

广东生益科技股份有限公司

2021 年度第一期

中期票据信用评级报告



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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。



报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【283】号 01

分析师

姓名：
刘惠琼 蒋晗

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 3 月 26 日

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

广东生益科技股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

注册金额：30 亿元

评级展望：稳定

本期发行金额：基础规模 3 亿元，上限 6 亿元

债券期限：3 年

债券偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

发行目的：偿还金融机构借款及补充流动资金

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”）对广东生益科技股份有限公司（以下简称“生益科技”或“公司”，股票代码 600183.SH）本期中期票据（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作为国内覆铜板行业的龙头厂商，具有优质且多元化的客户资源，产能规模及营业收入稳步增长，资本实力不断提升；同时中证鹏元也关注到，近期原材料价格大幅上涨或使得公司短期盈利存在波动，PCB 业务新增产能或面临较大的产能消化压力，以及公司营运资金压力较大，存在一定的短期债务压力等风险因素。

优势：

- 公司是国内覆铜板行业的龙头厂商，市场竞争力强，客户优质且较分散。公司为全国印制电路标准化技术委员会基材工作组组长单位，拥有填料分散、树脂浸润等多项国内领先技术，品种规格齐全，主导产品已通过西门子、索尼、三星、华为、中兴、联想、格力、Bosch 等先进终端客户认证，应用领域广泛。2017 年-2020 年 6 月前五大客户销售额合计占比均在 17%左右，总销售额连续多年保持全球第二、中国大陆第一的排名。
- 公司主要产品刚性覆铜板产能稳步增长，营业收入持续提升，盈利水平较高。近年公司扩产的高阶全系列刚性覆铜板产能陆续投产，叠加下游相关需求放量带来的客户订单增长，公司产销规模持续扩大。2017-2019 年公司营业收入复合增速为 10.98%，2020 年 1-9 月同比增长 12.88%；同时中高端产品毛利较高且销量占比提

升，公司综合毛利率持续上行，2020年1-9月提升至27.73%。

- **公司资本实力持续增强，资产负债率波动下降。**近年来得益于公司经营积累以及18亿元“生益转债”于2019年完成转股及有条件赎回并摘牌，公司净资产规模快速增长。截至2020年9月末，归属于母公司所有者权益为94.90亿元，较2017年末增长57.70%，资产负债率波动下降至43.34%。

关注：

- **近期原材料价格大幅上涨，公司短期盈利能力或存在一定的波动。**2020年下半年以来，覆铜板上游三大原材料价格陆续进入新一轮涨价周期，截至2021年2月底，铜箔、树脂、玻璃布等价格较上年低点均显著上涨，受材料成本提升和产品调价滞后影响，2020年四季度公司营业收入同比增长6.00%，同期营业利润同比下降8.72%¹。
- **PCB业务新增产能规模较大，短期或面临较大的产能消化压力。**生益电子吉安工程一期已于2020年四季度试投产，目前正处于产能爬坡阶段，若达到设计产能并考虑万江工厂产能转移，届时产能规模较2020年6月底将增长较多。公司PCB业务主要定位中高端通信领域，由于运营商设计方案变更等影响，通信领域短期需求不明朗，PCB新增产能短期或面临较大的消化压力。
- **公司应收款项占用大量资金，净营业周期较长，营运资金压力较大。**近年公司与上游供应商的结算账期较短且虽然能部分汇票结算但仍以现款结算为主，而下游客户的销售款回收周期较长且客户以票据结算的占比提升，截至2020年9月末公司应收款项占总资产的32.48%。2017-2019年公司净营业周期在120天左右，同期营运资本净增额分别为9.69亿元、2.26亿元和4.49亿元，公司日常经营需大量资金，面临较大的营运资金压力。
- **公司有息债务以短期借款为主，存在一定的短期偿还压力。**截至2020年9月末，公司有息债务为37.28亿元，其中短期有息债务占比达84.45%，当期末现金短期债务比下降至0.28，处于偏低水平。

未来展望：

- 预计公司业务持续性较好，未来随着国内市场需求扩大及公司产能持续释放，营业

¹ 根据公司2020年业绩快报及2020年三季度报告测算得出。

收入、净利润以及经营现金流较乐观，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	1,804,236.74	1,553,490.79	1,288,592.49	1,284,096.34
归属于母公司所有者权益	948,989.05	883,391.04	640,250.34	601,781.60
有息债务	372,755.69	266,667.98	346,677.13	383,537.37
资产负债率	43.34%	39.79%	46.91%	50.02%
流动比率	1.38	1.66	2.03	2.07
速动比率	1.00	1.26	1.56	1.68
营业收入	1,069,000.12	1,324,108.52	1,198,108.17	1,075,155.41
营业利润	160,760.37	180,490.29	122,872.82	130,603.63
净利润	140,578.50	156,339.39	106,496.17	111,334.18
归属于母公司的净利润	130,282.11	144,876.72	100,046.86	107,466.33
综合毛利率	27.73%	26.65%	22.18%	21.47%
总资产回报率	-	13.74%	10.83%	12.49%
EBITDA	-	236,206.76	175,925.25	176,091.77
EBITDA 利息保障倍数	-	16.00	10.29	18.37
经营活动现金流净额	113,857.84	169,237.44	133,720.50	59,314.59

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

本次评级使用的评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
公司债券评级方法	py_ff_2017V1.0
企业主体长期信用评级模型	cspy_mx_2019V1.0

注：上述评级方法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	评分结果	评分指标	指标评分
业务发展状况	令人满意	外部运营环境	15.00
		公司治理和管理	10.00
		经营竞争力	27.50
		公司背景和股东支持	7.20
财务风险状况	最小	公司规模	25.00
		营运能力	7.27
		盈利能力	18.47
		偿债能力	28.30

	成长能力	14.75
公司基础信用等级	AA+	
调整因素	调整幅度	
无	0	
公司主体长期信用级别	AA+	

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+	AA+	2019-5-23	刘惠琼、 刘诗华、 董斌	公司债券评级方法(py_ff_2017V1.0) 、 制造业企业主体长期信用评级模型(py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA+	AA+	2017-5-23	何佳欢、 杨雨晴、 刘志强、 董斌	公司债券评级方法(py_ff_2017V1.0)	阅读全文

一、发行主体概况

公司原名为东莞生益敷铜板股份有限公司，系于1993年在原中外合资企业美加伟华生益敷铜板有限公司基础上改组并采取定向募集方式设立的股份有限公司，原股本1.55亿股（每股面值1元，下同），后经批准送股及配股后总股本增至2.42亿股。1998年公司公开发行人民币普通股8,500万股并于当年10月28日在上交所上市（股票代码“600183.SH”），2000年2月公司名称变更为现名。2011年5月公司向特定对象非公开发行A股1.37亿股，此外发行于2017年11月的18亿元“生益转债”已于2019年7月完成转股及有条件赎回并于2019年8月摘牌。

公司历经多次送股、转增、转股以及股票期权激励对象多次行权后，截至2020年9月末，公司注册资本和股本均为228,996.05万元，股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人，前三大股东及其持股分别为：广东省广新控股集团有限公司（以下简称“广新控股集团”²）22.12%、东莞市国弘投资有限公司（以下简称“国弘投资”³）15.02%、伟华电子有限公司（以下简称“伟华电子”⁴）14.25%。公司股权结构图详见附录二。

公司主要从事覆铜板和粘结片、印制线路板的研发、生产和销售，产品广泛应用于5G天线、通讯基站、电脑、服务器、汽车、手机等领域。其中覆铜板和粘结片用于制作印制电路板，主要由公司本部及子公司陕西生益、苏州生益（含常熟生益科技有限公司）、江苏生益、江西生益负责；印制电路板业务来源于子公司生益电子，该子公司已于2021年2月25日在上交所科创板上市（股票代码“688183.SH”）。另外，生益地产和生益发展系公司近年设立的全资子公司，拟从事房地产开发业务，公司计划利用东莞万江等自有旧厂的土地资源建设房地产开发项目，待相关项目开发完毕后，没有进一步涉足其他房地产业务的计划。截至2020年9月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共9家，具体如表1所示。

表1 截至2020年9月30日纳入公司合并范围的一级子公司

公司名称	简称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式	纳入合并范围时间
陕西生益科技有限公司	陕西生益	135,488.35 万元	100.00%	覆铜板、粘结片	投资设立	2000 年
苏州生益科技有限公司	苏州生益	74,187.11 万元	87.36%	覆铜板、粘结片	投资设立	2002 年

²广新控股集团由广东省国资委代表广东省政府履行出资人职责，是广东省国有资本投资公司试点企业。

³国弘投资股东为东莞科技创新金融集团有限公司，实际控制人为东莞市国资委。

⁴伟华电子系在香港注册的私人股份有限公司。

生益科技(香港)有限公司	香港生益	30,318.00 万港币	100.00%	进出口贸易	投资设立	2006 年
生益电子股份有限公司	生益电子	66,545.72 万元	78.67%	印制线路板	非同一控制下合并	2013 年
东莞生益资本投资有限公司	生益资本	35,570.00 万元	100.00%	股权投资	投资设立	2015 年
江苏生益特种材料有限公司	江苏生益	50,000.00 万元	100.00%	特种覆铜板、粘结片	投资设立	2016 年
江西生益科技有限公司	江西生益	140,000.00 万元	100.00%	覆铜板、粘结片	投资设立	2017 年
东莞生益房地产开发有限公司	生益地产	183,300.00 万元	100.00%	房地产开发	投资设立	2018 年
东莞生益发展有限公司	生益发展	5,000.00 万元	100.00%	房地产开发	投资设立	2019 年

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：广东生益科技股份有限公司2021年度第一期中期票据；

本期发行金额：基础发行规模3亿元，上限6亿元；

债券期限和利率：3年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

三、本期债券募集资金用途

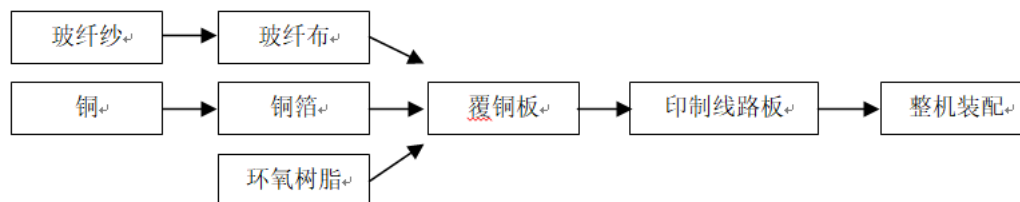
本期债券基础发行规模3亿元，发行上限6亿元，其中4.25亿元用于归还银行借款，1.75亿元用于补充子公司苏州生益科技有限公司的营运资金。

四、运营环境

2020年下游结构性行情复苏推动PCB及覆铜板行业景气度上行，预计2021年延续增长，其中消费类电子及汽车电子领域的需求向好，通信领域短期需求不明朗；长期看5G发展和新能源汽车有望为行业带来持续增长动能

覆铜板是PCB用基板材料，按机械刚性可分为刚性覆铜板和挠性覆铜板。终端产业是电子整机设备，整体产业链如图1所示。受产业链特点影响，覆铜板需求与PCB需求紧密相关，其下游终端应用领域包括通信、计算机、手机、汽车电子等。

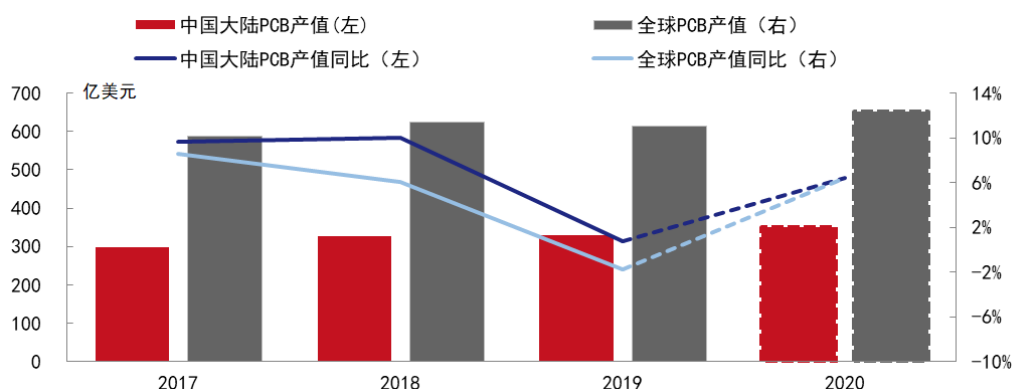
图 1 覆铜板行业产业链情况



资料来源：公开资料

2020年下游结构性行情复苏推动PCB及覆铜板行业景气度上行。2019年三季度随着国内5G商用进程加快，国内通信PCB市场回温。2020年上半年，5G基站建设继续为通信PCB带来良好订单行情；但疫情冲击叠加中美贸易争端等影响，海外汽车电子、消费类电子需求严重下滑。进入2020年下半年，终端市场则出现明显结构性变化。通信领域由于运营商5G方案变更叠加全年部署目标集中在上半年推进，下半年以来5G基站建设节奏放缓，通信PCB需求回落；而疫情催生的居家办公/学习/娱乐则带来了消费终端出货量提升，以手机、笔记本电脑、家电为代表的传统消费类电子及汽车电子需求则快速回暖。根据Prismark预估数，2020年全球及中国PCB产值增速均达到6.4%。

图 2 2020 年全球及国内 PCB 产值规模实现正增长



注：2020年数据为Prismark预估数。资料来源：Prismark，中证鹏元整理

预计2021年在全球经济恢复的大背景下，PCB市场延续良好增长态势。其中汽车、消费类电子、电脑等消费增长带动的PCB需求将继续向好；5G方案设计变更尚未落地，通信领域短期需求暂不明朗。长期看，5G手机、5G通信网络建设、新能源汽车有望成为PCB及覆铜板行业未来几年持续增长的主要驱动力。

手机系PCB下游占比最大的消费电子产品，5G通信技术的渗透以及手机零部件数量增长将带动5G智能手机对PCB用量增加，其中手机主板面积需同步升级约30%以承载5G导入

带来的手机射频模块器件数量增加，零部件技术革新以及数量增长促使单个手机FPC用量增长15%-20%。根据IDC数据，2020年全球5G手机出货量2亿部，渗透率15.46%，中国市场出货量1.63亿部，占比81.5%，渗透率达55%。预计未来几年随着5G网络发展和用户需求增加，5G手机渗透率将进一步提升。

通信方面，考虑5G基站对高频高速信号传输的要求，并参照4G投资进度，预计整个5G基站建设周期将为通信PCB带来大规模市场增量。我国5G基站建设始于2019年下半年，2020年上半年5G基站建设稳步推进，工信部数据显示，2020年新增约58万个5G基站，同比增长3.5倍。未来几年5G建设进度和产业链发展预期有望进一步明确，国内5G基站建设或迎来投资高峰。

汽车电子方面，随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，全球车用PCB市场规模有望持续扩大。虽然2020年上半年受疫情影响，国内汽车产量同比下滑超20%，但下半年以来逐步恢复，全年汽车产量同比下滑仅1.4%，其中新能源汽车产量同比增长17.30%。中国汽车工业协会认为，2021年我国汽车将实现恢复性正增长，汽车销量有望超过2,600万辆，同比增长4%，其中新能源汽车有望达到180万辆，同比增长40%。根据工信部规划，预计至2025年，新能源汽车销量占比达到25%（2020年占比仅6.9%），智能网联汽车新车销量占比达到30%；而单辆新能源汽车用PCB数量较普通燃油车用量提升约2倍，未来几年我国新能源汽车用PCB市场增长空间较大。

覆铜板行业市场集中度高，随着产能转移，国内龙头厂商在中高端领域面临较大的国产化发展机遇

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。

全球规模前三大覆铜板厂商分别为建滔集团、生益科技、南亚塑胶，2019年全球前三名市场份额约为38%，前十家市场份额约为73%，前10名情况详见下表。

表2 2019年全球刚性覆铜板行业前十名厂商

排名	厂商名称	所属区域	市场份额
----	------	------	------

1	Kingboard (建滔集团)	中国香港	14%
2	SYTECH (生益科技)	中国大陆	12%
3	Nan Ya Plastics (南亚塑胶)	中国台湾	11%
4	Panasonic (松下电子)	日本	8%
5	EMC (台光电子)	中国台湾	6%
6	ITEQ (联茂电子)	中国台湾	6%
7	TUC (台耀科技)	中国台湾	4%
8	Hitachi Chemical (日立化成)	日本	4%
9	Doosan (斗山电子)	韩国	4%
10	GDM (金安国纪)	中国大陆	4%
合计	-	-	73%

注：市场份额为不包括mass lam（代工压板）。

资料来源：Prismark，中证鹏元整理

伴随全球电子信息制造业向亚洲特别是中国大陆地区转移，外资覆铜板厂商纷纷在大陆投资建厂，覆铜板行业也相应向该等地区转移。近年亚洲地区（不含日本）的覆铜板产量占到全球的近90%，其中中国大陆地区占亚洲地区（不含日本）的近80%。

国内本土覆铜板厂商主要有生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材和超声电子等，经过多年发展，已具备较强的综合实力，2018年以来均跻身世界前20强。其中生益科技已成为全球行业龙头之一，在规模和技术等方面具有领先优势，其他厂商亦加快了追赶步伐，竞争或趋于激烈。

表3 2019年国内覆铜板行业主要上市公司财务数据（单位：亿元）

股票代码	上市公司名称	总资产	营业总收入	覆铜板业务收入	覆铜板毛利率
600183.SH	生益科技	155.35	132.41	100.02	24.76%
002636.SZ	金安国纪	47.52	33.22	30.98	14.78%
603186.SH	华正新材	24.11	20.26	14.07	17.50%
000823.SZ	超声电子	57.09	48.42	7.72	20.31%
002288.SZ	超华科技	32.04	13.21	3.34	14.31%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

伴随着下游应用领域的技术发展，高速、高频等高端产品的市场需求快速增长。根据Prismark统计，2018年全球高速覆铜板总产值15.22亿美元，同比增长66.52%；高频覆铜板总产值4.39亿美元，同比增长9.2%，2019年以来随着国内5G商用正式实施，需求呈快速增长。但高频高速覆铜板的技术门槛高，目前为日本松下和罗杰斯引领全球技术的研究方向。

国内本土覆铜板厂商过去主要生产基础产品和中端产品，为实现材料“国产化”，近年来国内覆铜板龙头厂商在高速高频、软性板材等领域持续加大研发力度并积极扩产，新增产能已于2019年开始逐步释放。未来在高端产品领域，国内本土厂商有望逐步替代欧美、日韩企业的市场份额，国产化发展机遇较大。

表4 全球主要覆铜板厂商市场定位

市场定位	特点	代表企业
高端产品	具有行业内最高的技术水平，大量技术储备、具有前瞻性并能引导行业发展方向	伊索拉、松下电工、日本三菱、生益科技的部分产品
中端产品	具有较高技术水平，能够快速模仿尖端产品，替代进口	建滔化工、生益科技、金安国纪的部分产品
基础产品	面向基础产品市场，并通过独特的配方优势，逐步抢占中端市场份额	金安国纪、建滔化工、华正新材

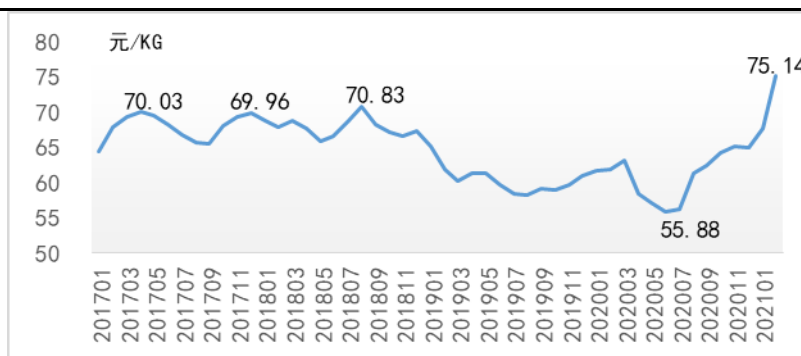
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近半年来覆铜板上游主要原材料价格大幅上涨，由于产品提价存在时间差，短期内覆铜板厂商盈利能力受到负面影响；长期看产业链价格传导机制较通畅，材料涨价效应可传导至下游

覆铜板上游主要原材料包括铜箔、环氧树脂、玻璃布等，三大原材料成本占比合计约80%，铜价及铜箔供需情况对覆铜板成本的影响最大，其次为树脂和玻璃布。

铜箔价格在2017年至2018年9月期间维持高位运行，随后受PCB铜箔产能逐渐释放以及铜价回落等影响，价格逐渐下行至2020年6月的低位。2020年下半年以来疫情影响国外铜矿停工开工不足，叠加全球宽松货币政策带来大宗商品铜价快速上涨，铜箔价格亦随之拉升，2021年1月铜箔价格已突破2017年以来的历史新高，较2020年6月的低点上涨34.47%。

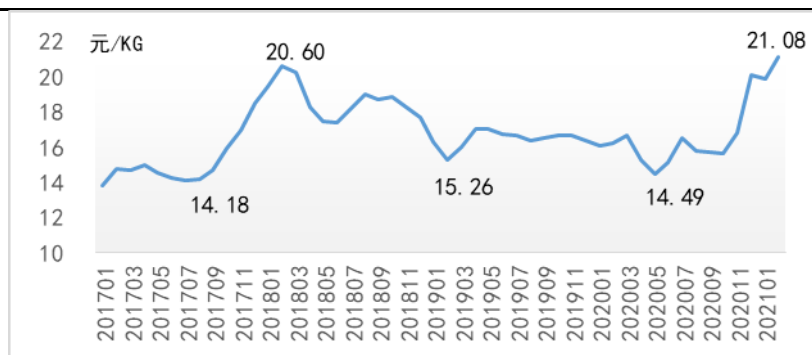
图3 铜箔价格波动大，近期涨势明显



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

树脂价格在2017年下半年由于环保趋严急速上涨，2018年1月达到高位20.60元/kg，之后出现震荡下行趋势。2020年10月以来化工行业的黑天鹅事件等，带来树脂价格第二轮涨价周期，2021年1月价格已突破前高，涨至21.08元/kg，较2020年10月的低位上升34.78%。

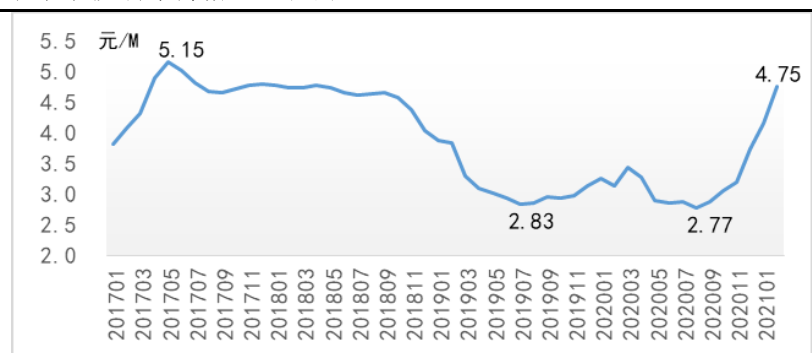
图4 树脂价格现第二轮涨价周期



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

玻璃布价格走势整体和铜箔趋同，在上一轮涨价周期中于2017年5月达到历史高位后价格高位盘整；2018年四季度开始供需影响价格快速回落并在低位运行一年多。2020年8月低点之后急速拉升，2021年1月价格较低点大幅上升71.48%。

图5 近半年来玻璃布价格急速拉升



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

整体上，继2016-2017年的原材料涨价，2020年下半年以来覆铜板上游主要原材料价格迎来新一轮涨价周期，三大原材料价格均出现急速拉升。但覆铜板产品提价存在滞后，短期内覆铜板厂商盈利空间受到一定挤压。不过考虑到中国巨石（玻璃布）、建滔化工（电子铜箔）等新产能有望在2021年二、三季度投放，以及大宗商品铜价的潜在回落，覆铜板厂商2021年二季度及后续的材料价格压力或将减轻。另一方面，覆铜板行业集中度较高，而下游PCB行业整体较为分散，覆铜板厂商相对下游客户具有较强的议价能力，长期看原材料涨价因素亦可传导至下游并获得涨价效应。据公开资料显示，由于原材料涨价，2021年一季度各大覆铜板厂商陆续调整市场策略，多次调升产品价格，其中周期风向标建滔积层板2021年3月不同牌号FR4最高报价相比2020年四季度有所提升；生益科技2021年1-3月份报价环比提升。

五、公司治理与管理

公司无实际控制人，在业务、资产、人员、机构、财务方面均独立于任何股东。在股权结构分散的情况下，公司已按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，明确了股东大会行使职责的方式，以及董事会、监事会的议事规则和程序，董事会领导下的总经理负责制等，形成了运作规范、相互制衡的法人治理结构。目前公司董事会成员为11人组成，设董事长1人，独立董事4人，董事任期3年，可连任；监事会3人，设监事会召集人1人；总经理1人，除总经理外，副总经理、总会计师、董事会秘书和总工程师均为公司高级管理人员。

根据公司定位、业务特点及业务发展需要，公司设立了人力资源与行政部、法务部、财务部、审计部、销售部、市场部、供应链管理、品质管理部、信息管理部等职能部门，组织架构清晰，详见附录三。

同时，公司还根据相关规定，并结合公司实际情况制订了内部管理与控制制度体系，涵盖了投资管理、财务管理、预算管理、资金费用管理、内部审计、对子公司管理和对参股企业管理等制度，管理制度规范且得到有效执行，近年未发生因管理制度执行不力而受到监管部门的审查。

公司主要高级管理人员素质较好，员工专业及学历结构与公司生产经营特征较为相符。其中公司董事长刘述峰，毕业于广东外语外贸大学，本科学历，高级经济师，具有长期企业行政管理经验，曾任广东省外贸局副局长、广东省外贸开发公司副总经理，期间曾在日本、香港工作多年。公司总经理陈仁喜，华南理工大学本科学历，先后在公司担任总厂长、技术总监、生产总监等职务。2019年度公司本部及主要子公司在职员工共计10,325人，其中生产人员和技术人员分别占员工总数的63.52%和23.34%；大专及以上学历人员占比47.84%；30岁及以下的人数占比51.05%，人员结构特点符合公司业务发展。公司人员整体稳定性较强，主要管理、生产、技术等人员大多数自参加工作即在公司，经过三十多年的实践锻炼，具有较强的工作能力和较丰富的管理经验。

战略方面，公司继续坚持以做大做强覆铜板为主业的战略，坚持在覆铜板行业成为全球最具综合竞争优势的制造商，致力成为电子电路所需材料的知名品牌核心供应商和终端功能需求的解决者。

六、经营与竞争

公司主要业务包括覆铜板及其半成品粘结片、印制线路板，其中覆铜板和粘结片销售

收入占比均在70%以上，系公司营业收入的主要来源。

近年伴随材料国产化趋势和5G发展，下游客户对高端覆铜板及印制线路板的需求增加，叠加公司相关产能持续释放，主营业务收入规模稳步增长，2017-2019年复合增速为10.87%，2020年1-6月同比增长15.12%。

同时得益于产品结构优化及成本管控能力增强等，近年公司覆铜板和粘结片、印制线路板两大业务毛利率均持续提升，盈利能力处于较高水平。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年 1-6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
覆铜板和 粘结片	491,271.62	27.29%	1,000,227.34	24.76%	976,716.53	20.16%	894,506.01	19.91%
印制线路 板	187,340.63	29.09%	304,166.26	28.92%	203,557.98	25.99%	167,293.46	24.49%
合计	678,612.25	27.78%	1,304,393.60	25.73%	1,180,274.51	21.16%	1,061,799.47	20.61%

注：公司仅提供了2020年1-6月的业务数据，暂未提供近期数据，以下相关表格数据下同。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司为国内覆铜板行业的龙头厂商，技术实力在国内领先，产品种类齐全，品牌认知度及客户粘性较高，拥有强市场竞争力

公司技术水平在国内覆铜板行业具有领先优势。作为全国印制电路标准化技术委员会基材工作组组长单位，公司拥有“国家电子电路基材工程技术研究中心”，且长期与国内众多高校及研究所等科研机构进行技术合作，核心研发队伍具有较丰富的专业知识和技术经验。为保证产品质量并满足不断升级的市场需求，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1,367人，较2017年末增长25.64%；截至2020年4月末，公司共拥有专利技术978项，正在申请的专利技术共177项，专利数量为国内同行业最高。

表6 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）	1,367	1,185	1,088
研发人员数量占比	13.24%	13.11%	12.39%
研发投入金额（万元）	60,510.42	52,879.77	46,924.82
研发投入金额占营业收入比例	4.57%	4.41%	4.36%

资料来源：公司提供

公司拥有行业领先的技术以及完备的质量管理体系，已获得美国UL、英国BSI、德国VDE、日本JET、中国CQC等安全认证，并直接或间接获得西门子、索尼、三星、华为、中兴、联想、格力、Bosch等先进终端客户认证，产品广泛应用于5G天线、通讯基站、电

脑、服务器、汽车、手机等领域。

经过三十多年的发展，公司自主开发了多个系列、近百个品种的覆铜板产品，成为国内品种规格最齐全的覆铜板制造商，市场份额全球领先。根据Prismark统计，2013-2019年公司刚性覆铜板销售总额连续多年保持全球排名第二，中国大陆排名第一的龙头地位，2019年全球市场占有率为12%。

近年公司扩产的覆铜板项目均已开始投产，其中刚性覆铜板及粘结片产能利用情况良好，挠性覆铜板产能利用率偏低

公司现有广东、陕西、苏州、常熟、江苏及江西六大覆铜板生产基地，其中江苏生益生产基地于2018年6月试投产，江西生益生产基地于2019年12月试投产。截至2020年6月末⁵，公司刚性覆铜板、挠性覆铜板、粘结片三大产品的设计产能分别达到8,152.00万平方米、1,824.00万平方米、14,374.00万米，其中刚性覆铜板系主要产品，近年贡献收入占比均在50%以上。

三大产品产能利用率差异较大。其中，刚性覆铜板和粘结片产能利用率高，产能利用充分；挠性覆铜板产能利用率2019年以来处于偏低水平，主要原因系：广东生益生产基地扩产的涂布法无胶FCCL项目于2018年底完成产线的设备安装、调试和验收，2019年以来新增大量产能，而挠性覆铜板产品技术要求高，设备磨合周期较长、产品良率低等综合因素使得产能未得到充分利用。

表7 公司各产品产能情况（单位：万平方米）

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
刚性覆铜板	设计产能	8,152.00	7,339.00	7,280.00	7,167.00
	产量	4,366.42	8,248.45	8,169.85	7,699.35
	产能利用率	107.13%	112.40%	112.22%	107.43%
挠性覆铜板	设计产能	1,824.00	1,824.00	846.00	846.00
	产量	451.47	940.66	690.51	483.16
	产能利用率	49.50%	51.57%	81.62%	57.11%
粘结片	设计产能	14,374.00	11,789.00	11,760.00	10,662.00
	产量	6,257.66	12,384.93	12,168.10	10,568.18
	产能利用率	87.07%	105.05%	103.47%	99.12%

注：设计产能系截至期末时点产能，2020年1-6月的设计产能数据经过年化处理测算得出。

资料来源：公司提供

截至2020年6月末，公司本部覆铜板扩产项目陕西生益高新区扩产二期工程（产品定位全系列刚性覆铜板）、江苏生益一期工程（产品定位特种覆铜板和粘结片）、江西生益一期工程（产品定位高阶全系列刚性覆铜板及粘结片）均已开始投产，目前正处于产能爬坡阶段。上述项目根据设计产能规模计算，同时考虑陕西生益旧厂和广东生益旧厂搬迁损失

⁵上述产能数据根据公司提供的2020年1-6月产能经年化处理测算得出。

产能，2020年底覆铜板产能较2019年底增长约13%，增幅基本与收入增速匹配。新增产能主要定位更加高阶的全系列刚性覆铜板，包含通讯、汽车、消费类、医疗、工控等各应用领域，整体产能消化情况较好。

表8 截至2020年6月末公司主要在建项目投资进度（单位：万元）

项目名称	预算总投资	投资进度	设计年产能	完工时间
陕西生益高新区扩产二期工程	64,739.00	96.79%	450 万平米覆铜板	2020 年第二季度
江苏生益一期工程	49,096.00	88.77%	150 万平方米覆铜板、50 万平米粘结片	2020 年第四季度
*江西生益一期工程	83,409.00	75.00%	1,200 万平方米刚性覆铜板和 2,200 万平米粘结片	2020 年第三季度
*生益科技研发办公大楼建设项目	33,840.50	65.22%	-	2021 年第一季度

注：上表列示的项目未含生益电子在建项目。标*项目系生益转债募投项目之一，其总投资与募投项目总投资的差额部分为增值税及流动资金等。

资料来源：公司提供

此外，根据公司于2021年1月23日发布的《关于扩建项目的公告》，公司计划拟投资总额9.45亿元，建设常熟生益科技有限公司（以下简称“常熟生益”）年产1,140万平方米高性能覆铜板及3,600万平米粘结片项目，产品定位为HDI领域、5G通讯领域用高速产品及消费类电子、汽车、智能终端、可穿戴设备产品使用的覆铜板及粘结片，建设期计划15个月，预计2022年9月投产，届时若达到设计产能，新增产能较2020年6月底增长约11.43%。

覆铜板和粘结片业务的客户较分散且合作稳定，受益材料国产化和5G发展驱动的内销需求增加，2017年至2020年6月公司产品销量持续提升，销售均价整体较为稳定

公司覆铜板和粘结片业务的销售模式为：对于国内客户及部分出口转内销的客户采用直销，直接客户包括国内大量主要PCB厂商；海外客户主要通过代理或者其他分销商进行销售。面向的终端客户是手机、汽车等设备整机制造商。2017年-2020年6月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16.79%、17.73%、17.55%和18.73%，近年前五大客户较为稳定。

从销售区域的分布看，公司覆铜板和粘结片产品以内销为主，主要集中在长三角、珠三角和西部较发达地区。在材料国产化趋势和5G发展驱动下，国内市场需求发展迅速，公司内销比重逐年提升，2020年1-6月内销占比提升至87.32%。

表9 公司按销售地域划分的收入情况（单位：万元）

区域	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	592,585.70	87.32%	1,076,326.91	82.52%	894,856.93	75.82%	774,580.00	72.95%

外销	86,026.55	12.68%	228,066.69	17.48%	285,417.58	24.18%	287,219.47	27.05%
合计	678,612.25	100.00%	1,304,393.60	100.00%	1,180,274.51	100.00%	1,061,799.47	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司量产的覆铜板产品种类较为齐全，覆盖高、中、低档的市场需求。得益于下游通讯市场的需求增长、客户订单充足以及公司产能持续释放，2017-2019年公司刚性覆铜板、挠性覆铜板及粘结片的销量均稳步提升，年复合增速分别为5.73%、40.97%和8.55%，其中挠性覆铜板2019年销量增幅显著主要受益于下游软板市场的旺盛需求以及材料国产化发展、叠加公司涂布法无胶FCCL项目新增产能持续释放等因素。

公司产品销售价格与上游原材料尤其是铜箔价格走势具有较高的关联度，但具体细分种类的产品价格趋势因市场定位的不同存在差异，2019年刚性覆铜板销售均价同比下降主要系铜价下降所致；挠性覆铜板2018年以来主要受益产品结构优化及技术升级使得产品均价略有提高，粘结片销售均价整体较为稳定。

整体而言，公司产品销售均价较为稳定，受益产品销量增加，近年覆铜板及粘结片业务销售收入均持续增长；加之高端产品占比提升且其毛利较高，以及公司生产流程优化、成本管控能力提升等，整体成本控制良好，覆铜板及粘结片毛利率亦逐年上升。

表10 近年公司覆铜板销售情况

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
刚性覆铜板	销量（万平方米）	3,964.74	8,380.48	8,013.87	7,496.69
	产销率	90.80%	101.60%	98.09%	97.37%
	销售均价（元/平方米）	93.84	89.93	93.28	93.84
挠性覆铜板	销量（万平方米）	439.35	940.34	672.78	473.20
	产销率	97.32%	99.97%	97.43%	97.94%
	销售均价（元/平方米）	47.50	48.33	47.33	45.78
粘结片	销量（万平方米）	6,126.53	12,379.26	12,076.05	10,505.43
	产销率	97.90%	99.95%	99.24%	99.41%
	销售均价（元/米）	16.06	16.25	16.34	16.12

资料来源：公司提供

近期原材料价格急速上涨，产品调价延后致使公司短期盈利空间受到挤压，长期看价格传导机制较为通畅，公司材料上涨的成本压力相对可控

公司覆铜板和粘结片的生产成本包括原材料（占比约86%）、人工成本（占比5%）以及制造费用（占比约9%）。其中原材料成本占比较高的有铜箔（占比约50%）、树脂（20%）、玻璃布（15%）。公司根据订单量和未来需求走势制定“3个月原材料需求-供应计划”，并与供应商签订采购合同约定采购品种、采购量和采购价格。由于铜箔系主要的原材料，其

成本占比最高，近年公司前五大供应商均为铜箔及相关企业，公司与供应商合作较为稳定，采购集中度不高，2017-2019年公司前五大供应商采购额占采购总额的比重分别为26.36%、26.55%、26.11%。

2017年至2020年6月，公司原材料中树脂采购均价持续上行，铜箔和玻璃布整体表现稳中下降。但2020年下半年以来，覆铜板上游三大原材料价格陆续进入新一轮涨价周期，公司采购均价大幅上升。受材料成本提升和产品调价滞后影响，短期内公司盈利空间受到挤压。根据公司2020年业绩快报及三季度报告推测，2020年三季度和四季度的净利润环比均有所下滑。

长期看，由于公司对下游客户的议价能力较强，原材料涨价向下游传导机制整体较为通畅，原材料价格上涨带来的成本压力可传导至下游，且材料涨价效应已反映在2021年覆铜板售价。2021年一季度公司主要产品覆铜板销售价格已陆续环比提价，预计二季度及后续的材料价格压力将减轻。

表11 公司覆铜板主要原材料采购情况

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
铜箔	采购量 (kg)	2,790.43 万	4,834.22 万	4,703.80 万	4,487.32 万
	采购均价	63.54	64.27	71.12	71.05
树脂	采购量 (kg)	3,268.71 万	7,283.32 万	6,928.94 万	6,993.44 万
	采购均价	25.62	24.86	22.74	19.15
玻璃纤维布	采购量 (万平米)	17,868.40	36,129.65	34,440.93	31,611.22
	采购均价	3.29	3.24	4.70	4.78

资料来源：公司提供

公司货款回收周期较长，而采购结算账期相对较短且以现款结算为主，公司面临较大的营运资金压力

公司与上下游的结算方式为：与客户在货款结算上，公司覆铜板产品大多采用月结方式，即在销售实现的下月1号起计算账期，一般为90天，同时若客户采用银行承兑汇票（付款期限为3-6个月）结算，则货款回收周期延长。2017年以来客户采用票据结算的占比提高，导致公司实际回款周期延长至130天以上。公司与上游供应商结算原材料采购款时，主要为月结60天、90天，且结算方式以现款为主，较少使用银行承兑汇票（银行承兑汇票期限为3-6个月），因此公司采购款结算账期相对较短。整体而言，由于公司采购付款周期较短且以现款结算为主，销售货款回收周期长且客户结算以票据结算居多，近年净营业周期长达120天左右，公司面临较大的营运资金压力。

PCB业务定位中高端通信市场，2017-2019年受益核心客户订单增加以及扩产产能持续释放等因素，业绩提升明显；2020年四季度以来通信领域短期需求持续低迷，业绩出现

下滑，后续关注吉安高密度印制线路板（一期）新增产能利用情况

生益电子PCB业务主要定位于中高端应用市场，下游聚焦通信设备、网络设备、计算机/服务器等通信领域，现已积累了华为、中兴通讯、三星电子、浪潮信息、烽火通信、诺基亚等优质客户，并与其保持了长期稳定的合作关系。从销售额占比看，PCB业务客户集中度较高，2017-2019年来自第一大客户华为的销售额占总销售额的比重分别为36.18%、31.00%、44.54%，前五大客户销售额合计占比分别为64.84%、64.89%、70.89%。近年PCB业务对第一大客户的依赖程度偏高且依赖程度持续提升，后续若核心客户需求或采购政策发生变化，将不利于PCB业务稳定。

PCB业务的原生产基地主要为东莞东城一厂/二厂及万江工厂，近年东城工程通过扩产及产能优化使得PCB产能提升较多；万江工厂计划启动产能转移，由新建的吉安生产基地承接。截至2020年6月底，东城一厂产能优化项目、二/三期扩产项目基本完成产能爬坡，PCB产能合计992万平方英尺⁶。吉安高密度印制线路板（一期）已于2020年四季度试投产，主要扩产方向为高精密度线路板，考虑万江工厂产能转移因素，吉安生产生益一期工程若达到设计产能后，新增产能将较2020年6月底增长较多。

表12 截至2020年6月末生益电子主要扩产项目投资进度（单位：万元）

项目名称	预算总投资	投资进度	完工时间
生益电子 2020 年东城工厂产能优化提升及配套工程	39,368.00	42.67%	2020 年第四季度
吉安高密度印制线路板（一期）*	138,500.00	31.70%	2020 年第四季度

资料来源：公司提供

2017-2019年下游通信领域需求向好，PCB产能利用率处于良好水平，2020年1-6月随着东城扩产项目的产能释放叠加通信领域需求增速放缓，产能利用率出现一定下滑。PCB产品为定制化产品，主要按客户订单组织生产，近年产销率指标表现良好。价格方面，受益层数增加以及高附加值的5G产品放量，2019年PCB销售均价显著提升50.73%，当期销售收入实现30.96亿元，同比增长50.78%，销售毛利率提升3.66个百分点至29.76%。整体而言，2017年至2020年6月期间，受益市场需求放量、大客户订单充足以及东城扩产产能持续释放等，PCB业务收入规模和净利润大幅增长。

但我们注意到，2020年四季度由于运营商5G基站设计方案变更5G基站建设节奏放缓导致通信领域短期需求低迷，当期公司PCB销售量减少，产能利用率较2020年1-6月进一步下滑；同时根据生益电子2020年业绩快报推测，四季度收入同比出现下降⁷。当前吉安

⁶ 根据公司提供的2020年1-6月产能数据经过年化处理测算得出。

⁷ 生益电子2020年前三季度收入同比增长32.93%，业绩快报显示，2020年全年收入同比增长17.35%。

高密度印制线路板（一期）正处于产能爬坡阶段，而通信领域短期需求不明朗，PCB新增产能消化情况值得关注。

表13 近年生益电子 PCB 业务情况

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
年产能（万平方英尺）	992.00	870.15	864.54	760.57
产能利用率	89.16%	99.80%	96.28%	105.64%
产量（万平方英尺）	442.26	868.42	832.40	803.48
销量（万平方英尺）	422.26	839.54	846.86	796.09
产销率	95.48%	96.67%	101.74%	99.08%
销售均价（元/平方英尺）	443.67	362.30	240.37	210.14
营业收入（万元）	190,615.70	309,624.58	205,352.47	171,126.00
净利润（万元）	29,698.60	44,118.31	21,318.87	13,846.98

注：以上产量及销量数据的口径系按照净面积计算，2020年1-6月年产能数据已年化处理。

资料来源：公司提供及生益电子公开披露的年报

采购方面，生益电子与生益科技存在经常性关联交易，生益电子向生益科技主要采购覆铜板和半固化片，2017-2019年采购金额分别为22,665.15万元、25,317.75万元和28,433.29万元，占营业成本的比例分别为17.81%、16.69%和13.08%。由于覆铜板是PCB所需的必备材料，而生益科技作为全球第二大覆铜板供应商，且生益科技为生益电子部分客户指定的覆铜板和半固化片供应商，上述因素综合使得生益电子与生益科技存在的关联交易有其必要性。通过生益电子向生益科技采购覆铜板和半固化片的价格与向非关联方的采购价格对比分析，近三年价格差异率⁸在3%左右。除关联采购外，PCB其他主要供应商有日本松下电子、美国罗杰斯、台湾台耀科技、联茂电子等，主要采购中高端覆铜板。

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广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，其中2019年审计报告按照新金融工具准则的规定编制，新增“应收款项融资”科目，将“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款”重分类至“应收款项融资”。

近三年合并范围变化：2017年公司合并范围新增1家子公司“江西生益科技有限公司”；

四季度收入同比下降，除需求减少外，和2019年四季度5G元年需求量爆发导致基数较高亦有关。

⁸价格差异率 = (关联方平均单价 - 非关联方平均单价) / 关联方平均单价

2018年公司合并范围新增1家子公司“东莞生益房地产开发有限公司”；2019年公司合并范围新增1家子公司“东莞生益发展有限公司”以及2家孙公司“咸阳生益房地产开发有限公司”、“东莞生亿物业管理服务有限公司”；2020年1-9月新增5家孙公司，分别是“九江宏杰房地产开发有限公司”⁹，“广东绿晟环保股份有限公司”¹⁰及其子公司“永兴鹏琨环保有限公司”、“汨罗万容固体废物处理有限公司”、“大庆绿晟环保有限公司”。

资产结构与质量

公司资产质量尚可，整体流动性一般，应收账款和存货对公司资金占用较多，且存货中产成品存在一定的跌价损失风险

随着公司业务规模扩大及产能不断增加，近年公司资产总额不断增长，截至2020年9月末，总资产为180.42亿元，较2017年末增长40.51%。资产结构方面，随着固定资产增加，流动资产占比持续下降，但仍保持在50%以上。

近年公司货币资金较为充足，2019年末余额为10.62亿元，其中1,120.27万元用于开具信用证保证金，使用受限。

公司应收货款主要体现为应收账款、应收票据及应收款项融资，2020年9月末三者合计占总资产的32.48%。其中应收票据及应收款项融资大部分为银行承兑汇票、少量为商业承兑票据，近年受业务规模持续扩张以及下游客户采用票据结算方式的占比增加，应收票据规模呈上升趋势，2020年9月末应收款项融资较2019年末增长97.61%；另一方面因收入规模增加，应收账款及应收票据整体呈上升趋势。2019年末应收账款账龄在1年以内的占比达99%，前五大客户应收款占应收账款的比重为23.88%，当期末计提坏账准备3,617.59万元。整体上，公司应收账款占总资产的比重较高，对公司营运资金占用较多，需关注其回收风险。

公司存货主要为原材料和产成品，为保证及时交付确定了一定规模的安全库存。近年存货规模随业务扩大呈逐年增长，2019年末存货账面余额增至219,973.50万元，同比增长20.75%，高于同期收入10.52%的增幅，主要系生益电子PCB库存增加所致；当期末存货中的原材料和产成品分别占比49.52%和36.84%。但我们注意到，2017-2019年产成品计提跌价准备分别为4,570.99万元、6,484.78万元、8,726.01万元，占同期末产成品账面余额的比例分别为7.66%、8.83%和10.77%，其中2019年计提比例增加。整体而言，公司存货对公司资金形成一定占用，存货中的产成品存在一定的跌价损失风险。

公司属生产制造型企业，生产车间、机器设备等固定资产规模较大。随着公司本部及

⁹ 九江宏杰房地产开发有限公司由江西生益科技有限公司于2020年1月投资设立。

¹⁰ 广东绿晟环保股份有限公司由东莞生益资本投资有限公司在2020年9月收购增加。

生益电子大量扩产及产能优化项目投产转固，固定资产规模大幅增加，2020年9月末固定资产净额较2017年末增长71.22%。权证及抵押方面，2019年末未办妥权证的固定资产为5.92亿元，已抵押的固定资产账面价值2.17亿元。

公司在建工程主要为吉安高密度印制线路板（一期）、2020年东城工厂产能优化提升及配套工程、江苏生益一期工程、生益科技研发办公大楼建设，随着项目的进度开展，工程投入增加，2020年9月末在建工程账面价值较2019年末增长41.04%。

公司无形资产主要为拥有的土地使用权及专有技术等，近年变动较小，2019年末已抵押土地使用权账面价值为2,757.72万元。此外，2020年9月末公司新增商誉1.05亿元，主要系全资子公司东莞生益资本投资有限公司收购广东绿晟环保股份有限公司并纳入合并范围，合并成本大于标的公司可辨认净资产公允价值形成。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9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	74,899.58	4.15%	106,184.52	6.84%	112,536.44	8.73%	221,531.22	17.25%
应收票据	504.96	0.03%	432.76	0.03%	75,971.40	5.90%	60,164.09	4.69%
应收账款	450,494.16	24.97%	459,798.45	29.60%	381,649.77	29.62%	381,371.48	29.70%
应收款项融资	134,897.73	7.48%	68,264.31	4.39%	-	-	-	-
存货	266,400.66	14.77%	210,044.20	13.52%	174,793.24	13.56%	159,938.88	12.46%
流动资产合计	966,177.41	53.55%	871,194.45	56.08%	765,158.69	59.38%	847,953.36	66.04%
固定资产净额	602,031.39	33.37%	500,300.01	32.20%	345,622.15	26.82%	351,604.51	27.38%
在建工程	135,775.93	7.53%	96,266.23	6.20%	85,045.56	6.60%	29,535.82	2.30%
无形资产	37,788.52	2.09%	38,017.84	2.45%	37,341.21	2.90%	28,387.83	2.21%
非流动资产合计	838,059.32	46.45%	682,296.34	43.92%	523,433.80	40.62%	436,142.98	33.96%
资产总计	1,804,236.74	100.00%	1,553,490.79	100.00%	1,288,592.49	100.00%	1,284,096.34	100.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期较长，营运资金压力较大，整体资产运营效率一般

公司秉承快速响应、及时交付的服务优势，存货周转速度整体较快，但近年由于订单增多加大原材料库存规模，存货周转天数有所延长。应收账款结算方式上，货款结算账期通常为90天，但大多数客户采用银行承兑汇票结算，使得应收账款实际结算账期在130天甚至更长，2017-2019年应收款项周转天数均在130天以上。整体上公司应收款项周转效率偏低，资金占用较为严重。

为缓解业务规模持续扩大带来的营运资金压力，公司逐步争取在采购款支付方面适当

延长账期并采用更多银行承兑汇票方式结算，2019年应付账款周转天数延长至84天，但相比下游货款的回收周期，支付上游供应商的时间仍较短。上述因素综合导致公司净营业周期较长且存在一定波动，整体营运资金压力较大。

近年公司营业收入稳步增长，2017至2019年由于大量新建产能陆续完工转固，固定资产规模增加较多，增速快于收入增速，综合使得当期固定资产天数快速上升，固定资产周转效率有所下降。截至2020年3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15 公司主要运营效率指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
应收款项周转天数	134	135	131
存货周转天数	71	65	58
应付账款周转天数	84	75	79
净营业周期	121	125	110
流动资产周转天数	222	242	231
固定资产周转天数	115	105	120
总资产周转天数	386	387	375

注：应收款项含应收票据、应收账款及应收款项融资。
 资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳步增长，盈利水平较高，未来收入规模有望继续保持增长；受原材料价格上涨影响未来短期盈利或存在一定的波动

公司营业收入主要来自覆铜板和粘结片的销售，近年受益于国内市场需求增加以及公司经营规模扩大，公司营业收入保持稳步增长，2017-2019年复合增速达10.98%，2020年1-9月同比增长12.88%。叠加公司良好的成本管控能力，营业成本控制较好，销售毛利率亦稳步上升。虽然近年大幅增长的研发费用使得公司近年期间费用率波动增加，对公司利润造成一定侵蚀，但整体而言，公司盈利水平较高，综合毛利率持续提升至2020年1-9月的27.73%，近年公司营业利润和净利润整体规模呈波动增长，总资产回报率和净资产收益率上升且处于较高水平。未来随着国内市场需求扩大及公司产能持续释放，收入规模有望保持增长；2020年下半年以来原材料大幅涨价，由于产品调价延后，未来短期内公司盈利能力或存在一定波动。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	1,069,000.12	1,324,108.52	1,198,108.17	1,075,155.41
营业利润	160,760.37	180,490.29	122,872.82	130,603.63
利润总额	160,057.77	180,507.32	122,261.44	130,272.03
净利润	140,578.50	156,339.39	106,496.17	111,334.18
归属于母公司股东的净利润	130,282.11	144,876.72	100,046.86	107,466.33
综合毛利率	27.73%	26.65%	22.18%	21.47%
期间费用率	11.87%	12.68%	12.03%	9.31%
营业利润率	15.04%	13.63%	10.26%	12.15%
总资产回报率	-	13.74%	10.83%	12.49%
净资产收益率	-	19.31%	16.06%	18.99%
营业收入增长率	12.88%	10.52%	11.44%	25.92%
净利润增长率	25.28%	46.80%	-4.35%	46.37%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入规模稳步增长，现金流质量较好，但整体资本性支出以及营运资金需求较大，存在较大的外部融资需求

公司经营活动产生的现金流表现较好，净流入规模持续增加。由于公司根据订单情况安排原材料及产成品库存，受业务规模的扩大，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。其中2017年由于应收票据、应收账款规模快速增长，导致当期营运资本大幅增加；2018年主营业务收现情况改善，应收账款回收加快，营运资本规模减少；2019年存货及经营性应收账款、应付账款回归正常水平。整体上，公司营运资本需求较高，面临较大的营运资金压力。

投资活动方面，近年公司扩产项目较多，资本投入持续增加，投资活动产生的现金流量表现为持续净流出。此外，2019年公司收回投资收到现金1.91亿元以及投资支付现金1.87亿元主要系下属子公司生益资本投资公司多次购买国债以及国债到期赎回产生的现金流。

筹资方面，公司筹资活动取得的现金主要来源于2017年可转债发行以及银行借款，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款本息以及分配股利、利润等支付的现金，近两年公司筹资活动现金主要表现为净流出。

截至2019年底公司已签约但尚未于财务报表中确认的资本性支出承诺为14.22亿元，对江西生益、吉安生益等下属子公司的出资承诺尚需投入资本金为11.13亿元¹¹，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，外部融资需求较强。

¹¹根据审计报告披露的重要事项承诺之出资承诺。

不过考虑到生益电子已于科创板独立上市融资，在建项目投资规模最大的吉安高密度印制线路板（一期）所面临的资金支出压力将得到缓解。公司本部主要在建拟建项目中常熟生益扩建项目尚需投资规模较大，资金来源主要由常熟生益自有或自筹资金，存在一定的资金压力。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
净利润	140,578.50	156,339.39	106,496.17	111,334.18
营运资本变化	-	-44,948.63	-22,636.09	-96,859.56
其中：存货减少（减：增加）	-	-38,949.12	-17,600.22	-48,240.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-64,553.02	-16,023.58	-100,512.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	58,553.51	10,987.71	51,893.58
经营活动产生的现金流量净额	113,857.84	169,237.44	133,720.50	59,314.59
投资活动产生的现金流量净额	-148,510.51	-156,642.42	-119,794.87	-69,625.14
筹资活动产生的现金流量净额	1,284.89	-17,311.50	-125,023.50	173,911.89
现金及现金等价物净增加额	-33,734.94	-5,028.93	-110,419.40	162,885.51
收现比	0.82	0.83	0.91	0.88

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体偿债压力尚可，但近期有息债务增加较多，现金短期债务比降至偏低水平

近年公司负债总额变化较小，负债结构以流动负债为主；所有者权益稳步增长，其中 2019 年同比大幅增长 36.72%，主要系当期可转债转股增加资本公积 17.19 亿元所致。2017-2019 年所有者权益增速高于负债，产权比率持续下降；2020 年 9 月末公司短期借款增加导致负债规模增长，产权比率提升至 79.49%，整体上所有者权益对负债的覆盖程度处于较高水平。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	781,975.50	618,129.08	604,440.04	642,258.04
所有者权益	1,022,261.24	935,361.71	684,152.45	641,838.30
产权比率	76.49%	66.08%	88.35%	100.07%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

因日常经营所需的营运资金需求较大，公司短期借款持续增加且规模较大，构成上 2019 年末短期借款均为保证借款和信用借款，2020 年 9 月末较 2019 年末增长 57.02%，占当

期末负债总额的比重达30.51%。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，账龄主要集中在一年以内。公司于2017年发行的可转换公司债券于2019年8月摘牌。截至2019年末，应付债券余额为0元，长期借款余额为7.32亿元，均为保证借款和信用借款，另外一年以内的到期的长期借款计入一年内到期的非流动负债科目。

近年公司有息债务规模呈现一定波动。截至2020年9月末，有息债务为37.28亿元，占负债总额的47.67%，以短期负债为主，存在一定的短期债务偿还压力。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9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	238,585.92	30.51%	151,948.15	24.58%	82,367.41	13.63%	141,924.02	22.10%
应付账款	290,848.50	37.19%	265,635.66	42.97%	184,974.88	30.60%	197,389.47	30.73%
一年内到期的非流动负债	76,210.07	9.75%	41,486.63	6.71%	59,555.51	9.85%	21,422.31	3.34%
流动负债合计	701,380.31	89.69%	525,669.98	85.04%	377,751.86	62.50%	408,746.05	63.64%
长期借款	57,959.70	7.41%	73,233.20	11.85%	53,947.60	8.93%	77,197.20	12.02%
应付债券	-	-	-	-	150,806.61	24.95%	142,993.84	22.26%
非流动负债合计	80,595.19	10.31%	92,459.10	14.96%	226,688.18	37.50%	233,511.98	36.36%
负债合计	781,975.50	100.00%	618,129.08	100.00%	604,440.04	100.00%	642,258.04	100.00%
其中：有息债务	372,755.69	47.67%	266,667.98	43.14%	346,677.13	57.36%	383,537.37	59.72%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司负债以流动负债为主，流动比率和速动比率表现一般；长期偿债能力指标表现较好，EBITDA稳步增长，对有息债务本息的覆盖倍数处于较高水平。2019年可转债转股并有条件赎回，期末公司资产负债率快速下降，2020年9月末负债水平不高，整体债务压力可控。此外，公司再融资能力较强，与银行合作关系良好，截至2020年12月末，39家银行授予公司的授信额度共计129.70亿元，未使用额度剩余90.03亿元。

表20 偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	43.34%	39.79%	46.91%	50.02%
流动比率	1.38	1.66	2.03	2.07
速动比率	1.00	1.26	1.56	1.68
现金短期债务比	0.28	0.61	0.86	1.43
EBITDA（万元）	-	236,206.76	175,925.25	176,091.77
EBITDA 利息保障倍数	-	16.00	10.29	18.37
有息债务/EBITDA	-	1.13	2.00	2.18

债务总额/EBITDA	-	2.62	3.44	3.65
经营性净现金流/流动负债	0.16	0.32	0.35	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.15	0.27	0.22	0.09

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

八、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，公司本部（报告查询日2021年3月19日）及子公司生益电子（报告查询日2021年3月22日）均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。

九、抗风险能力分析

公司是国内覆铜板行业的龙头厂商，规模优势明显，其刚性覆铜板销售总额自2013年起已连续多年保持国内第一、全球第二的排名，2019年在全球的市场占有率达到12%。同时公司产品种类齐全，拥有刚性、挠性、粘结片等多个系列、近百个品种的覆铜板产品，技术水平在国内覆铜板行业具有领先优势，长期向国内大量主要PCB厂商供货。整体看，公司在覆铜板行业拥有强经营竞争力。

偿债能力方面，近年公司主营业务经营良好，产能持续释放且较充足，受益内需市场不断扩大，公司产品销量及盈利水平持续提升，业绩稳步增长。同时公司整体负债水平不高，截至2020年9月末资产负债率为43.34%，近年EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA等长期偿债能力指标均表现较好。此外，公司拥有较大规模可供抵押或质押资产，与银行合作关系稳定，间接融资渠道畅通，且作为A股上市公司，融资渠道多元，再融资能力及财务弹性较好。

综上分析，公司整体抗风险能力较强。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司持有的货币资金和日常经营活动产生的现金流入是本期债券本息偿付资金

的主要来源。近年公司经营规模持续扩大，主营业务收入保持稳定增长，盈利能力提升，经营活动现金流表现良好，2017-2019年经营活动现金流净额分别5.93亿元、13.37亿元和16.92亿元。未来随着5G发展带来的通信设备、服务器、汽车电子化等市场规模扩大，以及公司产能持续释放，公司营业收入及经营活动净流入规模可望进一步增加。但也需要注意市场需求波动以及公司订单是否达到预期存在一定的不确定性。

其次，若发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产变现来获得必要的偿债资金。截至2020年9月末，公司应收账款和应收款项融资规模较大，同时拥有一定规模的交易性金融资产，未抵押土地使用权以及未受限房屋及建筑物等可供抵押资产规模较大。若发生偿债资金不足，可通过加快回收应收款项或资产抵质押等方式筹集资金。但需关注应收账款的坏账损失风险以及抵质押变现的折价风险等风险因素。

最后，公司长期以来与银行合作关系稳定，间接融资渠道畅通，银行授信充足，即使公司出现临时性现金不足，也有能力通过银行融资进行周转以偿付到期债务。且作为上市公司，融资渠道较多元，必要时公司可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

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，跟踪评级报告于发行主体年度报告披露后3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。

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。

本评级机构将通过监管部门指定的网站和公司官网披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

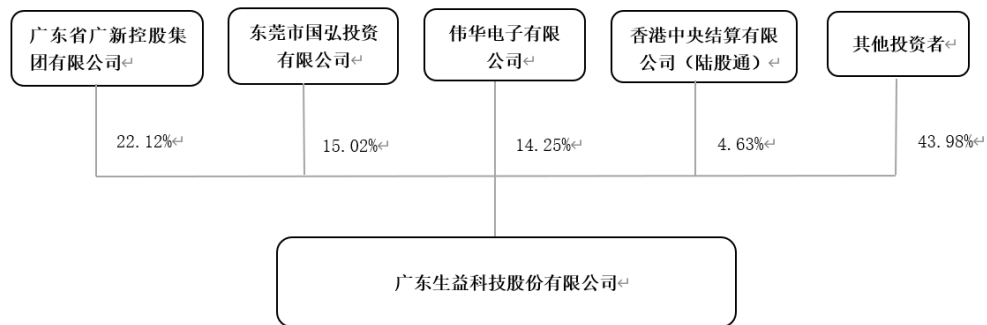
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	74,899.58	106,184.52	112,536.44	221,531.22
应收票据	504.96	432.76	75,971.40	60,164.09
应收账款	450,494.16	459,798.45	381,649.77	381,371.48
应收款项融资	134,897.73	68,264.31	0.00	0.00
存货	266,400.66	210,044.20	174,793.24	159,938.88
固定资产	602,031.39	500,300.01	345,622.15	351,604.51
在建工程	135,775.93	96,266.23	85,045.56	29,535.82
无形资产	37,788.52	38,017.84	37,341.21	28,387.83
资产总计	1,804,236.74	1,553,490.79	1,288,592.49	1,284,096.34
短期借款	238,585.92	151,948.15	82,367.41	141,924.02
应付票据	14,956.08	582.92	4,566.76	600.00
应付账款	290,848.50	265,635.66	184,974.88	197,389.47
一年内到期的非流动负债	76,210.07	41,486.63	59,555.51	21,422.31
长期借款	57,959.70	73,233.20	53,947.60	77,197.20
应付债券	0.00	0.00	150,806.61	142,993.84
负债合计	781,975.50	618,129.08	604,440.04	642,258.04
有息债务	372,755.69	266,667.98	346,677.13	383,537.37
所有者权益合计	1,022,261.24	935,361.71	684,152.45	641,838.30
营业收入	1,069,000.12	1,324,108.52	1,198,108.17	1,075,155.41
营业利润	160,760.37	180,490.29	122,872.82	130,603.63
净利润	140,578.50	156,339.39	106,496.17	111,334.18
归属于母公司的净利润	130,282.11	144,876.72	100,046.86	107,466.33
经营活动产生的现金流量净额	113,857.84	169,237.44	133,720.50	59,314.59
投资活动产生的现金流量净额	-148,510.51	-156,642.42	-119,794.87	-69,625.14
筹资活动产生的现金流量净额	1,284.89	-17,311.50	-125,023.50	173,911.89
项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
产权比率	76.49%	66.08%	88.35%	100.07%
资产负债率	43.34%	39.79%	46.91%	50.02%
流动比率	1.38	1.66	2.03	2.07
速动比率	1.00	1.26	1.56	1.68
EBITDA（万元）	-	236,206.76	175,925.25	176,091.77
EBITDA 利息保障倍数	-	16.00	10.29	18.37
有息债务/EBITDA	-	1.13	2.00	2.18
债务总额/EBITDA	-	2.62	3.44	3.65
经营性净现金流/流动负债	0.16	0.32	0.35	0.15

经营性净现金流/负债总额	0.15	0.27	0.22	0.09
综合毛利率	27.73%	26.65%	22.18%	21.47%
期间费用率	11.87%	12.68%	12.03%	9.31%
营业利润率	15.04%	13.63%	10.26%	12.15%
总资产回报率	-	13.74%	10.83%	12.49%
净资产收益率	-	19.31%	16.06%	18.99%
营业收入增长率	12.88%	10.52%	11.44%	25.92%
净利润增长率	25.28%	46.80%	-4.35%	46.37%
应收款项周转天数	-	134	135	131
存货周转天数	-	71	65	58
应付账款周转天数	-	84	75	79
净营业周期（天）	-	121	125	110
流动资产周转天数	-	222	242	231
固定资产周转天数	-	115	105	120
总资产周转天数	-	386	387	375
收现比	0.82	0.83	0.91	0.88

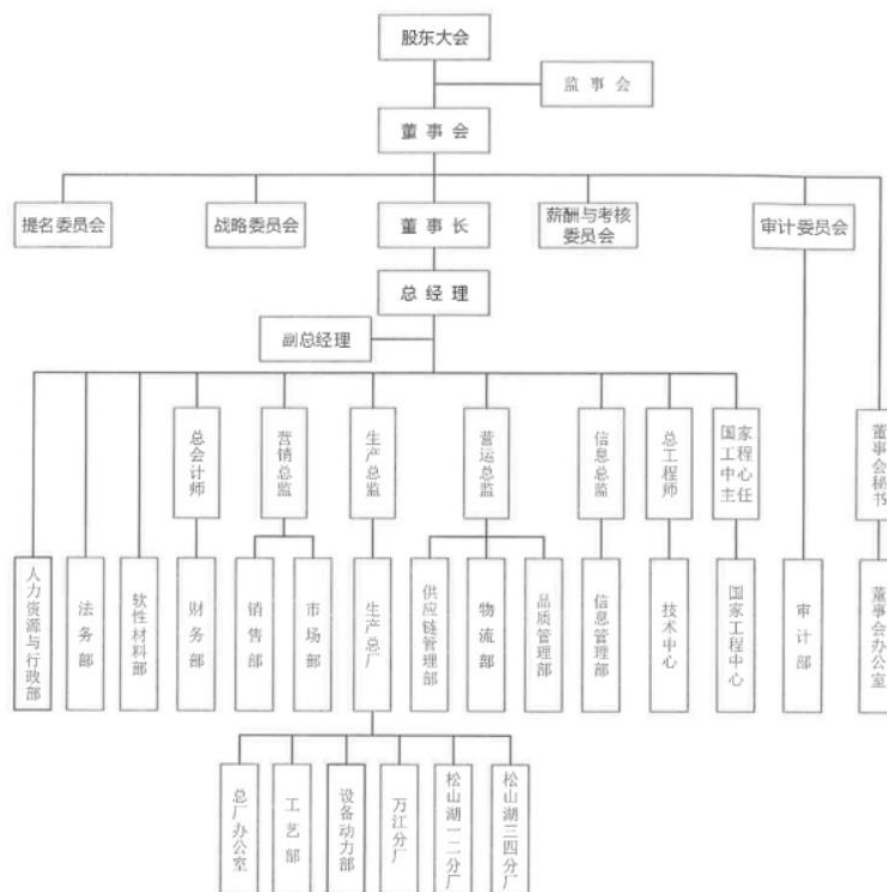
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年三季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至 2020 年 9 月 30 日公司股权结构图



资料来源：公司 2020 年三季度报

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 2 月末）



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
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收款项融资余额} + \text{期末应收款项融资余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付款项周转天数
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	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
现金短期债务比	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / (\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债})$

附录五 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。