

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司

2017 年面向合格投资者

公开发行公司债券信用评级报告



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【2017】第 Z【230】
号 02

分析师

姓名：
蒋申 王一峰

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@pyrating.cn

评级日期：
2017年7月10日

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

深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司 2017年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：不超过5亿元（含）	评级展望：稳定
债券期限：不超过5年（含）	增信方式：保证担保
担保主体：深圳市高新投集团有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付	

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对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”）本次拟面向合格投资者公开发行的总额不超过5亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到小批量板、样板、IC载板及半导体测试板具有一定增长潜力；公司业务规模较大，客户资源丰富，市场竞争力相对较强；新增业务为公司收入及利润提供了一定增长动力；由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时鹏元也关注到，全球PCB行业增长停滞，国内PCB生产技术实力相对滞后，竞争较为激烈；上游行业议价空间有限，原材料成本上涨压力增大；公司位于英国的海外子公司持续亏损，相关商誉面临减值风险；需关注宜兴硅谷电子科技有限公司（以下简称“宜兴硅谷”）未来盈利情况；公司未来两年面临一定偿债压力等风险因素。

正面：

- 小批量板、样板、IC载板及半导体测试板具有一定增长潜力。中国PCB市场份额逐年增长，通讯、医疗设备、国防等领域对小批量板及样板等PCB种类以及IC载板及半导体测试板的需求预计将稳步增长。
- 公司业务规模较大，客户资源丰富，市场竞争力相对较强。公司系国内PCB样板及小批量板龙头企业之一，具有一定的品牌知名度，拥有海内外客户数量达到4,000多家；2014-2016年，公司营业收入规模分别为16.74亿元、21.19亿元及29.40

亿元，毛利率水平维持在 30% 左右，相对较高。

- **收购子公司新增业务为公司收入及利润提供了一定增长动力。**公司通过并购新增贸易及半导体测试板业务，2015 年及 2016 年公司营业收入分别同比增长 26.62% 和 38.70%，营业利润同比增长 10.52% 和 58.18%。
- **由深圳高新投提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**深圳高新投背景优势明显，近年业务规模持续扩张，整体实力强，经鹏元综合评定深圳高新投主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **全球 PCB 行业增长停滞，国内 PCB 生产技术实力相对滞后，竞争较为激烈。**受全球经济景气度低迷、需求疲软影响，增长停滞，2014-2016 年，全球 PCB 产值同比增速分别为 2.29%、-3.68% 和 -2.02%；国内 PCB 企业的产值大部分来自于技术相对成熟的刚性单双面板和多层板，技术实力相对滞后，我国 PCB 市场规模约为 543 亿美元，而 PCB 生产企业约达 860 家，竞争较为激烈。
- **上游行业议价空间有限，原材料成本上涨压力增大。**PCB 原材料相关行业生产企业生产规模及生产能力均较强，议价及成本转嫁能力相对较强。2016 年以来，铜价持续上升，由 LEM 铜现货结算价由 2016 年初的 4,645.00 美元/吨增长至 2017 年 4 月末的 5,688.50 美元/吨，PCB 生产商面临一定的原材料成本上升压力。
- **公司位于英国的海外子公司持续亏损，相关商誉面临减值风险。**近年，公司位于英国的子公司 Exception PCB Solutions Limited 受人工成本偏高、管理层调整等因素影响，处于亏损状态，2014-2016 年净利润分别为 -868.87 万元、-3,042.80 万元和 -2,970.74 万元，未来相关业务拓展及盈利情况存在一定的不确定性，收购该公司形成的商誉为 2,227.62 万元，面临减值风险。
- **需关注宜兴硅谷未来盈利情况。**公司宜兴硅谷生产线主体工程于 2012 年 12 月完工，2013 年 6 月正式投产，规划产能为 50 万平方米/年，受限于管理及工艺水平，2014-2015 年产能仅达 16 万平方米/年，2016 年产能增至 18 万平方米/年；2014-2016 年净利润分别为 -2,361.97 万元、-2,772.81 万元及 -1,244.32 万元，处于亏损状况，随着产能提升至设计产能，需关注该生产线产能消化及未来盈利情况。
- **公司未来两年面临一定偿债压力。**2014-2016 年末公司流动负债占比分别为 97.60%、79.01% 和 89.01%，但资金投入主要为非流动资产，回收期限相对较长，债务结构

有待优化；2017-2018 年末，公司应偿付总额至少为 8.84 亿元，而 2014-2016 年公司经营活动净现金流合计仅为 56,706.99 万元，公司面临一定偿债压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	414,823.62	425,072.73	379,519.28	261,552.77
归属于母公司所有者权益（万元）	238,447.24	234,578.84	218,953.50	171,360.51
有息债务（万元）	100,031.99	110,687.22	100,529.65	52,570.82
资产负债率	39.73%	42.31%	40.19%	34.48%
流动比率	1.25	1.18	1.11	0.99
速动比率	1.05	1.00	0.95	0.81
营业收入（万元）	78,176.56	293,980.52	211,947.89	167,382.52
营业利润（万元）	5,579.18	21,927.04	13,862.41	12,542.54
利润总额（万元）	5,605.83	24,256.09	15,149.09	13,874.83
综合毛利率	30.21%	30.66%	30.89%	31.76%
总资产回报率	-	6.81%	5.53%	6.72%
EBITDA（万元）	-	44,051.51	32,150.06	29,498.44
EBITDA 利息保障倍数	-	14.00	12.55	11.20
经营活动现金流净额（万元）	1,552.47	22,438.28	18,496.82	15,771.89

注：表格中“-”指数据缺失。

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为深圳市兴森快捷电路技术有限公司（以下简称“兴森快捷电路技术公司”），于1999年3月18日由深圳市深普快捷实业发展有限公司（出资额占比37%）和深圳市兴友恒实业发展有限公司（出资额占比63%）共同出资设立，初始注册资本为480万元。2001年1月至2005年2月间，兴森快捷电路技术公司经过历次股权变更及增资，出资人增加到50人，注册资本增加至3,200万元。2005年8月经广东省深圳市人民政府深府股[2005]15号文批准，兴森快捷电路技术公司以2005年3月31日为基准日经审计后的净资产7,577.08万元为基础，按1:1的比例折为7,577.00万股，其余750.89元作为资本公积金，兴森快捷电路技术公司整体变更为兴森科技，后经二次股权转让、一次增资及一次股权继承，公司的注册资本增加至8,377.00万元。

2010年5月17日，经中国证券监督管理委员会“证监许可[2010]654号”文批准，公司向社会公开发行人民币普通股2,793万股（每股面值1元），注册资本增至11,170.00万元。2010年6月18日，公司向社会公众发行的股票在深圳证券交易所上市交易，股票简称为“兴森科技”，股票代码为“002436”。后经三次资本公积转增资本及一次非公开发行普通股，公司注册资本增至148,790.75万元。

截至2017年3月末，公司注册资本及股本均为148,790.75万元，公司前十大股东明细如下表所示，实际控制人邱醒亚为公司董事长，持有公司19.05%的股份。

表1 截至2017年3月31日公司前十大股东明细（单位：万股）

排名	股东名称	持股数量	占比
1	邱醒亚	28,351.96	19.05%
2	金字星	8,289.79	5.57%
3	大成创新资本-兴业银行-兴森资产管理计划1号	7,375.38	4.96%
4	大成创新资本-兴业银行-深圳市国能金汇资产管理有限公司	7,375.38	4.96%
5	晋宁	6,690.28	4.50%
6	叶汉斌	6,424.96	4.32%
7	柳敏	4,457.50	3.00%
8	张丽冰	4,381.95	2.95%
9	刘愚	4,295.34	2.89%
10	中国工商银行股份有限公司-嘉实事件驱动股票型证券投资基金	1,454.67	0.98%
合计		79,097.21	53.16%

资料来源：公司2017年一季报

公司从事的业务范围包括PCB业务、军品业务及集成电路业务；其中，PCB业务为公司的传统优势业务，具备设计（CAD）、PCB样板及小批量板生产、电子电路表面贴装（SMT）一站式服务的能力，主要产品包括刚性板、刚挠板、特种板（金属基板）、HDI板（高密

度互联板)等;军品业务及集成电路业务为公司新业务开拓方向,主要包括军用CAD设计、PCB制造、IC载板及半导体测试板生产。目前,公司为国内重要的印制电路板样板、快件、小批量板的设计及制造服务商。

截至2017年3月末,公司纳入合并报表范围的主要子公司共12家,明细如下表所示。

表2 截至2017年3月31日纳入合并范围的主要子公司

公司名称	层级	实收资本	持股比例	主营业务	合并方式	合并时间
广州兴森快捷电路科技有限公司(万美元)	2	9,504.00	100.00%	印刷电路板生产	收购	2013年以前
宜兴硅谷电子科技有限公司(万元)	2	48,319.00	100.00%	印刷电路板生产	设立	2013年以前
兴森快捷香港有限公司(万美元)	2	1,200.13	100.00%	投资、贸易	设立	2013年以前
广州市兴森电子有限公司(万元)	2	1,000.00	100.00%	印刷电路板生产	设立	2013年以前
湖南源科创新科技有限公司(万元)	2	3,333.00	70.00%	SSD生产	收购	2015年
上海泽丰半导体科技有限公司(万元)	3	800.00	70.00%	半导体贸易	设立	2015年
Harbor Electronic Inc(万美元)	4	2,500.00	100.00%	半导体测试	设立	2015年
天津兴森快捷电路科技有限公司(万元)	2	1,500.00	100.00%	印刷电路板生产	设立	2015年
Fastprint Technology (U.S.) LLC(万美元)	3	2,510.00	100.00%	贸易	设立	2013年以前
Fineline Group(万美元)	3	2,018.25	60.00%	印刷电路板贸易	收购	2015年
Exception PCB Solutions Limited(万英镑)	3	80.00	100.00%	印制线路板生产	收购	2013年
泽丰半导体科技(香港)有限公司(港元)	4	1,000.00	70.00%	半导体贸易	设立	2016年

注:湖南源科创新科技有限公司利润自2015年12月12日并入公司合并报表;Fineline Group利润自2015年3月20日并入公司合并报表;Exception PCB Solutions Limited利润自2013年5月31日并入公司合并报表。

资料来源:公司提供

截至2016年12月31日,公司资产总额为425,072.73万元,归属于母公司的所有者权益为234,578.84万元,资产负债率为42.31%;2016年度,公司实现营业收入293,980.52万元,利润总额24,256.09万元,经营活动现金流净额22,438.28万元。

截至2017年3月31日,公司资产总额为414,823.62万元,归属于母公司的所有者权益为238,447.24万元,资产负债率为39.73%;2017年1-3月,公司实现营业收入78,176.56万元,利润总额5,605.83万元,经营活动现金流净额1,552.47万元。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券；

发行总额：不超过5亿元（含5亿元）；

债券期限和利率：采用单利按年计息，不计复利；本期债券发行期限为不超过5年（含5年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种，具体期限构成和各期限品种的发行规模根据相关规定及市场情况确定；

还本付息方式：每年付息一次，本金于本期债券到期时一次性还本，最后一期利息随本金一同支付；

增信方式：深圳高新投为本期债券提供其担保责任范围内的无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。

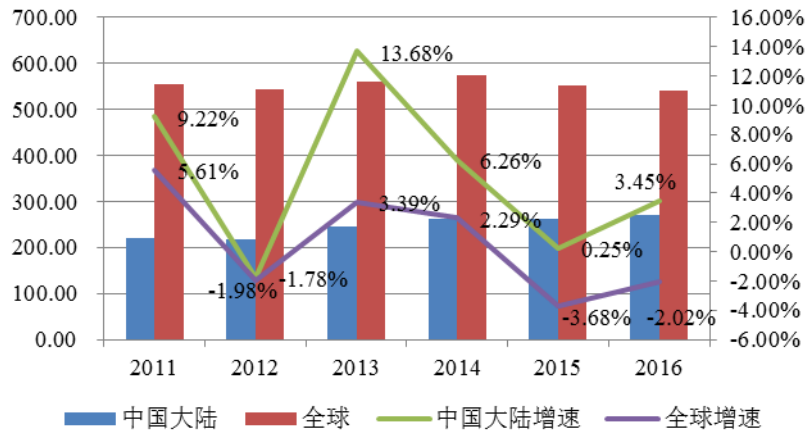
四、运营环境

受下游市场需求疲软影响，全球印制电路板行业增长停滞；随着全球产业持续向中国转移，中国市场仍有一定发展空间，但我国本土生产企业技术实力相对滞后，市场集中度较低，竞争较为激烈，产品结构面临升级转型压力

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。印刷电路板（PCB）行业主要产品包括传统PCB板（刚性板、标准层级、HDI等）、IC载板、刚挠板等，其应用领域包括通信及相关设备、计算机及相关设备、电子消费品、汽车电子、航天电子等行业，为电子信息行业的重要基础产业。

印制电路板作为各种电子产品的基本零组件，下游应用范围较广，影响其行业周期性的主要因素包括下游电子产品市场景气度（及宏观经济周期）以及产业技术的革新周期。自2010年以来，受全球经济景气度低迷、需求疲软影响，增长停滞，2014-2016年，全球PCB产值同比增速分别为2.29%、-3.68%和-2.02%。

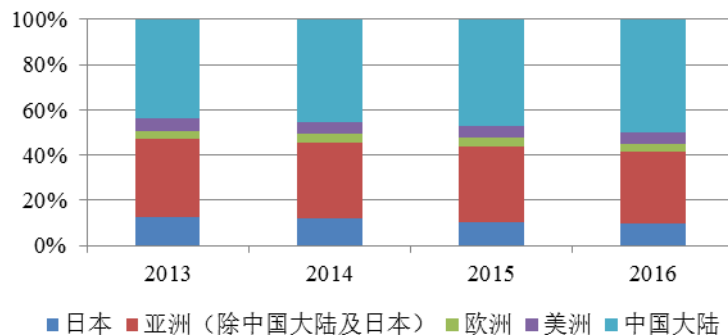
图1 全球及中国大陆印制电路板产值情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

凭借产业链完善及生产成本偏低等优势，印制电路板行业制造中心逐渐向中国转移，中国在全球行业地位越显突出，2014-2016年中国大陆市场份额分别为45.50%、47.36%和50.00%。中国大陆印制电路板行业规模不断扩大，产值从2010年的201.70亿美元增长至2016年的271.04亿美元，增速优于全球，但变化趋势与全球趋同。

图2 全球印制电路板产值分布情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

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Prismark发布的全球PCB行业研究报告显示，全球前十大PCB生产企业的市场占有率约为31.97%，全球最大PCB企业市场占有率仅为4.85%。

从我国本土PCB行业发展情况看，中国本土PCB行业起步相对较晚，国内PCB企业的产值大部分来自于技术相对成熟的刚性单双面板和多层板，技术含量较高的HDI和IC载板在内资PCB企业的产值份额仍然较小，本土PCB生产企业发展主要依赖市场份额扩张，市

场集中度较低，竞争较为激烈。我国PCB市场规模约为543亿美元，而PCB生产企业约达860家。根据Prismark发布的全球PCB行业研究报告显示，2015年中国行业综合排名前30名的企业中，中国内资企业仅为11家，各企业2015年营业收入规模分别为：深南电路（35.5亿元）、广东依顿（29.28亿元）、深圳景旺（26.77亿元）、珠海方正（24.32亿元）、五株科技（21.49亿元）、兴森科技（21.19亿元）、汕头超声（19.04亿元）、兴达鸿业（18.44亿元）、深圳崇达（17.57亿元）、东莞生益（14.24亿元）、深圳深联（13.60亿元）、广东世运（13.43亿元）；其中，深南电路排名第8，广东依顿排名第13，兴森科技排名第20。

考虑到国内PCB市场发展主要依赖市场份额扩张，随着近年来全球PCB产值增长动力疲弱、国内产能膨胀、产品同质化程度高等因素影响，我国传统PCB产品价格压力增大。另外，随着我国信息技术产业的快速发展，下游市场对于IC载板、挠性板、高密度挠性板和刚硬结合板等中高端、高密度、高难度的产品需求逐渐增大，上述产品尚处于技术研发阶段且存在较高技术壁垒和资金壁垒，国内IC载板产值仅占全球产值的5.6%，而中国大陆持续旺盛的IC载板市场需求与大陆IC载板稀少的供给之间将长期形成巨大的供需缺口，国内PCB生产企业面临产品结构升级调整的压力。

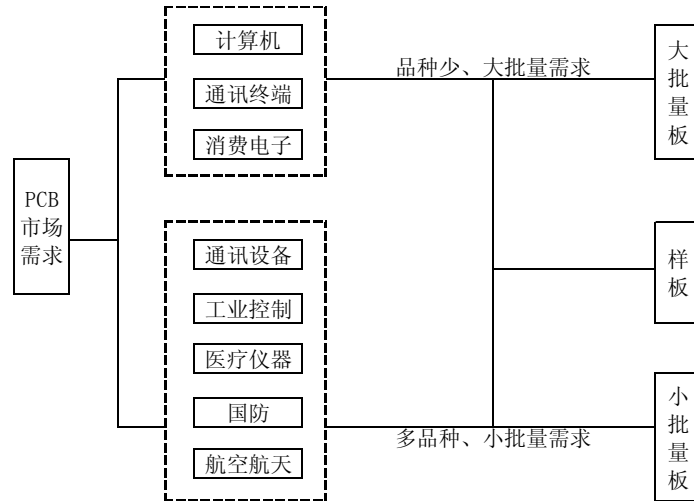
印制电路板细分行业技术含量及需求存异，技术相对成熟的大批量板市场面临压力，而小批量板及样板市场仍具有一定增长潜力，细分行业间利润差异或将扩大

从产品技术含量及生命周期上看，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，其中，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。据Prismark统计，2015年全球PCB行业中，除挠性印制板呈增长趋势外，受下游需求低迷、同行竞争激烈以及价格下滑严重等因素影响，单双面增速-4.1%，多层板增速-5.2%，HDI增速-3.3%，IC载板增速-8.9%。

从下游应用上看，印制电路板需求范围广阔，包括计算机、汽车、通讯设备、军工国防、医疗仪器等，其中，大批量板具有品种少、单类品种需求量大特点，主要应用于技术相对成熟，需要批量出货的计算机、通讯终端及消费电子产品等，样板及小批量板具有单次需求小，但品种多样的特点，主要应用于电子产品研发、实验阶段，以及通讯设备、工业控制、医疗、国防、航空航天等技术含量要求相对较高的行业。根据Prismark数据显示，大批量板产值规模约占PCB整体市场规模的80%-85%，而小批量板产值规模约占PCB整体

市场规模的10%-15%，样板产值规模约占PCB整体市场规模的5%。

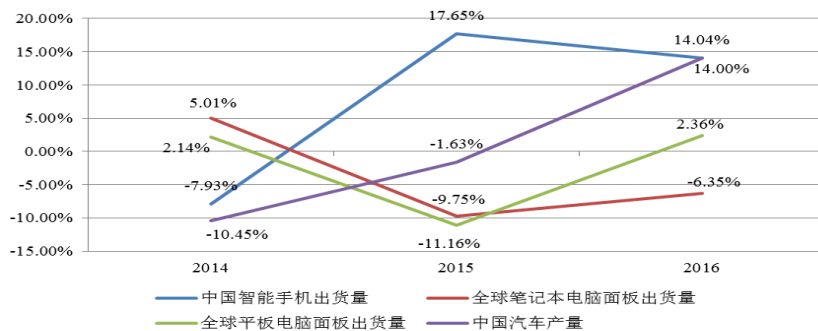
图3 印制电路终端市场



资料来源：Prismark，方正证券研究所

近年，受经济形势影响，消费类产品，如PC和平板电脑等，需求出现衰退，2015年以来，尽管智能手机产量快速增长，但我国平板及笔记本需求仍相对低迷，PCB大批量板下游市场需求承压。

图4 2014-2016年主要传统电子行业近年出货量（产量）增速



数据来源：Wind资讯，鹏元整理

据Prismark报告预测，2013-2018年服务器/存储器、医疗电子设备和军事航天电子设备需求的年均增速将分别达到4.2%、4.0%和2.8%，高于个人电脑和手机的需求预测增长率。工信部数据显示，2015年我国物联网产业总体规模达到7,500亿元，同比增长29.31%。智能家居方面，电视行业已经率先实行了智能化转型，渗透率大大提升，从2012年的33.74%增长到了2015年的70%以上；多家家电企业亦开始在冰箱、洗衣机等传统家电产品上布局智能化产品。医疗卫生方面，全国医疗卫生与计划生育公共财政支出保持快速增长，2016年我国全国医疗卫生与计划生育公共财政支出为13,154亿元，2014-2016年复合增长率达

13.69%。此外，新城镇化建设的推进为安防产业注入了新的生命力，2014-2016年，我国安防行业市场规模由4,300亿元增长至5,400亿元，复合增速达12.06%。随着技术的提高与智能化生产的普及，通讯、医疗设备、安防等领域对小批量板及样板等PCB种类的需求预计将稳步增加。

总之，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，单面板、双面板的产品其技术含量较低，价格竞争激烈，处于衰退期，挠性板、高密度挠性板和刚硬结合板，尚处于技术发展初期，未来发展空间较好；另外，受消费类产品需求下降的影响，大批量板利润空间有所缩窄，而逐步扩大的智能化、医疗、安防等产品需求刺激小批量板及样板市场，预计未来细分行业间利润差异或将进一步扩大。

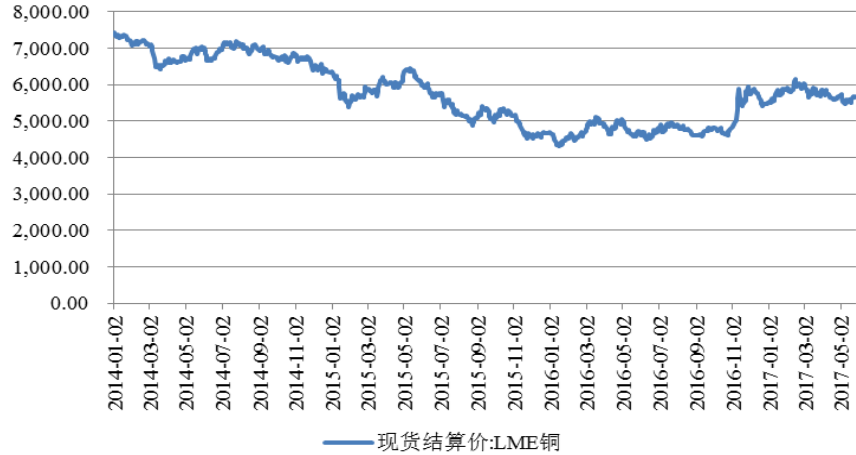
印制电路板原材料供应商议价能力相对较强，受新能源汽车市场等新兴市场需求带动原材料价格有所增长，给企业带来一定的成本压力

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。覆铜板是印制电路板的直接原材料，占整个PCB生产成本约40%；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），其价格受铜价波动影响。覆铜板属于技术及资金密集型产品，具有高资金及技术壁垒。2014年，中国生产覆铜板5.2亿平方米，占全球总产量的68.4%，为全球覆铜板主要生产基地，值得注意的是，中国大陆覆铜板企业约有63%为外商独资或中外合资企业，产能却占据大陆年总产能81.8%，且主要占有HDI用芯薄板和高多层板用高阶覆铜板90%以上市场份额，市场集中度较高，厂商议价能力相对较强。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，上游供应商议价能力较强。

铜箔作为大宗交易商品，市场供给充足，但受国内外宏观经济走势不确定性的影响，价格波动幅度较大。铜作为覆铜板及铜箔的主要成分，其价格是影响印制电路板价格的主要因素之一。

2011-2015年，铜价总体呈下降趋势，伦敦金属交易所（LME）铜现货结算价2015年末结算价每吨为4,665.50美元，较2011年较高水平价格下跌了约51.40%。2016年以来，铜价持续上升，由LEM铜现货结算价由2016年初的4,645.00美元/吨增长至2017年4月末的5,688.50美元/吨。2016年以来，由于新能源汽车市场爆发带动铜箔供应紧张，铜箔本身价格调涨，而铜箔厂商又纷纷转向电池配套供应领域，使得覆铜板用的铜箔也出现短缺，覆铜板价格有所上升。

图5 LME铜现货结算价变动情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind资讯

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。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。

国家多年来持续出台多项电子元器件产业政策，鼓励国内PCB行业发展

电子信息产业是国民经济的战略性、基础性和先导性支柱产业，我国政府和行业主管部门推出了一系列针对印制电路板行业的政策，以鼓励和刺激行业发展。各项政策旨在鼓励行业内企业发展高端PCB产品，推行绿色环保技术。2015年，国家发改委和商务部颁发了《外商投资产业指导目录（2015年修订）》，将高密度互连积层板、多层柔性版、刚柔印制电路板等列为鼓励外商投资项目，鼓励技术含量高的PCB产品的投资发展。2015年，国务院出台了《中国制造2025》，提出中国制造业技术创新发展的目标和路径，其中，新一代信息技术产业被列入重点发展的十大领域之一。2017年《政府工作报告》提出2017年重点工作任务，其中包括：1) 加快培育壮大新兴产业，全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、人工智能、集成电路、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群；2) 大力改造提升传统产业，深入实施《中国制造2025》，加快大数据、云计算、物联网应用，以新技术新业态新模式，推动传统产业生产、管理和营销模式变革。技术的进步将创造下游电子产品升级更新需求，带动我国印制电路板行业的发展。

五、公司治理与管理

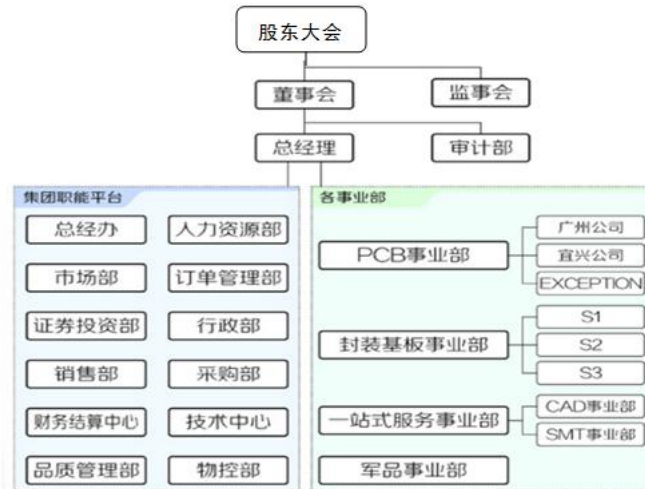
公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会选举产生，由7名董事组成，设董事长1名，独立董事3名，其中一名为会计专业人员。董事会下设审计、提名、战略和薪酬与考核四个专门委员会，对董事会负责。公司董事严格按照《董事会议事规则》、《独立董事制度》等工作，认真出席董事会和股东大会，正确行使权利和勤勉尽责履行义务，确保董事会的有效运作和科学决策。近年来，公司能够按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东对公司重大事项的知情权、参与权和表决权。

公司监事会由3名监事组成，规范监事会会议的召集、召开和表决程序，切实行使监察、督促职能。监事会对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查，对相关重大事项发表核查意见，并对公司运营管理提出意见和建议。

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了总经办、人力资源部、市场部、订单管理部、证券投资部、行政部、销售部、采购部、财务结算中心、技术中心、品质管理部、物控部等职能部门。

图6 截至2017年3月底公司组织架构图



25资料来源：公司提供

公司董事会成员及高级管理人员均拥有丰富从业经验与资格。截至2016年末，公司（含各子公司）拥有员工共4,556人，具体情况如下表。

表3 截至2016年底公司人员设置情况

专业结构	人数合计	占员工总数比例
专业技术人员	1,291	28.34%
生产人员	2,787	61.17%
销售人员	296	6.50%
财务人员	46	1.01%
行政管理人員	136	2.99%
合计	4,556	100.00%
教育程度	人数合计	占员工总数比例
高中、中专及以下	2,651	58.19%
大专	735	16.13%
大学本科及以上	1,170	25.68%
合计	4,556	100.00%

资料来源：公司2016年年度报告

公司业务板块分为PCB业务、军品业务及集成电路业务，针对各项目业务，公司提出了业务发展路径及目标，具体包括在印制电路板样板、快件、小批量板等细分行业，公司将继续保持行业领先地位；在军品领域，公司将加大投入，将由元器件配套向提供模块级和系统级军工产品领域延伸，确保公司在军品业务上的稳定、持续的高速增长；在集成电路领域，公司下一步将加大研发，满足IC载板、半导体测试板等的未来市场需求，保持该

业务的持续领先。公司同时努力扩展产业链上下游业务，旨在为客户提供印制电路板设计、制造、贴装一站式服务。上述战略的有效执行将为公司未来业务增长提供良好助力，但由于军品业务及集成电路业务规模尚小，特别是集成电路业务尚处于研发起步阶段，需关注未来战略的执行及实际效应相关情况。

总体上，公司治理结构相对完善，部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要；战略规划符合公司竞争优势，契合行业发展特点。

六、经营与竞争

公司系国内印制电路板样板、快件、小批量板生产行业的龙头企业之一，从事的业务范围包括PCB业务、军品业务及集成电路业务，具有小批量板及样板的相关设计（CAD）、生产电子电路表面贴装（SMT）能力；其中，PCB业务主要系民用小批量板及样板产品的生产销售及贸易，其中，贸易主要由海外子公司Fineline Group负责；军品业务主要系军用小批量板及样板的生产销售，其一般在质量标准、技术含量上高于民用PCB产品，毛利率相对较高；集成电路业务主要包括IC封装载板及半导体测试板生产。

2014-2016年公司营业收入年均复合增长率为32.53%，收入规模稳定高速增长，其中，随着新增子公司Fineline Group于2015年3月纳入合并报表及2016年其业务规模的拓展，公司PCB业务收入保持增长；2016年随着IC封装载板订单量的提升及子公司美国Harbor Electronics投入生产运营，公司半导体业务实现收入43,272.85万元，较上年大幅增长，但受尚未达到量产、原材料采购成本较高、市场推广等因素影响，使得其毛利率水平仍相对较低，随着业务的发展，2017年1-3月，该业务毛利率上升至15.79%。2014-2017年3月，公司的综合毛利率水平相对稳定。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
PCB	58,006.52	30.39%	223,271.18	33.16%	186,710.49	29.31%	147,823.61	29.53%
军品	6,313.28	47.72%	24,745.27	47.59%	19,591.95	44.77%	16,605.42	39.59%
半导体	12,788.70	15.79%	43,272.85	3.91%	3,017.89	-20.45%	-	-
其他	1,068.05	89.17%	2,691.22	97.46%	2,627.55	98.47%	2,953.49	99.20%
合计	78,176.56	30.21%	293,980.52	30.66%	211,947.89	30.89%	167,382.52	31.76%

资料来源：公司提供

从收入区域分布来看，公司于2013年及2015年相继收购Exception PCB Solutions

Limited、Fineline Group及Harbor Electronics，随着公司海外业务的拓展，近年公司海外销售收入规模增长较快，占比由2014年的39.53%提升至2016年的55.41%。值得注意的是，公司海外业务占比偏高，需关注汇率波动带来的相关汇兑损失风险。从毛利率上看，公司对Exception PCB Solutions Limited的整合管理尚未完善，另外，Fineline Group以贸易为主，毛利率相对较低，Harbor Electronics主要从事半导体生产销售业务尚处于整合阶段，故公司海外业务毛利率相对较低。

表5 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2017年1-3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
国内	28,424.58	31.28%	129,895.51	34.04%	106,154.52	30.87%	99,424.95	29.05%
国外	48,683.93	28.28%	161,393.79	26.82%	103,165.82	29.18%	65,004.08	32.83%
合计	77,108.51	29.39%	291,289.30	30.04%	209,320.34	30.04%	164,429.03	30.55%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司技术实力相对较强、客户资源丰富、业务规模较大，跻身国内印制电路板样板、快件、小批量板生产企业前列

PCB样板及小批量板多应用于产品设计未完成及产品测试生产阶段，具有单次产品生产规模小、交货周期要求较快的特点，故相应产品毛利率较PCB大批量板高。通过对产品质量控制能力及生产管理能力的提升，公司形成了满足多品种生产要求、交货质量及速度较为稳定的竞争优势，公司一个月生产的产品种类可达3万种，其中，中低端样板及军工产品交付周期最快可达5.5天；公司中高端样板、小批量板及刚挠板样板产品，交货周期一般在8-13天左右。

此外，公司技术实力相对较强。截至2017年4月末，公司拥有发明专利数量为46个，累计获得实用新型技术189个；2014-2016年，公司研发支出金额分别为9,993.89万元、13,952.66万元及18,776.80万元，占营业收入比重分别为5.97%、6.58%和6.39%，研发费用逐年增长。公司对技术研发的重视与投入，对公司未来营业收入增长有一定积极效应。截至2017年3月末，公司刚挠板产品最小线距可达3mil，板厚可达0.2mm，中高端样板及小批量板最高层数可达36层，技术实力相对较强。

表6 公司 PCB 产品主要技术指标

产品名称	最小线宽	最小线距	层数	板厚
中低端样板及小批量	4mil	4mil	1-10层	0.2mm-6.0mm
中高端样板及小批量	3mil	3mil	1-36层	0.2mm-7.0mm
刚挠板	3mil	3mil	2-20层	0.2mm-3.0mm

资料来源：公司提供

上述优势有助于公司对下游客户的拓展，截至2017年3月末，公司海内外客户数量达到4,000多家，包括NCAB GROUP、华为技术有限公司、索尔思光电（成都）有限公司等，在PCB样板及小批量板生产上积累了丰富的客户资源。

凭借不断增强的产品质量控制能力、生产管理能力和技术实力以及丰富的客户资源，近年公司收入保持增长趋势，综合毛利率稳定在30%以上。在2016年评选的2015年CPCA中国线路板企业综合排行榜中，公司以21.19亿元的营业收入水平位于全国PCB行业企业综合排名的第20位¹，营业收入位于内资企业的第5位，营业收入增速为全国PCB百强企业中第14位，跻身国内印制电路板样板、快件、小批量板生产企业前列。

随着市场竞争的加剧，传统PCB产品竞争优势将有所减弱，公司未来业务规模及盈利能力易受公司产品结构调整及市场开拓能力的影响

公司产品生产主要采用多品种小批量生产及客户定制生产模式，即销售部门根据不同订单的产品生产需求及客户提交的设计资料制定生产计划分配至生产部门，交由各生产线进行生产。

截至2016年末，公司PCB产品的国内生产基地位于广州和宜兴，国外生产基地为Exception PCB Solutions Limited位于英国的生产线，其中，受人工成本偏高、管理层调整等因素影响，英国PCB生产线至今尚处于亏损状态。公司位于广州的生产基地主要产品包括军用及民用小批量板、样板以及IC载板，其中，民用PCB生产线产品包括中低端样板产线、中高端样板产线、中低端小批量板产线、刚挠板产线；受限于公司管理能力及交货周期需求，2014年和2015年公司位于广州的民用PCB生产线产能利用率水平相对较低，2016年，随着下游市场需求的增加，产能利用率有所提升。宜兴PCB小批量板生产线主要系子公司宜兴硅谷生产运营，系规划为达产后年产50万平方米的中高端小批量产线；该生产线主体工程于2012年12月完工，2013年6月正式投产，受限于管理及工艺水平，2014年及2015年该生产线年产能仅达16万平方米，达产率为32%；2016年随着生产线人员管理水平的提升及工艺水平的改进，该生产线年产能提升至18万平方米，达产率为36%；公司预计2018年末，该生产线年产能将提升至50万平方米，达产率为100%。2014-2016年宜兴硅谷产能利用率水平保持在85%左右，实现收入分别为23,495.24万元、23,712.30万元及28,985.69万元，净利润分别为-2,361.97万元、-2,772.81万元及-1,244.32万元，2016年尚处于亏损状况的原因主要系1) 2016年宜兴厂销售以内部销售为主，销售价格以终端销售价格的90%-95%左右；2) 宜兴硅谷尚未达到设计产能，折旧费用相对较高；2017年以来，内部售价与终端销售价格基本相当，且产能已进一步释放，产能利用率提升至87.35%，毛利率逐步恢复至合理水平，

¹ 包括外资企业。

需关注未来产能消化及盈利情况。

公司生产模式为以销定产，由于公司主要PCB产品对交货周期的要求较高，为保障订单的交货周期需求，公司根据生产情况对部分小批量订单实行了外包生产，故产品产销量维持在120%左右。此外，公司近年产能利用率均未达80%，市场竞争加剧及PCB产品价格的下行或对公司PCB业务有一定不利影响，需关注公司未来产品结构调整及市场开拓能力。

表7 PCB业务国内产能、产量及销售情况

项目	2016年	2015年	2014年
产能（平方米/年）	559,800.00	539,800.00	539,800.00
其中：广州生产基地（平方米/年）	379,800.00	379,800.00	379,800.00
宜兴生产基地（平方米/年）	180,000.00	160,000.00	160,000.00
产量（平方米）	426,939.73	382,265.10	388,486.69
其中：广州生产基地（平方米）	269,718.25	248,057.08	247,793.86
宜兴生产基地（平方米）	157,221.48	134,208.02	140,692.83
产能利用率	76.27%	70.82%	71.97%
其中：广州生产基地	71.02%	65.31%	65.24%
宜兴生产基地	87.35%	83.88%	87.93%
销量（平方米）	488,628.79	467,329.32	461,744.23
产销率	114.45%	122.25%	118.86%

注：上述仅包括民品PCB生产相关数据。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司原材料采购议价能力相对较弱，近年受采购策略调整的影响，公司采购集中度有所下降

公司产品原材料主要包括覆铜板、化学药水、半固化片等，占公司原材料采购成本的比重分别约为40%、14%、16%左右，其中，覆铜板主要受铜价的影响，半固化片价格主要受石油价格的影响。考虑到PCB原材料相关行业生产规模及生产能力均较强，相对于下游较为分散的需求市场，议价及成本转嫁能力普遍相对较强，公司原材料采购议价能力相对较弱。

公司原材料采购主要采取按需采购的方式，采购频率较高、单次采购规模相对较小，压缩了公司材料采购的议价空间。为了进一步降低生产成本，公司按照材料采购的市场供应情况对不同原材料采购类型进行了分类，通过总部集中采购，同时，扩大公司供应商范围，降低公司对单个供应商的依赖程度，2014-2016年，公司前五大供应商合计采购金额占比分别为41.00%、29.70%和19.99%，供应商集中度下降有利于增强议价能力，降低原材料采购成本。2014-2016年公司采购的主要原材料结构基本保持稳定，其中覆铜板及半固化片价格对公司原材料采购成本影响较大，近年来，两者采购价格于2015年大幅下行，但2016

年以来呈持续回升趋势，或将加大公司盈利压力。

表8 公司采购的主要原材料情况（单位：万元）

主要原材料	2017年1-3月		2016年		2015年		2014年		单位
	平均价格	采购金额	平均价格	采购金额	平均价格	采购金额	平均价格	采购金额	
覆铜板	122.55	7,817.89	106.02	23,049.15	103.28	18,151.09	129.31	20,737.53	元/张
	-	-	-	-	74.77	19.27	66.55	13.31	元/PCS
	-	-	77.64	6.78	119.00	1.08	194.80	1.22	元/平方米
半固化片	15.52	466.67	15.45	2,061.90	13.35	1,228.63	19.48	1,064.83	元/张
	4,285.49	1,509.93	3,500.16	5,688.73	4,534.12	5,798.43	4,589.66	5,918.22	元/卷
化学药水	16.06	794.17	21.46	4,121.50	24.80	5,130.74	22.87	4,802.57	元/L
	2.20	971.06	2.58	3,895.48	2.81	2,950.24	2.59	2,575.40	元/KG
金盐	189.60	1,721.60	181.11	8,318.23	166.69	5,719.08	178.29	1,946.97	元/G
合计		13,281.32		47,141.77	-	38,998.56	-	37,060.05	-

注：1、采购金额为含税金额；

2、以上数据仅包括了国内生产线相关数据。

资料来源：公司提供

公司对海外的市场布局有望增强公司的销售能力，但需关注公司对海外收购公司的经营管理情况，相关收入及盈利存在一定的不确定性

公司PCB业务样板及小批量板下游行业主要应用于军事、航空、医疗器械、工业器械等行业，具有对产品稳定性及质量要求相对较高、产品需求类型多、单笔订单规模较小、产品个性化需求较强等特点，2014-2016年公司前5大客户总销售额占比分别为13.62%、10.62%和9.67%，较为分散，因此，公司对下游客户，特别是样板及军工产品有一定的议价能力。在交易结算方面，公司客户订单主要采用月末结算付款方式，故公司仍有一定规模的应收账款，近年公司应收账款周转天数均在103天左右，相对稳定。

由于公司产品生产采取以销定产的模式，故公司销售订单的获取能力对公司收入规模有较大影响。公司建立了相对完善的销售管理体系，具体而言，公司销售系统下设订单管理部、销售管理部及综合管理部，分别负责订单信息整合风险、销售渠道管理及客户服务等；并按照区域设立了5个销售中心及2个大客户部门，此外，公司在欧美多个城市设立了设计服务中心，为海外客户提供服务；同时，公司针对PCB业务、IC载板业务、军品业务成立了专门的事业部、销售团队和客服中心。国内外客户由各地客服中心直接挖掘和维护，对于国外市场主要采取电话、邮件等方式对国外客户进行远程服务。

另外，为拓展海外业务，公司相继收购了3家国外企业，涉及PCB生产、贸易及半导体研发生产等，公司对国外子公司采取派驻董事、统一采购、定期监督的管理模式，国外子

公司具有较强的自主经营权利。其中，2013年收购的公司Exception PCB Solutions Limited位于英国，主营业务为PCB生产，在英国有一条PCB生产线；公司于2015年3月收购了位于新加坡的Fineline Group，其主营业务为PCB样板贸易，主要货源来源于中国，销售区域以色列、德国等为主，主要客户包括Sanmina-USA-SCI Corporation、SVI Austria GmbH、Zumtobel Lighting GmbH等；考虑到Fineline Group主营小批量板贸易，利用其销售渠道，公司有望拓展海外销售市场。此外，为拓展半导体业务，2015年底公司收购美国上市公司Xcerra的半导体测试板业务，并重新启用Harbor Electronics这一业界知名品牌。

受益于国外子公司的收购及相关业务的开拓，2014-2016年，公司海外业务收入占主营业务收入的比例由39.53%上升至55.41%，公司海外业务收入规模及占比大幅增长；但值得注意的是，公司出口部分的收入大部分以外币结算，汇率波动对公司盈利能力存在一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。另外，Exception PCB Solutions Limited公司2014年以来处于亏损状态，总资产规模呈连续下降趋势，且资产负债率处于较高水平；Harbor Electronics2016年实现营业收入32,180.48万元，但由于该业务尚处于市场开拓阶段，净利润亏损11.74万元；考虑到受海外和国内的政治文化环境整合等因素的影响，公司对海外子公司经营管理情况及海外子公司未来收入及盈利存在一定的不确定性。

表9 公司主要海外子公司主要财务数据（单位：万元）

项目		EXCEPTION	FINELINE	HARBOR
2016年财务指标	总资产	3,311.80	51,888.28	24,866.08
	营业收入	13,114.53	103,393.26	32,180.48
	净利润	-2,970.74	8,395.76	-11.74
	资产负债率	176.90%	58.95%	31.53%
2015年财务指标	总资产	8,192.15	32,289.42	-
	营业收入	15,917.31	54,446.57	-
	净利润	-3,042.80	4,571.69	-
	资产负债率	99%	53%	-
2014年财务指标	总资产	10,981.14	24,064.19	-
	营业收入	21,491.97	50,739.35	-
	净利润	-868.87	4,573.95	-
	资产负债率	71%	38%	-

注：1、上述数据未剔除合并口径数据影响；

2、Fineline Group2015年3月纳入合并范围，2014年为公司参股子公司。

资料来源：公司提供

军品业务的开拓或将为公司业务提供一定增长动力

公司军品业务目前主要系军品专用PCB产品的生产，另外提供军工产品的设计（CAD）及电子电路表面贴装(SMT)一站式服务。由于军工市场准入相对严格，对产品质量要求较

高，相应产品的价格及毛利率亦相对较高。公司位于广州的P6生产线专门用于生产军用PCB产品，产能为42,000平方米/年，近年随着市场的推广及产品生产技术的日益成熟，公司军品PCB生产线的产能利用率有所提高，2016年，公司产能利用率由2014年的44.70%上升至71.51%。从产品销售上看，受生产技术逐渐成熟、公司产品合格率提高的影响，公司军品PCB产品的产销率及产品毛利率均有所提高，2014-2016年，公司军品PCB销售收入及毛利率呈上升趋势，主要系公司军品生产线合格率及产销量上升的影响。由于公司PCB生产多采用按需生产的模式，故预计未来产销情况仍将保持在相对较高的水平。2015年12月，公司完成了对湖南源科创新科技有限公司的收购，该公司主营业务为军用固态硬盘生产，营业收入及利润规模均不大，但其拥有齐备的军工资质，包括：二级保密资格单位证书、武器装备质量体系认证证书、装备承制单位注册证书等，具备从事军用武器装备存储配套系统科研和生产的条件和资格，其产品研制能力及销售能力或将有助于公司开拓军工市场。

表10 军品 PCB 业务产能、产量及销售情况（单位：平方米/年、平方米）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
产能	42,000.00	42,000.00	42,000.00	42,000.00
产量	7,066.62	30,033.90	23,924.27	18,775.86
销量	6,707.93	29,263.45	24,194.33	18,600.75
产能利用率	67.30%	71.51%	56.96%	44.70%
产销率	94.92%	97.43%	101.13%	99.07%

注：上述数据仅包括了广州军品 PCB 生产线相关数据。

资料来源：公司提供

公司半导体业务尚处于研发及投入生产初期，后续随着业务的推广，有望为公司收入及利润规模扩张提供一定动力，但需关注后续业务拓展情况

公司半导体业务主要包括IC封装载板及半导体测试板生产及销售，其中，半导体测试板由子公司Harbor Electronics负责运营。2016年，公司实现半导体业务收入43,272.85万元，毛利率为3.91%。公司于2012年开始布局半导体业务，IC载板生产线第一期于2014年4季度开始有订单交付，2015年4季度初步实现量产，预计产能达产后年产能12万平方米，月产能10,000平方米。截至2017年3月末仍处于量产推进过程中，2017年1-3月累计产量7,934.52平方米，故相关成本仍较高，前期毛利率较低。

公司2015年底花费2,300万美元收购美国上市公司Xcerra的半导体测试板业务，并重新启用Harbor Electronics这一业界知名品牌，该品牌具有超过20年的经验，为美国市场排名第一，公司计划通过引进Harbor Electronics相关世界先进的生产技术，增强公司国内对半导体测试板技术和生产能力。Harbor Electronics相关半导体测试板生产线于2015年设立，于2016年投入生产，2015年该公司亏损约500万美元；2016年公司投入激光钻机等设备，替换部分

设备提高产能及解决新产品生产障碍，其次加大国内市场高端订单的导入，从销售、生产两方面提升效益，2016年，该公司实现收入32,180.48万元，净利润-11.74万元，亏损幅度收窄。

综上，公司半导体业务尚处于布局及技术研发阶段，预计后续随着业务的推广，有望为公司收入及利润规模扩张提供一定动力，但需关注后续业务拓展情况。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2016年审计报告及公司2017年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2014-2016年以及2017年1-3月合并报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

近年，受增资扩股及借款规模增长的影响，公司资产规模增长较快；公司资产以固定资产及应收账款为主，机器设备成新度及资产流动性一般，且收购子公司形成的商誉面临一定减值风险

近年，受增资扩股及借款规模增长的影响，公司资产规模有所增长。截至2017年3月末，公司资产规模为414,823.62万元，较2014年末增长58.60%，其中2015年增幅较大，主要系公司收购了湖南源科创新科技有限公司及Fineline Group，同时新购入办公楼资产等。从资产构成上看，近年公司资产结构相对稳定，主要由非流动资产构成，截至2017年3月末非流动资产占公司总资产的56.49%，资产流动性一般。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34,489.74	8.31%	55,571.45	13.07%	36,514.12	9.62%	13,152.21	5.03%
应收票据	15,137.60	3.65%	8,035.46	1.89%	4,985.34	1.31%	3,936.60	1.51%
应收账款	94,096.73	22.68%	88,597.40	20.84%	64,615.07	17.03%	48,366.59	18.49%
存货	28,473.56	6.86%	28,183.29	6.63%	19,965.61	5.26%	15,101.75	5.77%
流动资产合计	180,509.52	43.51%	188,419.64	44.33%	134,187.20	35.36%	86,769.09	33.17%
可供出售金融资产	9,057.96	2.18%	9,057.96	2.13%	4,999.96	1.32%	4,000.00	1.53%

长期股权投资	2,175.45	0.52%	2,171.87	0.51%	16,168.41	4.26%	17,616.40	6.74%
固定资产	167,311.93	40.33%	168,913.19	39.74%	164,534.54	43.35%	134,462.27	51.41%
无形资产	14,490.31	3.49%	13,887.25	3.27%	16,274.90	4.29%	4,082.33	1.56%
商誉	27,974.77	6.74%	27,974.77	6.58%	25,377.98	6.69%	2,485.92	0.95%
非流动资产合计	234,314.10	56.49%	236,653.09	55.67%	245,332.09	64.64%	174,783.68	66.83%
资产总计	414,823.62	100.00%	425,072.73	100.00%	379,519.28	100.00%	261,552.77	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款及存货构成。2015年及2016年，公司货币资金规模持续增长，其中，2015年增长来源于公司股票增发及借款融资规模增长，2016年增长主要系以19,200.00万元处置所持有的上海新昇半导体科技有限公司20.51%股权收到的相关款项。截至2016年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金为15,142.96万元，主要系保函保证金。公司应收票据主要系收到下游客户的银行承兑汇票，近年，随着公司业务规模的扩大及公司设立票据池的影响，规模持续增大。公司应收账款主要系应收客户款，账龄主要集中在一年以内，其中4,759.97万元已应于借款质押。截至2016年6月末公司前五大应收对象款项总额占比为10.78%，应收对象较为分散。近年，公司应收账款规模增长主要系（1）公司PCB生产销售业务规模增大；（2）公司收购海外子公司，贸易收入规模增长。考虑到公司应收对象较为分散，风险集中度不高，但需关注行业景气度下降时的整体坏账风险。公司存货主要系原材料、在产品及已完工库存商品，2014年以来增速较快主要系公司生产规模、销售规模扩大所致，需要关注行业景气度下行压力下存货的跌价风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产及商誉构成。截至2016年末，公司可供出售金融资产分别为对深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司持股4.01%、对华进半导体封装先导技术研发中心有限公司持股7.58%及对深圳市路维光电股份有限公司持股9.75%。2015年末公司长期股权投资主要包括持有上海新昇半导体科技有限公司20.51%股权，账面价值15,910.63万元；2016年6月16日，公司将持有的上述股权以19,200.00万元转让。2015年及2016年，公司分别获得长期股权投资收益分别为168.70万元和111.40万元（不包括处置收益），规模较小。公司固定资产主要系办公用房及生产设备，2015年规模增长较快主要系公司新增价值24,707.51万元的办公用楼。截至2016年末，公司固定资产中房屋建筑物及机器设备账面价值分别为97,449.63万元及65,853.97万元，成新率分别为87.01%和50.35%，近年公司固定资产规模增长主要包括新增生产相关机器设备以及购买深圳总部办公楼。公司无形资产主要包括软件、商标及客户关系等，2015年增加主要系新增合并子公司产生。公司商誉主要来源于收购的4家子公司，形成商誉

26,207.64万元，上述公司2016年总营业收入为151,356.63万元，净利润总额为5,033.16万元，收购溢价相对较高，未来对公司收入及盈利的贡献能否达到预期存在一定不确定性。截至2016年末，公司所有权受限资产为56,422.60万元，占公司总资产比重为13.27%。

表12 2016年12月31日公司主要商誉构成情况（单位：万元）

公司名称	取得成本	商誉	2016年营业收入	2016年净利润
Fineline Group	26,224.01	19,412.28	103,393.26	8,395.76
Exception PCB Solutions Limited	3,393.17	2,227.62	13,114.53	-2,970.74
湖南源科创新科技有限公司	6,000.00	1,970.95	2,668.36	-380.12
Harbor Electronics Inc	2,300（万美元）	2,596.79	32,180.48	-11.74
合计		26,207.64	151,356.63	5,033.16

资料来源：公司提供，鹏元整理

资产运营效率

近年，公司营运资金周转效率小幅下行，资产整体周转效率有所提高，但整体资产经营效率仍一般

公司下游客户数量众多且生产管理相对较强，近年，公司应收账款周转效率保持相对稳定的状态。2014-2016年，公司应收账款周转天数保持在103天左右，公司产品销售回款周期相对稳定。公司上游供应商规模相对较大，公司采购数量占比不高，议价能力相对较弱，为压缩公司原材料采购成本，公司通过降低采购集中度、缩短付款周期的策略，故2015年公司应付账款周转天数较上年下降13.51天。由于公司采取按订单要求生产和采购的方式，故公司存货规模相对较小，周转效率相对较高。近年，公司存货周转率相对稳定。受应付账款周转天数下降的影响，公司净营业周期由2014年的58.59天上升至2016年的69.24天，资金周转效率有所下降；需关注半导体业务、宜兴生产线及其他新业务投入后续对公司收入及盈利的带动能力。

从整体资产运营效率来看，2014-2016年，公司流动资产周转天数分别为167.89天、187.65天和197.53天，周转效率放缓主要系货币资金及应收账款增长较快使得流动资产增速高于营业收入增速。由于PCB行业属于技术及资金密集行业，生产设备的成本相对较高，故公司固定资产周转天数及总资产周转天数相对较高，2016年分别为204.17天和492.64天，分别较2014年下降87.71天和36.07天，但公司整体资产经营效率仍一般。

表13 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数	101.78	103.53	103.65
存货周转天数	42.51	43.09	41.01

应付账款周转天数	75.05	72.56	86.07
净营业周期	69.24	74.06	58.59
流动资产周转天数	197.53	187.65	167.89
固定资产周转天数	204.17	253.93	291.88
总资产周转天数	492.64	544.44	528.71

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年，受生产规模扩大及并购海外子公司的推动，公司营业收入及利润规模扩大，盈利能力保持稳定

PCB生产及贸易为公司营业收入的主要来源。2014-2016年，公司营业收入分别为167,382.52万元、211,947.89万元及291,289.30万元，呈逐年增长态势；其中，2015年增长主要系公司自2015年3月起将Fineline Group纳入合并范围，海外贸易业务收入增长所致；随着公司新增半导体业务收入以及Fineline Group贸易业务规模扩张，公司2016年营业收入持续增长。2014-2016年，公司综合毛利率、营业利润率、总资产回报率的等盈利能力指标相对稳定。

2015年和2016年，公司实现投资收益分别为4,784.48万元和3,519.94万元，分别为公司对Fineline Group和Aviv C&EMS等投资、收购利得及出售公司持有的上海新昇半导体科技有限公司的股权，占当期利润总额比重分别为31.58%和14.51%。预计未来随着公司研发投入、产品结构调整、贸易业务及销售能力的增长，营业收入规模有一定增长潜力，但市场竞争加剧对公司PCB业务规模扩张及盈利能力或有一定不利影响。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	78,176.56	293,980.52	211,947.89	167,382.52
营业利润	5,579.18	21,927.04	13,862.41	12,542.54
投资净收益	57.58	3,519.94	4,784.48	1,183.29
利润总额	5,605.83	24,256.09	15,149.09	13,874.83
净利润	4,587.16	22,357.84	15,570.75	12,572.21
综合毛利率	30.21%	30.66%	30.89%	31.76%
期间费用率	22.39%	23.13%	25.50%	23.86%
营业利润率	7.14%	7.46%	6.54%	7.49%
总资产回报率	-	6.81%	5.53%	6.72%
净资产收益率	-	9.47%	7.82%	7.54%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

现金流

公司近年经营活动净现金流入较为稳定，公司并购活动投资需求主要靠融资活动满足，未来仍有一定的融资需求

2014-2016年，公司收现比分别为78.88%、88.75%和84.89%，收现能力尚可；由于收入规模增大，公司净利润规模逐年增加；同时，受厂房设备投入、购置办公楼等因素影响，公司固定资产规模逐年增长，非付现费用持续增加；2015年所投资的Fineline Group从长期股权投资形式转为控股子公司，按公允价值重新计量产生利得增加了3,601.19万元收益，非经营性损益增长；在上述因素综合作用下，公司营运现金流及经营活动净现金流逐年上升。

从投资活动现金流情况看，近年来公司投资活动现金流净值表现为净流出，2014-2016年公司投资活动净流出合计为92,279.23万元，主要系购建固定资产、投资并购所支付的现金。

2015年因投资活动对资金的需求显著增加，营运现金流规模远不足以覆盖，因此公司2015年筹资活动现金流规模出现较大增加。公司主要通过银行借款及增资扩股进行融资，其中2014-2016年公司取得借款收到的现金规模达到23.39亿元，偿还债务所支付的现金合计为16.97亿元。考虑到公司未来战略扩张及技术研发仍需一定的资金投入，公司有一定的外部筹资需求。

总体而言，公司近年经营活动净现金流入逐年上升，经营活动现金生成能力较为稳定，公司并购活动投资需求主要靠融资活动满足，未来仍有一定的融资需求。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	84.89%	88.75%	78.88%
净利润	22,357.84	15,570.75	12,572.21
非付现费用	18,641.24	15,528.16	13,741.02
非经营损益	-1,821.48	-3,502.64	32.25
FFO	39,177.60	27,596.27	26,345.48
营运资本变化	-16,739.33	-9,099.45	-10,573.60
其中：存货的减少（减：增加）	-8,057.76	-4,863.86	-4,177.04
经营性应收项目的减少（减：增加）	-28,559.88	-19,955.63	-6,762.35
经营性应付项目的增加（减：减少）	19,878.31	15,720.04	365.79
经营活动产生的现金流量净额	22,438.28	18,496.82	15,771.88
投资活动产生的现金流量净额	-306.59	-69,390.35	-22,582.29

筹资活动产生的现金流量净额	-3,035.70	73,693.92	10,352.39
汇率变动对现金的影响	-38.66	561.52	234.9
现金及现金等价物净增加额	19,057.33	23,361.91	3,776.88

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模大幅增长，且未来两年面临一定偿债压力

公司因投资需求扩大近年来融资力度增强，负债规模大幅增长，2014-2016年负债复合增长率为41.22%。2015年，公司非公开发行股票募集资金39,999.12万元，扣除发行费用后募集资金净额为38,611.69万元，使得所有者权益规模有所增长。截至2017年3月末，公司所有者权益合计为25.00亿元，2014-2016年复合增长率为19.62%。由于负债规模快速增加，负债与所有者权益比率逐年上升，净资产对负债的保障力度减弱。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年	2014年
负债总额	164,828.67	179,867.03	152,532.94	90,192.26
其中：流动负债	144,283.15	160,092.60	120,516.83	88,026.61
非流动负债	20,545.52	19,774.43	32,016.11	2,165.65
所有者权益	249,994.94	245,205.69	226,986.35	171,360.51
负债与所有者权益比率	65.93%	73.35%	67.20%	52.63%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

从负债结构上看，公司流动负债占比较高，截至2017年3月末，公司流动负债合计14.43亿元，占负债总额的87.54%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期非流动负债构成，其中，其中应付账款规模为4.25亿元，2014-2016年年均复合增长率为24.56%，低于营业收入复合增长率（32.53%），表明公司原材料采购付款周期缩短。值得注意的是，公司短期借款占比较高，但公司资金投入主要在固定资产、长期股权投资等方面，回收期限相对较长，公司债务结构尚待优化，本期债券的成功发行将有助于改善公司债务结构。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期借款	61,817.23	37.50%	71,896.56	39.97%	74,160.25	48.62%	52,527.98	58.24%
应付票据	9,610.98	5.83%	10,592.53	5.89%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	42,539.32	25.81%	43,200.83	24.02%	31,205.66	20.46%	27,846.36	30.87%
一年内到期非流动负债	12,585.35	7.64%	14,171.44	7.88%	588.90	0.39%	42.84	0.05%
流动负债合计	144,283.15	87.54%	160,092.60	89.01%	120,516.83	79.01%	88,026.61	97.60%

长期借款	13,524.83	8.21%	14,026.69	7.80%	25,780.50	16.90%	0.00	0.00%
非流动负债合计	20,545.52	12.46%	19,774.43	10.99%	32,016.11	20.99%	2,165.65	2.40%
负债合计	164,828.67	100.00%	179,867.03	100.00%	152,532.94	100.00%	90,192.26	100.00%
其中：有息债务	100,031.99	60.69%	110,687.22	61.54%	100,529.65	65.91%	52,570.82	58.29%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

随着借款规模的扩大，公司承担有息债务规模有较大增长，根据公司2017年3月末有息债务偿还期限分布表，2017年到2018年有息债务到期偿还总额为88,425.91万元，未来两年面临一定偿债压力。

表18 截至 2017 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	余额	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
本金	100,031.99	76,003.70	12,422.21	1,434.00	3,287.00	6,885.07

资料来源：公司提供

2014-2016年末公司资产负债率受负债规模增长而有所上升，截至2017年3月末，公司资产负债率为39.73%，资产负债率较2016年末有所下降。得益于货币资金等流动资产规模的增加，公司流动比率及速动比率小幅上升，短期偿债能力相对稳定。另外，随着EBITDA稳步增长，公司EBITDA利息保障倍数稳定上升。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	39.73%	42.31%	40.19%	34.48%
流动比率	1.25	1.18	1.11	0.99
速动比率	1.05	1.00	0.95	0.81
EBITDA（万元）	-	44,051.51	32,150.06	29,498.44
EBITDA 利息保障倍数	-	14.00	12.55	11.20
有息债务/EBITDA	-	2.51	3.13	1.78

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付主要来源于公司经营活动产生盈利和现金流。2014-2016年，公司营业收入分别为167,382.52万元、211,947.89万元和293,980.52万元，营业利润分别为12,542.54万元、13,862.41万元和21,927.04万元，经营活动产生的现金流量净额分别为15,771.88万元、18,496.82万元和22,438.28万元，收现比分别为78.88%、88.75%和84.89%，盈利状况及经营

业务现金生成能力较好。近年，公司通过自主研发、收购等方式将业务领域向军工、IC载板、半导体测试拓展，并通过海外并购拓展海外贸易及销售市场，未来有望推动公司收入及利润规模增长。另外，截至2016年末，公司应收账款及存货规模分别为88,597.40万元和28,183.29万元，特殊情况下，公司可通过应收账款的加速回收及存货处置变现为偿债资金提供一定支持；截至2016年末，公司固定资产中房屋建筑物及机器设备账面价值分别为97,449.63万元及65,853.97万元，成新率分别为87.01%和50.35%，特殊情况下，可通过资产抵质押融资或资产出让等方式，为公司提供一定资金支持。

同时，我们也关注到，公司传统PCB业务规模市场竞争加大，未来盈利空间或将进一步压缩；公司技术研发、生产线扩张及并购等投资活动资金规模相对较大，易受新产品研发生产调试、市场推广等因素影响，短期内产能释放及经营效益存在一定不确定性；公司应收账款及存货资产面临一定的减值风险；公司机器设备成新度及资产流动性一般，特殊情况下，通过抵质押融资或者资产处置筹资的能力或受限等风险因素。

（二）本期债券保障措施分析

由深圳高新投提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

1、担保条款

本期债券由深圳高新投供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券票面金额的本金（不超过5亿元）及利息、罚息和实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

2、担保人基本情况

深圳高新投原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心于1994年12月投资成立，初始注册资本1亿元。高新投于2004年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011年12月更名为现名。历经多次股权转让和增资扩股，2015年6月末深圳高新投注册资本为22亿元。

2015年深圳高新投成功引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司和深圳市海能达投资有限公司三家战略投资者，合计向深圳高新投增资265,210.50万元，其中133,870.32万元计入注册资本，131,340.18万元计入资本公积。截至2015年末，深圳高新投注册资本达到353,870.32万元。根据深圳高新投《2016年度第一次临时股东大会

决议》，全体股东一致同意将本次增资的资本公积131,340.18万元转增资本，截至2016年6月末，深圳高新投注册资本及实收资本均达到485,210.50万元。

深圳高新投股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心均为深圳市人民政府设立的国资企业或机构，合计持有深圳高新投股份62.17%，深圳高新投最终控制人为深圳市人民政府。截至2016年6月末，深圳高新投股权结构如下表所示。

表20 截至2016年6月30日深圳高新投股权结构

股东名称	投资额（万元）	持股比例(%)
深圳市投资控股有限公司	173,171.63	35.69
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	97,042.10	20.00
深圳市财政金融服务中心	72,490.45	14.94
恒大企业集团有限公司	69,191.02	14.26
深圳市远致投资有限公司	53,567.24	11.04
深圳市海能达投资有限公司	17,322.01	3.57
深圳市中小企业服务中心	2,426.05	0.50
合计	485,210.50	100.00

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投以融资担保和保证担保业务²（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构，并通过设立专业子公司实现融资担保、保证担保和创业投资等业务的专业化经营。

2015年，在宏观经济增速放缓的背景下，深圳高新投融资担保发生额稳健增长，主要是深圳高新投适度控制融资担保规模，逐步退出产能过剩、行业发展前景不佳的担保项目。2015年深圳高新投融资担保发生额为51.12亿元，同比上升11.88%，同时当期解除担保责任额为52.50亿元，较上年同期增加17.03%，深圳高新投适度控制融资担保规模，进行产品结构调整，有利于深圳高新投拓展成长性好、技术含量高的战略新兴产业。另外，深圳高新投直接融资担保业务发展迅速。2015-2016年6月末，深圳高新投新增债券担保业务14笔，其中通过审批笔数14笔，发放保函11笔，担保债券已成功发行8笔。截至2016年6月末，深圳高新投在保债券项目为11只，其中2只为前海股权交易中心私募债券、1只为资产证券化融资产品、其余8只均为公司债，在保债券余额合计20.90亿元。

截至2016年6月30日，深圳高新投资产总额为79.82亿元，所有者权益为62.37亿元，资产负债率为21.87%；2015年，深圳高新投实现营业总收入9.34亿元，利润总额8.17亿元，经

²深圳高新投融资担保业务主要为间接融资担保业务；深圳高新投非融资担保业务主要是保证担保业务，包括履约保函、预付款保函、投标保函、监理保函等。

营活动现金流净额-15.39亿元。截至2016年6月末，深圳高新投期末融资担保在保责任余额53.37亿元，融资担保净资产放大倍数为7.56，放大倍数较合理；融资担保业务准备金充足率为200.93%，风险准备金计提较充分。但是我们也关注到，深圳高新投融资担保业务当期代偿率有所上升，2016年1-6月代偿率为1.74%；累计代偿回收情况欠佳，截至2016年6月末，深圳高新投融资担保业务累计发生代偿额47,364.26万元，累计代偿回收率仅为38.07%。深圳高新投主要财务指标如表21所示。

表21 深圳高新投近年主要财务指标

项目	2016年6月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	798,228.05	820,240.46	486,820.54	454,255.85
所有者权益合计（万元）	623,650.44	639,623.84	345,624.39	318,976.06
资产负债率	21.87%	22.02%	29.00%	29.78%
营业总收入（万元）	60,001.40	93,401.72	81,842.65	67,813.43
利润总额（万元）	51,789.39	81,651.46	65,927.83	56,281.46
净资产收益率	-	12.31%	14.67%	13.75%
经营活动净现金流（万元）	30,807.75	-153,852.71	8,629.73	42,477.78
当期担保发生额（亿元）	156.69	353.81	307.85	272.96
期末在保责任余额（亿元）	440.26	423.33	346.00	248.05
融资担保担保风险准备金（万元）	33,966.51	33,966.51	29,016.55	25,388.35
融资担保净资产放大倍数	7.56	7.71	8.79	8.86
融资担保业务当期担保代偿率	1.74%	1.29%	0.89%	0.25%
融资担保业务累计担保代偿率	0.64%	0.65%	1.01%	1.04%
融资担保业务累计代偿回收率	38.07%	35.66%	37.91%	39.85%
融资担保业务准备金覆盖率	6.36%	6.48%	4.66%	4.64%
融资担保业务准备金充足率	200.93%	209.75%	228.03%	216.66%

注：融资担保业务净资产放大倍数=融资担保在保余额/子公司高新投融资期末净资产。

资料来源：深圳高新投2013-2015年审计报告及未经审计的2016年1-6月财务报表，公司提供，鹏元整理

综合来看，深圳高新投实力较雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定，深圳高新投主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	34,489.74	55,571.45	36,514.12	13,152.21
应收票据	15,137.60	8,035.46	4,985.34	3,936.60
应收账款	94,096.73	88,597.40	64,615.07	48,366.59
预付款项	4,560.42	4,186.03	4,381.57	3,017.07
应收利息	631.49	535.73	132.58	0.00
其他应收款	1,787.41	1,582.64	1,053.90	340.55
存货	28,473.56	28,183.29	19,965.61	15,101.75
一年内到期的非流动资产	39.06	15.29	8.92	28.94
其他流动资产	1,293.52	1,712.36	2,530.09	2,825.40
流动资产合计	180,509.52	188,419.64	134,187.20	86,769.09
非流动资产：				
可供出售金融资产	9,057.96	9,057.96	4,999.96	4,000.00
长期应收款	798.38	802.74	1,231.42	0.00
长期股权投资	2,175.45	2,171.87	16,168.41	17,616.40
固定资产	167,311.93	168,913.19	164,534.54	134,462.27
在建工程	2,842.00	3,702.15	8,079.99	4,383.95
无形资产	14,490.31	13,887.25	16,274.90	4,082.33
开发支出			0.00	0.00
商誉	27,974.77	27,974.77	25,377.98	2,485.92
长期待摊费用	3,175.11	3,289.22	3,509.59	3,629.26
递延所得税资产	6,488.19	6,853.93	5,155.30	3,454.81
其他非流动资产			0.00	0.00
非流动资产合计	234,314.10	236,653.09	245,332.09	174,783.68
资产总计	414,823.62	425,072.73	379,519.28	261,552.77
流动负债：				
短期借款	61,817.23	71,896.56	74,160.25	52,527.98
应付票据	9,610.98	10,592.53	0.00	0.00
应付账款	42,539.32	43,200.83	31,205.66	27,846.36
预收款项	1,445.60	1,388.89	790.10	1,037.22
应付职工薪酬	7,424.87	9,102.90	5,024.91	2,932.54
应交税费	5,009.15	5,712.39	2,666.48	2,731.28
应付利息	86.55	80.32	124.59	81.98
应付股利	1,251.30	1,637.64	1,856.06	0.00

其他应付款	2,512.81	2,309.09	4,099.87	826.40
一年内到期的非流动负债	12,585.35	14,171.44	588.90	42.84
流动负债合计	144,283.15	160,092.60	120,516.83	88,026.61
非流动负债:				
长期借款	13,524.83	14,026.69	25,780.50	0.00
长期应付职工薪酬	1,640.10	1,222.50	1,431.94	0.00
预计负债	768.43	796.18	553.30	0.00
递延所得税负债	428.35	438.35	321.55	0.00
递延收益-非流动负债	4,183.81	3,290.72	3,928.81	2,165.65
非流动负债合计	20,545.52	19,774.43	32,016.11	2,165.65
负债合计	164,828.67	179,867.03	152,532.94	90,192.26
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	148,790.75	148,790.75	49,596.92	22,340.00
资本公积金	985.69	985.69	99,975.06	88,620.29
其它综合收益	-817.71	-996.46	171.43	252.04
盈余公积金	7,681.44	7,681.44	6,791.13	6,191.73
未分配利润	81,807.07	78,117.42	62,418.96	53,956.45
归属于母公司所有者权益合计	238,447.24	234,578.84	218,953.50	171,360.51
少数股东权益	11,547.71	10,626.85	8,032.85	0.00
所有者权益合计	249,994.94	245,205.69	226,986.35	171,360.51
负债和所有者权益总计	414,823.62	425,072.73	379,519.28	261,552.77

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	78,176.56	293,980.52	211,947.89	167,382.52
营业收入	78,176.56	293,980.52	211,947.89	167,382.52
二、营业总成本	72,654.96	275,573.42	202,869.96	156,023.27
营业成本	54,562.23	203,857.95	146,485.77	114,221.73
营业税金及附加	588.96	1,727.40	1,248.07	1,116.01
销售费用	5,061.00	18,272.18	14,807.02	11,086.42
管理费用	11,853.78	45,117.92	36,441.60	25,948.81
财务费用	586.41	4,606.18	2,798.33	2,900.09
资产减值损失	2.57	1,991.79	1,089.17	750.21
三、其他经营收益	57.58	3,519.94	4,784.48	1,183.29
投资净收益	57.58	3,519.94	4,784.48	1,183.29
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	57.58	111.40	168.70	1,183.29
四、营业利润	5,579.18	21,927.04	13,862.41	12,542.54
加：营业外收入	60.51	2,556.81	1,446.23	1,430.50
减：营业外支出	33.86	227.76	159.55	98.20
其中：非流动资产处置净损失	26.78	172.71	145.92	11.00
五、利润总额	5,605.83	24,256.09	15,149.09	13,874.83
减：所得税	1,018.67	1,898.25	-421.66	1,302.62
六、净利润	4,587.16	22,357.84	15,570.75	12,572.21
减：少数股东损益	897.51	3,097.16	1,549.78	-
七、归属于母公司所有者的净利润	3,689.65	19,260.68	14,020.97	12,572.21
加：其他综合收益	202.09	-1,292.99	-35.03	-194.05
八、综合收益总额	4,789.25	21,064.84	15,535.72	12,378.16
减：归属于少数股东的综合收益总额	920.86	2,972.05	1,595.36	-
归属于母公司普通股股东综合收益总额	3,868.39	18,092.79	13,940.36	12,378.16

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	70,101.00	249,560.68	188,105.26	132,025.26
收到的税费返还	162.48	1,403.80	1,732.01	675.86
收到其他与经营活动有关的现金	1,061.74	3,074.36	5,617.32	2,904.19
经营活动现金流入小计	71,325.21	254,038.85	195,454.59	135,605.31
购买商品、接受劳务支付的现金	46,437.44	137,045.37	98,077.97	57,436.43
支付给职工以及为职工支付的现金	17,184.49	66,447.21	45,225.72	38,314.80
支付的各项税费	3,002.38	11,137.62	11,670.03	10,953.08
支付其他与经营活动有关的现金	3,148.44	16,970.37	21,984.05	13,129.12
经营活动现金流出小计	69,772.74	231,600.57	176,957.77	119,833.42
经营活动产生的现金流量净额	1,552.47	22,438.28	18,496.82	15,771.89
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	19,200.00	-	-
取得投资收益收到的现金	-	16.10	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	118.10	34.61	147.26	2,252.34
收到其他与投资活动有关的现金	-	146.19	-	-
投资活动现金流入小计	118.10	19,396.90	147.26	2,252.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,530.36	13,895.69	53,753.81	10,521.93
投资支付的现金	-	5,740.65	8,499.96	14,312.69
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	67.15	7,283.84	-
支付其他与投资活动有关的现金	0.50	-	-	-
投资活动现金流出小计	2,530.86	19,703.49	69,537.62	24,834.62
投资活动产生的现金流量净额	-2,412.76	-306.59	-69,390.35	-22,582.29
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	33.49	38,676.22	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	33.49	-	-
取得借款收到的现金	5,103.90	52,965.37	118,258.53	62,669.88
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	59.16	-
筹资活动现金流入小计	5,103.90	52,998.87	156,993.91	62,669.88
偿还债务支付的现金	23,908.20	48,644.69	74,399.91	46,691.92
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,171.37	6,456.05	8,832.62	5,625.58
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	815.00	1,436.16	-
支付其他与筹资活动有关的现金	168.68	933.82	67.46	-

筹资活动现金流出小计	25,248.25	56,034.56	83,299.99	52,317.50
筹资活动产生的现金流量净额	-20,144.35	-3,035.70	73,693.92	10,352.39
汇率变动对现金的影响	-77.07	-38.66	561.52	234.90
现金及现金等价物净增加额	-21,081.71	19,057.33	23,361.91	3,776.88
期初现金及现金等价物余额	55,571.45	36,514.12	13,152.21	9,375.33
期末现金及现金等价物余额	34,489.74	55,571.45	36,514.12	13,152.21

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	22,357.84	15,570.75	12,572.21
加：资产减值准备	1,991.79	1,089.17	750.21
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,455.24	13,068.64	11,948.91
无形资产摊销	1,396.55	542.58	275.29
长期待摊费用摊销	797.66	827.77	766.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	134.33	98.80	-676.77
财务费用	3,145.97	2,561.98	2,632.80
投资损失	-3,519.94	-4,784.48	-1,183.29
递延所得税资产减少	-1,698.63	-1,700.49	-740.49
递延所得税负债增加	116.79	321.55	
存货的减少	-8,057.76	-4,863.86	-4,177.04
经营性应收项目的减少	-28,559.88	-19,955.63	-6,762.35
经营性应付项目的增加	19,878.31	15,720.04	365.79
间接法-经营活动产生的现金流量净额	22,438.28	18,496.82	15,771.89
现金的期末余额	55,571.45	36,514.12	13,152.21
减：现金的期初余额	36,514.12	13,152.21	9,375.33
现金及现金等价物净增加额	19,057.33	23,361.91	3,776.88

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 公司主要财务指标

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	100,031.99	110,687.22	100,529.65	52,570.82
资产负债率	39.73%	42.31%	40.19%	34.48%
流动比率	1.25	1.18	1.11	0.99
速动比率	1.05	1.00	0.95	0.81
综合毛利率	30.21%	30.66%	30.89%	31.76%
总资产回报率	-	6.81%	5.53%	6.72%
EBITDA（万元）	-	44,051.51	32,150.06	29,498.44
EBITDA 利息保障倍数	-	14.00	12.55	11.20
应收账款周转天数（天）	-	101.78	103.53	103.65
存货周转天数（天）	-	42.51	43.09	41.01
应付账款周转天数（天）	-	75.05	72.56	86.07
净营业周期（天）	-	69.24	74.06	58.59
流动资产周转天数（天）	-	197.53	187.65	167.89
固定资产周转天数（天）	-	204.17	253.93	291.88
总资产周转天数（天）	-	492.64	544.44	528.71
期间费用率	22.39%	23.13%	25.50%	23.86%
营业利润率	7.14%	7.46%	6.54%	7.49%
净资产收益率	-	9.47%	7.82%	7.54%
收现比	89.67%	84.89%	88.75%	78.88%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1-3 月未经审计财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	负债总额 / 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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易

所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。