

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(第一期) 2020年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：




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

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(第一期) 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【19】号 01

债券简称：17 兴森 01

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市高新投
集团有限公司

债券剩余规模：4.00 亿元

债券到期日期：2022 年
07 月 19 日

债券偿还方式：每年付息
一次，到期一次还本，附
第 3 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
蒋申 刘惠琼

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 4 月 28 日	2019 年 5 月 14 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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”，股票代码：“002436.SZ”）及其 2017 年 7 月 19 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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：公司保持了相对较强的市场竞争力，业务收入持续增长，盈利能力有所提升，公司半导体电路板业务持续发展，IC 封装基板产能释放将为未来增长提供空间，由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到，疫情或使得相关海外子公司业绩承压；海外市场疲软及贸易摩擦冲击，公司贸易业务收入下滑，营运资金占用规模持续增长；PCB 贸易业务易受不利外部环境的冲击，营运资金占用规模持续增长及面临一定汇兑损失风险等风险因素。

正面：

- 公司保持了相对较强的市场竞争力，业务收入持续增长，盈利能力有所提升。公司系国内 PCB 样板及小批量板龙头企业之一，满足多品种生产要求，交货质量及速度较为稳定，2019 年公司营业收入规模达 38.04 亿元，净利润达 3.22 亿元，分别同比增长 9.51%和 33.69%，中高端样板及小批量板最高层数由 36 层提升到 40 层。

- **公司半导体电路板业务持续发展，IC 封装基板产能释放将为未来增长提供空间。**
2019 年公司半导体电路板业务实现收入 80,159.96 万元，同比增长 39.75%，毛利率由 2018 年的 15.75% 提升至 24.12%，预计前期投资扩产的 IC 封装基板 12 万平方米/年产能将于 2020 -2021 年间投产释放，为公司收入及利润增长提供空间。
- **高新投集团提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**高新投集团实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，高新投集团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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **疫情或影响海外公司生产线开工情况，相关子公司业绩承压。**公司海外子公司 Exception PCB Solutions Limited（以下简称“EXCEPTION”）、Harbor Electronic. Inc（以下简称“HARBOR”）前期持续亏损，于 2019 年扭亏为盈，但盈利表现仍偏弱，2020 年新型冠状病毒肺炎疫情或使得产线开工及相关海外市场需求受影响，需关注未来业绩情况。
- **海外市场疲软及贸易摩擦冲击，公司贸易业务收入下滑。**受海外市场疲软及贸易摩擦影响，2019 年公司主要负责 PCB 贸易业务的子公司 Fineline Global Pte. Limited（以下简称“FINELINE”）营业收入同比下降 8.70% 至 10.10 亿元，考虑到新型冠状病毒肺炎疫情或对海外市场需求有负面冲击，公司未来贸易业务进一步承压。
- **公司应收款项周转效率仍偏低，营运资金占用规模持续增长。**2019 年末公司存货、应收票据及应收账款总规模达 17.62 亿元，较 2018 年末增长 11.20%，占公司总资产的 33.88%，2019 年公司应收票据及应收账款周转天数为 120 天左右，仍相对较慢，需关注相关坏账减值风险及减值损失。
- **公司面临一定汇兑损失风险。**2019 年公司营业收入中海外业务收入占比达 53.50%；截至 2019 年末公司外汇计价的资产净额为 2.95 亿元，面临一定汇兑损失风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	520,101.31	473,008.86	443,533.65
归属于母公司所有者权益合计	283,137.13	254,326.23	239,567.84
有息债务	133,781.68	128,158.26	114,168.11

资产负债率	42.96%	43.94%	44.19%
流动比率	1.68	1.47	1.56
速动比率	1.41	1.22	1.33
营业收入	380,372.22	347,325.86	328,296.48
营业利润	35,554.04	27,570.73	21,933.13
净利润	32,225.65	24,104.44	19,166.83
综合毛利率	30.68%	29.56%	29.30%
总资产回报率	8.44%	7.23%	5.84%
EBITDA	62,608.19	52,337.80	44,427.23
EBITDA 利息保障倍数	9.10	9.28	12.11
经营活动现金流净额	51,345.77	33,319.05	40,293.60

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方高新投集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
在保责任余额（亿元）	-	835.99*	974.22
准备金覆盖率	-	0.97%*	0.68%
融资担保放大倍数	-	3.96*	5.55
当期担保代偿率	-	0.12%*	0.01%

注：1、业务数据经过高新投集团重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

2、带*标注指标为2018年6月末数据。

资料来源：高新投集团2017-2019年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月19日发行期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权4亿元公司债券，募集资金原计划用于补充公司流动资金。截至2020年4月3日，本期债券募集资金专项账户余额为0.00元。

二、发行主体概况

2019-2020年3月末，公司名称、注册资本、实收资本均未发生变动。截至2020年3月末，公司注册资本及实收资本均为148,790.75万元，控股股东及实际控制人为邱醒亚先生，持有股份占公司总股份的19.05%，累计被质押股份数占其直接持有公司股份总数的比例为59.81%。截至2019年末公司前五大股东明细如表1所示。

表 1 截至 2019 年 12 月 31 日公司前五大股东明细（单位：股）

排名	股东名称	持股数量	占比
1	邱醒亚	283,519,604	19.05%
2	深圳市投控资本有限公司-深圳投控共赢股权投资基金合伙企业（有限合伙）	74,400,000	5.00%
3	金字星	72,070,854	4.84%
4	晋宁	66,902,828	4.50%
5	叶汉斌	63,299,596	4.25%
合计		560,192,882	37.64%

资料来源：公司2019年年报

2019年至2020年3月末，公司主要业务范围与上年未发生重大变化，仍主要从事PCB样板及小批量板、半导体电路板的生产、销售业务和PCB贸易业务；其中，PCB业务为公司的传统优势业务，半导体电路板业务为公司新业务开拓方向。截至2019年末，公司纳入合并报表范围的主要子公司共16家（明细见附录二）。2019年公司新增子公司3家，无不再纳入合并报表范围的子公司。

表 2 2019 年公司合并报表范围变化情况

子公司名称	层级	实收资本	持股比例	主营业务	合并方式	合并时间
Fuchsberger PCB & Electronics GmbH	4	35,000 欧元	100.00%	印刷电路板	收购	2019 年
Spiritcircuits Ltd	4	无	100.00%	印刷电路板	收购	2019 年
上海泽荃半导体科技有限公司	4	300 万元	33.60%	半导体测试板	设立	2019 年

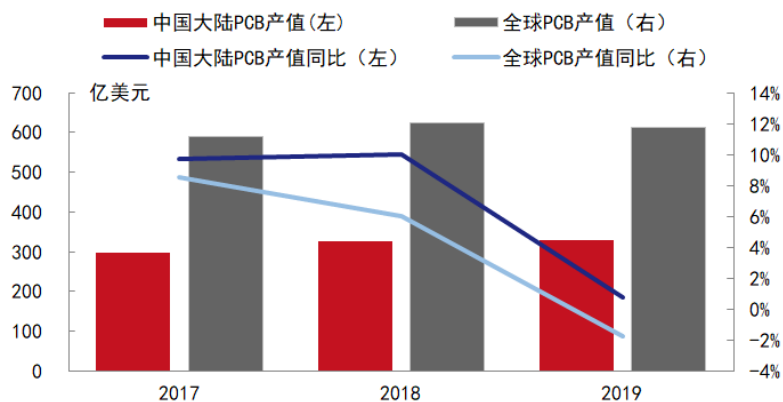
注：截止2019年末宜兴鹏森电路科技有限公司已完成税务注销手续，目前正在办理工商注销手续。
资料来源：公司提供

三、运营环境

2019年PCB海外市场需求持续低迷，国内市场微幅增长；预计2020年受疫情影响，国内PCB整体需求将下降，但在5G通信、服务器等领域存在较大的结构性机会

受中美贸易战及整个电子产业链出现结构性调整等影响，2019年全球PCB市场景气度较2018年出现回落，其中海外市场需求持续低迷，国内市场保持微幅增长。根据Prismark报告，2019年全球PCB产值约613.00亿美元，同比下降1.76%；中国大陆PCB产值约329.42亿美元，同比微增0.73%。从国内PCB市场的阶段性趋势来看，因中美贸易摩擦升级及海外需求萎靡，叠加手机、PC、电视等传统领域的需求减弱，国内PCB市场自2018年第四季度开始表现低迷并延续至2019年第二季度；第三季度随着贸易摩擦出现缓和，同时国内加快5G建设，市场开始回温。

图1 近年全球及中国大陆 PCB 产值及其增速情况



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

预计2020年国内PCB需求总量将出现回落，其影响程度将取决于海外疫情会如何演变。目前新冠肺炎疫情在全球蔓延，对我国和全球经济增长产生较大影响，并对全球电子产业链形成冲击，手机、PC、平板以及其他消费电子产品等的销售及产品创新节奏放缓，而该等领域占PCB下游应用的比重较高，对PCB总量需求影响较大。而目前海外疫情仍面临非常大的不确定性，对消费类电子市场带来的影响程度需要持续跟踪。

2020年国内PCB市场在5G通信、服务器等细分领域存在较大的结构性机会。一方面，政策加码5G新基建，运营商5G投资规模扩大、建设进度加快，对5G通信板的需求有望大幅增长。根据近期三大运营商中国移动、中国联通与中国电信发布的5G二期招标，2020年新增基站有望超过55万个，约为2019年的4-5倍。另一方面，疫情期间在线办公、在线教育等催生云计算需求局部爆发，IP流量高速增长对服务器提出了扩容升级需求，且考虑

到服务器更新周期一般为2-3年，上一轮采购量大增出现在2017年和2018年，预计2020年新一代的服务器升级将大量提升PCB需求。

中低端PCB产能过剩，高端板产能不足，预计2020年供给端的结构性矛盾仍将延续

受益于5G基站建设和数据中心的扩张，2019年以来因5G发展，高速板、高频板、高阶HDI、FPC等高端产品的出货量增长较快，其中，HDI、IC载板、挠性板产值同比增速分别达4.93%、18.59%和7.62%，预计未来1-2年PCB产品结构仍将延续高阶化趋势。此外，除单双面板、多层板及HDI的2019年国内产值占全球同类产品产值的比重分别达到70.18%、63.18%和60.88%外，挠性板及IC封装基板的2019年国内产值占全球同类产品产值的比重仅分别为44.56%和13.65%，均存在较大的国产替代空间。

由于下游需求分化，PCB行业产能出现结构性矛盾。其中双面板和普通多层板产能过剩，市场竞争加剧，产品价格下降；而通信领域的高多层板、高阶HDI产能供给紧张，相关产品呈现较大的溢价空间。从已公布2019年业绩快报的PCB上市公司来看，第一梯队沪电股份、深南电路、生益电子等企业2019年业绩均出现大幅增长，主要受益于5G通信市场迅速放量带来通信类订单饱满，以及供求不平衡下通信板具备较高溢价所致；而第二梯队以及其他业务结构相对平衡的中低层板厂商业绩相对稳定；部分聚焦一般消费电子领域的企业，因市场竞争加剧导致产品售价下降较快，业绩出现大幅下滑。

考虑到大量新建产能仍处于建设期而5G基站建设进度提前，预计2020年5G通信板产能供给仍将处于紧张局面。目前第一梯队的厂商已有5G产品批量出货，第二梯队的厂商正在抓紧扩产，主要面向5G通信、服务器等领域增加高速高频板、高阶HDI、刚柔结合板等产能。从2019年以来PCB上市公司已公告的扩产信息看，优先占据市场份额的头部厂商新增5G产能于2020年逐步释放，业绩有望继续保持高增长；具备部分5G订单储备的二线PCB厂商，随着扩产产能在2021年及以后年份释放，其在5G通信领域的市场份额有望提升；但也应注意产能规模化扩张后，供需矛盾得以缓解，相关产品价格或因竞争激烈而出现下降。

2019年12月底爆发的新冠肺炎疫情对PCB供给端产生了一定影响。疫情对行业产能的影响主要集中在湖北等疫情较重地区，珠三角、长三角、江西片区等地区PCB企业已于2020年2月10日陆续复工，整体复工情况较为乐观，对全年产能影响相对有限。另外，在疫情影响下，对缺乏相关技术储备且融资渠道不畅资金不足的非上市企业，疫情增加了防疫成本，且短期内产品结构升级难度加大，叠加下游总需求减弱原有业务订单不足，该类企业将面临业绩加速下滑甚至被市场淘汰的风险。

表 3 2019 年以来 PCB 上市公司扩产情况（单位：万平方米/年）

公司名称	在建产能扩产方向	计划年产能	计划投产时间
鹏鼎控股	柔性多层+高阶 HDI +超薄软板	133.8 + 33.4+42	2020-2021 年
深南电路	数通用高速高密度多层板	58	2020 年 3 月
方正科技	PCB 高端智能化项目	100	2020 年 5 月
超声电子	高频高速板+高性能 HDI	18+6	2022 年-2023 年
景旺电子	高多层、HDI	120+60	2021 年-2022 年；
兴森科技	刚性电路板	12.36	2021 年
崇达技术	珠海新建电路板项目一期	-	2021 年
世运电路	高密度互连+精密多层板	100	2021 年 5 月
中京电子	5G 通信电子电路	-	2021 年上半年
弘信电子	FPC+软硬结合板	56	-
丹邦科技	量子碳基膜（FPC 基材）	180	-
华正新材	高频高速覆铜板（PCB 原材料）	650	2021 年-2022 年

注：部分公司仅公告扩产项目，未公告具体产能及扩产品类。

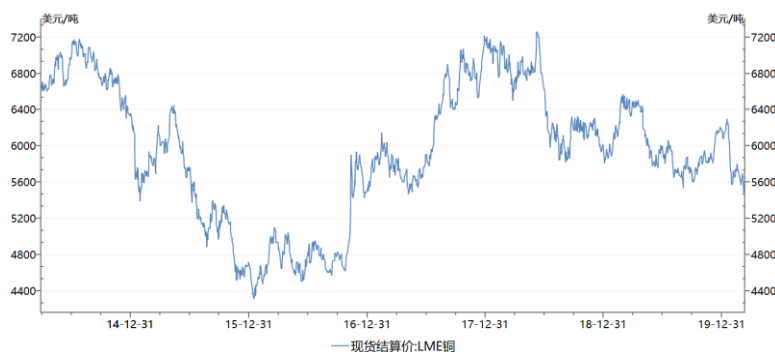
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

传统类CCL价格存在下行空间，高速和高频基材或因供给紧张出现提价

2019年传统类CCL供需缺口收窄、部分传统产品销售单价下调，预计2020年普通基材价格存在下行空间。普通基材供应商主要有建滔化工、生益科技、南亚塑胶、松下电工等，2019年生益科技和建滔化工新增CCL产能逐步量产，覆铜板供不应求局面得以缓解，全年传统CCL供需缺口收窄，甚至部分产品经历了一定的降价阶段，年底建滔化工发布涨价通知，但国内覆铜板厂商并未跟随。考虑到目前铜价处于震荡下行趋势，且根据中国电子材料行业协会电子铜箔材料分会信息，铜箔产能供给较为充足，预计未来短期内常规覆铜板价格将有所下降。

但在高频和高速覆铜板领域，需求快速增长，供给紧张可能出现一定涨价。高频和高速领域，超90%的市场份额由罗杰斯、松下电工、联茂电子和台耀等外资企业占据，国内供应商目前已具备批量生产能力的只有生益科技，华正新材有技术储备但相关产能仍在建设中。随着海外疫情持续扩散，高频和高速基材的国产替代加速，短期内该类基材或因供给紧张出现涨价。

图2 近年铜价走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

PCB业务为公司收入及利润主要来源，包括生产销售及贸易，其中，生产销售业务收入占比约为60%左右，得益于技改及降本增效措施的推行该业务收入及毛利小幅增长；半导体电路板业务为公司主要技术研发方向，包括半导体测试板及IC封装基板，2019年下游需求旺盛、生产线良率提升推动收入规模及毛利显著提升，系推动公司营业收入及综合毛利率提升的主要动力。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
PCB 样板、小批量板	292,156.38	31.93%	279,481.63	30.87%
其中：生产	191,158.32	34.48%	168,855.54	33.82%
贸易	100,998.06	27.11%	110,626.09	26.35%
半导体电路板业务	80,159.96	24.12%	57,359.94	15.75%
其中：半导体测试板	50,411.70	27.92%	33,758.17	19.35%
IC 封装基板	29,748.26	17.68%	23,601.77	10.58%
其他	8,055.88	50.58%	10,484.29	70.37%
合计	380,372.22	30.68%	347,325.86	29.56%

注：公司其他业务收入主要系工厂废品收入。

资料来源：公司提供

公司国外收入主要来源于位于新加坡的子公司FINELINE、海外子公司HARBOR的半导体测试板业务、英国子公司PCB生产业务等。受益于IC封装基板及中高端PCB板需求增长，2019年国内业务收入同比增长16.02%，占公司营业收入比重由上年的43.90%提升至

46.50%。公司国外业务产销均主要以美元结算，汇兑损益主要来源于境外资产汇兑损益，具有一定不确定性，2018-2019年公司实现汇兑收益分别为1,509.76万元和455.48万元。截至2019年末公司外会计价的资产净额为2.95亿元，主要以美元计价，面临一定汇率波动风险。公司国内产线受疫情影响，2020年一季度开工率不高，3月份逐步恢复到正常水平，预计对一季度业绩有一定不利冲击；此外，海外疫情于2020年3月份以来逐步升级，如疫情持续时间较长，或影响公司海外生产线开工及下游订单需求情况，对公司海外业务有较大不利影响。

表 5 公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

区域	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
国内	176,879.82	33.96%	152,462.61	34.39%
国外	203,492.40	27.83%	194,863.25	25.79%
合计	380,372.22	30.68%	347,325.86	29.56%

资料来源：公司提供

公司PCB生产业务收入小幅增长；宜兴及英国的生产线实现扭亏为盈

公司具备PCB设计-PCB制造-SMT贴装完整产业链，在满足多品种生产要求、交货质量及速度较为稳定，具有一定的竞争优势。2019年公司产品种类、交付周期及主要PCB产品技术指标较上年未有显著变化，单月生产的产品种类约2.5万种，中低端样板及军工产品交付周期最快保持在5.5天，中高端样板、小批量板及刚挠板样板产品交货周期保持在8-13天左右，其中，刚挠板产品最小线距和板厚可达50 μm，中高端样板及小批量板最高层数由2018年的36层提升至40层。公司在2019年发布的中国综合PCB百强排行榜¹中位列16位、中国内资PCB百强榜排名第5位。2018-2019年公司技术研发资金投入分别为1.80亿元和1.98亿元，占公司营业收入比重分别为5.17%和5.20%。2019年公司重点开发了埋线路封装基板、半导体测试板、5G天线板、77G汽车雷达板、400G高速光模块、超薄HDI刚挠板等产品，技术攻克及产品开发阶段共申请专利92项，其中发明专利59项，共获授权专利102项。截至2019年末，公司拥有主要发明专利数量为204个，累计获得实用新型技术330个。

公司PCB产线主要集中在国内，国内生产基地位于广州和宜兴，相关产品销售收入占PCB生产销售业务收入的比重达90%以上，国外产线由位于英国的子公司EXCEPTION经营。其中，广州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、刚挠板产线等，同时提供SMT（贴装）一站式服务，系公司PCB生产销售业务主要收入来

¹ 主要参考 2018 年收入规模情况排序。

源；宜兴生产基地主要由子公司宜兴硅谷电子科技有限公司（以下简称“宜兴硅谷”）运营，产品定位为中高端PCB小批量板，EXCEPTION产线产品为高端样板。

2019年广州生产线和EXCEPTION生产线产能都较上年保持稳定，宜兴生产线随着生产订单的逐步起量，公司增大了设备投入，产能小幅增长。公司生产模式为以销定产，受相关产品市场需求有所趋弱及公司调整产品结构影响，2019年公司PCB样板及小批量板产能利用率下降至82.58%，PCB产品销量为571,227.41平方米，同比下降1.82%，产销率²为117.02%，保持在较高水平。尽管销量有所下降，但2019年公司中高端产品占比有所提升，带动公司PCB生产销售业务收入同比增长13.21%至191,158.32万元。2019年公司PCB生产销售业务前五大客户销售收入占比为13.41%，保持在较低水平，下游客户相对分散。

截至2019年末，公司PCB业务主要在建项目刚性电路板项目，该项目预计总投资50,443.80万元，计划建成后每年将新增年产12.36万平方米刚性电路板产能，约占公司目前PCB产品总产能的21%，主要定位国内5G、光模块、高频高速、数据中心等应用领域的下游需求。截至2020年3月末，刚性电路板项目主要配套设施和设备的安装调试基本完成，已进入试生产阶段。若上述计划能够顺利进行并达产，将增加公司的生产能力及营业收入，但需关注后续达产及产能消化情况。

表 6 公司 PCB 业务国内产能、产量及销量情况

项目	2019 年	2018 年
产能（平方米）	591,139.96	580,675.96
其中：广州生产基地（平方米）	335,139.96	335,139.96
宜兴生产基地（平方米）	252,000.00	241,536.00
EXCEPTION 产线（平方米）	4,000.00	4,000.00
产量（平方米）	488,152.66	512,733.28
产能利用率	82.58%	88.30%
销量（平方米）	571,227.41	581,832.44
产销率	117.02%	113.48%

注：产能利用率=产量/产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司国外生产基地为2013年收购的海外子公司EXCEPTION位于英国的生产线，收购价格为910万美元。宜兴硅谷受业绩爬坡及产品良率不稳定影响，同时，EXCEPTION公司规模较小，海外人工成本较高，前期宜兴硅谷及EXCEPTION处于持续亏损状态。2019年，随着交付改善、良率提升以及管理调整的初步见效，宜兴硅谷及EXCEPTION均实现了扭亏为盈，分别实现收入41,546.32万元和7,041.94万元，分别同比增长6.91%和18.01%，净利润

² 产销率=销量/产量。

分别为2,864.37万元和212.67万元。值得注意的是，随着2020年2季度以来海外疫情的逐步蔓延，或导致国外生产基地开工及订单需求受到影响，对EXCEPTION2020年业绩有一定不利影响。

公司PCB贸易业务受海外市场疲软及贸易摩擦影响业绩有所下滑，未来业绩存在不确定性

公司PCB贸易业务收入占公司PCB业务收入的比重约40%，由子公司FINELINE负责。FINELINE系公司于2015年收购的子公司，该公司注册地位于新加坡，主营业务为PCB小批量板贸易，主要货源来源于中国，销售区域以色列、德国等欧洲区域为主，2019年前五大客户销售额占比为14.97%，较上年小幅增长；结算方式未有变化，仍主要为电汇，账期一般为月结30-90天左右。由于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，故国外子公司具有较强的自主经营权利。2019年FINELINE前五大供应商采购额占比合计约为48.35%，主要系国内PCB制造商，结算方式为电汇，账期以月结30-60天为主，较上年变动不大。

FINELINE利用其供应链优势，对下游中小客户议价能力强，近年毛利率约在26%左右。受欧洲区域市场需求疲软影响，2019年FINELINE的销售收入由2018年的11.06亿元下滑至10.10亿元，净利润为0.76亿元，较上年保持相对稳定。考虑到主要传统消费类电子市场需求疲软趋势短期内难以逆转，2020年2月份以来新型冠状病毒（COVID-19）肺炎疫情在全球多地加速蔓延，预计将进一步拖累欧洲市场景气度，或对公司PCB贸易业务产生一定的冲击。

下游需求旺盛、管理效率改善推动公司半导体电路板业务收入规模及盈利大幅提升，预计未来随着IC封装基板业务产能的扩张及释放仍有较大成长空间

公司半导体电路板业务主要包括IC封装基板及半导体测试板生产及销售，其中，IC封装基板业务由子公司广州兴森快捷电路科技有限公司（以下简称“广州兴森”）负责，半导体测试板生产及销售业务由子公司上海泽丰半导体科技有限公司（以下简称“上海泽丰”）和HARBOR负责运营。

表7 2018-2019年公司半导体电路板业务生产及销售情况

项目	IC 封装基板		半导体测试板	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
产能（平方米）	120,000.00	120,000.00	3,411.00	3,411.00
产量（平方米）	108,010.17	90,196.64	2,259.00	1,755.29
销量（平方米）	105,995.92	92,000.58	1,658.00	1,469.08
产能利用率：产量/产能	90.01%	75.16%	66.23%	51.46%

产销率：销量/产量	98.14%	102.00%	73.40%	83.69%
-----------	--------	---------	--------	--------

注：上海泽丰半导体测试板以设计为主，上表中的半导体测试板数据来源于HARBOR。

资料来源：公司提供

公司广州生产基地在2012年投资的12万平方米/年产能于2015年4季度初步实现量产，2018年达到计划产能，2019年产能已经完全释放，产能利用率达90.01%，2019年全年良率维持在94%以上；预计前期投资扩产的12万平方米/年产能将于2020-2021年间投产释放，完全投产释放后，公司IC封装基板产能将达24万平方米/年。受益于产能及市场需求的提升，2019年公司IC封装基板业务收入同比增速达26.04%，毛利率由2018年的10.58%提升至17.68%，盈利改善。公司IC封装基板业务以存储器类为主，主要客户为大陆、台湾和韩国地区半导体封装厂商，2018-2019年前五大客户销售额占比分别为58.41%和58.71%，客户集中度偏高。

公司与广州经济技术开发区管理委员会于2019年6月26日签署了《关于兴森科技半导体封装产业项目投资合作协议》，项目投资内容为半导体IC封装载板和类载板技术项目，由国企科学城（广州）投资集团有限公司与公司共同投资兴森科技半导体封装产业基地项目，投资总额约30亿元，首期投资约16亿元，其中固定资产投资13.5亿元；二期投资约14亿元，公司负责协调国家集成电路产业基金出资参与项目建设，占股比例约30%。根据此合作协议，公司与科学城（广州）投资集团有限公司、国家集成电路产业投资基金股份有限公司以及广州兴森众城企业管理合伙企业（有限合伙）签署《股东协议》及《关于广州兴科半导体有限公司的投资协议》，于2020年2月共同投资设立合资公司“广州兴科半导体有限公司”。该合资公司的注册资本为人民币100,000万元，其中公司出资41,000万元，占注册资本的比例为41%。截至2020年3月末，该项目尚处于筹建推进阶段，未来该项目的逐步落地有望打破现有产能制约，推动公司IC封装基板业务规模进一步增长。

公司半导体测试板业务包括生产和设计，分别由HARBOR和上海泽丰负责，受益于5G相关产业链拉动高端测试产品的需求，2019年收入为50,411.70万元，同比增长49.33%，产量提升摊薄了生产成本，叠加降本增效措施的实施，毛利率由2018年的19.35%提升至27.92%。

近年HARBOR产能保持稳定，受生产特性及良率影响，为保障及时出货，HARBOR在生产过程中原材料投入量通常会超出订单所需的实际原材料投入，故产销率相对较低，HARBOR将超量生产部分计入相应订单的营业成本并定期清库处理。2019年HARBOR实现收入3.29亿元，同比增长27.36%，净利润由2018年的-2,936.38万元提升至1,754.04万元。2019年受成本管理成效明显、下游订单增长推动产销量均有所提升，带动收入及利润增长，但整体产能利用率仍相对较低。

上海泽丰相关半导体测试板业务主要以设计为主，2017-2018年处于研发阶段，收入规模不大，盈利能力相对较弱；2019年，受益于需求增长及运营管理效率提升推动，收入同比增长131.87%至18,596.91万元，净利润达4,624.12万元，同比增长95.17%。根据2020年3月公司公告，公司计划以人民币9,280万元转让广州兴森持有的上海泽丰16%股权，并以人民币281万元转让所持有的上海泽萱企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海泽萱”）³35%财产份额，转让完成后，公司通过广州兴森合计持有上海泽丰40.4999%股权，其中，通过广州兴森直接持有上海泽丰36.9999%股权，通过上海泽萱间接持有上海泽丰3.5%股权，上海泽丰将成为公司参股公司。本次股权转让完成后，将为公司带来投资收益约28,615.27万元（未经审计），其中公允价值变动收益为19,557.49万元。截至2020年4月13日，该事项尚未经股东大会表决同意，须经股东大会审议批准后方可实施。

2019年公司原材料采购价格增长对公司影响有限，但需关注未来部分高端产品原材料供给紧张及涨价对公司业绩的影响

公司生产成本主要包括直接材料成本、人工成本和折旧等，其中，直接材料成本占比约为50%左右。公司产品原材料主要包括覆铜板、半固化片、化学药水、金盐等，2019年占公司原材料采购成本的比重分别约为30.51%、9.10%、10.32%、10.57%，较上年基本保持稳定；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。除金盐外，2019年公司主要原材料价格整体保持增长。

公司2019年前五大供应商占比由上年的17.67%小幅升至19.46%，公司原材料主要向国内原材料厂商采购，部分高频和高速覆铜板通过日本和韩国供应商采购，采购结算以现金结算为主，结算周期主要在60-90天左右。由于PCB原材料相关行业集中度相对较高，且公司原材料采购以少量多次为主，故对上游议价能力相对较弱，但由于公司系国内相对领先的样板及小批量板生产企业，在交货速度及质量稳定性上具有一定优势，在下游定价上有一定的主动权，公司毛利主要受产品质量以及技术含量的影响，原材料价格波动对公司毛利影响较为有限。值得注意的是，近年公司在中高端PCB、IC封装基板及半导体测试板方面持续发力，而受国内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产品提价，需关注相关原材料大幅提价及供给不足对公司业绩的影响。

³广州兴森通过上海泽萱间接持有上海泽丰 7% 股权。

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2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增3家子公司，明细见表2。

资产结构与质量

2019年公司资产规模小幅增长，仍以固定资产及应收账款为主，整体资产流动性一般，需关注应收账款坏账及商誉减值风险

截至2019年末，公司总资产规模为52.01亿元，较2018年末小幅增长，资产结构保持稳定。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据和应收账款及存货。截至2019年末，公司货币资金为5.28亿元，其中其他货币资金0.29亿元，主要系保证金；应收票据及应收账款13.81亿元，同比增长13.44%，其中，应收票据和应收账款分别为3.11亿元和10.70亿元，应收票据包括商业承兑汇票期末余额1.74亿元，应收账款账龄以一年以内为主，已计提坏账准备合计0.69亿元，已质押的应收票据和应收账款分别为0.82亿元和0.05亿元。公司应收票据和应收账款规模较大，需关注行业景气度下滑情况下所面临的坏账风险。截至2019年末，公司存货为3.81亿元，同比增长3.76%，其中，原材料、在产品及库存商品占比分别为27.45%、11.75%和46.80%。

2019年公司新增对外投资主要为对深圳市路维光电股份有限公司增资。2019年1月1日起，公司根据新金融工具准则将“可供出售金融资产”调整至“其他权益工具投资”列示。截至2019年末，公司其他权益工具投资主要包括对深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司投资4,234.67万元（持股4.01%）及对深圳市路维光电股份有限公司投资11,700.60万元（持股12.40%）；长期股权投资主要为对深圳市华荣科技有限公司投资0.92亿元，采用权益法计量，当年确认投资收益-0.01亿元，收到深圳市华荣科技有限公司投资分红0.16亿元。

公司固定资产及投资性房地产主要系生产设备及办公用房，在建工程主要系科学城二期工程建设项目投入以及相关待安装设备。2019年末公司商誉主要来源于收购的子公司，其中，湖南源科创新科技有限公司和FINELINE相关商誉分别为0.11亿元和1.94亿元，较上

年未有变动。

截至2019年末，公司受限资产合计4.25亿元，占总资产的8.17%，主要包括受限货币资金0.29亿元，已质押应收票据0.82亿元、已质押应收账款0.05亿元以及已抵押固定资产3.09亿元。整体来看，公司资产规模持续小幅增长，结构保持稳定，但流动性一般；需关注行业景气度下滑情况下所面临的坏账风险，以及并购子公司业绩表现不达预期的商誉减值风险。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	52,787.13	10.15%	48,713.29	10.30%
应收票据及应收账款	138,068.65	26.55%	121,708.70	25.73%
存货	38,124.05	7.33%	36,743.86	7.77%
流动资产合计	240,024.92	46.15%	213,748.62	45.19%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	12,057.96	2.55%
其他权益工具投资	19,860.55	3.82%	0.00	0.00%
长期股权投资	11,975.25	2.30%	13,725.86	2.90%
投资性房地产	11,047.87	2.12%	11,458.99	2.42%
固定资产	159,454.26	30.66%	148,838.76	31.47%
在建工程	24,205.24	4.65%	21,136.87	4.47%
商誉	25,443.89	4.89%	23,977.88	5.07%
非流动资产合计	280,076.39	53.85%	259,260.24	54.81%
资产总计	520,101.31	100.00%	473,008.86	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模小幅增长、子公司扭亏带动整体盈利能力有所提升，但仍需关注前期亏损子公司业绩稳定性

下游需求旺盛、管理优化及良率上升带动公司收入增长，2019年公司实现营业收入38.04亿元，同比增长9.51%，综合毛利率小幅提升，期间费用率有所下行，同时，前期亏损的子公司宜兴硅谷、EXCEPTION及HARBOR均实现扭亏为赢，当年未计提商誉减值，资产减值损失及信用减值损失规模较上年下行，营业利润率由上年的7.94%提升至9.35%，公司整体盈利能力有所提升。此外，2019年公司收到其他收益4,351.71万元，主要系政府补助，主要来源于科技项目奖励，为公司利润提供重要补充，存在一定的不可持续性。

截至2019年末公司商誉账面价值合计2.54亿元，需关注EXCEPTION未来业绩的稳定

性，以及外部需求下滑对FINELINE的PCB贸易业务的负面影响，以及上述子公司业绩波动对公司商誉减值及盈利影响。此外，2020年1季度，受COVID-19疫情停工影响，公司国内生产线扩产项目进度及生产线开工效率不达预期，但随着3月底全面复工的实施以及下游5G、医疗领域订单充足，预计疫情对公司国内产销整体影响相对有限；但随着2季度海外疫情的愈演愈烈，公司国外生产线开工情况及海外贸易业务均受到一定不利影响。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	380,372.22	347,325.86
资产减值损失及信用减值损失	2,266.82	4,096.69
其他收益	4,351.71	5,047.47
营业利润	35,554.04	27,570.73
利润总额	35,395.48	27,603.74
净利润	32,225.65	24,104.44
综合毛利率	30.68%	29.56%
期间费用率	21.30%	21.56%
营业利润率	9.35%	7.94%
总资产回报率	8.44%	7.23%
净资产收益率	11.47%	9.40%
营业收入增长率	9.51%	5.80%
净利润增长率	33.69%	25.76%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流较上年大幅增长，整体表现较好，但在建项目面临一定资金压力

2019年公司收现比为1.00，经营业务收现能力表现尚可。2019年公司净利润较上年有所增长，且新增存货对营运资本的新增占用规模有所下降，此外，虽然当年新增的经营性应收项目规模较大，但公司通过对上游供应商占款抵消了部分营运资金占用负担，当年营运资本对现金流的占用规模较上年有所下降，经营活动产生的现金流净额为51,345.77万元，同比增长54.10%。

公司投资活动主要包括理财产品申购及赎回、对生产设备及生产环境更新改造相关投入款、科学城二期工程建设项目投入款以及子公司兴森股权投资合伙企业对外投资款。未来公司生产线改造、设备更新仍有一定的投资需求，同时，2019年末公司在建项目主要为

科学城二期项目，拟建项目为与科学城（广州）投资集团有限公司共同投资兴森科技半导体封装产业基地项目，未来面临一定的投资压力。2019年公司新增筹资规模较小，筹资现金流呈净流出状态，主要系支付股利和融资利息等。

整体来看，2019年公司经营活动现金流入状况较好，能覆盖投资及筹资现金流出需求，但仍存在一定投资压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.00	1.06
净利润	32,225.65	24,104.44
营运资本变化	-11,327.98	-18,708.40
其中：存货的减少（减：增加）	-1,499.30	-6,414.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,521.12	-3,626.75
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,692.44	-8,667.41
经营活动产生的现金流量净额	51,345.77	33,319.05
投资活动产生的现金流量净额	-36,595.88	-43,529.44
筹资活动产生的现金流量净额	-10,301.51	1,848.47
现金及现金等价物净增加额	4,073.84	-8,001.62

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司债务规模小幅增长，短期偿债压力下降，整体偿债能力小幅提升

2019年公司债务规模及所有者权益分别较上年同比增长7.52%和11.87%，产权比率较上年保持相对稳定，其中，债务规模主要系经营性负债及融资租赁款增加，所有者权益增长来源于利润的积累。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	223,459.70	207,839.77
所有者权益	296,641.61	265,169.09
产权比率	75.33%	78.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年，公司整体债务结构保持稳定。截至2019年末，公司应付票据及应付账款同比增长14.41%，其中，应付票据主要系向供应商开具的银行承兑汇票，应付账款主要系应付供应商采购款。截至2019年末，公司短期借款仍主要为保证借款及信用借款；长期借款主要系抵押及信用借款，应付债券为本期债券，长期应付款主要为应付设备售后租回租赁款

及应付专利融资租赁款。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,356.26	18.06%	54,706.55	26.32%
应付票据及应付账款	75,730.76	33.89%	66,193.50	31.85%
流动负债合计	143,053.70	64.02%	145,638.43	70.07%
长期借款	25,868.97	11.58%	16,799.81	8.08%
应付债券	39,858.77	17.84%	39,802.17	19.15%
长期应付款	9,447.25	4.23%	1,039.24	0.50%
非流动负债合计	80,406.00	35.98%	62,201.34	29.93%
负债合计	223,459.70	100.00%	207,839.77	100.00%
其中：有息债务	133,781.68	59.87%	128,158.26	61.66%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务规模呈持续增长趋势。截至2019年末，公司有息债务为133,781.68万元，同比增长4.39%，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款中的有息债务。结构上看，短期有息债务占比有所下降，一年内到期的短期有息债务规模为58,699.76万元，同比下降17.97%。

2019年，公司资产负债率持续小幅下行，短期偿债指标也有所下降；盈利增长带动公司EBITDA规模提升，对有息债务及债务总额的覆盖比例提升。但受近年有息债务规模增速影响，2019年公司利息支出增长相对较快，使得当年EBITDA利息保障倍数有所下降。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	42.96%	43.94%
流动比率	1.68	1.47
速动比率	1.41	1.22
EBITDA（万元）	62,608.19	52,337.80
EBITDA 利息保障倍数	9.10	9.28
有息债务/EBITDA	2.13	2.45
债务总额/EBITDA	3.56	3.97
经营性净现金流/流动负债	0.36	0.23
经营性净现金流/负债总额	0.23	0.16

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

高新投集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由高新投集团提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。

高新投集团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。高新投集团于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，截至2018年末，高新投集团注册资本和实收资本均为88.52亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持有公司41.80%股权，最终控制人为深圳市人民政府，股权结构如表14所示。

表 14 截至 2018 年末高新投集团股东情况（单位：万元）

公司名称	出资额	出资比例	企业类别
深圳市投资控股有限公司	370,027.25	41.80%	国资有限责任公司
深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）	177,043.79	20.00%	民营有限责任公司
深圳市财政金融服务中心	132,236.81	14.94%	事业单位法人
深圳市远致投资有限公司	97,728.026	11.04%	国资有限责任公司
恒大集团有限公司	84,189.37	9.51%	民营有限责任公司
深圳市海能达投资有限公司	21,047.34	2.38%	民营有限责任公司
深圳市中小企业服务署	2,937.91	0.33%	事业单位法人
合计	885,210.50	100.00%	-

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

高新投集团形成了以融资担保和保证担保业务（非融资担保业务）为主、创业投资业务为辅、资金管理及咨询、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。作为深圳市委、市政府为解决中小科技企业融资难问题而设立的金融担保机构，高新投集团主要为深圳市内科技企业提供服务，包括融资担保、短期资金支持等。截至2018年末高新投集团合并范围子公司7家，2018年高新投集团纳入合并报表范围内子公司增加深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司。

深圳市经济稳进向好，金融产业保持良好发展，近年出台了一系列扶持小微融资举措，

区域融资需求和政策环境为担保行业营造了较好发展环境。高新投集团控股股东为深圳市投资控股有限公司，最终控制人为深圳市人民政府，股东实力较强。受益于股东持续注资，高新投集团资本实力进一步增强，融资担保放大倍数下降。2017年末高新投集团债券在保业务规模大幅增长，同时因高新投集团承接较多短期间接融资担保项目，全年间接融资担保发生额大幅增加，二者效应叠加使得当期担保业务收入同比增加。同时中证鹏元也关注到2018年银行不良率整体提升、债券违约集中爆发，在国内经济增速放缓的大背景下，担保机构面临较大代偿压力。随着高新投集团委托贷款业务规模增长，发生逾期也相应增长较快，存在一定资产损失风险。高新投集团在保债券数量大幅增加，所担保债券发行主体中有个别主体信用级别被调低，存在一定代偿风险。截至2018年6月末，高新投集团间接融资担保在保责任余额前五大行业占比较上年同期相比进一步上升，集中于高新技术企业，不利于经营风险的分散。

表 15 2017-2019 年高新投集团主要财务指标情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,193,578.17	2,052,718.02	1,346,952.97
归属于母公司所有者权益合计	1,764,115.66	1,177,908.41	1,119,107.66
现金类资产	-	245,812.02	315,598.91
营业收入	278,716.28	208,520.14	150,517.45
投资收益	2,946.62	5,793.09	8,676.67
利润总额	156,174.40	152,101.10	110,942.95
净资产收益率	6.92%	9.86%	12.24%
在保责任余额（亿元）*	-	835.99	974.22
其中：融资担保在保责任余额（亿元）*	-	456.66	621.32
拨备覆盖率*	-	214.52%	197.66%
准备金覆盖率*	-	0.97%	0.68%
融资担保放大倍数*	-	3.96	5.55
当期担保代偿率*	-	0.12%	0.01%
累计代偿回收率*	-	-	40.24%

注：1、2017年净资产收益率在计算时剔除了年末到账的增资款项；

2、业务数据经过高新投集团重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异；

3、带*标注指标为2018年6月末数据。

资料来源：高新投集团2017-2019年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

综合来看，高新投集团实力较雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，高新投集团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仍能有效提升本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日⁴公司本部及子公司广州兴森均不存在未结清不良类信贷记录，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。

八、评级结论

公司系国内PCB样板及小批量板龙头企业之一，满足多品种生产要求、交货质量及速度较为稳定，具有一定的竞争优势，2019年在下游中高端产品需求增长及公司管理改善的基础上，公司收入及盈利能力提升，半导体电路板业务发展良好，IC封装基板产能释放将为未来增长提供空间。同时，由高新投集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

中证鹏元也关注到，公司宜兴生产线及海外子公司EXCEPTION、HARBOR业绩在前期持续亏损的基础上，于2019年转亏为盈，但盈利仍偏弱，且海外疫情的持续或影响公司海外生产线开工及订单情况，需持续关注上述子公司利润的稳定性相关海外子公司业绩承压；同时，公司PCB贸易业务持续受到海外市场疲软及贸易摩擦的冲击；此外，公司营运资金占用规模增长，应收票据及应收账款周转相对较慢，并面临一定汇兑损失风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

⁴公司本部及广州兴森的企业信用报告查询日期分别为2020年3月18日及2020年2月26日。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	52,787.13	48,713.29	56,714.91
应收票据及应收账款	138,068.65	121,708.70	117,108.53
存货	38,124.05	36,743.86	30,329.62
固定资产	159,454.26	148,838.76	149,824.35
在建工程	24,205.24	21,136.87	7,687.54
商誉	25,443.89	23,977.88	26,557.49
资产总计	520,101.31	473,008.86	443,533.65
短期借款	40,356.26	54,706.55	43,774.07
应付票据及应付账款	75,730.76	66,193.50	69,964.47
长期借款	25,868.97	16,799.81	12,062.90
应付债券	39,858.77	39,802.17	39,745.57
长期应付款	9,447.25	1,039.24	2,352.31
负债合计	223,459.70	207,839.77	195,987.96
有息债务	133,781.68	128,158.26	114,168.11
所有者权益合计	296,641.61	265,169.09	247,545.69
营业收入	380,372.22	347,325.86	328,296.48
营业利润	35,554.04	27,570.73	21,933.13
净利润	32,225.65	24,104.44	19,166.83
经营活动产生的现金流量净额	51,345.77	33,319.05	40,293.60
投资活动产生的现金流量净额	-36,595.88	-43,529.44	-20,028.41
筹资活动产生的现金流量净额	-10,301.51	1,848.47	-17,872.67
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	30.68%	29.56%	29.30%
期间费用率	21.30%	21.56%	22.41%
营业利润率	9.35%	7.94%	6.68%
总资产回报率	8.44%	7.23%	5.84%
净资产收益率	11.47%	9.40%	7.78%
营业收入增长率	9.51%	5.80%	11.67%
净利润增长率	33.69%	25.76%	-14.27%
收现比	1.00	1.06	1.00
资产负债率	42.96%	43.94%	44.19%
流动比率	1.68	1.47	1.56
速动比率	1.41	1.22	1.33
EBITDA（万元）	62,608.19	52,337.80	44,427.23
EBITDA 利息保障倍数	9.10	9.28	12.11
有息债务/EBITDA	2.13	2.45	2.57

债务总额/EBITDA	3.56	3.97	4.41
经营性净现金流/流动负债	0.36	0.23	0.30
经营性净现金流/负债总额	0.23	0.16	0.21

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12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
广州兴森快捷电路科技有限公司	2	9,504.00 万美元	100.00%	印刷电路板生产	设立
宜兴硅谷电子科技有限公司	2	48,318.80 万元	100.00%	印刷电路板生产	收购
兴森快捷香港有限公司	2	1,200.13 万美元	100.00%	投资、贸易	设立
广州市兴森电子有限公司	2	1,000.00 万元	100.00%	印刷电路板生产	设立
湖南源科创新科技有限公司	2	3,333.00 万元	70.00%	SSD生产	收购
上海泽丰半导体科技有限公司	3	1,250.00 万元	60.00%	半导体测试方案 提供商、贸易	设立
Harbor Electronic Inc	4	2,500.00 万美元	100.00%	半导体测试	设立
天津兴森快捷电路科技有限公司	2	3,425.00 万元	100.00%	元器件贴装	设立
Fastprint Technology(U.S.) LLC	3	10.00 万美元	100.00%	贸易、投资	设立
Fineline Global Pte. Limited	3	2,018.25 万美元	75.00%	印刷电路板贸易	收购
Exception PCB Solutions Limited	3	80.00 万英镑	100.00%	印制线路板生产	收购
泽丰半导体科技(香港)有限公司	4	1,000.00 港元	60.00%	半导体贸易	设立
宜兴兴森快捷电子有限公司	2	4,520.00 万元	100.00%	元器件贴装	设立
广州兴森快捷电子销售有限公司	2	100.00 万元	100.00%	印制电路板贸易	设立
宜兴鹏森电路科技有限公司	3	0.00	100.00%	研发、销售	设立
兴森股权投资(广州)合伙企业(有限合伙)	2	17,100.00 万元	99.50%	租赁和商务服务业	设立

注：截止2019年末宜兴鹏森电路科技有限公司已完成税务注销手续，目前正在办理工商注销手续。

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务}$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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