

2020 年深圳市聚飞光电股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【409】号 01

债券简称：聚飞转债

债券剩余规模：7.05 亿
元

债券到期日期：2026 年
04 年 14 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期偿还本金
及最后一年利息，附债
券赎回及回售条款

分析师

姓名：
蒋晗 刘惠琼

电话：
0755-82839073

邮箱：
jianghan@cspengyuan.com
liuweiqiong@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2020 年深圳市聚飞光电股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 23 日	2019 年 11 月 20 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对深圳市聚飞光电股份有限公司（以下简称“聚飞光电”或“公司”，股票代码：300303.SZ）及其 2020 年 4 月 14 日公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司仍处于国内 LED 背光封装行业领先地位，具备一定的客户优势，产能提升较多，LED 背光封装收入增长较快，盈利能力上升；同时中证鹏元也关注到公司未来新增产能存在一定的消化风险，LED 照明封装业务收入下滑，应收账款及存货存在一定的减值风险等风险因素。

正面：

- 公司处于国内 LED 背光封装行业领先地位，仍具有一定的客户优势。国内主要从事 LED 背光封装行业的上市公司仅两家，公司的 LED 背光封装收入居国内首位，跟踪期内主要客户仍为海信电器、创维集团、深天马等国内多家知名 LCD 面板厂商，同时客户集中度较低，2019 年前五大客户销售额占营收的 26.67%。
- 公司产能提升较多，LED 背光封装收入增长较快。截至 2019 年末，公司已具备 15,890KK/年背光 LED 封装器件产能，同比增长 19.70%。2019 年公司营业收入为 25.07 亿元，其中 LED 背光封装收入为 19.19 亿元，同比增长 16.07%，增长较快。

- **公司净利润增长较快，盈利能力提升，偿债能力较强。**得益于背光产品盈利能力增强，2019年公司综合毛利率同比提升6.06个百分点，当期净利润为30,626.58万元，同比增长100.29%，主营业务盈利能力增强。2019年末公司速动比率为1.44，当期EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA分别为132.67和0.47，处于较好水平。

关注：

- **公司LED背光封装未来新增产能或存在一定的消化风险。**2019年LED背光封装产能利用率为82.07%，同比下降1.24个百分点，未来在建项目建成后LED光电产品（包括背光、显示及车用LED）年产能将较2019年末背光LED年产能增幅在1倍以上，产能将增加较多。考虑到全球LCD消费电子需求量增长乏力等因素，未来新增产能或存在一定的消化风险。
- **公司LED照明封装收入下滑。**2019年公司LED照明封装收入为2.34亿元，同比下滑20.43%。公司照明产能利用率偏低，产能消化情况较差。考虑到照明市场的同质化竞争日益激烈，盈利空间缩小，未来公司照明业务或将继续收缩，产能过剩情况难以好转。
- **公司应收账款及存货存在一定的减值风险。**截至2019年末，公司应收账款账面价值为9.08亿元，当期计提坏账准备2,022.43万元，应持续关注应收账款超账期未回收带来的减值风险。存货账面价值为2.11亿元，当期计提跌价准备4,931.14万元，公司产品主要应用于更新换代较快的消费电子产品，存货存在一定的跌价风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	388,483.32	412,588.18	325,175.97	331,827.91
归属于母公司所有者权益	226,183.48	220,561.30	192,310.31	182,562.31
有息债务	12,800.00	22,300.00	0.00	3,745.10
资产负债率	41.56%	46.35%	40.27%	44.13%
流动比率	1.70	1.55	1.67	1.69
速动比率	1.55	1.44	1.51	1.55
营业收入	43,954.86	250,685.65	234,502.43	205,513.97
其他收益	848.17	4,195.51	3,343.29	1,406.59
信用减值损失（损失以“-”表示）	968.80	-2,022.35	-	-

资产减值损失(损失以“-”表示)	-1,329.66	-4,931.14	-9,553.71	-14,172.45
营业利润	6,526.24	35,472.26	18,653.83	5,480.35
净利润	5,495.62	30,626.58	15,290.82	4,509.15
综合毛利率	27.54%	27.92%	21.86%	21.72%
总资产回报率	-	9.72%	5.66%	1.81%
EBITDA	-	47,049.49	27,676.01	13,040.82
EBITDA 利息保障倍数	-	132.67	801.89	165.64
经营活动现金流净额	23,044.15	49,814.91	7,493.04	4,561.19

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月14日发行6年期7.05亿元可转换公司债券，募集资金拟计划用于惠州LED产品扩产项目和惠州LED技术研发中心建设项目。截至2020年5月末，募集资金账户余额为6.93亿元。

二、发行主体概况

2019年公司实施员工激励计划，向45位员工定向增发599万股，因回购部分员工限制性股票减少股本61.33万股，截至2020年3月末公司注册资本及实收资本增加至12.78亿元，实际控制人仍为邢美正及李晓丹¹，前五大股东明细如下表所示。截至2020年5月21日，邢美正所持有股份已质押2,650.00万股，占其持有股份的18.50%。

表1 截至2020年3月末公司前十大股东明细

股东名称	占总股本比例（%）
邢美正	11.21
李晓丹	11.21
深圳市一诺财达投资有限公司	6.92
王建国	1.95
吕加奎	0.44
合计	31.73

资料来源：公司提供

公司主要从事LED产品的研发、生产与销售，主营业务为LED背光及照明封装，按用途可分为背光LED器件和照明LED器件。2019年10月20日，公司将LiveCom Limited的51%股份以1,507.14万元出售，当期不再纳入公司合并范围。截至2019年末公司合并范围子公司有5家（明细见附录二）。

表2 跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
LiveCom Limited	51%	200.00 万美元	网络、通讯技术服务等	出售

资料来源：公司2019年审计报告

¹ 李晓丹女士为邢美正先生母亲。

三、运营环境

受国内外疫情蔓延以及国内房地产市场景气度不佳的影响，LED 照明应用市场规模增长乏力，同时在全球主要电子终端出货量下降的背景下，LED 背光市场规模或微幅下滑

虽然健康照明等 LED 高端照明保持高速增长，在一定程度上弥补了因疫情导致的出口下滑以及房地产销售走弱导致的通用照明景气度下降带来的负面影响，但整体上预计 LED 照明应用市场规模增速仍将持续下滑。2019 年出口 LED 照明产品总额达 301.57 亿美元，占 LED 照明应用市场规模的 41.45%，2020 年海外需求受疫情影响较大，预计 LED 照明出口额将下滑。受房地产销售下滑的影响，室内照明如吸顶灯、吊灯等在国内市场下行压力较大，LED 通用照明国内市场增长乏力。此外，近年来 LED 景观照明受地方政府财力紧缩的影响较大，城市景观亮化工程量大幅缩减，预计 2020 年 LED 景观照明市场规模增速将继续放缓。

在电子终端产品出货量下降的背景下，LED 背光市场规模将微幅下滑。LED 背光主要应用于 LCD 面板中，其需求量的增长主要来自于 LCD 面板产量（块）的提升和单位产品灯珠使用的增加。2019 年中国主要 LCD 终端电子产品（包括液晶显示屏、液晶电视、智能手机、平板电脑、笔记本电脑）出货量同比下降 2.22%，2019 年 LED 背光市场规模同比增速仍较低。近年来全球电子终端产品出货量持续下降，整体 LCD 出货量增速维持在较低水平。在全球电子终端消费品市场仍将持续低迷，叠加全球疫情爆发的情况，预计 2020 年中国主要 LCD 终端电子产品出货量增速将下滑较大。

2019年LED封装市场继续保持增长，但细分领域表现有所分化，预计2020年LED封装行业景气度将下滑

根据高工LED数据显示，2019年LED封装市场规模同比增长约13%，整体市场规模达1,190亿元，在LED产业链中表现较好。国内从事LED封装的上市公司主要有木林森、鸿利智汇、聚飞光电、国星光电和瑞丰光电，前五大厂商营收占LED封装行业市场规模的24.62%，较2018年略有下降，白光普通照明封装行业已处于红海市场，竞争激烈且利润水平有限，头部厂商调整产能结构追逐中高端照明、背光以及显示领域。2019年封装大厂的平均产能利用率同比下降0.88个百分点，虽降幅缩小，但大厂已经产能过剩，全行业产能过剩情况比头部厂商更加严重。鉴于2019年LED行业整体景气度欠佳，LED封装厂商扩产幅度不大，主要为前期已规划产能，部分厂商已经暂停扩产计划的实施。国内主要LED封装大厂从事的封装细分领域略有不同，木林森、鸿利智汇、瑞丰光电均有大部分营收来源

于LED照明封装,2019年由于照明市场景气度不佳,业绩表现有所下滑。国内主要从事LED背光封装行业的上市公司仅两家,其中瑞丰光电部分主营收入也来自于背光封装行业,但占比不高,另外聚飞光电主营LED背光封装,受益于LCD面板轻薄化等新趋势,业绩表现较好。国星光电主营LED显示封装,在小间距显示渗透率不断提升的背景下,仍保持较好的盈利表现。预计2020年受下游需求偏弱的影响,LED封装行业景气度整体将下滑。

LED芯片价格持续下滑,相关厂商业绩表现不佳

自2017年以来LED芯片平均价格持续下跌,导致2018-2019年LED芯片行业龙头企业营收持续下滑,其中德豪润达由于芯片行业的持续低迷以及自身经营问题已面临退市危机,2019年Q1-Q3芯片价格仍在持续下滑,直到2019年Q4芯片平均价格暂处于平稳态势,但2019年整体芯片价格跌幅较大,LED芯片龙头企业毛利持续下降至盈亏平衡点以下。

2019年LED前五大芯片厂商(三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、聚灿光电、乾照光电)芯片总收入达103.11亿元,同比下滑7.25%,业绩表现不佳,其中华灿光电、乾照光电、澳洋顺昌的芯片业务已亏损。2019年LED芯片CR5营收占LED芯片市场规模的51.76%,相比2018年上升5.44个百分点,LED芯片行业集中度仍在提升。LED芯片行业具有资本密集型的特点,大型企业相较于中小企业具备规模优势,LED芯片龙头企业仍在不断蚕食中小企业的市场份额;同时随着Mini LED技术的不断突破及量产,对LED芯片的需求在提升,Mini LED技术对芯片要求较高,主要供货方主要集中在CR5中,预计2020年LED芯片CR5集中度将持续提升。

四、经营与竞争

公司主要从事LED封装业务,主要包括背光LED封装、照明LED封装和其他LED封装,2019年公司营业收入实现25.07亿元,同比增长6.90%。其中,背光LED业务收入占比76.54%,同比增长16.07%,业务规模持续扩大,受益于原材料成本下降且产品单价有所提升,背光业务毛利率提升至31.59%,比上年提高5.77个百分点。照明LED业务收入占比9.32%,同比下滑20.43%,主要系照明业务竞争激烈,公司减少部分低毛利订单所致,业务毛利率为15.87%,比上年增加2.41个百分点。另外公司还有LED车显等其他LED产品收入增长较快,对公司营业收入有一定贡献。受益于LED背光封装业务毛利率上升且收入占比较高,另外照明业务毛利率也有一定提升,公司综合毛利率上升至27.92%,同比提高6.06个百分点。2020年1季度公司营业收入为4.40亿元,同比减少14.69%,主要系受疫情影响订单有所下滑所致。

2019年10月,公司将持有LiveCom Limited的51%股权以1,507.14万元的价格转让,至

此公司不再从事通讯技术服务业务，前期收购LiveCom Limited公司51%股权（收购价8,945.89万元）形成的商誉5,954.77万元已于2017、2018年全部减值。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
背光 LED	191,865.90	31.59%	165,304.10	25.82%
照明 LED	23,367.96	15.87%	29,368.17	13.46%
通讯技术服务业务	14,406.44	9.47%	24,633.91	6.87%
其他 LED	19,765.83	23.18%	13,000.89	22.46%
其他	1,279.52	-21.41%	2,195.36	0.91%
合计	250,685.65	27.92%	234,502.43	21.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司处于LED背光封装领域领先地位，研发投入较多，产品良率维持在较高水平，但未来新增产能存在一定的消化风险，且在建项目面临一定的资金支出压力

公司主营业务仍为LED封装产品，技术含量较高，2019年公司继续在研发方面投入较多资金，研发费用为12,082.86万元，占营业收入的4.82%，处于同行业中上游的水平。公司重点研发项目有“陶瓷大功率LED封装技术及器件”、“不可见光红外器件”等多个项目，研发项目紧抓行业新趋势。截至2019年末，公司累计申请专利368项，授权专利219项，申请专利中发明专利共152项。受益于公司研发持续投入带来的技术提升，公司产品良率保持在较高水平，2019年背光LED封装产品良率为98.70%。

芜湖子公司和惠州子公司新增产能的不断释放，2019年公司背光LED产能同比增长19.70%，公司在LED背光封装领域领先地位较为稳固，当期产能利用率为82.07%，较上期下降1.24个百分点。公司未测算2019年照明产能及产量情况，2019年1-6月的照明产能利用率为60.41%，较2018年下滑较多，照明业务的产能消化情况较差。未来产能扩产项目建成后，LED光电产品（包括背光、显示及车用LED）年产能将较2019年末背光LED年产能增幅在1倍以上（明细见表5），新增产能较多，考虑到全球LCD消费电子需求量增长乏力和汽车销量下滑等因素，未来或存在一定的消化风险。

表4 2018-2019年公司背光LED封装产品产能利用情况（单位：KK）

产品	2019年			2018年		
	产量	年产能	产能利用率	产量	年产能	产能利用率
背光LED	13,041	15,890	82.07%	11,060	13,275	83.31%

资料来源：公司提供

截至2020年5月末，公司重大在建项目有5处，惠州工业园建设项目和芜湖工业园项目已部分建成，新增产能处于逐步爬坡阶段。截至2020年5月末，公司重大在建项目及拟建项目计划总投资额为19.41亿元，未来尚需投资额为15.83亿元。

表5 截至2020年5月末公司重大在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	在建产能
惠州工业园建设项目	60,663.98	19,284.45	500KK
芜湖工业园建设项目	41,000.00	14,776.95	
平湖金融基地项目	20,000.00	1,662.60	-
惠州 LED 产品扩产项目*	56,689.75	113.77	光电器件LED产品26,841KK和背光灯条50.70百万片
惠州 LED 技术研发中心建设项目*	15,779.06	11.55	-
合计	194,132.79	35,849.32	-

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

公司LED背光封装收入持续增长，产品仍以内销为主，客户较为优质且集中度较低

公司LED产品仍主要以直销为主，2019年直销产品占92.40%。受益于全面屏手机兴起和中小尺寸背光产品轻薄化的趋势，2019年公司背光产品销量同比提升较多，促进该业务收入同比增长16.07%，对营业收入的贡献提升至76.54%。由于原材料价格下降幅度较大，同时销量提升带来的规模优势显现，加之公司产品单价略有提升，共同推动LED背光产品毛利率同比提升5.77个百分点，业务盈利能力增强。

2019年LED照明市场同质化严重，公司照明LED封装产品销量下滑，收入同比减少20.53%，同时，公司减少了部分低端照明的订单，照明LED封装产品均价提升，当期LED照明毛利率提升至15.87%。另外，2019年公司通过持续不断的技术创新，继续丰富LED关联产品，顺势实现横向拓展，公司LED车显等其他LED产品收入实现1.98亿元，同比增长52.03%。

公司产品仍以内销为主，2019年内销比重为78.55%，其中华东地区销售比重提升至21.68%，芜湖聚飞产能释放，进一步拓展了华东市场的销售份额。2019年外销比重为21.45%，同比略有下滑2.10个百分点，主要系公司产品结构调整所致。

表6 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
中国大陆	196,913.55	78.55%	179,274.82	76.45%
其中：华南	129,093.24	51.50%	124,720.82	53.19%

华东	54,348.33	21.68%	42,624.84	18.18%
大陆其他地区	13,471.99	5.37%	11,929.16	5.09%
中国大陆以外地区	53,772.09	21.45%	55,227.61	23.55%
合计	250,685.65	100.00%	234,502.43	100.00%

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

公司生产的LED产品已成功进入创维集团、海信电器、TCL、京东方、深天马、友达光电、群创光电、华为、小米、OPPO、vivo、欧普照明、VESTEL等一线厂商及终端客户供应链体系，近年来公司客户较为优质，且集中度较低，2019年前五大客户销售金额占总营收的26.67%。

表7 2019年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

序号	前五大客户名称	销售主要产品	销售金额	占比
1	客户一	LED产品	19,937.49	7.95%
2	客户二	LED产品	12,919.98	5.15%
3	客户三	LED产品	12,677.40	5.06%
4	客户四	LED产品	11,153.67	4.45%
5	客户五	LED产品	10,172.55	4.06%
合计			66,861.09	26.67%

资料来源：公司提供

公司采购原材料结构较为稳定，与供应商关系稳定但集中度仍较高

跟踪期内公司原材料采购模式未发生变化，仍是以直接采购为主、代理商采购为辅，对不同供应商采取不同的结算政策，跟踪期内增加了票据结算的比重。近年来公司对供应商议价能力有所提升，2019年应付账款周转天数上升至245天。

公司采购的主要原材料仍为芯片、支架和PCB板等，原材料采购结构较为稳定，2019年直接材料采购金额占营业成本的比重为79.78%，较上年略有下降4.16个百分点，主要系LED芯片采购价格不断下降，导致成本有所下降所致。

公司2019年前五大供应商采购占比为52.15%，向前五大供应商采购均以芯片、PCB板等材料为主，集中度较高。其中供应商一主要向公司供应芯片，其2019年采购金额占比为31.76%。较高的供应商集中度一方面能为公司进行稳定的原材料供应，但另一方面较大的供应商出现突发变动将可能影响公司的稳定经营。

表8 2019年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

序号	前五大供应商名称	采购主要材料	采购金额	占比
1	供应商一	芯片	48,002.38	31.76%

2	供应商二	支架	12,798.85	8.47%
3	供应商三	PCB 板	7,126.44	4.72%
4	供应商四	金线	6,026.51	3.99%
5	供应商五	PCB 板	4,849.74	3.21%
合计			78,803.91	52.15%

资料来源：公司提供

另外，跟踪期内公司仍然获得较多的政府补贴，2019年公司政府补贴收入为4,195.51万元，主要为芜湖聚飞基建工程补助款1,333.33万元和深圳市工商业用电补贴款571.11万元等款项，占当期利润总额的11.82%，政府补贴对公司利润有一定的贡献。

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亚太（集团）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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产保持增长，需持续关注应收账款及存货的减值风险，资产整体流动性一般

2019年末公司资产同比增长26.88%，资产结构保持稳定，流动资产占68.34%。当期末货币资金余额为2.75亿元，其中有1.40亿元因作为银行承兑汇票保证金而受限，2020年3月末货币资金余额下降至1.94亿元。交易性金融资产账面价值为8.60亿元，全部为银行理财产品。

2019年末应收票据账面余额为5.76亿元，占总资产的13.95%，为银行承兑汇票3.90亿元和商业承兑汇票1.86亿元，其中商业承兑汇票已计提坏账准备980.79万元，公司收到的商业承兑汇票一般为国内大型企业开具。

2019年末公司应收账款账面价值为9.08亿元，其中预计无法收回的应收账款余额为3,519.73万元，主要为照明业务款项；另外按照按账龄法计提坏账准备的组合为9.56亿元，1年以内占99.60%，按5%计提坏账准备4,759.22万元。当期应收账款计提坏账准备2,022.43万元，转回坏账准备365.54万元，计入信用减值损失，应持续关注应收账款超账期未回收带来的减值风险。

2019年末，存货账面价值为2.11亿元，主要为原材料、半成品及库存商品，其中库存商品因超期未实现销售而计提跌价准备4,931.13万元；另外因前期已计提跌价准备的库存商品实现销售而转回5,377.24万元；公司产品主要应用于更新换代速度较快的消费电子产品，若存货出现滞销等情况将产生跌价风险。2019年末固定资产账面价值为9.97亿元，占总资产的24.17%，主要为房屋建筑物及机器设备。无形资产主要为土地使用权。

综上，公司资产主要以应收款项、固定资产交易性金融资产为主，有1.40亿元货币资金受限，另外需持续关注存货及应收账款的减值风险，资产整体流动性一般。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,388.32	4.99%	27,517.22	6.67%	28,515.64	8.77%
交易性金融资产	86,012.70	22.14%	78,500.88	19.03%	0.00	0.00%
应收票据	50,397.08	12.97%	57,573.27	13.95%	38,010.83	11.69%
应收账款	74,654.20	19.22%	90,752.80	22.00%	84,837.27	26.09%
存货	22,540.50	5.80%	21,149.34	5.13%	19,214.03	5.91%
流动资产合计	259,563.60	66.81%	281,965.85	68.34%	205,180.89	63.10%
固定资产	97,944.19	25.21%	99,711.43	24.17%	84,575.61	26.01%
无形资产	13,151.04	3.39%	13,303.98	3.22%	13,888.39	4.27%
非流动资产合计	128,919.72	33.19%	130,622.33	31.66%	119,995.08	36.90%
资产总计	388,483.32	100.00%	412,588.18	100.00%	325,175.97	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司对上游议价能力有所增强，净营业周期缩短

2019年公司应收账款回款情况较为稳定，周转天数为213天。公司LED背光产品最终应用于手机等消费电子产品，更新换代速度较快，且受下游照明产品需求疲软，近两年存货周转速度减慢，2019年存货周转天数增长至48天。公司处于LED背光封装领先地位，对上游供应商议价能力逐年增强，2019年应付账款周转天数增长至245天，同比增加25天。受上述因素影响，2019年公司净营业周期缩短至16天。受固定资产增长较快的影响，公司总资产周转天数上升至530天，资产运营效率有所下滑。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	213	215

存货周转天数	48	45
应付账款周转天数	245	220
净营业周期	16	40
流动资产周转天数	350	336
固定资产周转天数	132	105
总资产周转天数	530	504

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长，综合毛利率提升，期间费用率略有上升，盈利能力有所提升

2019年公司营业收入同比增长6.90%，其中LED背光产品收入为19.19亿元，同比增长16.07%，占营业收入的76.54%，是营业收入增长的主要因素。由于上游原材料芯片的价格下降幅度较大，同时公司LED背光产品价格提升，LED背光业务毛利率提升5.77个百分点，推动公司综合毛利率提升至27.92%，同比增加6.06个百分点。2019年公司信用减值损失和资产减值损失分别为-2,022.35万元和-4,931.14万元，其中信用减值损失主要来源于应收账款坏账准备1,510.02万元，资产减值损失为存货跌价损失，另外当期转销的跌价准备5,377.24万元已冲减当期营业成本，公司应收账款及存货仍存在一定的减值风险。

2019年公司期间费用率为12.36%，在同行业保持在较好水平，同比增加1.11个百分点，主要系业务规模提升，管理费用以及研发支出有所提升所致。受益于营收增长且毛利提升，2019年公司净利润同比大幅增长100.29%，利润水平大幅提升，同时公司总资产回报率也提升至9.72%，同比增加4.06个百分点。

2020年一季度公司营业收入同比减少14.69%，主要系疫情导致下游客户开工受限，公司订单出现下滑所致。净利润同比增长1.71%，主要系2020年一季度公司背光产品收入占比增加，利润同比略有增加所致。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	43,954.86	250,685.65	234,502.43
信用减值损失（损失以“-”表示）	968.80	-2,022.35	0.00
资产减值损失（损失以“-”表示）	-1,329.66	-4,931.14	-9,553.71
其他收益	848.17	4,195.51	3,343.29
营业利润	6,526.24	35,472.26	18,653.83
利润总额	6,568.38	35,483.24	18,556.98
净利润	5,495.62	30,626.58	15,290.82

综合毛利率	27.54%	27.92%	21.86%
期间费用率	14.03%	12.36%	11.25%
营业利润率	14.85%	14.15%	7.95%
总资产回报率	-	9.72%	5.66%
净资产收益率	-	14.74%	8.06%
营业收入增长率	-14.69%	6.90%	14.11%
净利润增长率	1.71%	100.29%	239.11%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务收现情况尚可，经营活动现金流表现较好

2019年公司主营业务收现比为0.91，收现情况尚可。公司FFO为47,730.54万元，同比增加46.81%，经营活动现金生成能力增强。公司业务规模扩大，应收账款规模相应增加，2019年经营性应收项目增加3.66亿元，但同时公司议价能力较强，经营性应付项目增加4.02亿元，导致公司营运资本减少2,084.37万元。2019年公司经营活动现金流净额为4.98亿元，比上年增加较多，经营活动现金流表现较好。

2019年公司投资活动主要为公司取得投资收益现金1,406.08万元和购建固定资产支出1.76亿元，另外公司当期多次申赎理财产品净流出5.19亿元。当期投资活动现金流净额为-7.16亿元。

2019年筹资活动主要为取得银行借款2.73亿元和偿还债务以及支出利息、股利合计1.11亿元，当期筹资活动现金流净额为1.71亿元。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.91	0.90
净利润	30,626.58	15,290.82
FFO	47,730.54	32,511.26
营运资本变化	2,084.37	-25,018.22
其中：存货减少（减：增加）	-1,560.80	-1,324.22
经营性应收项目的减少（减：增加）	-36,560.13	-7,281.90
经营性应付项目的增加（减：减少）	40,205.30	-16,412.10
经营活动产生的现金流量净额	49,814.91	7,493.04
投资活动产生的现金流量净额	-71,622.04	-1,336.94
筹资活动产生的现金流量净额	17,062.61	-8,543.80
现金及现金等价物净增加额	-4,721.46	-2,427.34

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司经营性负债规模上升，资产负债率升高，但刚性债务压力不大

2019年末公司负债总额为19.12亿元，同比增长46.04%，得益于公司利润积累，所有者权益增加至22.14亿元，当期末产权比率为86.38%，2020年3月下降至71.12%，所有者权益对负债的覆盖程度尚可。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	161,464.49	191,215.43	130,936.46
所有者权益	227,018.83	221,372.75	194,239.51
产权比率	71.12%	86.38%	67.41%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，2019年末流动负债占95.05%。当期末短期借款余额为2.23亿元，占总负债的11.66%，由质押借款0.68亿元及信用借款1.55亿元组成，2020年3月末短期借款下降至1.28亿元。

2019年末应付票据余额为8.68亿元，占总负债的45.40%，同比增加90.24%，主要系公司支付货款更多采用票据结算所致，由商业承兑汇票2.04亿元和银行承兑汇票6.64亿元组成。应付账款余额为5.55亿元，占总负债的29.04%，主要是账龄为1年以内的未支付货款。2019年末其他应付款余额为9,727.88万元，主要为应付工程及设备款4,227.79万元和限制性股票回购义务款项3,118.35万元。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12,800.00	7.93%	22,300.00	11.66%	0.00	0.00%
应付票据	74,019.38	45.84%	86,805.84	45.40%	45,630.01	34.85%
应付账款	50,534.47	31.30%	55,528.69	29.04%	58,062.23	44.34%
其他应付款	7,577.59	4.69%	9,727.88	5.09%	11,297.35	8.63%
流动负债合计	152,624.25	94.52%	181,751.50	95.05%	122,861.63	93.83%
非流动负债合计	8,840.24	5.48%	9,463.93	4.95%	8,074.83	6.17%
负债合计	161,464.49	100.00%	191,215.43	100.00%	130,936.46	100.00%
其中：有息债务	12,800.00	7.93%	22,300.00	11.66%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2019年末公司有息负债均为短期借款，规模较小。资产负债率增加至46.35%，同

比增加6.08个百分点，但主要系经营性债务增加。流动比率及速动比率分别为1.55和1.44，短期偿债能力较好。2019年EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA分别为132.67和0.47，处于较好水平，公司刚性债务压力不大。考虑到公司为A股上市公司，同时负债主要为经营性负债，再融资能力尚可，财务弹性较好。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	41.56%	46.35%	40.27%
流动比率	1.70	1.55	1.67
速动比率	1.55	1.44	1.51
EBITDA（万元）	-	47,049.49	27,676.01
EBITDA 利息保障倍数	-	132.67	801.89
有息债务/EBITDA	-	0.47	0.00
债务总额/EBITDA	-	4.06	4.73
经营性净现金流/流动负债	-	0.27	0.06
经营性净现金流/负债总额	-	0.26	0.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月8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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

跟踪期内公司仍处于国内LED背光封装行业领先地位，主要客户仍为海信电器、创维集团、深天马等国内多家知名LCD面板厂商，具备一定的客户优势，同时LED背光封装产能提升，LED背光封装收入增长较快，净利润增长较快，盈利能力上升，偿债能力较强。

同时中证鹏元也关注到，在建项目建成后LED光电产品（包括背光、显示及车用LED）年产能将较2019年末背光LED年产能增幅在1倍以上，产能将增长较多，考虑到全球LCD消费电子需求量增长乏力等因素，未来新增产能或存在一定的消化风险。2019年公司LED照明封装业务收入同比减少20.43%，考虑到照明市场同质化竞争加剧，盈利空间缩小，未

来公司照明业务收入或将持续下滑。另外，公司应收账款及存货存在一定的减值风险。

综上，经中证鹏元综合评定，维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	19,388.32	27,517.22	28,515.64	33,654.44
交易性金融资产	86,012.70	78,500.88	0.00	0.00
应收票据	50,397.08	57,573.27	38,010.83	47,748.64
应收账款	74,654.20	90,752.80	84,837.27	80,821.68
存货	22,540.50	21,149.34	19,214.03	20,034.32
流动资产合计	259,563.60	281,965.85	205,180.89	232,095.06
固定资产	97,944.19	99,711.43	84,575.61	52,254.01
在建工程	2,481.76	2,336.92	6,657.14	15,505.36
非流动资产合计	128,919.72	130,622.33	119,995.08	99,732.85
资产总计	388,483.32	412,588.18	325,175.97	331,827.91
短期借款	12,800.00	22,300.00	0.00	3,745.10
应付票据	74,019.38	86,805.84	45,630.01	54,499.14
应付账款	50,534.47	55,528.69	58,062.23	65,713.62
其他应付款	7,577.59	9,727.88	11,297.35	4,395.59
流动负债合计	152,624.25	181,751.50	122,861.63	136,979.40
非流动负债合计	8,840.24	9,463.93	8,074.83	9,459.97
负债总额	161,464.49	191,215.43	130,936.46	146,439.36
有息债务	12,800.00	22,300.00	0.00	3,745.10
所有者权益合计	227,018.83	221,372.75	194,239.51	185,388.55
营业收入	43,954.86	250,685.65	234,502.43	205,513.97
信用减值损失（损失以“-”表示）	968.80	-2,022.35	0.00	-
资产减值损失（损失以“-”表示）	-1,329.66	-4,931.14	-9,553.71	-14,172.45
营业利润	6,526.24	35,472.26	18,653.83	5,480.35
净利润	5,495.62	30,626.58	15,290.82	4,509.15
经营活动产生的现金流量净额	23,044.15	49,814.91	7,493.04	4,561.19
投资活动产生的现金流量净额	-9,709.21	-71,622.04	-1,336.94	2,585.55
筹资活动产生的现金流量净额	-9,731.94	17,062.61	-8,543.80	-8,624.80
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	213	215	210

存货周转天数	-	48	45	43
应付账款周转天数	-	245	220	222
净营业周期（天）	-	16	40	30
流动资产周转天数	-	350	336	395
固定资产周转天数	-	132	105	87
总资产周转天数	-	530	504	545
综合毛利率	27.54%	27.92%	21.86%	21.72%
期间费用率	14.03%	12.36%	11.25%	12.85%
营业利润率	14.85%	14.15%	7.95%	2.67%
总资产回报率	-	9.72%	5.66%	1.81%
净资产收益率	-	14.74%	8.06%	2.42%
营业收入增长率	-14.69%	6.90%	14.11%	36.18%
净利润增长率	1.71%	100.29%	239.11%	-71.04%
资产负债率	41.56%	46.35%	40.27%	44.13%
流动比率	1.70	1.55	1.67	1.69
速动比率	1.55	1.44	1.51	1.55
EBITDA（万元）	-	47,049.49	27,676.01	13,040.82
EBITDA 利息保障倍数	-	132.67	801.89	165.64
有息债务/EBITDA	-	0.47	0.00	0.29
债务总额/EBITDA	-	4.06	4.73	11.23
经营性净现金流/流动负债	-	0.27	0.06	0.03
经营性净现金流/负债总额	-	0.26	0.06	0.03

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市聚茂实业有限公司	5,780.00	100.00%	产品加工、开发、生产、销售、物业租赁
深圳市聚飞光学材料有限公司	2,600.00	58.67%	产品研发、生产、销售
惠州市聚飞光电有限公司	10,000.00	100.00%	产品研发、生产、销售
芜湖聚飞光电科技有限公司	5,000.00	100.00%	产品研发、生产、销售
聚飞（香港）发展有限公司	7,300.00 万港币	100.00%	国际贸易、股权投资

资料来源：公司2019年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款

附录四 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。