

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【742】号

广东汕头超声电子股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的广东汕头超声电子股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年七月三十一日

广东汕头超声电子股份有限公司
2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。


本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【742】号 02

分析师

姓名：**刘惠琼**
蒋晗 刘惠琼
电话：
0755-82872658

邮箱：

jianghan@cspengyuan.com

评级日期：

2020年8月4日

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

广东汕头超声电子股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过7亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：6年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的债券本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东汕头超声电子股份有限公司（以下简称“超声电子”或“公司”，证券代码：000823.SZ）本次拟公开发行总额不超过7亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司拥有稳定的优质客户，盈利逐年提高、经营现金流表现较好，资产负债率较低；同时中证鹏元也关注到公司海外产品市场拓展难度或将加大，且应收账款和存货占用资金较多以及本期债券募投项目收益存在不确定性等风险因素。

正面：

- 公司拥有稳定的优质客户，且客户类型广泛。作为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会下属企业，公司依托省级重点工程技术研究开发中心及核心研发团队，持续扩大研发投入，截至2019年末，公司累计获得专利授权374项，其中发明专利授权108项，主导产品已进入哈曼、海拉等汽车配件厂商，中兴通讯、OPPO等通讯及移动互联厂商，及西门子、飞利浦等智能家居厂商产品体系。
- 公司业务较多元化，盈利逐年增长。公司逐渐形成了以印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产为核心的业务结构，且近年积极调整产品结构，车载类等高附加值产品增加，印制线路板、液晶显示器等主导产品均价呈上升趋势，2019年实现净利润3.62亿元，2017-2019年复合增长率为22.47%。
- 公司经营现金流表现较好，整体负债水平较低。2017-2019年公司经营活动现金分

别净流入 3.17 亿元、4.59 亿元和 6.73 亿元，规模逐年扩大，业务回款情况较好；2019 年末公司资产负债率为 30.63%，其中有息债务为 6.58 亿元，整体负债水平较低。

关注：

- 公司产品外销比例较高，全球贸易环境多变、海外疫情持续蔓延或将加大公司海外产品市场拓展难度。2019 年海外销售占比接近 60%，而 2020 年 3 月以来海外疫情爆发并持续蔓延，公司外销业务面临运输不畅或无法正常交货风险；同时全球消费类电子产品销售和汽车销量受全球贸易环境及疫情冲击，预计该等领域对印制电路板、液晶显示器的需求较弱，进而加大公司相关业务海外市场的拓展难度。
- 公司应收账款和存货占用资金较多。截至 2019 年末，公司应收账款和存货合计占总资产的 39.38%，而公司与上游供应商的结算账期相对下游客户回款周期较短，对资金形成较大占用。
- 本期债券募投项目收益存在不确定性。本期债券募投项目规划投资于高频高速印制板、高性能 HDI 印制板等新型特种印制板，计划于 2022 年投产，项目实施周期较长。当前行业内企业普遍处于扩产阶段，随着项目的推进，未来行业竞争或将加剧。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2020 年 3 月 | 2019 年 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 567,078.39 | 570,930.56 | 543,168.23 | 509,445.83 |
| 归属于母公司所有者权益 | 356,696.74 | 353,552.45 | 331,359.48 | 311,801.49 |
| 有息债务 | 76,044.86 | 65,767.54 | 78,035.10 | 59,027.20 |
| 资产负债率 | 29.49% | 30.63% | 31.55% | 31.27% |
| 流动比率 | 2.18 | 2.10 | 2.05 | 2.08 |
| 速度比率 | 1.69 | 1.63 | 1.65 | 1.63 |
| 营业收入 | 109,639.90 | 484,169.12 | 494,124.46 | 433,312.70 |
| 营业利润 | 5,400.27 | 41,485.36 | 37,409.15 | 28,792.85 |
| 净利润 | 4,413.32 | 36,161.85 | 33,012.85 | 24,111.24 |
| 综合毛利率 | 18.68% | 22.09% | 20.02% | 20.70% |
| 总资产回报率 | - | 7.76% | 7.50% | 6.18% |
| EBITDA | - | 63,545.56 | 60,093.52 | 49,422.63 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 31.37 | 25.87 | 23.64 |
| 经营活动现金流净额 | 14,228.80 | 67,285.25 | 45,850.62 | 31,656.39 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1997年9月，由汕头超声电子（集团）有限公司（以下简称“超声集团”）发起，并向社会公开发行股票6,500万股成立，于当年10月8日在深圳证券交易所上市交易（股票代码“000823”），发行后总股本为20,500万股。后历经配售、送股、非公开发行股票，其中2014年3月非公开发行股票9,653万股，截至2020年3月末公司股本增加至53,696.60万股，控股股东为超声集团，持股30.31%，其中超声集团为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“汕头市国资委”）全资子公司，公司实际控制人为汕头市国资委，股权结构图如下图所示。

图1 截至2020年3月31日公司股权结构及产权控制情况



资料来源：公司2020年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主要从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏、超薄及特种覆铜板、超声电子仪器的研制、生产和销售，产品广泛用于通讯、汽车电子、消费电子、工业及医疗电子等领域。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司有8家，具体如表1所示。

表1 截至2019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 |
|-----------------|-----------|--------|---|
| 汕头超声印制板公司 | 2,250 万美元 | 75.00% | 双面及多层印制线路板的研制、生产和销售 |
| 汕头超声印制板（二厂）有限公司 | 7,152 万美元 | 75.00% | 高密度多层印制线路板的研制、生产和销售 |
| 汕头超声印制板（三厂）有限公司 | 40,000 万元 | 75.00% | 未实质开展业务 |
| 汕头超声显示器有限公司 | 1,110 万美元 | 75.00% | 背光显示模组、TN 和 STN 液晶显示器及模块以及触摸屏传感器（sensor）的研制、生产和销售 |
| 汕头超声显示器（二厂）有限公司 | 2,120 万美元 | 75.00% | 单色、彩色 STN 型液晶显示器及模块、TFT 型液晶显示器模块、电 |

| | | | |
|---------------|-----------|---------|---------------------------------|
| | | | 容式触摸屏（CTP）模块的研制、生产和销售 |
| 汕头超声显示器技术有限公司 | 59,400 万元 | 100.00% | 电容式触摸屏（CTP）模块、触控显示一体化模块研制、生产和销售 |
| 汕头高威电子科技有限公司 | 1,000 万元 | 100.00% | 贸易业务 |
| 四川超声印制板有限公司 | 2,650 万元 | 62.00% | 双面及多层印制线路板的研制、生产和销售 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：广东汕头超声电子股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过7亿元（含）；

债券期限和利率：6年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的债券本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于《广东汕头超声电子股份有限公司公开发行可转换公司债券募集说明书（申报稿）》（以下简称“募集说明书”）公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价；具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一交易日公司A股股票的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日和暂停转股期间等；

赎回条款：（1）到期赎回条款，在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部

未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。（2）有条件赎回条款，在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：1）在本期债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

回售条款：（1）有条件回售条款，在本期债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本期债券最后两个计息年度起，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。（2）附加回售条款，在本期债券存续期内，若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券给予公司原 A 股股东优先配售权，原股东亦有权放弃配售权。具体优先配售比例及数量提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场情况与本次发行的保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。公司原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。具体发行方式提请公司股东大会授权公司董事会与本次发行的保荐机构（主

承销商)在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过7亿元(含),资金投向明细如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细(单位:万元)

| 项目名称 | 项目总投资 | 募集资金使用规模 | 募集资金占项目总投资比例 |
|----------------------|------------|-----------|--------------|
| 新型特种印制电路板产业化(一期)建设项目 | 158,000.00 | 70,000.00 | 44.30% |
| 合计 | 158,000.00 | 70,000.00 | 44.30% |

资料来源:公司提供

该项目由子公司汕头超声印制板(三厂)有限公司(以下简称“印制板三厂”)运营,建设地点位于汕头市龙湖区万吉工业区中,为龙江路北侧、珠峰路东侧、兴安路西侧的地块。该项目总投资158,000.00万元,其中建设投资146,000.00万元,铺底流动资金12,000.00万元,建设期预计为2年,截至2019年末该项目已完成投资14,398.09万元。该项目建成后将增加年产24万平方米高频高速印制板、高性能HDI印制板新型特种印制板的生产能力,其中:高频高速印制板占75%,即为18万平方米/年;高性能HDI印制板占25%,即为6万平方米/年。

根据公司2019年8月9日披露的《公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》(以下简称“可行性分析报告”),该项目达产后,预计实现年销售收入为144,780.00万元,年利润总额为24,999.00万元,投资内部收益率(税后)为15.36%,静态投资回收期为7.79年(含建设期)。

该项目已取得汕头市龙湖区发展和改革局核发的《广东省企业投资项目备案证》(项目代码:2019-440507-39-03-048031)及广东省生态环境厅批复的《广东省生态环境厅关于汕头超声印制板(三厂)有限公司年产108万平方米新型特种印制电路板产业化项目环境影响报告表的批复》(粤环审[2020]146号)。

同时中证鹏元关注到,本期债券募投项目是基于当前产业政策、市场环境、技术发展趋势等因素做出的,虽然经过了可行性研究论证,但是在项目实施过程中,可能出现宏观政策和市场环境发生不利变动、行业竞争加剧、技术水平发生重大更替等不可预见因素,导致募投项目存在无法实施、延期或者无法产生预期收益的风险。

四、运营环境

5G和汽车电子渗透率提升将为PCB行业带来长期增长动能，但2020年疫情影响下，消费类电子及汽车用PCB需求仍将下滑，5G通信及医疗领域的PCB需求有望显著增长

行业长期成长趋势不改，但短期下游需求总量下滑将使全球及中国大陆PCB产值下降。2019年受中美贸易战及主要应用终端需求疲软等影响，全球PCB产值下降1.7%，中国大陆微增0.7%。2020年COVID-19疫情冲击及全球贸易环境多变将使下游终端需求萎缩加剧，预计全球PCB产值降幅约4.5%，中国大陆受益内需拉动降幅约3%。2021年及以后随着5G和汽车电子渗透率持续提升，PCB行业或迎来较长时间的景气周期。

PCB下游应用分散，各领域需求变化不一。2019年除网络及存储等基础设施应用领域的需求保持增长外，其他细分领域均出现下滑。其中消费类电子领域，2019年全球产值同比下降2.8%，汽车电子领域全球产值降幅超5%，工控航天及医疗领域微幅下降。未来除医疗电子外，其他细分领域的需求变化或将延续上年趋势。短期内医疗电子领域受疫情刺激，PCB需求将大幅提升，但其占比小对整体需求提振有限。

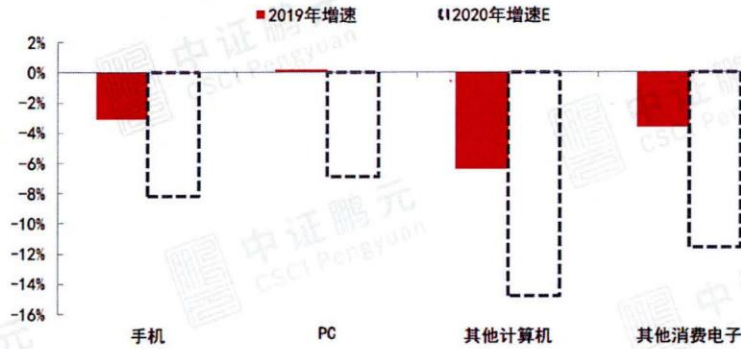
图2 PCB下游应用领域分散



注：上图为全球PCB产值在各应用领域的占比。
资料来源：Prismark，中证鹏元整理

2019年全球手机出货量降幅收缩，PC及平板电脑出货量略有回温；同期中国大陆在上述领域的PCB产值占全球的比重超过70%，海外需求下滑将对国内PCB市场扰动较大。2020年受疫情冲击，全球手机、PC、平板等消费类电子产品出货量急剧下滑。另一方面，单个5G手机对FPC和高阶HDI的用量较4G手机增加，5G手机渗透率提升可在一定程度上减缓手机整体出货量下滑带来的需求萎缩；同时考虑疫情期间在线教育、在线办公对PC需求出现局部反弹，PC出货量降幅较其他计算机和消费电子出货量收窄。未来1-2年5G网络基础设施尚处于建设期，5G手机渗透率不高，短期内5G手机带动的FPC和高阶HDI需求有限，大规模放量或在未来3-5年逐步实现。

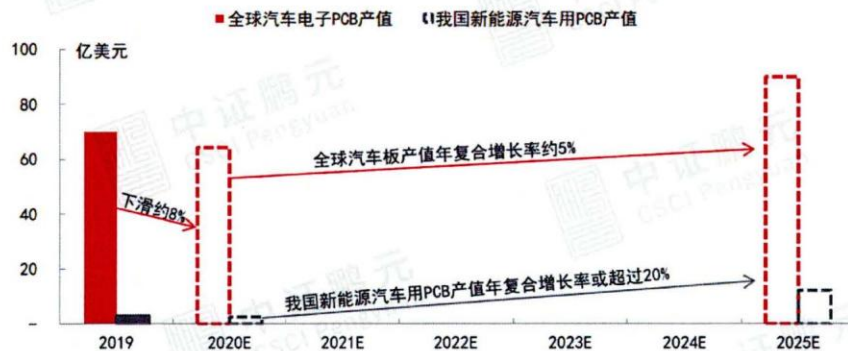
图3 消费类电子各细分领域的 PCB 需求均加剧下滑



注：其他计算机含平板电脑等，其他消费电子含 TV、可穿戴设备、游戏机等。
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2019年中国汽车产量同比下降8%，其中新能源汽车产量连续三年高速增长后首年下降0.6%。2020年为拉动内需，国内多地出台汽车扶持政策，但预计提振效果有限，2020年1-4月汽车产量同比下滑超30%；疫情冲击下，预计全年汽车产量下滑幅度较大。此外，国内车用PCB出口比例较大（2019年约40%），海外主要汽车生产国如美、德、日等国家受疫情影响严重，海外汽车需求下滑将严重拖累国内车用PCB市场。不过长远看，我国车用PCB仍存在长期增长机会。根据工信部2019年12月发布的《新能源汽车规划》提及的发展愿景，到2025年新能源汽车销量占比达到25%（2019年占比不足5%），智能网联汽车新车销量占比达到30%。基于我国政策目标的预期，叠加特斯拉国产化推进，以及单辆新能源汽车的PCB用量较普通燃油车用量提升约2倍，未来5年我国新能源汽车用PCB产值年复合增长率有望超过20%。

图4 汽车电子领域短期仍面临需求下滑，但长期增长动能仍存

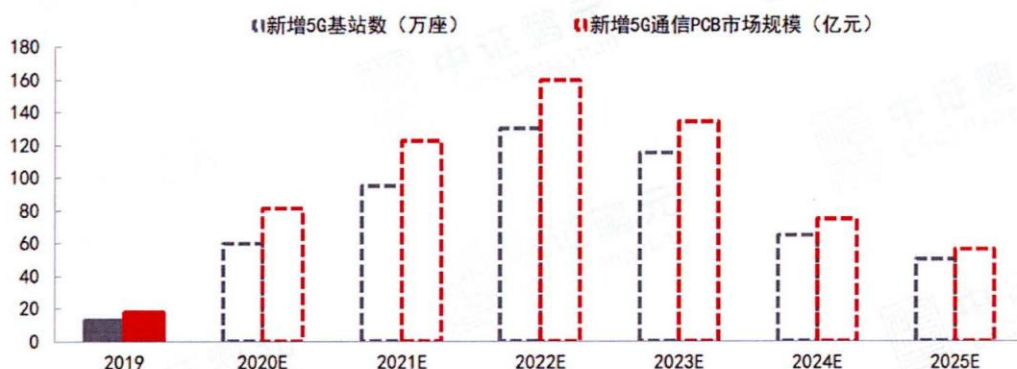


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2020年国内通信PCB市场预计逆势增长6%，并有望在2021-2023年迎来5G通信PCB需求集中放量。除手机外，通信PCB主要应用在基站、服务器及存储等基础设施应用领域。当前4G基站已进入投资尾声，未来通信PCB需求将主要由5G基站和数据中心扩建拉动。

5G基站建设始于2019年下半年，预计2020年新增60万座，同比增长3.6倍，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，单座5G基站带动的PCB价值量约为4G的2.5倍；参照4G投资进度，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来约640亿元的市场增量，并有望于2021-2023年迎来投资高峰。此外，伴随5G网络发展，数据流量大幅增加将驱动运营商提前扩建数据中心，高速运算服务器、数据存储、交换机和路由器等对PCB需求也将持续释放。而服务器作为数据中心的主要硬件之一，其更新周期一般为3年，上一轮采购量大增出现在2017年和2018年，预计2020-2021年服务器将进入更新换代期。

图5 未来1-3年国内5G基站建设或迎来投资高峰，5G通信PCB需求有望集中释放



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

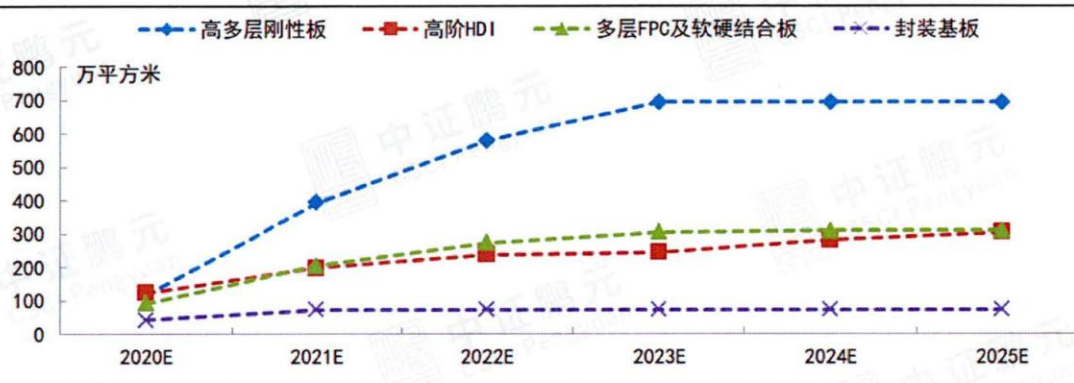
5G相关产能仍较为紧张；2021年随着扩建产能开始释放，紧张局面将得到缓解甚至加剧价格竞争

2020年5G通信高多层板产能仍供不应求，该局面有望于2021年得到缓解。5G发展驱动PCB上市公司在2019年下半年以来面向5G通信设备、服务器、应用终端等领域相继开启了新一轮扩产计划。其中深南电路、方正科技、生益电子、兴森科技合计新增约200万平方米5G刚性板产能预计于2020年二、三季度开始投产，全年按照50%产能利用率测算，加上2019年已投产约40万平方米，全年预计可量产5G通信PCB数量约140万平方米，小于新增60万座5G基站对PCB约160万平方米的需求。东山精密、景旺电子、崇达技术等计划扩产的410万平方米5G刚性板产能有望于2021年开始投产，届时产能爬坡随着下游需求变化将逐步释放，并预计于2022-2023年完成，5G通信高多层板产能紧张局面将得到有效缓解。考虑5G产品具备一定的技术壁垒，且产能供给紧张，2020年相关产品价格预计维持稳定。但随着大量产能在2021年开始量产，届时相关PCB产品或面临更加激烈的市场竞争，价格将出现小幅下降。

另外，主要应用在5G智能手机、可穿戴设备等消费类电子终端的高阶HDI及多层FPC、软硬结合板等新增产能预计将于2021年开始逐步释放。由于5G网络建设前期，5G下游应

用终端需求尚未大规模放量，相关产品产能爬坡周期或延长至2025年。封装基板新增产能主要来自深南电路和兴森科技于2018年投资扩建，预计将于2020-2021年完成释放。

图6 新一轮扩建产能有望于2021-2023年迎来大规模量产，2024-2025年完成爬坡



资料来源：各上市公司扩产公告，中证鹏元整理

覆铜板行业市场集中度高，预计常规覆铜板价格维持相对稳定，但高频和高速覆铜板或因供给紧张出现涨价

覆铜板行业属于技术及资本密集型的高壁垒行业，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市场格局。前二十名厂商合计市场份额约90%，主要为日本、美国及我国台湾地区的企业主导，内资厂商合计市场份额不到20%，在资金实力、技术研发能力、生产规模上较外资、台资企业仍有一定差距。尤其在无铅无卤板、高频高速板等中高端覆铜板领域，外资、台资企业领先优势显著。如在无卤板市场，台光电子、台耀科技、联茂电子等三家台资企业占据约50%的市场份额；高速板市场以日本松下为业内标杆，台资企业联茂电子和台耀科技处于第二梯队，合计占据约60%的市场份额；高频板以罗杰斯为行业代表，泰康尼处第二梯队，合计占据70%以上的份额。

预计常规覆铜板价格维持相对稳定，但高频和高速覆铜板或因供给紧张出现涨价。2018年年中开始铜价出现回落，叠加新增标准铜箔产能逐步释放，覆铜板涨价趋势于2018年底得到缓解；2019年生益科技和建滔化工新增覆铜板产能开始量产，常规覆铜板供需缺口进一步收窄，部分产品甚至出现小幅降价。考虑到目前铜价处于震荡下行趋势，且铜箔和覆铜板产能供给较为充足，预计短期内常规覆铜板即使涨价，其提价空间亦非常有限，整体仍会维持相对稳定。但高频和高速覆铜板领域，或因供需缺口拉大出现涨价。目前高频和高速覆铜板主要由罗杰斯、松下电工、联茂电子和台耀等外资企业供应，国内供应商仅生益科技已具备批量生产能力，华正新材及其他厂商正在扩充高频高速覆铜板产能，预计将于2021年及以后才开始量产。受国内5G建设进度提前以及海外疫情持续扩散，高频和高速覆铜板领域的国产替代需求预计将大幅增加，而短期内产能供应有限，供需缺口拉

大或导致该类产品提价。

汽车电子、工控、智能家居、智能制造等领域，成为触控显示行业新的增长点

近年来，触控显示行业处于高速发展期，技术更新快，下游应用领域日趋广泛，除传统的智能手机市场外，更被广泛应用于汽车电子、工控及医疗、智能家居、智能制造等领域。在车载方面，电动化、智能化、网联化、轻量化已成为新型汽车产业链的发展方向，新能源汽车将与人工智能、5G通信紧密结合，环境感知、智能决策、集成控制等智能化技术受到广泛应用，以人机交互为主要入口的智能座舱将加大对触控显示产品的应用，但也对车载触控显示产品的灵敏度、轻便度、低反射率等性能有更高的要求，因此，未来高端车载触控显示市场空间将不断扩大。根据IHS Markit数据，预计2022年后车载触控模组出货将换挡、恢复成长动能，年增长率7%以上，长期趋势看好。

工业控制显示方面，随着人工成本的上涨、安全需求的增加以及工业自动化的快速发展，各领域对触控显示器件的需求明显增加。尤其是随着工业4.0和中国制造2025等概念的提出及实施，工业生产的智能化、数字化、信息化、网络化已成趋势，高度融合IT技术的工业自动化应用将会得到迅速而广泛的使用，工业控制系统将更加开放，人与工业设备、信息系统和数据的联系越来越紧密。

而随着5G时代的到来，云计算、物联网、大数据等信息技术加速渗透，万物互联将实现更多智能场景的应用，智能家居市场将快速发展。根据Strategy Analytics数据，2019年全球智能家居设备支出额接近520亿美元。虽然2020年在COVID-19大流行引起的全球经济下滑的制约下，预计全球智能家居设备支出额下滑至440亿美元，但到2021年，全球消费者在智能家居设备上的支出将增长40.9%，达到创纪录的620亿美元，后续将以15%的复合年增长率增长，到2025年将达到880亿美元。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》和公司章程的规定，建立了完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督。董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责，对公司经营活动中的重大决策进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、经理和其他高级管理人员的行为及公司财务进行监督。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

公司结合实际情况，设立了办公室、人力资源部、战略发展部、物业管理部、计划财务部、证券部、内审部、信息中心、技术研究开发中心等部门，并制订了相应的岗位职责，

各职能部门之间职责明确，相互牵制。各子公司在一级法人治理结构下建立较完备的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》、《企业内部控制基本规范》及中国证监会有关规章的要求，不断完善内部控制制度，建立了较为完善、健全的内部控制制度体系。

截至2019年末，公司在职工共计6,727人，其中生产人员和技术人员分别占员工总数的67.34%和21.94%；本科及以上学历人员占比16.38%，人员结构特点符合公司业务发展。

六、经营与竞争

公司收入主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板的销售。近年随着公司产品结构的调整，营业收入呈波动增长趋势。从收入结构上看，公司主营业务相对集中，印制线路板、液晶显示器和覆铜板收入合计占营业收入的比重维持在96%以上，其中印制线路板收入占比维持在50%左右，为收入最主要来源。

毛利率方面，印制线路板业务毛利率近年略有波动，其中2018年毛利率下降，主要系当期原材料价格上升且高附加值产品占比下降所致，2019年公司大力推广汽车雷达板、高频高速板等高附加值产品使得当期毛利率回升；近年公司液晶显示器毛利率稳步提升，主要系公司产品结构不断优化，持续开拓海内外车载、工控、家电等高端领域，且产能利用率逐步提高所致；近年覆铜板毛利率波动主要系原材料价格变动所致。

2020年一季度，公司实现营业收入10.96亿元，同比下降1.64%，且主要业务毛利率均出现不同幅度下降，主要系受春节放假及新冠肺炎疫情影响，产能利用率较低，产品单位成本上升所致。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 印制线路板 | 48,971.39 | 19.00% | 231,594.99 | 23.08% | 246,542.90 | 21.98% | 230,997.25 | 23.44% |
| 液晶显示器 | 36,977.13 | 16.27% | 156,797.68 | 19.74% | 151,488.00 | 18.05% | 114,858.45 | 16.42% |
| 覆铜板 | 19,902.77 | 18.51% | 77,179.93 | 20.31% | 81,171.34 | 14.04% | 76,320.81 | 17.26% |
| 超声电子仪器 | 1,347.06 | 57.76% | 5,912.58 | 58.03% | 5,003.60 | 59.38% | 4,511.37 | 46.99% |
| 贸易业务 | 1,451.14 | 24.35% | 6,180.10 | 24.02% | 7,322.22 | 27.78% | 4,276.07 | 16.51% |
| 合计 | 108,649.49 | 18.53% | 477,665.27 | 21.98% | 491,528.06 | 19.92% | 430,963.95 | 20.65% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备较强的技术研发能力和技术积累，为业务发展奠定了较好的基础

公司长期从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏生产，并依托省级重点工程技术研究中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、广东省院士专家企业工作站等科研主体，持续开展相关产品的研发工作，并拥有国务院特殊津贴专家、广东省“特支计划”科技创新领军人才、广东省“扬帆计划”高层次人才等一批高精尖技术人才组成的核心研发团队。公司近年研发投入持续加大，2019年末公司拥有研发人员共计968人，较2017年末增长26.04%；截至2019年末，公司累计获得专利授权374项，其中发明专利授权108项，被评列为国家级创新型企业、国家级高新技术企业。

表4 公司研发人员及研发支出情况

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 研发人员数量（人） | 968 | 954 | 768 |
| 研发人员数量占比 | 14.39% | 14.03% | 11.39% |
| 研发投入金额（万元） | 21,432.52 | 19,297.52 | 15,273.42 |
| 研发投入金额占营业收入比例 | 4.43% | 3.91% | 3.52% |

资料来源：公司提供

此外，公司通过持续强化研发部门、制造部门、品质部门、采购部门与市场部门的协调联动机制，不断加快公司整体的市场响应速度，提高产品的技术和品质水平。在外部联络方面，公司在美国、欧洲、日本等国家和地区均设有办事处，建成了较为完善的销售服务网点，不断提升为客户服务的便利性。

公司产品外销占比较高，拥有稳定的优质客户；同时全球贸易环境多变、海外疫情持续蔓延或将加大公司产品市场拓展难度

公司主要采取直接销售和代理销售两种销售模式，并根据以往营销经验针对不同类型的客户和不同类型的需求制定相应的营销策略和措施，国内客户多为直接销售。目前在外销业务上，公司部分委托代理商处理物流及结款等环节，该类业务的进出口合同及报关单、装箱单、销售及采购发票均体现为与代理公司的销售及采购，这是基于进出口报关、外汇结算实际操作的需要，但在实质上公司均与产品销售的最终客户直接签订销售或采购合同，直接接受订单。

从销售区域的分布看，近年公司加大液晶显示器件及触摸屏器件的海外高端车载、工控、家电等市场的开拓，公司海外收入占比有所提高。公司2019年海外销售占比接近60%，海外收入结算主要为美元，2017-2019年，公司汇兑损失分别为0.67亿元、-0.38亿元和-0.12亿元，销售利润易因汇率波动而受到影响。

表5 公司按销售地域划分的营业收入情况（单位：万元）

| 区域 | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 内销 | 195,674.33 | 40.41% | 207,899.23 | 42.07% | 180,663.78 | 41.69% |
| 外销 | 288,494.79 | 59.59% | 286,225.22 | 57.93% | 252,648.92 | 58.31% |
| 合计 | 484,169.12 | 100.00% | 494,124.46 | 100.00% | 433,312.70 | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司与业内多家知名厂商形成稳定合作关系，其中汽车配件厂商如哈曼、海拉、博世、马瑞利等，通讯及移动互联厂商如中兴通讯、OPPO、广和通、希姆通等，智能家居、智能制造厂商如西门子、飞利浦、松下等。2017-2019年公司前五大直接客户销售金额合计占销售总额的比重分别为49.64%、47.54%和50.15%，多为代理商，印制线路板、液晶显示器业务客户较为同质。公司最终客户多且合作关系较为稳定，且最终单一客户占比不超过10%。

海外疫情爆发并持续蔓延，境外航班有所减少，国际航运受阻，产品交付周期有所延长，若未来各国防控措施进一步升级，公司外销业务面临运输不畅或无法正常交货风险；同时全球贸易环境多变及疫情影响，全球消费类电子产品销售和汽车销量下降，传导至印制线路板、液晶显示器领域，相关产品的需求将受到影响。2020年上半年，受新冠肺炎疫情影响，公司已有少数客户延迟交货，未来公司印制线路板、液晶显示器等订单拓展的难度或将加大。

公司印制线路板产能利用情况较好，但近年新增产能较少，对公司发展形成一定限制；本期债券募投项目实施周期较长，未来能否达到预期收益存在不确定性

目前公司印制线路板业务主要由子公司汕头超声印制板公司和汕头超声印制板（二厂）有限公司（以下简称“印制板二厂”）负责，生产基地位于汕头市，近年公司印制线路板年产能基本维持在120万平方米，其中双面20万平方米、多层40万平方米、HDI板50-60万平方米。

从公司实际产能利用情况看，考虑不同产品的工序流程，实际产能会随产品难度增加而下降；此外，基于定制化产品特性和柔性化生产的考虑，公司会优先考虑高端产品生产，剩余产能填补低端产品，故从设备利用情况来看，近年公司实际产能利用情况较好，基本处于满负荷生产。2019年公司印制线路板产量出现一定下降，主要系当年公司积极调整产品结构，产能优先安排高附加值产品所致。由于公司以销定产的生产模式，故近年公司产品产销率均处于100%左右。

表6 公司印制线路板产销情况

| 产品 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 印制线路板 | 年产能（平方米） | 1,200,000 | 1,200,000 | 1,200,000 |
| | 产量（平方米） | 950,797 | 1,063,697 | 1,041,076 |
| | 销量（平方米） | 950,692 | 1,116,957 | 1,061,423 |
| | 产销率 | 99.99% | 105.01% | 101.95% |

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司印制线路板收入基本维持稳定，由于公司新增产能规模较小，且产线处于满负荷生产，产能规模在一定程度上限制了公司对应产品收入的增长，尤其在高频高速板、高性能HDI板等高端PCB产品领域，公司现有生产线已无法满足5G等高端市场需求增长的需要，限制了公司培育优质客户资源。且当前行业内企业普遍处于扩产阶段，而本期债券募投项目规划总投资15.80亿元，截至2019年末已完成投资1.44亿元，设计年产24万平方米高频高速印制板、高性能HDI印制板等新型特种印制板的生产能力，计划于2022年投产，项目实施周期较长，随着项目的推进，未来行业竞争或将加剧，本期债券募投项目能否达到预期收益存在一定不确定性。

销售方面，公司印制线路板客户目前集中在通讯及移动互联领域，车载及工控领域，其中通讯及移动互联领域收入占比约40%，客户主要为中兴通讯、OPPO、广和通、希姆通等国内外知名品牌通讯设备及手机厂商。2019年公司积极拓展汽车电子、智能家居和工控等高端市场领域，车载及工控领域收入占比提升至45%左右，印制线路板车载及工控领域与液晶显示器业务客户存在重叠。销售结算方面，公司与客户一般为月结90天，国外客户一般采用T/T付款等。

采购方面，公司印制线路板主要原材料包括板料、药液、干膜及铜箔，占比较为稳定。板料、药液、干膜等原材料价格近年均呈不同幅度的上升趋势，铜箔价格呈下降趋势，由于覆铜板主要原材料也为铜箔，故铜箔价格的下降，对公司印制线路板和覆铜板的盈利均有一定提升作用。公司和不同供应商的结算账期有所差异，主要为月结60天、90天，结算方式有现款和银行承兑汇票两种，其中银行承兑汇票期限为3-6个月。公司主要原材料多为竞争市场，市场供应商较多，2017-2019年前五大供应商占采购额¹的比例分别为19.91%、23.43%和23.63%，较为分散。

表7 公司印制线路板主要原材料采购价格情况

| 原材料 | 单位 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-----|----|-------|-------|-------|
|-----|----|-------|-------|-------|

¹ 公司部分原材料通过供应链公司采购，故未做出具体业务种类区分，该占比为整体原材料采购前五大供应商占比。

| | | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 |
|----|-------|--------|---------|--------|--------|--------|----|
| 铜箔 | 元/公斤 | 63.48 | -11.66% | 71.86 | -2.77% | 73.91 | - |
| 板料 | 元/平方米 | 124.48 | 6.66% | 116.71 | 6.59% | 109.49 | - |
| 药液 | 元/公斤 | 8.08 | 2.02% | 7.92 | 6.88% | 7.41 | - |
| 干膜 | 元/平方米 | 6.92 | 0.14% | 6.91 | 1.62% | 6.80 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液晶显示器整体产能利用情况尚可，产品均价提升明显，带动产品收入规模持续提升

公司液晶显示器业务主要包括液晶显示屏（TN、STN）、液晶显示模组（TN、STN、TFT）等的生产，主要应用于车载显示、工业控制、通讯、智能家居、医疗器械等领域。其中液晶显示屏主要为TN、STN等的产品，近年公司持续开拓海内外车载、工控、家电客户，订单增长较快，整体产量快速增长。但由于公司部分液晶显示屏主要供液晶显示模块配套使用，故整体产销率较低。公司液晶显示模块包含液晶显示模组、触控模组及液晶触控显示模组等产品，实际产能会随不同时期各产品的比例不同而变化，从设备利用情况来看，近年产能利用情况尚可。公司液晶显示模块采用以销定产的生产模式，故近年公司产品产销率均处于100%左右。

表8 公司液晶显示器产销情况

| 产品 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|--------|----------|------------|------------|------------|
| 液晶显示屏 | 年产能（平方米） | 420,000 | 420,000 | 420,000 |
| | 产量（平方米） | 465,633 | 361,549 | 280,561 |
| | 销量（平方米） | 229,398 | 216,460 | 156,025 |
| | 产销率 | 49.27% | 59.87% | 55.61% |
| 液晶显示模块 | 产能（套） | 46,000,000 | 46,000,000 | 46,000,000 |
| | 产量（套） | 34,372,843 | 36,197,452 | 33,981,111 |
| | 销量（套） | 34,036,142 | 35,871,226 | 34,100,892 |
| | 产销率 | 99.02% | 99.10% | 100.35% |

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经过多年的发展，公司液晶显示产品客户已拓展至哈曼、海拉、博世、马瑞利等知名汽车配件厂商，以及西门子、飞利浦、松下等大型工业企业，液晶显示屏及液晶显示模块单价均价稳步提升，其中液晶显示屏2019年单价为906.64万元/平方米，较2017年增长20.02%；由于公司液晶显示模块附加值相对较高，2019年产品单价增至39.96万元/套，较2017年增长32.19%。上述因素共同影响，带动公司液晶显示器收入由2017年的11.49亿元增至2019年的15.68亿元，复合增长率为16.84%。

表9 公司液晶显示器销售价格变化情况

| 产品 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| 液晶显示屏 | 销量(平方米) | 229,398 | 216,460 | 156,025 |
| | 单价(万元/平方米) | 906.64 | 878.49 | 755.38 |
| | 销售收入(万元) | 20,798.05 | 19,015.87 | 11,785.77 |
| 液晶显示模块 | 销量(套) | 34,036,142 | 35,871,226 | 34,100,892 |
| | 单价(万元/套) | 39.96 | 36.93 | 30.23 |
| | 销售收入(万元) | 135,999.63 | 132,472.13 | 103,072.68 |

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

采购方面, 公司液晶显示器主要原材料包括玻璃、芯片(IC)、背光、膜材及TFT, 其中玻璃占比近年大幅提升, 主要系公司液晶显示屏生产规模大幅扩大所致, 公司芯片(IC)、背光、膜材、TFT等主要为显示模块配件, 占比较为稳定。采购价格方面, 玻璃均价呈上升趋势, 主要系高端原材料采购增加所致。其他主要原材料价格呈不同幅度的波动, TFT均价下降幅度较大。

表10 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况

| 原材料 | 单位 | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|--------|-------|--------|--------|--------|---------|-------|----|
| | | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 |
| 玻璃 | 元/平方米 | 359.98 | 76.09% | 204.43 | 133.31% | 87.62 | - |
| 芯片(IC) | 元/片 | 4.38 | 9.23% | 4.01 | -0.99% | 4.05 | - |
| 背光 | 元/片 | 4.53 | -1.74% | 4.61 | 0.00% | 4.61 | - |
| 膜材 | 元/片 | 8.30 | -1.07% | 8.39 | -5.20% | 8.85 | - |
| TFT | 元/片 | 10.15 | -9.86% | 11.26 | -16.03% | 13.41 | - |

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

公司覆铜板产量较为稳定, 新投产项目产能逐步投产, 未来或面临一定的产能消化压力, 盈利能力易受原材料价格波动影响

公司生产的覆铜板主要包括常规FR-4、超薄覆铜板及半固化片, 及无铅、无卤、高品质FR-4、高TG、高导热、高频高速等环保型高性能覆铜板及半固化片。近年公司产量基本处于550万张上下波动, 2017-2018年产能利用情况尚可, 2019年公司产能利用情况有所下降, 主要系当期新增产能尚处于释放阶段所致。公司半固化片为生产覆铜板的中间产品, 近年来产量稳定增长。由于公司覆铜板业务采用以销定产的生产模式, 故公司各项产品产销率均接近100%。

2019年10月, 公司环保型高性能覆铜板优化升级技术改造项目投产, 公司2019年覆铜板产能较2018年增长55.71%, 半固化片产能较2018年增长75.00%, 整体产能增幅较大。考虑到短期内下游消费类电子及汽车电子等部分领域的需求下滑或使得相关产品订单拓展

难度加大，上述新增产能完全释放后或面临一定的产能消化压力。

表11 公司覆铜板产销情况

| 产品 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|------|-------|------------|-----------|-----------|
| 覆铜板 | 产能（张） | 10,900,000 | 7,000,000 | 7,000,000 |
| | 产量（张） | 5,673,780 | 5,279,335 | 5,587,260 |
| | 销量（张） | 5,590,967 | 5,376,258 | 5,587,313 |
| | 产销率 | 98.54% | 101.84% | 100.00% |
| 半固化片 | 产量（卷） | 119,924 | 113,713 | 93,840 |
| | 销量（卷） | 119,175 | 112,413 | 93,184 |
| | 产销率 | 99.38% | 98.86% | 99.30% |

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司覆铜板业务与印制线路板业务关联度较高，部分覆铜板产品会作为印制线路板原材料使用，其中外部销售占比在90%左右，会随公司各季度生产计划安排，存在一定波动，外部销售客户主要为国内上市印制线路板公司。

采购方面，公司覆铜板主要材料采购价格波动较大，其中铜箔价格2019年下降幅度较大；树脂价格2018年涨幅较高，2019年有所回落；玻璃布2018年前高位盘整，受供需影响自2018年四季度开始出现回落，2019年均价降幅明显。由于公司覆铜板业务对下游客户的议价能力一般，原材料价格波动无法直接传导至下游客户，2017-2019年公司覆铜板业务综合毛利率分别为17.26%、14.04%和20.31%，出现较大波动，盈利水平易受原材料价格的波动影响。

表12 公司覆铜板主要原材料采购价格情况

| 原材料 | 单位 | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|-----|------|-------|---------|-------|--------|-------|----|
| | | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 | 均价 | 变动 |
| 铜箔 | 元/公斤 | 63.48 | -11.66% | 71.86 | -2.77% | 73.91 | - |
| 树脂 | 元/公斤 | 19.09 | -7.33% | 20.60 | 22.62% | 16.80 | - |
| 玻璃布 | 元/米 | 3.11 | -36.66% | 4.91 | -2.00% | 5.01 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017-2018年公司合并报表范围无变化，2019年公司投资新设立子公司汕头超声印制板（三厂）有限公司，纳入合并报表范围。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，具体见表1。

资产结构与质量

公司资产质量尚可，应收账款和存货对公司资金占用较多

近年公司资产总额稳定增长，截至2020年3月末，总资产为56.71亿元，较2017年末增长11.31%。资产结构方面，近年流动资产占比较稳定，占比基本维持在60%左右。

截至2019年末，公司货币资金余额为9.60亿元，占总资产的16.81%，其中银行承兑汇票保证金、信用证保证金合计0.41亿元，使用受限。

2019年末应收账款账面价值增至14.98亿元，账龄在1年以内的占比达98.52%，前五大客户应收款占应收账款期末余额的比重为54.19%，均与公司建立了长期、稳定的合作关系，回收风险较小。

近年公司存货规模随业务扩大呈波动增长态势，2019年末存货账面价值增至7.50亿元；主要由原材料和库存商品构成，合计占存货的比例为63.30%，由于公司主要产品生产周期较短，对生产连续性及时性及供货及时性要求较高，需要备有充足的原材料及产成品。存货跌价准备方面，2017-2019年公司存货跌价准备期末余额分别为0.36亿元、0.56亿元和0.57亿元，占同期末存货账面余额的比例分别为5.04%、7.90%和7.10%，存在一定的跌价损失风险。

截至2019年末，公司固定资产账面价值为18.32亿元，同比增长16.93%，主要系2019年环保型高性能覆铜板优化升级技改项目、印制板二厂改扩建技术改造项目等在建工程项目转入固定资产所致。截至2019年末，公司主要在建工程为本期债券募投项目。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 107,831.94 | 19.02% | 95,989.34 | 16.81% | 95,567.14 | 17.59% | 84,083.52 | 16.50% |
| 应收账款 | 128,355.56 | 22.63% | 149,831.15 | 26.24% | 147,092.82 | 27.08% | 133,430.48 | 26.19% |
| 存货 | 76,329.44 | 13.46% | 75,030.43 | 13.14% | 64,811.34 | 11.93% | 67,083.33 | 13.17% |
| 流动资产合计 | 337,073.28 | 59.44% | 340,302.00 | 59.60% | 329,897.75 | 60.74% | 308,853.46 | 60.63% |
| 固定资产 | 184,131.74 | 32.47% | 183,226.91 | 32.09% | 156,703.94 | 28.85% | 162,079.18 | 31.81% |
| 在建工程 | 19,068.35 | 3.36% | 19,725.29 | 3.45% | 30,654.21 | 5.64% | 9,651.87 | 1.89% |

| | | | | | | | | |
|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 非流动资产合计 | 230,005.11 | 40.56% | 230,628.56 | 40.40% | 213,270.48 | 39.26% | 200,592.37 | 39.37% |
| 资产总计 | 567,078.39 | 100.00% | 570,930.56 | 100.00% | 543,168.23 | 100.00% | 509,445.83 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期上升，营运资金压力有所增长

应收账款结算方式上，公司与客户的销售结算方式一般为月结90天，但部分客户采用承兑汇票结算，使得应收款实际结算账期在100天以上，公司近年应收账款周转天数在100-110天之间浮动。近年公司收入规模小幅波动，存货周转天数和应付账款周转天数基本维持稳定。上述因素综合导致公司净营业周期呈增长趋势，整体营运资金压力有所增长。

由于公司进行部分产线改造和项目建设，同时处置和报废部分固定资产，固定资产有所波动，固定资产周转效率近年亦有所波动。截至2019年12月末，公司仍有一定规模的在建项目尚未完成验收，未来随着在建工程陆续转为固定资产，在新增产能未能及时消化的情况下，固定资产周转效率或继续下降，总体资产运营效率一般。

表14 公司主要运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|----------|-------|-------|-------|
| 应收款项周转天数 | 110 | 102 | 100 |
| 存货周转天数 | 67 | 60 | 65 |
| 应付账款周转天数 | 77 | 71 | 75 |
| 净营业周期 | 100 | 91 | 90 |
| 流动资产周转天数 | 249 | 233 | 247 |
| 固定资产周转天数 | 126 | 116 | 133 |
| 总资产周转天数 | 414 | 383 | 408 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入来源较为多元，主导产品价格上涨使得盈利水平稳步提升

公司营业收入主要来自印制线路板、液晶显示器、覆铜板等产品的销售，其中印制线路板、液晶显示器2019年收入占比分别为47.83%和32.38%。近年公司营业收入呈波动增长趋势，其中2019年公司收入同比小幅下降，主要系当期公司调整产品结构，产能优先满足高附加值订单所致。2019年公司车载类产品增加，印制线路板及液晶显示器产品均价稳步提升，综合毛利率同比提升2.07个百分点。

近年公司期间费用率相对稳定，各项费用控制相对较好。公司营业利润和净利润整体

呈增加趋势，总资产回报率和净资产收益率整体上升，盈利水平稳步提升。2020年一季度，公司实现营业收入10.96亿元，同比下降1.64%，主要系新冠肺炎疫情影响，实现净利润0.44亿元，同比增长8.74%。若未来海外疫情持续蔓延、中美贸易摩擦升级，将对公司未来收入规模造成一定不利影响。

与同行业主要上市公司相比，公司业务种类较多元，整体收入规模处于行业中游水平。净利润和综合毛利率表现一般，有待进一步提升。公司管理费用与行业主要公司相当，表现尚可。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2020年1-3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 109,639.90 | 484,169.12 | 494,124.46 | 433,312.70 |
| 营业利润 | 5,400.27 | 41,485.36 | 37,409.15 | 28,792.85 |
| 利润总额 | 5,385.21 | 41,204.39 | 37,143.33 | 28,227.44 |
| 净利润 | 4,413.32 | 36,161.85 | 33,012.85 | 24,111.24 |
| 综合毛利率 | 18.68% | 22.09% | 20.02% | 20.70% |
| 期间费用率 | 14.11% | 13.29% | 11.35% | 13.64% |
| 营业利润率 | 4.93% | 8.57% | 7.57% | 6.64% |
| 总资产回报率 | - | 7.76% | 7.50% | 6.18% |
| 净资产收益率 | - | 9.42% | 9.15% | 7.05% |
| 营业收入增长率 | -1.64% | -2.01% | 14.03% | 22.66% |
| 净利润增长率 | 8.74% | 9.54% | 36.92% | 3.60% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

表16 2018-2019年同行业上市公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 证券简称 | 营业收入 | | 净利润 | | 综合毛利率 | | 期间费用率 | |
|------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019年 | 2018年 | 2019年 | 2018年 | 2019年 | 2018年 | 2019年 | 2018年 |
| 生益科技 | 132.41 | 119.81 | 15.63 | 10.65 | 26.65% | 22.18% | 12.68% | 12.03% |
| 长信科技 | 60.24 | 96.15 | 8.60 | 7.26 | 26.80% | 15.07% | 9.40% | 5.51% |
| 超声电子 | 48.42 | 49.41 | 3.62 | 3.30 | 22.09% | 20.02% | 13.29% | 11.35% |
| 依顿电子 | 30.11 | 33.29 | 5.18 | 6.54 | 28.02% | 30.55% | 7.47% | 6.91% |
| 世运电路 | 24.39 | 21.68 | 3.29 | 2.26 | 25.83% | 22.73% | 10.52% | 9.74% |

资料来源：Wind 及公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，整体在建项目支出以及营运资金需求较大，存在一定的外部融资需求

近年来公司主营业务收现能力一般，2017-2019年收现比分别为0.77、0.77及0.82。公

公司经营业绩稳定增长，2017-2019年FFO分别为5.08亿元、5.95亿元和6.03亿元。由于公司根据订单情况安排原材料及产成品库存，受业务规模的波动，以及上下游款项结算时间差异等，近年公司营运资本波动较大。2017-2019年公司经营活动现金流持续净流入，表现较好。

投资活动方面，近年公司投资活动主要为在建项目的投入。目前公司主要在建项目为本期债券募投项目等相关投资等。筹资方面，公司筹资活动取得的现金主要来源于银行借款，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款本金及分配股利。

截至2019年末，公司本期债券募投项目尚需投入资金14.36亿元，叠加公司日常经营活动所需的营运资金规模较大，未来公司整体资金支出压力较大，面临一定的外部融资需求。

表17 公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|------------------|------------|------------|------------|
| 收现比 | 0.82 | 0.77 | 0.77 |
| 净利润 | 36,161.85 | 33,012.85 | 24,111.24 |
| FFO | 60,323.75 | 59,504.79 | 50,708.87 |
| 营运资本变化 | 6,961.50 | -13,654.17 | -19,052.48 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -11,024.99 | -198.98 | -8,832.38 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 2,741.36 | -19,339.49 | 31,332.28 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 15,245.13 | 5,884.30 | -41,552.38 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 67,285.25 | 45,850.62 | 31,656.39 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -38,033.77 | -38,102.37 | -35,389.05 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -23,509.66 | -2,738.49 | -9,651.07 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 6,570.60 | 5,602.93 | -15,891.55 |

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司负债水平较低，整体偿债压力可控

近年随着公司项目支出的扩大，负债规模有所增长，2019年末增至17.49亿元，较2017年末增长9.76%。同时，受益于经营积累，公司所有者权益稳定增长，且增速略快于负债增长，产权比率基本维持稳定。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 167,203.51 | 174,860.59 | 171,357.62 | 159,318.32 |

| | | | | |
|-------|------------|------------|------------|------------|
| 所有者权益 | 399,874.88 | 396,069.96 | 371,810.61 | 350,127.52 |
| 产权比率 | 41.81% | 44.15% | 46.09% | 45.50% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

因营运资金需求，公司仍保持一定规模的短期借款，截至2019年末余额为2.95亿元，均为保证借款。应付票据和应付账款主要为应付供应商采购款，随业务规模的扩大而增加。公司一年到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，截至2019年末余额为0.72亿元。公司长期债务主要为长期借款，2019年末余额为0.91亿元，全部为保证借款，利率区间为3.51%-5.19%。

近年公司有息债务规模整体呈波动上升趋势，截至2020年3月末，有息债务为7.60亿元，占负债总额的45.48%，包括短期借款3.35亿元、应付票据2.63亿元、一年内到期的非流动负债0.70亿元、长期借款0.92亿元、长期应付款186.54万元，主要集中在2020年偿还。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年3月 | | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|-------------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 33,457.42 | 20.01% | 29,453.61 | 16.84% | 40,946.44 | 23.90% | 31,200.00 | 19.58% |
| 应付票据 | 26,249.84 | 15.70% | 20,007.28 | 11.44% | 22,751.11 | 13.28% | 13,728.26 | 8.62% |
| 应付账款 | 73,984.41 | 44.25% | 87,746.15 | 50.18% | 73,923.12 | 43.14% | 81,471.87 | 51.14% |
| 一年内到期的非流动负债 | 7,000.00 | 4.19% | 7,158.82 | 4.09% | 7,169.97 | 4.18% | 7,098.94 | 4.46% |
| 流动负债合计 | 154,706.94 | 92.53% | 162,338.03 | 92.84% | 161,032.05 | 93.97% | 148,765.68 | 93.38% |
| 长期借款 | 9,151.06 | 5.47% | 9,085.72 | 5.20% | 7,000.00 | 4.09% | 7,000.00 | 4.39% |
| 非流动负债合计 | 12,496.58 | 7.47% | 12,522.56 | 7.16% | 10,325.58 | 6.03% | 10,552.64 | 6.62% |
| 负债合计 | 167,203.51 | 100.00% | 174,860.59 | 100.00% | 171,357.62 | 100.00% | 159,318.32 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 76,044.86 | 45.48% | 65,767.54 | 37.61% | 78,035.10 | 45.54% | 59,027.20 | 37.05% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，近年公司整体负债水平较低，负债以流动负债为主，速动比率表现尚可；长期偿债能力指标方面，2017-2019年公司EBITDA持续增长，对有息债务本息的覆盖倍数表现较好。但公司营运资金需求较大，经营性净现金流对负债的保障程度欠佳。整体来看，公司短期债务规模较小，现金类资产维持较高水平，整体债务压力可控。

表20 偿债能力指标

| 指标名称 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 29.49% | 30.63% | 31.55% | 31.27% |

| | | | | |
|---------------|------|-----------|-----------|-----------|
| 流动比率 | 2.18 | 2.10 | 2.05 | 2.08 |
| 速动比率 | 1.69 | 1.63 | 1.65 | 1.63 |
| EBITDA (万元) | - | 63,545.56 | 60,093.52 | 49,422.63 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 31.37 | 25.87 | 23.64 |
| 有息债务/EBITDA | - | 1.03 | 1.30 | 1.19 |
| 债务总额/EBITDA | - | 2.75 | 2.85 | 3.22 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.09 | 0.41 | 0.28 | 0.21 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.09 | 0.38 | 0.27 | 0.20 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金主要来源于公司经营业务产生的现金流入。2017-2019年，公司分别实现营业收入43.33亿元、49.41亿元和48.42亿元，复合增长率为5.71%，销售收入所收到的现金分别为33.17亿元、38.29亿元和39.52亿元，经营活动现金流净额分别为3.17亿元、4.59亿元和6.73亿元。同时，若本期债券募投项目实施后，产能顺利释放则会进一步增加公司营收规模，根据公司2019年8月10日披露的可行性分析报告，该项目达产后，预计实现年销售收入为144,780.00 万元，年利润总额为24,999.00万元，投资内部收益率(税后)为15.36%，静态投资回收期为7.79年(含建设期)整体来看，公司营业收入呈波动增长趋势，产生的现金流入可为公司本期债券的本息偿付提供一定保障。但中证鹏元关注到，本期债券募投项目实施过程中，可能出现宏观政策和市场环境发生不利变动、行业竞争加剧、技术水平发生重大更替等不可预见因素，导致募投项目存在无法实施、延期或者无法产生预期收益的风险。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、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2017年1月1日至报告查询日(2020年6月4日)，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司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。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 107,831.94 | 95,989.34 | 95,567.14 | 84,083.52 |
| 应收账款 | 128,355.56 | 149,831.15 | 147,092.82 | 133,430.48 |
| 存货 | 76,329.44 | 75,030.43 | 64,811.34 | 67,083.33 |
| 固定资产 | 184,131.74 | 183,226.91 | 156,703.94 | 162,079.18 |
| 在建工程 | 19,068.35 | 19,725.29 | 30,654.21 | 9,651.87 |
| 总资产 | 567,078.39 | 570,930.56 | 543,168.23 | 509,445.83 |
| 短期借款 | 33,457.42 | 29,453.61 | 40,946.44 | 31,200.00 |
| 应付票据 | 26,249.84 | 20,007.28 | 22,751.11 | 13,728.26 |
| 应付账款 | 73,984.41 | 87,746.15 | 73,923.12 | 81,471.87 |
| 一年内到期的非流动负债 | 7,000.00 | 7,158.82 | 7,169.97 | 7,098.94 |
| 总负债 | 167,203.51 | 174,860.59 | 171,357.62 | 159,318.32 |
| 有息债务 | 76,044.86 | 65,767.54 | 78,035.10 | 59,027.20 |
| 所有者权益合计 | 399,874.88 | 396,069.96 | 371,810.61 | 350,127.52 |
| 营业收入 | 109,639.90 | 484,169.12 | 494,124.46 | 433,312.70 |
| 营业利润 | 5,400.27 | 41,485.36 | 37,409.15 | 28,792.85 |
| 净利润 | 4,413.32 | 36,161.85 | 33,012.85 | 24,111.24 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 14,228.80 | 67,285.25 | 45,850.62 | 31,656.39 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -5,609.90 | -38,033.77 | -38,102.37 | -35,389.05 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3,212.32 | -23,509.66 | -2,738.49 | -9,651.07 |
| 财务指标 | 2020年3月 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 应收账款周转天数 | - | 110 | 102 | 100 |
| 存货周转天数 | - | 67 | 60 | 65 |
| 应付账款周转天数 | - | 77 | 71 | 75 |
| 净营业周期（天） | - | 100 | 91 | 90 |
| 流动资产周转天数 | - | 249 | 233 | 247 |
| 固定资产周转天数 | - | 126 | 116 | 133 |
| 总资产周转天数 | - | 414 | 383 | 408 |
| 综合毛利率 | 18.68% | 22.09% | 20.02% | 20.70% |
| 期间费用率 | 14.11% | 13.29% | 11.35% | 13.64% |
| 营业利润率 | 4.93% | 8.57% | 7.57% | 6.64% |
| 总资产回报率 | - | 7.76% | 7.50% | 6.18% |
| 净资产收益率 | - | 9.42% | 9.15% | 7.05% |
| 营业收入增长率 | -1.64% | -2.01% | 14.03% | 22.66% |
| 净利润增长率 | 8.74% | 9.54% | 36.92% | 3.60% |

| | | | | |
|---------------|--------|-----------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 29.49% | 30.63% | 31.55% | 31.27% |
| 流动比率 | 2.18 | 2.10 | 2.05 | 2.08 |
| 速动比率 | 1.69 | 1.63 | 1.65 | 1.63 |
| EBITDA (万元) | - | 63,545.56 | 60,093.52 | 49,422.63 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 31.37 | 25.87 | 23.64 |
| 有息债务/EBITDA | - | 1.03 | 1.30 | 1.19 |
| 债务总额/EBITDA | - | 2.75 | 2.85 | 3.22 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.09 | 0.41 | 0.28 | 0.21 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.09 | 0.38 | 0.27 | 0.20 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 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 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2] \}$ |
| 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 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 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 | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| 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 | $\text{负债总额} / \text{所有者权益}$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 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 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{长期应付款}$ |

附录三 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

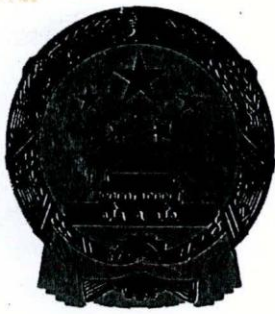
根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。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。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.cspengyuan.com）、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。



营业执照 (副本)

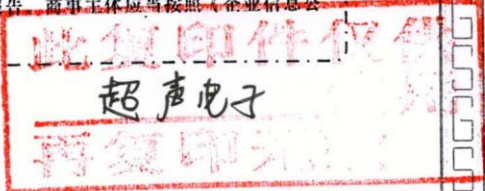
统一社会信用代码 914403001922170270

| | |
|-------|--------------------------|
| 名称 | 中证鹏元资信评估股份有限公司 |
| 类型 | 其他股份有限公司（非上市） |
| 住所 | 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼 |
| 法定代表人 | 张剑文 |
| 成立日期 | 1993年03月17日 |



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关



2018年11月05日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

仅供使用
超声电子
再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：刘惠琼

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030218080003



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



蒋晗, 证件号码:420982199008290050, 于2015年01月31日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201502421352837042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



蒋晗, 证件号码:420982199008290050, 于2019年06月02日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201906440300106292070440

300

