



广东生益科技股份有限公司2021年度第 一期中期票据2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，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、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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

 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



广东生益科技股份有限公司2021年度第一期中期票据 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-30	2021-03-26

债券概况

债券简称：21生益科技 MTN001

债券剩余规模：3亿元

债券到期日期：2024-04-16

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

联系方式

项目负责人：蒋晗
jiangh@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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”）及其 2021 年 4 月 15 日发行的中期票据（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司作为国内覆铜板行业的龙头厂商，具有较强的产能和技术优势，客户分散且粘性较高，营业收入稳步增长，整体杠杆水平偏低；同时中证鹏元也关注到，公司仍面临较大的营运资金压力，近期 PCB 业务业绩下滑，原材料上涨加大公司成本控制压力，以及短期偿债压力上升等风险因素。

未来展望

- 公司具备技术和产能优势，客户分散且粘性较高，预计未来业务持续性较好，营业收入有望稳步增长。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	219.29	183.57	155.35	128.86
归母所有者权益	113.99	98.89	88.34	64.03
总债务	41.93	36.24	26.67	34.67
营业收入	45.05	146.87	132.41	119.81
净利润	5.72	18.00	15.63	10.65
经营活动现金流净额	7.51	17.58	16.92	13.37
销售毛利率	27.95%	26.78%	26.65%	22.18%
EBITDA 利润率	--	19.62%	17.97%	14.71%
总资产回报率	--	13.01%	13.74%	10.83%
资产负债率	39.79%	42.02%	39.79%	46.91%
净债务/EBITDA	--	0.65	0.76	1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	23.13	16.12	10.31
总债务/总资本	24.10%	25.40%	22.18%	33.63%
FFO/净债务	--	116.95%	97.28%	43.94%
速动比率	1.39	1.06	1.26	1.56
现金短期债务比	1.39	0.69	0.61	0.86

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司产能优势明显，市场份额常年位居国内第一。**公司是国内覆铜板行业的龙头厂商，拥有六大覆铜板生产基地，刚性覆铜板产能排名前列。根据 Prismark 统计，公司刚性覆铜板销售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。
- **公司具备较强的技术优势。**公司是全国印制电路标准化技术委员会基材工作组组长单位、广东省印制电路标准化技术委员会（GD/TC38）成员、美国 UL 标准技术小组成员等，拥有多项国内领先技术。2020 年公司持续加大研发投入，专利数量仍为国内同行业最高。
- **公司客户较分散且客户粘性较高。**公司主要产品刚性覆铜板对应的终端应用领域广泛，并且公司客户较分散，2020 年前五大直接客户销售占比仍较低。此外，公司较早通过了众多先进终端客户认证，且行业内终端客户通常会指定覆铜板材料供应商，公司直接下游客户的稳定性亦较高。
- **公司业绩稳步增长，杠杆水平偏低。**2020 年及 2021 年一季度公司营业收入和净利润均保持稳步增长，经营现金流净额规模亦随之扩大。截至 2021 年 3 月末，EBITDA 对利息的保障倍数高，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现较好，整体杠杆水平偏低。

关注

- **公司净营业周期偏长，仍面临较大的营运资金压力。**公司与上游供应商的结算账期较短且以现款结算为主，而销售回款周期相对较长且下游客户以票据结算的比例较大，叠加存货对营运资金的占用，综合使得公司净营业周期偏长。2020 年公司营运资本规模进一步增加，日常营运资金需求量较大。
- **原材料价格显著上涨，加大公司成本控制压力。**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 5 月，铜箔、树脂、玻璃布的市场价格显著上升且未见缓和趋势，公司覆铜板产品销售价格虽有调升但存在一定滞后，短期内公司成本控制压力上升。
- **2021 年一季度 PCB 业务盈利下滑。**PCB 业务系来源子公司生益电子，主要定位通信领域，2020 年下半年以来 5G 产品需求放缓，生益电子适时调整产品结构导致产品均价下滑，叠加原材料采购成本持续上升，2021 年一季度生益电子 PCB 业务毛利率下滑明显，净利润同比大幅下滑。
- **公司债务以短期为主，短期偿债压力上升。**2020 年以来公司总债务持续增长，主要表现为短期债务增加。截至 2021 年 3 月末，公司短期债务占比达到 81%，债务集中在短期，期末现金短期债务比剔除子公司生益电子 IPO 募集资金的影响后实际处于偏低水平。

同业比较（单位：亿元）

指标	生益科技	金安国纪	华正新材	南亚新材
总资产	183.57	53.26	34.67	36.23
营业收入	146.87	36.07	22.84	21.21
净利润	18.00	1.84	1.86	1.36
销售毛利率	26.78%	18.25%	18.92%	15.11%
资产负债率	42.02%	45.23%	57.72%	28.43%

注：以上均为国内覆铜板企业上市公司，上述各指标均为 2020 年数据。

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_2021v1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	6		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	6		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	5		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	很强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA+

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2021-3-26	蒋晗、刘惠琼、曾繁泳	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)	阅读全文
AA+/稳定	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、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

2020年9月16日，公司收到中国银行间市场交易商协会出具的《接受注册通知书》（中市协注（2020）MTN996号），同意接受公司中期票据注册，注册金额为人民币30亿元，注册额度自通知书落款之日（2020年9月14日）起2年内有效，在注册有效期内可分期发行。

公司于2021年4月16日发行了第一期3年期3亿元，募集资金计划用于归还银行借款以及补充子公司苏州生益科技有限公司的营运资金。截至2021年4月22日，本期债券募集资金已使用完毕¹。

三、发行主体概况

2020年以来至今公司名称未发生变更，公司主要董事会成员、监事及高级管理人员保持稳定，注册资本和股权结构由于实施资本公积金转增股本和股权激励等影响略有变化。截至2021年3月末，公司注册资本和股本均为229,135.54万元，股权结构仍较分散，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”）22.76%、东莞市国弘投资有限公司（以下简称“国弘投资”）15.01%、伟华电子有限公司（以下简称“伟华电子”）14.24%。公司股权结构图详见附录二。

跟踪期内公司主营业务仍为设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板，公司合并报表范围无变化，截至2021年3月末公司合并范围一级子公司见附录四。

四、运营环境

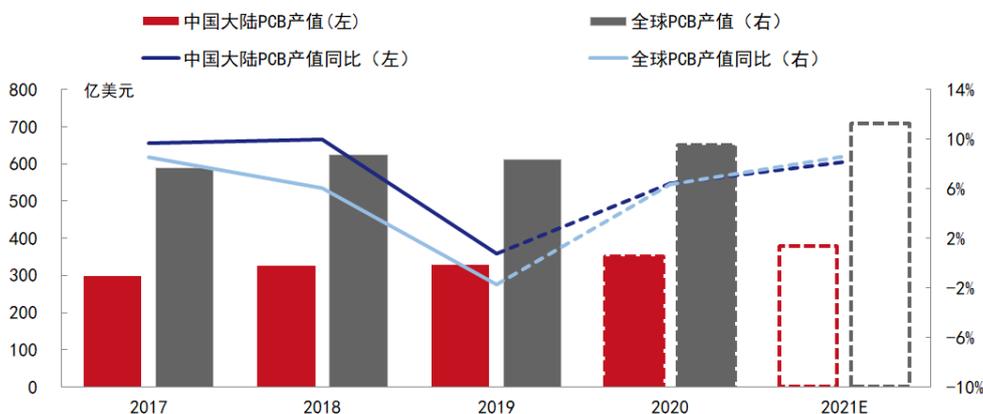
2020年以来下游需求向好，带动覆铜板行业景气度上行，长期看5G和新能源汽车领域有望为行业带来持续增长动能

覆铜板是PCB用基板材料，其需求与PCB对应的下游终端应用领域如通信、计算机、手机、汽车电子等紧密相关。2020年下游结构性行情复苏推动PCB行业景气度上行，根据Prismark预估数，当期全球及中国PCB产值增速均达到6.4%。预计2021年全年在全球经济复苏背景下，PCB市场整体有望延续增长

¹本次中票发行无需开立专项账户存放募集资金。

态势。其中消费类电子和汽车电子领域受益终端消费刺激或继续向好，5G基站建设有望平稳推进。但当前全球半导体紧缺是否进一步影响5G基站建设进度以及汽车生产端有待持续关注。

图1 2020年全球及国内PCB产值实现正增长，预计2021年延续增长态势



注：2020年数据为Prismark预估值，2021年数据为预测值
 资料来源：Prismark，中证鹏元整理

长期看，5G手机及网络建设、新能源汽车有望成为PCB行业持续增长的主要驱动力。根据Prismark报告，预计2020-2025年全球PCB产值的年复合增长率约为5.8%，中国PCB产值年复合增长率约5.6%。其中消费电子领域方面，手机作为最大的消费电子产品，未来几年5G手机换机潮叠加单部手机用量增加将带动该领域PCB相关产品需求增长。根据Prismark报告，预计2020-2025年主要应用于手机的HDI、FPC类产品的产值年均复合增长率分别为6.7%、4.2%。通信方面，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。工业及信息化部信息显示，我国2020年新增约58万个5G基站，2021年计划新增60万个，未来几年5G基站建设进度和产业链发展预期有望进一步明确。根据Prismark报告，预计2020-2025年应用于无线基础设施的PCB产值年均复合增长率约为6.8%，应用于服务器/数据存储的PCB产值年均复合增长率为8.5%。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，车用PCB市场有望持续扩容。根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%），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5年在新能源汽车产量高速增长下，汽车电子领域的PCB需求空间较大。

近期主要原材料价格急速上涨，覆铜板企业议价能力较强，材料成本向下游传导较通畅

2020年下半年以来覆铜板上游三大原材料铜箔、玻璃布、树脂价格持续上涨，此轮涨价周期呈现涨价急且涨幅大等特点。其中铜箔自2020年下半年以来由于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等导致铜箔价格涨势明显。玻璃布价格走势整体和铜箔趋同，2020年8月以来价格急速拉升。树脂价格自2020年10月开始迎来暴涨。截至2021年5月，铜箔、树脂、玻璃布的市场价格仍呈上升趋势。后续若建滔化工（电子铜箔）、中国巨石（玻璃布）等新增产能可尽快投放，叠加大宗商品铜价的潜在回落，原材料价格上涨压力或逐步缓和。

2021年一季度各大覆铜板厂商已开始多次调升产品价格，其中建滔积层板不同型号FR4最高报价相

比2020年四季度提升较多，生益科技2021年1-3月报价亦环比提升。由于覆铜板是加工制造PCB的核心材料，覆铜板市场集中度较高，相对分散的PCB市场而言，覆铜板企业对下游客户议价能力较强，产业链整体价格传导机制较通畅，材料涨价压力可转移至下游客户。

五、经营与竞争

2020年及2021年一季度公司主营业务收入保持稳步增长，收入结构保持稳定，覆铜板和粘结片销售收入占比仍在70%以上，系公司主要收入来源。毛利率方面，覆铜板业务得益于产品结构优化以及较强的产品议价能力，毛利率持续提升；印制线路板业务受产品结构调整、叠加原材料成本大幅上升等影响，毛利率持续下降。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
覆铜板和粘结片	1,084,891.45	25.54%	1,000,227.34	24.76%
印制线路板	355,835.63	26.05%	304,166.26	28.92%
合计	1,440,727.08	25.67%	1,304,393.60	25.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为国内覆铜板行业的龙头厂商，拥有行业内领先的技术优势，品牌认知度较高

根据Prismark统计，2013-2020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，2020年全球市场占有率仍保持为12%。

公司技术在国内覆铜板行业持续处于领先水平。公司是国际电工委员IEC TC91 WG10工作组召集人、全国印制电路标准化技术委员会基材工作组组长单位、广东省印制电路标准化技术委员会（GD/TC38）成员、美国UL标准技术小组成员等，获得了美国UL、英国BSI、德国VDE、日本JET、中国CQC等安全认证，拥有填料分散、树脂浸润等多项国内领先技术。且为保证产品质量并满足不断升级的市场需求，公司持续加大研发投入，2020年研发投入总额占营业收入的比重由上年的4.57%提升至4.84%；截至2020年末，公司共拥有专利技术908项，正在申请的专利技术共282项，专利数量仍为国内同行业最高。

公司品牌认知度较高。作为国内覆铜板行业的龙头厂商，公司主导产品已通过众多先进终端客户认证，2020年公司高速材料获得了知名终端客户的认可，突破汽车毫米波77GHz雷达相关技术，获得业内高度的认可和支持。

公司覆铜板业务的产能优势明显，2020年以来刚性覆铜板及粘结片投产后产能消化情况良好，挠性覆铜板产能利用率有待进一步提升

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，覆铜板产能在国内覆铜板生产企业中排名前列。

随着江西、江苏、陕西等各地扩产产能的持续释放，2020年公司刚性覆铜板、挠性覆铜板、粘结片

三大产品的产能规模均有不同程度提升，其中刚性覆铜板和粘结片的产能利用率仍很高，较2019年略有下滑主要系受疫情影响2020年一季度产能利用率不足导致；挠性覆铜板的应用领域和客户从手机显示模组逐步拓展至电池、天线、摄像头、车载等多领域，2020年以来相关产品订单增长使得产能利用率亦逐步提升，不过相对刚性产品产能利用率仍处于偏低水平。

表2 公司各产品产能情况（单位：万平方米）

产品	项目	2020年	2019年
刚性覆铜板	设计产能	8,666.00	7,339.00
	产量	9,235.30	8,248.45
	产能利用率	106.57%	112.40%
挠性覆铜板	设计产能	1,961.00	1,824.00
	产量	1,147.54	940.66
	产能利用率	58.52%	51.57%
粘结片	设计产能	13,895.00	11,789.00
	产量	14,010.31	12,384.93
	产能利用率	100.83%	105.05%

资料来源：公司提供

截至2021年3月末，公司本部覆铜板扩产项目的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）均已完工，刚性覆铜板产能爬坡顺利，新增产能整体产能消化情况良好。

当期在建扩产项目主要为孙公司常熟生益科技有限公司扩产项目，其产品定位为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，该项目已于2021年5月9日开工，预计2022年9月投产，届时若达到设计产能，覆铜板新增产能较2020年底增长约13%，粘结片产能增长约26%，粘结片产能增幅较大，短期或存在一定的产能消化压力。

此外，公司生益科技研发办公大楼建设项目截至2021年3月底已投资80%，预计2021年二季度完工。

表3 公司覆铜板业务主要扩产项目投资进度（单位：万元）

项目名称	预算总投资	截至2021年3月末投资进度	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	100.00%	450 万平方米覆铜板	2020 年第二季度
江苏生益一期工程	49,096.00	100.00%	150 万平方米覆铜板、50 万米粘结片	2020 年第四季度
江西生益一期工程	83,409.00	93.14%	1,200 万平方米刚性覆铜板和 2,200 万米粘结片	2020 年第四季度
生益科技研发办公大楼建设项目	39,245.50	79.01%	-	2021 年第二季度
*常熟生益科技有限公司扩产项目	94,500.00	0%	1,140 万平方米覆铜板及 3,600 万米粘结片	预计 2022 年 9 月投产

注：上表列示的项目未含生益电子在建项目。*常熟生益科技有限公司扩产项目信息来源公司2021年1月23日发布的《关于扩建项目的公告》。

资料来源：公司提供

覆铜板业务客户分散且粘性较高，2020年以来覆铜板销量持续增长，叠加材料成本上升驱动产品销售价格提升，公司覆铜板收入稳步增长，盈利稳定

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。销售区域划分，市场以内销为主，2020年以来，在材料国产化趋势和5G发展驱动下，国内市场需求稳步增加，公司内销收入占比进一步提升。公司海外客户主要通过代理或者其他分销商进行销售，外销收入规模较小。

2020年公司前五大客户销售额占年度销售总额的23.25%²，其中覆铜板业务的客户包括国内主要PCB生产企业，客户整体较为分散。且由于行业内终端客户通常会指定覆铜板供应商，而公司较早通过了较多先进终端客户的认证，整体上公司覆铜板业务的客户粘性较高。

表4 公司按销售地域划分的收入情况（单位：万元）

区域	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
内销	1,259,121.43	87.39%	1,076,326.91	82.52%
外销	181,605.65	12.61%	228,066.69	17.48%
合计	1,440,727.08	100.00%	1,304,393.60	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

得益于下游市场的结构性需求增长、客户订单充足以及公司产能持续释放，2020年以来公司刚性覆铜板、挠性覆铜板及粘结片的销量稳步提升。

价格方面，由于大宗商品价格不断攀升，公司为应对市场变化，及时调整策略，自2020年9月中旬开始推动产品价格的调升工作。2021年一季度公司不同产品的销售均价均有一定幅度提升。

综合而言，2020年及2021年一季度公司覆铜板销售情况良好，产品销量和价格均有提升，销售毛利率及销售额均稳步增长，其中前五大直接客户的销售额合计占比仍较低。

表5 近年公司覆铜板销售情况

产品	项目	2020年	2019年
刚性覆铜板	销量（万平方米）	9,103.52	8,380.48
	产销率	98.57%	101.60%
挠性覆铜板	销量（万平方米）	1,150.05	940.34
	产销率	100.22%	99.97%
粘结片	销量（万平方米）	13,829.70	12,379.26
	产销率	98.71%	99.95%

资料来源：公司提供

上游原材料价格急速上涨，加大公司短期成本控制压力，不过长期看产业链价格传导机制较通畅，整体材料成本上升压力可控

² 该数据包括生益电子的销售额，系公司合并范围口径。

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%）。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，2020年公司前五大供应商采购额占年度采购总额的比重为23.44%³。

自2020年下半年以来至今，覆铜板上游三大原材料价格进入快速涨价周期，公司主要原材料铜箔、树脂和玻璃布的采购成本上升。由于公司采购原材料一般会提前备库1-2个月的库存，并且其结算材料成本使用材料采购入库的移动平均价格，未来短期内若公司产品提价幅度小于材料涨价幅度，公司需要消化一定的材料成本，短期内对公司盈利空间有一定挤压。不过整体看，由于覆铜板行业集中度较高，且公司作为国内覆铜板龙头厂商，其对下游客户的议价能力较强，原材料涨价长期看可较为顺畅地传导至下游客户，公司整体材料成本上升压力可控。

表6 公司覆铜板主要原材料采购情况

产品	项目	2020年	2019年
铜箔	采购量（kg）	5,569.09万	4,834.22万
树脂	采购量（kg）	7,460.16万	7,283.32万
玻璃布	采购量（万平米）	39,372.81	36,129.65

资料来源：公司提供

2021年一季度PCB业务收入增速放缓，净利润大幅下滑，吉安工厂扩产或存在一定产能消化压力

公司PCB业务均来源于子公司生益电子（股票代码“688183.SH”），其生产基地主要有东莞东城一厂/二厂和新建的吉安工厂。2020年生益电子通过产线升级等方式提升了较多产能。但受下游通信领域短期需求调整，2020年及2021年一季度PCB业务产能利用率出现下滑。

生益电子PCB业务主要定位中高端市场，产品主要应用于通信领域，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。生益电子前五名客户较为稳定，客户集中度仍较高，2020年前五大客户销售额合计占比69.10%，其中第一大客户销售额占比44.04%。生益电子对第一大客户的依赖程度偏高，第一大客户采购需求对其影响较大。

受2020年下半年以来5G产品需求放缓、生益电子及时调整产品结构影响、叠加原材料成本大幅上升，2021年一季度生益电子销售毛利率为21.59%，较2020年下降明显，当期净利润同比大幅下滑40.05%。

表7 生益电子 PCB 业务情况

项目	2021年1-3月	2020年	2019年
产量（万平方英尺）	-	884.77	868.42
销量（万平方英尺）	-	873.18	839.54

³该数据包括生益电子的采购额，系公司合并范围口径。

营业收入（万元）	80,228.12	363,350.19	309,624.58
销售毛利率	21.59%	27.30%	29.76%
净利润（万元）	6,436.79	43,923.37	44,118.31

注：以上产量及销量数据的口径系按照净面积计算，由公司提供。

资料来源：公司提供及生益电子公开披露的年报

目前生益电子主要扩产项目为吉安高密度印制线路板（一期），已于2020年四季度试投产，受下游需求影响，产能爬坡进展缓慢，完工时间延后至2021年四季度。该项目待释放产能规模较大，未来新增产能或面临一定的消化压力。

表8 截至2020年12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
生益电子2020年东城工厂产能优化提升及配套工程	39,368.00	70.85%
吉安高密度印制线路板（一期）	138,500.00	61.32%
东城工厂（四期）5G应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目建设工程	169,286.30	0.77%

资料来源：生益电子公开披露的2020年报

由于覆铜板是PCB所需的必备材料，生益科技作为全球第二大覆铜板供应商，行业内终端客户指定生益科技作为其供应商的现象亦较普遍，因此生益电子在采购方面与生益科技存在日常关联交易。

六、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2018-2019年审计报告及经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及未经审计的2021年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。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：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年新增5家孙公司，分别是“九江宏杰房地产开发有限公司”、“广东绿晟环保股份有限公司”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

公司资产进一步增长，应收账款和存货对资金占用较多，整体资产流动性一般

随着公司业务规模扩大及产能不断增加，公司资产总额不断增长，截至2021年3月末，总资产为较

2019年末增长41.16%。资产结构较为稳定，流动资产占比保持在50%以上。

2021年3月末公司货币资金较2020年末大幅增长，主要子公司生益电子上市募集资金结余及公司本部根据日常经营需要增加货币资金余额所致。

因收入规模增加，公司应收账款及应收款项融资（均为银行承兑汇票）相应增加；且由于下游客户采用票据结算方式的占比增加，应收款项融资规模上升较快。2020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17.74%，当期末计提坏账准备9,438.73万元，其中较大部分坏账系无可执行财产和长期催收未收回导致。整体上公司应收账款对公司营运资金占用较多，且小部分货款存在坏账风险。

公司存货主要为原材料和产成品，存货规模随业务扩大呈逐年增长，2020年产成品计提跌价准备的比例为11.56%，较2019年计提比例进一步增加，产成品存在一定的跌价损失风险。

随着公司本部及生益电子大量扩产及产能优化项目投产转固，2020年以来固定资产增加，截至2020年末未办妥权证的固定资产净值为10.37亿元，已抵押的固定资产账面价值2.07亿元。

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。

截至2020年末，公司受限资产合计2.84亿元，包括用于开具银承、信用证保证金的货币资金、银行抵押借款的固定资产无形资产。

表1 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.63	16.70%	8.50	4.63%	10.62	6.84%
应收账款	54.13	24.69%	48.88	26.63%	45.98	29.60%
应收款项融资	9.52	4.34%	11.18	6.09%	6.83	4.39%
存货	27.59	12.58%	25.19	13.72%	21.00	13.52%
流动资产合计	131.86	60.13%	97.16	52.93%	87.12	56.08%
固定资产	64.23	29.29%	63.74	34.72%	50.03	32.20%
在建工程	12.00	5.47%	12.43	6.77%	9.63	6.20%
非流动资产合计	87.43	39.87%	86.42	47.07%	68.23	43.92%
资产总计	219.29	100.00%	183.57	100.00%	155.35	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，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，未来收入规模有望进一步增长

2020年以来下游结构性行情带动需求上升，覆铜板行业景气度持续上行，叠加公司产能进一步释放，营业收入保持稳步增长，盈利水平较高且较为稳定，2020年公司收入同比增长10.92%，净利润同比增长

15.15%。整体上，公司盈利能力较强，EBITDA利润率持续上升并处于较高水平，总资产回报率略下降系资产规模持续增加且增幅大于收入所致。

2021年一季度受益产业链景气度持续上行，同时原材料大幅涨价推动公司产品价格调升，叠加公司较强的成本管控，当期公司业绩进一步增长，其中营业收入同比增长46.66%，营业利润和净利润同比分别增长56.49%和55.96%。未来随着国内市场需求扩大及公司产能持续释放，公司收入规模有望保持稳步增长。

图 2 公司收入及利润情况（单位：亿元）

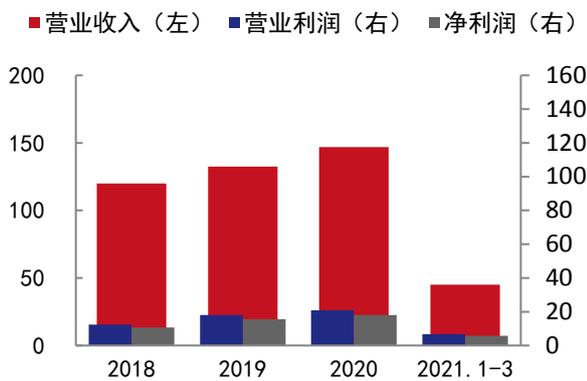
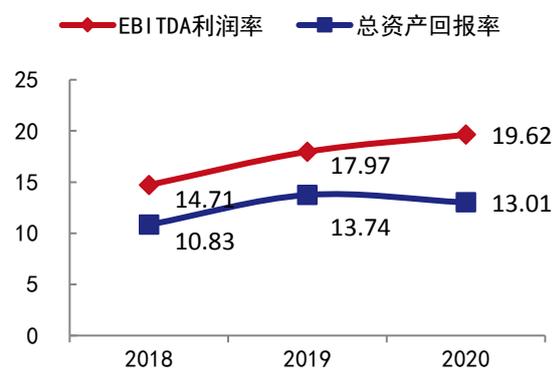


图 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

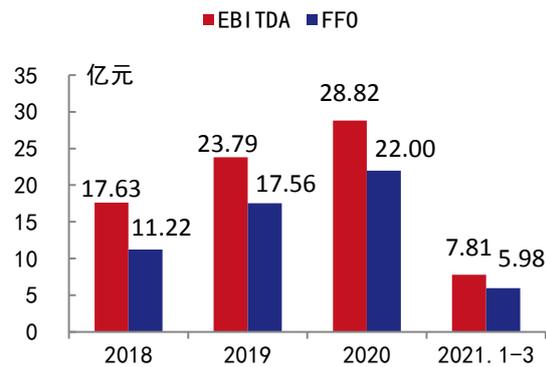
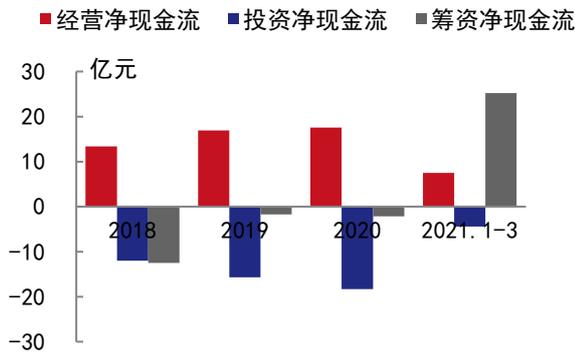
现金流

公司经营活动净现金流较好，现金生成能力强，但净营业周期偏长，面临较大的营运资金压力

2020 年公司收入保持稳步增长，回款稳定，经营净现金流同比小幅上升。投资方面，由于子公司生益电子吉安工厂资本支出较大，以及江西生益产能爬坡购置了较多机器设备、生益科技研发办公大楼建设等，当期投资活动进一步大幅净流出。2021 年一季度子公司生益电子上市募集大量资金，当期公司筹资现金流大幅净流入；此外，公司于 2021 年 4 月 16 日成功发行了本期债券，募集资金 3 亿元。整体而言，受益公司业务规模增长以及良好的盈利表现，2020 年公司 EBITDA 和 FFO 进一步提高，现金生成能力强。

图 4 公司现金流结构

图 5 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2020年底公司已签约但尚未履行完毕的购建长期资产承诺为6.76亿元，公司目前主要在建项目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。

此外，公司与上游供应商大多以现款结算，较少使用银行承兑汇票，应付账款周转天数相对较短；而由于下游客户采用了较多银行承兑汇票（付款期限为3-6个月）结算货款，导致公司货款回收周期较长；叠加存货对营运资金的占用，综合使得公司净营业周期偏长。2020年公司营运资本进一步增加，整体仍面临较大的营运资金压力。

表2 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2020年	2019年
应收款项周转天数	138	134
存货周转天数	77	71
应付款项周转天数	95	84
净营业周期	120	121
营运资本变化（亿元）	-8.12	-4.49

注：营运资本变化=存货的增加+经营性应收项目的增加+经营性应付项目的增加。

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

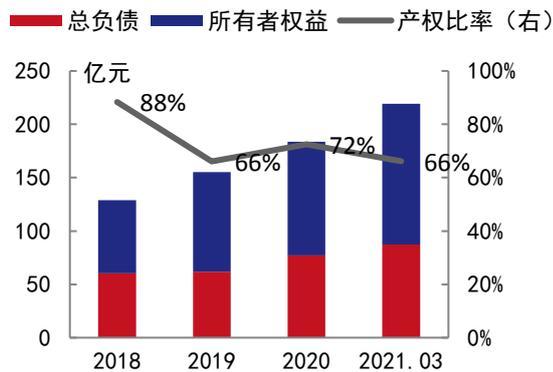
资本结构与偿债能力

公司整体杠杆水平偏低，但短期债务上升较快，短期偿债压力上升

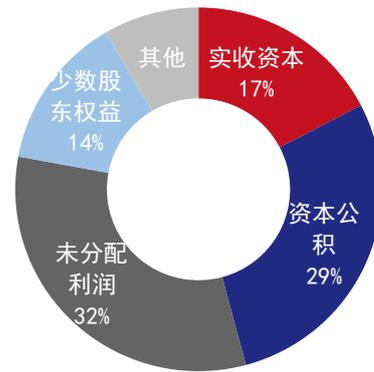
2020年以来公司为满足日常营运资金需求增加了较多短期借款，同时业务规模扩大导致经营性负债上升；2021年一季度生益电子上市导致合并范围的资本公积增幅较大，叠加良好的盈利表现带来未分配利润持续增加。截至2021年3月末，公司总负债和所有者权益较2019年均均有较大幅度增长，期末所有者权益对负债的覆盖程度仍处于较高水平。

图6 公司资本结构

图7 2021年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要由短期借款和经营性负债构成。其中短期借款增幅较大，系公司为满足日常生产经营所需的流动资金持续增加短期借款，2021年3月末，短期借款占期末总负债的比重达30.83%，较2019年增长77.08%。应付账款主要为经营性负债导致的应付供应商采购款，随业务规模的扩大而增加，账龄主要集中在一年以内。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。

表3 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

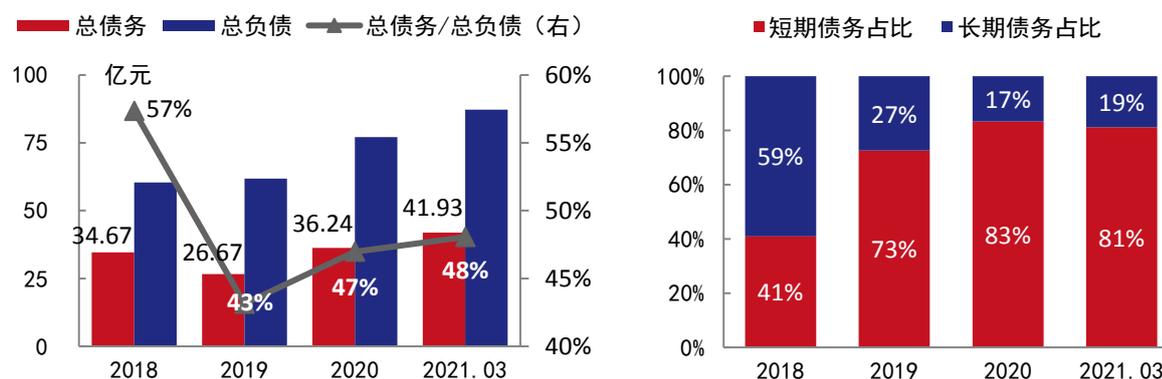
项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	26.91	30.83%	21.57	27.96%	15.19	24.58%
应付账款	33.04	37.86%	29.03	37.63%	26.56	42.97%
一年内到期的非流动负债	6.25	7.17%	7.25	9.39%	4.15	6.71%
流动负债合计	75.20	86.17%	68.04	88.20%	52.57	85.04%
长期借款	7.88	9.03%	6.05	7.84%	7.32	11.85%
非流动负债合计	12.07	13.83%	9.10	11.80%	9.25	14.96%
负债合计	87.27	100.00%	77.14	100.00%	61.81	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2020年以来公司总债务持续增长，其占总负债的比例增加。截至2021年3月末，公司短期债务占比达到81%，债务集中在短期，短期偿债压力上升。

图8 公司债务占负债比重

图9 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率偏低，总体债务规模不大；且公司拥有强现金生成能力，受益良好的业绩和利润积累，2020年以来公司EBITDA稳步增长，EBITDA对利息的保障倍数处于高水平，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现较好。

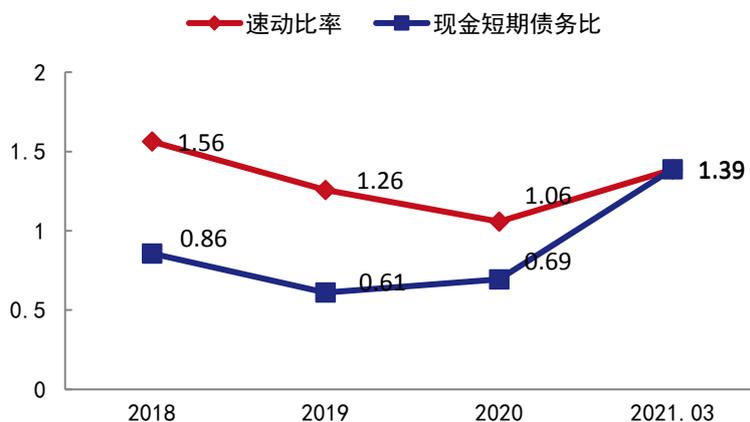
表4 公司杠杆状况指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	39.79%	42.02%	39.79%
净债务/EBITDA	--	0.65	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	23.13	16.12
总债务/总资本	24.10%	25.40%	22.18%
FFO/净债务	--	116.95%	97.28%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，流动性比率表现一般。2021年一季度子公司生益电子上市使得公司合并范围结余大量货币资金，期末现金短期债务比快速上升至较高水平。若剔除子公司生益电子上市募集的货币资金，公司本部现金短期债务比偏低。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

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2018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。

八、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，技术水平在国内覆铜板行业具有领先优势，刚性覆铜板销售额连续多年保持国内第一、全球第二的排名。同时公司产品种类齐全，拥有刚性、挠性、粘结片等多个系列，长期向国内主要PCB厂商供货。

偿债能力方面，2020年以来公司覆铜板产能进一步释放且利用情况整体较好，主导产品销量及收入规模持续提升，公司现金生成能力强，经营性现金流净额稳步增长。同时公司作为A股上市公司，资本市场融资渠道多元且较通畅，并且与银行合作关系稳定，可使用的银行授信余额较多。

综上所述，公司仍具备良好的抗风险能力。

九、结论

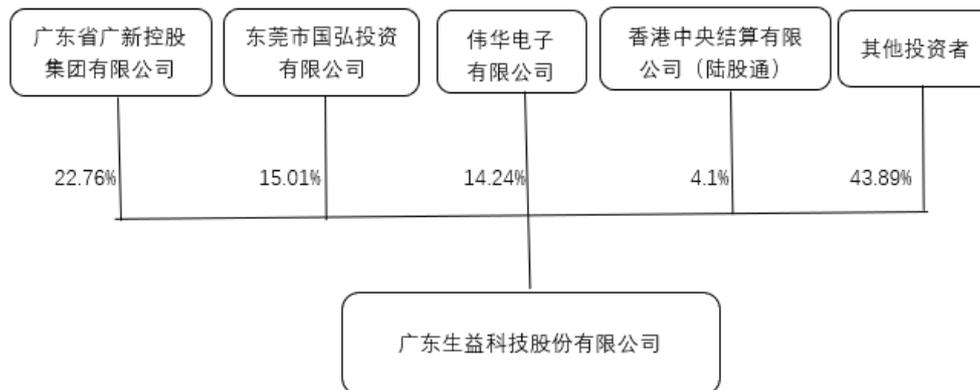
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径，单位：亿元）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	36.63	8.50	10.62	11.25
应收账款	54.13	48.88	45.98	38.16
应收款项融资	9.52	11.18	6.83	0.00
存货	27.59	25.19	21.00	17.48
流动资产合计	131.86	97.16	87.12	76.52
固定资产	64.23	63.74	50.03	34.56
在建工程	12.00	12.43	9.63	8.50
非流动资产合计	87.43	86.42	68.23	52.34
资产总计	219.29	183.57	155.35	128.86
短期借款	26.91	21.57	15.19	8.24
应付账款	33.04	29.03	26.56	18.50
一年内到期的非流动负债	6.25	7.25	4.15	5.96
流动负债合计	75.20	68.04	52.57	37.78
长期借款	7.88	6.05	7.32	5.39
非流动负债合计	12.07	9.10	9.25	22.67
负债合计	87.27	77.14	61.81	60.44
总债务	41.93	36.24	26.67	34.67
归属于母公司的所有者权益	113.99	98.89	88.34	64.03
营业收入	45.05	146.87	132.41	119.81
净利润	5.72	18.00	15.63	10.65
经营活动产生的现金流量净额	7.51	17.58	16.92	13.37
投资活动产生的现金流量净额	-4.45	-18.33	-15.66	-11.98
筹资活动产生的现金流量净额	25.18	-2.15	-1.73	-12.50
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	27.95%	26.78%	26.65%	22.18%
EBITDA 利润率	--	19.62%	17.97%	14.71%
总资产回报率	--	13.01%	13.74%	10.83%
产权比率	66.10%	72.48%	66.08%	88.35%
资产负债率	39.79%	42.02%	39.79%	46.91%
净债务/EBITDA	--	0.65	0.76	1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	23.13	16.12	10.31
总债务/总资本	24.10%	25.40%	22.18%	33.63%
FFO/净债务	--	116.95%	97.28%	43.94%
速动比率	1.39	1.06	1.26	1.56
现金短期债务比	1.39	0.69	0.61	0.86

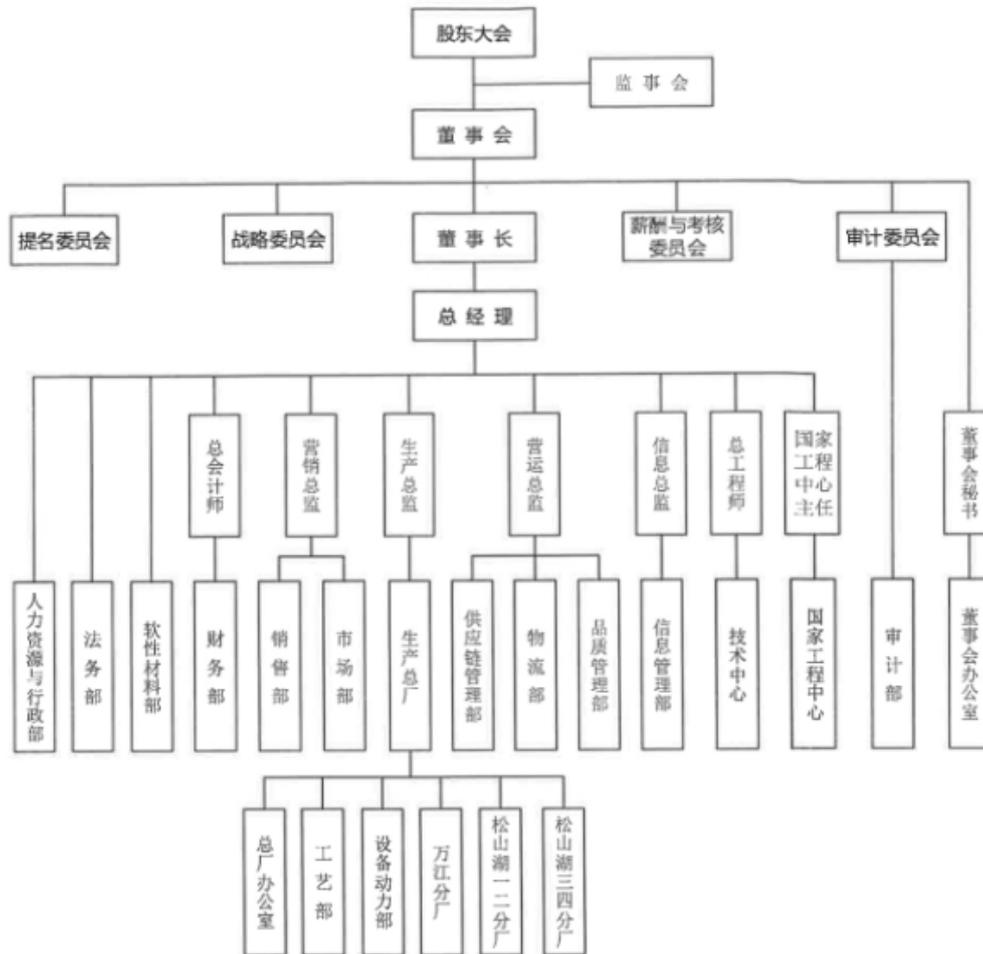
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司 2021 年一季度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	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	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	74,187.11 万元	87.36%	覆铜板、粘结片	投资设立	2002 年
生益科技（香港）有限公司	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	83,182.12 万元	62.93%	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	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	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	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	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	5,000.00 万元	100.00%	房地产开发	投资设立	2019 年

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期初应收票据账面价值} + \text{期末应收账款账面价值} + \text{期末应收票据账面价值}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
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	货币资金+交易性金融资产+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+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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
FFO	$\text{EBITDA} - \text{净利息支出} - \text{支付的各项税费}$
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA 利润率	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \times 100\%$
产权比率	$\text{总负债} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$
资产负债率	$\text{总负债} / \text{总资产} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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