



# 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



## 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 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
超声转债	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“超声转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司拥有优质稳定的客户，主要业务板块收入均实现增长，流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，印制线路板行业竞争加剧，本期债券募投项目收益存在不确定性，应收账款和存货占用资金较多，成本管控压力加大等风险因素。

## 评级日期

2022年6月20日

## 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产，业务规模有望进一步扩大。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	80.46	83.30	69.16	57.09
归母所有者权益	42.42	41.60	38.78	35.36
总债务	19.18	18.00	13.35	6.58
营业收入	17.17	67.31	51.69	48.42
EBITDA 利息保障倍数	--	19.00	35.29	31.19
净利润	0.89	4.41	3.66	3.62
经营活动现金流净额	0.68	6.01	4.10	6.73
销售毛利率	17.94%	19.58%	20.71%	22.09%
EBITDA 利润率	--	11.90%	13.24%	13.05%
总资产回报率	--	6.96%	6.87%	7.76%
资产负债率	40.31%	43.49%	37.66%	30.63%
净债务/EBITDA	--	-0.13	-0.47	-0.30
总债务/总资本	28.53%	27.66%	23.64%	14.24%
FFO/净债务	--	-610.98%	-161.88%	-277.53%
速动比率	1.58	1.45	1.82	1.63
现金短期债务比	1.60	2.03	2.50	1.72

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：刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 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，收入快速增长。** 公司主要业务涵盖印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产等，2021 年各业务板块收入均实现增长，其中液晶显示器和覆铜板收入增速表现较好。
- **公司流动性指标表现较好。** 得益于持续的利润积累、收入回款及时，截至 2022 年 3 月末，公司盈余现金充裕，各项流动性指标表现较好，财务弹性较大。

## 关注

- **印制线路板行业竞争加剧，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，目前印制线路板行业部分领域产能出现过剩、价格竞争加剧，未来若公司订单拓展不及预期，本期债券募投项目新增产能可能面临一定消化压力以及盈利不达预期等风险。
- **公司应收账款和存货占用资金较多。** 截至 2022 年 3 月末，公司应收账款和存货占资产的比重较大，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。
- **毛利率呈下降趋势，原材料涨价带来成本管控压力加大。** 2021 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延续上涨趋势，短时间内覆铜板、印制线路板产品无法完全将成本上涨的压力向下转移，2022 年一季度印制线路板及覆铜板业务毛利率出现下降，且预计 2022 年主要原材料价格仍将维持高位运行，未来业绩仍面临波动。

## 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	143.42	134.61	86.94	<b>83.30</b>	59.89	32.43
营业收入	95.32	74.32	59.96	<b>67.31</b>	37.59	18.54
净利润	9.31	6.70	6.12	<b>4.41</b>	2.00	1.07
销售毛利率	23.39%	20.37%	25.96%	<b>19.58%</b>	15.44%	21.54%
EBITDA 利润率	17.75%	17.14%	21.21%	<b>11.90%</b>	12.58%	14.07%
总资产回报率	7.93%	7.14%	9.32%	<b>6.96%</b>	5.57%	4.80%
资产负债率	47.84%	53.42%	45.41%	<b>43.49%</b>	48.61%	46.33%

注：以上各指标均为 2021 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

## 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	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7



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	3	杠杆状况调整分	0
业务多样性	3	<b>盈利状况</b>	<b>强</b>
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	4
<b>业务状况评估结果</b>	<b>中等</b>	<b>财务状况评估结果</b>	<b>最小</b>
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	2021-6-17	刘惠琼、蒋晗	<a href="#">技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021v1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2020-8-4	刘惠琼、蒋晗	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
超声转债	7.00	7.00	2021-6-17	2026-12-8

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪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12月公开发行6年期7.00亿元可转换公司债券，募集资金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。根据公司披露的《广东汕头超声电子股份有限公司2021年度募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》，截至2021年12月31日，本期债券募集资金专户余额为0.15亿元。

根据有关规定和公司约定，本期债券转股期限自2021年6月15日至2026年12月7日，截至2022年3月末，本期债券尚未转股金额69,971.27万元，占本期债券发行总量比例为99.96%。

跟踪期内，因公司完成年度权益分派，导致本期债券转股价格进行了一次微调，目前转股价格为12.72元/股，自2021年6月7日起生效。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。股本由于可转债转股等影响，略有变化。截至2022年3月末，公司控股股东仍为汕头超声电子（集团）有限公司（以下简称“超声集团”），持股30.31%，其中质押了所持股份的49.16%，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。

根据公司于2021年10月19日发布的《广东汕头超声电子股份有限公司2021年第一次临时股东大会决议公告》、《广东汕头超声电子股份有限公司第九届董事会第一次会议决议公告》、《广东汕头超声电子股份有限公司第九届监事会第一次会议决议公告》，公司董事、监事、高级管理人员发生变动，属于正常换届变动，详见下表。

**表1 2021年公司董事、监事、高级管理人员变动及新任情况**

人员姓名	原担任公司职务	变动原因	现担任公司职务	变动日期
许统广	董事长	任期满离任	-	2021年10月18日
莫翊斌	总经理	任免	董事长	2021年10月19日
林敏	副总经理	任免	总经理、董事	2021年10月19日
陈国英	外部董事	任期满离任	-	2021年10月18日
王铁林	外部董事	任期满离任	-	2021年10月18日
李业	独立董事	任免	外部董事	2021年10月19日
李映照	独立董事	任期满离任	-	2021年10月18日

沈忆勇	独立董事	任免	外部董事	2021年10月19日
李卫宁	-	新任	独立董事	2021年10月19日
万良勇	-	新任	独立董事	2021年10月19日
郑慕强	-	新任	独立董事	2021年10月19日
陈伟	监事会主席	任期满离任	-	2021年10月18日
陈晓文	-	新任	监事会主席	2021年10月19日
林钢	-	新任	总工程师	2021年10月19日

资料来源：公司资料，中证鹏元整理

2021年公司合并报表范围未发生变化，截至2021年末公司合并范围一级子公司仍为8家，详见附录四。

## 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**

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%。

## 行业环境

**2021年印制线路板行业景气度较高，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，印制线路板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年全球印制线路板产值同比增长约23.4%；中国大陆印制线路板产值占比54.2%，同比增长24.39%。预计2022年印制线路板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，预计总体需求稳中有降。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基站对印制线路板约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年印制线路板行业通讯用高多层板的产能消化压力较大，相关印制线路板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印制线路板行业增长点。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，新能源车用印制线路板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，新能源车用印制线路板市场有望持续扩容，带动包括多层硬板、HDI板、软板在内的汽车印制线路板需求保持较快增长。

### **2021年铜箔、环氧树脂、玻璃布等材料持续涨价，2022年价格仍维持高位**

覆铜板上游主要原材料价格自2020年下半年以来进入新一轮涨价周期，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上涨趋势。由于覆铜板行业集中度高，相对下游较分散的印制线路板生产企业而言，议价能力相对较强，材料涨价引起的成本上升能够较及时地向上传导，2021年国内覆铜板厂商多次进行产品价格调升。

受覆铜板等原材料大幅涨价且价格传导效率差异等影响，2021年印制线路板行业毛利率普遍下滑。由于印制线路板行业集中度低，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，各细分领域的印制线路板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仍维持高位。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。自2021年四季度以来因消费电子领域需求不景气等，国内普通覆铜板价格开始进入降价周期，主要覆铜板厂商2022年一季度毛利率较2021年普遍出现下滑。考虑材料成本高位运行，而覆铜板价格出现回调，覆铜板企业盈利或有所承压。对于印制线路板企业而言，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，因此印制线路板企业仍将面临一定的成本压力。

### **汽车电子、工控、智能家居、智能制造等领域的触控显示需求仍较旺盛**

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。作为汽车智能化的主要推动载体，新能源汽车产销量2021年继续保持高速增长，同时渗透率不断提高。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%）。随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，车载领域的显示屏需求有望迎来较大增长空间。根据群智咨询的统计数据显示，2021年全球前装车载显示面板的需求规模约为1.6亿片，同比增长约21.2%，预计2022年该需求将进一步提升。

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

公司收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板的销售。2021年公司主营业务收入同比增长30.22%，主要系下游汽车电子、工业控制、消费电子等市场应用不断升级，拉动高频高速印制板、触控显示、覆铜板等产品需求增长，同时，公司通过技改项目提升了高端印制板及车载触摸屏产能、覆铜板近年新投产项目逐步满产，产能较好地满足了下游需求的增长，印制线路板、液晶显示器、覆铜板等收入均快速增长。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，覆铜板毛利率保持稳定。

2022年一季度，公司营业收入同比仍保持增长，但毛利率受当期原材料、能源成本上涨影响，有所下降。

**表2 公司主营业务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
印制线路板	77,308.09	19.00%	287,919.00	20.55%	247,657.24	21.64%
液晶显示器	52,310.48	15.58%	207,057.96	17.13%	152,982.50	18.50%
覆铜板	37,966.31	16.36%	155,441.07	17.35%	97,012.66	17.32%
超声电子仪器及其他	4,066.94	42.86%	16,005.66	42.27%	14,129.26	42.44%
<b>合计</b>	<b>171,651.82</b>	<b>17.94%</b>	<b>666,423.70</b>	<b>19.26%</b>	<b>511,781.65</b>	<b>20.46%</b>

资料来源：公司2020-2021年年报、公司提供，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开发中心、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。

2021年公司继续保持研发投入，研发人员数量与上年基本持平，受收入快速增长的影响，研发投入占营业收入比例略有下降。2021年公司继续深入开展新产品、新工艺、新材料等技术开发活动105项，获得专利授权62项，主要开展的研发项目如“高精度雷达板线宽控制技术的研究”，提高公司雷达

板产品的技术水平和市场竞争力；“全贴合一体黑车载触控显示屏的研制”项目，则提升了公司在高端车载产品的技术水平和竞争力，诸如此类一系列研发项目的开展，为公司当期业务增长奠定了良好的基础。

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。

### 2021年公司继续扩大国内市场业务，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，国外客户以代理销售为主。2021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43.08%，占比较上年有所下降，以出口代理商、汽车配件厂商、印制线路板生产商为主。

2021年公司进一步加大国内市场的开拓力度，当期内销收入占比持续提升，但外销占比仍超过45%。公司为更好地规避和防范所面临的外汇风险，采取及时结算外汇、缩短应收账款期限、适当增加美元负债、远期结售汇等措施以应对汇率波动带来的影响，公司2021年汇兑损失为0.23亿元，较2020年明显收窄。但考虑到人民币汇率的大幅波动，公司仍无法完全规避外汇风险，未来仍面临一定的汇兑损失风险。

**表3 公司按销售地域划分的主营业务收入情况（单位：万元）**

区域	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
内销	360,954.87	54.16%	242,566.86	47.40%
外销	305,468.83	45.84%	269,214.80	52.60%
<b>合计</b>	<b>666,423.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>511,781.65</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

### 公司印制线路板产能利用情况较好，但本期债券募投项目未来能否达到预期收益存在不确定性；2021年以来的原材料持续上涨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，2021年公司印制线路板年产能整体仍维持在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，产能整体变化不大。

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，此外，2021年公司实施了印制板结构升级技改项目，高端印制板实际生产能力有所提升。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，产能利用率和产量同比提升较多。但因为部分客户延迟发

货，公司当期库存量同比上升。

**表4 公司印制线路板产销情况**

产品	项目	2021年	2020年
印制线路板	年产能（平方米）	1,200,000	1,200,000
	产量（平方米）	1,048,427	912,252
	销量（平方米）	1,006,914	907,774
	产能利用率	87.37%	76.02%

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，该项目已完成厂房建设，原计划于2022年一季度试产，但因疫情原因影响部分机电设备到货时间，预计项目试产时间延迟至2022年6月底。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，项目投产后公司印制板产能提升较多，有助于提升印制线路板业务收入。但中证鹏元也注意到，目前印制线路板行业部分领域产能出现过剩、价格竞争加剧，未来若公司订单拓展不及预期，本期债券募投项目新增产能可能面临一定消化压力以及盈利不达预期等风险。此外，根据公司年度经营计划，维持当前业务并完成在建的投资项目所需的资金计划14.30亿元，而为了实现未来发展战略所需的资金计划32亿元，其中用于技改等重大资本支出约29.20亿元，计划于2022-2024年投入使用，将主要依靠公司经营积累以及外部融资。

销售方面，印制线路板客户目前集中在通讯及移动互联领域，车载及工控领域，其中通讯及移动互联领域收入占比过半，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。车载及工控领域收入占比约35%，与液晶显示器业务客户存在重叠。2021年公司印制线路板下游需求较为旺盛，订单充足，同时受原材料价格上涨及高端产品占比提升影响，产品平均单价有所提升。

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。2021年主要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，价格出现急速拉升，2021年全年延续上涨趋势。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。2022年以来，铜箔、覆铜板等原材料价格有所下降，但整体降幅有限，公司仍将面临一定的成本管控压力。

**表5 公司印制线路板主要原材料采购价格情况**

原材料	2021年		2020年	
	金额	变动	金额	变动
铜箔（元/公斤）	93.35	43.86%	64.89	2.22%
覆铜板（元/平方米）	173.29	25.74%	137.81	10.71%
药液（元/公斤）	8.47	4.20%	8.13	0.62%
干膜（元/平方米）	6.86	0.98%	6.79	-1.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有稳定的优质客户，且受益于下游需求的上升及公司车载显示产品产能的提升，液晶显示器收入呈现较快增长，但该业务亦面临原材料价格上涨带来的成本压力

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，2021年公司实施了显示器镀膜线技改项目，实际提升了车载触摸屏产能，故当期液晶显示屏产量增长较多。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6 公司液晶显示器产销情况**

产品	项目	2021年	2020年
液晶显示屏	年产能（平方米）	420,000	420,000
	产量（平方米）	582,943	442,984
	销量（平方米）	207,408	169,301
	产销率	35.58%	38.22%
液晶显示模块	年产能（套）	46,000,000	46,000,000
	产量（套）	36,909,356	33,411,267
	销量（套）	36,939,305	30,812,430
	产销率	100.08%	92.22%

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，仍覆盖了博世、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。受益于下游新能源汽车产量的增长，以及公司在车载触摸屏产量的提升，2021年公司液晶显示器收入同比增长35%，增长较快。

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，2021年受消费电子等领域需求的大幅增长，市场供给有限，显示器主要原材料出现不同幅度的上涨，其中芯片、玻璃、膜材等价格涨幅较大。此外，芯片领域缺货现象较为严重，也在一定程度上影响了下游汽车电子的需求，且预计2022年该等情况仍将持续，或将对公司液晶显示器车载领域出货造成一定影响。

**表7 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况**

原材料	2021年		2020年	
	金额	变动	金额	变动
玻璃（元/平方米）	358.77	22.03%	294.01	-18.33%
芯片（IC）（元/片）	5.58	22.37%	4.56	4.14%
背光（元/片）	4.83	3.04%	4.69	3.52%

膜材（元/片）	11.26	21.85%	9.24	11.29%
TFT（元/片）	15.27	5.31%	14.50	42.87%

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释放较好，产销量稳步提升，原材料价格大幅上涨，预计未来仍将维持高位**

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，受益于下游旺盛的需求，2021年该项目达到满产，当期覆铜板及半固化片产量进一步提升。由于公司以销定产的生产模式，2021年下游需求较为旺盛，带动公司覆铜板及半固化片业务销量亦同步提升，此外，产品价格亦有提升，当期覆铜板收入同比增长60.23%，成为当期营业收入的主要增长点。

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，但外部销售占比仍较高，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8 公司覆铜板产销情况**

产品	项目	2021年	2020年
覆铜板	年产能（张）	10,900,000	10,900,000
	产量（张）	8,213,648	7,269,424
	销量（张）	8,132,751	7,220,484
	产能利用率	75.35%	66.69%
半固化片	年产量（卷）	161,564	134,840
	销量（卷）	161,729	136,486

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

原材料涨价给公司带来一定的成本管控压力。公司覆铜板主要原材料以铜箔、树脂、玻璃布为主，2021年铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格延续2020年下半年以来的上涨趋势，公司覆铜板主要原材料采购价格当期均出现了较大涨幅。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，故2021年覆铜板业务毛利率基本维持稳定。但由于消费电子领域需求不景气，自2021年11月起，覆铜板价格有所下调，但公司原材料采购成本仍处于高位，成本压力未能完全转移至下游厂商，公司覆铜板业务2022年一季度毛利率出现一定下降。

**表9 公司覆铜板主要原材料采购价格情况**

原材料	2021年		2020年	
	金额	变动	金额	变动

铜箔（元/公斤）	93.35	43.86%	64.89	2.22%
树脂（元/公斤）	28.75	50.87%	19.06	-0.18%
玻璃布（元/米）	5.99	95.00%	3.07	-1.18%

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2020-2021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年公司合并报表范围无变化，截至2021年末公司合并范围一级子公司共计8家。

### 资产结构与质量

#### 公司资产总额保持增长，但应收款项和存货对资金占用较多

随着经营规模的扩大，2021年公司资产保持增长。期末资产构成上仍主要由现金类资产、应收款项、存货及固定资产等构成。

随着募投项目的持续投入，2021年末公司货币资金余额有所下降，期末受限货币资金为1.30亿元，主要系银行承兑汇票保证金等。

公司应收账款占比较为稳定，整体规模仍较大。2021年末账龄主要集中在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51.61%，多为与公司建立了长期、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，对生产连续性及时性及供货及时性要求较高，需要备有充足的原材料及产成品，同时受原材料价格大幅上涨及部分客户延迟发货影响，2021年末存货规模增长较快。此外，2021年末公司存货跌价准备余额为0.55亿元，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，2022年3月末整体规模进一步增长。

**表10 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	14.85	18.46%	15.67	18.81%	16.28	23.53%
应收账款	18.58	23.09%	18.48	22.19%	16.46	23.80%
存货	12.22	15.18%	12.74	15.30%	8.88	12.84%

流动资产合计	49.51	61.53%	53.57	64.31%	44.45	64.26%
固定资产	17.84	22.18%	18.25	21.90%	18.12	26.19%
在建工程	9.65	11.99%	7.55	9.06%	4.17	6.03%
非流动资产合计	30.96	38.47%	29.73	35.69%	24.72	35.74%
资产总计	80.46	100.00%	83.30	100.00%	69.16	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

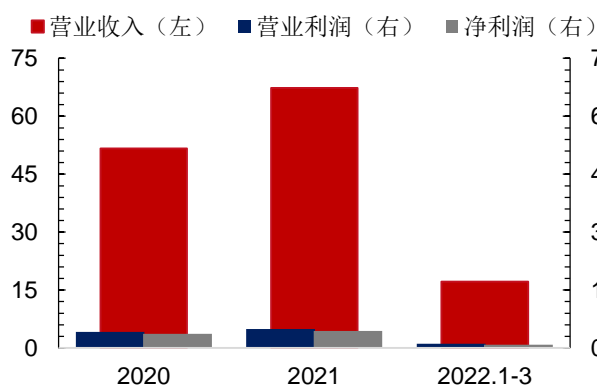
### 公司收入持续上升，业务仍较多元，盈利表现较好

受益于下游需求的增长及公司产能的释放，2021年公司收入规模实现较快增长。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受益于产能释放及产品价格的上涨，收入增长较快，印制线路板和液晶显示器受产品结构的变化，收入亦呈增长趋势。

2021年公司收入虽增长较快，但受原材料价格上涨导致的成本快速增长影响，2021年公司整体销售毛利率较上年微降，当期利息支出规模上升，对公司利润形成一定侵蚀，综合影响下公司营业利润与净利润规模保持增长，但利润增速小于营业收入增速，EBITDA利润率同比出现下降。但由于公司利润及利息支出规模增长快于总资产规模增速，总资产回报率同比微增。

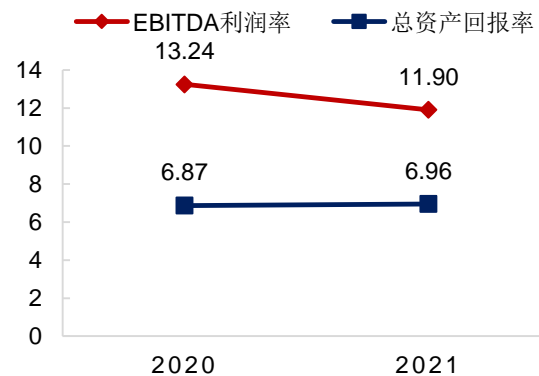
2022年一季度，公司营业收入保持增长，但受下游需求下降影响，收入增速有所放缓。同期，受市场竞争及成本影响，公司液晶显示器及覆铜板毛利率出现下降，带动当期整体利润规模下降。考虑到公司下游需求回落、行业竞争加剧等因素，未来公司或面临一定的业绩增长压力。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）



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

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

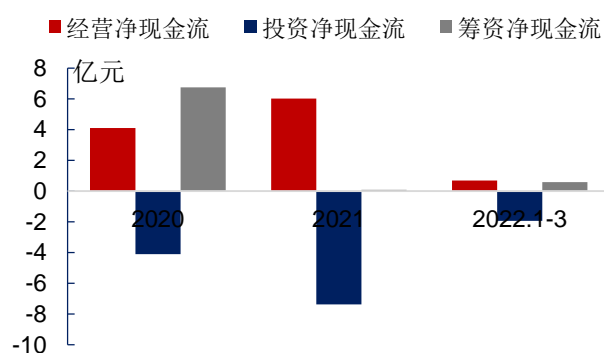
公司整体现金生成能力较好，在建项目及未来战略发展所需资金较大，存在一定的外部融资需求



2021年公司收入快速增长，且回款较为及时，当期经营活动产生的现金流量净额同比大幅上升。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，2021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，主要通过本期债券募集资金弥补。

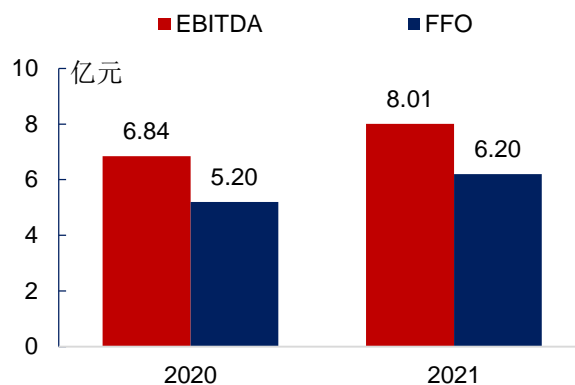
受益公司利润持续积累，2021年EBITDA和FFO表现较好，整体现金生成能力较好。而根据公司资本支出计划，维持公司当前业务并完成在建的投资项目所需的资金计划为14.30亿元，而为实现未来发展战略所需的资金计划32.00亿元，其中用于重大资本支出29.20元，资金计划于2022-2024年投入使用，项目资金主要源自经营资金积累，但仍面临较大的投资资金缺口，存在一定的外部融资需求。

**图 3 公司现金流结构**



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

**图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况**

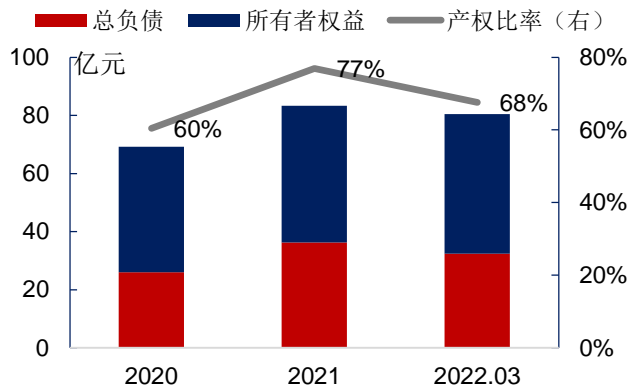


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

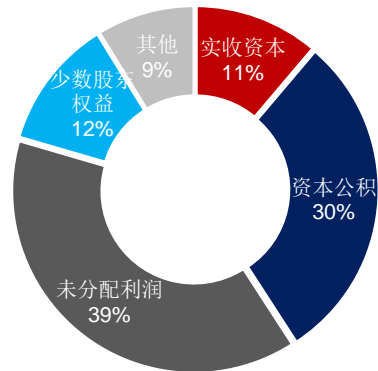
## 资本结构与偿债能力

### 公司负债规模快速增长，杠杆水平较低，整体偿债压力可控

受公司经营规模扩大影响，2021年末负债增长较快。2021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。综上影响，导致期末产权比率快速上升，但总体看所有者权益对负债的保障程度仍较好。

**图 5 公司资本结构**


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

**图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

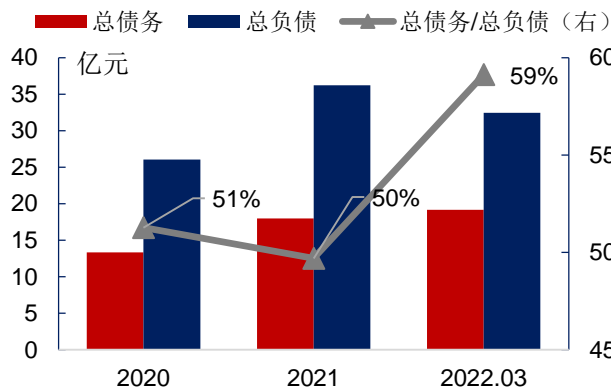
公司银行借款以短期为主，主要系营运资金需求。应付票据及应付账款等经营性债务为负债的主要构成，其中应付票据全部为银行承兑汇票，当期公司扩大设备及材料采购规模，2021 年末应付账款同比增长 19.24%。应付债券为本期债券，于 2021 年 6 月 15 日起进入转股期，但截至 2022 年 3 月末，转股规模较小。

**表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

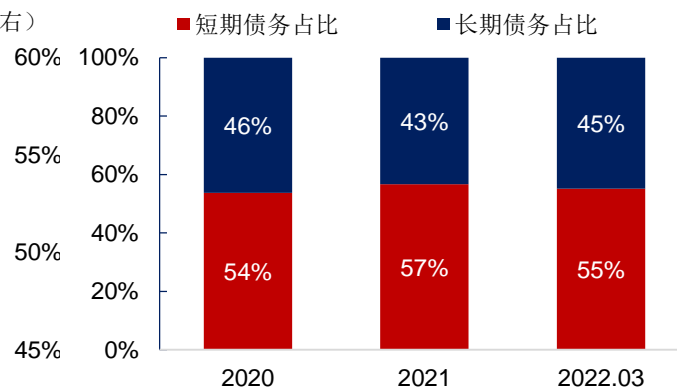
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.29	13.23%	4.37	12.06%	4.13	15.86%
应付票据	5.76	17.77%	5.32	14.69%	2.20	8.43%
应付账款	10.15	31.31%	12.34	34.07%	10.35	39.74%
一年内到期的非流动负债	0.52	1.61%	0.52	1.44%	0.85	3.26%
<b>流动负债合计</b>	<b>23.58</b>	<b>72.70%</b>	<b>28.19</b>	<b>77.80%</b>	<b>19.59</b>	<b>75.21%</b>
长期借款	2.55	7.87%	1.82	5.03%	0.54	2.07%
应付债券	5.96	18.36%	5.89	16.27%	5.64	21.64%
<b>非流动负债合计</b>	<b>8.85</b>	<b>27.30%</b>	<b>8.04</b>	<b>22.20%</b>	<b>6.46</b>	<b>24.79%</b>
<b>负债合计</b>	<b>32.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.04</b>	<b>100.00%</b>

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

公司总债务包括银行借款、应付票据、应付债券和租赁负债，2021 年末总债务增长较快，主要系公司经营规模扩大带来的营运资金需求上涨。同时期末公司债务结构发生小幅变化，短期债务占比提升，但结构尚属正常范围。

**图 7 公司债务占负债比重**


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

**图 8 公司长短期债务结构**


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

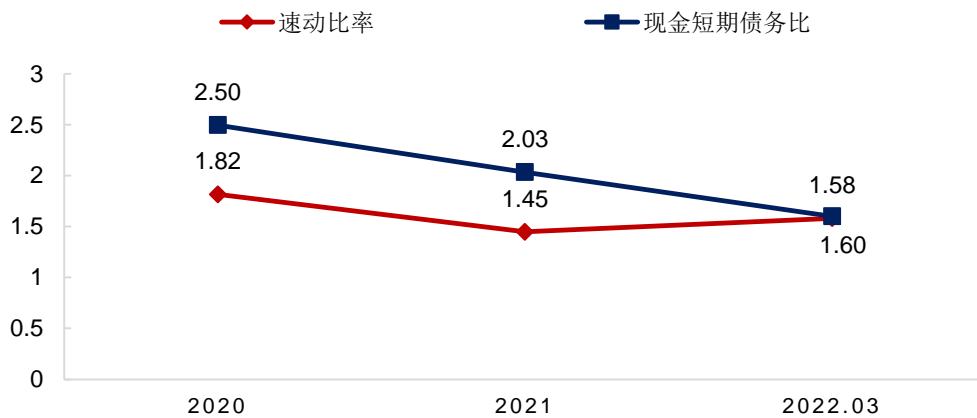
公司各项杠杆状况指标表现较好。2021年末资产负债率同比有所提升，但仍处于较低水平。由于 2021年公司计提的可转债利息规模上升，EBITDA对利息的保障倍数下降较多，但仍处于高水平。此外，公司盈余现金充裕，总体债务规模不大，净债务为负数，因此净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现为负数。

**表12 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	40.31%	43.49%	37.66%
净债务/EBITDA	--	-0.13	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	19.00	35.29
总债务/总资本	28.53%	27.66%	23.64%
FFO/净债务	--	-610.98%	-161.88%

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

随着公司本期债券募集资金逐步投入使用，且短期债务规模上升，公司流动性比率有所下降，但整体仍处于较高水平。公司作为A股上市国有公司，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，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 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

## 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 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。

## 八、抗风险能力分析

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，2021 年公司客户群体未发生大幅变动。同时，受益于下游需求的增长和公司印制线路板、液晶显示器产能的结构性变化及覆铜板产能的释放，2021 年公司各主要业务板块收入均实现增长。此外，得益于持续的利润积累、收入回款及时，公司盈余现金充裕，杠杆水平及流动性指标表现较好。但同时，印制线路板行业竞争加剧，本期债券募投项目的产能消化和收益实现存在一定不确定性，主要原材料价格的上涨，也增加了公司的成本管控压力。

## 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“超声转债”信用等级为 AA。

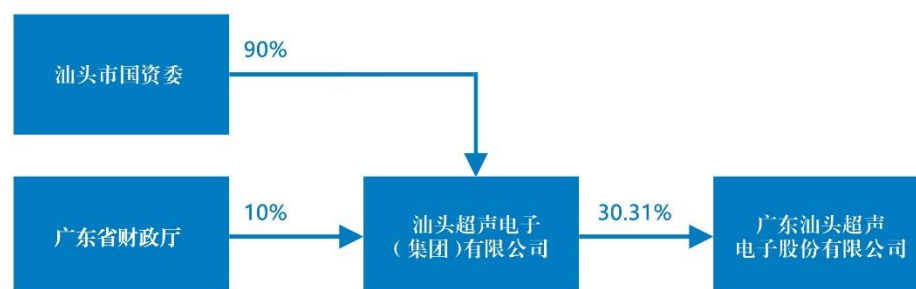
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	14.85	15.67	16.28	9.60
应收票据及应收账款	19.50	22.22	16.75	15.10
应收账款	18.58	18.48	16.46	14.98
存货	12.22	12.74	8.88	7.50
流动资产合计	49.51	53.57	44.45	34.03
固定资产	17.84	18.25	18.12	18.32
在建工程	9.65	7.55	4.17	1.97
非流动资产合计	30.96	29.73	24.72	23.06
资产总计	80.46	83.30	69.16	57.09
短期借款	4.29	4.37	4.13	2.95
应付票据	5.76	5.32	2.20	2.00
应付账款	10.15	12.34	10.35	8.77
一年内到期的非流动负债	0.52	0.52	0.85	0.72
流动负债合计	23.58	28.19	19.59	16.23
长期借款	2.55	1.82	0.54	0.91
应付债券	5.96	5.89	5.64	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.01
非流动负债合计	8.85	8.04	6.46	1.25
负债合计	32.44	36.23	26.04	17.49
总债务	19.18	18.00	13.35	6.58
归属于母公司的所有者权益	42.42	41.60	38.78	35.36
营业收入	17.17	67.31	51.69	48.42
净利润	0.89	4.41	3.66	3.62
经营活动产生的现金流量净额	0.68	6.01	4.10	6.73
投资活动产生的现金流量净额	-1.93	-7.38	-4.10	-3.80
筹资活动产生的现金流量净额	0.58	0.09	6.75	-2.35
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	17.94%	19.58%	20.71%	22.09%
EBITDA 利润率	--	11.90%	13.24%	13.05%
总资产回报率	--	6.96%	6.87%	7.76%
产权比率	67.54%	76.96%	60.40%	44.15%
资产负债率	40.31%	43.49%	37.66%	30.63%
净债务/EBITDA	--	-0.13	-0.47	-0.30
EBITDA 利息保障倍数	--	19.00	35.29	31.19
总债务/总资本	28.53%	27.66%	23.64%	14.24%
FFO/净债务	--	-610.98%	-161.88%	-277.53%

速动比率	1.58	1.45	1.82	1.63
现金短期债务比	1.60	2.03	2.50	1.72

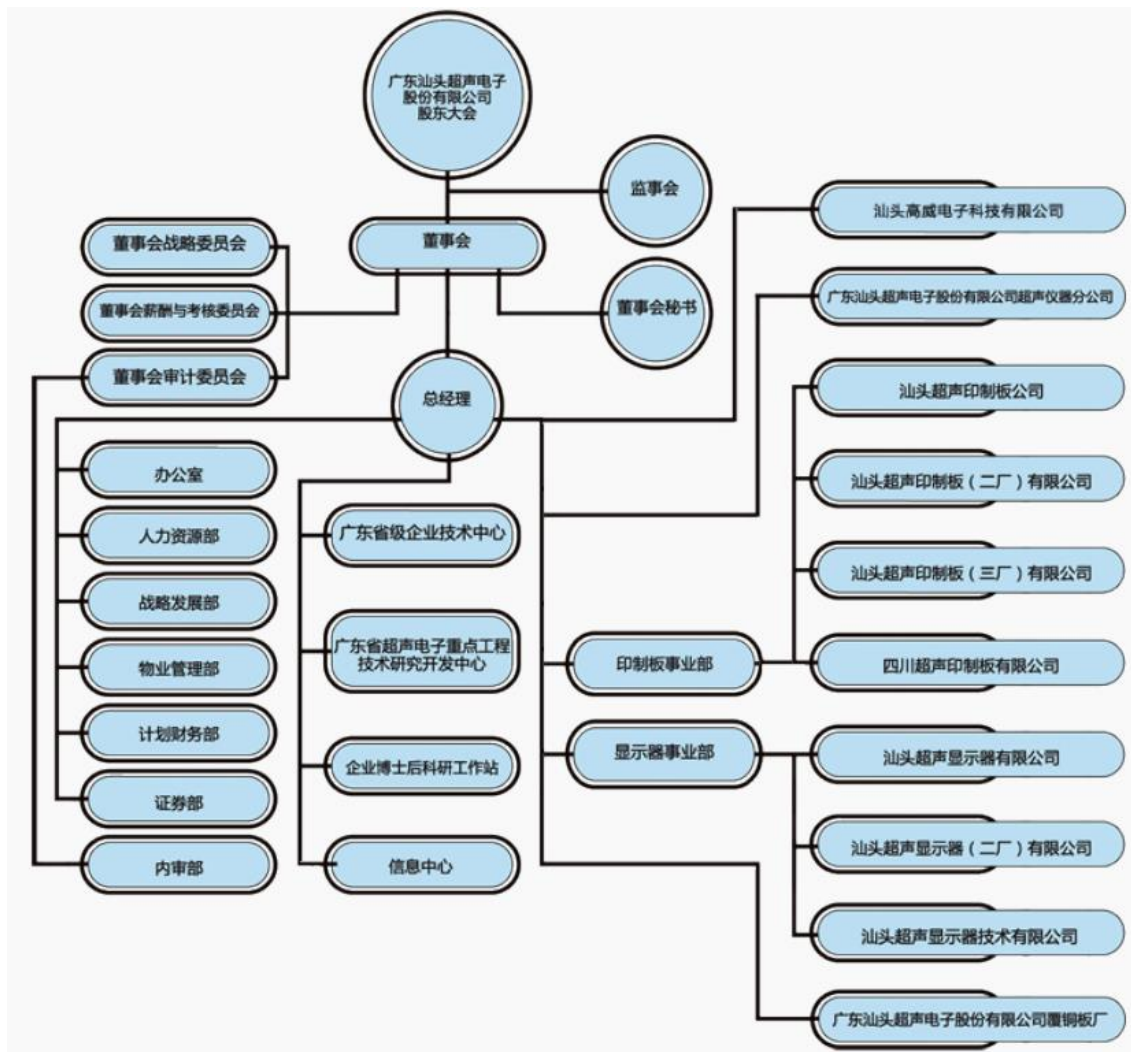
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司 2022 年一季度报告、公开查询，中证鹏元整理

### 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 截至 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

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	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	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	100.00%	贸易业务
四川超声印制板有限公司	2,650	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。