



# 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2023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 2023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
超声转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）凭借良好的技术创新和积累，与多类型的优质客户形成稳定合作关系，同时多元化业务发展，2022年以来经营相对稳定。但中证鹏元也关注到，印制线路板及覆铜板行业竞争加剧，“超声转债”（以下简称“本期债券”）募投项目收益存在不确定性，公司应收账款和存货占用资金较多等风险因素。

## 评级日期

2023年6月19日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	84.17	85.85	83.30	69.16
归母所有者权益	45.05	44.85	41.60	38.78
总债务	21.04	20.37	18.00	13.35
营业收入	12.70	66.73	67.31	51.69
净利润	0.14	4.97	4.41	3.66
经营活动现金流净额	2.00	8.42	6.01	4.10
净债务/EBITDA	--	0.00	-0.13	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	15.32	19.00	35.29
总债务/总资本	29.28%	28.69%	27.66%	23.64%
FFO/净债务	--	1,096.11	-6.34	-1.72
EBITDA 利润率	--	11.50%	11.90%	13.24%
总资产回报率	--	6.93%	6.96%	6.87%
速动比率	1.96	1.84	1.45	1.82
现金短期债务比	2.57	2.60	2.03	2.50
销售毛利率	18.51%	19.66%	19.58%	20.71%
资产负债率	39.62%	41.02%	43.49%	37.66%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司拥有稳定的优质客户，且类型广泛。**公司凭借良好的技术创新和积累，与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，整体经营相对稳健。**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，其中印制线路板客户与液晶显示器客户类型存在互补，覆铜板业务则与印制线路板为上下游关系，多元化的业务线有助于平抑单一业务风险波动，2022 年公司营收保持相对稳定、利润持续增长。
- **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 2023 年 3 月末，公司盈余现金充裕，各项流动性指标表现较好，同时获得一定规模的银行授信，外部融资畅通，融资弹性较强。

## 关注

- **印制线路板及覆铜板行业面临市场需求持续低迷以及行业竞争加剧等不利因素，公司业绩承压。**2022 年受下游消费电子需求低迷影响，印制线路板及覆铜板行业景气度继续走低，公司整体收入增长乏力，同时国内相关领域竞争较为激烈，导致公司 2023 年一季度利润出现下滑，且预计该趋势短期仍将延续。
- **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，公司印制线路板整体产能利用率出现下降，相关订单拓展存在较大压力，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 2023 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。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产领域具有一定的竞争优势，且拥有稳定的优质客户。

## 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	154.92	143.04	94.91	85.85	58.63	30.80
营业收入	105.14	78.85	58.71	66.73	44.32	19.69
净利润	10.81	7.91	6.75	4.97	4.01	1.82
销售毛利率	22.35%	18.15%	27.42%	19.66%	18.83%	24.71%
EBITDA 利润率	18.71%	20.13%	21.33%	11.50%	16.60%	18.80%
总资产回报率	8.43%	7.05%	9.16%	6.93%	8.33%	7.08%
资产负债率	46.48%	51.50%	42.32%	41.02%	44.26%	39.38%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元评级报告，中证鹏元整理

## 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	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
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>

### 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_2022V1.0
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

### 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	2022-6-20	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_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</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	2022-6-20	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、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董事会关于募集资金2022年度存放与使用情况的专项报告》，截至2022年12月31日，本期债券募集资金专户余额为5,587.71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2023年4月28日，本期债券尚未转股金额69,970.30万元，占本期债券发行总量比例为99.96%。

跟踪期内，因公司完成2021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12.62元/股，自2022年6月28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2023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%，其中所持股份的49.16%已质押，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。

2022年，公司合并报表范围新增加1家全资子公司汕头超声覆铜板科技有限公司。截至2022年末，公司合并范围的子公司共9家，具体如附录四所示。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对

于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

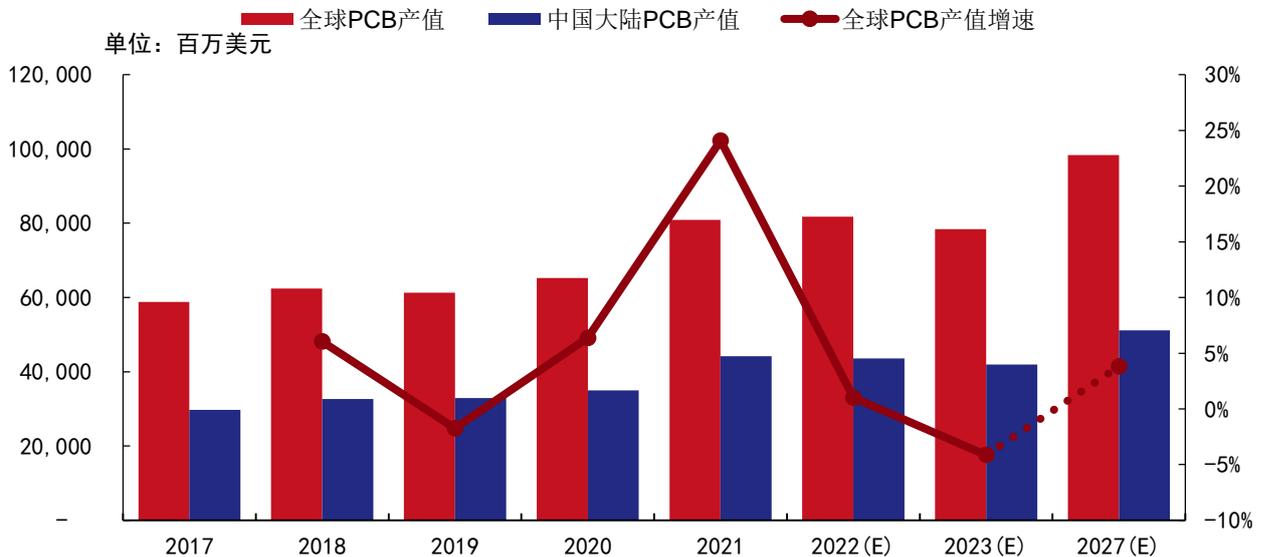
政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

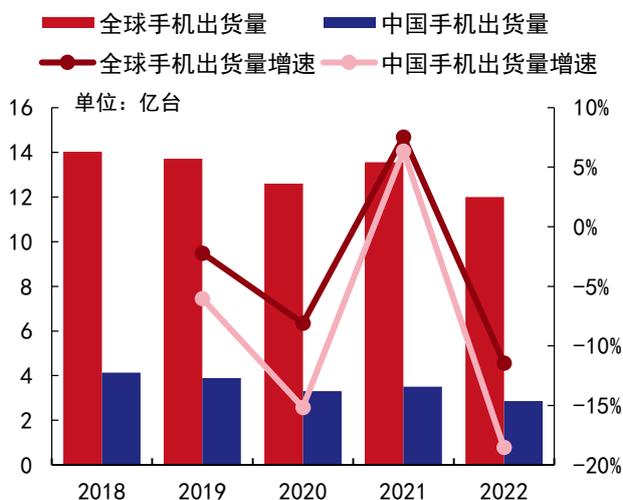
**受消费需求不足影响，2022年以来PCB行业景气度下行，下游各领域需求表现分化明显，其中消费电子领域需求短期内预计持续不振，汽车电子领域仍有望带动行业长期发展，数据通信领域景气度有望提振**

受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，PCB行业下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战。展望2023年，由于全球通胀和经济衰退等因素尚未消散，预计2023年前三季度PCB行业需求仍将承压，待2023年底和2024年经济形势复苏后形势或将好转，部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧，Prismark预估2023年全球PCB产值同比将下滑4.1%。但从中长期来看，PCB行业产值仍将随着全球宏观经济、电子信息产业的整体发展而增长。Prismark预测2022-2027年全球PCB产值复合增长率约为3.8%，2027年全球PCB产值将达到约983.88亿美元。

**图 1 2022 年 PCB 行业产值有所下滑，中长期仍将呈现增长的趋势**


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

消费电子领域 PCB 需求低迷，短期内预计持续不振。2022 年以来全球手机和个人电脑出货量均大幅下滑，IDC 数据显示，2022 年全球智能手机出货量 12 亿台，其中中国市场出货量 2.86 亿台，同比分别下降 11% 和 19%；Canalys 数据显示，2022 年全球个人电脑出货量 2.85 亿台，同比下降 18%。2023 年随着外部发展环境向好、美国加息放缓，消费需求有望逐步回升；但由于目前消费电子领域无可见的重大电子创新，PC 产业链仍在去库存阶段，在此情况下预计消费类基础需求增长有限，2023 年行业竞争激烈态势仍将持续。

**图 2 2018-2022 年全球手机出货情况**

**图 3 2018-2022 年全球 PC 出货情况**

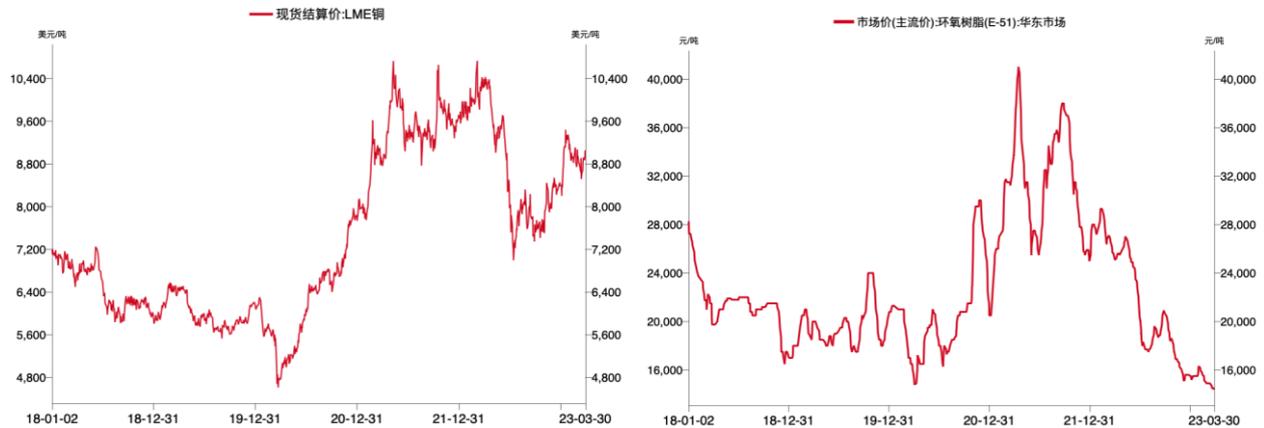

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

汽车电子领域PCB需求保持旺盛，带动行业长期发展。2022年新能源汽车仍然保持了较高的增长态势，根据中国汽车工业协会公布的数据，2022年度我国新能源汽车产销同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，同比提升12.1个百分点。新能源汽车渗透率的持续提升带来可观的PCB需求增量，叠加PCB厂商新增产能的顺利释放，以汽车电子领域业务为主的厂商的汽车板业务均有良好增长。根据IDC预测，中国新能源汽车市场至2026年预计渗透率将超过50%，年复合增长率35%；同时随着汽车电子化率的提升，常规汽车的电子化需求也在持续增长，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。

AI算力需求叠加服务器新平台切换，数据通信领域PCB景气度有望提振。美国OpenAI于2022年11月推出对话式大型语言模型ChatGPT，谷歌、百度于2023年2月、3月分别推出大型语言模型聊天机器人Bard、大语言AI模型“文心一言”，开启对话式AI系统发展热潮，此外，AMD Zen4平台和Intel新一代服务器平台Eagle Stream预计将于2023年第二季度末开启平台全面切换。AI快速兴起及服务器升级有望将持续带动数据中心对交换机、服务器等基础设施的迭代升级需求，数通领域有望持续增长。数据通信领域PCB在高速材料应用、加工密度以及设计层数等方面有着更高要求，高端材料的需求量预计将稳步上升，利好在高端材料市场有所布局的厂商。

部分领域产能过剩，对PCB厂商业绩增长造成拖累。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，近年来随着国内5G建设放缓、消费类电子需求疲软，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。

原材料方面，经历2021年原材料价格急速拉升之后，2022年以来覆铜板上游三大原材料铜箔、环氧树脂、玻璃布高位回落并震荡下行。叠加下游消费需求持续疲软，覆铜板行业转为供过于求，覆铜板厂商开启降价周期多次下调常规覆铜板价格，国内覆铜板上市公司毛利率普遍下降、盈利承压。2023年一季度铜价下行趋势有所缓解但整体仍处于相对高位，环氧树脂和玻璃布价格仍处于下跌趋势。虽然覆铜板行业集中度偏高，对下游PCB厂商的议价能力较强，但在整体消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，覆铜板厂商仍将面临盈利压力。

**图 4 2022 年铜、环氧树脂等材料价格整体呈震荡下行趋势**


资料来源：wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司保持印制线路板、液晶显示器和覆铜板等业务均衡发展，凭借持续的研发投入及优质的客户积累，在行业内具备一定的竞争力。2022年受益于产品结构调整，印制线路板和液晶显示器收入保持增长，弥补了覆铜板收入下跌的影响，整体业绩维持稳定；但2023年以来，行业竞争加剧、消费电子行业需求整体不振，同时叠加新投产项目带来的费用增长，公司业绩短期内承压

2022年，公司经营规模整体保持稳定，收入结构略有变化。2022年公司主营业务收入规模与上年基本持平，公司收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板业务，受益于下游汽车电子等领域的需求增长及产品结构调整，公司印制线路板、液晶显示器收入规模及毛利率小幅上升；但受原材料价格下跌导致的产品价格回调、市场需求调整等因素影响，覆铜板业务收入及毛利率均出现一定下降。受下游消费电子等领域需求持续低迷影响，2023年一季度公司印制线路板及覆铜板收入规模同比均出现下滑。

**表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
印制线路板	5.54	43.62	19.76	29.62	44.74	21.37	28.79	43.20	20.55
液晶显示器	4.59	36.16	18.02	21.66	32.71	17.66	20.71	31.07	17.13
覆铜板	2.22	17.48	12.49	13.15	19.87	13.85	15.54	23.32	17.35
超声电子仪器及其他	0.35	2.74	43.38	1.78	2.69	43.74	1.60	2.40	42.27
<b>合计</b>	<b>12.70</b>	<b>100.00</b>	<b>18.51</b>	<b>66.21</b>	<b>100.00</b>	<b>19.26</b>	<b>66.64</b>	<b>100.00</b>	<b>19.26</b>

资料来源：公司 2021-2022 年度报告、公司提供，中证鹏元整理

### （一）印制线路板业务

公司与主要客户保持较好合作关系，同时受益于产品结构的调整，2022年公司印制线路板收入维持增长。跟踪期内，公司继续加强技术研发，提升产品性能及质量，另外，有序推进本期债券募投项目投产，有助于提升公司接单能力，但受行业需求不振及竞争加剧影响，该项目能否达到预期收益存在不确定性

2023年公司有序推进本期债券募投项目试投产，产能规模获得提升。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，2022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。同时，年内公司完成本期债券募投项目试产工作，并于2023年一季度末投产，该项目设计年产24万平方米印制板的生产能力，项目投产后公司印制板产能提高，有助于提升公司接单能力。但相较于国内PCB头部企业，公司产能扩充速度相对较缓。

公司产品结构有所优化，但整体产能利用情况出现下降，扩增产能能否达到预期收益存在不确定性。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。2022年主要维系优质订单，生产全年经历了先高后低的过程，整体产量下降较多。同时，中证鹏元注意到，2023年一季度以来，下游需求持续低迷叠加行业竞争加剧，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。

**表2 公司印制线路板产销情况**

产品	项目	2022年	2021年
印制线路板	年产能（平方米）	1,200,000	1,200,000
	产量（平方米）	883,254	1,048,427
	销量（平方米）	901,497	1,006,914
	产销率	102.07%	96.04%
	平均单价（元/平方米）	3,286	2,859

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

公司印制线路板客户群体及结构较为稳定，产品结构有所优化。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约五成，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超过三成，与液晶显示器业务客户存在重叠，客户结构与群体较2021年整体变化不大。2022年公司在维系好重点客户高附加值订单的同时，逐步提高汽车雷达板、高端HDI产品的产量，最终在销量整体下滑的情况下，依托产品平均单价的提升，印制线路板销售收入同比维持增长。

2022年公司保持较高研发强度，技术积累不断提升，为业务发展奠定较好的基础。公司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，研发人员保持稳定。2022年公司继续深入开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动 119 项，并有 41 项完成研发并投入生产应用，24 项突破关键技术并部分应用于企业生产过程。目前，公司已掌握高频高速印制线路板技术、任意层互连印制板技术、汽车微波雷达印制板技术等核心技术；具备不同的印制板生产线，可接单跨度大，产能覆盖 HDI（含类载板）、任意层互连、高密度多层板以及快板业务，具备较强的业务竞争力。

## （二）液晶显示器业务

**公司液晶显示器业务主要集中于车载领域，客户关系较为稳定且优质，2022年收入稳步增长，但仍需关注原材料价格低位反弹带来的成本压力**

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，但目前公司产品主要集中于车载显示领域。

跟踪期内，公司液晶显示产品客户仍较为稳定。公司液晶显示产品客户覆盖了博世、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，其中车载领域客户对产品稳定性的要求较高，上下游合作关系较为稳定。公司在重点维护车载市场客户的同时，加大对海外智能家居和工业控制领域的开拓，2022年公司液晶显示器收入同比保持增长，毛利率有所回升。

公司液晶显示器整体产能保持稳定，产能利用情况表现良好。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，受益于 2022 年销量的持续增长，当期液晶显示屏产量增长较多。同时，为迎合市场对于触控显示集成化发展的要求，公司提升了中大尺寸工控、车载 TFT 后端组装的能力及盖板全贴合能力。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3 公司液晶显示器产销情况**

产品	项目	2022 年	2021 年
液晶显示屏	年产能（平方米）	420,000	420,000
	产量（平方米）	608,737	582,943
	销量（平方米）	177,509	207,408
	产销率	29.16%	35.58%
液晶显示模块	年产能（套）	46,000,000	46,000,000
	产量（套）	38,147,138	36,909,356
	销量（套）	37,679,234	36,939,305
	产销率	98.77%	100.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液晶显示器原材料采购价格波动较大，对成本管控提出较高要求。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，2022年受消费电子等领域需求回落影响，显示器部分原材料出现较大幅度的下降，其中玻璃及TFT采购单价降幅超过30%，但2022年上半年汽车领域芯片领域缺货现象仍较为严重，导致该等产品采购单价延续大幅增长趋势，2022年下半年起芯片缺货情况有所缓解。

**表4 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况**

原材料	2022年		2021年	
	均价	变动	均价	变动
玻璃（元/平方米）	240.81	-32.88%	358.77	22.03%
芯片（IC）（元/片）	7.47	33.89%	5.58	22.37%
背光（元/片）	4.81	-0.42%	4.83	3.04%
膜材（元/片）	11.02	-2.13%	11.26	21.85%
TFT（元/片）	9.56	-37.42%	15.27	5.31%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）覆铜板业务

公司覆铜板产品主要外供其他PCB厂商，跟踪期内产能相对稳定，但受市场需求下降及行业竞争加剧影响，2022年覆铜板业务收入及毛利率出现下滑，且未来仍面临一定的业绩压力

公司覆铜板产品种类较为丰富。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。

公司覆铜板产品主要外供其他PCB厂商。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。

跟踪期内，公司覆铜板产能较为稳定，产销量同比均有所回落。跟踪期内，公司覆铜板业务产线主要进行日常设备更新，整体产能与上年持平。2022年市场需求持续低迷叠加产业链去库存等影响，公司覆铜板业务出货速度放缓，产销率同比有所下降。

**表5 公司覆铜板产销情况**

产品	项目	2022年	2021年
覆铜板	年产能（张）	10,900,000	10,900,000
	产量（张）	7,409,790	8,213,648
	销量（张）	7,391,890	8,132,751
	产销率	99.76%	99.02%
半固化片	年产量（卷）	137,737	161,564
	销量（卷）	138,119	161,729
	产销率	100.28%	100.10%

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

公司面临一定的原材料成本管控压力。公司覆铜板主要原材料以铜箔、树脂、玻璃布为主，2022年除玻璃布采购单价出现较大下降外，铜箔及树脂采购单价则呈小幅下降趋势，主要系当期铜箔、树脂市场价格波动较大，对原材料采购的成本管控能力提出较高要求。此外，由于国内同业新增产能在年中集中释放导致竞争加剧，产品价格回调，覆铜板业务的毛利率亦持续下滑，2022年毛利率已降至15%以下，并呈进一步下行趋势。

**表6 公司覆铜板主要原材料采购价格情况**

原材料	2022年		2021年	
	均价	变动	均价	变动
铜箔（元/公斤）	84.72	-9.24%	93.35	43.86%
树脂（元/公斤）	26.43	-8.07%	28.75	50.87%
玻璃布（元/米）	3.51	-41.35%	5.99	95.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

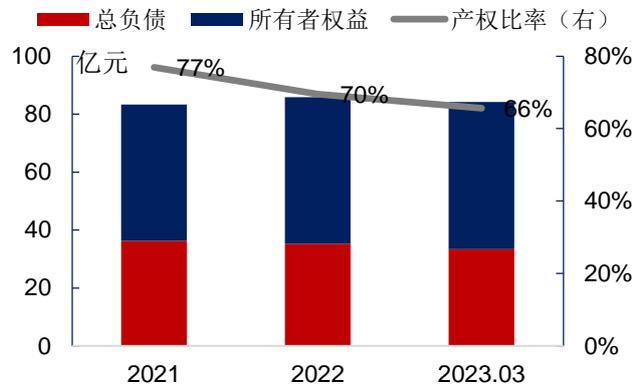
### 财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围新增1家子公司，截至2022年末公司合并范围一级子公司共计9家。

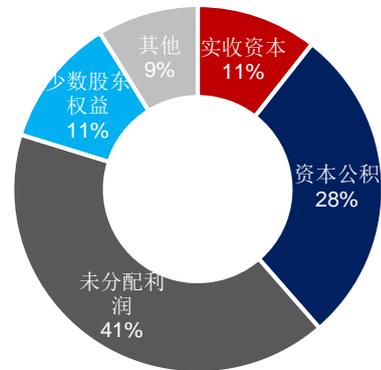
### 资本实力与资产质量

受益于公司利润积累，资产及权益规模小幅上升；应收款项和存货对资金占用仍较多，同时随着本期债券募投项目的持续投入，公司非流动资产占比有所增长，整体资产质量表现仍尚可

跟踪期内，公司无重大权益融资；随着本期债券募投项目的持续投入，公司增加了部分长期银行借款，同时偿付了大部分应付设备款项，经营性负债下降，综合影响下，2023年3月末公司产权比率下降至66%，净资产对负债的保障程度小幅提升。

**图5 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图6 2023年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年受主营业务规模稳步提升影响，公司总资产规模小幅上升。公司资产仍以应收账款、存货、固定资产及在建工程为主。截至2022年末，公司共有1.51亿元资产使用受限，主要包括用于开立银行承兑汇票的保证金、履约函保证金，用于银行借款抵押的固定资产、土地使用权等。

流动资产方面，公司现金类资产主要为银行存款，2022年末货币资金中有0.56亿元系银行承兑汇票保证金、履约保函保证金等而使用受限。公司应收账款占资产比重整体较高，对营运资金占用大，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50.69%，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，对生产连续性及供货及时性要求较高，需要备有充足的原材料及产成品，2022年受原材料价格下降影响，公司存货规模呈下降趋势。此外，2022年末公司存货跌价准备余额为0.30亿元，仍存在一定的跌价损失风险。

随着本期债券募投项目的逐步建设、投产，跟踪期内公司在建工程及固定资产规模有所上升。同时，中证鹏元注意到，2023年以来受下游需求不振影响，本期债券募投项目的产能释放存在不确定性，相应的折旧摊销压力有所加大。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.81	23.53%	18.95	22.08%	15.67	18.81%
应收账款	14.01	16.65%	17.92	20.87%	18.48	22.19%
存货	10.68	12.69%	10.88	12.67%	12.74	15.30%
<b>流动资产合计</b>	<b>50.21</b>	<b>59.65%</b>	<b>53.03</b>	<b>61.76%</b>	<b>53.57</b>	<b>64.31%</b>
固定资产	20.16	23.95%	19.21	22.38%	18.25	21.90%
在建工程	10.57	12.56%	10.32	12.03%	7.55	9.06%

非流动资产合计	33.97	40.35%	32.83	38.24%	29.73	35.69%
资产总计	84.17	100.00%	85.85	100.00%	83.30	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

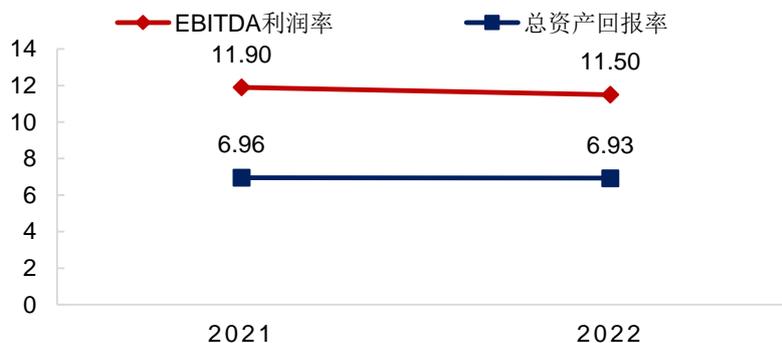
多元化的业务发展提升了公司经营的稳定性，2022年公司业绩保持稳定；但受消费电子周期性下行的影响，短期内公司业绩承压

受益于产品结构的改善及多元化经营，2022年公司收入规模及毛利率保持稳定。公司收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板，其中印制线路板和液晶显示器受益于产品结构的改善，收入、毛利呈增长趋势；覆铜板业务则受市场需求下降影响，收入及毛利出现下降；整体上看，印制线路板、液晶显示器和覆铜板收入增减相抵，主营业务收入与销售毛利率与上年持平。

跟踪期内，受持续的资本开支及技改带来的折旧费用及利息支出的增长，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率均出现小幅下降。

2023年公司业绩承压。2023年一季度，受下游消费电子等领域需求持续低迷影响，公司印制线路板及覆铜板收入和毛利率持续下降。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 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司刚性债务规模有所上升，但现金生产能力及杠杆指标仍表现较好，整体偿债压力可控

跟踪期内，公司负债结构有所优化。2022年为推进本期债券募投项目的开展，公司增加了部分长期借款，并结算了部分应付设备款项，刚性债务规模有所增长，但债务期限结构得到优化，短期债务占比有所下降。

公司刚性债务以银行借款及本期债券为主，2022年末总债务规模有所增长。公司短期借款主要用于日常营运资金周转，呈现小幅波动。公司应付债券均为本期债券，租赁负债均由租赁厂房所形成。由于公司于2021年加大设备和材料采购，2022年随着募投项目实施及原材料价格下降，应付款项规模有所下降。

**表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.39	13.17%	4.17	11.84%	4.37	12.06%
应付账款	7.73	23.18%	9.41	26.71%	12.34	34.07%
应付票据	4.01	12.03%	4.31	12.25%	5.32	14.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>20.18</b>	<b>60.50%</b>	<b>22.93</b>	<b>65.10%</b>	<b>28.19</b>	<b>77.80%</b>
长期借款	6.33	18.97%	5.63	15.98%	1.82	5.03%
应付债券	6.20	18.58%	6.14	17.44%	5.89	16.27%
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.17</b>	<b>39.50%</b>	<b>12.29</b>	<b>34.90%</b>	<b>8.04</b>	<b>22.20%</b>
<b>负债合计</b>	<b>33.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.23</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	21.04	63.08%	20.37	57.84%	18.00	49.69%
其中：短期债务	8.43	25.28%	8.52	24.20%	10.21	28.19%
长期债务	12.61	37.81%	11.85	33.64%	7.79	21.51%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司各项杠杆状况指标仍表现较好。公司2022年上半年经营规模略高于下半年，相应应收账款回款增加，经营活动净现金流有所好转。但2022年公司折旧、利息支出规模有所上升，FFO同比出现下降。受负债结构调整，公司资产负债率整体呈下降趋势。2022年EBITDA对利息的保障倍数虽有所下降，但仍处于高水平。同时，公司经营性现金流持续净流入，且净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标仍表现较好，整体债务压力不大。

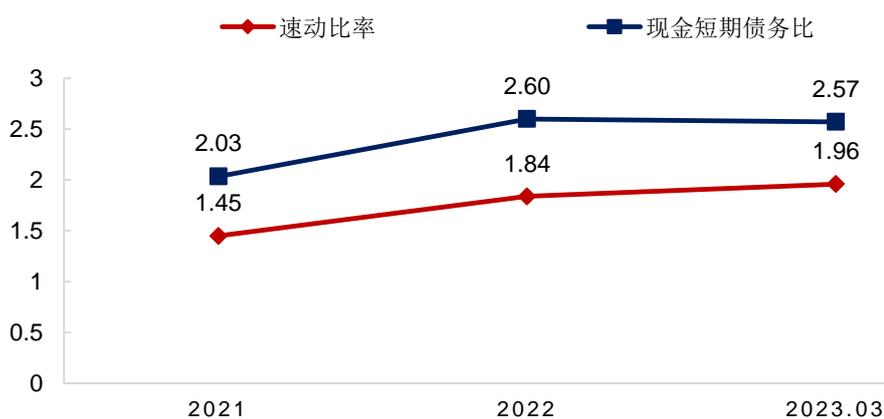
**表9 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	2.00	8.42	6.01
FFO(亿元)	--	5.87	6.43
资产负债率	39.62%	41.02%	43.49%
净债务/EBITDA	--	0.00	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	15.32	19.00
总债务/总资本	29.28%	28.69%	27.66%
FFO/净债务	--	109,610.56%	-633.60%
经营活动现金流/净债务	--	157,164.82%	-592.22%
自由现金流/净债务	--	49,496.63%	150.95%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现较好。2023年3月末公司现金短期债务比及速动比率均大于1，其中受益于应收账款逐步回款，现金类资产有所增加，且短期债务波动较小，2023年3月末现金短期债务比提升至2.57。公司是汕头市国有上市公司，股东背景较好，融资渠道较多样且相对通畅，截至2023年3月末共获得银行授信20.56亿元，其中未使用授信额度9.97亿元。整体而言公司外部融资畅通，融资弹性较强，获取流动性资源的能力较强。

**图 8 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

根据公司出具的《广东汕头超声电子股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”）及公司 2022 年年度报告，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚及因废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据说明，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

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司于2023年4月21日发布的《广东汕头超声电子股份有限公司关于董事、副总经理辞职的公告》，林诗彪先生因已到法定退休年龄，辞去公司董事、审计委员会委员、战略委员会委员、副总经理职务，跟踪期内公司其他董事、监事、高级管理人员未发生变动。近年公司人员稳定性较强，发展战略较为稳健。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月14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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

凭借良好的技术创新和积累，公司与多家知名厂商形成稳定的合作关系，2022年公司客户群体未发生大幅变动。同时，受益于公司印制线路板、液晶显示器产品的结构性优化，2022年公司营业收入保持稳定，利润规模持续上升。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，主要原材料价格的波动，也对公司的成本管控提出了较高要求。整体上看，公司抗风险能力较好。

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”的信用等级为AA。

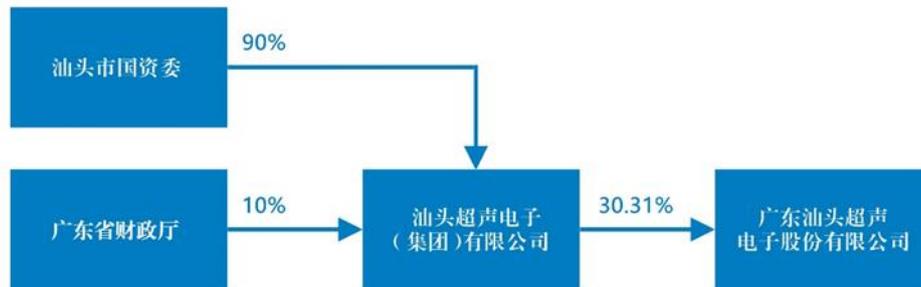
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	19.81	18.95	15.67	16.28
应收账款	14.01	17.92	18.48	16.46
存货	10.68	10.88	12.74	8.88
流动资产合计	50.21	53.03	53.57	44.45
固定资产	20.16	19.21	18.25	18.12
在建工程	10.57	10.32	7.55	4.17
非流动资产合计	33.97	32.83	29.73	24.72
资产总计	84.17	85.85	83.30	69.16
短期借款	4.39	4.17	4.37	4.13
应付账款	7.73	9.41	12.34	10.35
应付票据	4.01	4.31	5.32	2.20
流动负债合计	20.18	22.93	28.19	19.59
长期借款	6.33	5.63	1.82	0.54
应付债券	6.20	6.14	5.89	5.64
非流动负债合计	13.17	12.29	8.04	6.46
负债合计	33.35	35.22	36.23	26.04
总债务	21.04	20.37	18.00	13.35
所有者权益	50.82	50.63	47.07	43.12
营业收入	12.70	66.73	67.31	51.69
营业利润	0.19	5.40	4.93	4.19
净利润	0.14	4.97	4.41	3.66
经营活动产生的现金流量净额	2.00	8.42	6.01	4.10
投资活动产生的现金流量净额	-1.66	-5.77	-7.38	-4.10
筹资活动产生的现金流量净额	0.68	1.27	0.09	6.75
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	7.68	8.01	6.84
FFO(亿元)	--	5.87	6.43	5.52
净债务(亿元)	--	0.01	-1.02	-3.21
销售毛利率	18.51%	19.66%	19.58%	20.71%
EBITDA 利润率	--	11.50%	11.90%	13.24%
总资产回报率	--	6.93%	6.96%	6.87%
资产负债率	39.62%	41.02%	43.49%	37.66%
净债务/EBITDA	--	0.00	-0.13	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	15.32	19.00	35.29
总债务/总资本	29.28%	28.69%	27.66%	23.64%
FFO/净债务	--	109,610.56%	-633.60%	-171.83%

速动比率	1.96	1.84	1.45	1.82
现金短期债务比	2.57	2.60	2.03	2.50

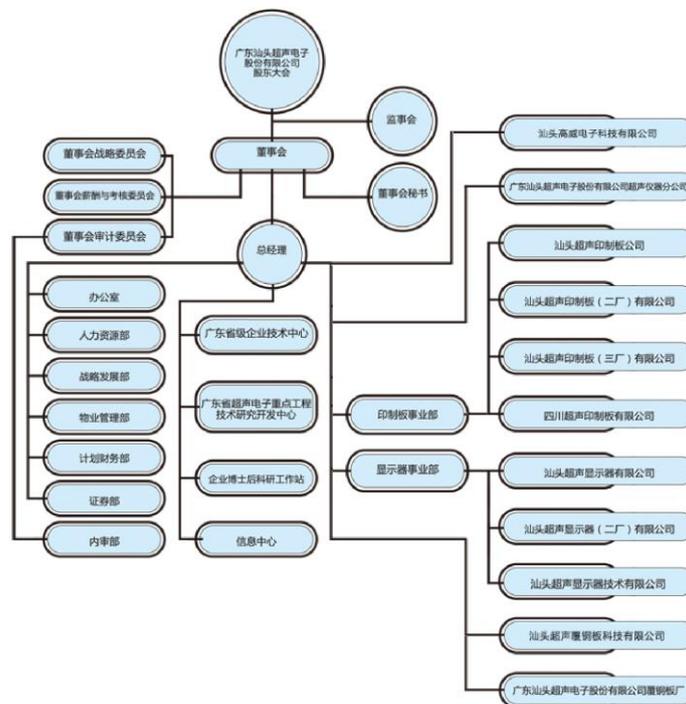
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 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
汕头超声覆铜板科技有限公司	38,000 万元	100.00%	-

资料来源：公司 2022 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<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。