

2017 年崇达技术股份有限公司

可转换公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【25】号 01

债券简称：崇达转债
债券剩余规模：7.59 亿元
债券到期日期：2023 年
12 月 15 日
债券偿还方式：每年付息
一次，到期归还本金和最
后一年利息，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
刘惠琼 刘诗华

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2017 年崇达技术股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 10 日	2018 年 05 月 28 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对崇达技术股份有限公司（以下简称“崇达技术”或“公司”，股票代码：002815.SZ）及其 2017 年 12 月 15 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司在 PCB 行业具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强，客户较为多元化且客户集中度较低，主要客户合作稳定，公司产能持续扩大且产能利用情况较好，营业收入及利润规模稳步增长，经营活动现金流表现较好；但同时中证鹏元也关注到，公司产品外销占比较大，中美贸易摩擦可能使得公司对美出口业务发展受到一定的不利影响，在下游需求增速放缓、行业产能集中扩张的情况下，需关注公司后续产能消化情况以及公司主要在建项目投资规模较大，面临一定资金支出压力等风险因素。

正面：

- 公司具有规模、品牌和技术等方面的优势，市场竞争力较强。2018 年公司在全球 PCB 百强企业中排名第 32 位，较 2017 年上升了 7 位；在内资 PCB 上市公司中排名第 3 位。2018 年公司新增专利申请 128 项，其中 111 项系发明专利；截至 2018 年末公司累计申请专利 1,058 项，其中 PCT 国际专利 12 项，发明专利 644 项，“SUNTAK”为广东省著名商标且被国家工商总局认定为驰名商标。

¹ 2018 年公司名称发生变更，由“深圳市崇达电路技术股份有限公司”变更为现名。

- **公司客户较为多元化，客户集中度较低。**公司客户数量超过 1,100 家，分布于全球 50 多个国家和地区，与客户合作关系良好，多次获得 Palpilot、伟创力等客户颁发的“优秀供应商”奖杯。2018 年公司前五大客户合计收入占主营业务收入的 25.22%，客户集中度较低，利于公司业务稳定。
- **公司产能规模持续扩大且产能利用情况较好。**通过改扩建及新建生产线等方式，公司产能持续提升，2018 年 PCB 年产能扩充至 343.50 万平方米，同比增长 22.46%，产能利用率小幅提升至 88.28%。
- **公司营业收入及利润规模稳步增长，经营活动现金流表现较好。**2018 年公司营业收入及净利润分别为 36.56 亿元和 5.61 亿元，分别同比增长 17.84% 和 26.28%。同时公司票据结算占比不高且账期较短，上游原材料采购端信用账期相对较长，整体上资金链相对宽松，2018 年公司收现比为 0.99，经营活动现金流净额为 8.96 亿元。

关注：

- **中美贸易摩擦可能会使得公司对美出口业务发展受到一定的不利影响。**公司产品以外销为主，2018 年外销收入占主营业务收入的比重为 76%，其中对美国出口收入占主营业务收入的比重约 21%。2018 年 7 月中美贸易摩擦升级，美国政府对原产于中国的约 2,000 亿美元商品自 2018 年 9 月 24 日起加征 10% 进口关税，并于 2019 年 5 月 10 日起税率上调至 25%。上述商品清单中包含公司出口到美国的产品，公司对美出口业务发展可能受到一定的不利影响。
- **公司主要在建项目投资规模较大，面临一定的资金支出压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 15.12 亿元，上述投资需求除本期债券募集资金外，存在一定的资金缺口。
- **在下游需求增速放缓、行业产能集中扩张的情况下，需关注公司后续产能消化情况。**近年来 PCB 行业 A 股上市公司在高多层板、HDI 及 FPC 等细分产品领域扩产较为集中，新增产能预计在 2019 年开始释放。考虑到 2019 年行业需求增速放缓，行业新增产能可能出现无法顺利消化的风险，需关注公司后续产能消化情况。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年一季度	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	518,798.19	495,958.83	494,307.54	340,344.30
归属于母公司所有者权益合计	303,932.85	290,638.17	252,483.33	210,711.53
有息债务	101,411.81	85,014.05	134,170.21	40,071.54

资产负债率	41.42%	41.40%	48.92%	38.09%
流动比率	1.59	1.53	1.42	1.36
速动比率	1.37	1.27	1.24	1.13
营业收入	90,561.65	365,609.07	310,264.46	224,661.19
营业利润	13,789.01	66,516.06	51,783.39	41,110.47
净利润	12,362.56	56,056.96	44,390.31	37,575.34
综合毛利率	31.13%	32.94%	32.61%	36.81%
总资产回报率	-	14.60%	13.02%	16.56%
EBITDA	-	95,386.17	74,638.70	56,768.56
EBITDA 利息保障倍数	-	16.30	24.57	29.81
经营活动现金流净额	27,207.09	89,594.90	70,086.27	45,369.02

注：2016 年合并利润表数据采用 2017 年审计报告上年同期数。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月15日发行6年期8亿元本期债券，募集资金拟用于崇达技术总部运营及研发中心、高多层线路板技术改造项目（江门一期技改项目）和超大规格印制线路板技术改造项目（大连技改项目）以及补充流动资金。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于崇达技术股份有限公司募集资金年度存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至2018年12月31日，本期债券募集资金余额为47,995.32万元。

二、发行主体概况

2018年公司名称发生变更，由“深圳市崇达电路技术股份有限公司”变更为现名，公司英文名称由“Shenzhen Suntak Circuit Technology Co., Ltd.”变更为“Suntak Technology Co., Ltd.”，公司于2018年5月22日完成更名手续。

2018年以来公司注册资本发生多次变更。公司于2018年5月4日实施2017年度权益分派方案，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，新增股本41,000万元；于2018年5月23日及2019年2月15日分别实施2018年限制性股票激励计划合计新增股本1,179.70万元；此外本期债券于2018年6月21日开始实施转股，截至2019年3月12日末累计转股150.05万股。截至2019年3月31日，公司注册资本增加至83,329.79万元，控股股东仍为姜雪飞先生，实际控制人仍为姜雪飞与朱雪花夫妇，二者合计持股66.31%。

2018年公司合并报表范围内一级子公司数量未发生变化，截至2018年末仍为5家（明细见附录二）。经公司增资，子公司珠海崇达电路技术有限公司（以下简称“珠海崇达”）注册资本由1亿元增加至3亿元，子公司大连崇达电路有限公司（以下简称“大连崇达”）注册资本由2亿元增加至3亿元。

三、运营环境

考虑到下游需求分化以及中美贸易摩擦影响，预计2019年中国PCB产值规模保持增长但增速放缓

受益于云端、数据中心、服务器、网络通讯设备等电子系统端的成长，2018年PCB市场整体表现较为乐观，全球PCB产值规模为624亿美元，同比增长6%。中国受益于内需市场以及制造中心的持续转移等因素，全年PCB产值规模为327亿美元，同比增长10%，成为全球增速最快的地区，占全球PCB产值的比重进一步提升至52.4%。

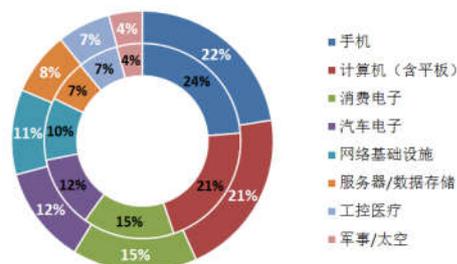
图 1 全球及中国大陆 PCB 产值及其增速情况



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

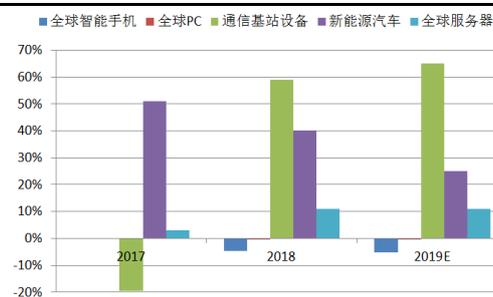
2018年PCB行业下游需求分化加重，传统应用领域的市场需求增长乏力，行业增长主要由5G基站、汽车电子及服务器等新兴领域驱动。根据IDC统计，2018年全球智能手机、计算机、平板电脑出货量同比分别下滑4.62%、6.50%、0.39%，其中手机和计算机降幅较2017年加大。预计2019年PCB在手机、计算机等几个关键应用领域的市场需求减弱，新增长点仍主要聚焦在5G、汽车电子等。未来5G基站建设将为通信高频板带来大量增量市场需求，一方面源于5G基站总数的提升，另一方面受高频高速要求，单个5G基站的PCB应用用量大幅增加。2018年5G通信设备已开始出货，预计2019年及以后通信PCB需求将逐步释放。汽车电子方面，2018年新能源汽车仍维持40%以上的高速增长，未来在新能源汽车和智能驾驶技术的推广下，汽车电子化率将持续提升。此外，2018年全球服务器出货量累计同比10.95%，较2017年提升7.81个百分点。预计未来高端服务器需求在数据中心的飞速发展下仍将进一步增加，从而带动高频高速PCB需求提升。

图 2 PCB 产值在下游应用领域的分布



注：外圈为2018年数据，内圈为2017年数据
资料来源：Prismark，中证鹏元整理

图 3 PCB 下游主要应用终端增长情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

需要注意的是，2018年7月以来中美贸易摩擦对PCB行业产生了一定的不利影响，美国政府对原产于中国商品加征进口关税的清单中涉及使用PCB的终端产品以及PCB裸板。加征关税使得出口依赖度较大的PCB企业经营业绩受到一定冲击，2018年A股PCB上市公

司中外销收入占比较大的企业业绩普遍不如内销为主的企业业绩增幅。从2018年4季度以来几家PCB供应商发现订单较上年同期有所减少，且出现PCB设备要求延期交货现象，行业面临景气下行压力。

整体而言，考虑到智能手机、计算机等几个关键市场领域的需求疲软、以及中美贸易摩擦带来的不确定性等因素，预计2019年全球及中国PCB产值规模保持增长但增速放缓，其中手机、计算机及消费电子等传统应用领域的市场需求减弱，通信设备、服务器及汽车电子领域仍将成为行业增长的主要驱动力。

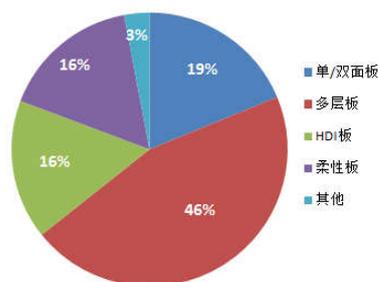
PCB产品呈高阶化趋势，近年高端产品产能扩充较快，需关注后续产能消化风险

随着下游应用领域的技术发展，PCB产品结构亦发生着相应变化，呈现高阶化趋势。从具体产品类型看，2018年全球成长最快的细分产品是IC载板，其产值同比增长12.8%；其次为高多层板；HDI板和软板市场规模保持相对稳定；而国内增长最快的则为多层板，增长14.8%；其次是IC载板和单双面板，同比分别增长8.6%和8.0%；软板和HDI板由于经历2017年的快速增长出现库存调整，需求增速分别减慢至5.4%和4.5%。

目前国内PCB企业的产值仍主要来自刚性单双面板和多层板，两者合计占比约64%；HDI板、FPC和IC载板等技术含量相对更高的产品在内资PCB企业的产值份额较小。内资PCB企业在生产技术、产品研发方面仍有待提高。

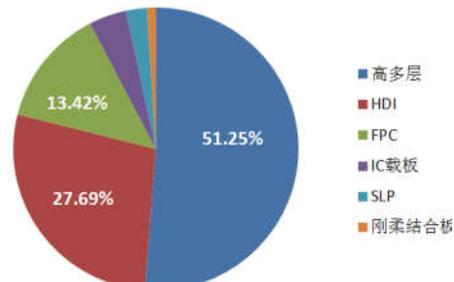
为适应市场需求，近年来国内PCB大厂在政策和资本市场的支持下积极加大高端PCB产品产能的扩充。据统计，2016-2018年中国A股上市公司新增产能合计约1,500万平方米/年，较扩产前（约3,000万平方米/年）增幅近50%，主要扩产方向集中在高多层板、HDI及FPC三类产品。以上新增产能预计在2019年开始释放，考虑到2019年下游需求增速放缓，且下游应用领域对新技术产品的导入需要过程，2019年以上新增产能可能出现无法顺利消化的风险，同时产品同质化较高可能引发价格战。

图4 2018年中国PCB产品结构



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

图5 2016-2018年上市公司扩产方向



资料来源：PCB行业上市公司招股说明书

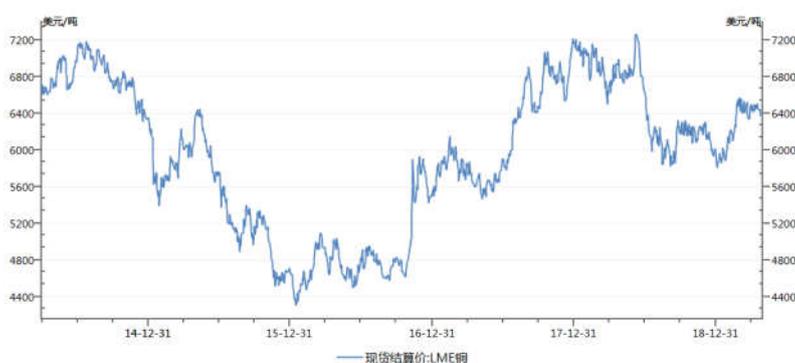
2018年以来行业并购案例增多，环保政策及行业规范亦助力行业集中度进一步提高

2018年以来PCB行业并购案例增多，仅20家上市公司中就发生9起收购案，横向从刚性板向软板发展，拓宽产品线；纵向往下游PCBA领域发展。同时，国内环保政策持续收紧，许多环保不达标的小厂被迫关停或限产，而PCB大厂则积极扩产并安装自动加工设备，自动化趋势下大厂运营优势明显，2018年度PCB行业主要上市公司平均营收增速为18%，高于行业增长水平（10%）。此外，2019年1月工信部发布了《印制电路板行业规范条件》并于2月起执行，行业规范提高了行业门槛，并限制低端产能的扩充，鼓励企业推行智能制造，未来行业资源将进一步向具备技术、资金等优势的大厂倾斜。总体上，PCB行业呈现出集中度逐步提升的发展趋势。

铜价波动幅度收窄，铜箔及覆铜板产能逐渐释放，预计2019年PCB成本端价格可望维持相对稳定

PCB生产所需的主要原材料有覆铜板、铜箔、铜球等，其中覆铜板占比近60%，而覆铜板成本主要由铜箔等原材料构成，因此铜价以及铜箔和覆铜板的供给情况对PCB成本影响较大。铜价经历前期持续上涨后，2018年上半年依然维持在高位徘徊，自2018年年中开始铜价出现回落。预计2019年铜市场供需面趋于缓和，铜价波动幅度收窄。另一方面，铜箔产能逐渐释放，因产能供给紧张导致的铜箔及覆铜板涨价趋势在2018年得到缓解。根据中国电子材料行业协会电子铜箔材料分会于2019年4月公布的调研结果，2019年PCB铜箔年产能预计新增3.1万吨，至2019年底可达到30.1万吨；另外约有3万吨锂电铜箔新增产能可以转化为PCB铜箔产能。此外，覆铜板行业主要供应商生益科技和建滔化工新增覆铜板产能预计于2019年开始逐步量产。未来1-2年PCB铜箔和覆铜板产能供给较为充足。整体上，基于铜价走势趋于相对平稳以及铜箔、覆铜板产能供给较为充足的判断下，预计2019年PCB成本端价格可望维持相对稳定。

图6 近年铜价走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务为PCB的研发、生产和销售，主要产品类型覆盖双面板、高多层板、HDI板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等，产品广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等高科技领域，70%以上的产品外销到美洲、欧洲、日本、亚太（除中国）等国家及地区。

近年公司积极开发中大批量板市场，2018年中大批量板订单大幅增加，收入规模增长较快，当期公司实现营业收入36.56亿元，同比增长17.84%，主营业务毛利率维持稳定。公司其他业务主要系废品、废料等的销售，2018年其他业务收入规模继续增加，对公司收入和利润形成一定补充。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
印制线路板	350,518.73	30.08%	298,411.39	29.98%
其他业务	15,090.34	99.32%	11,853.07	98.80%
合计	365,609.07	32.94%	310,264.46	32.61%

资料来源：公司 2017-2018 年年度报告

公司在国内PCB生产企业中具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强

根据Prismark统计，2018年公司在全球PCB百强企业中排名第32位，较2017年上升了7位；在内资PCB上市公司中排名第3位。2018年公司荣获“改革开放40周年广东省优秀企业”、“广东省出口名牌企业”、“第二十届中国专利奖优秀奖”等多项荣誉。作为中国500最具价值品牌企业之一，公司“SUNTAK”为广东省著名商标并被国家工商总局认定为驰名商标。

公司注重技术研发，拥有“广东省工程技术研究中心”、“深圳市企业技术中心”、“深圳市博士后创新实践基地”、“国家CNAS实验室”、“辽宁省省级企业研发中心”等研发中心。2018年公司投入研发费用1.70亿元，占营业收入的4.65%，同比增长29.12%，高于销售收入及净利润增长；新增科技成果鉴定1项、高新技术产品3项；新增专利申请128项，其中新增发明专利申请111项；新增软件著作权2项。截至2018年末，公司研发人数505人，占比12.12%；累计申请专利1,058项，其中PCT国际专利12项，发明专利644项；主导制定国家标准4项、地方标准1项、行业标准4项，参与开发IPC中文标准3项。2019年公司计划在信号完整性研究、高频高速材料应用、20层以上超高速高层产品开发方面加大研发力度。

公司凭借技术优势积极推动大客户销售策略，加强与世界500强及各行业龙头企业的合作，目前公司已与艾默生、博世、施耐德、霍尼韦尔、3M、飞利浦、东芝、松下、伟创力、谷歌（Google）、村田制作所、中国中车、海康威视等客户建立了稳定的业务关系，并在生产方面通过与IBM、ORACLE合作，建立了行业领先的ERP系统和智能的柔性生产线。

2018年公司产能持续提升，产能利用情况良好；未来在建项目面临一定资金支出压力，同时在下stream需求增速放缓、行业产能集中扩张的情况下，需关注公司后续产能消化情况

公司现有生产基地仍主要为深圳、大连和江门（含一期和二期），其中江门二期实施的IPO募投项目已于2018年底完工并基本达到预定产能；江门一期和大连为提升产能正在实施相关生产线的技术改造，技改项目预计于2019年底完成。另外公司在珠海高栏港开发区购买了400亩土地，拟用于建设年产640万平方米PCB项目的珠海崇达园，项目已于2018年4月取得环评批复，计划分三期建设，第一期计划投资10亿元，已于2018年三季度开工建设，建设周期约为两年。

受益于江门二期产能释放、江门一期和大连技改项目的陆续实施，2018年公司产能得到较大提升，年产能合计达到343.50万平方米，同比增长22.46%；产能利用率小幅提升至88.28%，产能利用情况较好。未来随着江门一期和大连相关技改项目的完成以及珠海崇达园生产基地的投产，公司产能有望得到进一步提升。公司主要执行以销定产的经营模式，在下stream需求增速放缓、上市公司集中投产的情况下，公司后续产能能否顺利消化需要关注。

表 2 公司印制电路板产品产销情况

项目	2018年	2017年
年产能（平方米）	3,435,000	2,805,000
产量（平方米）	3,032,367	2,442,562
销量（平方米）	2,902,875	2,385,148
产能利用率	88.28%	87.08%
产销率	95.73%	97.65%

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目为江门一期技改项目、大连技改项目、崇达大厦以及珠海崇达园4个项目，除珠海崇达园项目外，其余3个均系本期债券募投项目。截至2018年底，上述4个在建项目计划总投资18.37亿元，已累计投入资金3.25亿元，其中3个募投项目累计投入募集资金3.18亿元。除募集资金外，在建项目剩余建设资金均需公司自筹解决，资金缺口约为9亿元，随着项目持续推进，公司面临一定的资金支出压力。

表 3 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称（简称）	计划总投资	已投资	尚需投资额	计划完工日期	资金来源
高多层线路板技术改造项目（江门一期技改项目）	21,939.11	10,039.73	11,899.38	2019年12月31日	募集资金及自筹
超大规格印制线路板技术改造项目（大连技改项目）	20,000.00	8,010.55	11,989.45	2019年12月31日	募集资金
崇达技术总部运营及研发中心（崇达大厦）	41,785.09	2,041.28	39,743.81	2020年12月31日	募集资金及自筹
珠海崇达园	100,000.00	12,402.20	87,597.80	2020年12月31日	自筹
合计	183,724.20	32,493.76	151,230.44	-	-

资料来源：公司提供

公司中大批量订单进一步增加，销售收入增长较快；产品以外销为主，存在一定的汇率风险，同时中美贸易摩擦可能使得公司对美业务发展受到一定的不利影响

2018年公司继续在非消费电子领域、在原有客户的基础上，积极开发中大批量订单，当期公司中大批量订单（20平方米以上（含））的销售面积占比达70%，其销售金额占当期主营业务收入的60%；新增订单销售金额中，70%是中大批量订单。

受益于中大批量订单增加，2018年公司整体销售量同比提升21.71%，从而带动PCB业务收入增长17.46%，实现35.05亿元；同时由于中大批量板占比较高，2018年产品销售均价小幅下降3.49%，但中大批量板具有成本及规模优势，毛利率维持相对稳定。

表 4 公司印制电路板产品销售情况

项目	2018年	2017年
销量（平方米）	2,902,874.80	2,385,147.68
销售均价（元/平方米）	1,207.49	1,251.12
销售收入（万元）	350,518.73	298,411.39
其中：20平方米以上（含20平方米）	211,525.08	169,252.10
20平方米以下	138,993.65	129,159.29

资料来源：公司提供

公司产品以外销为主，2018年外销收入占主营业务收入的76%，出口区域包括美洲、亚洲（不含中国大陆）和欧洲等地，其中对美国出口收入金额为7.63亿元，占公司同期主营业务收入的比重约21%（按客户所在地进行划分）。2018年7月中美贸易摩擦升级，美国政府对原产于中国的约2,000亿美元商品自2018年9月24日起加征10%的进口关税，并于2019年5月10日起税率上调至25%。上述2,000亿美元商品清单中包含公司出口到美国的产品，加征关税可能使得公司对美业务发展受到一定的不利影响。针对上述风险，公司将通过拓展国内及其他政治稳定地区的市场、提升技术研发水平、维持客户合作关系等措施来分散贸易摩擦升级带来的潜在风险。

此外，公司外销以美元结算为主，近年人民币兑美元汇率波动较大。2018年由于人民

币兑美元贬值，公司实现汇兑收益1,403.86万元。未来受中美贸易摩擦的不确定性因素等影响，汇率波动依然存在，公司仍可能面临一定的汇率风险。

表 5 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
出口	266,161.96	31.51%	228,571.01	31.50%
内销	84,356.77	25.55%	69,840.38	24.99%
合计	350,518.73	30.08%	298,411.39	29.98%

资料来源：公司2017-2018年年度报告

2018年公司出口业务毛利率较高且维持稳定，主要原因是：一方面国外客户对产品价格敏感度相对偏低，出口产品价格相对较高；另一方面公司出口产品适用“免、抵、退”规定，一定程度上降低了公司的成本。根据我国增值税改革相关政策，自2019年7月1日起公司适用的退税率将由目前的16%调整至13%，退税率下调有利于公司减少资金占用。

公司内销收入占比相对较小，但公司近年不断加强国内市场的开拓力度，积极建设完善国内销售团队和营销服务网络，内销金额逐年增加，2018年内销收入实现8.44亿元，同比增长20.79%。

公司客户较为多元化，客户集中度较低，与主要客户的业务关系稳定，订单储备丰富

根据客户类型和国内外市场的特点，公司采取直销和经销两种销售模式。直销模式是对国内外终端客户以及国外的PCB设计公司、EMS公司²、PCB生产企业等直接客户进行销售，经销模式是通过国外PCB贸易商进行销售，主要是国外客户。2018年公司销售模式仍以直销为主，直销收入占主营业务收入的比重为68%。

为了更好地服务于客户，2018年公司对集团销售部做了组织架构的调整，由原来的销售区域划分调整为行业组划分，分为五大行业组：分别是通讯行业组；安防、医疗、航空军工行业组；工控行业组；汽车电子行业组；服务器、存储行业组。公司客户的行业分布均衡，此次销售架构调整有利于公司长期持续稳健经营。

表 6 公司按经销模式区分的销售情况（单位：万元）

区域	2018 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
直销	238,027.25	67.91%	203,562.83	68.22%
经销	112,491.48	32.09%	94,848.57	31.78%
合计	350,518.73	100.00%	298,411.39	100.00%

资料来源：公司提供

² EMS 即电子制造服务，指为电子产品类客户提供包括产品设计、代工生产等服务的厂商。

目前公司客户数量超过1,100家，分布于全球50多个国家和地区，与主要客户的合作期限较长且客户稳定性较好，生产订单中70%-80%是长期合作的老客户，订单储备丰富。2018年公司前五大客户合计收入占主营业务收入的比例为25.22%，客户集中度较低，利于公司业务稳定。

客户款项结算方面，公司一般根据客户的资信情况和采购数量授予客户一定信用期限，同时向中国出口信用保险公司、美亚保险（AIG）等购买应收账款信用保险以管控可能存在的坏账风险，应收账款信用保险覆盖率接近90%。2018年公司与下游客户的结算政策未发生变化，业务回笼资金整体表现较好，应收账款增长与营业收入增长基本一致。

表 7 公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	占主营业务收入的比例
2018年	客户一	25,872.65	7.38%
	客户二	18,771.50	5.36%
	客户三	17,481.51	4.99%
	客户四	15,414.09	4.40%
	客户五	10,846.01	3.09%
	合计	88,385.76	25.22%
2017年	客户一	19,648.23	6.58%
	客户二	16,269.75	5.45%
	客户三	14,142.97	4.74%
	客户四	13,882.45	4.65%
	客户五	8,567.01	2.87%
	合计	72,510.41	24.30%

资料来源：公司提供

公司与主要供应商合作关系稳定，2018年采购集中度有所下降但仍维持在较高水平

公司营业成本包括原材料（占比约70%）、人工成本（占比约10%）、制造费用和加工费（合计占比约20%），其中原材料主要为覆铜板、铜箔、铜球、半固化片和金盐等。公司原材料采购采取各子公司提需求申请，总部集中执行采购的方式，以提升议价空间，尽可能降低采购成本；其中60%-70%的原材料会以备库的方式进行集中采购，分批入库，剩余部分原材料为见单采购。

随着产销规模的提升，各原材料采购规模相应扩大。受铜价波动影响，2018年全年公司覆铜板及铜球采购均价继续上行；铜箔受益于产能得到释放，供需趋于平衡，采购均价有所回落；半固化片采购均价受石油价格影响出现反弹。基于铜价走势趋于相对平稳以及铜箔、覆铜板产能供给较为充足的判断下，预计2019年公司主要原材料覆铜板、铜箔、铜球采购价格趋于相对稳定。

表 8 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2018 年	2017 年
覆铜板	采购量 (平方米)	7,515,147.35	7,184,746.79
	采购均价 (元/平方米)	96.85	89.29
半固化片	采购量 (平方米)	19,105,494.79	18,216,649.47
	采购均价 (元/平方米)	12.57	10.92
铜箔	采购量 (平方米)	1,511,295.56	1,263,536.34
	采购均价 (元/平方米)	74.93	81.35
氰化金钾	采购量 (平方米)	1,251,805.36	1,036,897.00
	采购均价 (元/平方米)	162.03	163.37
铜球	采购量 (平方米)	2,278,602.78	1,876,839.14
	采购均价 (元/平方米)	46.27	44.07

资料来源：公司提供

公司原材料采购主要来自国内供应商，近年前五大供应商主要有东莞联茂电子科技有限公司、广东生益科技股份有限公司等，公司与主要原材料供应商合作关系稳定，2018 年前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重为42%，采购集中度较2017年有所下降但仍维持在较高水平。

公司在进行原材料采购时结算周期平均为90天左右，所获取的供应商账期相对较长，一定程度上利于缓解公司的资金压力。但另一方面，上游覆铜板行业集中度较高，相对于PCB行业较为分散的竞争格局，上游企业的议价及成本转嫁能力相对较强，给公司的原材料采购议价带来一定挑战。

表 9 公司前五名供应商采购情况 (单位：万元)

年度	供应商名称	采购金额	占当期采购总额比重
2018年	供应商一	31,607.26	15.00%
	供应商二	22,142.49	10.00%
	供应商三	16,093.80	7.00%
	供应商四	10,586.47	5.00%
	供应商五	10,436.58	5.00%
	合计	90,866.60	42.00%
2017年	供应商一	43,559.45	24.36%
	供应商二	17,947.09	10.04%
	供应商三	12,925.61	7.23%
	供应商四	8,317.88	4.65%
	供应商五	7,256.42	4.06%
	合计	90,006.45	50.33%

资料来源：公司提供

2018年公司通过外延式收购布局FPC领域，有助于公司收入及利润的多元化

2018年7月2日，公司与楼宇星、楼帅、吕亚签署了《崇达技术股份有限公司与楼宇星、楼帅、吕亚关于深圳市三德冠精密电路科技有限公司之股权转让协议》，公司以自有资金1.8亿元的价格收购深圳市三德冠精密电路科技有限公司（简称“三德冠”）20%股权，并在补充协议中约定三德冠附条件成就后12个月内继续收购三德冠40%股权。2019年4月1日公司发布公告称，将继续以自有资金1.8亿元收购三德冠20%股权，待相关条件成就后12个月内收购剩余20%股权，直至控股三德冠60%股权。剩余20%股权的收购价格按照三德冠100%股权估值为9.0亿元来计算，并以届时三德冠的资产评估结果为参考依据，各方将另行签订股权收购协议。上述收购资金将由公司自筹解决，存在一定的资金压力。

三德冠成立于2003年，是国内领先的柔性线路板制造商和服务供应商，面向全球客户提供产品，产品广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑和汽车等领域，主要客户有京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”）、天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马”）、信利光电股份有限公司等。三德冠技术和研发实力较强，先后荣获国家高新技术企业。根据中国电子电路板协会发布的《第十七届（2017）中国电子电路行业百强排行榜》，三德冠位列内资PCB企业第31名，FPC企业第5名。本次收购三德冠，将开拓公司FPC产品，快速拓展消费电子、汽车电子等应用领域，获得京东方、深天马等客户资源，为公司培育新的利润增长点。

表 10 三德冠 2017-2018 年主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
总资产	106,605.86	72,399.39
净资产	32,344.82	15,824.55
资产负债率	69.66%	78.14%
营业收入	132,928.41	74,652.95
净利润	15,520.28	5,043.95

资料来源：公司 2018 年年报，其中 2017 年数据来源于 2018 年年报的期初数，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围子公司未发生变化，仍为5家。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，以货币资金、应收账款和固定资产为主，资产质量尚可

2018年公司总资产规模保持稳定，期末为49.60亿元。资产结构有所变化，流动资产占比下降，非流动资产占比提升至58.69%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2018年末公司货币资金余额大幅下降，主要系购买理财产品、归还部分银行借款、收购三德冠部分股权所致；期末受限货币资金331.50万元，为开具应付票据及信用证所存入保证金存款。2018年末应收账款账面价值为7.16亿元，同比增长9.90%，主要随业务规模扩大而增长，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额7.54亿元，其中1年内的占比99.99%；按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额为2.52亿元，占应收账款期末余额的33.43%。公司存货增长较快，主要是随销售规模增长相应增加原材料、在产品、库存商品等库存所致；2018年末存货中账面价值为3.55亿元，同比增长10.00%，从高到低依次是库存商品、原材料、在产品和发出商品，均已按一定比例计提跌价准备。截至2018年末，公司其他流动资产主要为理财产品3.70亿元，另有少量的可抵扣进项税金和海关出口退税等款项，受理财产品的赎回及再投资影响，其他流动资产规模变动较大。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年一季度		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	74,716.23	14.40%	52,288.03	10.54%	138,996.28	28.12%
应收账款	69,666.95	13.43%	71,625.21	14.44%	65,170.62	13.18%
存货	29,993.10	5.78%	35,454.52	7.15%	32,232.01	6.52%
其他流动资产	46,442.11	8.95%	41,576.02	8.38%	5,574.83	1.13%
流动资产合计	224,379.65	43.25%	204,900.26	41.31%	244,897.23	49.54%
长期股权投资	24,848.74	4.79%	23,672.73	4.77%	-	0.00%
固定资产	198,158.77	38.20%	196,173.13	39.55%	177,228.14	35.85%
在建工程	27,642.34	5.33%	28,267.95	5.70%	30,360.97	6.14%
无形资产	26,999.42	5.20%	27,354.00	5.52%	26,502.51	5.36%
非流动资产合计	294,418.55	56.75%	291,058.57	58.69%	249,410.30	50.46%
资产总计	518,798.19	100.00%	495,958.83	100.00%	494,307.54	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。2018 年末公司长期股权投资账面价值为 2.37 亿元，系公司收购的三德冠 20% 股权和大连崇达电子有限公司 40% 股权，投资成本分别为 18,085 万元和 2,600 万元，2018 年权益法下确认的投

资收益分别为3,104.06万元和-116.22万元。近年来由于公司扩充产能购置厂房、机器设备等，固定资产规模持续增长，2018年末账面价值为19.62亿元，同比增长10.69%；其中4,454.48万元的机器设备用于长期借款抵押、15,348.43万元的房屋建筑物用于长期借款及授信合同抵押。2018年末公司在建工程主要为江门二期、珠海崇达园以及崇达大厦等建设项目，账面价值同比下降6.89%，主要系江门二期项目2018年部分已转成固定资产所致。无形资产为土地使用权和软件，2018年末账面价值为2.74亿元，其中1,326.57万元的土地使用权用于长期借款抵押。

整体而言，公司资产中货币资金、应收账款和固定资产等占比较大，2018年末受限资产合计占总资产的比重为4.33%，占比较小，资产质量尚可。

资产运营效率

公司资金周转效率略有下滑但仍保持在较高水平，整体资产运营效率保持稳定

2018年公司与下游的结算政策未发生变化，合作相对稳定，应收账款周转天数和存货周转天数相对稳定，但应付账款周转天数较上年同期有所缩短，主要系2018年度支付了上期由于验收等原因未及时支付的大量设备工程款所致。整体上公司资金周转效率略有下滑但仍保持在较高水平，净营业周期仍表现为负数。

2018年公司业务规模继续扩张，营业收入规模稳步增长，整体资产运营效率保持稳定。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款（含应收票据）周转天数	68.60	68.76
存货周转天数	49.69	48.64
应付账款（含应付票据）周转天数	133.99	142.30
净营业周期	-15.70	-24.90
流动资产周转天数	221.45	225.61
固定资产周转天数	183.84	186.31
总资产周转天数	487.54	484.22

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入及利润规模保持稳步增长；中美贸易摩擦可能对公司盈利产生一定的不利影响

随着公司业务规模扩大以及产品结构持续优化，公司营业收入及利润规模保持稳步增

长，2018年公司实现营业收入及净利润分别为36.56亿元和5.61亿元，分别同比增长17.84%和26.28%。公司产品以外销为主，技术要求相对更高，定价较高且国外客户对产品价格敏感度相对偏低，同时出口产品适用“免、抵、退”规定，因此2018年公司综合毛利率水平较高且维持稳定。2018年7月中美贸易摩擦升级，美国政府对原产于中国的约2,000亿美元商品自2018年9月24日起加征10%进口关税，并于2019年5月10日起税率上调至25%。中美贸易摩擦可能对公司盈利产生一定的不利影响。2019年一季度公司营业收入同比小幅增长3.33%，净利润同比小幅下滑3.42%，综合毛利率为31.13%，较上年同期综合毛利率下滑1.49个百分点。

随着公司业务规模扩大，管理费用和销售费用均有所增加，财务费用受益于人民币对美元贬值出现汇兑收益有所下降，2018年公司期间费用率整体维持相对稳定。由于营业收入规模保持稳步增长，而总资产及净资产规模增幅较小，2018年公司总资产回报率和净资产收益率均有所增加。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年一季度	2018年	2017年
营业收入	90,561.65	365,609.07	310,264.46
营业利润	13,789.01	66,516.06	51,783.39
利润总额	13,735.62	66,415.29	51,422.98
净利润	12,362.56	56,056.96	44,390.31
综合毛利率	31.13%	32.94%	32.61%
期间费用率	17.77%	15.07%	15.22%
营业利润率	15.23%	18.19%	16.69%
总资产回报率	-	14.60%	13.02%
净资产收益率	-	20.64%	19.17%
营业收入增长率	3.33%	17.84%	38.10%
净利润增长率	-3.42%	26.28%	18.14%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，投资活动规模较大且存在一定的资金缺口

公司与主要客户合作良好，票据结算比例不高且账期较短，上游原材料采购端给予相对较长的信用期，整体上资金链相对宽松，公司主营业务收现情况表现较好，2018年收现比小幅提升至0.99。其他往来款活动规模较小，影响有限。整体上公司经营活动现金流表现较好，随业务规模的扩大，经营活动现金流净额稳定增长，2018年增加至8.96亿元。

投资活动方面，近年来支出规模较大，2018年投资活动主要为收购三德冠20%股权以及购买固定资产、无形资产等长期资产，另外有部分闲置资金用于理财产品滚动投资，2018年投资活动现金净流出10.90亿元。

筹资活动方面，2018年因偿债支出较多，公司筹资活动现金流表现为净流出6.72亿元。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资15.12亿元，而经营活动现金流尚不能满足上述投资需求，公司存在一定的资金缺口。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年一季度	2018年	2017年
收现比	1.09	0.99	0.95
净利润	12,362.56	56,056.96	44,390.31
营运资本变化	-	8,837.50	1,689.74
其中：存货减少（减：增加）	-	-3,483.29	-8,202.60
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-6,676.86	-18,629.36
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	18,997.65	28,521.70
经营活动产生的现金流量净额	27,207.09	89,594.90	70,086.27
投资活动产生的现金流量净额	-21,244.31	-109,049.62	-35,531.26
筹资活动产生的现金流量净额	17,291.88	-67,166.83	90,812.18
现金及现金等价物净增加额	22,760.23	-86,038.00	124,057.65

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期借款减少，有息债务规模下降，偿债压力有所缓解

2018年公司偿还了大量银行借款且新增借款较少，期末负债总额较上年末有所下降，所有者权益随经营的积累稳定增长。2018年末公司产权比率下降至70.64%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年一季度	2018年	2017年
负债总额	214,865.34	205,320.65	241,824.21
所有者权益	303,932.85	290,638.17	252,483.33
产权比率	70.70%	70.64%	95.78%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债占负债总额的比重进一步下降至65.12%，负债结构持续改善。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款等构成。2018年公司减

少了短期借款4.98亿元，期末公司短期借款余额为1.44亿元，全部为保证借款；应付票据和应付账款合计数随业务规模扩大而增长，但由于增加票据结算，期末应付账款有所减少，应付票据增加且全部为银行承兑汇票；2018年末其他应付款同比大幅增长156.13%，主要系增加7,554.47万元股权激励款，期末其他应付款主要为股权激励应付款、押金及保证金、佣金、保险及其他款项。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款期末余额较上年末减少，应付债券由于把利息核算在内期末略有增加。

2018年末公司有息债务规模8.50亿元，同比下降36.65%，占负债总额的比重下降至41.41%。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年一季度		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,786.20	13.40%	14,375.06	7.00%	64,129.52	26.52%
应付票据	-	-	18,005.79	8.77%	12,653.30	5.23%
应付账款	83,381.56	38.81%	74,736.27	36.40%	77,116.60	31.89%
其他应付款	13,490.77	6.28%	12,738.14	6.20%	4,973.27	2.06%
流动负债合计	141,395.99	65.81%	133,699.33	65.12%	172,010.61	71.13%
长期借款	3,882.94	1.81%	2,761.24	1.34%	3,916.45	1.62%
应付债券	65,992.67	30.71%	65,127.75	31.72%	63,374.24	26.21%
非流动负债合计	73,469.35	34.19%	71,621.32	34.88%	69,813.60	28.87%
负债合计	214,865.34	100.00%	205,320.65	100.00%	241,824.21	100.00%
其中：有息债务	101,411.81	47.20%	85,014.05	41.41%	134,170.21	55.48%

注：2019年3月末的应付票据核算在应付账款科目。

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

受负债规模变动影响，2018年末公司资产负债率下降至41.40%，负债水平一般；流动比率和速动比率分别提升至1.53和1.27，短期偿债能力表现尚可。同时由于公司主营业务盈利能力良好，2018年公司EBITDA稳定增长，且有息债务规模下降，EBITDA对有息债务的保障程度提高。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2019年一季度	2018年	2017年
资产负债率	41.42%	41.40%	48.92%
流动比率	1.59	1.53	1.42
速动比率	1.37	1.27	1.24
EBITDA（万元）	-	95,386.17	74,638.70

EBITDA 利息保障倍数	-	16.30	24.57
有息债务/EBITDA	-	0.89	1.81
债务总额/EBITDA	-	2.15	3.24
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.67	0.41
经营性净现金流/负债总额	0.13	0.44	0.29

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月17日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司为国内PCB主要生产企业之一，具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强。2018年公司在全球PCB百强企业中排名上升，同时公司继续加大研发投入并取得一定成果。公司客户较为多元化，且客户集中度较低，与主要客户合作关系稳定，订单储备丰富。同时公司通过改扩建和新建等方式继续扩充产能，2018年产能利用情况较好。公司向中大批量市场转型，产销规模继续扩大，营业收入及利润规模稳步增长。公司与上下游合作较为稳定，资金链相对宽松，经营活动现金流表现较好。

中证鹏元也关注到，2018年7月以来中美贸易摩擦升级，可能使得公司对美业务发展受到一定的不利影响，公司主要在建项目存在一定规模的资金缺口，面临一定的资金支出压力，以及需关注公司后续产能消化情况。

综上所述，中证鹏元对公司及本期债券的2019年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2019年一季度	2018年	2017年	2016年
货币资金	74,716.23	52,288.03	138,996.28	16,624.24
应收账款	69,666.95	71,625.21	65,170.62	51,423.60
存货	29,993.10	35,454.52	32,232.01	24,275.96
其他流动资产	46,442.11	41,576.02	5,574.83	49,206.53
长期股权投资	24,848.74	23,672.73	0.00	0.00
固定资产净额	198,158.77	196,173.13	177,228.14	143,910.86
在建工程	27,642.34	28,267.95	30,360.97	22,981.28
无形资产	26,999.42	27,354.00	26,502.51	6,614.43
总资产	518,798.19	495,958.83	494,307.54	340,344.30
短期借款	28,786.20	14,375.06	64,129.52	13,754.34
应付票据	-	18,005.79	12,653.30	11,446.31
应付账款	83,381.56	74,736.27	77,116.60	64,088.33
一年内到期的非流动负债	2,750.00	2,750.00	2,750.00	4,000.00
长期借款	3,882.94	2,761.24	3,916.45	22,317.20
应付债券	65,992.67	65,127.75	63,374.24	-
总负债	214,865.34	205,320.65	241,824.21	129,632.77
有息债务	101,411.81	85,014.05	134,170.21	40,071.54
所有者权益合计	303,932.85	290,638.17	252,483.33	210,711.53
营业收入	90,561.65	365,609.07	310,264.46	224,661.19
营业利润	13,789.01	66,516.06	51,783.39	42,664.84
净利润	12,362.56	56,056.96	44,390.31	37,575.34
经营活动产生的现金流量净额	27,207.09	89,594.90	70,086.27	45,369.02
投资活动产生的现金流量净额	-21,244.31	-109,049.62	-35,531.26	-114,126.24
筹资活动产生的现金流量净额	17,291.88	-67,166.83	90,812.18	66,141.05
财务指标	2019年一季度	2018年	2017年	2016年
应收账款（含应收票据）周转天数	-	68.60	68.76	71.18
存货周转天数	-	49.69	48.64	47.48
应付账款（含应付票据）周转天数	-	133.99	142.30	152.67
净营业周期（天）	-	-15.70	-24.90	-34.01
流动资产周转天数	-	221.45	225.61	173.43
固定资产周转天数	-	183.84	186.31	180.34
总资产周转天数	-	487.54	484.22	431.24
综合毛利率	31.13%	32.94%	32.61%	36.81%
期间费用率	17.77%	15.07%	15.22%	16.69%

营业利润率	15.23%	18.19%	16.69%	18.30%
总资产回报率	-	14.60%	13.02%	16.56%
净资产收益率	-	20.64%	19.17%	23.90%
营业收入增长率	3.33%	17.84%	38.10%	27.87%
净利润增长率	-3.42%	26.28%	18.14%	24.88%
资产负债率	41.42%	41.40%	48.92%	38.09%
流动比率	1.59	1.53	1.42	1.36
速动比率	1.37	1.27	1.24	1.13
EBITDA（万元）	-	95,386.17	73,961.44	56,643.06
EBITDA 利息保障倍数	-	16.30	24.57	29.81
有息债务/EBITDA	-	0.89	1.81	0.71
债务总额/EBITDA	-	2.15	3.24	2.29
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.67	0.41	0.43
经营性净现金流/负债总额	0.13	0.44	0.29	0.35
收现比	1.09	0.99	0.95	0.91

注：2016 年合并利润表数据采用 2017 年审计报告上年同期数。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳崇达多层线路板有限公司	15,000.00 万元	100.00%	PCB 的生产和销售
大连崇达电路有限公司	30,000.00 万元	100.00%	PCB 的生产和销售
江门崇达电路技术有限公司	80,000.00 万元	100.00%	PCB 的生产和销售
崇达科技有限公司	100.00 万港币	100.00%	从事公司产品的销售、原材料和设备的采购及售后服务
珠海崇达电路技术有限公司	30,000.00 万元	100.00%	PCB 的生产和销售

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款（含应收票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款（含应付票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} (\text{含研发费用}) + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录四 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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