

# 崇达技术股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【251】号 01

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

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

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



## 崇达技术股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

### 评级结果

|        | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA   | AA   |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 崇达转 2  | AA   | AA   |

### 评级观点

本次等级的评定是考虑到：崇达技术股份有限公司（以下简称“崇达技术”或“公司”，证券代码：002815.SZ）在 PCB 领域保持一定领先优势，产品类型和应用领域较为多样，客户仍较优质且分散，2024 年业务规模增长，且流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，受行业竞争加剧等影响，公司盈利持续承压，应收账款和存货对营运资金占用加大，在建和拟建产能存在较大消化压力，以及外销业务存在一定的汇率波动风险等风险因素。

### 评级日期

2025 年 6 月 25 日

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径          | 2025.3 | 2024     | 2023     | 2022    |
|---------------|--------|----------|----------|---------|
| 总资产           | 124.08 | 123.11   | 119.28   | 94.91   |
| 归母所有者权益       | 72.87  | 71.72    | 70.82    | 50.09   |
| 总债务           | 26.21  | 26.06    | 26.11    | 22.14   |
| 营业收入          | 16.26  | 62.77    | 57.72    | 58.71   |
| 净利润           | 1.27   | 3.03     | 4.22     | 6.75    |
| 经营活动现金流净额     | 1.67   | 4.49     | 11.86    | 11.87   |
| 净债务/EBITDA    | --     | -0.23    | -0.81    | 0.29    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 12.66    | 14.19    | 18.10   |
| 总债务/总资本       | 25.12% | 25.32%   | 25.70%   | 28.80%  |
| FFO/净债务       | --     | -357.85% | -102.12% | 277.16% |
| EBITDA 利润率    | --     | 16.60%   | 19.33%   | 21.13%  |
| 总资产回报率        | --     | 3.51%    | 5.13%    | 9.16%   |
| 速动比率          | 1.73   | 1.72     | 2.08     | 1.37    |
| 现金短期债务比       | 3.54   | 3.52     | 4.60     | 2.76    |
| 销售毛利率         | 23.35% | 22.41%   | 25.94%   | 27.42%  |
| 资产负债率         | 37.05% | 37.59%   | 36.70%   | 42.32%  |

注：2023-2024 年公司净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 联系方式

项目负责人：董斌  
dongb@cspengyuan.com

董斌

项目组成员：曾繁泳  
zengfy@cspengyuan.com

曾繁泳

评级总监：

袁媛

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **2024 年公司业务规模增长，在 PCB 领域保持一定领先优势。**公司继续深耕 PCB 领域，受益于市场需求回暖，2024 年公司收入增长 8.75%，根据 Prismark 数据，2024 年公司在全球 PCB 企业中排名上升 2 位至第 26。
- **公司坚持产品应用领域多样化，客户分散且质量较高。**2024 年以来公司坚持全产品线布局，产品覆盖通信、工控、消费电子、汽车等下游各主要应用领域，客户储备仍丰富，集中度不高，且客户质量较高，与下游应用头部企业保持长期稳定合作，客户认可度较好。
- **流动性表现仍较好。**2024 年以来公司财务杠杆指标表现较好，现金类资产较充裕，融资渠道畅通，现金短期债务比等各项流动性指标表现较好。

## 关注

- **PCB 行业竞争激烈，公司盈利面临持续下滑压力。**2024 年以来下游市场需求虽有所复苏，但 PCB 行业产能释放较多，市场价格竞争激烈，同时主要原材料价格上涨、固定资产折旧增加等影响，公司净利润下滑。考虑到当前 PCB 行业竞争激烈，未来公司业绩仍可能出现波动；同时，参股企业深圳市三德冠精密电路有限公司（以下简称“三德冠”）持续亏损，产生股权投资损失和资产减值进一步弱化公司盈利。
- **未来待释放产能较大，或面临较大的产能消化压力。**2024 年公司珠海崇达二厂投产带动产能规模继续扩张，并规划在泰国建设生产基地，当前产能利用仍有空间，且珠海崇达三厂主体已完工但未安装生产线设备，考虑到行业竞争激烈等影响，未来需关注公司产能释放节奏和消化压力。
- **外销收入占比仍较高，面临一定贸易政策和汇率波动的风险。**2024 年公司 PCB 外销收入有所下滑，占 PCB 收入比例仍达 50%，外销主要以美元结算，若未来美元兑人民币汇率发生波动，或国际贸易政策发生不利变化，将对公司海外业务产生不利影响。
- **应收账款和存货对营运资金占用加大，业务现金生成能力有所下滑。**截至 2025 年 3 月末，公司应收账款和存货账面价值合计占总资产的比重较 2023 年末上升至 19.96%，2024 年公司经营活动现金流净额大幅下滑，收现比指标也有所下降。
- **公司存在一定或有负债风险，且本期债券将于 2026 年到期，关注本期债券转股情况。**截至 2024 年末，公司对参股企业三德冠担保 2.76 亿元，三德冠近年从持续亏损，公司存在一定或有负债风险；同时本期债券将于 2026 年 9 月到期，若转股比例低可能会产生一定偿债压力。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内主要的 PCB 生产企业，市场份额排名靠前，客户储备丰富且质量较好，预计未来业务持续性较好。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标       | 深南电路   | 景旺电子   | 胜宏科技   | 崇达技术          | 世运电路   | 明阳电路   |
|----------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 资产总计     | 253.02 | 192.44 | 191.75 | <b>123.11</b> | 89.89  | 34.56  |
| 资产负债率    | 42.12% | 40.25% | 53.44% | <b>37.59%</b> | 25.65% | 30.43% |
| 营业收入     | 179.07 | 126.59 | 107.31 | <b>62.77</b>  | 50.22  | 15.59  |
| 销售毛利率    | 24.83% | 22.73% | 22.72% | <b>22.41%</b> | 23.09% | 19.68% |
| 净利润      | 18.79  | 11.60  | 11.54  | <b>3.03</b>   | 6.38   | 0.11   |
| 净营业周期（天） | 87.48  | 51.28  | 92.94  | <b>35.91</b>  | 55.72  | -1.36  |

注：1. 以上各指标均为 2024 年数据；2. 为与可比对象保持一致计算口径，此处崇达技术净营业周期数据计算过程应付账款包含了设备类应付账款，下文表 6 净营业周期计算过程中不考虑设备类应付账款。  
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称           | 版本号                |
|---------------------|--------------------|
| 技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2023V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型       | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素     | 指标        | 评分等级 | 评分要素     | 指标     | 评分等级      |
|----------|-----------|------|----------|--------|-----------|
| 业务状况     | 宏观环境      | 4/5  | 财务状况     | 初步财务状况 | 9/9       |
|          | 行业&经营风险状况 | 4/7  |          | 杠杆状况   | 9/9       |
|          | 行业风险状况    | 3/5  |          | 盈利状况   | 强         |
|          | 经营状况      | 4/7  |          | 流动性状况  | 7/7       |
| 业务状况评估结果 |           | 4/7  | 财务状况评估结果 |        | 9/9       |
| 调整因素     | ESG 因素    |      |          |        | 0         |
|          | 重大特殊事项    |      |          |        | 0         |
|          | 补充调整      |      |          |        | 0         |
| 个体信用状况   |           |      |          |        | <b>aa</b> |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 0         |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | <b>AA</b> |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 本次跟踪债券概况

| 债券简称  | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期     | 债券到期日期     |
|-------|----------|----------|------------|------------|
| 崇达转 2 | 14.00    | 13.9975  | 2024-06-12 | 2026-09-07 |

注：债券余额系 2025 年 6 月 5 日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2020年9月公开发行6年期14.00亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后拟用于珠海崇达电路技术有限公司新建电路板项目（一期）的建设和补充流动资金。根据公司2024年4月30日披露的《关于注销部分募集资金专用账户的公告》，本期债券募投项目已完工，募集资金已按发行计划使用完毕，募集资金专户已注销。2024年以来“崇达转2”转股价格进行了多次调整，截至2025年5月末转股价格为10.25元/股。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内整体控制权仍较稳定。2024年以来公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更，部分独立董事因任期满而发生变化，对公司经营无重大影响。由于股票激励计划终止而回购股票、可转债转股等影响，公司股本略有变化。截至2025年3月末，姜雪飞仍为公司控股股东，姜雪飞与朱雪花夫妇仍为公司实际控制人，合计持股51.15%，二者股权均未质押；另有一致行动人姜曙光，其与姜雪飞先生为兄弟关系，姜曙光持股2.00%，其质押股份占公司股本比例为0.61%。

跟踪期内公司仍主要从事于印制电路板（PCB）的设计、研发、生产和销售。2024年8月公司设立新增2家境外子公司，分别为崇达国际有限公司、崇达技术（泰国）有限公司（以下简称“崇达泰国”），规划布局境外的业务和生产基地。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定

股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

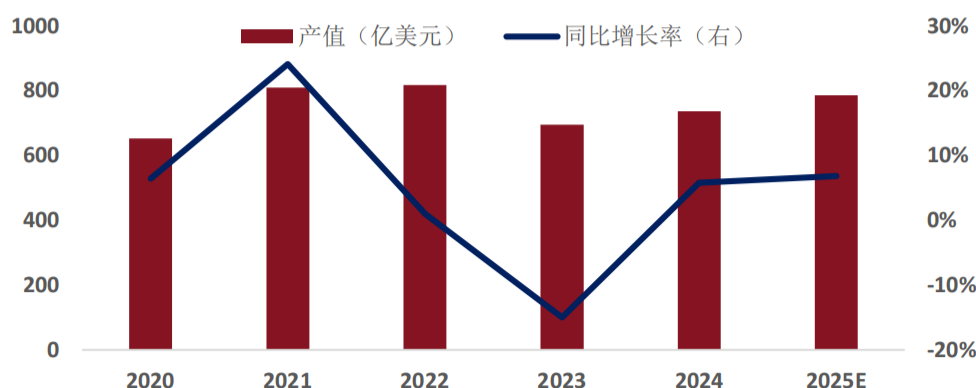
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

## 行业环境

受益于AI服务器及消费电子市场复拉驱动，2024年PCB市场回暖，下游服务器以及手机等领域用的PCB需求增长亮眼，高层数+高密互连（HLC+HDI）产品产值高速增长，行业头部公司营收及利润保持较快增长，但中小企业业绩有所承压，重要原材料铜的价格持续处于高位，企业面临一定的成本压力

2024年PCB市场有所改善，产值同比恢复正增长，中国大陆PCB产业全球核心地位仍稳固，2025年受国际贸易摩擦加剧影响，PCB产业能否持续保持复苏态势尚待观察。根据Prismark报告，2024年全球PCB市场产值为736亿美元，同比增长5.8%，行业呈现复苏趋势，预计2025年全球PCB市场预计将实现产值同比增长6.8%，出货量增长7.0%。尽管价格侵蚀现象仍将持续（单位价格预计同比下降1.5%），但其影响程度较2024年有所缓解。至2029年，全球PCB市场将以5.2%的年均复合增长率稳健扩张，突破950亿美元规模，同期出货量将以6.8%的年均增速达到6.06亿平方米。据Prismark2024Q3版报告，2023-2028年中国大陆PCB市场规模有望从378亿美元增长至471亿美元，年均复合增速达4.5%，亚洲地区将继续主导全球PCB市场发展，中国的核心地位有望更加稳固。2025年4月，美国政府对进口自中国的产品分阶段加征关税，虽然在5月14日又宣布取消2025年4月8日和9日行政令加征的91%关税，但贸易争端加剧给PCB行业2025年持续复苏态势增添了较大不确定性。

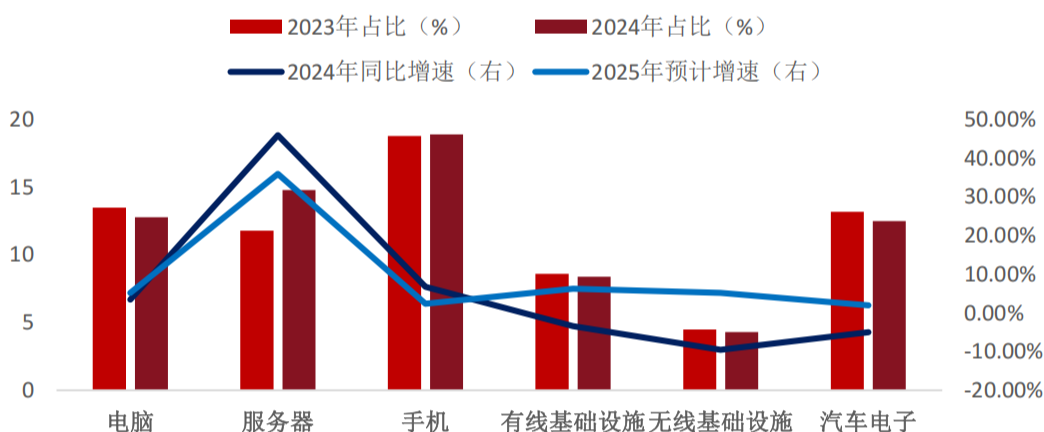
图1 2024年以来PCB行业呈复苏态势



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

从下游不同需求领域来看，2024年智能手机、PC、消费电子产品、汽车电子、服务器及存储构成了PCB下游的主要应用领域，其中服务器及手机细分领域增长亮眼。得益于AI服务器和相关的高速网络基础设施的需求攀升，2024年PCB下游领域中服务器及数据存储的预计增长速度最为显著。同时根据Prismark预计，服务器及数据存储领域未来五年仍将维持高速增长。另外由于换机周期的到来以及AI驱动电子产品更新换代等因素，消费电子类产品市场需求也将有所反弹，带动手机PCB市场增长。2024年PC领域小幅增长，但AIPC渗透率有限，致使增长相对迟缓。预计随着AIPC的增长以及Windows 10系统的替换，将对2025年的PC领域PCB的平均销售价格和销量增长产生影响。汽车电子领域2024年总产值占比出现小幅下滑，主要系全球汽车市场出货量疲软，新能源汽车虽保持增长，但随着渗透率接近临界点，增速逐渐放缓，需求主要以消化行业库存为主。汽车电子领域中长期驱动主要取决于自动驾驶及车联网催生的需求。

图2 2024年以来服务器、手机等领域用PCB增长较好



资料来源：Prismark，中证鹏元整理

在AI服务器激增需求驱动下，高层数+高密互连（HLC+HDI）技术组合成为PCB重要细分产品。根据Prismark报告，2024年PCB产品各细分市场均呈现正增长，其中18+层高多层板增长十分强劲（40.3%）。AI服务器主要涉及3类产品：①GPU的基板：需要用到20层以上的高多层板；②小型AI加速器模组：通常使用4-5阶的HDI来达到高密度互联；③传统CPU的母板。伴随着AI服务器升级，GPU主板也将逐步升级为HDI，因此HDI在未来5年AI服务器PCB产品中增速潜力空间最大。Prismark预测2023-2028年AI服务器相关HDI的年均复合增速将达到16.3%，为AI服务器相关PCB市场增速最快的品类。另外随着工控、AI机器人、自动化设备、智能传感器等多个领域工业自动化和智能制造的快速发展，对各类PCB产品的需求不断增加，也对PCB的层数、精度、密度和可靠性的要求进一步提高。

PCB行业复苏带动行业头部企业营收及盈利高速增长，但行业内企业业绩分化明显。根据中国电子信息行业联合会和中国电子电路行业协会联合编制的《2024年中国电子电路行业主要企业营收榜单》数据显示，2024年PCB上市制造企业实现总营收与总利润双增长，合计营收2176.68亿元，同比增长16.08%；

合计净利润142.68亿元，同比增长23.28%。虽然从总量上看，2024年行业总收入及利润增长明显，但行业内部分化较为严重。根据Wind数据显示，营业收入靠前企业2024年营收收入同比均实现明显增长，净利润大部分实现10%以上增长，但行业中小企业在激烈的产品及价格竞争下业绩承压明显，营业收入低于20亿元企业中有3家企业出现营业收入下滑，10家企业出现净利润同比下滑。

行业企业投产及扩产进度有所放缓，以消化现有产能为主；重要原材料铜的价格持续维持在高位震荡导致行业企业毛利率承压。根据PCB网城的不完全统计数据显示，2024年中国大陆范围内共16个项目开工、奠基，同比减少52.94%，投产PCB项目17个，同比下滑19.05%，PCB行业企业扩产投产项目呈现逐步放缓趋势。从原材料价格来看，2024年PCB主要原材料铜价格有所震荡但维持高位，PCB行业公司整体毛利率依旧承压。2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价已呈现持续上涨态势。考虑到覆铜板行业竞争格局相对集中，PCB厂商对供应商的议价能力偏弱，同时PCB行业向下游的价格传导存在滞后，在下游消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2025年行业成本压力可能上升。

图3 2024年以来PCB主要原材料铜价格有所震荡但整体仍维持高位



数据来源：Wind

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

2024年公司收入仍主要来源于PCB，营业收入保持增长，毛利率有所下降。受消费电子、服务器等下游应用领域需求的回升，2024年公司PCB收入规模同比回升。但上游原材料价格波动上涨，同时行业竞争加剧导致产品价格下降，公司整体毛利率有所下降。

2025年1-3月市场需求延续回升趋势，公司营业收入同比增长16.07%，同时珠海一厂产能逐步提升形成一定规模效益，同期毛利率小幅提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目   | 2025 年 1-3 月 |         |        | 2024 年 |         |        | 2023 年 |         |        |
|------|--------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
|      | 金额           | 占比      | 毛利率    | 金额     | 占比      | 毛利率    | 金额     | 占比      | 毛利率    |
| PCB  | 14.44        | 88.81%  | 13.77% | 57.02  | 90.83%  | 14.60% | 53.58  | 92.83%  | 20.24% |
| 其他业务 | 1.82         | 11.19%  | 99.44% | 5.75   | 9.17%   | 99.85% | 4.14   | 7.17%   | 99.83% |
| 合计   | 16.26        | 100.00% | 23.35% | 62.77  | 100.00% | 22.41% | 57.72  | 100.00% | 25.94% |

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

受益于市场需求回暖等因素，公司业务规模持续扩大，在全球PCB百强榜单排名提升，仍保持产品应用领域多样性和较高的客户质量，但当前市场竞争激烈，需关注下游应用行业周期性波动对业务的不利影响

市场景气度回暖带动公司业务规模增长，但产品均价下滑压缩公司盈利空间。2024年以来市场需求回暖，市场订单量持续释放，为应对市场变化，公司持续加大国内大客户和大批量产品市场的开拓力度，加之产能扩大提升订单承接能力，2024年公司销量同比增长13.77%，带动营业收入增长。但由于价格竞争激烈，2024年公司产品销售均价同比下降5.10%，压缩盈利空间。未来下游应用领域需求周期性波动可能会对公司业务稳定性产生一定的不利影响。

公司收入区域分布有所调整，有利于分散业务区域风险。2024年公司PCB内销收入同比提升22.00%，占公司PCB收入比例提升至49.56%，有利于分散国际贸易摩擦产生的风险，但内销订单毛利微薄。外销方面，受公司销售区域策略变化、国际贸易摩擦等因素影响，收入、毛利率均有所下滑，且公司外销主要以美元计价，若未来汇率波动较大或国际贸易摩擦而导致相关国家对我国PCB产品采取限制政策，仍将对公司客户及业绩稳定产生不利影响。

表2 跟踪期公司销售情况

| 项目          | 细分项目   | 2024 年   | 2023 年   |
|-------------|--------|----------|----------|
| PCB 收入（亿元）  |        | 57.02    | 53.58    |
| 其中：内销       | 收入（亿元） | 28.26    | 23.16    |
|             | 毛利率    | 3.25%    | 8.49%    |
| 外销          | 收入（亿元） | 28.76    | 30.42    |
|             | 毛利率    | 25.75%   | 29.18%   |
| 销量（万平方米）    |        | 522.92   | 466.31   |
| 销售均价（元/平方米） |        | 1,090.38 | 1,149.11 |

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

公司产品应用领域保持较多多样化，且下游客户分散，有助于经营的稳定性。跟踪期内公司全产品线布局且产品结构持续优化，目前公司在高层板、HDI板、IC载板等高端板的收入占比已提升至60%以上，产品广泛应用于通信、工控、服务器、消费电子、汽车等众多领域，2024年控股子公司江苏普诺威电子股份有限公司（以下简称“普诺威”）SiP封装基板事业部一期产线顺利通产，拓宽了下游Sensor、射频

滤波器基板等市场应用。公司多样化的下游应用能够满足不同客户的多样化产品需求，整体客户集中度较低，2024年公司前五大客户的合计收入占比同比下降2.01个百分点至22.41%，无单一客户销售占比超过10%。

公司继续与优质客户保持稳定合作关系，市场排名提升，品牌知名度与客户粘性表现尚可。2024年公司坚持大客户销售策略，与京东方、中兴等大客户持续多年保持合作，且增加歌尔等国内大客户订单，整体客户质量较高。同时公司仍能通过技术、成本和供应效率等优势，保持较高的客户认可度，2024年公司继续荣获伟创力、中兴通讯、华勤技术、海康威视、京东方等大客户的业务合作相关荣誉。根据Prismark全球PCB百强榜单，2024年公司在全球PCB企业中排名提升2名至第26名，在第二十二届（2023）中国印制电路行业排行榜综合PCB企业排名提升至第13名、在内资PCB上市公司第5名。

**公司持续加大研发投入，并扩张产能，产能利用率保持稳定，但原材料涨价给公司带来一定成本管控压力，未来需持续关注产能释放节奏及产能消化压力**

公司持续加大研发投入，在PCB行业内保持强竞争力，大拼板技术、知识产权数量行业保持领先。2024年公司研发费用投入3.46亿元，同比增长8.89%，期末有效发明专利 270 项。当期完成超高速光模块电路板关键技术、服务器用高多层印制电路板制作技术及产品开发、可穿戴电子用高密度互连刚挠结合电路板研发及产业化等多项技术开发，覆盖消费电子、通信应用领域产品，并持续投入AI芯片、车载摄像头模组PCB、112G通信电路板等技术研发，子公司普诺威SiP 封装基板事业部一期产线顺利通产，进一步提升了公司封装基板的集成密度。

公司产能持续释放，且仍有待释放产能规划，须关注未来产能建设规划和产能消化压力。2024 年公司珠海崇达二期（含二厂和三厂）两座工厂已完成建设，珠海崇达二厂已于2024年6月投产，新增高多层PCB板产能6万平方米/月，三厂待投入使用，公司将视市场需求情况决定三厂生产线建设和投入。此外，公司计划在泰国建设生产基地，2024年8月完成了崇达泰国（截至2025年3月注册资本增加至10亿元泰铢）的设立登记相关事宜，并购买了面积为约11.20万平方米的工业用地，未来有助于满足客户境外采购需求，同时也带来一定跨境经营管理风险。同时市场竞争激烈，目前公司待使用或拟建产能较大，未来若产能释放过快或订单增量不及预期，可能导致较大产能消化压力。

**表3 公司主要产能及产能利用情况（单位：万平方米）**

| 项目    | 2024 年 | 2023 年 |
|-------|--------|--------|
| 年产能   | 666.98 | 593.30 |
| 年产量   | 534.23 | 468.02 |
| 产能利用率 | 80.10% | 78.88% |

资料来源：公司提供

**表4 截至 2024 年末公司主要在建/拟建扩产项目情况（单位：亿元、万平方米/年）**

| 项目名称 | 资金来源 | 预计总投资 | 已投资 | 设计产能 | 预计投产/完工进度 |
|------|------|-------|-----|------|-----------|
|------|------|-------|-----|------|-----------|

|                |                                |       |      |     |                            |
|----------------|--------------------------------|-------|------|-----|----------------------------|
| 珠海崇达二期（含二厂、三厂） | 2023 年定增募集 20 亿元，剩余部分银行贷款或自有资金 | 36.51 | 8.58 | 150 | 二厂 2024 年已投产/三厂预计 2025 年试产 |
| 泰国工厂           | 银行贷款或自有资金                      | 待定    | --   | --  | 拟建项目                       |

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

2024年以来部分核心原材料价格上涨，叠加较高的固定成本摊销，给公司带来成本管控压力。公司营业成本中直接材料占比较高，供应商集中度同比相对稳定，但主要原材料价格波动较为频繁。2024年国际市场贵金属价格上涨，铜球、金盐等关键材料的采购价格较上年有所上涨，公司原材料成本明显增加，同时公司珠海二厂等生产线和设备投入使用，转入固定资产后形成的折旧摊销增加。叠加公司产品价格下滑的影响，2024年度公司销售毛利率下降3.53个百分点。

表5 公司主要原材料采购价格情况

| 项目   | 单位    | 2025 年 1-3 月 | 2024 年 | 2023 年 |
|------|-------|--------------|--------|--------|
| 覆铜板  | 元/平方米 | 86.04        | 87.77  | 90.52  |
| 铜球   | 元/公斤  | 67.46        | 67.43  | 61.92  |
| 铜箔   | 元/公斤  | 80.72        | 79.55  | 91.17  |
| 半固化片 | 元/平方米 | 11.86        | 12.05  | 11.92  |
| 金盐   | 元/克   | 397.22       | 353.02 | 273.62 |

资料来源：公司提供

公司营运效率维持在行业平均水平。跟踪期内公司存货周转效率小幅提升，部分新增内销客户回款账期较长导致应收账款周转天数有所增加，但同时采购付款周期也有所拉长，整体净营业周期处于行业平均水平。

表6 近年公司经营效率指标情况（单位：天）

| 项目       | 2024 年 | 2023 年 |
|----------|--------|--------|
| 存货周转天数   | 59.61  | 61.54  |
| 应收账款周转天数 | 84.44  | 81.12  |
| 应付账款周转天数 | 77.52  | 75.92  |
| 净营业周期    | 66.53  | 66.74  |

注：上表应付账款周转天数采用的应收账款数据不含设备类应付账款。

资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

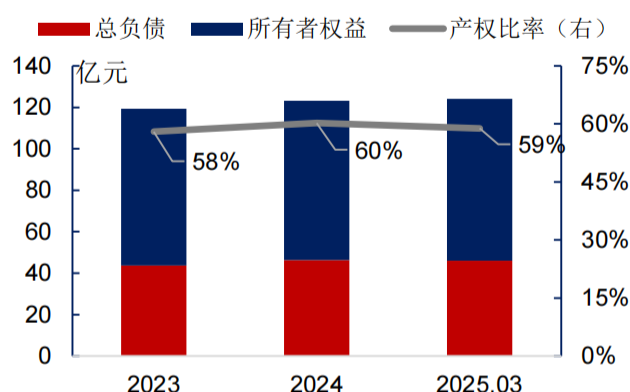
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表。

公司现金类资产较充裕，财务杠杆水平表现较好；但短期经营性资产形成一定营运资金占用，盈利能力有所弱化

## 资本实力与资产质量

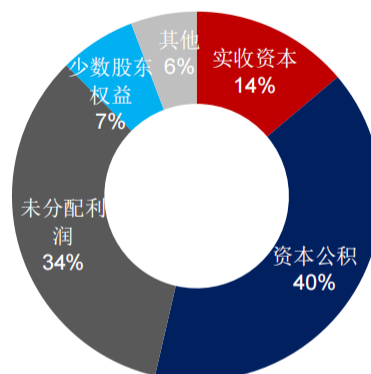
跟踪期内公司产权结构保持稳定。随着利润累计和经营负债增加，2024 年以来，公司净资产和负债总额均小幅增加，产权比率保持稳定。期末公司所有者权益主要由股本、股本溢价、未分配利润等构成。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产结构变动不大、规模有所增长。截至 2024 年末公司现金类资产规模较大，主要包括交易性金融资产、货币资金，以及少量应收款项融资；期末公司受限资产合计 4.28 亿元，为定期存单、因债务而受限的货币资金和应收票据。2024 年随着珠海崇达二期，以及江门、大连的生产基地部分新投产厂房、产线和设备转固，公司固定资产规模同比上涨，目前在建工程主要为珠海崇达二期剩余部分和其他各生产基地未调试完成的设备，未来随着在建项目、拟建的泰国工厂的投资建设进度持续推进，固定资产规模将继续增长。2024 年以来，公司业务规模持续扩大，应收账款、存货持续增加，截至 2024 年末公司超过 99%的应收账款余额账龄在 1 年以内，余额前五名的应收账款占比 25.61%，应收账款占总资产比重仍较大，对营运资金形成一定占用，且存在一定的坏账风险；2024 年存货计提跌价准备 0.74 亿元，对利润形成一定侵蚀。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目      | 2025 年 3 月 |        | 2024 年 |        | 2023 年 |        |
|---------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 金额         | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 货币资金    | 15.58      | 12.55% | 12.52  | 10.17% | 10.56  | 8.85%  |
| 交易性金融资产 | 11.22      | 9.04%  | 13.68  | 11.11% | 23.51  | 19.71% |
| 应收账款    | 14.76      | 11.90% | 15.84  | 12.87% | 13.61  | 11.41% |
| 存货      | 10.00      | 8.06%  | 8.92   | 7.24%  | 7.21   | 6.04%  |
| 流动资产合计  | 57.07      | 46.00% | 56.25  | 45.69% | 58.30  | 48.88% |
| 固定资产    | 54.91      | 44.25% | 52.56  | 42.69% | 45.43  | 38.09% |
| 在建工程    | 2.29       | 1.85%  | 3.88   | 3.15%  | 5.55   | 4.66%  |
| 非流动资产合计 | 67.00      | 54.00% | 66.87  | 54.31% | 60.98  | 51.12% |

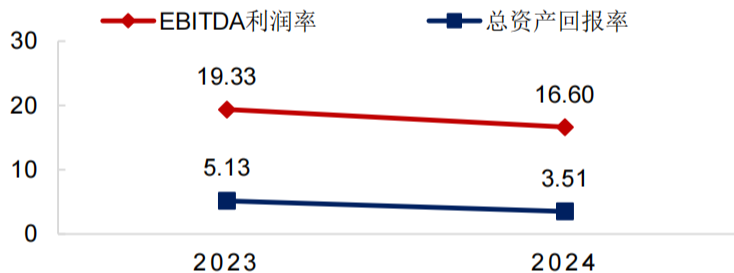
|      |        |         |        |         |        |         |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 资产总计 | 124.08 | 100.00% | 123.11 | 100.00% | 119.28 | 100.00% |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

公司盈利指标仍表现尚可但边际弱化，未来需关注行业竞争激化、优质客户需求变动对盈利的不利影响。2024 年及 2025 年一季度，受益于下游需求回暖，公司营业收入同比保持增长。但值得关注的是，公司内销订单盈利微薄，毛利率相对较高的外销订单占比受国际贸易环境、汇率变动等因素影响有所下滑，叠加主要原材料涨价、固定资产折旧增加，公司盈利能力有所弱化，2024 年度公司 EBITDA 利润率和总资产回报率均有所下降。考虑到当前国内 PCB 行业竞争相对激烈，且同业竞争对手持续在东南亚等地拓展产能增加供给，预计公司仍将面临较大的行业竞争压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

此外，公司参股企业三德冠2024年仍继续亏损，产生投资减值损失，进一步减弱公司盈利能力。公司曾在三德冠股权转让协议中约定相关业绩条件成就后，将继续收购直至控股三德冠60%股权，但由于三德冠近年持续亏损，业绩未达预期，上述收购事项未进一步实施，2025年3月末公司仍持有“三德冠”49%股权。受行业需求不足导致订单减少等因素影响，2024年三德冠净利润继续亏损，导致公司当期长期股权投资继续计提减值准备7,245.07万元，并产生长期股权投资损失2,773.91万元。未来三德冠业绩仍可能受市场需求等影响出现波动，且其自身经营能力有待提高，需持续关注三德冠业绩对公司盈利的影响。

表8 三德冠主要财务指标（单位：万元）

| 项目    | 2024 年    | 2023 年     |
|-------|-----------|------------|
| 总资产   | 91,228.58 | 102,235.78 |
| 净资产   | 30,801.32 | 36,462.36  |
| 资产负债率 | 66.24%    | 64.34%     |
| 营业收入  | 55,401.73 | 57,797.12  |
| 净利润   | -5,660.47 | -7,063.38  |

资料来源：公司提供

### 现金流与偿债能力

公司债务规模可控、期限结构相对合理。2024年末，公司刚性债务主要系本期债券、银行借款，以

及日常经营形成的应付票据；期末应付账款主要为应付原材料货款和设备采购款。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目          | 2025 年 3 月 |         | 2024 年 |         | 2023 年 |         |
|-------------|------------|---------|--------|---------|--------|---------|
|             | 金额         | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 短期借款        | 3.65       | 7.94%   | 3.24   | 7.00%   | 2.86   | 6.53%   |
| 应付票据        | 4.98       | 10.84%  | 5.22   | 11.28%  | 4.90   | 11.19%  |
| 应付账款        | 15.58      | 33.89%  | 16.10  | 34.80%  | 13.15  | 30.05%  |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.07       | 0.16%   | 0.09   | 0.19%   | 0.20   | 0.46%   |
| 流动负债合计      | 27.24      | 59.25%  | 27.59  | 59.63%  | 24.52  | 56.01%  |
| 长期借款        | 2.77       | 6.03%   | 2.93   | 6.33%   | 3.87   | 8.84%   |
| 应付债券        | 14.68      | 31.93%  | 14.51  | 31.36%  | 14.08  | 32.16%  |
| 非流动负债合计     | 18.73      | 40.75%  | 18.68  | 40.37%  | 19.26  | 43.99%  |
| 负债合计        | 45.97      | 100.00% | 46.27  | 100.00% | 43.78  | 100.00% |
| 总债务         | 26.21      | 57.02%  | 26.06  | 56.31%  | 26.11  | 59.64%  |
| 其中：短期债务     | 8.70       | 33.21%  | 8.55   | 32.80%  | 7.96   | 30.48%  |
| 长期债务        | 17.51      | 66.79%  | 17.51  | 67.20%  | 18.15  | 69.52%  |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率保持适中，现金生成能力表现有所下滑。2024年经营活动现金流净额同比下降较多，收现比同比下滑9.16个百分点，主要系原材料上涨及赊销占比提高所致。近年公司持续扩建新产能，资本开支需求较大，自由现金流/净债务可较好地反映杠杆比率波动性。公司在建项目珠海崇达二期、拟建项目泰国工厂预计仍有较大投资资金需求，未来营运资金需求亦将随着业务规模扩大而增长。同时，本期债券将于2026年9月到期，若转股比例不及预期，可能会产生一定偿债压力。

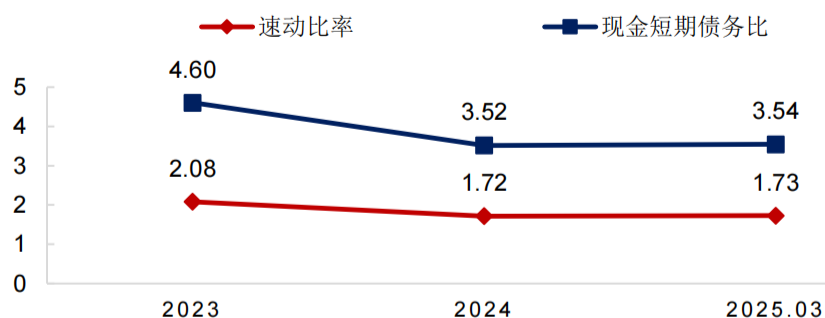
表10 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称          | 2025 年 3 月 | 2024 年   | 2023 年   |
|---------------|------------|----------|----------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 1.67       | 4.49     | 11.86    |
| 收现比           | 85.08%     | 82.26%   | 91.42%   |
| FFO（亿元）       | --         | 8.46     | 9.28     |
| 资产负债率         | 37.05%     | 37.59%   | 36.70%   |
| 净债务/EBITDA    | --         | -0.23    | -0.81    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | 12.66    | 14.19    |
| 总债务/总资本       | 25.12%     | 25.32%   | 25.70%   |
| FFO/净债务       | --         | -357.85% | -102.12% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -39.72%    | -189.97% | -130.48% |
| 自由现金流/净债务     | 20.90%     | 246.29%  | 19.07%   |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率仍表现较好。跟踪期内，公司账面现金类资产较为充裕，速动比率及现金短期债务比虽有所下降，但仍处于较高水平。此外公司作为上市公司，融资渠道相对多样，具有较好的融资弹性。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 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2022年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2025年5月19日）及重要子公司珠海崇达（查询日为2025年5月16日）、江门崇达（查询日为2025年5月16日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行（如有）的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月6日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 对外担保

#### 公司存在一定或有负债风险

根据公司2024年审计报告，截至2024年末公司存在对外担保金额合计2.76亿元，占当期末归属母公司股东的权益的比重约为3.84%，被担保方为公司参股联营企业三德冠，考虑到目前三德冠债务压力提升、业绩持续亏损，公司存在一定的或有负债风险。

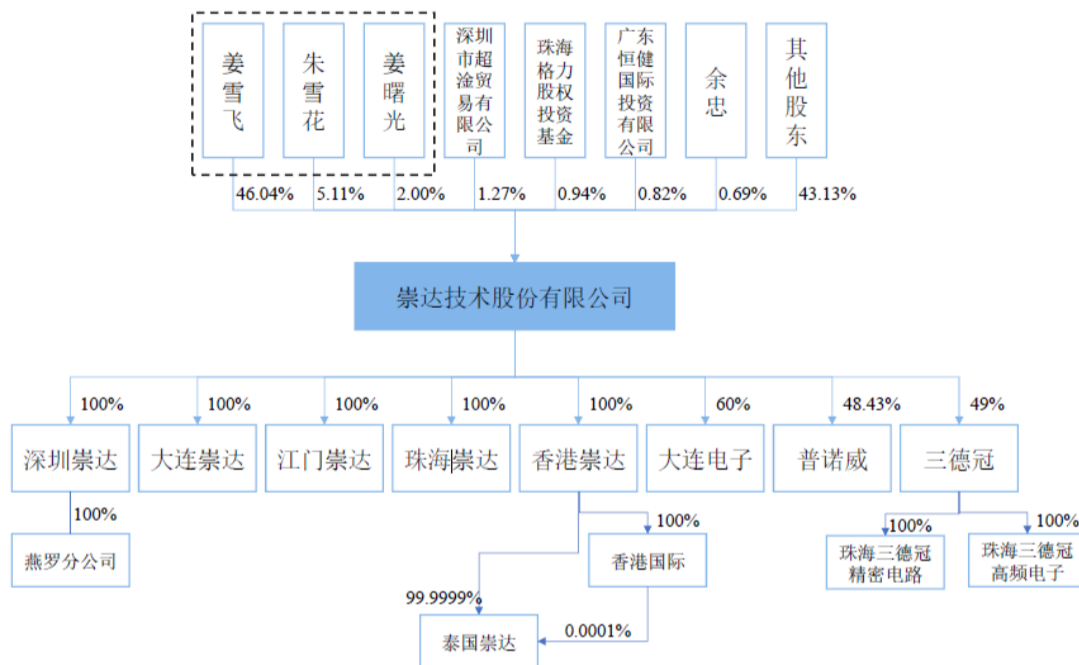
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2025 年 3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 15.58      | 12.52  | 10.56  | 11.89  |
| 交易性金融资产       | 11.22      | 13.68  | 23.51  | 5.55   |
| 应收账款          | 14.76      | 15.84  | 13.61  | 12.41  |
| 流动资产合计        | 57.07      | 56.25  | 58.30  | 40.57  |
| 固定资产          | 54.91      | 52.56  | 45.43  | 35.11  |
| 在建工程          | 2.29       | 3.88   | 5.55   | 9.87   |
| 非流动资产合计       | 67.00      | 66.87  | 60.98  | 54.34  |
| 资产总计          | 124.08     | 123.11 | 119.28 | 94.91  |
| 短期借款          | 3.65       | 3.24   | 2.86   | 1.84   |
| 应付账款          | 15.58      | 16.10  | 13.15  | 13.58  |
| 流动负债合计        | 27.24      | 27.59  | 24.52  | 24.19  |
| 长期借款          | 2.77       | 2.93   | 3.87   | 0.93   |
| 应付债券          | 14.68      | 14.51  | 14.08  | 13.59  |
| 非流动负债合计       | 18.73      | 18.68  | 19.26  | 15.97  |
| 负债合计          | 45.97      | 46.27  | 43.78  | 40.16  |
| 总债务           | 26.21      | 26.06  | 26.11  | 22.14  |
| 其中：短期债务       | 8.70       | 8.55   | 7.96   | 7.22   |
| 长期债务          | 17.51      | 17.51  | 18.15  | 14.92  |
| 所有者权益         | 78.11      | 76.84  | 75.50  | 54.74  |
| 营业收入          | 16.26      | 62.77  | 57.72  | 58.71  |
| 营业利润          | 1.35       | 3.45   | 4.81   | 7.71   |
| 净利润           | 1.27       | 3.03   | 4.22   | 6.75   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1.67       | 4.49   | 11.86  | 11.87  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1.92       | -3.06  | -32.51 | -8.80  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1.23       | -2.11  | 20.10  | 1.62   |
| 财务指标          | 2025 年 3 月 | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| EBITDA（亿元）    | --         | 10.42  | 11.16  | 12.40  |
| FFO（亿元）       | --         | 8.46   | 9.28   | 10.11  |
| 净债务（亿元）       | -4.22      | -2.36  | -9.09  | 3.65   |
| 销售毛利率         | 23.35%     | 22.41% | 25.94% | 27.42% |
| EBITDA 利润率    | --         | 16.60% | 19.33% | 21.13% |
| 总资产回报率        | --         | 3.51%  | 5.13%  | 9.16%  |
| 资产负债率         | 37.05%     | 37.59% | 36.70% | 42.32% |
| 净债务/EBITDA    | --         | -0.23  | -0.81  | 0.29   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --         | 12.66  | 14.19  | 18.10  |
| 总债务/总资本       | 25.12%     | 25.32% | 25.70% | 28.80% |

|               |         |          |          |         |
|---------------|---------|----------|----------|---------|
| FFO/净债务       | --      | -357.85% | -102.12% | 277.16% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | -39.72% | -189.97% | -130.48% | 325.40% |
| 速动比率          | 1.73    | 1.72     | 2.08     | 1.37    |
| 现金短期债务比       | 3.54    | 3.52     | 4.60     | 2.76    |
| 收现比           | 85.08%  | 82.26%   | 91.42%   | 91.64%  |

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

### 附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：万元）

| 公司名称          | 注册资本       | 持股比例    | 主营业务                     |
|---------------|------------|---------|--------------------------|
| 深圳崇达多层线路板有限公司 | 35,000.00  | 100.00% | 多层 PCB 的生产和销售            |
| 大连崇达电路有限公司    | 55,000.00  | 100.00% | PCB 的生产和销售               |
| 崇达科技有限公司      | 100 万元港币   | 100.00% | 从事公司产品的销售、原材料和设备的采购及售后服务 |
| 江门崇达电路技术有限公司  | 80,000.00  | 100.00% | PCB 的生产和销售               |
| 珠海崇达电路技术有限公司  | 130,000.00 | 100.00% | PCB 的生产和销售               |
| 大连崇达电子有限公司    | 3,400.00   | 60.00%  | PCB 的生产和销售               |
| 江苏普诺威电子股份有限公司 | 14,185.00  | 48.43%  | IC 载板的生产、研发及销售           |
| 崇达国际有限公司      | 100 万元港币   | 100.00% | 从事公司产品的销售、原材料和设备的采购及售后服务 |
| 崇达技术（泰国）有限公司  | 10 亿元泰铢    | 100.00% | PCB 的生产和销售               |

注：公司持有江苏普诺威电子股份有限公司（简称“普诺威”）48.43%的股权，普诺威董事会由 5 人组成，其中 3 人由公司委派，公司可以通过股东大会、董事会对普诺威实施控制。

资料来源：公司提供

## 附录四 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                                    |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 短期债务          | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项                                                         |
| 长期债务          | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项                                                                     |
| 总债务           | 短期债务+长期债务                                                                               |
| 现金类资产         | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项                                            |
| 净债务           | 总债务-盈余现金                                                                                |
| 总资本           | 总债务+所有者权益                                                                               |
| EBITDA        | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)                                                          |
| FFO           | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费                                                                    |
| 自由现金流 (FCF)   | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出                                                                  |
| 毛利率           | (营业收入-营业成本) / 营业收入×100%                                                                 |
| EBITDA 利润率    | EBITDA / 营业收入×100%                                                                      |
| 总资产回报率        | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%                                       |
| 产权比率          | 总负债/所有者权益合计×100%                                                                        |
| 资产负债率         | 总负债/总资产×100%                                                                            |
| 速动比率          | (流动资产-存货) / 流动负债                                                                        |
| 现金短期债务比       | 现金类资产/短期债务                                                                              |
| 收现比           | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入                                                                    |
| 存货周转天数        | 360/[营业成本×2/ (本年末存货+上年末存货)]                                                             |
| 应收账款周转天数      | 360/[营业收入×2/ (本年末应收账款+上年末应收账款)]                                                         |
| 应付账款周转天数      | 360/[营业成本×2/ (本年末应付账款+上年末应付账款)]                                                         |
| 净营业周期         | 存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数                                                                |

注：表6的应付账款周转天数，采用的应收账款数据不含设备类应付账款。

## 附录五 信用等级符号及定义

### 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。

### 债务人主体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。

### 债务人个体信用状况符号及定义

| 符号  | 定义                                             |
|-----|------------------------------------------------|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 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。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号