

2020 年深圳市兴森快捷电路科技 股份有限公司公开发行可转换公 司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【351】号 01



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，但不对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。

2020年深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司公开发行可转换公司债券2025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
兴森转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司（以下简称“兴森科技”或“公司”，股票代码：002436.SZ）是国内 PCB 样板及小批量板细分领域的龙头企业之一，也是内资工厂中为数不多具备 FCBGA 封装基板量产能力的厂商之一，跟踪期内公司仍保持较为领先的技术优势，客户优质且集中度不高；但中证鹏元也关注到，受 FCBGA 封装基板项目前期成本投入较大且订单导入偏慢影响，公司出现大额亏损，且仍面临较大的资本开支压力，随着项目持续投入，未来财务杠杆可能进一步上升，此外，公司海外业务收入占比仍较高，面临一定的贸易政策和汇率波动等风险因素。

评级日期

2025年6月27日

联系方式

项目负责人：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：邱丽
 qiul@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	2025.3	2024	2023	2022
总资产	145.69	136.68	149.35	118.88
归母所有者权益	50.28	49.35	53.34	65.39
总债务	--	59.44	63.95	29.93
营业收入	15.80	58.17	53.60	53.54
净利润	-0.37	-5.31	1.24	4.87
归母净利润	0.09	-1.98	2.11	5.26
经营活动现金流净额	0.17	3.76	1.25	7.27
净债务/EBITDA	--	13.24	7.97	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	2.13	3.81	7.89
总债务/总资本	--	51.60%	50.34%	29.86%
FFO/净债务	--	-0.19%	6.15%	51.90%
EBITDA 利润率	--	6.44%	8.67%	14.72%
总资产回报率	--	-2.88%	1.07%	5.93%
速动比率	1.06	0.95	1.29	1.15
现金短期债务比	--	0.64	1.47	1.23
销售毛利率	17.20%	15.87%	23.32%	28.66%
资产负债率	61.39%	59.20%	57.77%	40.87%

注：2024年 FFO/净债务指标为负，系 FFO 为负所致。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司仍是国内 PCB 样板及小批量板龙头企业之一，技术优势较为领先。**公司仍以传统 PCB 业务、半导体业务为发展核心，是内资工厂中为数不多具备 FCBGA 封装基板量产能力的厂商之一，根据 CPCA 发布的第二十三届中国电子电路行业排行榜，公司居中国内资 PCB 百强第七位。公司具备承担国家级项目的能力，承担了 1 项国家科技重大专项 02 专项项目、获得了国家级基金战略入股封装基板项目，2024 年获国家科学技术进步奖二等奖。
- **产品应用广泛、客户优质且较为分散。**公司产品广泛应用于通信、工业控制、服务器、医疗电子、轨道交通、计算机应用、消费电子、半导体等领域，客户群体多为下游行业领先企业或龙头企业，公司与主要客户合作关系保持稳定。

关注

- **受半导体项目费用投入较高但订单导入偏慢等因素影响，公司发生大额亏损。**FCBGA 封装基板项目仍处于大规模投入期，2024 年仍未实现大批量订单导入，CSP 封装基板项目产能利用率亦不足，半导体项目整体产能利用率较低且费用投入较高（2024 年 FCBGA 封装基板项目整体费用投入 7.34 亿元）；此外，下游领域主要面向通信和服务器行业的子公司宜兴硅谷¹因客户和产品结构不佳、以及竞争激烈导致产能未能充分释放，形成净亏损 1.32 亿元，综合影响下 2024 年公司净利润亏损 5.31 亿元（未考虑少数股东损益），归母净利润亏损 1.98 亿元。考虑到半导体业务投资回收期长，公司在上述项目的高投入将持续拖累中短期业绩表现，需继续关注半导体项目的客户拓展和产能消化情况。
- **财务杠杆持续上升，偿债压力加大。**2024 年受经营亏损影响，公司净资产规模同比下降，且下降幅度大于负债减少幅度，2025 年一季度借款融资大幅增加，综合影响下公司资产负债率持续上升，2024 年末现金短期债务比降至 0.64，偿债压力持续加大。此外，考虑到公司在建的半导体产能项目投资规模大，未来仍有较大的资本开支需求，财务杠杆可能进一步上升。
- **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。**2024 年公司外销收入占比 47.04%，2025 年以来地缘政治局势动荡、国际贸易政策不确定性增加等因素可能会对公司海外业务产生不利影响，若未来国际政治关系发生不利变化，可能对公司业务稳定性产生不利影响。公司外销主要以美元结算，面临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 PCB 样板快件及小批量板细分领域仍将保持较强的竞争优势，PCB 和半导体行业在逐步回暖，公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	崇达技术	兴森科技	世运电路	明阳电路
资产总计	253.02	192.44	123.11	136.68	89.89	34.56
资产负债率	42.12%	40.25%	37.59%	59.20%	25.65%	30.43%
营业收入	179.07	126.59	62.77	58.17	50.22	15.59
销售毛利率	24.83%	22.73%	22.41%	15.87%	23.09%	19.68%
净利润	18.79	11.60	3.03	-5.31	6.38	0.11
净营业周期（天）	87.48	51.28	35.91	54.39	55.72	-1.36

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 子公司宜兴硅谷电子科技有限公司，简称“宜兴硅谷”

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	2/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		3/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				4
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。

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
兴森转债	2.689	2.6753	2025-01-24	2025-07-22

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 20 日数据

一、 债券募集资金使用情况

“兴森转债”（本文又称“本期债券”）募集资金扣除发行费用后原计划用于广州兴森快捷电路科技有限公司二期工程建设项目—刚性电路板项目（以下简称“广州科技刚性电路板项目”）。截至2025年3月31日，兴森转债募集资金专项账户余额为1,342.86万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。随着兴森转债部分转股，截至2025年3月末，公司股本小幅上升至168,959.93万元，控股股东及实际控制人仍为邱醒亚，直接持股14.46%，其中5,545.00万股处于质押状态，占个人持股的22.69%，占公司总股本的3.28%。截至2025年3月末公司前十大股东情况见附录二。

跟踪期内，公司仍主要从事PCB样板及小批量板、IC封装基板、半导体测试板的生产、销售业务和PCB贸易等业务。2024年公司通过收购、新设方式新增两家子公司，分别是孙公司Fineline Global PTE Ltd.于2024年1月以1.07亿元收购了IBR Leiterplatten GmbH & Co. KG的100%股权，孙公司Fineline France SAS新设立FINELINE PORTUGAL, UNIPESOAL LDA；此外，2024年孙公司Fineline Italy S.R.L吸收合并IM-EX S.R.L，公司合并范围减少一家子公司。整体来看，公司下属子公司数量较多，但各子公司主营业务定位清晰。

表1 公司主要的生产及贸易子公司 2024 年财务状况（单位：亿元）

子公司名称	简称	总资产	净资产	营业收入	净利润	主要业务
广州兴森快捷电路科技有限公司	广州科技	45.25	31.62	27.02	1.64	PCB 板（中高端刚性样板、小批量）、IC 封装基板（CSP 封装基板）、半导体测试板的研发、生产与销售
广州兴森半导体有限公司	广州兴森	41.92	10.54	0.35	-7.30	IC 封装基板（FCBGA 封装基板）生产、销售
广州兴科半导体有限公司	广州兴科	14.25	7.55	3.19	-0.71	IC 封装基板（CSP 封装基板）生产、销售
宜兴硅谷电子科技有限公司	宜兴硅谷	13.49	7.37	6.16	-1.32	PCB 中、高端中小批量板研发、生产
Fineline Global PTE Ltd.	FINELINE	11.53	7.47	14.40	1.58	PCB 板贸易
北京兴斐电子有限公司	北京兴斐	11.20	9.87	8.61	1.36	PCB 板（高阶 HDI 板、类载板）和 IC 封装基板 [CSP 封装基板、FCBGA（BT）封装基板] 生产、销售
Exception PCB Solutions Limited	EXCEPTION	0.34	-0.37	0.75	0.04	PCB 高端样板生产与销售

资料来源：公司提供

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

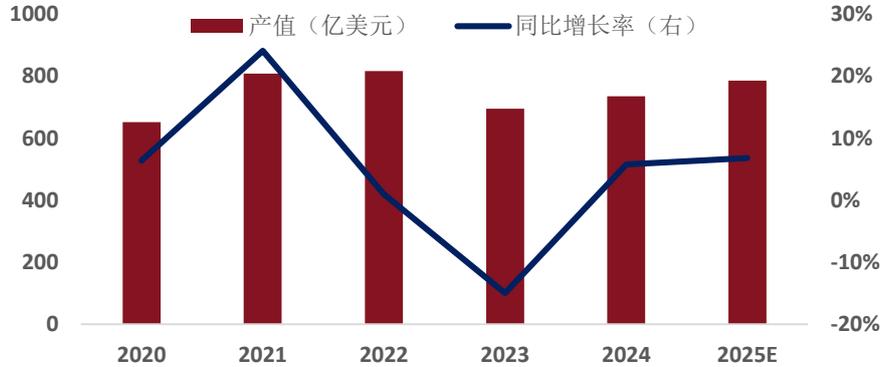
行业环境

受益于AI服务器及消费电子市场复苏拉动，2024年PCB市场回暖，下游服务器以及手机等领域PCB需求增长亮眼，高层数+高密互连（HLC+HDI）产品产值高速增长，行业头部公司营收及利润保持较快增长，但中小企业业绩有所承压，重要原材料铜的价格持续处于高位，企业面临一定的成本压力

2024年PCB市场有所改善，产值同比恢复正增长，中国大陆PCB产业全球核心地位仍稳固，2025年受国际政策影响，PCB产业能否持续保持复苏态势尚待观察。根据Prismark报告，2024年全球PCB市场产值预计为736亿美元，同比增长5.8%，行业呈现复苏趋势，预计2025年全球PCB市场将实现产值同比增长6.8%，出货量增长7.0%。至2029年，全球PCB市场将以5.2%的年均复合增长率稳健扩张，突破947亿美元规模，同期出货量将以6.8%的年均增速达到6.06亿平方米。从区域发展上看，2024-2029年中国大陆PCB市场规模有望从412亿美元增长至508亿美元，年均复合增速达4.3%，亚洲地区将继续主导全球PCB市场发展，中国的核心地位有望更加稳固。2025年以来，国际环境有所变化，国际贸易政策给PCB行业2025年

持续复苏态势增添了较大不确定性。

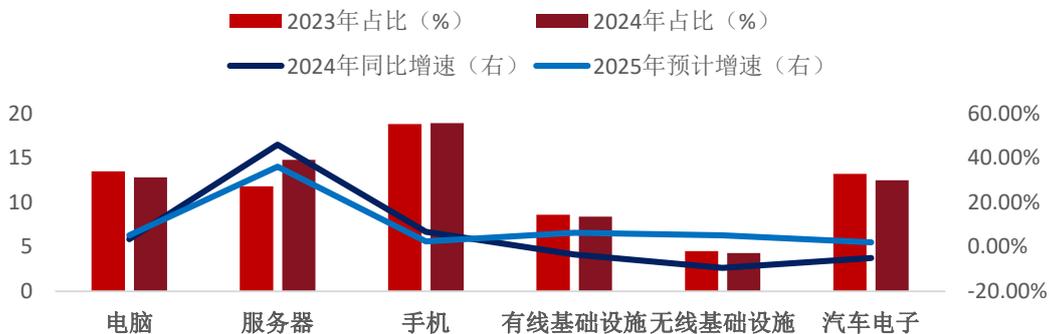
图1 2024年PCB行业呈复苏态势



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

从下游不同需求领域来看，2024年智能手机、PC、消费电子产品、汽车电子、服务器及存储构成了PCB下游的主要应用领域，其中服务器及手机细分领域增长亮眼。得益于AI服务器和相关的高速网络基础设施的需求攀升，2024年PCB下游领域中服务器及数据存储的增长速度最为显著。据Prismark预计，服务器及数据存储领域需求未来五年仍将维持高速增长。另外由于换机周期的到来以及AI驱动电子产品更新换代等因素，消费电子类产品市场需求也将有所反弹，带动手机PCB市场增长。2024年PC领域小幅增长，但AI PC渗透率有限，致使增长相对迟缓。预计随着AI PC的增长以及Windows 10系统的替换，将对2025年的PC领域PCB的平均销售价格和销量增长产生影响。汽车电子领域PCB需求2024年出现小幅下滑，主要系全球汽车市场出货量疲软，新能源汽车虽保持增长，但随着渗透率接近临界点，增速逐渐放缓，行业需求主要以消化库存为主。从长期来看，汽车电子领域中PCB需求的驱动主要取决于自动驾驶及车联网催生的需求。

图2 2024年服务器、手机等领域用PCB增长较好



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

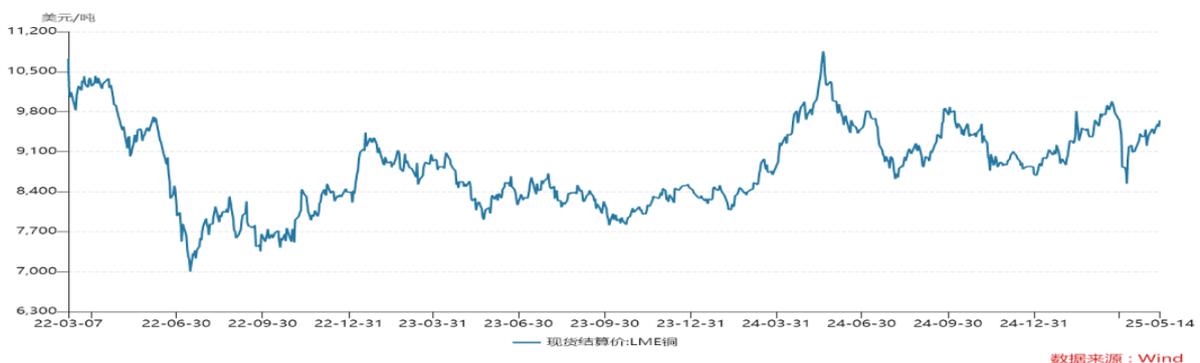
在AI服务器激增需求驱动下，高层数+高密互连（HLC+HDI）技术组合成为2024年PCB重要细分产品。根据Prismark报告，2024年PCB产品各细分市场均呈现正增长，其中18+层高多层板增长十分强劲。

AI服务器主要涉及3块产品：①GPU的基板：需要用到20层以上的高多层板；②小型AI加速器模组：通常使用4-5阶的HDI来达到高密度互联；③传统CPU的母板。伴随着AI服务器升级，未来GPU主板也将逐步升级为HDI，因此HDI在未来5年AI服务器PCB产品中增速潜力空间最大。Prismark预测2023-2028年AI服务器相关HDI的年均复合增速将达到16.3%，为AI服务器相关PCB市场增速最快的品类。另外随着工控、AI机器人、自动化设备、智能传感器等多个领域工业自动化和智能制造的快速发展，对各类PCB产品的需求不断增加，也对PCB的层数、精度、密度和可靠性的要求进一步提高。

2024年PCB行业复苏带动行业头部企业营收及盈利高速增长，但行业内企业业绩分化明显。根据中国电子信息行业联合会和中国电子电路行业协会联合编制的《2024年中国电子电路行业主要企业营收》数据显示，2024年PCB上市制造企业实现总营收与总利润双增长，合计营收2,176.68亿元，同比增长16.08%；合计净利润142.68亿元，同比增长23.28%。虽然从总量上看，2024年行业总收入及利润增长明显，但行业内部分化较为严重。根据wind数据显示，上市公司中营收排名靠前的企业2024年营收收入及净利润同比均实现明显增长，但营收排名靠后的中小企业在激烈的产品及价格竞争下业绩承压明显。

2024年行业企业投产及扩产进度有所放缓，主要以消化现有产能为主；但重要原材料铜的价格持续维持在高位震荡，使行业企业毛利率承压。根据PCB网城的不完全统计数据 displays，2024年中国大陆范围内共16个项目开工、奠基，同比减少52.94%，投产PCB项目17个，同比下滑19.05%，PCB行业企业扩产投产项目呈现逐步放缓趋势。而从原材料价格来看，2024年PCB主要原材料铜价格有所震荡但维持高位，PCB行业公司整体毛利率依旧承压。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，在价格竞争日趋激烈的情况下，2025年行业成本压力可能持续上升。

图3 2024年以来PCB主要原材料铜价格有所震荡但整体仍维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司业务继续围绕传统PCB业务和半导体业务两大主线开展，公司营业收入平稳增长，主要收入来源仍为PCB业务。具体来看，2024年，PCB业务收入同比增长5.11%，主要受益于消费电子行业需求驱动收入增长；半导体业务收入同比增长18.27%，主要受益于存储芯片行业复苏及主要客户订单增加。毛利率方面，受行业竞争加剧、主要原材料价格上涨等因素影响，2024年PCB业务毛利率小幅下滑；半导体业务亏损扩大，主要系FCBGA封装基板项目尚未实现大批量生产，人工、折旧、能源、材料等费用投入较大所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
PCB 业务	43.00	73.91%	26.96%	40.91	76.32%	28.72%
其中：生产	28.60	49.17%	26.61%	25.39	47.37%	28.98%
贸易	14.39	24.74%	27.67%	15.52	28.95%	28.30%
半导体业务	12.85	22.09%	-33.16%	10.86	20.27%	-4.56%
其中：IC 封装基板	11.16	19.18%	-43.86%	8.21	15.32%	-11.83%
半导体测试板	1.69	2.91%	37.38%	2.65	4.95%	17.95%
其他	2.33	4.00%	81.64%	1.83	3.42%	68.16%
合计	58.17	100.00%	15.87%	53.60	100.00%	23.32%

注：IC 封装基板业务包括 CSP 封装基板、FCBGA 封装基板。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内 PCB 样板及小批量板龙头企业之一，也是内资工厂中为数不多具备 FCBGA 封装基板量产能力的厂商之一，跟踪期内保持较为领先的技术优势

跟踪期内，公司保持了较为领先的技术优势。根据 Prismark 公布的 2024 年全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第三十名；根据 CPCA 发布的第二十三届中国电子电路行业排行榜，公司居中国内资 PCB 百强企业第七位，综合实力较为靠前。技术方面，公司已实现减成法（Tenting）、改良半加成法（mSAP）、半加成法（SAP）等全技术领域的覆盖，产品类别涵盖传统高多层 PCB、软硬结合板、高密度互连 HDI 板、类载板（SLP）、ATE 半导体测试板、封装基板（含 CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板）等全类别先进电子电路产品，为客户提供了从设计到测试交付的整体解决方案，月交货能力平均 25,000 个品种。此外，公司重视研发投入，被认定为“国家知识产权示范企业”，具备承担国家级政府项目的的能力，承担了 1 项国家科技重大专项 02 专项项目和多项省市级科技项目，2024 年投入研发费用 4.42 亿元。2024 年，公司“面向高性能芯片的高密度互连封装制造关键技术及装备”项目获得国家科学技术进步奖二等奖，“大规模定制高密复杂电路设计制造数字平台的关键技术及产业化”项目获得广东省科技进步奖二等奖，“大规模定制高密复杂电路设计制造一体化协同数字平台”项目获得中国电子学会科技进步三等奖。

此外，公司在国内 FCBGA 封装基板领域的技术水平处于相对领先地位。跟踪期内，公司已具备 20 层及以下产品的量产能力（同行深南电路具备 FCBGA 封装基板 16 层及以下产品批量生产能力），20 层

以上产品处于打样阶段，产品良率（低层板良率突破 90%、高层板良率突破 85%）接近海外龙头企业，并已完成部分国内标杆客户的工厂审核和产品认证，成为内资工厂中为数不多具备 FCBGA 封装基板量产能力的厂商之一。

（一）PCB业务

公司PCB产品应用领域广泛、客户优质且较为分散，但PCB行业竞争加剧使毛利率有所下降、产能利用率仍有待提高，同时需关注贸易摩擦、汇率波动等不利因素对贸易业务的影响

公司PCB业务包括生产及贸易板块，2024年PCB业务营业收入同比增长5.11%。公司的PCB产品仍聚焦样板快件，并布局中小批量、FPC和SMT表面贴装，下游行业分布广泛，主要包括通信、服务器、安防、工业控制、医疗电子、消费电子等领域。公司继续与优质客户保持良好合作关系，客户订单持续性较好，2024年PCB生产板块前五大客户销售额占比合计38.57%，整体下游客户仍相对分散。

跟踪期内，PCB生产业务收入小幅提升，产能小幅增长，仍需关注产能消化风险。2024公司PCB生产业务收入增长12.64%，主要系受益于消费电子行业需求复苏，北京兴斐来自战略客户的订单增长明显。产能方面，2024年PCB产能小幅增长，增长主要来自北京兴斐²以及海外子公司EXCEPTION的产线，受益于订单增加，PCB产能利用率提升至70.71%。同时我们也关注到，PCB行业供过于求导致竞争加剧，公司PCB产品毛利率同比有所下降，此外，PCB下游需求结构分化明显，通信行业景气度仍不高，2024年宜兴生产基地因客户和产品结构不佳、竞争激烈导致产能未充分释放，亏损1.32亿元；PCB产能在建项目宜兴硅谷二期工程也已放缓投资节奏，公司总体产能利用水平仍有待提升。

表3 公司 PCB 业务生产基地情况

生产基地	子公司名称	主要产品
广州生产基地	广州科技	中低端样板、中高端样板、中低端小批量板、刚挠板、SMT 贴装一站式服务
宜兴生产基地	宜兴硅谷	中高端小批量板
北京生产基地	北京兴斐	高阶 HDI 板、类载板、IC 封装基板
海外生产基地	EXCEPTION	高端样板

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司 PCB 业务生产及销售情况

项目	2024 年	2023 年
产能（平方米/年）	1,155,131.46	1,064,049.46
其中：广州生产基地（平方米/年）	430,769.46	430,769.46
宜兴生产基地（平方米/年）	503,280.00	503,280.00
北京生产基地（平方米/年）	216,000.00	126,000.00

² 公司于 2023 年 7 月完成对北京兴斐的收购，2023 年北京生产基地产能仅统计 7-12 月份，2024 年统计口径为全年。

EXCEPTION产线（平方米/年）	5,082.00	4,000.00
产量（平方米）	816,761.10	684,723.83
产能利用率	70.71%	64.35%
销量（平方米）	780,559.43	723,424.22
营业收入（亿元）*	28.60	25.39
单价（万元/平方米）	0.37	0.35

注：该表的营业收入系 PCB 业务生产板块收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 2024年末公司主要在建 PCB 产能项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	计划总投资	累计固定资产投资	规划新建产能	建设进度	资金来源	下游行业
宜兴硅谷二期工程	传统 PCB	15.80	2.82	96 万平方米/年印刷线路板	边建设边投产	定增资金、自筹资金	5G 通信、MiniLED、服务器和光模块等领域

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内PCB贸易板块收入小幅下降，客户结构仍相对分散，需关注贸易摩擦、汇率波动等对盈利的不利影响。PCB贸易板块仍由子公司FINELINE负责，主要货源为中国，销售区域以德国、英国、法国、西班牙、意大利等欧洲区域及以色列为主，FINELINE为客户提供定制化服务，并通过集合订单从供应商获得有竞争力的价格。2024年受欧洲市场整体需求下降影响，贸易板块收入同比小幅下降7.28%。海外业务单价相对较高，产品毛利率有所上升。PCB贸易板块客户较分散，2024年前五大客户销售额占比为7.83%。2024年FINELINE前五大供应商采购额合计占比62.07%，采购集中度小幅上升。2024年公司外销收入占总营业收入的比重为47.04%，考虑到2025年以来国际贸易形势不确定性增加，若未来国际贸易摩擦而导致相关国家对我国PCB产品采取限制政策或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，汇率波动仍可能对公司利润造成一定影响。

（二）半导体业务

2024年公司半导体业务产能持续提升，受益于下游行业景气度提升，CSP封装基板业务收入增长较快，但FCBGA封装基板项目仍未实现大批量订单导入，大规模的营运成本和其他费用投入形成较大亏损，未来仍需关注封装基板业务的客户拓展和产能消化情况；同时在建项目仍需投入较大规模的资金，面临较大的资金支出压力

跟踪期内，公司IC封装基板项目收入增长较快，但整体亏损有所扩大。因FCBGA封装基板尚未量产，IC封装基板业务收入主要由CSP封装基板贡献，公司CSP封装基板主要应用于存储、通信领域，2024年受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升，公司CSP封装基板业务整体收入实现较快增长，产量及产能利用率均有所增长。跟踪期内公司仍与优质客户保持良好合作，2024年IC封装基板业务前五大客户销售额占比合计53.54%。毛利率方面，2024年IC封装基板销售毛利率大幅下滑至-43.86%，主要系FCBGA封装基板项目前期投入较高，人工、折旧、能源和材料费用投入均较大（2024年FCBGA封装基板

项目整体费用投入7.34亿元），同时由于FCBGA封装基板项目仍处于主要客户认证阶段，跟踪期内以小批量生产为主，尚未实现大批量订单导入而导致整体产能利用率较低，未来需重点关注公司IC封装基板项目的客户拓展及产能消化情况。

因2023年出售半导体测试板业务美国子公司HARBOR，导致2024年半导体测试板业务规模同比缩小，客户集中度上升。2024年公司半导体测试板收入同比下降36.21%，前五大客户销售额占比上升至51.83%，同时公司半导体测试板产销量、产能利用率均有所下滑。剔除该影响后，半导体测试板业务收入同比增长33.04%。

表6 公司半导体业务生产及销售情况

项目	IC 封装基板		半导体测试板	
	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
产能（平方米/年）	454,632.00	442,632.00	7,016.00	9,091.50
产量（平方米）	312,352.21	242,047.55	4,503.03	6,183.16
销量（平方米）	313,801.46	234,196.48	5,307.21	6,416.27
营业收入（亿元）	11.16	8.21	1.69	2.65
产能利用率	68.70%	54.68%	64.18%	68.01%
产销率	100.46%	96.76%	117.86%	103.77%
产品均价（万元/平方米）	0.36	0.35	3.19	4.13

注：该表的 IC 封装基板不含 FCBGA 封装基板产销量情况。

资料来源：公司提供

公司面临较大的资金支出压力。截至2024年末公司在建产能项目投资规模较大，且资金来源以自筹为主，项目大多处于小批量生产或量产爬坡阶段，仍需投入较大规模资金。

表7 2024 年末公司主要在建产能项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	计划总投资	累计固定资产投资	规划新建产能	建设进度	资金来源	下游行业
广州 FCBGA 封装基板项目	IC 封装基板 (FCBGA)	60.00	24.29	2,000 万颗/月 FCBGA 封装基板	已建成 200 万颗/月产能并投产，处于小批量生产阶段，大批量生产的进度主要取决于行业需求恢复状况、客户自身的量产进展及其供应商管理策略	自筹资金	CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高性能运算领域
珠海兴科项目	IC 封装基板 (CSP)	16.00	11.03	3 万平方米/月 IC 封装基板、1.5 万平方米/月类载板	已建成 1.5 万/月产能并投产，2024 年产能利用率 50.03%	自筹资金	存储类、射频等领域
珠海 FCBGA 封装基板项目	IC 封装基板 (FCBGA)	12.00	8.06	200 万颗/月 FCBGA 封装基板	已建成 200 万颗/月产能，因市场因素导致尚未进入大批量生产阶段，计划 2025 年与广州兴森进行资产、业务、人员整合与优	自筹资金	CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高性能运算领域

					化，以降低运营成本、减少亏损		
广州科技二期工程	传统 PCB、IC 封装基板 (CSP)	6.46	6.43	12.36 万平方米/年刚性板、12 万平方米/年封装基板	已投产	兴森转债、定增资金、自筹资金	5G 通信、光模块、高频高速运算、数据中心等领域
合计	--	94.46	49.81	--	--	-	-

注：广州 FCBGA 封装基板项目总投资 60 亿元，其中固定资产投资不低于 50 亿元；珠海 FCBGA 封装基板项目总投资 12 亿元，其中固定资产投资 10 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料成本结构保持稳定，跟踪期内主要原材料价格上涨明显，公司面临较大的成本控制压力，需关注主要原材料价格波动对盈利带来的不利影响

跟踪期内主要原材料价格上涨明显，带来较大的成本控制压力。公司产品原材料主要包括覆铜板、金盐、半固化片、化学药水等，2024 年占原材料采购成本的比重分别为 24.53%、10.32%、15.99%、17.07%。上游主要原材料受国际市场大宗商品价格的影响较大，覆铜板主要受铜价的影响，金盐价格主要受黄金价格的影响，半固化片价格主要受石油价格的影响。2024 年覆铜板和金盐等原材料价格均上涨明显，给公司带来了较大的成本控制压力。公司供应商集中度依然较低，原材料主要向国内厂商采购，部分高频和高速覆铜板通过海外供应商采购，2024 年公司向前五大供应商采购金额合计占比 16.33%，占比小幅上升。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2024 年，公司报表受会计估计或会计政策变更影响较小，同期公司新增纳入合并报表范围子公司共 2 家，减少 1 家，对财务报表可比性影响不大。

跟踪期内，公司仍持续进行产能项目的投入，固定资产大幅增长带来较大的折旧压力，同时行业竞争激烈、订单导入偏慢等因素导致产能利用率不足，公司形成较大亏损，资本实力下降，盈利能力和偿债能力指标均有所弱化，公司在建项目投资规模仍较大，未来随着持续的资本开支，公司财务杠杆预期进一步上升

资本实力与资产质量

2024 年末，随着部分借款到期偿还、支付部分对广州兴科半导体有限公司的股权收购款，公司负债总额有所减少，而受经营亏损影响，公司净资产规模同比下降，且下降幅度大于负债；2025 年 3 月末，公

司借款融资大幅增加，综合影响下，公司产权比率持续上升，权益对负债的保障程度下降。期末公司所有者权益仍主要由经营积累和股东投入构成。

跟踪期内，公司资产结构变动不大，存量资产仍以厂房及相关设备、在建产能项目及待安装设备、业务应收款等为主。2024年，随着广州FCBGA 封装基板项目、珠海FCBGA 封装基板项目开始小规模量产，珠海兴科项目也处于量产爬坡阶段，本期大量转入固定资产，2024年末公司固定资产规模大幅上升，在建工程大幅下降。此外，2024年末货币资金大幅下降主要系期末集中偿还借款所致；跟踪期内，公司应收账款及存货随着业务规模扩大而增加，仍需关注下游客户经营波动所带来的坏账风险、需求放缓或竞争加剧导致产品价格下降进而带来的存货跌价风险。受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产合计29.13亿元（主要包括24.08亿元固定资产、1.85亿元货币资金、1.34亿元在建工程），占总资产的比重小幅上升至21.31%。

图4 公司资本结构

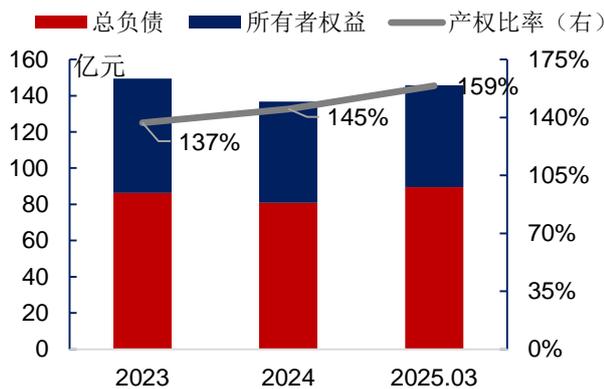
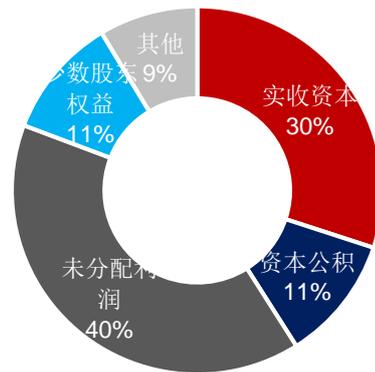


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：上图中资本公积减去了库存股。
资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	7.12%	6.18	4.52%	21.52	14.41%
应收账款	19.62	13.46%	19.13	14.00%	18.43	12.34%
存货	7.69	5.28%	7.71	5.64%	6.33	4.24%
流动资产合计	51.08	35.06%	43.83	32.07%	58.39	39.10%
固定资产	62.31	42.77%	61.68	45.13%	48.55	32.50%
在建工程	6.17	4.24%	6.01	4.40%	16.44	11.00%
非流动资产合计	94.61	64.94%	92.85	67.93%	90.96	60.90%
资产总计	145.69	100.00%	136.68	100.00%	149.35	100.00%

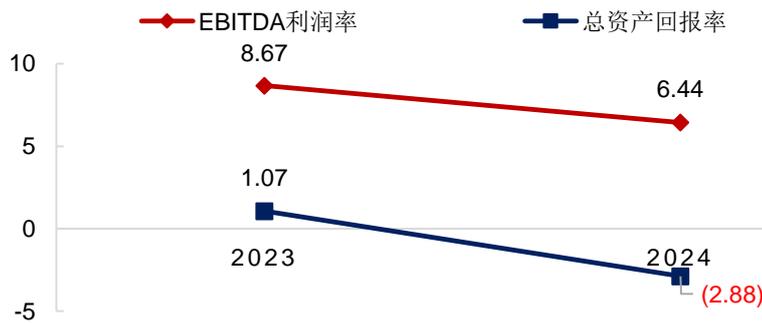
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，公司主要受半导体业务的高投入拖累形成亏损，总体盈利能力下滑明显。2024年公司PCB业务平稳增长，仍是公司收入和利润的主要来源；半导体业务收入同比增长18.27%，但由于FCBGA封装基板项目前期投资较大，且受行业需求放缓、客户认证周期较长、订单导入偏慢等因素影响，尚未实现大规模生产，人工、折旧、能源、材料等费用投入较高（2024年FCBGA封装基板项目整体费用投入7.34亿元）导致半导体业务毛利率为负数，同时CSP封装基板项目产能利用率亦不足，综合影响下2024年公司净利润亏损5.31亿元（未考虑少数股东损益），归母净利润亏损-1.98亿元，EBITDA利润率和总资产回报率随之大幅下滑。考虑到半导体行业投资回收期长，公司在上述项目的高投入将持续拖累公司中短期业绩表现。

2025年一季度公司营业收入同比增长13.77%，归属于上市公司股东的净利润为937.24万元。PCB行业2025年以来整体形势进一步好转，未来随着人工智能、服务器等下游行业的快速发展以及消费电子市场复苏，将有助于公司业绩进一步好转。同时，也需关注国际经济和产业环境变动、行业竞争加剧、原材料价格波动及汇率波动可能对公司盈利带来不利影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务规模仍较大，期限结构仍以长期债务为主。从债务构成来看，2024年末公司总债务主要由银行借款、股权回购义务及债券融资和少量租赁负债构成。2025年一季度公司长短期银行借款均明显增加；公司存续债券为“兴森转债”，即将于2025年7月22日到期；股权回购方面，2024年末其他应付款中有3.08亿元为公司应付广州兴科少数股东股权的股权收购款³，其他非流动负债中有12.37亿元为

³ 2020年，科学城投资集团和国家集成电路产业投资基金股份有限公司（以下简称“国家大基金”）以少数股东的形式参与投资设立广州兴科；根据公司于2021年公告的《关于签署<经重述和修订的股东协议>等相关协议暨关联交易的公告》，公司需在约定的情况下回购上述少数股东持有的广州兴科股权，2023年少数股东发函拟行使退出权，故计入其他应付款。2025年6月11日，公司发布《关于拟参与购买子公司广州兴科半导体有限公司24%股权的公告》，公司董事会同意公司以挂牌底价31,998.7727万元参与购买广州兴科的少数股东国家大基金所持有的广州兴科24%股权，拟采取一次性付款的方式，资金来源为募集资金和自筹资金。

公司应付广州兴森于2023年新增少数股东的股权远期回购义务⁴；租赁负债主要为租入房产、机器设备的未付租金。

除刚性债务外，公司经营性负债主要由应付供应商原材料和设备采购款构成，计入应付账款科目，账龄主要在1年以内，2024年末应付账款规模随备货减少有小幅下降。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.69	5.25%	1.52	1.88%	4.40	5.10%
应付账款	14.40	16.10%	14.62	18.07%	16.23	18.81%
其他应付款	3.44	3.84%	3.39	4.18%	5.33	6.17%
一年内到期的非流动负债	10.55	11.79%	10.43	12.89%	7.05	8.17%
流动负债合计	40.94	45.77%	37.88	46.81%	40.21	46.61%
长期借款	33.79	37.77%	28.69	35.46%	29.32	33.99%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.57	2.98%
其他非流动负债	12.52	14.00%	12.42	15.35%	12.62	14.62%
非流动负债合计	48.51	54.23%	43.04	53.19%	46.07	53.39%
负债合计	89.45	100.00%	80.92	100.00%	86.28	100.00%
总债务	--	--	59.44	73.45%	63.95	74.11%
其中：短期债务	--	--	18.08	30.41%	19.27	30.13%
长期债务	--	--	41.36	69.59%	44.68	69.87%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司财务杠杆进一步上升。2024年公司营业收入平稳增长，经营业务回款较为及时，收现比为1.07，受益于收入规模扩大带来的经营收现增加、政府补助增加、同时销售费用、研发费用等成本降低，当期经营活动净现金流同比增长199.53%；此外，由于本期净利润减少、利息支出增加，使得FFO降至负数。近年公司资本性支出较多，自由现金流/净债务较经营活动现金流净额/净债务更能反映公司杠杆比率波动性，持续资本开支导致的自由活动现金持续表现较弱。截至2024年末公司在建项目投资规模仍较大，面临较大的资金压力，未来财务杠杆可能进一步上升。2025年6月13日，公司发布《关于2025年累计新增借款超过上年末净资产百分之二十的公告》，截至2025年5月31日，公司借款余额为50.47亿元（未经审计）；较2024年末增加10.03亿元，累计新增借款（含债券）占公司上年末经审计归属于母公司净资产的比例为20.32%。

⁴ 2023年，广州兴森主要新增的少数股东为如下5名战略投资者，即国开制造业转型升级基金（有限合伙）、建信金融资产投资有限公司、河南资产建源稳定发展股权投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴聚力展业拾号股权投资合伙企业（有限合伙）、广东省粤科创业投资有限公司，分别投入4.50亿元、2.50亿元、1.00亿元、2.00亿元、0.50亿元；根据公司公告的《关于对子公司增资暨引入战略投资者的公告》，公司需在约定的情况下回购上述少数股东持有的广州兴森股权，因尚未达到回购条件，故先计入其他非流动负债。

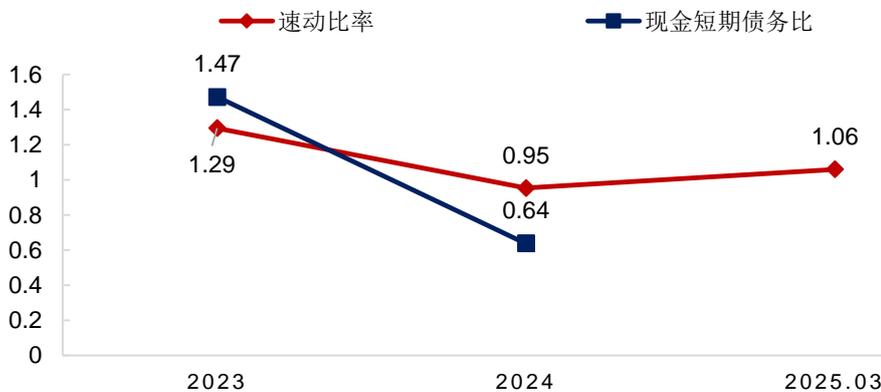
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.17	3.76	1.25
FFO（亿元）	--	-0.09	2.28
资产负债率	61.39%	59.20%	57.77%
净债务/EBITDA	--	13.24	7.97
EBITDA 利息保障倍数	--	2.13	3.81
总债务/总资本	--	51.60%	50.34%
FFO/净债务	--	-0.19%	6.15%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.58%	3.39%
自由现金流/净债务	--	-15.16%	-47.43%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现弱化。随着2024年末集中偿还银行借款，货币资金大幅减少，现金短期债务比和速动比率均较2023年末明显下降。公司资产以厂房及设备为主，资产变现能力较弱。考虑到公司为深交所主板A股上市公司，定增、发行债券等资本市场融资途径较为畅通，且2025年3月末公司剩余可用银行授信额度为70.96亿元，亦可通过银行信贷获取流动资金和项目贷款。总体来看，公司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 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

2024 年，子公司宜兴硅谷因扩产项目已部分建成并投产，但配套的污染防治设施仅建成部分，未通过环保“三同时”验收，被责令立即改正并处以 27 万元罚款。宜兴硅谷已按环评要求建设污染治理设施，并加强对环保过程控制、环保工艺的技术研发、环保设施升级改造和监督。

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，公司本部（查询日2025年4月17日）、重要子公司广州科技（查询日2025年5月8日）均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，无到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（2025年5月28日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	10.38	6.18	21.52	12.03
应收账款	19.62	19.13	18.43	15.81
存货	7.69	7.71	6.33	7.32
流动资产合计	51.08	43.83	58.39	47.31
固定资产	62.31	61.68	48.55	26.70
在建工程	6.17	6.01	16.44	19.08
商誉	3.95	3.91	3.27	2.77
其他非流动资产	4.68	4.82	5.65	8.47
非流动资产合计	94.61	92.85	90.96	71.57
资产总计	145.69	136.68	149.35	118.88
短期借款	4.69	1.52	4.40	10.11
应付账款	14.40	14.62	16.23	13.87
其他应付款	3.44	3.39	5.33	0.32
一年内到期的非流动负债	10.55	10.43	7.05	3.87
流动负债合计	40.94	37.88	40.21	34.82
长期借款	33.79	28.69	29.32	9.71
应付债券	0.00	0.00	2.57	2.50
其他非流动负债	12.52	12.42	12.62	0.03
非流动负债合计	48.51	43.04	46.07	13.77
负债合计	89.45	80.92	86.28	48.59
总债务	--	59.44	63.95	29.93
其中：短期债务	--	18.08	19.27	17.50
长期债务	33.79	41.36	44.68	12.42
所有者权益	56.24	55.76	63.07	70.29
营业收入	15.80	58.17	53.60	53.54
营业利润	-0.50	-5.67	0.36	4.97
净利润	-0.37	-5.31	1.24	4.87
经营活动产生的现金流量净额	0.17	3.76	1.25	7.27
投资活动产生的现金流量净额	-4.44	-11.85	-17.90	-23.31
筹资活动产生的现金流量净额	8.71	-6.43	25.72	15.26
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.75	4.65	7.88
FFO（亿元）	--	-0.09	2.28	5.09
净债务（亿元）	--	49.60	37.02	9.82
销售毛利率	17.20%	15.87%	23.32%	28.66%
EBITDA 利润率	--	6.44%	8.67%	14.72%

总资产回报率	--	-2.88%	1.07%	5.93%
资产负债率	61.39%	59.20%	57.77%	40.87%
净债务/EBITDA	--	13.24	7.97	1.25
EBITDA 利息保障倍数	--	2.13	3.81	7.89
总债务/总资本	--	51.60%	50.34%	29.86%
FFO/净债务	--	-0.19%	6.15%	51.90%
经营活动现金流净额/净债务	--	7.58%	3.39%	74.12%
速动比率	1.06	0.95	1.29	1.15
现金短期债务比	--	0.64	1.47	1.23

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2025 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股		股权质押	
	数量	占股本比例	数量	占股本比例
邱醒亚	24,437.66	14.46%	5,545.00	3.28%
晋宁	6,690.28	3.96%	-	-
叶汉斌	6,321.90	3.74%	-	-
张丽冰	4,032.00	2.39%	-	-
香港中央结算有限公司	2,530.58	1.50%	-	-
中国民生银行股份有限公司－光大保德信信用添益债券型证券投资基金	2,193.91	1.30%	-	-
中国农业银行股份有限公司－中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	2,152.78	1.27%	-	-
中国银行股份有限公司－易方达供给改革灵活配置混合型证券投资基金	1,987.88	1.18%	-	-
金字星	1,941.62	1.15%	-	-
瑞众人寿保险有限责任公司－自有资金	1,340.98	0.79%	-	-
合计	53,629.60	31.74%	5,545.00	3.28%

注：该表持股数量按照四舍五入计算。

资料来源：公司 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录三 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+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号