



2023年四会富仕电子科技股份有限公司向 不特定对象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

2023年四会富仕电子科技股份有限公司向不特定对象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
富仕转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：四会富仕电子科技股份有限公司（以下简称“公司”或“四会富仕”，证券代码：300852.SZ）在PCB中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，市场份额持续提升，产品应用领域广泛，且拥有较丰富的优质客户资源，客户仍较分散，流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，2023年以来PCB行业需求持续低迷，行业竞争较激烈，公司产能利用率继续小幅下降，面临较大的业绩增长压力，且在建产能存在较大的消化风险，以及外销占比较大、存在一定的汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2024年5月27日

联系方式

项目负责人：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
 liaw@cspengyuan.com

评级总监：

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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	24.10	23.87	16.70	13.77
归母所有者权益	15.49	15.17	12.32	10.40
总债务	4.79	4.70	0.68	0.17
营业收入	3.22	13.15	12.19	10.50
净利润	0.46	2.04	2.26	1.84
经营活动现金流净额	0.62	2.36	3.18	1.55
净债务/EBITDA	--	-1.92	-1.51	-1.45
EBITDA利息保障倍数	--	28.03	353.46	1,429.68
总债务/总资本	23.61%	23.66%	5.26%	1.58%
FFO/净债务	--	-46.01%	-61.27%	-63.19%
EBITDA利润率	--	25.39%	25.68%	24.84%
总资产回报率	--	11.86%	16.58%	17.11%
速动比率	4.54	4.39	2.33	2.51
现金短期债务比	120.04	140.70	8.34	25.10
销售毛利率	26.64%	27.11%	28.82%	29.61%
资产负债率	35.74%	36.46%	26.22%	24.48%

注：2021-2023年公司净债务均为负值。

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

优势

- **公司在 PCB 中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，产品结构持续优化。**公司继续以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”的市场定位深耕 PCB 中小批量板领域。2023 年公司新研发的应用于通信的高频高速版、应用于新能源汽车大电流、高散热金属基板等新产品陆续量产，高附加值产品占比有所提升，技术实力有所增强。
- **公司依托丰富的优质客户资源及产能扩张，收入保持增长。**公司继续与工业控制、汽车电子两大应用领域的优质客户保持良好的合作关系，且 2023 年以来拓展国内新能源汽车客户，产品收入保持增长，EBITDA 利润率、总资产回报率仍表现较好。
- **公司现金生成能力较强，流动性表现仍较好。**2023 年公司经营活动净现金流、FFO 继续表现为较大规模净流入，2024 年 3 月末公司现金类资产较充裕，现金短期债务比等各项流动性指标表现较好。

关注

- **PCB 下游需求减弱、行业竞争激烈，公司面临较大的业绩增长压力。**2023 年以来受经济增长放缓影响，工业控制、燃油汽车等产品主要应用领域需求相对不足，叠加行业产能充裕、价格竞争激烈，公司营业收入增幅放缓，销售毛利率小幅下滑。考虑到当前 PCB 行业竞争较激烈、以及短期内下游需求恢复不确定性较大，未来公司业绩仍可能出现波动。
- **跟踪期内公司产能利用率继续小幅下降，目前在建产能或面临一定的消化压力。**2023 年“富仕转债”募投项目部分投产带动公司产能小幅提升，但受需求不足、行业竞争激烈等影响，2023 年度公司产能利用率小幅下降至 85.44%。目前公司持续推进“富仕转债”募投项目、泰国新建生产基地项目建设，在设备全面购置到位并正式投产后，公司 PCB 产能较 2023 年末增长约 108%，在行业需求低迷情况下，公司将面临较大的订单拓展压力，且泰国生产基地或将给公司带来一定的跨国经营风险。
- **公司外销收入占比仍较高，面临一定的贸易政策和汇率波动风险。**2023 年公司约 60%的收入来自日系客户，若未来中日两国国际贸易关系发生不利变化，公司客户及业绩稳定性可能受不利影响。此外公司外销主要以美元结算，给公司带来了一定的汇率波动风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在国内 PCB 中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，并拥有较丰富的优质客户储备，经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	崇达技术	世运电路	明阳电路	四会富仕
资产总计	226.07	172.31	119.28	63.10	34.81	23.87
资产负债率（%）	41.67	47.94	36.70	44.15	45.05	36.46
营业收入	135.26	107.57	57.72	45.19	16.19	13.15
销售毛利率（%）	23.43	23.17	25.94	21.32	24.93	27.11
净利润	13.98	9.11	4.22	4.67	1.02	2.04
EBITDA 利润率（%）	20.25	17.02	17.09	19.57	17.77	25.39
总资产回报率（%）	6.70	6.44	4.86	9.13	3.91	11.86
净营业周期（天）	101.50	63.03	30.08	50.70	-4.50	36.37

注：以上各指标均为 2023 年度/末数据，四会富仕财务指标来自中证鹏元整理，其他主体的财务指标来自 Wind。

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	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
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					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

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-/富仕转债	2023-9-25	董斌、李爱文	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）	阅读全文
AA-/稳定	AA-/富仕转债	2023-2-20	董斌、蒋晗	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）	阅读全文

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
富仕转债	5.70	5.6999	2023-9-25	2029-08-07

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2023年8月发行6年期5.7亿元可转换公司债券（本文简称“本期债券”），募集资金计划用于公司年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）和补充流动资金。截至2024年3月末，本期债券募集资金专项账户余额为6,336.62万元。此外根据公司提供的资料，截至2024年3月末公司使用本期债券闲置募集资金进行现金管理余额为3亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东未发生变更，公司董事会成员、监事及主要高级管理人员均保持稳定。2023年7月5日刘天明、温一峰、黄志成与以及四会市明诚贸易有限公司（以下简称“四会明诚”）、四会天诚同创投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天诚同创”）、四会市一鸣投资有限公司（以下简称“一鸣投资”）续签了《一致行动协议》，续签后公司实际控制权、实际控制人均未发生变更，续签的《一致行动协议》将于2024年7月13日终止。截至2024年3月末，公司控股股东仍为四会明诚，实际控制人仍为刘天明、温一峰、黄志成，三人合计控制公司65.07%的股份。

跟踪期内，公司仍以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”为市场定位，专注于PCB制造业务，产品广泛应用于工业控制、汽车电子、通信设备等领域。2023年公司在泰国设立子公司一品电路有限公司，作为泰国生产基地的经营主体，2024年一季度公司合并范围子公司无变化。截至2024年3月末公司纳入合并报表范围的子公司共4家，具体如附录四所示。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况

子公司名称	控股比例	注册资本	主营业务	合并类型	合并方式
一品电路有限公司	100%	10 亿泰铢	PCB 研发、制造、销售	新增合并	投资设立

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

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、部分行业产能过剩和信心偏弱，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。

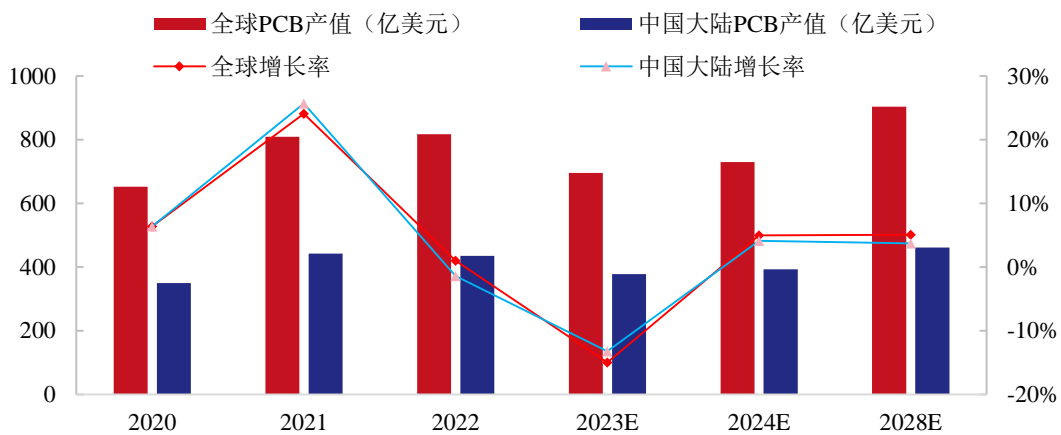
行业环境

2023年PCB行业景气度继续下行，但下游各领域需求分化较大，其中汽车用中高端PCB需求预计较大，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%，而PCB产出面积同比仅下降约4.7%。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

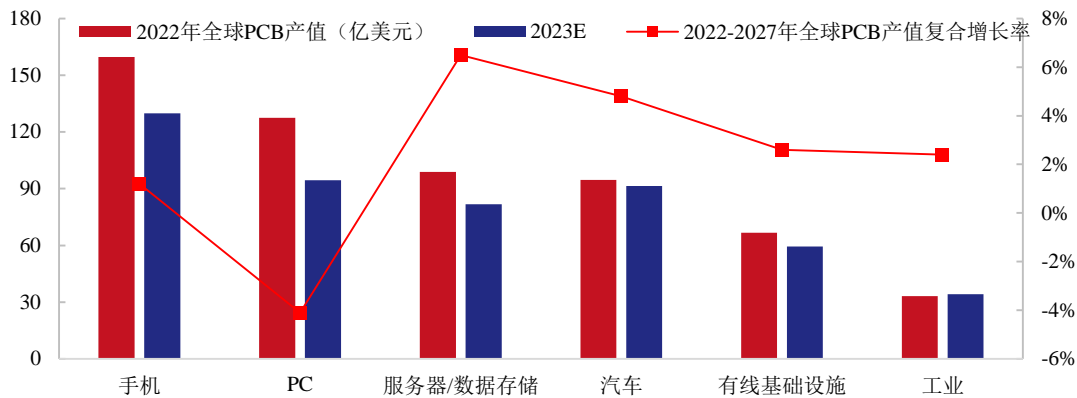
为5.4%，2028年全球PCB产值将达到约904.13亿美元；中国仍将保持行业的主导制造中心地位，但由于中国PCB行业的产品结构和一些生产转移，Prismark预测同期中国PCB产值复合增长率约为4.1%，略低于全球，预计到2028年中国PCB产值将达到约461.80亿美元。

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%。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，中低端供给过剩的特征，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

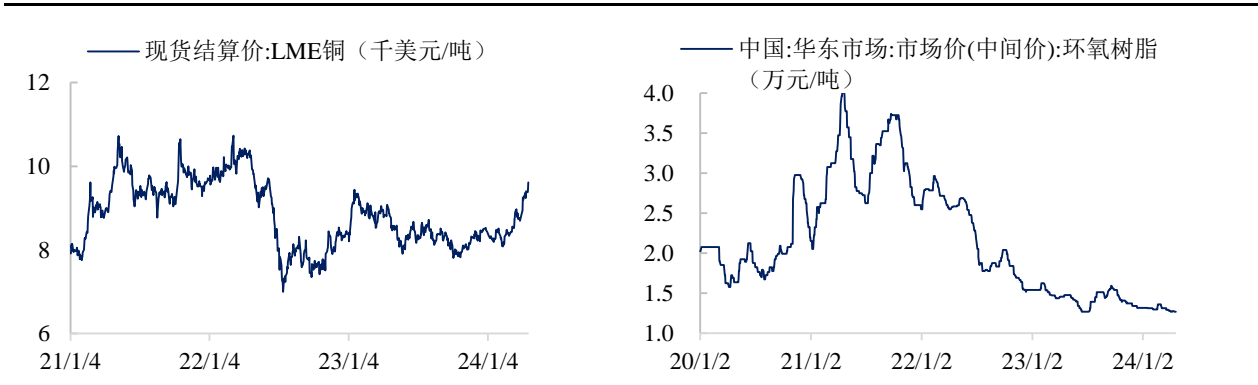
AI技术发展驱动服务器领域PCB加速升级，数据通信领域PCB景气度有望提振。2023年由ChatGPT的显著成功引发新一轮人工智能和算力革命，随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，对AI服务器和高速网络系统的旺盛需求推动对大尺寸、高速高多层PCB的需求，其高负载工作环境也对PCB的规格、品质提出了更高的要求。中长期看，随着AI的应用场景逐渐落地，图像、语音、机器视觉和游戏等领域的数据将爆发式增长。为满足新应用场景下数据传输速率和运行频率不断增加的需求，服务器预计将面临持续迭代，CPU、PCIe等核心配套部件亦需持续升级，根据中国银河证券报告，PCIe总线技术的演进将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

公司继续在PCB中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，在工业控制、汽车电子领域与一批优质客户维持良好的合作关系，客户仍较分散，竞争地位有所提升；但在行业竞争加剧及需求增长放缓背景下，公司毛利率小幅下滑，近年持续扩张的产能存在较大消化压力

跟踪期内，公司继续以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”为市场定位，从事中小批量PCB的研发、生产和销售，2023年以来受益于公司继续与重点客户维持良好合作关系，主营业务收入保持增长，但受工业控制、燃油汽车领域需求减弱影响，收入增速趋缓。受行业价格竞争加剧影响，近年公司销售毛利率呈下降趋势。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
印制电路板	3.08	95.61%	23.27%	12.70	96.59%	24.55%	11.82	96.95%	26.59%
其他业务收入	0.14	4.39%	-	0.45	3.41%	99.72%	0.37	3.05%	99.74%
合计	3.22	100%	26.64%	13.15	100%	27.11%	12.19	100%	28.82%

资料来源：公司2022-2023年年度报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司产品应用领域广泛，客户储备仍丰富，跟踪期内积极拓展新能源汽车领域客户并取得一定成效，客户集中度仍较低；但受工业控制、燃油汽车领域需求下滑影响，公司产品销量增速趋缓、毛利率小幅下降，在行业竞争加剧及经济增长不确定背景下，公司面临一定的业绩增长压力

公司产品应用领域较为多样，2023年产品结构继续优化，但受下游需求下滑影响，产品销量增速趋缓、毛利率下跌，未来面临一定的业绩增长压力。公司产品下游应用领域覆盖工业控制、汽车电子、医疗器械、信息通信等，2023年工业控制、汽车电子两大领域的销售收入合计占比超过80%。2023年应用于通信的高频高速板，新能源汽车的大电流、高散热的嵌埋铜块电源基板，以及应用于毫米波雷达、激光雷达等领域产品相继量产，高附加值产品占比增加；此外以生产高附加值的多层板为主的四期工厂产能顺利爬坡，公司产品结构得到了优化。但受宏观经济波动及部分客户需求疲软影响，2023公司工业控制领域订单需求同比有所下降；而受益于新能源汽车行业高景气以及积极拓展新能源汽车领域订单并取得进展，当年汽车电子领域订单同比实现增长。但受行业产能结构性过剩、价格竞争激烈影响，公司2023年销售毛利率小幅下降。考虑到工业控制等重要下游市场需求仍存在不确定性，叠加同行近年积极扩产、部分海外客户规划将订单转移至境外，未来市场竞争或将进一步加剧，公司产能释放及盈利均有可能受到不利影响。

跟踪期内，公司与优质客户保持良好合作关系，并持续开发新客户，客户集中度仍较低，有助于业绩稳定。公司下游应用领域以工业控制为主，客户以日系客户为主，内资和欧美客户为辅，该等客户相对价格而言，更加重视产品的品质、交期及售后服务等，客户较为优质。跟踪期内公司继续与欧姆龙（OMRON）等重要日系客户保持良好的合作关系，客户订单持续性较好。2023年公司向前五大客户销售合计金额占比为23.18%，客户仍较分散。此外随着新能源汽车的渗透率持续提升，公司在汽车电子领域开发了产品最终应用于多个国内主流新能源汽车品牌。由于汽车领域客户对PCB品质、寿命、高可靠性要求严苛，按照行业惯例该等客户一般需设置1-2年的考察期对PCB企业的产品质量、技术水平、交付效率及环保认证等进行全方位考核，未来随着新客户量产订单释放，将有助于公司订单来源的拓展。

公司外销收入占比仍较大，存在一定的贸易政策及汇率波动风险。跟踪期内，公司主营业务收入中外销收入占比仍超过60%，其中外销市场高度集中于日系客户，若未来国际贸易摩擦而导致相关国家对我国PCB产品采取限制政策、提高关税及采取其他方面的贸易保护主义措施，将对公司客户及业绩稳定产生不利影响。此外公司外销业务主要以美元计价，当人民币出现大幅升值时，汇兑损失将大幅增加，且相对于外国竞争对手的价格优势有所减弱，2023年以来公司继续通过远期锁汇等方式管控汇率波动风险，考虑到公司外销收入占比较高，汇率波动仍可能对公司利润造成一定影响。

表3 公司主营业务收入内外销情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
内销	4.77	16.55%	37.53%	4.64	22.17%	39.27%
外销	7.93	29.36%	62.47%	7.18	29.45%	60.73%
合计	12.70	24.55%	100%	11.82	26.59%	100%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司保持一定的研发投入，并在汽车、光伏和通信领域持续推出附加值较高的新产品，

品牌知名度及竞争地位有所增强

跟踪期内，公司保持一定研发投入以扩大高精尖产品类别，提升高附加值产品占比。公司2023年共投入研发费用0.53亿元，同比下降2.62%，占营业收入的比重为4.04%，当年共取得发明专利7项，该等技术投入和技术积累主要集中于汽车、光伏和通信等领域的新产品研发。基于前述技术积累，2023年公司推出可应用于控制汽车引擎、制动系统的埋嵌铜块；具有很好的电磁兼容性（EMC），能够有效抑制电磁干扰的埋磁芯板；应用于大功率电力电子模块、太阳能电池板组件等的埋陶瓷HDI、埋铜块厚铜软硬结合、超厚铜等产品；以及应用于新能源汽车BMS电池管理系统的1.2米以上的软板等新型产品，前述创新产品为公司市场开拓提供了良好支撑。

随着公司产品研发不断获得客户认可，公司竞争地位有所增强。根据CPCA发布的中国电子电路行业排行榜，在内资PCB百强中，公司2023年排名第25位，较上年提升1个位次。

本期债券募投项目部分投产，带动产能规模继续提升，但产能利用率小幅下滑；目前公司正在实施本期债券募投项目、泰国新建生产基地项目两个扩产项目，需关注项目建成后的产能消化压力和境外生产经营风险

跟踪期内，公司在泰国投资建设生产基地，未来需关注境外生产经营风险。截至2024年3月末，公司在肇庆四会市共有5期工厂正式投产，其中一二三期系IPO前投产的产能，公司早期产能以PCB中小批量板为主，近年通过对一至三期工厂进行技改、以及投资四期工厂等，逐步拓展大中批量板、HDI板及高多层板产能，五期则为自有资金投资的PCBA工厂。为满足客户境外需求，2023年公司在泰国投资建设新的生产基地，该生产基地预计将于2024年下半年开始陆续投产。中证鹏元注意到，与境内相比，境外生产效率预计偏低，短期内境外生产稳定性及客户响应速度预计不及境内，且需关注公司跨国经营而面临的境外经营风险。

表4 截至 2024 年 3 月末公司产能布局情况

生产车间	投产时间	产品定位
一二三期工厂	2020年5月及以前	一二期中小批量板、三期中大批量板
四期工厂	2021年第三季度	HDI板、高多层、中大批量板
五期工厂	2022年6月	PCBA产品
泰国生产基地	尚未投产	中小批量板

资料来源：公司提供

跟踪期内公司产能规模保持增长，但产能利用率有所下降，未来受下游需求趋缓、行业竞争及客户订单转移等因素影响，面临一定的产能消化压力。2023年本期债券募投项目部分投产，产能规模同比小幅增长。但受行业竞争激烈、工业控制与燃油汽车领域需求持续减弱，五期工厂PCBA产能爬坡较为缓慢，以及公司承接多层板订单增加，多层板生产工艺流程更长，较双面板占用更多产能等影响，产能利用率小幅下降。考虑到PCB行业市场竞争激烈、工业控制、汽车电子等下游领域需求存在波动，且部分

外国客户规划将订单转移至境外，未来公司已投产PCB产能能否顺利消化仍存在一定不确定性。

表5 公司已投产 PCB 产能情况（单位：万平方米）

项目	2023 年	2022 年
产能	131.49	121.29
自产产量	112.34	107.08
产能利用率	85.44%	88.29%

注：上表产能已根据投产时间、材料利用率等情况进行折算。

资料来源：公司提供

截至2024年3月末公司在建PCB产能合计140万平方米/年，需关注项目建成后的产能消化压力和收益不及预期风险。目前公司优先推动“泰国投资新建生产基地项目”建设，该项目预计将于2024年下半年投产1条月产能5万平方米的PCB产线，公司将视客户订单情况调整该产线的设备投入及产能爬坡进度。本期债券募投项目已部分投产，其余拟建产能对应的基建项目已建设完工、生产设备尚未全部到位，受行业需求波动等因素影响，后续建设进度将由市场需求情况决定。考虑到PCB行业当前市场竞争较为激烈，新建产能面临一定的产能消化压力。

表6 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	产品定位
年产 150 万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产 80 万平方米电路板）*	44,802.97	20,249.45	HDI 板、高多层、中大批量板
泰国投资新建生产基地项目（年产 60 万平方米电路板）	50,000.00	10,403.63	工控、车载电子等领域中小批量板
合计	94,802.97	30,653.08	-

注：1）“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

2023年公司原材料价格持续回落，有助于成本控制；但考虑到原材料价格波动较频繁，且公司所处行业地位的采购议价能力偏弱，若未来原料价格回升，公司仍面临一定的成本控制压力

公司直接原材料占营业成本比例较高，主要原材料价格波动较为频繁，对公司提出了较高的成本控制要求。公司营业成本中直接材料占比较高，主要原材料包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片等，2023年覆铜板等主要原料采购价格回落，有助于公司成本控制；但存货库存周期、行业价格竞争加剧导致售价下降、以及产能利用率下降导致的固定资产折旧摊销增加等，一定程度抵消了原料价格下降对毛利率的提升作用。公司覆铜板等主要原材料价格波动较为频繁，2024年以来铜价已呈现上升趋势；此外采购占比较大的覆铜板等主要原材料所处行业集中度较高，且2023年度前五大供应商采购占比48.22%、仍处于较高水平，供应商议价能力较强，若未来原料价格回升，公司仍将面临一定的成本管控压力。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

材料名称	2023 年		2022 年	
	采购金额	均价同比	采购金额	均价同比

覆铜板	23,332.01	-3.78%	24,248.93	-13.04%
铜球	3,801.77	-8.55%	4,157.11	3.41%
铜箔	3,894.92	-17.15%	4,700.98	-9.23%
半固化片	5,461.13	-12.42%	6,235.64	-6.00%
油墨	2,023.99	11.76%	1,811.00	-6.63%
干膜	1,319.65	-5.55%	1,397.16	-6.48%

资料来源：公司提供

2023年公司应收账款周转效率有所下降，经营效率仍处于行业平均水平。2023年以来工业控制、燃油汽车等下游领域景气度有所下降，部分国内客户提货速度放缓，公司存货周转天数有所延长。2023年以来公司日系客户应收账款回款效率仍相对较高，但受国内客户货款回款周期拉长影响，应收账款周转效率有所下降。综合影响下，2023年公司净营业周期有所拉长。

表8 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2023年	2022年
应收账款周转天数	78.69	71.52
存货周转天数	49.18	48.02
应付账款周转天数	91.51	88.82
净营业周期	36.37	30.72

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

六、财务分析

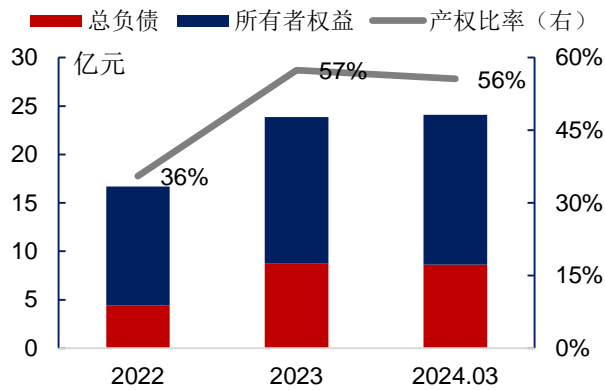
财务分析基础说明

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年审计报告、经立信会计师事务所（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年度公司合并报表范围变化情况如表1所示，2024年一季度合并报表范围无变化。截至2024年3月末，公司纳入合并范围的子公司共4家，具体如附录四所示。

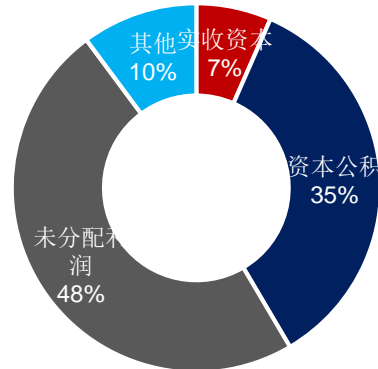
资本实力与资产质量

跟踪期内，本期债券发行带动公司资产规模快速增长，资产以现金类资产、固定资产和应收账款为主，需关注应收账款的坏账风险及其对营运资金的占用

跟踪期内随着本期债券发行和经营规模扩张，公司负债总额有所增长；而受益于经营积累，净资产规模继续增加，综合影响下2024年3月末公司产权比率上升至56%，权益对负债的保障程度仍较好。期末公司所有者权益主要由未分配利润及IPO形成的股本溢价构成。

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


注：上图中资本公积已减去库存股。

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

跟踪期内，随着本期债券发行和近年经营积累，公司资产规模快速增长，资产以现金类资产、固定资产、应收账款和存货为主。截至2024年3月末，公司固定资产主要为肇庆一至五期工厂的生产设备及厂房，该等资产专用程度高，在建工程主要为本期债券募投项目及泰国新建生产基地项目投入，无形资产主要是泰国及国内扩产项目用土地，未来随着在建项目建设进度持续推进，公司固定资产规模将继续增长。截至2023年末公司99.47%的应收账款余额账龄在1年以内，余额前五名的应收账款占比18.23%，期末应收账款规模占总资产比重仍较大，对营运资金占用明显，且存在一定的坏账风险。2023年以来受下游部分客户提货速度放缓影响，公司存货周转效率小幅下降，2023年末存货跌价准备余653.48万元对利润形成一定侵蚀。

截至2024年3月末公司现金类资产规模较大，主要包括交易性金融资产、货币资金及应收款项融资。2023年末公司受限资产合计942.68万元，包括450.82万元因用作保证金而使用受限的货币资金，以及491.86万元用于票据池质押的应收票据。

表9 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	3.75	15.55%	3.39	14.19%	1.78	10.63%
交易性金融资产	7.42	30.80%	7.76	32.50%	3.41	20.40%
应收账款	2.77	11.48%	3.04	12.73%	2.71	16.23%
存货	1.43	5.91%	1.34	5.60%	1.28	7.67%
流动资产合计	15.92	66.09%	15.94	66.76%	9.94	59.54%
固定资产	5.10	21.15%	5.27	22.07%	4.95	29.66%
在建工程	0.90	3.73%	0.77	3.23%	0.53	3.16%
无形资产	1.20	5.00%	1.24	5.17%	0.78	4.64%
非流动资产合计	8.17	33.91%	7.93	33.24%	6.76	40.46%

资产总计	24.10	100.00%	23.87	100.00%	16.70	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

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

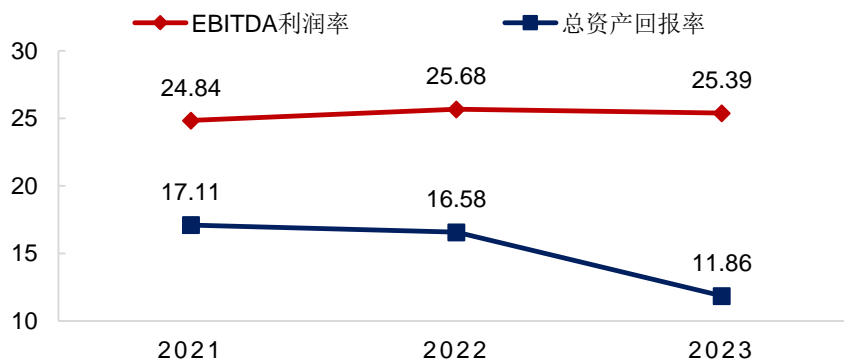
盈利能力

跟踪期内，受益于优质客户积累，公司营业收入维持增长，盈利能力小幅弱化但整体表现尚可；当前PCB行业存在一定产能过剩，未来公司仍面临较大的业绩增长压力

2023年以来受益于公司优质客户积累，营业收入实现小幅增长。此外，公司持续优化产品结构，叠加主要原材料价格持续下降，有助于提升盈利，但受累于产能利用率下降以及行业价格竞争激化，跟踪期内销售毛利率小幅下降。而得益于公司专注工业控制、汽车电子等附加值较高的PCB应用领域，在行业增长趋缓背景下，公司盈利能力小幅下滑但仍维持了相对较高的毛利率水平，2023年公司EBITDA利润率、总资产回报率等核心盈利指标表现尚可。

2024年一季度公司营业收入同比小幅增长，销售毛利率继续下滑。考虑到当前经济增长仍存在不确定性，未来随着同行持续扩产、同时下游需求预计表现低迷，公司仍将面临较大的业绩增长压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司现金生成能力尚可，负债率仍较低，未来随着产能建设及业务扩张，公司或将面临一定资金压力

跟踪期内，随着本期债券的成功发行，公司总债务规模大幅增长。截至2024年3月末，除本期债券外，公司负债以经营性负债为主，主要为因原材料购销而形成的应付账款等。

表10 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
应付账款	2.34	27.14%	2.55	29.34%	2.32	52.95%

一年内到期的非流动负债	0.01	0.13%	0.01	0.08%	0.04	0.81%
流动负债合计	3.20	37.13%	3.32	38.18%	3.71	84.78%
应付债券	4.69	54.45%	4.62	53.08%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.41	62.87%	5.38	61.82%	0.67	15.22%
负债合计	8.61	100.00%	8.70	100.00%	4.38	100.00%
总债务合计	4.79	55.57%	4.70	54.01%	0.68	15.61%
其中：短期债务	0.10	1.12%	0.08	0.93%	0.68	15.61%
长期债务	4.69	54.45%	4.62	53.08%	0.00	0.00%

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

跟踪期内，公司现金生成能力表现尚可，2023 年经营活动净现金流及 FFO 持续表现为较大规模的净流入。公司受本期债券成功发行影响，公司资产负债率有所增长。近年公司持续扩建新产能，资本开支需求较大，自由现金流/净债务可较好反映杠杆比率波动性。截至 2024 年 3 月末公司在建项目投资规模较大，未来营运资金需求亦将随着业务规模扩大而增长，公司或将面临一定的资金压力。

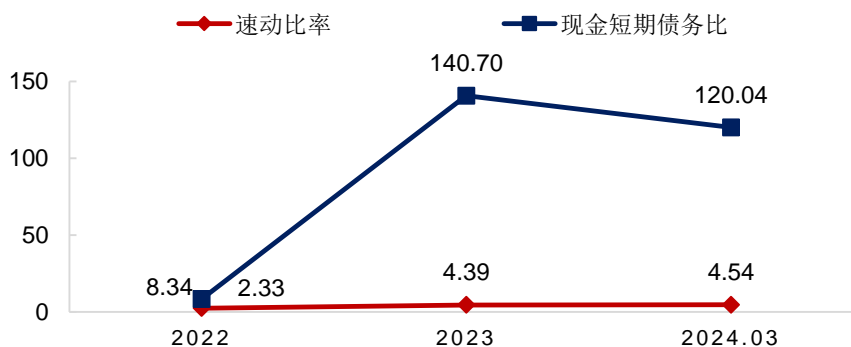
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流（亿元）	0.62	2.36	3.18
FFO（亿元）	0.48	2.96	2.90
资产负债率	35.74%	36.46%	26.22%
净债务/EBITDA	--	-1.92	-1.51
EBITDA 利息保障倍数	--	28.03	353.46
总债务/总资本	23.61%	23.66%	5.26%
FFO/净债务	--	-46.01%	-61.27%
经营活动现金流/净债务	-9.16%	-36.71%	-67.07%
自由现金流/净债务	-1.82%	-7.29%	-33.54%

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

公司流动性比率仍表现较好。跟踪期内，公司账面现金类资产较为充裕，速动比率及现金短期债务比均处于较高水平。此外，公司作为上市公司，融资渠道相对多样，具有一定的融资弹性。

图7 公司流动性比率情况（单位：%）



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

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 2024 年 5 月 9 日出具的《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空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚的情形。

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。

公司治理

公司股权结构较为分散，需关注治理结构的稳定性。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。根据说明，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司股权结构较为分散，刘天明、温一峰和黄志成三人通过签署《一致行动协议》方式对公司实现共同控制，在 2019 年 3 月签署的《一致行动协议》到期后，2023 年 7 月三人续签了《一致行动协议》，但新签署的协议有效期为 1 年，若协议期满后三名共同实际控制人不再签署一致行动协议，公司实际控制人可能会发生变更，这将对公司治理结构的稳定性形成较大不利影响，由此亦将降低公司重大经营决策效率，进而对公司的经营和业绩形成不利影响。

（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 4 月 16 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2024 年 5 月 16 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司在PCB中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，近年来持续扩产，产能规模稳步提升，叠加较为丰富的优质客户资源积累，跟踪期内公司业绩仍保持增长，现金生成能力尚可。但中证鹏元也关注到，2023年以来工业控制、燃油汽车等应用领域需求有所较弱，且当前PCB行业竞争较为激烈，公司盈利能力小幅弱化，当前公司在建产能规模较大，未来存在产能消化压力。整体而言，公司抗风险能力尚可。

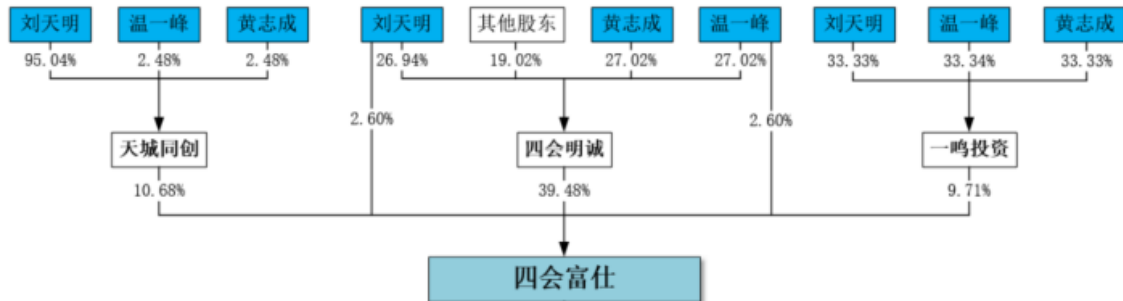
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“富仕转债”的信用等级为AA-。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.75	3.39	1.78	2.31
交易性金融资产	7.42	7.76	3.41	1.55
应收账款	2.77	3.04	2.71	2.13
存货	1.43	1.34	1.28	1.03
流动资产合计	15.92	15.94	9.94	7.77
固定资产	5.10	5.27	4.95	4.69
非流动资产合计	8.17	7.93	6.76	6.00
资产总计	24.10	23.87	16.70	13.77
应付账款	2.34	2.55	2.32	1.96
流动负债合计	3.20	3.32	3.71	2.68
应付债券	4.69	4.62	0.00	0.00
非流动负债合计	5.41	5.38	0.67	0.69
负债合计	8.61	8.70	4.38	3.37
总债务	4.79	4.70	0.68	0.17
所有者权益	15.49	15.17	12.32	10.40
营业收入	3.22	13.15	12.19	10.50
营业利润	0.54	2.30	2.53	2.09
净利润	0.46	2.04	2.26	1.84
经营活动产生的现金流量净额	0.62	2.36	3.18	1.55
投资活动产生的现金流量净额	-0.12	-6.11	-3.38	-0.46
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	5.29	-0.34	-0.27
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	3.34	3.13	2.61
FFO（亿元）	--	2.96	2.90	2.38
净债务（亿元）	-6.72	-6.43	-4.74	-3.77
销售毛利率	26.64%	27.11%	28.82%	29.61%
EBITDA 利润率	--	25.39%	25.68%	24.84%
总资产回报率	--	11.86%	16.58%	17.11%
资产负债率	35.74%	36.46%	26.22%	24.48%
净债务/EBITDA	--	-1.92	-1.51	-1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	28.03	353.46	1,429.68
总债务/总资本	23.61%	23.66%	5.26%	1.58%
FFO/净债务	--	-46.01%	-61.27%	-63.19%
速动比率	4.54	4.39	2.33	2.51
现金短期债务比	120.04	140.70	8.34	25.10

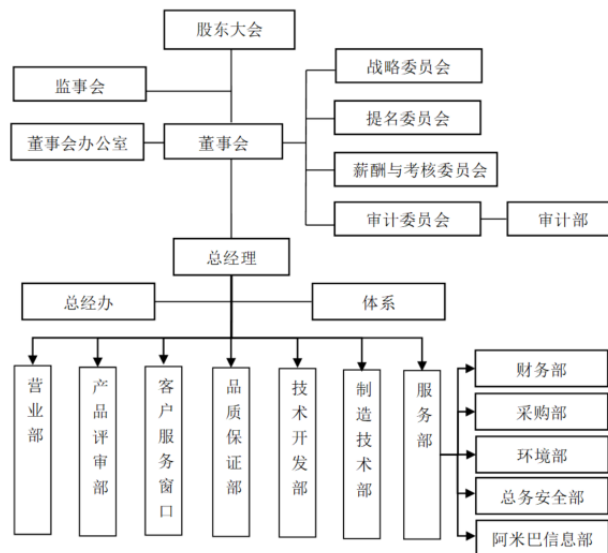
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

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 2024 年 3 月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	控股比例	主营业务
四会富仕技术有限公司	20,000 万元	100%	PCB 研发、制造、销售
四会富仕电子（香港）有限公司	10 万元港币	100%	电子产品贸易
四会富仕日本株式会社	2,500 万日元	88%	电子产品贸易
一品电路有限公司	10 亿泰铢	100%	PCB 研发、制造、销售

资料来源：公司 2023 年度报告及公司提供，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
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。