



# 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2024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，但不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

# 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 2024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

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）市场份额在 PCB 行业内仍稳居前列，产品质量控制严格，在业内具备良好口碑；且产品应用领域广泛，客户优质且较分散，经营现金生成能力仍强。同时中证鹏元也关注到，2023年以来 PCB 行业仍面临市场需求持续低迷以及竞争加剧等不利因素，公司持续扩产带来产能增加，若行业未来景气度未有明显提升，公司未来或面临一定的订单拓展压力，以及债务规模持续提升等风险因素。

## 评级日期

2024年06月28日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	174.57	172.31	154.92	143.42
归母所有者权益	90.95	87.77	80.72	72.78
总债务	47.23	45.81	36.54	29.38
营业收入	27.43	107.57	105.14	95.32
净利润	3.17	9.11	10.81	9.31
经营活动现金流净额	3.95	21.15	15.55	11.40
净债务/EBITDA	--	0.59	1.20	0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	52.30	100.02	277.56
总债务/总资本	33.71%	33.80%	30.59%	28.20%
FFO/净债务	--	136.82%	67.34%	101.02%
EBITDA 利润率	--	18.83%	17.35%	16.46%
总资产回报率	--	6.64%	8.34%	7.93%
速动比率	1.55	1.52	1.29	1.13
现金短期债务比	2.31	2.41	1.16	1.28
销售毛利率	24.61%	23.17%	22.35%	23.39%
资产负债率	46.80%	47.94%	46.48%	47.84%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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：曾彬杰  
zengbj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司在产品质量控制方面仍具有领先优势，收入规模在 PCB 行业内排名稳居前列。**跟踪期内公司不断改进影响生产经营品质薄弱点，并通过引入各类先进检测设备，为产品可靠性的监测提供了有效工具，确保在产品质量控制方面保持优势。同时根据行业协会数据，2023 年公司在印制电路板行业全球排名第 10 位，排名有所上升。
- **公司坚持多元化产品布局，产品应用领域广泛，在汽车电子领域不断突破，客户优质且较分散。**公司产品类型覆盖 RPCB、FPC，在下游汽车电子、消费电子、通信、工控、医疗等各应用领域均有较好的业绩贡献，持续与知名企业保持良好的合作关系。2023 年公司收入中来自汽车电子领域的销售额占比提升至 42.59%；单一客户占比不高，前五大客户销售额合计占比为 18.98%。
- **公司收入保持增长，经营性现金生成能力仍较强，流动性较好。**2023 年在市场景气度下行背景下，公司收入仍保持增长；同时得益于良好的现金生成能力，当年经营活动产生的现金净流入规模增至 21.15 亿元，期末流动性指标仍处于较高水平。

## 关注

- **PCB 行业面临消费电子市场需求持续低迷以及行业竞争加剧等不利因素，公司业绩增长压力较大。**2023 年受下游消费电子需求低迷影响，公司当期来自消费电子领域的收入占比下降。2024 年一季度 PCB 行业景气度有所回升，公司收入同比增长；但 PCB 行业竞争仍激烈导致公司内销业务毛利率低，叠加外销业务易受汇率波动影响，以及原材料价格波动带来的成本控制压力等，未来公司盈利或存在波动。
- **公司处于持续扩产周期，未来待释放产能规模较大，面临产能消化压力。**公司位于珠海的 2 个扩产项目正处于产能爬坡阶段，其中部分产线定位高阶 HDI，良率及产能利用率改善空间较大。此外，公司尚有其他扩产计划，未来整体待释放产能规模较大，若行业未来景气度未有明显提升，公司或将面临一定的订单拓展压力，亦存在扩产项目投资后生产效益不及预期的风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内主要的 PCB 生产企业，市场份额稳居前列，产能持续提升且客户资源丰富，预计未来业务持续性较好。

## 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	226.07	172.31	173.84	119.28	63.10	34.81
营业收入	135.26	107.57	79.31	57.72	45.19	16.19
净利润	13.98	9.11	6.71	4.22	4.67	1.02
销售毛利率	23.43	23.17	20.70	25.94	21.32	24.93
资产负债率	41.67	47.94	56.13	36.70	44.15	45.05

注：以上各指标均为 2023 年数据，深南电路和胜宏科技的财务指标来源 wind，其他均来自中证鹏元整理。

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_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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
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					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了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。

### 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	2023-06-19	2026-08-24

注：以上债券余额系截至 2024 年 6 月 15 日。

## 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2023年度募集资金存放与实际使用情况专项报告》，截至2023年12月31日，募集资金已累计投入166,736.22万元，尚未使用募集资金余额为人民币12,543.81万元。

“景20转债”转股期限自2021年3月1日至2026年8月23日止。当前“景20转债”转股价格为22.58元/股。截至2024年3月31日，累计已有人民币136,000元“景20转债”转换为公司A股股票，累计转股数量为4,804股。

## 三、发行主体概况

2023年以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，截至2024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34.89%和34.89%，其中深圳市景鸿永泰投资控股有限公司被质押股份占其持有股份的11.06%。2023年7月，公司注册资本发生变动，由于公司进行回购注销，注册资本由人民币844,555,104元变更为841,872,128元，公司总股本由844,555,104股变更为841,872,128股。截至2024年3月末，公司注册资本为84,187.39万元，总股本为841,873,965股。

2023年8月，根据公司发布的《深圳市景旺电子股份有限公司关于公司控股股东股权结构变动暨新增一致行动人的提示性公告》，公司控股股东深圳市景鸿永泰投资控股有限公司（以下简称“景鸿永泰”）股权结构发生变动，新增刘羽、深圳市奕兆投资合伙企业（有限合伙）为公司控股股东及实际控制人的一致行动人。

2023年，合并报表范围子公司增加三家，分别是国内的景旺电子科技（赣州）有限公司以及新加坡登记注册KINWONG ELECTRONIC (SINGAPORE) PTE.LTD、泰国登记成立KINWONG ELECTRONIC (THAILAND) CO.,LTD，三家子公司均为新设。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司明细详见附件四。

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

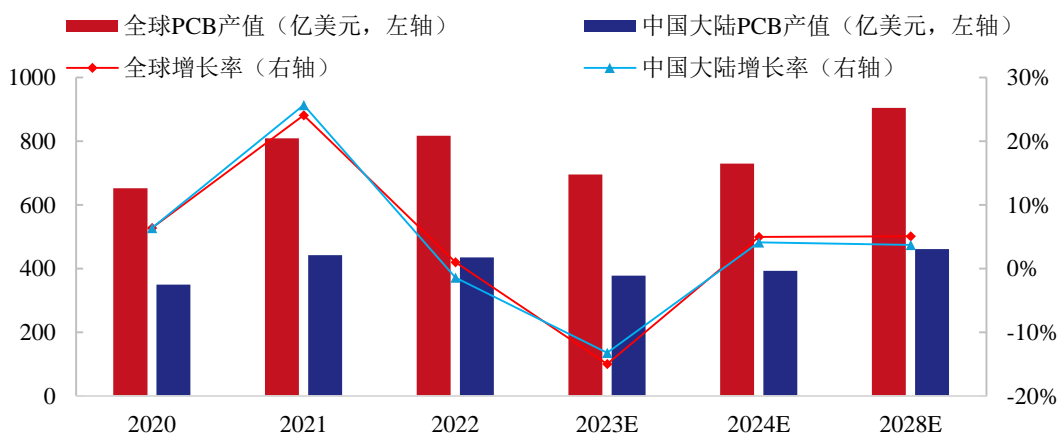
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**2023年PCB行业景气度继续下行，但下游各领域需求分化较大，未来预计汽车用中高端PCB需求较大，消费电子领域需求短期内将持续疲软；2023年原材料价格回落，但行业价格竞争加剧，上市公司毛利率无明显改善，2024年预计成本压力将有所加大**

2023年全球PCB产值同比下降较多，未来数年可能维持低速增长。受全球经济低迷、下游行业去库存等影响，2023年PCB行业产值大幅下滑。据Prismark估测，2023年全球PCB产值约为695.17亿美元，同比下降约14.96%。从中长期来看，对人工智能、高速网络和汽车系统的强劲需求将继续支持高端HDI、高速高层和封装基板细分市场的增长，并为PCB行业带来新一轮成长周期，未来全球PCB行业仍将呈现增长的趋势。Prismark预测2023-2028年全球PCB产值复合增长率约为5.4%，2028年全球PCB产值将达到约904.13亿美元；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PCB产值复合增长率约为4.1%，略低于全球，预计到2028年中国PCB产值将达到约461.80亿美元。

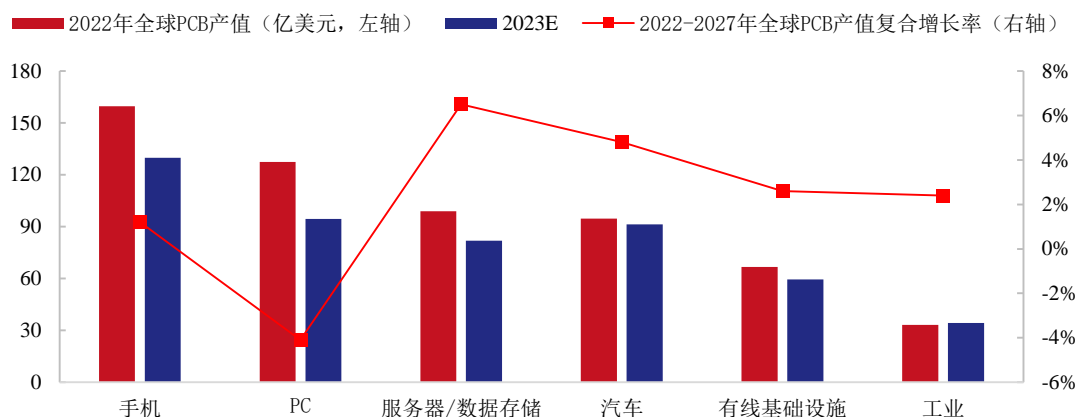
**图 1 2023 年 PCB 行业产值大幅下滑，未来 5 年预计维持低速增长**



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

2023年汽车用PCB行业表现尚可，未来随着新能源汽车渗透率提升，多层、高阶HDI等中高端PCB产品需求较大。2023年随着汽车零部件生产供应的逐渐正常化，全球汽车产销快速增长。据统计2023年全球汽车销量达到8,918万辆，同比增长约11%；2023年中国汽车销量达3,009.4万辆，同比增长约12%，其中新能源汽车销量达949.5万辆，同比增长约37.9%，市场占有率达31.6%。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，单体价格相对更高。根据Prismark报告，2023年全球汽车用PCB产值同比下降约3.5%，降幅显著低于全行业。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**


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

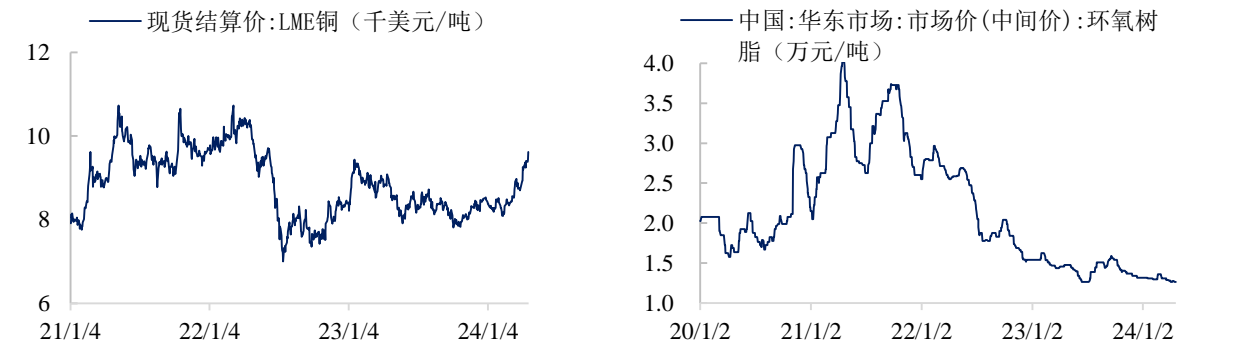
AI技术发展驱动服务器领域PCB加速升级，数据通信领域PCB景气度有望提振。2023年由ChatGPT的显著成功引发新一轮人工智能和算力革命，随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，对AI服务器和高速网络系统的旺盛需求推动对大尺寸、高速高多层PCB的需求，其高负载工作环境也对PCB的规格、品质提出了更高的要求。中长期看，随着AI的应用场景逐渐落地，图像、语音、机器视觉和游戏等领域的数据将爆发式增长。为满足新应用场景下数据传输速率和运行频率不断增加的需求，服务器预计将面临持续迭代，CPU、PCIe等核心配套部件亦需持续升级，根据中国银河证券报告，PCIe总线技术的演进将推动服务器PCB层数由低至高，应用材料从低速高损耗材向高速低损耗材演进，从而推动PCB产值增长，预计从PCIe4.0升级到PCIe5.0的过程中，单台服务器的PCB总价值量将提升100%以上。

消费电子等领域需求持续低迷，叠加近年产能快速扩张，PCB厂商业绩持续面临增长压力。近年来随着国内5G建设放缓、消费类电子需求疲软，根据Prismark报告，2023年全球手机、PC用PCB产值预计同比分别下降约18%、26%，需求景气度居PCB主要应用领域末尾。近年PCB行业近年投资扩产的项目较多，PCB下游细分领域需求存在分化，前期扩产的5G通信、消费电子领域PCB产能逐步投入市场后，产能消化存在困难，引发价格竞争，且由于新增产能稼动率不足，折旧摊销等期间费用侵蚀利润，对公司的利润增长形成较大负担

2023年PCB主要原材料价格继续回落，但行业价格竞争加剧，上市公司毛利率改善情况不明显，2024年成本压力可能有所加大。2023年以来环氧树脂等核心原料价格整体下行，有助于缓解PCB行业成本压力。但2023年下游需求下行，前期行业持续扩产给PCB企业带来较大产能消化压力，部分企业为消化产能、维持市场份额而开展较激烈的价格竞争，2023年PCB上市公司毛利率同比无明显改善。铜箔、环氧树脂等主要原材料价格受大宗商品波动影响较大，2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价已呈现持续上涨态势。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，在下游消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2024年行业成本压力可能上升。

**图 3 2023 年 PCB 主要原材料价格走势整体下降，其中环氧树脂降幅较大**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司系国内主要的PCB生产企业之一，跟踪期内市场份额在PCB行业内仍稳居前列，同时公司注重精益生产，产品稳定性较高，在PCB领域的业务竞争力较强。公司处于持续扩张阶段，在行业竞争加剧叠加市场需求波动等背景下，未来新增产能较多，或面临较大的订单拓展压力

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。2023年以来下游市场需求整体较低迷影响，公司产品销量增速有所下滑，但仍保持增长，带动主营业务收入规模同比上升；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。2023年公司毛利率受原材料价格回落等综合影响，有所上升。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023		2022年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
印刷电路板	102.41	19.63%	100.92	19.22%
其他业务	5.16	93.35%	4.22	97.08%
<b>合计</b>	<b>107.57</b>	<b>23.17%</b>	<b>105.14</b>	<b>22.35%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年报，中证鹏元整理

公司产品应用领域广泛，客户资源优质且较分散，2023年受市场需求调整，公司整体销量小幅增长，产品平均价格有所下滑，收入保持增长，其中外销收入占比仍较高，面临一定的汇率波动风险

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，受下游结构性需求影响，2023年公司在不同领域的订单表现分化。其中，新能源汽车带动汽车电子

领域的PCB需要保持旺盛，公司在该领域的订单保持增长，来自汽车电子领域的销售额占比进一步提升至42.59%；而受消费电子领域市场需求低迷影响，该领域的销售额占比下降至15.05%，通信设备及终端、工业控制及医疗、计算机及网络设备等领域的销售额占比保持相对稳定。

产品价格方面，由于行业竞争加剧，2023年公司产品销售均价同比小幅下滑，2024年第一季度公司产品价格有所回升。

**表2 公司产品销量（单位：万平方米）**

项目	2024年1-3月	2023年	2022年
刚性板	175.34	721.34	687.10
柔性板	44.72	185.96	182.72
金属基板	11.76	46.27	44.19
<b>销量合计</b>	<b>231.82</b>	<b>953.57</b>	<b>914.01</b>
<b>整体产销率</b>	<b>103.23%</b>	<b>104.88%</b>	<b>98.60%</b>
<b>平均销售价格（元/平方米）</b>	<b>1,125.06</b>	<b>1,073.95</b>	<b>1,104.13</b>

资料来源：公司提供

公司拥有较多优质客户且较分散。从销售额占比看，单一客户销售额占比仍较低，第一大客户销售占比未超过10%，前五大客户的销售额合计占年度销售总额的比重为18.98%，较2022年有所下降。

**表3 2023年前五大客户销售情况（单位：万元）**

客户	销售金额	占比
客户一	58,322.36	5.70%
客户二	42,489.74	4.15%
客户三	34,475.20	3.37%
客户四	31,378.44	3.06%
客户五	27,678.00	2.70%
<b>合计</b>	<b>194,343.75</b>	<b>18.98%</b>

资料来源：公司提供

从销售区域占比看，公司内外销结构持续调整。2023年公司内销占比持续上升，但由于国内市场竞争异常激烈，订单盈利空间小，在材料降价及生产效率提升带来生产成本下降等背景下，公司内销业务毛利率仍呈现下降且处于较低水平。同期，公司外销业务由于美元升值带来的汇率差以及覆铜板材料降价等，毛利率提升且维持在较好水平。公司外销业务以美元结算为主，未来汇率波动对公司盈利仍有一定影响，同时需关注贸易政策变化对公司外销业务的影响。

**表4 公司主营业务内外销占比及毛利率**

项目	2023年		2022年	
	占比	毛利率	占比	毛利率
内销	60.65%	9.59%	59.56%	13.48%

外销	39.35%	35.11%	40.44%	27.68%
----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

**2023年公司继续加大研发投入，在服务器、新能源动力电池、毫米波六代雷达等产品研发取得突破，专利数量持续新增并在国内PCB生产企业中保持领先优势，市场份额在行业排名稳居前列**

公司研发持续投入，技术创新取得良好进展。2023年公司研发投入6.01亿元，同比增长10.03%，并且在服务器 EGS/Genoa 平台、低轨卫星通信高速板、超算 PCB 板、800G 光模块、通信模组高阶 HDI、CSSD 存储 HDI、超薄折叠屏穿轴 FPC、AR/VR 多层高阶软硬结合板、超长尺寸新能源动力电池 FPC、车载摄像头 COB 软硬结合板等产品实现了量产，同时在交换路由、毫米波六代雷达板、中尺寸 OLED 多层软板、服务器高速 FPC/高阶 R-F、超高速 GPU 显卡FPC/R-F、高速光模块 FPC、AR/VR Anylayer FPC、变频电源埋磁芯 PCB 等产品技术上取得了重大突破。2023年公司及子公司共获得29项发明专利，9项实用新型专利，截至2023年末，公司共拥有285项发明专利和183项实用新型专利，并在生产经营过程中积累了多项非专利技术。

作为国内PCB行业的代表企业之一，公司是中国电子电路行业协会副理事长单位，是行业标准的制定单位之一，连续多年入选全球行业调研机构N.T.Information Ltd 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。根据行业协会数据，2023 年公司在印制电路板行业全球排名较 2022 年度上升 6 位，排名第 10 位，中国内资 PCB 百强排名第三。

**2023年公司整体产能利用率保持稳定；已投产新工厂仍处于产能爬坡阶段，在行业竞争激烈背景下，未来仍将面临较大的订单拓展压力，亦存在部分扩产项目投产后收益不及预期风险**

公司在国内拥有广东深圳、广东龙川、江西吉水、珠海金湾、珠海富山五大生产基地共11个工厂，具备高多层、高频高速、高阶HDI、柔性板、SMT贴装、散热PCB、自研材料等量产技术，能够向汽车电子、通讯领域、超算、服务器、传输网、数字能源、消费电子、工控医疗等领域提供高可靠性且品质稳定的产品。

2023年公司整体产能规模保持稳定。从产品类别看，刚性板和柔性板产能利用率表现较好，金属基板由于订单不足导致产能利用率略低。2024年一季度受下游需求回升等影响，整体产能利用率有所上升，但未来受下游需求波动等影响，公司新增产能仍面临一定的消化压力。

**表5 公司产品产能及利用情况（单位：万平方米）**

项目	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
产能	243.86	1,000.21	1,026.92
产量	224.56	909.16	926.97
产能利用率	92.09%	90.90%	90.27%

注：表格中2023-2024年1-3月产量不包含外发产量，属于自有产能的产量

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司已开工在建扩产项目主要为珠海的多层板项目和HDI项目，其中多层板项目系

“景20转债”募投项目，已于2021年3月开始投产，近年来产能爬坡较为顺利，产品主要定位通讯、服务器等领域，订单拓展较顺利，良率及产能利用率均表现较好。

HDI项目系“景23转债”募投项目，相关产品属于公司现有刚性电路板品类中的中高端产品，主要应用于手机、消费电子、5G通信设备、汽车电子、Mini LED等领域，部分产线于2021年6月开始投产，该产品技术门槛相对较高，投产前期处于生产磨合阶段，产能正在爬坡，整体良率和产能利用率未达理想状态；未来该项目的盈利状况受市场竞争、订单结构、产品良率、产能爬坡进度等因素影响，亦可能面临投资收益不及预期的风险。2024年6月，公司发布《深圳市景旺电子股份有限公司关于募投项目延期的公告》。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达到预定可使用状态日期变更为2025年6月。

公司处于持续扩张阶段，除上述2个可转债募投项目之外，公司还在江西建设三期厂房、赣州建设厂房。考虑到当前PCB行业竞争加剧，未来公司新增产能或面临较大的订单拓展压力。同时公司在建扩产项目未来尚需投资规模较大，或面临一定建设资金压力。

**表6 截至 2023 年末公司主要扩产项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	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（景 20 转债的募投项目，简称“多层板项目”）	181,891.39	176,497.64	120 万平方米多层 RPCB	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（景 23 转债的募投项目，简称“HDI 项目”）	268,895.50	191,889.17	60 万平方米 HDI	2021 年 6 月
江西景旺三期厂房	25,657.44	19,726.46	-	-
赣州景旺厂房建设	47,263.00	17,499.83	-	-

资料来源：公司提供，2023年公司审计报告

**2023年以来主要原材料价格持续回落，对公司毛利率有一定正向提升，但考虑到PCB企业所处产业链位置相对上游材料供应商的议价能力偏弱，未来随着原材料价格回升，公司仍可能面临一定的成本控制压力**

公司营业成本中，直接材料占比较高（约60%），经历前期大幅涨价，2023年以来覆铜板、铜箔、材料采购价格持续回落，其中主要材料覆铜板价格降幅明显，2024年一季度覆铜板采购价格进一步下滑。考虑公司向下游客户转移材料成本存在一定滞后期，而主要材料供应商议价能力较强，且近年来PCB行业持续大幅扩产，部分领域价格竞争激烈，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，预计未来在上游原材料进入涨价周期时，公司将可能面临一定的成本压力。

**表7 公司主要原材料采购价格情况**

项目	单位	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
----	----	--------------	--------	--------

覆铜板	元/平方米	93.53	98.66	113.31
铜球	元/公斤	61.66	61.69	61.36
铜箔	元/公斤	78.50	78.64	84.58
半固化片	元/平方米	11.14	11.23	12.34
金盐	元/克	296.04	273.84	238.09

资料来源：公司提供

公司供应商集中度一般。公司原材料采购仍主要来自国内供应商，公司已与生益科技、南亚集团、联茂电子等主要供应商建立稳定合作关系。2023年公司向前五名供应商（同一控制的企业合并计算）采购金额占采购总额比重为36.42%。

## 六、财务分析

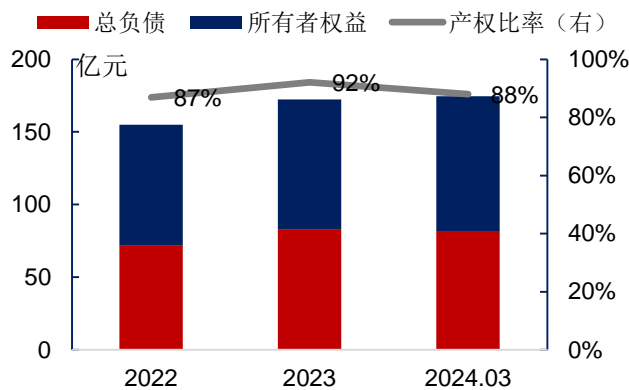
### 财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围子公司增加三家，分别为两家国外公司及一家国内公司，均为新设。

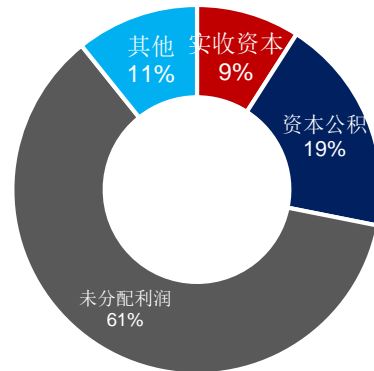
### 资本实力与资产质量

**2023年以来公司资产规模增长主要源于利润累积和负债推动，期末资产结构仍以货币资金、应收货款、存货及固定资产等为主，整体资产质量较好**

2023年公司未分配利润累积推动权益资产增加，同时叠加负债端推动，期末总资产增加，资产结构相对稳定，仍主要由货币资金、应收账款、存货及固定资产构成。期末受限资产主要为货币资金、应收票据质押等，合计19.27亿元。2023年4月公司成功发行“景23转债”募集资金11.54亿元，带动公司资产规模进一步增长，产权比率整体仍处于较高水平。

**图 4 公司资本结构**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性资产方面，2023年以来受到景23转债募集资金及经营性现金流入增加，现金类资产持续提升。应收款项主要系货款，期末账龄主要集中在1年以内，公司已按照账龄法计提坏账准备1.90亿元，应收对象较分散，前五大应收账款合计占比16.71%。存货由原材料、在产品、库存商品及发出商品构成，2023年公司固定资产保持稳定。在建工程因新增赣州景旺-厂房建设以及深圳景旺-总部智造基地等项目有所增加。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.89	13.11%	22.88	13.28%	14.86	9.59%
应收账款	34.01	19.48%	36.13	20.97%	35.12	22.67%
应收款项融资	9.53	5.46%	8.36	4.85%	7.09	4.57%
存货	14.95	8.56%	13.64	7.92%	13.76	8.88%
<b>流动资产合计</b>	<b>88.27</b>	<b>50.56%</b>	<b>87.27</b>	<b>50.65%</b>	<b>74.06</b>	<b>47.81%</b>
固定资产	68.72	39.36%	69.82	40.52%	69.78	45.05%
在建工程	6.18	3.54%	4.83	2.81%	2.76	1.78%
<b>非流动资产合计</b>	<b>86.30</b>	<b>49.44%</b>	<b>85.04</b>	<b>49.35%</b>	<b>80.85</b>	<b>52.19%</b>
<b>资产总计</b>	<b>174.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>172.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>154.92</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

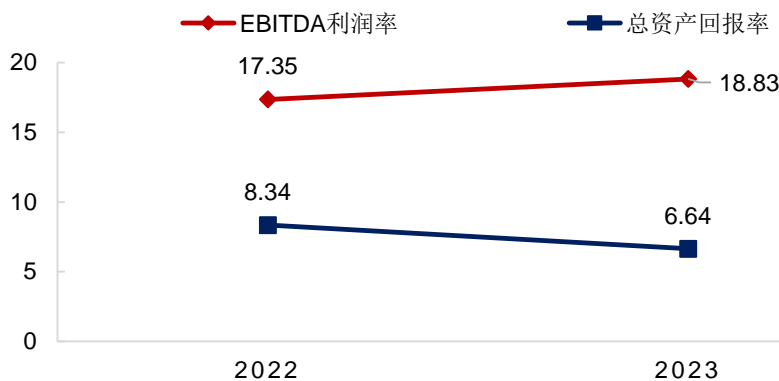
2023年以来受行业景气度影响，公司收入增速放缓，受益原材料价格下降以及内部生产效率优化等，盈利表现仍较好，未来受市场需求、行业竞争加剧等因素影响，盈利可能波动

2023年公司产能有所下滑，在整体市场景气度不高情况下，公司销量微幅增长，带动当期公司营业收入同比增长，增速较上年持续回落。此外，受益当期原材料价格回调以及精益生产带动的内部成本下

降等，当期公司毛利率小幅提升，同时当期EBITDA利润率同比小幅增加。受管理费用和财务费用增长影响，公司利润规模有所下滑。而受可转债发行带来的资产规模增长较多影响，当期总资产回报率有所下降。

2024年一季度市场需求持续低迷，公司收入仍然保持增长。未来随着同行持续扩产，PCB行业市场竞争或进一步加剧、同时下游需求复苏不明朗，公司或面临业绩增长压力。

**图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司现金流表现较好，2023年以来现金性现金净流入规模增加；刚性债务主要系银行借款和可转债，债务以长期为主，整体债务压力不大

公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，债务期限以长期为主。2023年以来应付债券规模增长，主要是2023年4月“景23转债”发行成功，整体债务水平呈增长趋势。

公司经营性负债主要为应付账款及应付票据，2023年以来公司经营性负债规模有所增加，主要系随着工程建设项目的推进公司积累部分工程款。期末应付账款账龄集中在一年以内。应付票据为银行承兑汇票以及少数达到付款条件的信用证。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	0.61%	0.03	0.04%	1.95	2.71%
应付票据	12.79	15.65%	11.77	14.25%	12.74	17.69%
应付账款	26.46	32.39%	27.36	33.12%	25.84	35.88%
其他应付款	1.45	1.77%	1.58	1.91%	2.77	3.85%
一年内到期的非流动负债	3.10	3.80%	3.35	4.05%	0.16	0.22%



<b>流动负债合计</b>	<b>47.22</b>	<b>57.80%</b>	<b>48.32</b>	<b>58.50%</b>	<b>46.91</b>	<b>65.15%</b>
长期借款	4.17	5.10%	4.17	5.05%	5.75	7.98%
应付债券	26.63	32.59%	26.40	31.96%	15.95	22.14%
<b>非流动负债合计</b>	<b>34.47</b>	<b>42.20%</b>	<b>34.28</b>	<b>41.50%</b>	<b>25.10</b>	<b>34.85%</b>
<b>负债合计</b>	<b>81.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>82.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>72.01</b>	<b>100.00%</b>
总债务	47.23	57.81%	45.81	55.45%	36.54	50.74%
其中：短期债务	16.39	20.06%	15.15	18.34%	14.85	20.62%
长期债务	30.84	37.75%	30.66	37.11%	21.69	30.13%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力较强，短期债务压力较小。2023年公司经营活动产生的现金净流入增加，且债务以长期借款和可转债为主，短期内公司经营性现金对债务的保障程度很高，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现仍较好。随着未来公司扩产项目建设的持续推进，可能对于公司现金流将会产生一定的压力。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

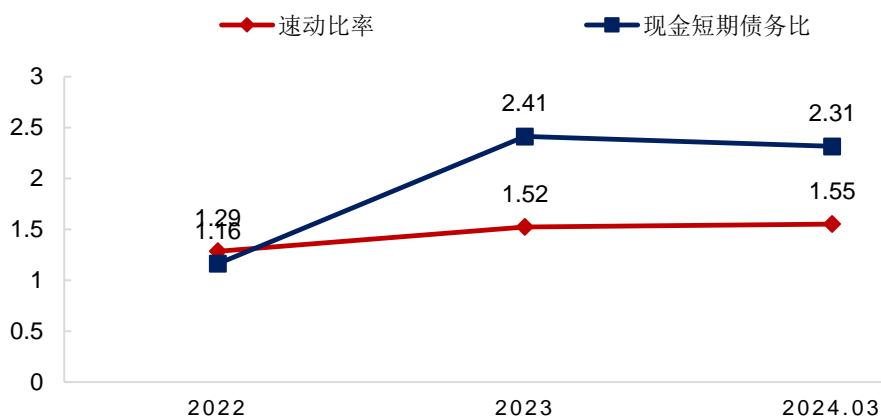
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	3.95	21.15	15.55
FFO（亿元）	--	16.34	14.75
资产负债率	46.80%	47.94%	46.48%
净债务/EBITDA	--	0.59	1.20
EBITDA 利息保障倍数	--	52.30	100.02
总债务/总资本	33.71%	33.80%	30.59%
FFO/净债务	--	136.82%	67.34%
经营活动现金流净额/净债务	39.57%	177.08%	71.00%
自由现金流/净债务	0.98%	55.65%	-15.21%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

注：2022年公司自由现金流为负

2023年以来源于经营性现金流入增加及收到可转债资金，公司现金类资产增加，期末流动性比率及现金短期债务比整体处于较好水平。考虑到公司作为A股上市公司，外部融资渠道多样且较通畅。截至2024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7 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

#### 环境因素

公司主营业务 PCB，生产经营活动涉及污染物排放，为有效合理解决废水、废气、噪音、固体废物等方面污染源的问题，公司不断加大环保投入，运行一系列环保举措及防污设施建设，持续推进清洁生产、节能减排。根据公司 2023 年度报告以及公司于 2024 年 6 月出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

#### 社会因素

根据公司出具的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 治理因素

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。同时公司根据定位、业务特点及业务发展需要，设立了技术研发中心、品质管理中心、采购管理部等职能部门，组织架构清晰，详见附录三。2023 年 10 月，根据公司《关于公司财务总监辞职暨聘任财务总监的公告》，公司原财务总监王长权因个人原因申请辞去公司财务总监职务，辞职后将不在公司担任任何职务。公司于 2023 年 10 月 30 日召开第四届董事会第十四次会议，审议通过了《关于聘任财务总监的议案》，同意聘任孙君磊担任公司财务总监。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月17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、结论

公司为国内主要PCB生产企业，近年来持续扩产，2023年营业收入小幅增长，收入规模在PCB行业内排名靠前。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。同时中证鹏元也关注到，2023年以来PCB行业仍面临市场需求持续低迷以及竞争加剧等不利因素，公司持续扩产带来产能增加，若行业未来景气度未有明显提升，未来或面临一定的订单拓展压力。

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。

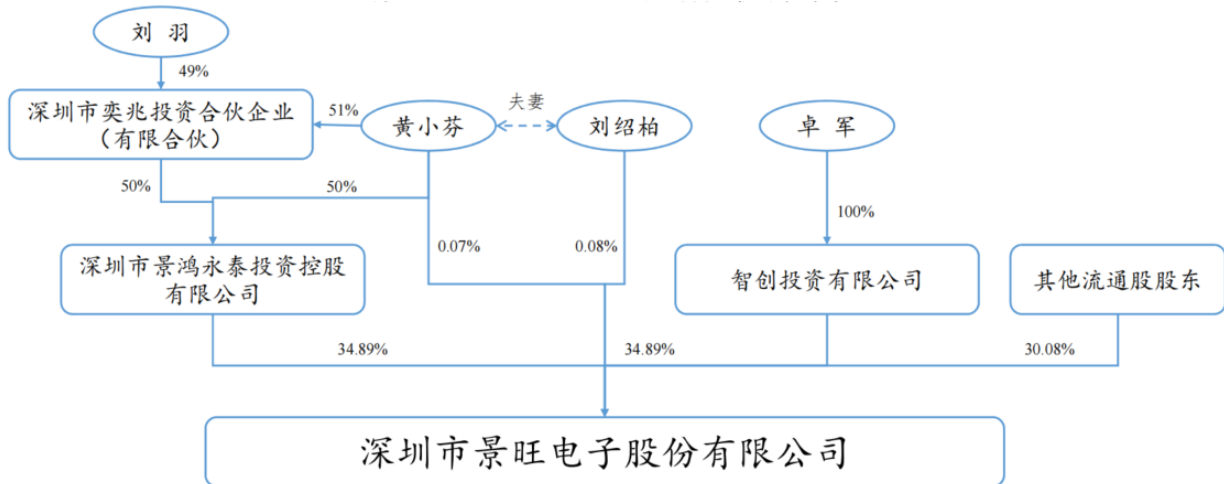
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	22.89	22.88	14.86	11.22
应收账款	34.01	36.13	35.12	30.93
应收款项融资	9.53	8.36	7.09	6.57
存货	14.95	13.64	13.76	14.44
其他流动资产	0.55	0.28	0.42	0.55
流动资产合计	88.27	87.27	74.06	71.04
固定资产	68.72	69.82	69.78	55.12
在建工程	6.18	4.83	2.76	4.38
非流动资产合计	86.30	85.04	80.85	72.37
资产总计	174.57	172.31	154.92	143.42
短期借款	0.50	0.03	1.95	0.32
应付票据	12.79	11.77	12.74	13.47
应付账款	26.46	27.36	25.84	29.36
其他应付款	1.45	1.58	2.77	3.66
一年内到期的非流动负债	3.10	3.35	0.16	0.25
流动负债合计	47.22	48.32	46.91	50.12
长期借款	4.17	4.17	5.75	0.00
应付债券	26.63	26.40	15.95	15.34
非流动负债合计	34.47	34.28	25.10	18.49
负债合计	81.69	82.61	72.01	68.61
总债务	47.23	45.81	36.54	29.38
其中：短期债务	16.39	15.15	14.85	14.04
所有者权益	92.87	89.70	82.90	74.81
营业收入	27.43	107.57	105.14	95.32
营业利润	3.63	10.52	12.31	10.46
净利润	3.17	9.11	10.81	9.31
经营活动产生的现金流量净额	3.95	21.15	15.55	11.40
投资活动产生的现金流量净额	-4.15	-18.74	-15.85	-16.32
筹资活动产生的现金流量净额	0.93	4.36	4.81	-2.72
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	20.25	18.25	15.69
FFO（亿元）	--	16.34	14.75	13.90
净债务（亿元）	9.97	11.95	21.90	13.76
销售毛利率	24.61%	23.17%	22.35%	23.39%
EBITDA 利润率	--	18.83%	17.35%	16.46%
总资产回报率	--	6.64%	8.34%	7.93%
资产负债率	46.80%	47.94%	46.48%	47.84%

净债务/EBITDA	--	0.59	1.20	0.88
EBITDA 利息保障倍数	--	52.30	100.02	277.56
总债务/总资本	33.71%	33.80%	30.59%	28.20%
FFO/净债务	--	136.82%	67.34%	101.02%
经营活动现金流净额/净债务	39.57%	177.08%	71.00%	82.84%
自由现金流/净债务	0.98%	55.65%	-15.21%	-90.46%
速动比率	1.55	1.52	1.29	1.13
现金短期债务比	2.31	2.41	1.16	1.28

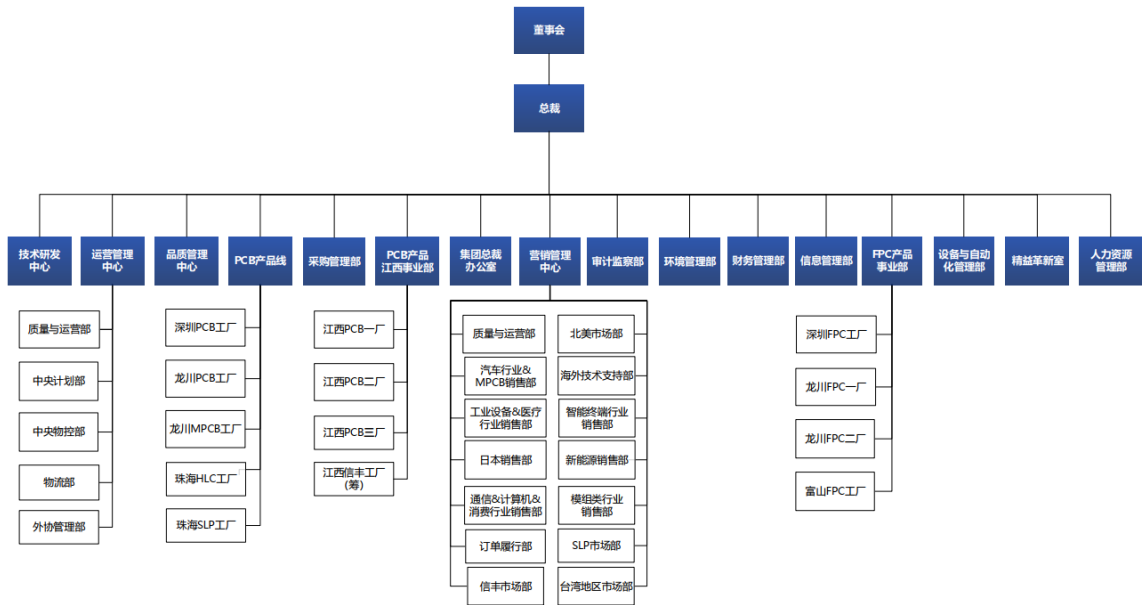
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年12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%	自有房屋管理
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
景旺电子日本株式会社（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
吉水县景鸿永昶企业管理有限公司（景鸿永旭）	200 万元	100%	自有房屋管理
景旺电子科技（赣州）有限公司	20,000 万元	100%	印制电路板的研发、生产与销售
KINWONG ELECTRONIC (SINGAPORE) PTE.LTD.	1 万新币	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
KINWONG ELECTRONIC (THAILAND) CO.,LTD	500 万泰铢	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

资料来源：2023 年审计报告



## 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

## 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。