

2017 年崇达技术股份有限公司

**可转换公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【336】号 01

债券简称：崇达转债
债券剩余规模：8.00 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：
舒静 刘诗华
电话：
0755-82871612
邮箱：
shuj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

2017 年崇达技术股份有限公司 可转换公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2018 年 05 月 28 日	2017 年 08 月 01 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“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 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强，产能持续扩大且产能利用情况较好，营业收入及利润规模快速增长，经营活动现金流较为稳健；同时鹏元也关注到，目前印制电路板行业竞争相对激烈，公司毛利率有所下滑，原材料价格上涨不利于生产稳定和成本控制，面临一定资金压力等风险因素。

正面：

- 公司具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强。2017 年公司以 31.03 亿元的营业收入在全国 PCB 行业企业（含外资）排名第 17 位；“SUNTAK”获评广东省著名商标且被国家工商总局认定为驰名商标；公司拥有多个省级研发中心及“国家 CNAS 实验室”，2017 年子公司深圳崇达多层线路板有限公司（以下简称“深圳崇达”）获 CNAS 证书和 NADCAP 认证。
- 公司产能持续扩大且产能利用情况较好。2017 年公司印制电路板年产能扩充至 280.50 万平方米，同比增长 43.40%。公司整体产能利用情况较好，2017 年提高至 87.08%。公司在江门和珠海等地的生产基地建设完成后，产能规模将进一步扩大。
- 公司营业收入及利润规模快速增长。2017 年及 2018 年一季度公司分别实现营业收

入 31.03 亿元、8.76 亿元，同比分别增长 38.10%、27.78%；分别实现净利润 4.44 亿元、1.28 亿元，同比分别增长 18.14% 和 33.94%。

- **公司经营活动现金流较为稳健。**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。2017 年及 2018 年一季度收现比分别为 0.95 和 0.94；经营活动现金流净额分别为 7.01 亿元和 1.39 亿元。

关注：

- **目前印制电路板行业竞争相对激烈，公司毛利率有所下滑。**2016 年全球排名前十的 PCB 厂商合计市场占有率为 32.56%，排名第一的企业市场占有率仅为 6.1%。受主要原材料价格上涨、产品结构变化和降价等因素影响，2017 年公司印制电路板毛利率下降 5.1 个百分点，综合毛利率下降 4.2 个百分点。
- **原材料价格上涨，不利于生产稳定和成本控制。**2017 年以来，我国继续推进供给侧改革，同时施行环保限产政策，原材料供给端偏紧，而新能源汽车快速增长引发锂电铜箔需求爆发式增长，导致生产覆铜板及 PCB 所需的标准铜箔供应不足。2017 年公司主要原材料铜箔、覆铜板和铜球价格均大幅上涨，不利于生产稳定和成本控制。
- **面临一定的资金压力。**截至 2017 年底公司主要在建项目计划总投资 26.16 亿元，尚需投资额 19.14 亿元。综合测算，除募集资金外主要在建项目资金缺口在 10 亿元以上，公司面临一定的资金压力。

发行人主要财务指标：

项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	484,013.22	494,307.54	340,344.30	197,895.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	265,283.69	252,483.33	210,711.53	103,750.19
有息债务（万元）	129,753.45	146,823.51	51,517.84	47,951.60
资产负债率	45.19%	48.92%	38.09%	47.57%
流动比率	1.56	1.42	1.36	0.90
速动比率	1.35	1.24	1.13	0.74
营业收入（万元）	87,644.22	310,264.46	224,661.19	175,694.18
营业利润（万元）	14,986.24	51,783.39	41,110.47	34,110.79
净利润（万元）	12,800.36	44,390.31	37,575.34	30,088.23
综合毛利率	32.62%	32.61%	36.81%	36.62%

总资产回报率	-	13.02%	16.56%	20.58%
EBITDA（万元）	-	74,638.70	56,768.56	46,340.35
EBITDA 利息保障倍数	-	24.57	29.81	46.31
经营活动现金流净额（万元）	13,881.67	70,086.27	45,369.02	45,463.06

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 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，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8亿元公司债券，募集资金用于建设崇达技术总部运营及研发中心等项目和补充流动资金。截至2017年12月31日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表 1 截至 2017 年 12 月 31 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
崇达技术总部运营及研发中心	28,000.00	540.20
超大规格印制线路板技术改造项目	20,000.00	2,807.48
高多层线路板技术改造项目	20,000.00	2,703.87
补充流动资金	12,000.00	0.00
合计	80,000.00	6,051.55

资料来源：公司 2017 年年度报告

二、发行主体概况

截至2018年3月31日，公司注册资本仍为41,000.00万元，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，合计持股比例仍为67.37%。

2017年以来公司业务范围未发生重大变化，主营业务为印制电路板的研发、生产和销售。2018年3月30日公司发布公告，拟将公司名称由“深圳市崇达电路技术股份有限公司”变更为“崇达技术股份有限公司”，拟将公司英文名称由“Shenzhen Suntak Circuit Technology Co., Ltd.”变更为“Suntak Technology Co., Ltd.”，同时对公司章程作相应修改。2018年5月22日，公司完成更名手续。

2017年9月4日，公司新设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10,000.00万元，主要从事PCB的生产和销售业务。2017年12月25日，子公司大连崇达电路有限公司（以下简称“大连崇达”）取得大连中荣精密部件有限公司（以下简称“中荣精密”）100%股权。中荣精密无生产经营活动且账面资产负债的组合不具有投入、加工处理过程和产出能力，购买中荣精密不构成企业合并。中荣精密已于2018年3月22日被大连崇达吸收合并，并办理了注销登记手续。

截至2017年12月31日，公司资产总额为49.43亿元，归属于母公司的所有者权益为25.25亿元，资产负债率为48.92%；2017年度，公司实现营业收入31.03亿元，净利润4.44亿元，经营活动现金流净额7.01亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为48.40亿元，归属于母公司的所有者权益为26.53亿元，资产负债率为45.19%；2018年一季度，公司实现营业收入8.76亿元，净利润1.28亿元，经营活动现金流净额1.39亿元。

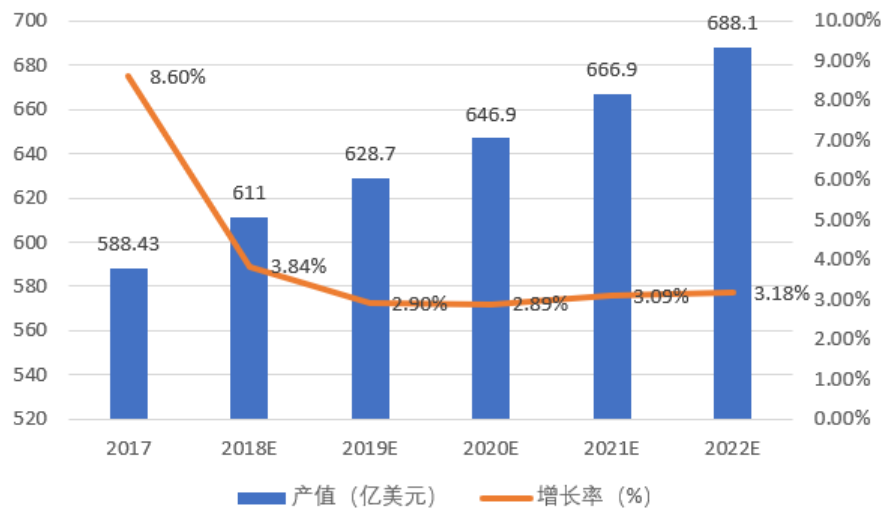
三、运营环境

全球PCB行业产值预计保持温和增长，下游通讯电子、消费电子和汽车电子等细分领域需求旺盛

印制电路板（PCB）是指在通用基材上按预定设计形成点间连接及印刷元件的印刷板，其主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接，起中继传输的作用。PCB产品广泛应用于通信、计算机、消费电子、汽车电子、工控医疗、航天电子等领域，产品质量直接影响整机电子产品的性能和质量，被称为“电子系统产品之母”，因此PCB行业为电子信息行业的重要基础产业。

近年来，受全球主要电子行业领域如个人电脑、智能手机增速放缓，叠加库存调整等因素影响，PCB产业出现短暂调整，在经历了2015年、2016年的连续小幅下滑后，2017年全球PCB产值恢复增长态势。2017年全球PCB产业总产值预估达588.4亿美元，同比增长8.6%。未来5年全球PCB市场将保持温和增长，物联网、汽车电子、工业4.0、云端服务器、存储设备等将成为驱动PCB需求增长的新方向。预计未来几年全球PCB行业产值将持续增长，到2022年全球PCB行业产值将达到688.1亿美元。

图 1 全球印制电路板产值及增长情况

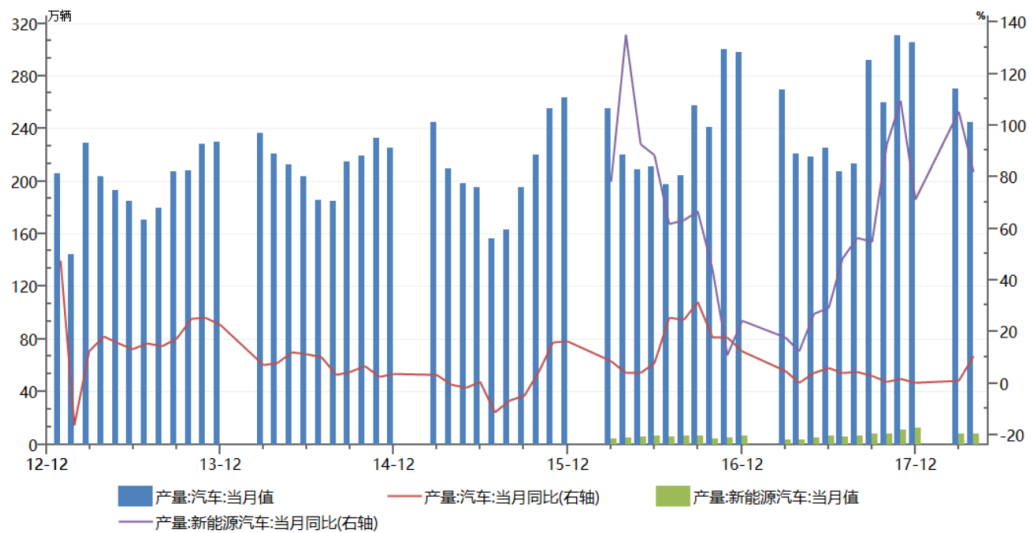


资料来源：公开资料，鹏元整理

21世纪以来，伴随着电子信息产业链迁移，作为其基础产业的PCB行业也随之向中国大陆、东南亚等亚洲地区集中。中国目前已成为全球PCB行业的最大生产国，2017年我国PCB行业产值预估达到297.3亿美元，同比增长9.6%，占全球PCB行业总产值的比例提升至50.53%。预计未来5年，亚洲将继续主导全球PCB市场的发展，中国大陆PCB行业将保持3.7%的复合增长率，预计2022年行业总产值将达到356.86亿美元。

印制电路板终端需求遍及消费电子、汽车电子、网络、信息通信技术、医用电子等行业。通讯电子方面，PCB下游的通讯电子市场主要包括手机、基站、路由器和交换机等产品类别。2017年全球通讯电子领域PCB产值预估达178亿美元，占全球PCB产业总产值的30.3%，而PCB下游通讯电子市场电子产品产值在2017年预估达到5,670亿美元，预计未来5年仍将保持2.9%的复合增长率。消费电子方面，消费的多元化和各类智能终端产品的升级替换将伴随消费电子下游需求持续旺盛。2017年全球消费电子领域PCB产值预估达79亿美元，占全球PCB产业总产值的13.4%，而2017年下游消费电子行业电子产品产值预估达到2,570亿美元，预计2017-2022年消费电子行业复合增长率为4.6%。工业控制和医疗器械方面，工业4.0时代的到来和相关技术的全面普及为PCB带来持续增长的行业需求，2017年工业、医疗领域PCB产品产值预估达27亿和11亿美元，占比分别为4.6%和1.9%，而工业、医疗行业电子产品总体产值预估达到3,200亿美元，预计在2017-2022年将以4.1%的年复合增长率增长。

图2 2013年以来我国当月汽车产量及增长情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind

汽车电子主要应用在动力控制系统、安全控制系统、通讯娱乐系统中。随着汽车产量

增加及汽车电子化进程加快，涉及动力控制和安全控制类的应用市场将迎来扩容机遇。另外，新能源汽车相比传统汽车更加依赖汽车电子，受益于政府扶持政策等利好因素，近年来新能源汽车产量迅速增长。2009年车用PCB产品产值占整体PCB产值的3.7%，至2017年占比显著提升到8.8%，预估达52亿美元；车用PCB行业在2017-2022年预计复合增长率达4.1%，高于行业平均的3.2%。另外，2017年全球车用电子产品产值预估达到2,010亿美元，预计2017年至2022年将以5.1%的年复合增长率增长，成为增长最快的PCB产品下游领域。

印制电路板行业集中度不高，竞争相对激烈

由于生产线资金沉淀较高、规模效应较为明显，印制电路板行业具有产品细分度高、生产环节分工细致、资金密集及技术密集的特点。受技术含量不同的影响，印制电路板行业各细分市场的产品生命周期及竞争格局存在一定差异。从产品行业周期上看，单面板、双面板的产品处于衰退期，其技术含量较低、技术壁垒相对较小，价格竞争激烈；常规多层板和HDI属于相对成熟期的产品，产品附加值相对较高，为多数印制电路板厂商的主攻方向；挠性板、高密度挠性板和刚硬结合板，尚处于技术发展初期，为成长期的产品，产品毛利率较高。对于印刷电路板行业中的低端产品，竞争主要集中在产品价格、规模产量及销售渠道上，而高端产品竞争主要集中在核心技术及品牌影响力。受行业特征及市场空间较大的影响，全球印制电路板行业比较分散，生产商众多，竞争相对激烈，尚未出现市场主导者。

根据IEK数据，2016年全球PCB市场中台资、日资、韩资及陆资企业市场占有率分别为30.2%、21.6%、17.6%及16.8%。2016年全球营收前十的企业中来自日本、韩国和中国台湾的企业占据8家。2016年全球排名前十的PCB厂商合计市场占有率为32.56%，排名第一的企业市场占有率为6.1%。根据中国电子电路行业协会（CPCA）数据统计，目前国内PCB企业大约1,500家，市场规模约280亿美元，数量众多，产业集中度低，单一企业市场份额较小。

表 2 第十七届（2017）中国电子电路行业排行榜-综合 PCB 企业排名（单位：亿元）

名次	企业名称	营业收入		2017/2016 增长率	备注
		2017年	2016年		
1	臻鼎科技控股股份有限公司	242.44	169.85	42.74%	估值
2	健鼎科技股份有限公司	98.99	86.65	14.24%	估值
3	紫翔电子科技有限公司	92.93	84.16	10.41%	FPC（包含珠海、苏州）
4	欣兴电子股份有限公司	65.21	56.97	14.46%	（包含昆山、深圳、黄石、苏州）
5	苏州维信电子有限公司	63.90	28.72	122.49%	FPC

6	深南电路股份有限公司	56.87	45.98	23.68%	(包含深圳、无锡)
7	奥特斯(中国)有限公司	53.89	33.74	59.74%	估值(包含上海、重庆)
8	沪士电子股份有限公司	46.27	37.90	22.08%	(包含昆山、湖北)
9	志超科技股份有限公司	42.57	37.98	12.09%	估值
10	深圳市景旺电子股份有限公司	41.92	32.83	27.68%	(PCB+FPC)(包含龙川、江西、深圳)

注：FPC为柔性线路板。

资料来源：PCPA

铜箔和覆铜板等主要原材料价格上行，不利于印制电路板企业生产稳定和成本控制

印制电路板原材料主要有覆铜板、铜箔、半固化片、化学药水、阳极铜/锡/镍、干膜、油墨等。在整个PCB的制造过程中，覆铜板（CCL，全称覆铜板层压板）作为基板制造最主要的原料，是PCB成型的核心部件，成本占比近60%；覆铜板是由木浆纸或玻纤布等作增强材料，浸以树脂（融合剂），单面或双面覆以铜箔，经热压而成；铜箔是占覆铜板成本比重最大的原材料，约占覆铜板成本的30%（厚板）和50%（薄板）。

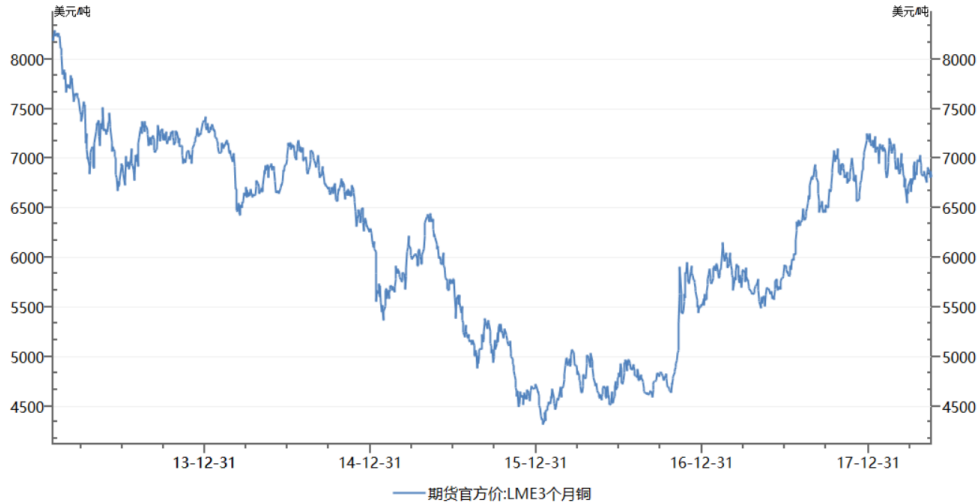
覆铜板行业经过数十年的市场化竞争，全球已经形成了相对集中和稳定的供应格局，全球规模前四大公司分别为建滔化工、生益科技、南亚塑胶、松下电工，2016年全球刚性覆铜板公司按产值排名前十的公司市场份额总计占比达74%，而前十的PCB公司市场份额占比为53%。因此覆铜板行业相对于下游PCB行业来说更具有议价能力，覆铜板企业通常能够将上游的成本压力传导给下游。

电解铜箔广泛应用于印制电路板制作过程中。全球主要的铜箔供应商主要为日本企业，包括三井金属、日本能源、古河电工等。覆铜板、铜箔产业的高资金和高技术壁垒导致国内供给不足，高档铜箔仍需大量进口，因此高档铜箔生产企业的议价能力较大。过去几年，铜箔产能过剩叠加铜价长期低迷，部分铜箔厂商被迫关厂或减产，铜箔价格持续下降，2015年新能源汽车爆发式增长，锂电铜箔¹市场供不应求，加工费一路上涨，铜箔大厂纷纷转产锂电铜箔，分流了部分标准铜箔产能，导致标准铜箔供给收紧，加工费由2016年初的约2.5万元/吨上涨至年末的3.5-4万元/吨，涨幅达60%，2016年11月以来铜价进入快速上行周期，进一步推高了铜箔价格。由于铜箔扩产周期通常需要1-1.5年甚至更长，如考虑下游印制线路板囤货等因素，预计铜箔价格短时期内将维持高位。

铜箔供应短缺及价格上行对覆铜板及印制线路板的生产企业影响较为显著，一方面生产计划容易因原材料供给情况发生变动，另一方面，对原材料企业议价能力削弱，不利于生产成本控制。

¹铜箔在锂电池中充当负极材料载体及负极集流体，是锂电池的重要材料。

图3 2013年以来LME3个月铜期货官方价走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

制作印制电路板的另外一个主要材料是半固化片，用于多层板的生产制作，主要由树脂和玻纤布等增强材料组成。玻纤布的初始建设投资巨大，并且停产成本较大，需要不间断生产，因此玻纤布的价格受供需关系影响最大，存在一定议价空间。受制于2015年下游产能增速减缓，玻纤布价格整体一路向下，随后价格一直处于历史的相对低点；2016年PCB产量增速回暖，玻纤布价格在2016年10月份有明显的回升。玻纤布规格比较单一和稳定，目前中国大陆及台湾地区的玻纤布产能已占到全球的70%。受玻纤布价格因素影响，半固化片的价格存在一定议价空间。

四、经营与竞争

公司主营业务为印制电路板（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。

2017年及2018年一季度公司分别实现营业收入31.03亿元和8.76亿元，同比分别增长38.10%、27.78%，收入仍主要来自印制线路板的销售，2017年综合毛利率下降4.2个百分点，主要系印制线路板毛利下滑所致。2017年公司印制线路板产销规模进一步扩大，实现营业收入29.84亿元，同比增长36.47%，受主要原材料价格上涨、产品结构变化和产品降价等因素影响，毛利率下降5.1个百分点。其他业务规模进一步扩大，对收入和利润形成

较好的补充。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
印制线路板	83,878.78	29.60%	298,411.39	29.98%	218,662.48	35.08%
其他业务	3,765.44	99.83%	11,853.07	98.80%	5,998.70	100.00%
合计	87,644.22	32.62%	310,264.46	32.61%	224,661.19	36.81%

资料来源：公司 2016-2017 年年度报告及公司提供，鹏元整理

公司在印制电路板行业具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强

公司为国内印制电路板主要生产企业之一，具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强。根据CPCA发布的《第十七届（2017）中国电子电路行业排行榜》，2017年公司以31.03亿元的营业收入水平在全国PCB行业企业（含外资）排名第17位，较2016年上升4位。根据NTI发布的2016年全球PCB制造企业百强排行榜，公司位列第45名。另外，公司入选世界品牌实验室发布的2017年中国500最具价值品牌。2017年度，公司入选广东制造业100强、广东民营企业100强、广东省守合同重信用企业，“SUNTAK”获评广东省著名商标且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”，2017年子公司深圳崇达获得中国合格评定国家认可委员会颁发的CNAS证书、NADCAP认证（美国国家航空航天和国防合同方授信项目）。2017年末公司研发人数532人，占比13.24%；2017年度研发投入金额1.32亿元，占营业收入的4.24%。截止2017年12月31日，公司新增科技成果鉴定1项、高新技术产品认定1项；新增专利申请108项，其中新增发明专利申请97项；累计专利申请量919项，其中PCT国际专利累计申请12项，发明专利累计申请518项；主导起草国家标准累计4项、地方标准1项、行业标准2项。

市场结构方面，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。2017年度，公司中大批量订单（20平米以上）的销售面积占比达67.33%，销售金额占主营业务收入的57%；2017年度新增的订单金额中，70%是中大批量订单。客户开发方面，公司推动行业大客户销售策略，加强与世界500强及各行业龙头企业的合作，包括与艾默生、博世、施耐德、霍尼韦尔、3M、飞利浦、中国中车、东芝、松下、伟创力、康普（Commscope）、海康威视、大华科技、富士通（Fujitsu）、麦格纳（Magna）、村田制作所等都达成了稳定的合作，与谷歌（Google）、三星（Samsung）等达成了合作意向。另外，目前机器人、无人机、可穿戴、VR/AR、智能POS机等新兴行业发展迅速，公

司已经与新松机器人、臻迪机器人、零度智控、LeapMotion、乐相科技、华智融、Gertec 等客户进入了稳定的合作阶段。

生产方面，目前公司月度生产订单可达2万个，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。

公司通过改扩建及新建等方式持续扩充产能，目前产能利用情况良好，但在建项目面临一定资金压力

公司现主要有深圳、大连和江门三大生产基地，由于订单数量不断增长，公司通过改扩建和新建等方式持续扩充产能，随着江门崇达二期（二厂）产能释放并逐步实现投产，2017年公司印制电路板年产能扩充至280.50万平方米，同比增长43.40%。公司整体产能利用情况较好，2017年提高至87.08%。公司主要执行以销定产的经营模式，故产品产销率较高，2017年及2018年一季度进一步提高。

表 4 公司印制电路板产品产销情况

项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年
产能（平方米）	840,000	2,805,000	1,956,000
产量（平方米）	687,826	2,442,562	1,664,265
销量（平方米）	709,308	2,385,148	1,575,981
产能利用率	81.88%	87.08%	85.09%
产销率	103.12%	97.65%	94.70%

注：2018 年一季度产能为经时间加权后的数值。

资料来源：公司提供，鹏元整理

江门崇达小批量PCB生产基地（二期）为公司IPO的募投项目，截至2017年底已投入募集资金5.51亿元，目前处于产能提升阶段，预计2018年底，该项目将达到预定产能（年产24万平方米小批量多层PCB和24万平方米小批量HDI）。另外，2017年9月公司在珠海市高栏港经济区投资设立全资子公司珠海崇达，注册资本1亿元，并通过“招拍挂”程序获得400亩的工业建设用地。珠海崇达计划分三期建设，初步预计总投资额约为25亿元，设计电路板年产能640万平方米/年。第一期计划投资10亿元，广东省环境保护厅于2018年3月29日进行了环评批复，将于2018年二季度动工建设。截至2017年底公司主要在建项目如表5所示，计划总投资26.16亿元，已投资7.02亿元，尚需投资额19.14亿元。其中高多层线路板技术改造项目、超大规格印制线路板技术改造项目、崇达技术总部运营及研发中心项目建设资金主要来自本期债券募集资金及自筹，江门崇达小批量PCB生产基地（二期）项目建设资金主要来自IPO募集资金及自筹，珠海崇达园项目建设资金主要来自自筹。综合测算，主要在建项目资金缺口在10亿以上，公司面临一定资金压力。

表 5 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	未投资额	计划完工日期	资金来源
江门崇达待安装生产设备（一期）/高多层线路板技术改造项目	21,939.11	2,703.87	19,235.24	2019 年 12 月 31 日	募集资金及自筹
江门崇达小批量 PCB 生产基地(二期)	77,876.00	55,142.88	22,733.12	2018 年 12 月 31 日	募集资金及自筹
大连小批量 PCB 生产基地工程/超大规格印制线路板技术改造项目	20,000.00	2,807.48	17,192.52	2019 年 12 月 31 日	募集资金
崇达大厦/崇达技术总部运营及研发中心	41,785.09	540.20	41,244.89	2020 年 12 月 31 日	募集资金及自筹
珠海崇达园	100,000.00	9,003.11	90,996.89	2020 年 12 月 31 日	自筹
合计	261,600.20	70,197.54	191,402.66	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年以来主要原材料价格大幅上涨，且采购集中度较高，不利于公司生产稳定和成本控制

公司营业成本包括原材料、人工、制造费用和加工费，原材料和制造费用占比较大。2017年由于原材料大幅涨价，原材料采购金额占营业成本比重由上年的66.74%提升至72.93%。

表 6 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
原材料	152,399.85	72.93%	94,743.63	66.74%
人工	18,719.92	8.96%	16,803.78	11.84%
制造费用	35,771.79	17.12%	28,892.61	20.35%
加工费	2,066.65	0.99%	1,512.72	1.07%

资料来源：公司2017年年度报告

公司产品原材料主要包括覆铜板、半固化片、铜箔、氰化金钾和铜球等。随着产销规模的提升，各原材料采购规模相应扩大。2017年以来，我国继续推进供给侧改革，同时施行环保限产政策，原材料供给端偏紧，而新能源汽车快速增长引发锂电铜箔需求爆发式增长，导致生产覆铜板及PCB所需的标准铜箔供应不足，新增铜箔产能通常需要1-1.5年时间，以上因素叠加导致铜球、铜箔、覆铜板等原材料价格2017年大幅上涨，氰化金钾价格亦有所提高。2018年一季度，铜球、覆铜板采购均价继续上行，铜箔采购均价有所回落，而半固化片价格反弹。原材料价格的大幅变动不利于公司生产稳定和成本控制。

表 7 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年
覆铜板	采购量（平方米）	1,700,319.37	7,184,746.79	4,684,740.86
	采购均价（元/平方米）	98.60	89.29	85.71
半固化片	采购量（平方米）	4,064,280.40	18,216,649.47	10,218,037.09
	采购均价（元/平方米）	13.14	10.92	12.88
铜箔	采购量（平方米）	366,288.10	1,263,536.34	895,759.28
	采购均价（元/平方米）	77.76	81.35	60.62
氰化金钾	采购量（平方米）	265,000.00	1,036,897.00	670,200.00
	采购均价（元/平方米）	162.78	163.37	159.23
铜球	采购量（平方米）	536,190.80	1,876,839.14	1,309,840.00
	采购均价（元/平方米）	48.29	44.07	34.05

资料来源：公司提供

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。公司在进行原材料采购时结算周期平均为90天左右，考虑到公司销售产品时以月结为主，公司所获取的供应商的账期相对较长，一定程度上缓解了公司的资金压力。按类别不同，原材料的采购周期有所差异，标准物料基本是供应商寄售的模式操作（如钻咀、铣刀），主料覆铜板的采购周期是3-5天，特殊覆铜板的采购周期是15-30天不等，铜箔的采购周期约为30-45天不等。

公司与主要原材料供应商合作较为稳定，2017年及2018年一季度前五大供应商采购金额占当期采购总额的比重分别为50.33%和45.81%，采购集中度较高，在原材料供应紧张、价格大幅上涨的背景下，公司生产稳定性和成本控制的成效受到一定程度的削弱。

表 8 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 年一季度	东莞联茂电子科技有限公司	9,789.75	20.52%
	广东生益科技股份有限公司	3,405.88	7.14%
	深圳富骏材料科技有限公司	3,259.87	6.83%
	广东建滔积层板销售有限公司	2,976.40	6.24%
	深圳市贝加电子材料有限公司	2,429.83	5.09%
	合计	21,861.73	45.81%
2017 年	东莞联茂电子科技有限公司	43,559.45	24.36%
	广东生益科技股份有限公司	17,947.09	10.04%
	深圳富骏材料科技有限公司	12,925.61	7.23%
	佛山市承安铜业有限公司	8,317.88	4.65%

	广东建滔积层板销售有限公司	7,256.42	4.06%
	合计	90,006.45	50.33%

资料来源：公司提供

公司主动降低产品售价以开拓市场，销售收入快速增长

在产品定价上，公司的基本原则是以成本加成的原则，在报价系统报价。成本按照公司的工序成本加期间费用构成实际成本，利润率按不同层次设置，层次越高，利润率设置的相对较高；但利润率可以根据客户情况增加，不受限制。近年来，公司为了开拓市场，增加销量，适度下调了产品的销售价格。2017年及2018年一季度公司产品销售均价延续了下行的趋势，而销量快速提升，带动销售收入快速增长。2017年及2018年一季度公司分别实现印制电路板产品销售收入29.84亿元和8.39亿元，毛利率则分别降低至29.98%和29.60%。

表 9 公司印制电路板产品产销情况

项目	2018 年一季度	2017 年	2016 年
销量（平方米）	709,308	2,385,148	1,575,981
销售均价（元/平方米）	1,182.54	1,251.12	1,387.47
销售收入（万元）	83,878.78	298,411.39	218,662.48

资料来源：公司提供

公司产品仍以出口为主，随着国内市场开拓力度的加大，出口占比有所下降，主要客户合作情况良好，但仍面临一定的汇率风险

公司产品以外销为主，外销收入占主营业务收入的70%以上。产品出口区域包括美洲、亚洲（不含中国大陆）和欧洲等地。内销收入占比相对较小，但销售金额逐年增加，且增速高于外销收入，主要系公司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所致。2017年公司出口规模占主营业务收入的76.60%，同比下降1.43个百分点。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，另外公司出口产品适用“免、抵、退”规定，一定程度上降低了公司的成本，以上因素综合导致公司出口毛利率高于内销。若未来国家出口退税政策发生变化，可能会对公司盈利产生不利影响。

表 10 公司按经销模式区分的销售情况（单位：万元）

区域	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
出口	228,571.01	31.50%	170,622.67	36.28%
内销	69,840.38	24.99%	48,039.81	30.84%
合计	298,411.39	29.98%	218,662.48	35.08%

资料来源：公司2016-2017年年度报告，鹏元整理

公司外销时主要以美元结算，若人民币升值，公司相对国外竞争对手的价格优势可能

被削弱，导致公司产品销售收入增长率下降，同时对国外销售收入将产生汇兑损失。公司采用了以下规避汇率波动的影响措施：（1）在境内使用美元贷款，贷款回来时直接以美元偿还贷款；（2）加大进口原材料的采购，以美元直接支付采购款；（3）公司70%左右的设备需要进口，公司一般使用美元采购设备；（4）增加人民币报价，直接回款人民币；（5）在适当时机，开展远期结售汇，一定程度上锁定汇率。2017年公司汇兑损益为2,443.91万元，主要为近期人民币相对美元贬值所致。受中美两国经贸关系等因素影响，人民币兑美元汇率仍存在较大的波动性，公司仍将面临一定的汇率风险。

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。近年来，公司销售模式以直销为主，直销收入占主营业务收入的比重稳定在70%左右。公司经销模式主要是通过国外PCB贸易商进行销售，客户主要是国外客户。

表 11 公司按经销模式区分的销售情况（单位：万元）

区域	2018 年一季度		2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	57,992.23	69.14%	203,562.83	68.22%	155,379.22	71.06%
经销	25,886.55	30.86%	94,848.57	31.78%	63,283.27	28.94%
合计	83,878.78	100.00%	298,411.39	100.00%	218,662.48	100.00%

资料来源：公司提供

公司与主要客户的合作情况良好，合作期限较长且客户稳定性较好。2017年及2018年一季度公司前五大客户如表12所示，客户集中度不高。

表 12 公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	销售占比
2018年一季度	Palpilot International Corp.	6,336.61	7.55%
	NCAB Group	4,321.15	5.15%
	Fineline Global PTE LTD.	4,102.68	4.89%
	Jabil Group	3,986.06	4.75%
	ICAPE Group	2,787.20	3.32%
	合计	21,533.69	25.67%
2017年	Palpilot International Corp.	19,648.23	6.58%
	NCAB Group	16,269.75	5.45%
	Jabil Group	14,142.97	4.74%

² EMS (Electronic Manufacturing Services)，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。

	Fineline Global PTELT.D.	13,882.45	4.65%
	伟创力集团	8,567.01	2.87%
	合计	72,510.41	24.30%

资料来源：公司提供

公司销售产品采取月结方式或预收款方式进行结算，因此公司业务资金能够及时回笼。其中，对于大部分客户，公司均采取月结的方式进行结算，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；而对于小客户和首次合作的客户，公司多数采取预收款方式进行结算。

由于公司产品主要销往国外，为了防范应收账款回收风险，公司根据客户的行业地位、负债率情况等公开的或非公开的相关信息加上销售额、准时回款率等情况等进行综合评判，辅以不同级别的审批制度，对不同信用状况的客户采用不同的信用政策；同时，公司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，整体应收账款信用保险覆盖率达到90%以上；其中，除世界500强及准500强客户博世BOSCH、捷普jabil、雅达艾默生集团三家优质客户未购保外，其他赊销客户都要求购买信用保险，保险覆盖率达到99%以上，能够在出现无法回款时获得一定的保险赔偿。

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2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，其中2016年合并利润表数据采用2017年审计报告上年同期数，报告均采用新会计准则编制。

2017年公司合并范围新增1家子公司，即珠海崇达，2017年度及2018年一季度公司合并范围的子公司共有5家。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，资产质量尚可

受发行本期债券及业务规模增长等因素影响，2017年末公司总资产规模同比增长45.24%达49.43亿元。公司资产仍以非流动资产为主，流动资产占比有所提高。

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。2017年末公司货币资金余额大幅增长，主要系发行本期债券及理财产品赎回所致；受限货币资金1,002.87

万元，为开具应付票据及信用证所存入保证金存款。应收账款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6.86亿元，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2.17亿元，占应收账款期末余额的31.68%。公司存货增长较快，主要是随着销售规模增长公司相应增加原材料、在产品、库存商品等库存所致；2017年末存货中账面余额从高到低依次是原材料、库存商品、在产品和发出商品，均已按一定比例计提跌价准备。其他流动资产主要为理财产品，另有少量的可抵扣进项税金、预缴所得税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 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62,918.33	13.00%	138,996.28	28.12%	16,624.24	4.88%
应收账款	68,119.69	14.07%	65,170.62	13.18%	51,423.60	15.11%
存货	30,984.22	6.40%	32,232.01	6.52%	24,275.96	7.13%
其他流动资产	63,789.89	13.18%	5,574.83	1.13%	49,206.53	14.46%
流动资产合计	230,443.07	47.61%	244,897.23	49.54%	143,984.09	42.31%
固定资产	188,683.26	38.98%	177,228.14	35.85%	143,910.86	42.28%
在建工程	20,050.18	4.14%	30,360.97	6.14%	22,981.28	6.75%
无形资产	26,424.76	5.46%	26,502.51	5.36%	6,614.43	1.94%
非流动资产合计	253,570.16	52.39%	249,410.30	50.46%	196,360.21	57.69%
资产总计	484,013.22	100.00%	494,307.54	100.00%	340,344.30	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。2017年以来由于扩充产能购置厂房、机器设备等，固定资产规模持续增长，2017年末有账面价值5,111.36万元的机器设备用于长期借款抵押、30,571.02万元的房屋及建筑物用于长期借款及授信合同抵押。2017年末公司在建工程主要为崇达大厦以及深圳、珠海、江门和大连子公司的生产基地及机器设备建设项目。无形资产为土地使用权和软件，2017年公司在珠海通过招拍挂取得400亩的工业建设用地，土地交易金额8,960万元，另外吸收合并中荣精密取得其土地资产；2017年末有账面价值1,355.72万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，资产质量尚可。

资产运营效率

公司净营业周期表现较好，仍保持较高的资金周转效率，但随着资产规模的快速增长

整体资产运营效率有所下降

2017年公司与上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应付账款周转天数均有所缩短。2017年随订单增加公司存货规模增长较快，存货周转天数略有增长。公司净营业周期为负数，资金周转效率较高。

2017年公司业务规模继续扩张，流动资产、固定资产及总资产规模快速增长，周转天数有不同程度的延长，整体资产运营效率有所下降。

与同行业上市公司相比，公司应收账款周转天数较短而应付账款周转天数较长，显示对上下游议价能力相对较强，营运能力较好。

表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	67.64	70.30
存货周转天数	48.64	47.48
应付账款周转天数	121.55	126.79
净营业周期	-5.27	-9.01
流动资产周转天数	225.61	173.43
固定资产周转天数	186.31	180.34
总资产周转天数	484.22	431.24

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

表 15 PCB 行业主要上市公司 2017 年营运能力指标（单位：天）

证券代码	证券简称	应收账款 周转天数	存货 周转天数	应付账款 周转天数	净营业周期
603328.SH	依顿电子	112.06	42.88	116.63	38.32
603228.SH	景旺电子	101.68	50.88	100.56	51.99
002436.SZ	兴森科技	100.87	45.37	74.86	71.38
603920.SH	世运电路	82.07	40.29	83.00	39.36
002815.SZ	崇达技术	67.64	48.64	121.55	-5.27

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及利润规模快速增长，但毛利率有所下滑

随着业务规模的扩大，公司营业收入及利润规模快速增长，2017年及2018年一季度公司分别实现营业收入31.03亿元、8.76亿元，同比分别增长38.10%、27.78%；分别实现营业利润5.18亿元、1.50亿元，营业利润率有所下滑；分别实现净利润4.44亿元、1.28亿元，同比分别增长18.14%和33.94%。2017年以来，由于原材料成本上升幅度较大，且公司产品结

构发生变化，逐渐向中大批量印制线路板转型，为开拓市场主动降低产品售价，综合毛利率相应降低，2017年综合毛利率同比下降4.2个百分点；同时，公司持续推进“提效率、降成本”的管理活动，期间费用控制较好，期间费用率有所下降。由于总资产及净资产规模快速增长，公司2017年总资产回报率和净资产收益率均有所下降。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	87,644.22	310,264.46	224,661.19
营业利润	14,986.24	51,783.39	41,110.47
利润总额	14,917.54	51,422.98	42,936.50
净利润	12,800.36	44,390.31	37,575.34
综合毛利率	32.62%	32.61%	36.81%
期间费用率	15.42%	15.22%	16.69%
营业利润率	17.10%	16.69%	18.30%
总资产回报率	-	13.02%	16.56%
净资产收益率	-	19.17%	23.90%
营业收入增长率	27.78%	38.10%	27.87%
净利润增长率	33.94%	18.14%	24.88%

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2016-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流较为稳健，投资活动规模较大

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。2017年以来公司主营业务收现情况依然较好，2017年及2018年一季度收现比分别为0.95和0.94。另外，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较为稳健，随业务规模的扩大经营活动现金流净额稳定增长，2017年及2018年一季度分别为7.01亿元、1.39亿元。

投资活动方面，公司近年来支出规模较大，主要为固定资产、无形资产等长期资产投资，用于扩充产能和改善经营环境等方面。另外有部分闲置资金用于理财产品滚动投资。2017年及2018年一季度投资活动现金分别净流出3.55亿元和7.42亿元。

2017年以来公司继续扩产产能，经营活动现金流尚不能满足投资需求，利用银行借款和发行债券等途径进行外部融资补充资金。2017年12月公司成功发行本期债券，募集资金8亿元，银行长期借款规模相应有所减少而短期借款规模增加。受以上因素影响，2017年

公司筹资活动现金净流入9.08亿元。2018年一季度，因偿债支出较多，公司筹资活动现金净流出1.42亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.94	0.95	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	82,131.12	295,021.68	205,223.58
收到其他与经营活动有关的现金	998.00	8,525.87	3,106.23
经营活动现金流入小计	88,098.47	325,599.45	222,178.28
购买商品、接受劳务支付的现金	48,777.21	177,864.54	112,347.18
支付其他与经营活动有关的现金	7,064.49	16,795.47	12,202.09
经营活动产生的现金流量净额	13,881.67	70,086.27	45,369.02
投资活动产生的现金流量净额	-74,226.60	-35,531.26	-114,126.24
筹资活动产生的现金流量净额	-14,212.48	90,812.18	66,141.05
现金及现金等价物净增加额	-75,538.40	124,057.65	-1,862.17

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模快速增长，近期偿债压力有所加大

2017年以来，公司负债总额随着融资规模的变动波动较大，所有者权益随经营的积累稳定增长。2018年3月末公司产权比率为82.45%，所有者权益对负债的保障程度尚可。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	218,729.54	241,824.21	129,632.77
所有者权益	265,283.69	252,483.33	210,711.53
产权比率	82.45%	95.78%	61.52%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

2017年以来公司流动负债占负债合计数的比重明显降低，2018年3月末为67.59%，负债结构有所改善。

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。2017年公司减少长期借款规模、发行可转换公司债券，同时增加短期借款规模以平缓资金压力。2017年末公司短期借款余额6.41亿元，含6.15亿元保证借款和少量质押借款；应付票据和应付账款随业务规模扩大而增长，应付票据全部为银行承兑汇票；其他应付款为押金及保证金、佣金、保险及其他款项；部分长期借款于一年内到期。截至2018年3月末，公司短期借款、

应付票据及应付账款规模有不同程度的下降。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017年成功发行本期债券，长期借款规模相应减少。

2018年3月末公司有息债务规模12.98亿元，同比增长99.75%，占负债总额的比重提高至59.32%。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,649.39	22.24%	64,129.52	26.52%	13,754.34	10.61%
应付票据	9,880.90	4.52%	12,653.30	5.23%	11,446.31	8.83%
应付账款	72,646.39	33.21%	77,116.60	31.89%	64,088.33	49.44%
其他应付款	6,039.07	2.76%	4,973.27	2.06%	3,495.97	2.70%
一年内到期的非流动负债	2,750.00	1.26%	2,750.00	1.14%	4,000.00	3.09%
流动负债合计	147,831.24	67.59%	172,010.61	71.13%	105,508.72	81.39%
长期借款	4,229.53	1.93%	3,916.45	1.62%	22,317.20	17.22%
应付债券	64,243.63	29.37%	63,374.24	26.21%	-	-
非流动负债合计	70,898.30	32.41%	69,813.60	28.87%	24,124.05	18.61%
负债合计	218,729.54	100.00%	241,824.21	100.00%	129,632.77	100.00%
其中：有息债务	129,753.45	59.32%	146,823.51	60.71%	51,517.85	39.74%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

受资产及负债规模变动影响，公司资产负债率波动较大，2018年3月末为45.19%，负债水平一般；流动比率和速动比率有所提高。由于主营业务盈利能力良好，2017年公司EBITDA稳定增长，同时有息债务规模快速增长，EBITDA对有息债务的保障程度有所降低。整体来看，随着有息债务规模的快速增长，近期公司偿债压力有所加大。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	45.19%	48.92%	38.09%
流动比率	1.56	1.42	1.36
速动比率	1.35	1.24	1.13
EBITDA（万元）	-	74,638.70	56,768.56
EBITDA 利息保障倍数	-	24.57	29.81
有息债务/EBITDA	-	1.97	0.91
债务总额/EBITDA	-	3.24	2.28
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.41	0.43

经营性净现金流/负债总额	0.06	0.29	0.35
--------------	------	------	------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

公司为国内印制电路板主要生产企业之一，具有规模、品牌和技术等方面的优势，竞争力较强。2017年公司在行业内排名上升，品牌知名度进一步提升，加大研发投入并取得一定成果，与全球多家知名企业达成合作意向。公司通过改扩建和新建等方式继续扩充产能，同时产能利用情况良好。公司向中大批量印制电路板转型，产销规模继续扩大，营业收入及利润规模快速增长。公司与上下游合作较为稳定，资金链相对宽松，经营活动现金流较为稳健。

我们也关注到，PCB行业集中度不高，竞争仍较为激烈，公司2017年毛利率水平有所下滑。2017年以来主要原材料如铜箔和覆铜板等价格大幅上涨，不利于公司生产稳定和成本控制。另外，公司主要在建项目投资规模较大，除募集资金外存在一定规模的资金缺口，面临一定的资金压力。

综上所述，鹏元对公司及本期债券的2018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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	62,918.33	138,996.28	16,624.24	17,421.22
应收票据	1,875.06	1,228.74	690.70	403.63
应收账款	68,119.69	65,170.62	51,423.60	36,323.06
预付款项	190.47	514.26	417.46	277.93
应收利息	334.16	5.45	108.89	-
其他应收款	2,175.16	1,134.59	1,180.73	1,093.89
存货	30,984.22	32,232.01	24,275.96	13,167.24
一年内到期的非流动资产	56.08	40.44	55.97	61.29
其他流动资产	63,789.89	5,574.83	49,206.53	3,726.90
流动资产合计	230,443.07	244,897.23	143,984.09	72,475.16
非流动资产：				
长期股权投资	2,576.91	-	-	-
固定资产	188,683.26	177,228.14	143,910.86	81,175.18
在建工程	20,050.18	30,360.97	22,981.28	27,521.91
无形资产	26,424.76	26,502.51	6,614.43	6,183.15
长期待摊费用	10,773.25	10,945.55	8,898.53	5,108.17
递延所得税资产	1,293.79	1,265.75	679.45	557.29
其他非流动资产	3,768.02	3,107.39	13,275.67	4,874.61
非流动资产合计	253,570.16	249,410.30	196,360.21	125,420.31
资产总计	484,013.22	494,307.54	340,344.30	197,895.46
流动负债：				
短期借款	48,649.39	64,129.52	13,754.34	25,771.71
应付票据	9,880.90	12,653.30	11,446.31	8,966.42
应付账款	72,646.39	77,116.60	64,088.33	35,901.36
预收款项	887.14	610.80	193.61	178.15
应付职工薪酬	3,971.33	5,941.33	6,870.39	4,681.25
应交税费	2,922.76	3,697.34	1,641.08	1,319.06
应付利息	84.26	138.46	18.70	18.52
其他应付款	6,039.07	4,973.27	3,495.97	2,292.05
一年内到期的非流动负债	2,750.00	2,750.00	4,000.00	1,100.00
流动负债合计	147,831.24	172,010.61	105,508.72	80,228.50
非流动负债：				
长期借款	4,229.53	3,916.45	22,317.20	12,113.47

应付债券	64,243.63	63,374.24	-	-
递延收益	2,425.14	2,522.91	1,806.85	1,803.30
非流动负债合计	70,898.30	69,813.60	24,124.05	13,916.77
负债合计	218,729.54	241,824.21	129,632.77	94,145.28
所有者权益：				
股本	41,000.00	41,000.00	41,000.00	36,000.00
其它权益工具	15,831.49	15,831.49	-	-
资本公积	71,448.15	71,448.15	71,448.15	1,662.15
盈余公积	9,946.93	9,946.93	7,480.27	5,454.05
未分配利润	127,057.11	114,256.76	90,783.10	60,633.99
归属于母公司所有者权益合计	265,283.69	252,483.33	210,711.53	103,750.19
所有者权益合计	265,283.69	252,483.33	210,711.53	103,750.19
负债和所有者权益总计	484,013.22	494,307.54	340,344.30	197,895.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	87,644.22	310,264.46	224,661.19	175,694.18
营业收入	87,644.22	310,264.46	224,661.19	175,694.18
二、营业总成本	73,758.23	259,937.90	182,105.23	141,583.39
营业成本	59,055.84	209,100.94	141,952.74	111,358.15
税金及附加	921.23	2,634.22	1,850.95	1,488.84
销售费用	3,343.69	12,455.62	10,040.47	7,350.48
管理费用	7,851.64	29,684.53	27,250.21	21,743.00
财务费用	2,316.33	5,069.64	201.85	-599.93
资产减值损失	269.51	992.96	809.01	242.86
加：投资收益	421.25	671.88	108.89	-
资产处置收益	-293.87	-957.67	-1,554.37	-
其他收益	972.88	1,742.62	-	-
三、营业利润	14,986.24	51,783.39	41,110.47	34,110.79
加：营业外收入	23.69	90.85	2,072.14	2,286.32
减：营业外支出	92.39	451.26	246.11	1,109.12
四、利润总额	14,917.54	51,422.98	42,936.50	35,287.99
减：所得税	2,117.18	7,032.67	5,361.16	5,199.75
五、净利润	12,800.36	44,390.31	37,575.34	30,088.23
持续经营净利润	-	44,390.31	37,575.34	-
归属于母公司所有者的净利润	12,800.36	44,390.31	37,575.34	30,088.23
七、综合收益总额	12,800.36	44,390.31	37,575.34	30,088.23
归属于母公司所有者的综合收益总额	12,800.36	44,390.31	37,575.34	30,088.23

注：2016年数据采用2017年审计报告上年同期数。

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	82,131.12	295,021.68	205,223.58	174,906.44
收到的税费返还	4,969.35	22,051.91	13,848.47	10,908.34
收到其他与经营活动有关的现金	998.00	8,525.87	3,106.23	2,502.63
经营活动现金流入小计	88,098.47	325,599.45	222,178.28	188,317.42
购买商品、接受劳务支付的现金	48,777.21	177,864.54	112,347.18	85,704.92
支付给职工以及为职工支付的现金	14,356.22	49,679.30	42,399.01	37,183.64
支付的各项税费	4,018.88	11,173.87	9,860.97	11,306.28
支付其他与经营活动有关的现金	7,064.49	16,795.47	12,202.09	8,659.52
经营活动现金流出小计	74,216.80	255,513.18	176,809.25	142,854.36
经营活动产生的现金流量净额	13,881.67	70,086.27	45,369.02	45,463.06
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	26,997.10	42,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	110.18	780.77	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	54.55	419.95	47.72	227.78
投资活动现金流入小计	27,161.83	43,200.72	47.72	227.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,349.99	76,329.35	72,173.97	42,923.69
投资支付的现金	85,038.44	1,560.00	42,000.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	842.63	-	-
投资活动现金流出小计	101,388.43	78,731.98	114,173.97	42,923.69
投资活动产生的现金流量净额	-74,226.60	-35,531.26	-114,126.24	-42,695.91
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	75,841.50	-
取得借款收到的现金	20,692.86	74,941.43	53,105.57	41,860.11
收到其他与筹资活动有关的现金	1,002.87	2,688.48	1,623.28	567.70
发行债券收到的现金	-	79,152.00	-	-
筹资活动现金流入小计	21,695.73	156,781.91	130,570.35	42,427.81
偿还债务支付的现金	34,787.57	41,550.85	53,583.85	28,672.46
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	599.75	23,077.57	7,117.87	13,304.26
支付其他与筹资活动有关的现金	520.88	1,341.31	3,727.59	1,643.47
筹资活动现金流出小计	35,908.21	65,969.73	64,429.30	43,620.19
筹资活动产生的现金流量净额	-14,212.48	90,812.18	66,141.05	-1,192.38

四、汇率变动对现金的影响	-980.99	-1,309.54	754.00	365.82
五、现金及现金等价物净增加额	-75,538.40	124,057.65	-1,862.17	1,940.59
期初现金及现金等价物余额	137,993.41	13,935.77	15,797.94	13,857.35
六、期末现金及现金等价物余额	62,455.01	137,993.41	13,935.77	15,797.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	44,390.31	37,575.34	30,088.23
加：资产减值准备	992.96	809.01	242.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,245.74	9,531.17	7,591.23
无形资产摊销	1,154.60	657.35	698.31
长期待摊费用摊销	2,917.07	2,006.07	1,762.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	957.67	1,554.37	964.80
固定资产报废损失	98.06	-	-
财务费用	2,898.31	1,718.05	1,000.73
投资损失	-671.88	-108.89	-
递延所得税资产减少	-586.30	69.83	84.24
存货的减少	-8,202.60	-10,612.79	-2,334.99
经营性应收项目的减少	-18,629.36	32,682.72	-12,436.44
经营性应付项目的增加	28,521.70	-30,513.23	17,802.01
经营活动产生的现金流量净额	70,086.27	45,369.02	45,463.06
现金的期末余额	137,993.41	13,935.77	15,797.94
减：现金的期初余额	13,935.77	15,797.94	13,857.35
现金及现金等价物净增加额	124,057.65	-1,862.17	1,940.59

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
产权比率	82.45%	95.78%	61.52%	90.74%
资产负债率	45.19%	48.92%	38.09%	47.57%
流动比率	1.56	1.42	1.36	0.90
速动比率	1.35	1.24	1.13	0.74
EBITDA (万元)	-	74,638.70	56,768.56	46,340.35
EBITDA 利息保障倍数	-	24.57	29.81	46.31
刚性债务/EBITDA	-	1.97	0.91	1.03
债务总额/EBITDA	-	3.24	2.28	2.03
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.41	0.43	0.57
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.29	0.35	0.48
综合毛利率	32.62%	32.61%	36.81%	36.62%
期间费用率	15.42%	15.22%	16.69%	16.22%
营业利润率	17.10%	16.69%	18.30%	19.41%
总资产回报率	-	13.02%	16.56%	20.58%
净资产收益率	-	19.17%	23.90%	31.76%
营业收入增长率	27.78%	38.10%	27.87%	10.44%
净利润增长率	33.94%	18.14%	24.88%	10.00%
应收账款周转天数	-	67.64	70.30	69.82
存货周转天数	-	48.64	47.48	38.79
应付账款周转天数	-	121.55	126.79	103.27
净营业周期	-	-5.27	-9.01	5.34
流动资产周转天数	-	225.61	173.43	137.59
固定资产周转天数	-	186.31	180.34	159.12
总资产周转天数	-	484.22	431.24	361.30
收现比	0.94	0.95	0.91	1.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017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%	多层 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%	进出口贸易
崇达科技有限公司	100.00 万港币	100.00%	PCB 的生产和销售
珠海崇达电路技术有限公司	10,000.00 万元	100.00%	PCB 的生产和销售

资料来源：公开资料，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益 * 100%
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录七 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。