0.07	6.75	-2.35	-0.27
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	20.73%	20.71%	22.09%	20.02%
EBITDA 利润率	-	13.24%	13.05%	12.04%
总资产回报率	-	6.87%	7.76%	7.50%
产权比率	59.78%	60.40%	44.15%	46.09%
资产负债率	37.41%	37.66%	30.63%	31.55%
净债务/EBITDA	-	-0.27	-0.30	-0.24
EBITDA 利息保障倍数	-	35.29	31.19	25.61
总债务/总资本	24.90%	23.64%	14.24%	17.41%
FFO/净债务	-	-2.78	-2.78	-3.40
速动比率	1.77	1.82	1.63	1.65
现金短期债务比	1.86	2.31	1.72	1.49

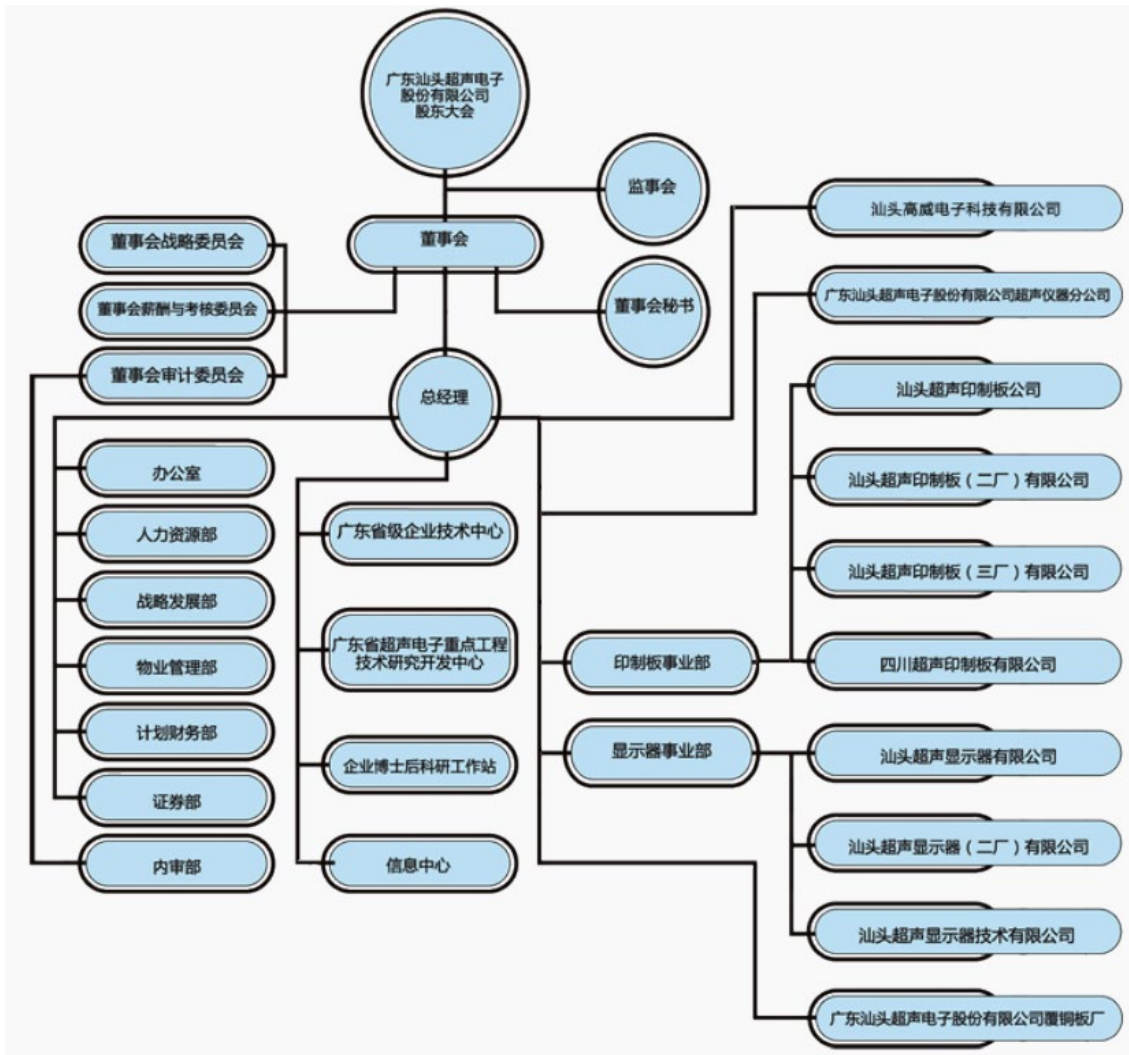
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年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
汕头超声印制板公司	2,250 万美元	75.00%	双面及多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声印制板（二厂）有限公司	7,152 万美元	75.00%	高密度多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声印制板（三厂）有限公司	40,000 万元	75.00%	未实质开展业务
汕头超声显示器有限公司	1,110 万美元	75.00%	TN 和 STN 液晶显示器及模块以及触摸屏传感器（sensor）的研制、生产和销售
汕头超声显示器（二厂）有限公司	2,120 万美元	75.00%	单色、彩色 STN 型液晶显示器及模块、TFT 型液晶显示器模块、电容式触摸屏（CTP）模块的研制、生产和销售
汕头超声显示器技术有限公司	59,400 万元	100.00%	电容式触摸屏（CTP）模块、触控显示一体化模块研制、生产和销售
汕头高威电子科技有限公司	1,000 万元	100.00%	贸易业务
四川超声印制板有限公司	2,650 万元	62.00%	双面及多层印制线路板的研制、生产和销售

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	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

注：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、债务人主体长期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。