



2020年崇达技术股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年崇达技术股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

主体信用等级	本次 AA	首次 AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-3	2020-8-21

评级观点

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”，证券代码：002815.SZ）及其2020年9月7日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”或“崇达转2”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司产品应用领域广泛，客户较分散，2020年以来国内大客户拓展较顺利，收入持续增长，流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，公司外销业务收入增长放缓且面临一定的汇率波动风险，整体盈利下行，未来扩产项目投产后或存在一定的产能消化压力及收益不及预期等风险因素。

债券概况

债券简称：崇达转2

债券余额规模：14.00亿元

债券到期日期：2026-9-6

偿还方式：未转股部分按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 公司产能持续提升且客户储备丰富，预计业务持续性较好，未来营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	78.04	76.84	53.78	49.60
归母所有者权益	43.31	41.97	38.66	29.06
总债务	20.20	19.81	5.47	10.30
营业收入	12.99	43.68	37.27	36.56
净利润	1.38	4.45	5.26	5.61
经营活动现金流净额	1.99	5.26	7.87	8.96
销售毛利率	24.57%	26.39%	30.62%	32.94%
EBITDA 利润率	-	19.33%	23.33%	25.32%
总资产回报率	-	7.98%	12.23%	14.60%
资产负债率	42.35%	43.39%	27.65%	41.40%
净债务/EBITDA	-	0.20	-0.13	0.22
EBITDA 利息保障倍数	-	28.48	20.34	15.82
总债务/总资本	30.98%	31.30%	12.32%	26.17%
FFO/净债务	-	4.06	-6.15	3.40
速动比率	1.59	1.51	1.22	1.27
现金短期债务比	2.47	2.64	1.82	2.58

资料来源：公司2018-2020年审计报告、未经审计2021年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
 liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司在国内 PCB 生产企业中具有一定技术优势，排名靠前。**2020 年公司新增专利申请 79 项，其中新增发明专利申请 77 项。截至 2020 年末，公司拥有专利数量 264 项，其中发明专利 198 项，处于 PCB 行业内领先水平。2020 年公司营业额在中国综合 PCB 百强企业排名第 16 位。
- **公司产品应用领域广泛，客户储备丰富且较分散。**公司产品包括中低高层板、特殊板、HDI 板等，覆盖下游各应用领域，目前公司客户储备丰富，大客户拓展较顺利，2020 年通信设备、消费电子和医疗领域的销售额有较大增长，前五大客户销售额占比 28.88%，其中来自第一大客户中兴通讯的占比提升至 10.10%。
- **公司收入保持增长，流动性指标表现较好。**2020 年受益国内大客户订单放量等，公司营业收入进一步增长。得益于持续的利润积累和货款回收较及时，叠加本期债券募集了大量资金，目前公司盈余现金较充裕，债务以长期为主，各项杠杆状况及流动性指标表现较好，银行授信较充足，财务弹性较大。

关注

- **公司海外业务增长放缓且面临一定的汇率波动风险。**2020 年公司出口收入占比仍高，受全球新冠疫情、中美贸易环境摩擦等影响，当期公司外销收入仅小幅增加。并且公司外销以美元结算为主，人民币对美元持续升值产生较大汇兑损失，未来公司海外业务仍可能面临贸易环境及汇率波动等不利因素。
- **原材料涨价给公司带来一定的成本上升压力。**2020 年下半年以来上游主要原材料价格大幅上涨，2021 年一季度公司采购的覆铜板、铜箔、铜球等主要原材料价格亦开始出现一定程度上升，当期公司主营业务毛利率出现一定下滑。考虑到公司向下游客户转移材料成本存在滞后，短期内原材料涨价使得公司面临一定的成本上升压力。
- **公司盈利呈下行趋势，净利润同比出现有所下降。**近年来公司为拓展国内市场持续向“大客户、大批量”方向转型，产品价格有所下降，叠加原材料、人工等成本上涨，导致公司毛利率持续下滑。同时 2020 年参股公司业绩下滑导致投资收益同比减少、汇兑损失增加等因素影响下，当期净利润有所下降。
- **关注扩产项目投产后的产能消化及盈利情况。**公司扩产项目主要为珠海崇达一期和大连二期，其中珠海崇达一期预计 2021 年二季度试产，大连二期处于建设中，二者产能规模较大达产后合计产能将较公司 2020 年产能提升约 1.2 倍，若未来市场竞争加剧、订单不及预期等，未来产能爬坡过程或面临一定的消化压力以及盈利不达预期的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	世运电路	明阳电路
总资产	140.08	121.06	96.89	76.84	38.03	26.84
营业收入	116.00	70.64	56.00	43.68	25.36	12.91
净利润	14.31	9.25	5.19	4.45	3.04	1.33
销售毛利率	26.47%	28.32%	23.66%	26.39%	25.91%	28.43%
EBITDA 利润率	21.90%	21.40%	19.76%	19.33%	21.19%	19.28%
总资产回报率	13.11%	10.12%	7.80%	7.98%	9.47%	6.92%
资产负债率	46.86%	44.18%	61.49%	43.39%	28.99%	44.71%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券及募集资金使用情况

公司于2020年9月7日发行6年期14亿元可转债，募集资金扣除发行费用后拟用于珠海崇达电路技术有限公司新建电路板项目（一期）（以下简称“珠海一期”）的投资和补充流动资金。根据公司披露的《2020年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》（公告编号：2021-021），截至2020年12月31日本期债券募集资金余额79,890.13万元（含724.93元尚未支付的发行费用）。

根据有关规定和公司约定，本期债券转股期限自2021年3月11日至2026年9月6日¹。2021年第一季度，“崇达转2”因转股导致金额减少18,100元（181张），转股数量为922股。截至2021年3月31日，“崇达转2”剩余金额为1,399,981,900元（13,999,819张）。

由于公司实施2020年度权益分派导致“崇达转2”的转股价格略有调整，由调整前转股价格19.54元/股调整为19.29元/股，自2021年5月20日起生效。

三、发行主体概况

2020年以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，公司董事会成员、主要监事以及高级管理人员均较稳定，股本及股权结构由于实施资本公积金转增股本、股权激励、转债转股等因素影响略有变化。截至2021年3月31日，公司股本为87,563.66万元，姜雪飞先生仍为公司控股股东，姜雪飞与朱雪花夫妇仍为公司实际控制人，合计持股62.67%，股权均未质押。2020年公司新增1家子公司江苏普诺威电子股份有限公司（以下简称“普诺威”）纳入合并范围，截至2021年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，明细详见附录四。

四、运营环境

PCB行业景气度上行，预计2021年延续增长，5G和新能源汽车领域有望成为行业中长期增长点

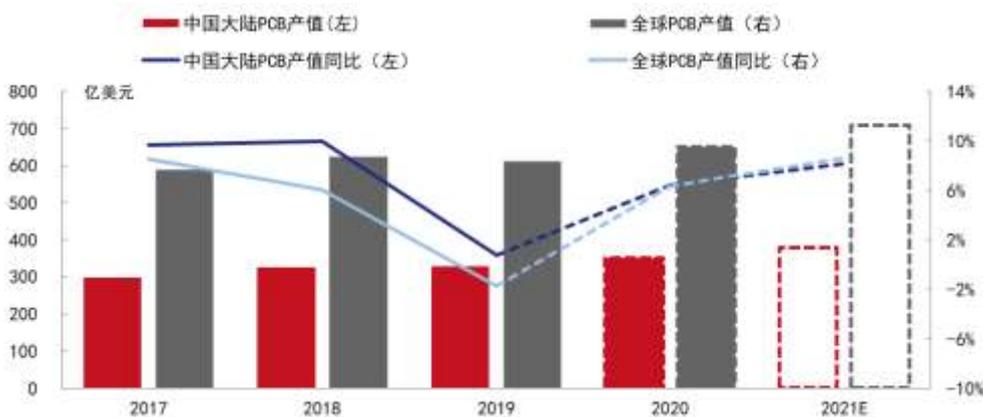
2020年下游结构性行情复苏推动PCB行业景气度上行，根据Prismark预估数，当期全球及中国PCB产值增速均达到6.4%。2020年上半年，通信领域延续2019年四季度以来由5G基站建设拉动的良好订单

¹ 由于2026年9月6日为非交易日，实际转股截止日期为2026年9月4日。

行情；但疫情冲击叠加中美贸易争端等影响，汽车电子及消费类电子需求严重下滑。进入下半年，终端市场出现明显结构性变化。通信领域5G基站建设节奏放缓导致通信PCB需求阶段性承压；但疫情催生的居家办公、居家学习等宅经济带来手机等消费电子需求回暖；同时汽车生产逐步恢复，尤其是新能源汽车领域表现较好。

预计2021年在全球经济复苏背景下，PCB市场整体有望延续增长态势。其中消费类电子和汽车电子领域受益终端消费刺激或继续向好，5G基站建设有望平稳推进。不过，当前全球半导体紧缺是否进一步影响汽车生产以及5G基站建设进度有待持续关注。

图 1 2020 年全球及国内 PCB 产值实现正增长，预计 2021 年延续增长态势



注：2020 年数据为 Prismaark 预估值，2021 年数据为预测值
 资料来源：Prismaark，中证鹏元整理

长期看，未来几年5G手机、5G网络建设、新能源汽车有望成为PCB行业持续增长的主要驱动力。根据Prismaark报告，预计2020-2025年全球PCB产值的年复合增长率约为5.8%，至2025年达到863.25亿美元，中国PCB产值年复合增长率约5.6%，至2025年达到461.18亿美元。

消费电子领域，手机系PCB下游占比最大的消费电子产品，未来几年5G换机潮叠加单部手机用量增加将带动该领域PCB相关产品需求增长。工业及信息化部数据显示，2020年中国5G手机出货量1.63亿部，渗透率由2019年的5%跃升至53%。据测算，主板面积需同步升级约30%以承载5G手机射频模块器件数量增加，零部件技术革新及数量增长促使单个手机FPC用量增长15%-20%。根据Prismaark报告，预计2020-2025年HDI、FPC类产品的产值年均复合增长率分别为6.7%、4.2%。

通信方面，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，并参照4G建设周期的投资规模，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来大规模市场增量。工业及信息化部信息显示，我国2020年新增约58万个5G基站，2021年计划新增60万个，未来几年5G基站建设进度和产业链发展预期有望进一步明确。根据Prismaark报告，预计2020-2025年应用于无线基础设施的PCB产值年复合增长率约为6.8%，应用于服务器/数据存储的PCB产值年均复合增长率为8.5%。

汽车电子方面，随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，车用PCB市场望持续扩容。2020年我国新能源汽车产量同比大幅增长17%，根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%）。考虑到单辆新能源汽车用PCB数量较普通燃油车用量提升约2倍，未来5年在新能源汽车产量高速增长下，汽车电子领域的PCB需求望迎来较大增长空间。

2020年下半年以来主要原材料价格显著上涨，覆铜板厂商开始陆续提价，短期内原材料价格上涨对PCB企业造成较大的成本上升压力

2020年下半年以来上游主要原材料价格迎来新一轮涨价周期，铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格出现急速拉升。其中，铜箔在2020年下半年以来由于疫情影响国外铜矿开工不足叠加全球宽松货币政策带来大宗商品铜价快速上涨，价格出现快速拉升，2021年1月铜箔价格已突破2017年以来的历史新高，较2020年6月的低点上涨34.47%。树脂价格在2020年10月以来由于化工行业的黑天鹅事件等迎来第二轮涨价周期，2021年1月价格已突破前高，涨至21.08元/kg，较2020年10月的低位上升34.78%。玻璃布价格走势整体和铜箔趋同，2020年8月低点之后急速拉升，2021年1月价格较低点大幅上升71.48%。

2021年一季度各大覆铜板厂商已开始多次调升产品价格，其中周期风向标建滔积层板2021年3月不同牌号FR4最高报价相比2020年四季度提升较多，生益科技2021年3月报价亦环比提升。虽然产业链整体价格传导机制较通畅，但考虑到近年PCB行业大规模持续扩产，新增产能释放加剧行业竞争，PCB企业向下游客户转嫁材料成本的难度增加，产品提价存在滞后期，短期内PCB企业面临较大的成本上升压力。后续若中国巨石（玻璃布）、建滔化工（电子铜箔）等新增产能能尽快投放，叠加大宗商品铜价的潜在回落，原材料价格上涨压力或逐步缓和。

五、经营与竞争

公司主营业务仍为PCB的研发、生产和销售，产品包括单面板、双面板、4-6层板、高层板、特殊板、HDI板等。2020年公司继续推进大客户、大批量的战略转型以及加快国内市场开拓，随着国内大客户、大批量订单逐步落地，国内市场保持较快增长。当期公司主营业务收入同比增长17.59%，其中内销收入同比增长58.17%，占比37.08%。2021年1-3月国内市场行情继续向好，公司整体销量增加，叠加当期合并范围收入新增普诺威，当期公司主营业务收入同比大幅增长37.77%。毛利率方面，在市场竞争激烈的背景下，公司产品价格有所下降，叠加原材料大幅涨价，主营业务毛利率受到影响。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	124,189.86	21.11%	419,570.36	23.49%	356,794.45	27.55%

资料来源：公司2019年报、2020年报及公司提供的2021年一季度数据，中证鹏元整理

公司新增较多专利，在国内PCB生产企业中具有技术优势以及一定的市场份额和品牌知名度

公司注重技术积累，取得了大量与PCB相关的专利技术，专利数量处于行业内领先水平。2020年公司加大研发投入，研发费用同比增长22.12%，其占营业收入比例为6.09%，处于行业内较高水平。当期公司新增专利申请79项，其中新增发明专利申请77项、新增实用新型专利申请2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；荣获工业设计中心、绿色环保优秀企业、5G交付突出贡献奖、辽宁省专利奖、大连市专利产业化示范试点、大连市科学技术奖、大连市工程研究中心等多项荣誉。

截至2020年12月31日，公司拥有专利数量264项，其中发明专利198项、实用新型专利66项；拥有计算机软件著作权26项；累计专利申请1,248项，其中PCT国际专利累计申请12项、发明专利申请累计820项。未来公司将继续加大与5G相关产品的研发投入，尤其在通信传输网、核心网、数据中心等方面的应用领域，为5G应用的高密度高速多层板相关产品的大批量生产做好技术储备。

公司具有一定的市场份额和品牌知名度。根据Prismark的数据统计，2019年公司营业额在全球PCB百强企业中排名第36位；根据CPCA发布的第二十届（2020）中国电子电路行业排行榜，公司2020年营业额在中国综合PCB百强企业排名第16位。

2020年以来公司整体产能小幅提升，产能利用仍表现较好，但受市场及订单储备情况等影响，扩产项目实施进度均有所延后，未来投产后仍可能存在一定的产能消化压力和盈利不及预期的风险

截至2020年末，公司共有4处已投产生产基地，包括深圳、大连一期、江门一期和二期。其中深圳基地产能较稳定，2019年下半年开始导入中兴通讯切入5G产品，2020年二季度来自中兴通讯的5G相关订单增长迅速。大连一期和江门一期的产能规模较大，由于投产时间较早，近年为提升效率、优化生产工艺正在实施技术改造。

江门二期系IPO募投项目，产品原定位为工业类HDI，2019年以来工业类HDI产品需求不及预期，公司逐步调整产品结构导入消费类HDI客户。随着5G智能移动终端渗透率的不断提升以及智能手机销售市场的回暖，目前手机类HDI产品需求较为旺盛，江门二期HDI产能有所提升但仍未满产。整体上，受产能爬坡尚未满产、产品结构调整、部分客户处于产品导入期、中美贸易摩擦等因素综合影响，该项目实际效益仍低于预期水平。

表2 公司已投产生产基地情况（万平方米/年）

生产基地	产品定位	投产年份
深圳崇达	5G通信、超级计算机、服务器等高多层产品为主	1999年9月
大连一期	二到六层板多品种小批量PCB产品	2008年10月
江门一期	重点发展光电、汽车、电脑等领域的四到八层板	2013年5月
江门二期	HDI、软硬结合板、薄板等高端消费类电子领域产品	2016年7月

资料来源：公司提供

2020年公司主要工厂合计产能提升约10%，整体产能利用率维持较高水平。2021年一季度产能较上

年同期提升约35%，主要系江门二期产能逐步释放、以及江门一期、大连一期技改项目实施带来一定产能提升等。

表3 公司主要生产基地产能及利用情况（单位：万平方米）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
产能	106.10	368.88	336.00
产量	94.72	333.95	292.89
产能利用率	89.27%	90.53%	87.17%

注：上表产能及产量数据不含大连电子和普诺威²。

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目包括珠海崇达一期、大连二期等5个项目。其中珠海崇达一期系“崇达转2”募投项目，目前该项目正在开展机电装修和设备调试工作，计划2021年第二季度试产，产品定位和江门一期类似，主要为工控、光电、汽车等领域4-8层板大批量订单产品，投产初期订单主要来自江门一期大客户新增订单。

大连二期系大连一期扩建项目，计划在现厂区南侧和北侧各新建一座厂房，产品定位为2-6层多品种小批量板，2020年以来受大连疫情和气候等影响，项目实施进度较为缓慢。

崇达大厦、江门一期技改项目和大连技改项目系2018年“崇达转债”募投项目，技改项目主要基于现有生产厂房引进先进智能的自动化设备，分别形成年产13.10万平方米高多层线路板的产能和在原产能不变的基础上将超大规格印制线路板的年产能提升24万平方米，原计划在2019年末完工，后项目建设工期延长至2021年6月。

未来珠海崇达一期、大连二期建成达产后，公司年产能（不含技改项目）有望提升450万平方米，相较2020年末增长约1.2倍，新增产能规模大，后续产能爬坡过程中或面临一定的消化压力；同时项目投产后的效益受市场竞争、产品结构、产能利用率等因素影响能否达到预期亦存在一定的不确定性。此外，公司大连二期建设资金主要来源公司自筹，存在一定的资金压力。

表4 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元、万平方米/年）

项目名称	预计总投资	已投资	产能	预计投产进度
珠海崇达电路技术有限公司新建电路板项目（一期）	136,641.51	46,427.71	270.00	2021年第二季度试产、2024年底达产
大连崇达电路有限公司PCB建设项目二期（大连二期）	45,074.02	2,850.98	180.00	2024年底达产
崇达技术总部运营及研发中心（崇达大厦）	41,785.09	14,439.48	-	2021年12月31日
高多层线路板技术改造项目（江门一期技改）	21,939.11	18,386.75	13.10	2021年6月30日
超大规格印制线路板技术改造项目（大连技改）	20,000.00	14,856.39	-	2021年6月30日
合计	265,439.73	96,961.31	-	-

²大连电子于2019年10月纳入合并范围，主要生产单面板，2020年年产能44万平方米，产品单价低，其收入在公司合并范围占比很低。

普诺威系2020年10月纳入合并范围，主要生产IC载板，2020年四季度产能约1.3万平方米，规模较小。

注：大连二期设计年产能180万平方米取数来自《大连崇达电路有限公司PCB建设项目二期可行性研究报告》，大连技改项目完成后年产能不变，其中超规格印制线路板年产能提升24万平方米。

资料来源：公司提供

公司产品应用领域广泛，客户储备丰富且较分散；2020年受益国内大客户订单放量，内销收入快速增长；海外业务受全球疫情影响增长放缓且其占比仍较高，面临一定的汇率波动风险

公司产品广泛应用于下游各应用领域。2020年来自各领域的销售额占比分别为：通信设备38%、工业控制20%、汽车电子14%、消费电子14%、医疗设备7%、安防电子6%和航空航天2%，其中来自通信设备、消费电子和医疗设备领域的销售额受益下游需求向好有较大增长。

公司拥有境内外知名客户群，客户集中度较低。公司客户储备丰富，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，2020年前五大客户收入合计占主营业务收入的比例为28.88%，第一大客户中兴通讯的占比提升至10.10%。公司凭借技术优势持续推动行业大客户销售策略，加强与世界500强及下游行业领先企业的合作。目前公司在5G方面合作的主要客户有中兴通讯、烽火通信、康普（CommScope）、高意（II-VI）、Calix、博通（Broadcom）、立讯精密、安费诺（Amphenol）、Intel等；在5G通讯之外，公司合作的大客户还包括：ABB、海康威视、大华科技、京东方（BOE）、新华三（H3C）、松下（Panasonic）、Preh均胜、捷温、Amazon、富士康等各行业领先企业。

公司经历从“小批量”市场逐步走向“中大批量”市场的转变，2020年公司继续拓展中大批量订单，当期整体销量增长24.90%，其中大批量订单占比提升迅速，大批量（50平方米以上）的销售面积占比提升至55.63%，同比增加了7.93个百分点。产品结构上，高端产品增长较快，随着手机等移动终端渗透率的不断提升，公司2020年HDI产品销售面积增长较快；同时在中兴通讯5G相关产品订单大幅增加，当期公司在5G应用领域的销售收入同比增长688.54%达到4.49亿元，占公司当期收入的比重为10.28%。

整体而言，受益大客户订单导入、中大批量订单提升、高端领域取得一定突破等，2020年公司销售额同比增长17.59%。但在市场竞争激烈情况下，公司为导入大批量客户和国内大客户采取了适当降价举措，产品销售均价有所下降。

表5 公司产品销售情况

项目	2021年 1-3月	2020年	2019年
产量（万平方米）	111.68	377.57	292.89
销量（万平方米）	112.58	365.84	292.91
产销率	100.81%	96.89%	100.01%
当期收入（万元）	124,189.86	419,570.36	356,794.45
销售均价（元/平方米）	1,103.13	1,146.87	1,218.10

资料来源：公司提供

从销售区域占比看，2020年得益于国内大客户订单释放，公司在国内市场保持较快增长，内销收入

同比增长58.17%，内销占比提升9.51个百分点至37.08%。但外销业务占比仍较高，外销出口区域包括欧洲、亚洲（不含中国大陆）和美洲等地，海外客户主要集中在中高端工业领域。2020年受到全球新冠疫情、贸易环境变差、海外需求低迷等影响，外销收入仅小幅增长2.15%。并且外销以美元结算为主，当期由于人民币对美元持续升值产生汇兑损失3,654.57万元，占当期净利润的8.21%，上年同期产生汇兑收益783.10万元，汇率波动对公司盈利产生较大影响，未来公司海外业务发展仍可能面临贸易环境变化及汇率波动等不利因素。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
内销	45,356.69	-	155,594.11	21.27%	98,371.86	25.44%
外销	78,833.18	-	263,976.26	24.79%	258,422.59	28.36%
主营业务	124,189.86	21.11%	419,570.36	23.49%	356,794.45	27.55%

注：2021年一季报未区分内外销成本。

资料来源：公司提供

公司整体运营效率较高，但2020年下半年以来的原材料涨价使得公司面临一定的成本上升压力

2020年由于大客户订单主要采取票据结算，票据期限较长，导致当期货款回收周期有所延长，应收款项周转天数上升。同时公司和供应商的结算中亦增加了票据支付，从而使得当期扣除设备类应付账款后的应付账款周转天数亦有所延长。此外，公司采取“以销定产”的生产模式，存货规模相对较小，存货周转效率仍较高。综合来看，虽然公司与上下游的结算周期略有延长，但净营业周期缩短，营运效率仍表现较好。

表7 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2020年	2019年
应收款项周转天数	84	73
存货周转天数	53	50
应付款项周转天数	117	104
净营业周期	20	19

注：应付款项周转天数扣除设备类应付账款及应付票据后计算所得。

资料来源：公司2019年、2020年审计报告，中证鹏元整理

公司营业成本中的直接材料占比较高（约70%），主要包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片、金盐等。2020年下半年以来，覆铜板上游三大原材料铜箔、树脂和玻璃布价格陆续进入新一轮涨价周期，覆铜板大厂于2021年一季度开始陆续提价。2021年一季度公司覆铜板、铜箔、铜球等材料采购价格均呈现不同程度上涨。2021年一季度原材料涨价已使得公司营业成本增幅大于收入增长。

考虑到PCB行业市场竞争激烈，其相对上游覆铜板厂的议价能力偏弱，同时下游终端客户亦较强势，公司向下游客户转移材料成本亦存在滞后，短期内原材料涨价将使得公司面临一定的成本上升压力。

表8 公司主要原材料采购价格情况

项目	单位	2021年1-3月	2020年	2019年
覆铜板	元/平方米	98.01	92.61	100.01
铜球	元/公斤	56.02	45.64	43.85
铜箔	元/公斤	87.01	70.47	68.76
半固化片	元/平方米	12.47	13.55	13.56
金盐	元/克	233.37	237.2	190.17

资料来源：公司提供

2020年公司参股子公司三德冠受疫情影响业绩大幅下滑，当期公司继续收购了普诺威15%股权并纳入合并范围，当期普诺威业绩表现较好

公司与楼宇星、楼帅、吕亚于2018年7月2日签署《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》及其补充协议，协议约定待相关条件成就后12个月内公司将继续收购三德冠股权，直至控股三德冠60%股权。2020年以来协议约定的相关条件未完全成就，公司在收购三德冠方面未有新进展。截至2021年3月末，公司持有三德冠股权仍为40%。

三德冠作为国内柔性线路板制造商和服务供应商，其产品应用于手机、平板电脑、笔记本电脑和汽车等领域，主要客户有京东方、天马、信利光电等。2020年受疫情及中美贸易争端等影响，三德冠营业收入和净利润同比分别下滑26.51%和64.60%，导致当期公司投资收益同比减少3,501.56万元。

公司与石河子市同威鑫泰股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“同威鑫泰”）和马洪伟、朱小红分别于2019年5月29日和2019年6月25日签署了《关于江苏普诺威电子股份有限公司之股权转让协议》。2020年以自有资金3,806.50万元继续收购普诺威15%股权，并于2020年10月完成相关股权交割工作，至此公司合计持有普诺威55%股权，并将其纳入公司合并范围。普诺威主要产品包括IC载板等。2020年IC载板领域受益TWS耳机爆发式增长，普诺威当期收入同比增长40.71%，净利润同比增长81.64%。

整体而言，公司通过收购三德冠和普诺威快速拓展FPC和IC载板等领域，间接获得京东方、天马等大客户资源，有助于公司收入及利润的多元化。但因收购标的产品结构相对单一，其中三德冠主要生产软板，普诺威主要生产IC载板，因此收购标的业绩易受下游需求影响而出现较大波动。

表9 三德冠和普诺威主要财务指标（单位：万元）

项目	项目	2021年1-3月	2020年	2019年
三德冠	总资产	108,155.36	104,783.29	111,158.25
	净资产	50,910.41	50,700.29	45,498.98
	资产负债率	52.93%	51.61%	59.07%
	营业收入	20,116.41	91,305.58	124,238.68
	净利润	746.42	5,187.39	14,654.16
普诺威	总资产	36,940.60	33,036.86	27,488.22
	净资产	22,819.64	19,241.24	15,040.66

资产负债率	38.23%	41.76%	45.28%
营业收入	13,236.13	32,626.66	23,187.52
净利润	3,579.33	4,195.94	2,309.98

资料来源：公司提供

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健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告、2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2018年无新增子公司，2019年新增2家子公司，2020年新增1家，司合并报表范围情况详见附录四。

资产结构与质量

跟踪期内公司资产总额快速增长，资产结构较稳定，资产质量较好

2020年末公司总资产增幅较大，主要系可转债发行推动负债规模增加所致；资产构成上仍主要由现金类资产、应收账款及固定资产等构成。期末公司受限资产合计4.37亿元，占比5.68%，包括受限货币资金、应收票据及固定资产。

2020年末公司货币资金和交易性金融资产同比大幅增加主要系当期收到“崇达转2”募集资金所致，交易性金融资产系购买的保本浮动收益型理财产品，期末受限货币资金金额为1.53亿元，主要为开具信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

2020年末公司应收账款占比仍较大，期末账龄主要集中在1年以内，应收对象较分散，前五大应收账款合计占比28.53%，公司已按照账龄法计提坏账准备。公司存货周转快，期末存货占比相对不高。

公司固定资产主要系房屋、厂房及机器设备，2020年末账面价值增加11.78%，主要系购置大量机器设备转为固定资产所致。2020年末公司在建工程同比大幅增长130.68%，主要系珠海崇达一期、崇达大厦尚在建设中，以及子公司技改购置的部分设备未验收所致。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.44	9.54%	5.92	7.70%	2.15	3.99%
交易性金融资产	8.01	10.26%	9.62	12.52%	2.78	5.18%
应收账款	10.54	13.50%	9.39	12.22%	7.61	14.15%
存货	6.18	7.92%	5.90	7.68%	3.63	6.75%

流动资产合计	35.88	45.98%	35.76	46.53%	19.56	36.37%
固定资产	24.75	31.71%	24.02	31.26%	21.49	39.96%
在建工程	6.96	8.92%	7.12	9.27%	3.09	5.74%
非流动资产合计	42.16	54.02%	41.08	53.47%	34.22	63.63%
资产总计	78.04	100.00%	76.84	100.00%	53.78	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年以来公司持续推进大客户销售战略及适当降价举措，收入保持增长，但盈利略有下行

公司产品以外销为主，2020年海外市场受疫情、贸易环境变化等影响收入增长放缓。同时公司继续在国内市场推进大客户销售及适当降价举措，当期来自中兴通讯等大客户订单放量，带来国内市场的快速增长。整体上，2020年公司营业收入同比增长17.18%。

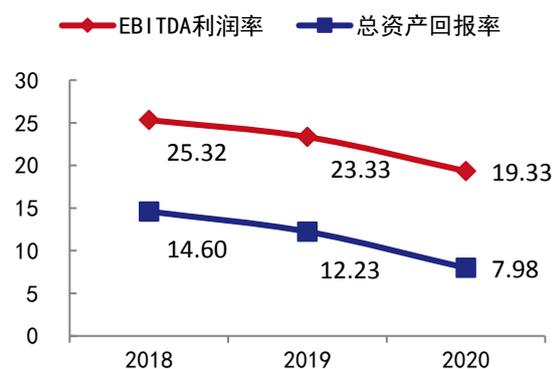
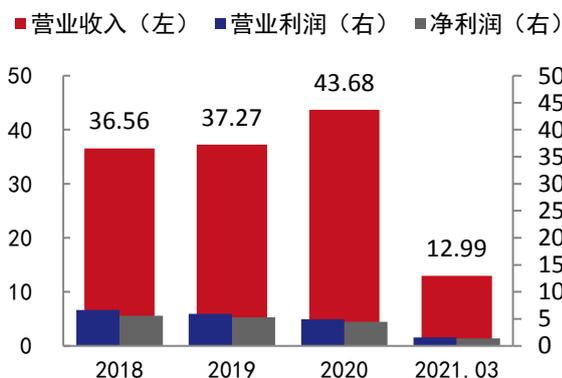
但受产品价格下降，以及人工成本、原材料成本持续上涨，叠加参股公司三德冠净利润下滑导致投资收益同比减少、人民币持续升值导致的汇兑损失同比增加等因素综合影响，公司2020年净利润同比下降15.34%，EBITDA利润率继续下行。此外，由于公司总资产规模增速快于利润增速，导致总资产回报率亦呈下降趋势。

2021年一季度公司受益下游需求持续向好，订单增加使得当期收入大幅增长。同时由于原材料涨价以及管理费用、财务费用同比增加较多，使得当期利润增幅明显低于收入增速。

未来随着珠海崇达一期、大连二期生产基地的投产以及技改项目的完成，公司产能将进一步提升，若订单充足，公司营业收入有望继续增长。但市场竞争加剧背景下，公司往国内大客户及大批量订单转型的策略对产品盈利空间有一定影响，叠加原材料涨价带来的成本上升，未来公司整体盈利仍可能受到挤压。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司整体现金生产能力较好，在建项目投资规模较大，仍存在一定的资金支出压力

2020年公司收入保持增长，回款较及时，但由于大客户采用票据结算的比例增加使得经营性现金回款减少，同时存入银行保证金余额增长使得其他与经营活动有关的现金大幅增加，上述因素综合使得公司2020年经营活动净现金流入规模同比减少。投资方面，公司近年扩产积极，资本开支持续较高，投资活动现金流呈现为持续大额净流出，2020年投资活动净现金流出与经营活动净流入存在较大的资金缺口。当期公司发行可转债使得筹资净现金流规模较大，较好地弥补了资本支出的资金需求。

受益公司利润持续积累和回款较及时，2020年EBITDA和FFO整体保持较稳定，现金生成能力较好。截至2020年末，公司主要在建项目尚需大量投资，其中大连二期项目建设资金主要来源于自筹，主要依靠公司已有货币资金和后续日常经营性现金积累，资金缺口较大，后续或存在一定的资金压力。

图 4 公司现金流结构

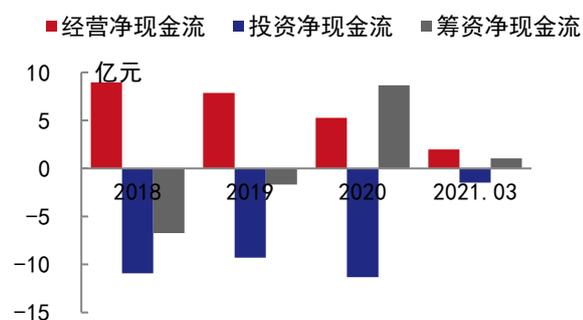
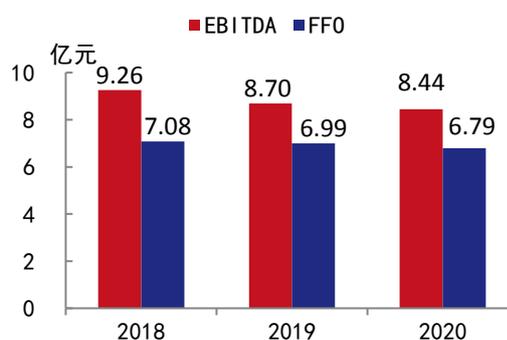


图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况

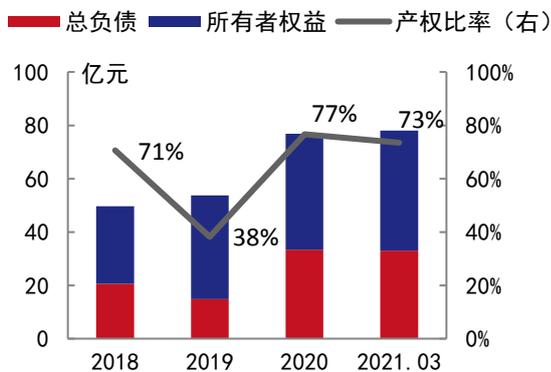
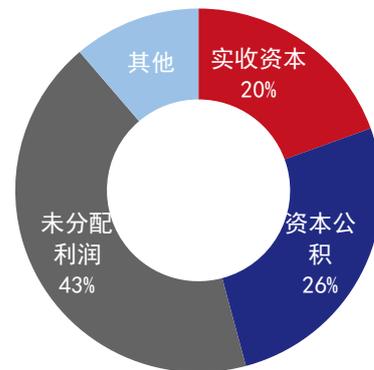


资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模快速增长，杠杆水平仍偏低，刚性债务偿还压力可控

2020年公司成功发行本期债券使得总债务增加，叠加业务扩大导致的经营性负债上升，综合使得公司期末总负债增长124.23%。2020年末所有者权益同比小幅增加，主要表现为未分配利润增加及可转债中计入的其他权益工具。整体而言，公司资本实力较强，产权比率偏低，但由于2020年末总负债规模增长快，其增幅显著大于权益，导致期末产权比率较上年末快速上升。

图6 公司资本结构

图7 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

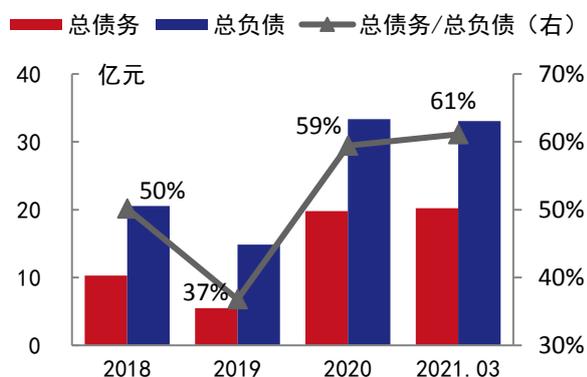
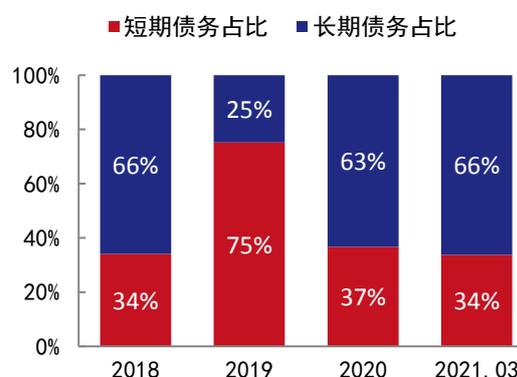
2020年末，公司银行借款均为短期，应付票据均为银行承兑汇票。同时业务规模扩大亦增加了材料采购，同时2020年由于技改公司购置了大量新机器设备，导致期末应付账款中的应付工程设备款大幅增加。应付债券系本期债券，2020年末其中金融负债成分计入应付债券12.54亿元，权益工具成分以公允价值1.47亿元计入其他权益工具。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.79	8.34%	1.72	5.15%	2.01	13.49%
应付票据	3.87	11.71%	5.55	16.66%	2.11	14.18%
应付账款	10.00	30.24%	10.15	30.45%	6.93	46.63%
流动负债合计	18.68	56.53%	19.77	59.29%	13.06	87.84%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.36	9.12%
应付债券	12.68	38.37%	12.54	37.62%	0.00	0.00%
非流动负债合计	14.37	43.47%	13.57	40.71%	1.81	12.16%
负债合计	33.05	100.00%	33.34	100.00%	14.87	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司总债务包括银行借款、应付票据及应付债券。2020年以来总债务大幅增加，主要系可转债发行以及应付票据规模持续增加所致。公司债务以长期债务为主，刚性债务压力可控。

图 8 公司债务占负债比重

图 9 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

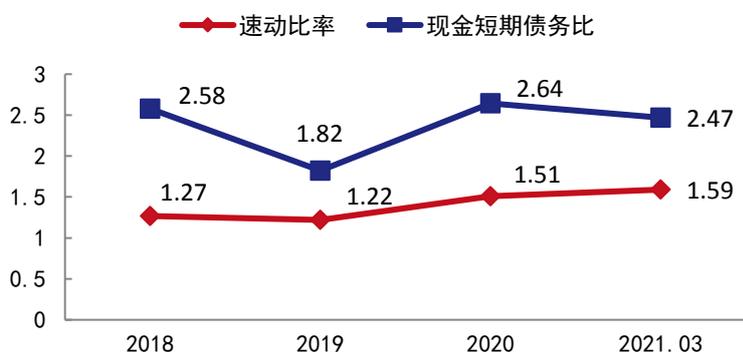
公司整体财务杠杆水平偏低。2020年可转债发行使得期末总负债增幅较大，资产负债率同比快速提升。虽然可转债发行后导致公司债务规模快速上升，但由于可转债票面利率低，叠加持续的利润积累，2020年公司EBITDA利息保障倍数仍处于高水平；并且公司盈余现金相对充裕，总体债务可控，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标由于债务增加而上升，但整体杠杆状况仍表现较好。

表12 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	42.35%	43.39%	27.65%
净债务/EBITDA	-	0.20	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	-	28.48	20.34
总债务/总资本	30.98%	31.30%	12.32%
FFO/净债务	-	4.06	-6.15

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动性较好，近两年现金短期债务比和速动比率持续上升。截至2021年末3月末，公司处于有效期内的本币银行授信余额13.30亿元，固定资产中的房屋和无形资产中的土地使用权大部分未抵押，融资弹性较好；作为A股上市公司，外部融资渠道较多样且较通畅，整体获取流动性资源的能力较强。

图 9 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2021年4月29日）及子公司深圳崇达多层线路板有限公司（查询日2021年4月30日）、江门崇达电路技术有限公司（查询日2021年5月11日）、大连崇达电子有限公司（查询日2021年5月7日）、大连崇达电路有限公司（查询日2021年5月7日）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，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。

八、结论

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，维持本期债券信用等级为AA。

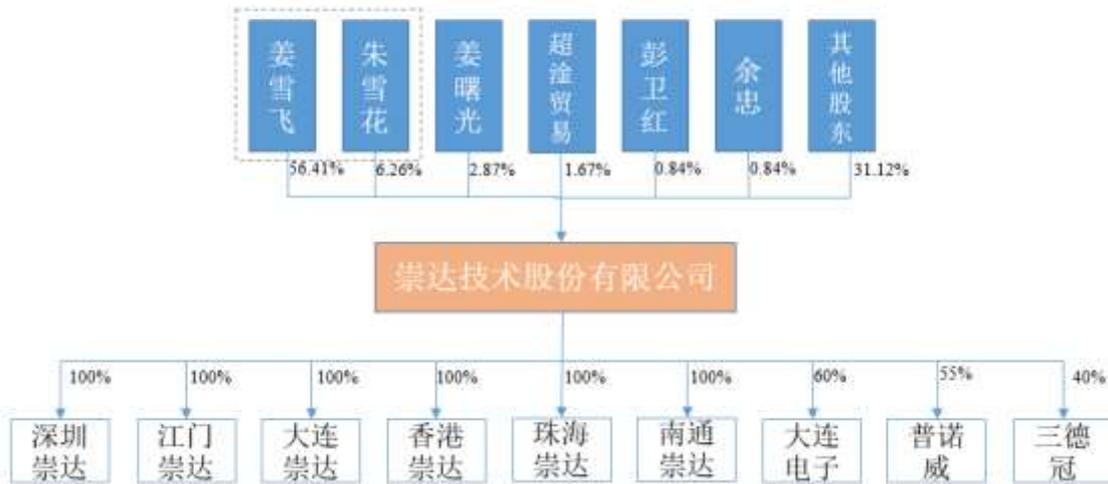
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.44	5.92	2.15	5.23
交易性金融资产	8.01	9.62	2.78	0.00
应收账款	10.54	9.39	7.61	7.16
存货	6.18	5.90	3.63	3.55
流动资产合计	35.88	35.76	19.56	20.49
固定资产	24.75	24.02	21.49	19.62
在建工程	6.96	7.12	3.09	2.83
非流动资产合计	42.16	41.08	34.22	29.11
资产总计	78.04	76.84	53.78	49.60
短期借款	2.79	1.72	2.01	1.44
应付票据	3.87	5.55	2.11	1.80
应付账款	10.00	10.15	6.93	7.47
一年内到期的非流动负债	0.16	0.00	0.00	0.28
流动负债合计	18.68	19.77	13.06	13.37
长期借款	0.00	0.00	1.36	0.28
应付债券	12.68	12.54	0.00	6.51
非流动负债合计	14.37	13.57	1.81	7.16
负债合计	33.05	33.34	14.87	20.53
总债务	20.20	19.81	5.47	10.30
归属于母公司的所有者权益	43.31	41.97	38.66	29.06
营业收入	12.99	43.68	37.27	36.56
净利润	1.38	4.45	5.26	5.61
经营活动产生的现金流量净额	1.99	5.26	7.87	8.96
投资活动产生的现金流量净额	-1.49	-11.31	-9.30	-10.90
筹资活动产生的现金流量净额	1.04	8.66	-1.67	-6.72
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	24.57%	26.39%	30.62%	32.94%
EBITDA 利润率	--	19.33%	23.33%	25.32%
总资产回报率	--	7.98%	12.23%	14.60%
产权比率	73.46%	76.65%	38.21%	70.64%
资产负债率	42.35%	43.39%	27.65%	41.40%
净债务/EBITDA	--	0.20	-0.13	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	28.48	20.34	15.82
总债务/总资本	30.98%	31.30%	12.32%	26.17%
FFO/净债务	--	4.06	-6.15	3.40
速动比率	1.59	1.51	1.22	1.27

现金短期债务比	2.47	2.64	1.82	2.58
---------	------	------	------	------

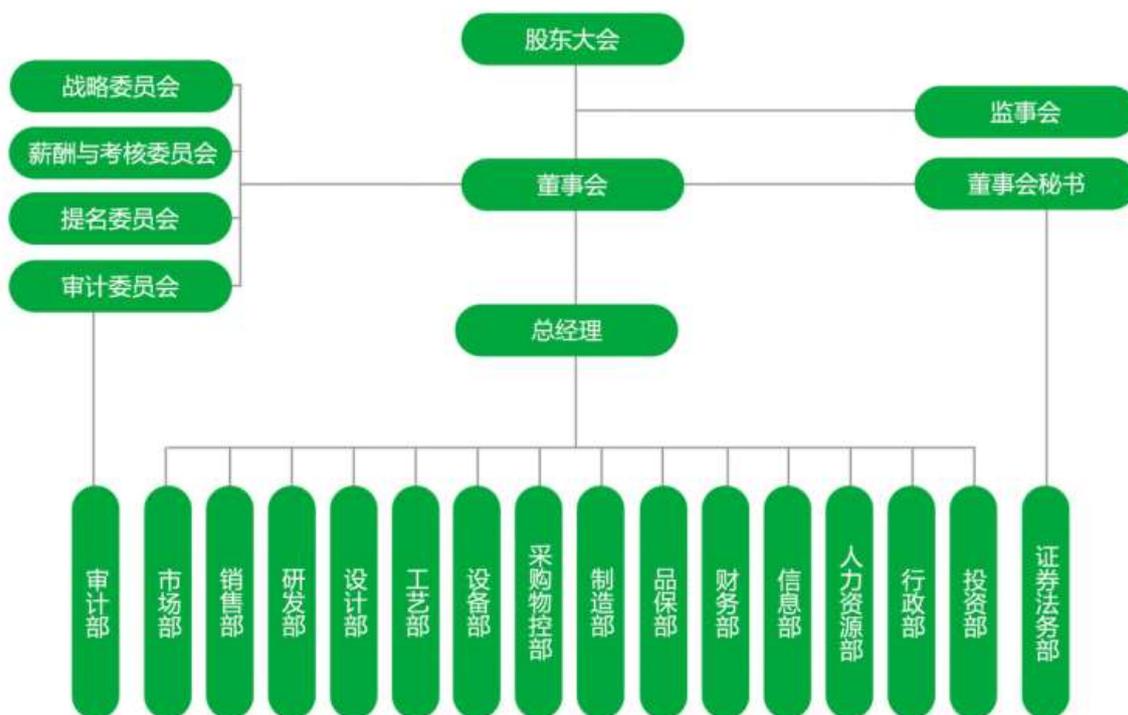
资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式	合并时间	主营业务
深圳崇达多层线路板有限公司	70,000.00	100.00%	设立	1999年8月	多层PCB的生产和销售
大连崇达电路有限公司	30,000.00	100.00%	设立	2008年3月	PCB的生产和销售
崇达科技有限公司	100.00（港币）	100.00%	设立	2009年1月	从事公司产品的销售、原材料和设备的采购及售后服务
江门崇达电路技术有限公司	80,000.00	100.00%	设立	2010年7月	PCB的生产和销售
珠海崇达电路技术有限公司	30,000.00	100.00%	设立	2017年9月	PCB的生产和销售
南通崇达半导体技术有限公司*	21,000.00	100.00%	设立	2019年6月	半导体器件的生产和销售
大连崇达电子有限公司	3,400.00	60.00%	收购	2019年10月	PCB的生产和销售
江苏普诺威电子股份有限公司	11,031.00	55.00%	收购	2020年10月	IC载板的生产、研发及销售

注：公司原计划建立南通崇达半导体技术有限公司生产IC基板，在控股普诺威55%股份后，已于2021年5月注销了南通崇达半导体技术有限公司。

资料来源：公开查询及公司2020年年报

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
应收账款周转天数	360 / { 营业收入 / [(期初应收账款账面价值+期初应收票据账面价值+期末应收账款账面价值+期末应收票据账面价值) / 2] }
存货周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初存货+期末存货) / 2] }
应付账款周转天数	360 / { 营业成本 / [(期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额-期初设备类应付账款余额-期末设备类应付账款余额) / 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

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。