



# 广东生益科技股份有限公司2021年度第一 期中期票据2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 广东生益科技股份有限公司2021年度第一期中期票据 2022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
21 生益科技 MTN001	AA+	AA+

## 评级日期

2022 年 06 月 27 日

## 联系方式

**项目负责人：**刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

**项目组成员：**蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“21 生益科技 MTN001”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+。
- 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，具有领先的技术优势，客户分散且粘性较高，产能保持平稳增长且利用率良好；同时中证鹏元也关注到，公司覆铜板业务 2022 年以来盈利有所承压，PCB 业务业绩波动大，公司面临一定的营运资金压力以及较大的资本开支压力，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良好，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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	261.27	244.31	183.57	155.35
归母所有者权益	136.23	130.96	98.89	88.34
总债务	63.72	47.94	36.24	26.67
营业收入	47.68	202.74	146.87	132.41
EBITDA 利息保障倍数	--	29.24	23.13	16.12
净利润	5.07	29.25	18.00	15.63
经营活动现金流净额	4.57	17.76	17.58	16.92
销售毛利率	23.65%	26.82%	26.78%	26.65%
EBITDA 利润率	--	19.70%	19.62%	17.97%
总资产回报率	--	16.10%	13.01%	13.74%
资产负债率	41.09%	39.15%	42.02%	39.79%
净债务/EBITDA	--	0.42	0.65	0.76
总债务/总资本	29.28%	24.38%	25.40%	22.18%
FFO/净债务	--	180.33%	116.95%	97.28%
速动比率	1.57	1.41	1.06	1.26
现金短期债务比	1.62	1.27	0.69	0.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司行业龙头地位巩固，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。Prismark 统计，公司刚性覆铜板销售额连续多年保持全球第二、国内第一的排名。
- **公司技术领先，持续加大新品研发并取得良好进展。**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，拥有多项国内领先技术，专利数量为国内同行业最高。2021 年以来公司继续加大新品推广和产品认证，如高速材料在服务器领域取得重要认证并在重要终端取得新的突破，汽车材料获多家著名终端认证等。
- **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，2021 年前五大直接客户销售占比为 18.03%。同时公司较早通过了众多先进终端客户认证，因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。
- **公司产能规模保持平稳增长，新增产能利用情况良好。**2021 年以来公司刚性覆铜板及粘结片产能保持一定增长，受益订单饱满，产能利用率均超过 100%；挠性覆铜板亦在订单增长带动下产能利用率持续提升。

## 关注

- **2022 年以来覆铜板业务盈利有所承压。**自 2021 年四季度以来受下游需求回落影响，覆铜板业务产销率同比有所下降，常规覆铜板产品进入降价周期，但上游三大原材料铜箔、树脂、玻璃布的市场价格仍维持相对高位，公司覆铜板业务毛利率有所下滑，2022 年一季度公司营业收入保持一定增长但净利润同比出现下降。
- **PCB 业务在部分领域的集中度较高，2021 年业绩受通讯行业需求下降影响较大。**PCB 业务来源子公司生益电子股份有限公司（以下简称“生益电子”，证券代码 688183.SH），产品应用领域集中度较高，主要以通讯、服务器订单为主 2021 年通讯应用领域的产品受外部环境影响需求减少，叠加当期原材料成本大幅上升，导致 PCB 业务净利润同比出现下滑。
- **公司面临一定的营运资金压力，同时子公司存在较大的资本开支压力。**公司与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客户以票据结算的比例较大，叠加存货对营运资金的占用增加，2021 年以来公司日常营运资金需求仍较大。此外子公司生益电子正积极扩产中，主要在建扩产项目尚需投资资金缺口较大。
- **公司长期债务快速增加，偿债压力有所上升。**2021 年以来公司通过新增银行长期借款、发行债券等使得长期债务快速上升，截至 2022 年 3 月末，公司总债务较 2020 年末大幅增长，债务结构调整为长期为主。

## 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	244.31	68.65	50.98	50.62
营业收入	202.74	58.91	36.20	42.07
净利润	29.25	7.01	2.40	3.99
销售毛利率	26.82%	22.68%	16.51%	17.89%
资产负债率	39.15%	46.62%	67.22%	42.83%

注：以上均为国内覆铜板企业上市公司，上述各指标均为 2021 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	非常强	
			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
指示性信用评级					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+	2021-06-30	蒋晗、刘惠琼	<a href="#">技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+	2017-05-23	何佳欢、刘志强	<a href="#">公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
21 生益科技 MTN001	3.00	3.00	2021-06-30	2024-04-16

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本期债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 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，募集资金已于2021年4月30日前使用完毕<sup>1</sup>。

## 三、发行主体概况

2021年以来至今公司名称未发生变更，除董事会换届、董事朱丹及独立董事李军印辞职外，公司其他主要董事会成员、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股权激励等影响略有变化。截至2022年3月末，公司股本总额为23.15亿元，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”）24.72%、东莞市国弘投资有限公司（以下简称“国弘投资”）13.87%、伟华电子有限公司（以下简称“伟华电子”）12.74%。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，2021年公司合并报表范围新增1家子公司东莞生益科技有限公司，系公司投资设立的生产型企业，主要从事覆铜板及粘结片的生产。截至2022年3月末公司合并范围一级子公司见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供

---

<sup>1</sup>本次中票发行无需开立专项账户存放募集资金。



给供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

## 行业环境

**2021年覆铜板及PCB行业景气度较高，2022年以来有所回落，其中消费电子领域市场低迷或加剧价格竞争，通信领域或面临产能消化压力，汽车电子领域短期受疫情扰动、长期有望保持较快增长**

2021年随着全球经济从疫情中逐步复苏，PCB行业整体出现较高景气度，以智能手机为代表的消费电子领域订单量快速增长，疫情带来的宅经济也促进了平板、笔记本等产品热销，同时汽车电子领域表现较好，仅5G通信领域需求增长不及预期。根据Prismark数据统计，2021年全球PCB产值同比增长约23.4%；中国大陆PCB产值占比54.2%，同比增长24.39%。预计2022年PCB行业景气度将出现回落，且部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧。

消费电子领域需求回落或加剧价格竞争。2021年疫情经济带来手机、个人电脑、家电等消费电子领域需求的大幅增长，2022年受更新换代周期影响，预计总体需求稳中有降。2021年为Mini LED商用元年，苹果在其2021年发布的笔电、平板上采用了Mini LED背光模组，电视厂商纷纷推出采用Mini LED技术的电视，但考虑到Mini LED占消费电子领域总体市场比重有限，且其大规模商用尚需一定时间，整体来看短期内消费电子领域需求承压，考虑到前期行业扩产的产能大多已释放，2022年消费电子领域行业竞争或进一步加剧，产品价格存在下滑可能。

国内5G建设平稳推进，叠加高多层板扩产项目集中释放，产能消化或存在较大压力。2021年7月工信部等十部门公布《5G应用“扬帆”行动计划（2021-2023年）》，要求在2023年底要达到每万人拥有5G基站数量为18个，按全国人口14亿计算，相当于总5G基站数量将为252万左右。考虑到截至2021年底累计已建成并开通5G基站142.5万个，预计2022-2023年每年新建基站为60万站左右，相较过去两年基站建设数量基本持平。但近年行业扩产高多层板项目较多，2022年预计建成投产的产能超过200万平方米，2023年建成投产的产能超过300万平方米。按新增60万座5G基站对PCB约160万平方米的需求测算，新增产能远远超过5G基站建设需求，虽然部分高多层板产能可转产服务器、IDC等相关领域，但考虑到短期内“东数西算”工程及云服务转型升级带来的增量需求相对有限。预计未来1-2年PCB行业通讯用高多层板的产能消化压力较大，相关PCB产品或面临更加激烈的市场竞争，价格出现下降；同时新建产线投产使折旧费用等成本增加，利润增长面临较大压力。

短期国内汽车供应链受疫情冲击明显，长期看汽车电子领域仍是PCB行业增长点。2022年初以来，受疫情反复影响，深圳、上海、昆山、吉林几大汽车供应链关键城市先后封城，多家汽车及零部件企业正常生产及供货受限。中国汽车工业协会发布数据显示，2022年3月我国汽车产销分别同比下降9.1%和11.7%。但长期来看随着新能源汽车渗透率提升，新能源车用PCB市场仍有望持续扩容。据中国汽车工业协会统计，2021年我国新能源汽车产销分别完成354.5万辆和352.1万辆，同比分别增长159.5%和157.5%。据prismark预测，2020年至2025年，汽车电子行业复合增长率有望维持8.0%增速。长期来看在新能源汽车“电动化、网联化、智能化”促进下，新能源车用PCB市场有望持续扩容，带动包括多层硬板、HDI板、软板在内的汽车PCB需求保持较快增长。

### **2021年上游原材料持续涨价，2022年材料价格仍维持高位，随着需求回落，覆铜板价格出现回调**

覆铜板上游主要原材料价格自2020年下半年以来进入新一轮涨价周期，铜箔、环氧树脂、玻璃布三大原材料价格出现急速拉升，2021年全年主要原材料价格延续上涨趋势。由于覆铜板行业集中度高，相对下游较分散的PCB生产企业而言，议价能力相对较强，材料涨价引起的成本上升能够较及时地向下传导，2021年国内覆铜板厂商多次进行产品价格调升。

预计2022年上游主要原材料价格仍维持高位，覆铜板降价幅度有限。考虑到全球铜矿库存有限，2022年铜价预计持续高位盘整；化工产品受国内环保政策、疫情导致的海外物流受限、国际局势等综合影响，供应不稳定性较大，预计价格将在高位波动；玻纤布价格虽出现下跌，但其占覆铜板成本比重相对较小。自2021年四季度以来因消费电子领域需求不景气等，国内普通覆铜板价格开始进入降价周期，主要覆铜板厂商2022年一季度毛利率较2021年普遍出现下滑。考虑材料成本高位运行，而覆铜板价格出现回调，覆铜板企业盈利或有所承压。



## 五、经营与竞争

2021年受益下游需求增长带来的订单增加，公司主营业务收入较上年同期增长36.72%，其中覆铜板和粘结片收入占比提升至80%以上，仍系公司主要收入来源。毛利率方面，得益于公司较强的产品议价能力，2021年全年在原材料大幅涨价趋势下覆铜板价格多次调升带动毛利率提升；2022年一季度随着下游部分领域需求回落，覆铜板产品单价回调，毛利率出现一定下滑。

PCB业务主要来源子公司生益电子。2021年由于5G建设周期调整、通讯类客户需求减少、叠加原材料涨价导致成本大幅上升等影响，PCB业务收入增长乏力、毛利率下滑明显；2022年一季度收入同比小幅增长、毛利率有所回升。

**表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
覆铜板和粘结片	1,618,962.02	27.47%	1,084,891.45	25.54%
印制线路板（PCB）	350,761.81	17.57%	355,835.63	26.05%
<b>合计</b>	<b>1,969,723.83</b>	<b>25.71%</b>	<b>1,440,727.08</b>	<b>25.67%</b>

资料来源：公司2020年报及2021年报，中证鹏元整理

**作为国内覆铜板行业的龙头厂商，公司持续加大新品研发并取得良好进展，拥有行业内领先的技术优势及品牌认知度**

根据Prismark调研机构对于全球刚性覆铜板的统计和排名，从2013年至2021年，公司刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，全球市场占有率稳定在12%左右。

2021年公司继续加大研发投入，开展自主创新，加大新产品推广和产品认证工作，包括如高速材料在服务器领域取得重要认证并在重要终端取得新的突破，汽车材料在汽车耐高压、厚铜等领域获得多家著名终端的认证。当期研发费用占营业收入的比重为4.76%，其增长基本与收入增幅保持同步，当期研发人员占比为13.79%。2021年公司共申请国内专利42件，境外专利35件，PCT9件；2021年共授权115件，其中国内专利71件，境外专利44件；截至2021年末累计拥有731件有效专利，专利数量仍为国内同行业最高。此外，由国家科技部批准、公司组建的“国家电子电路基材工程技术研究中心”是行业唯一的国家级工程技术研究中心。

作为国际电工委员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等，公司品牌认知度较高，获得了美国UL、英国BSI、德国VDE、日本JET、中国CQC等安全认证，主导产品已通过众多先进终端客户认证。

**公司覆铜板产能保持平稳增长，2021年以来受益订单饱满及产品结构升级等，新增刚性覆铜板及粘结片产能利用良好；因不断拓展新领域带来的订单增加，挠性覆铜板产能利用率亦持续提升**

2021年公司于2020年投产的陕西生益高新区扩产二期、江苏生益一期、江西生益一期三个扩产项目

均已满产，并在汽车、高速、Mini-LED和高阶HDI等领域的新品材料实现量产。截至2021年末，公司在广东、陕西、苏州、常熟、江苏、江西六大覆铜板生产基地的合计产能在国内覆铜板生产企业中仍排名前列。

分产品类别看，2021年刚性覆铜板及粘结片产能分别增长5%和8%，受益订单饱满，产能利用率均超过100%；挠性覆铜板产能因万江工厂搬迁停产略有下降，同时因拓展车载等新领域订单，2021年以来相关产品订单增长带动产能利用率持续提升。

**表2 公司覆铜板业务的产能及利用情况（单位：万平方米）**

产品	项目	2021年	2020年
刚性覆铜板	设计产能	9,064.40	8,666.00
	产能利用率	111.45%	106.57%
挠性覆铜板	设计产能	1,865.00	1,961.00
	产能利用率	77.27%	58.52%
粘结片	设计产能	15,060.00	13,895.00
	产能利用率	113.69%	100.83%

资料来源：公司提供

目前覆铜板业务主要扩产项目为松山湖八期、陕西生益高新区扩产三期和常熟生益二期，其中松山湖八期定位封装基板和高频高速覆铜板。根据公司规划，预计2022年新增产能10%左右，整体上公司产能增长相对平稳。未来随着产品结构持续升级，如高频高速、MiniLED基板、封装基板、HDI基板等新品订单放量，新增产能利用率有望保持在较好水平。

**表3 2022年3月末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	投资进度	设计年产能	完工时间
松山湖八期工程项目	74,023.00	28.54%	覆铜板 260 万平方米、粘结片 960 万米	2022 年第四季度
陕西生益高新区扩产三期	38,186.00	71.25%	覆铜板 720 万张/年、粘结片为 840 万米/年	2022 年第四季度
常熟生益二期项目	74,409.72	21.20%	覆铜板 1140 万平方米及 3600 万米粘结片	2023 年第一季度
<b>合计</b>	<b>186,618.72</b>	-	-	-

注：上表列示的项目未含生益电子在建项目。

资料来源：公司提供

**覆铜板业务以内销为主，客户集中度低，2021年受益销量增加及材料涨价驱动产品价格上调，收入大幅增长且毛利率提升；2022年以来原材料成本维持高位但产品价格回调，毛利率出现一定下滑**

公司覆铜板产品种类较为齐全，覆盖高、中、低不同档次的市场需求，产品以内销为主，2021年公司内销收入（含PCB业务）占比84.49%。客户整体较为分散。2021年公司前五大客户销售额（含PCB业务）占年度销售总额的18.03%，其中覆铜板业务的客户包括国内主要PCB生产企业。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认证，因此覆铜板业务的客户粘性较高。

2021年覆铜板业务所需的主要原材料铜箔（占比约50%）、树脂（20%）、玻璃布（15%）呈现快速涨价趋势，受此影响，公司采购成本大幅上升。不过由于市场需求较好，同时覆铜板行业集中度较高，公司作为国内覆铜板龙头厂商，对下游客户的议价能力较强，在原材料大幅涨价背景下，公司对产品销售价格进行了多次调升，材料成本能够较及时地传导至下游客户。

2021年公司刚性覆铜板、挠性覆铜板及粘结片三大产品销量同比分别增长10%、24%、26%，当期覆铜板业务收入同比大幅增长49%。分季度看，上半年各市场领域包括通讯、汽车电子、消费类电子、工控等需求旺盛，公司订单呈现火爆趋势，产品价格进行了多次调升；下半年市场需求开始分化，手机、传统家电等订单出现下滑，四季度以来公司常规产品的价格进入降价周期。

2022年一季度，受下游需求回落影响，覆铜板业务出货速度减少，产销率同比有所下降，且由于产品价格回调但材料成本仍维持高位，当期覆铜板业务的毛利率有所下滑。

**表4 近年公司覆铜板业务销售情况**

产品	项目	2021年	2020年
刚性覆铜板	销量（万平方米）	10,015.84	9,103.52
	产销率	99.14%	98.57%
挠性覆铜板	销量（万平方米）	1,421.87	1,150.05
	产销率	98.67%	100.22%
粘结片	销量（万平方米）	17,394.74	13,829.70
	产销率	101.59%	98.71%

资料来源：公司提供

**PCB业务仍以通讯、服务器类订单为主，客户集中度仍较高，2021年收入增速放缓，净利润大幅下滑；未来几年生益电子仍将持续扩产，主要扩产项目存在较大的资本开支压力和产能消化压力**

公司PCB业务来源子公司生益电子（股票代码“688183.SH”），生产基地主要为东莞东城工厂和吉安工厂。2021年以来因通讯行业周期调整，需求减少，生益电子积极调整产品结构，加大服务器及汽车电子领域的市场开拓，相关领域订单同比2020年快速提升，但从收入占比看，当期PCB业务仍以通讯、服务器订单为主，前五名客户集中度仍较高，2021年前五大客户销售额合计占比仍达到54.02%，受第一大客户采购需求减少，第一大客户销售额占比较上年同期大幅下降至24.21%。

2021年PCB产销量大幅提升，但由于产品价格下降，当期收入增速放缓；叠加原材料成本大幅上升、新增固定资产折旧等，当期PCB业务毛利率大幅下滑，净利润同比下降40%。2022年一季度随着材料成本逐步向客户转移，毛利率有所回升。

**表5 生益电子 PCB 业务情况**

项目	2022年1-3月	2021年	2020年
产量（万平方米）	-	122.21	82.20
销量（万平方米）	-	117.36	81.12
营业收入（亿元）	8.60	36.47	36.34

销售毛利率	24.04%	20.29%	27.30%
净利润（亿元）	0.75	2.64	4.39

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

生益电子主要扩产项目见下表，其中东城四期定位5G应用领域高速高密印制电路板扩建升级，已于2021年12月完成主体结构封顶。吉安（一期）定位高密度印制线路板，已于2020年底试产，2021年上半年正式投产，并于2021年三季度达到第一阶段设计产能后正式启动第二阶段投入，预计2022年上半年达到设计产能。此外，生益电子还启动了吉安（二期）土建工程，该项目定位多层印制线路板。

**表6 截至2022年3月末生益电子主要扩产项目投资进度**

项目名称	预算总投资 (万元)	投资进度	设计年产能	预计完工时间
生益电子东城工厂（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（简称“东城四期”）	169,286.30	19.03%	35 万平方米 线路板	2022 年第四季度
吉安高密度印制线路板（一期）（简称 “吉安一期”）	138,500.00	71.15%	62 万平方米 线路板	2022 年第四季度
吉安工厂（二期）多层印制电路板建 设项目（简称“吉安二期”）	127,927.12	0.02 %	54 万平方米 线路板	2023 年第四季度
<b>合计</b>	<b>435,713.42</b>			-

资料来源：公司提供

上述扩产项目总投资规模较大，截至2022年3月末生益电子货币资金仅14.28亿元，扩产项目投资建设资金缺口较大，存在较大的资本开支压力。未来随着项目完工投产将释放大量新增产能，届时若生益电子向服务器及汽车电子等非通讯领域拓展订单不及预期，新增产能或面临较大的消化压力。

## 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、2021年审计报告及未经审计的2022年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增1家一级子公司。

### 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，资产结构稳定，应收账款和存货对资金占用较多，整体流动性一般**

随着公司业务规模扩大带来的利润积累以及负债增加等，公司资产总额不断增长，资产结构较为稳定，以货币资金、应收款项、存货及固定资产为主。

2021年以来货币资金余额快速增加，截至2022年3月末货币资金余额增至40.54亿元，一方面系子公司生益电子上市募集资金结余及公司日常经营回笼资金增加；另一方面公司根据日常经营需要增加外部

融资导致货币资金余额上升。

因收入增加，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，2021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17.08%，当期末计提1%的坏账准备，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。公司应收账款对公司营运资金占用较多，小部分货款存在坏账风险。

2021年末公司存货较上年末大幅增长79.46%，主要系随销量增加及原材料价格增长相应备料增加，以及本期新增位于陕西生益科技有限公司老厂旧址的土地储备11.20亿元。该储备地块拟由全资孙公司咸阳生益房地产开发有限公司进行房地产开发，项目总投资34.47亿元，资金来源自有或自筹以及销售回款，目前已支付土地款及税费，尚处于前期开发运作阶段；项目位于咸阳高新区板块，周边配套较成熟，预计建成后可提供住宅2000多套。该项房地产开发投资系公司对现有土地资产的盘活增值，但需关注在房地产行情波动下后续可能面临的销售去化不及时等风险。

随着公司位于松山湖的办公大楼以及子公司生益电子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转为固定资产，2021年末固定资产同比增幅较大，期末尚未办妥产权证的固定资产5.59亿元，已抵押的固定资产账面价值3.46亿元。

2021年以来因大量工程转固，期末余额有所减少。截至2021年末主要在建工程包括陕西生益高新区扩产三期工程、常熟生益二期项目、松山湖八期工程以及子公司生益电子东城工厂（四期）建设工程等。

截至2021年末，公司受限资产合计5.79亿元，占总资产的比例2.37%，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及无形资产。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.54	15.52%	22.87	9.36%	8.50	4.63%
应收账款	59.34	22.71%	61.20	25.05%	48.88	26.63%
应收款项融资	12.65	4.84%	11.25	4.60%	11.18	6.09%
存货	47.02	18.00%	45.20	18.50%	25.19	13.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>163.06</b>	<b>62.41%</b>	<b>147.20</b>	<b>60.25%</b>	<b>97.16</b>	<b>52.93%</b>
固定资产	71.96	27.54%	70.71	28.94%	63.74	34.72%
在建工程	9.18	3.51%	10.32	4.22%	12.43	6.77%
<b>非流动资产合计</b>	<b>98.21</b>	<b>37.59%</b>	<b>97.11</b>	<b>39.75%</b>	<b>86.42</b>	<b>47.07%</b>
<b>资产总计</b>	<b>261.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>244.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>183.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2021年公司收入及利润均大幅增长，2022年以来下游需求回落导致产品价格回调，盈利有所承压**

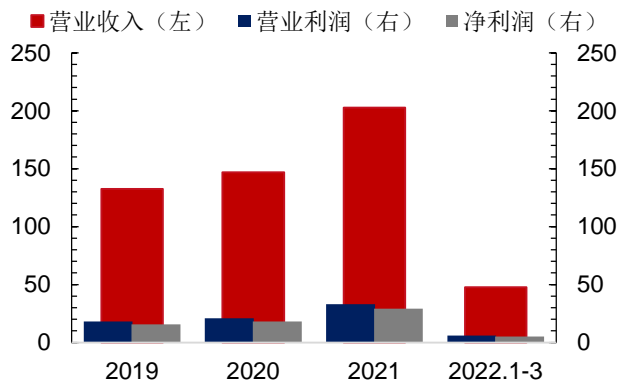
2021年公司营业收入仍主要来源覆铜板业务，受益下游各领域需求增加带来的大量订单、材料涨价



驱动下的产品售价提升等，公司营业收入保持较快增长，盈利水平提升，EBITDA利润率和总资产回报率持续上升并处于较高水平。

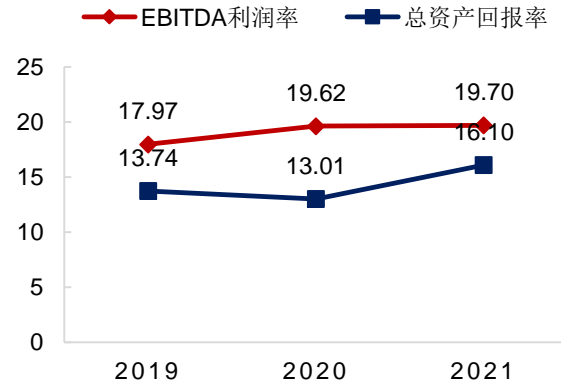
2022年一季度因部分领域需求回落，公司产品价格开始回调，当期收入同比虽保持5.82%增长，但净利润同比下滑11.37%。未来主要原材料价格高位运行预期下，公司业绩增长面临一定压力。

**图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）**



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



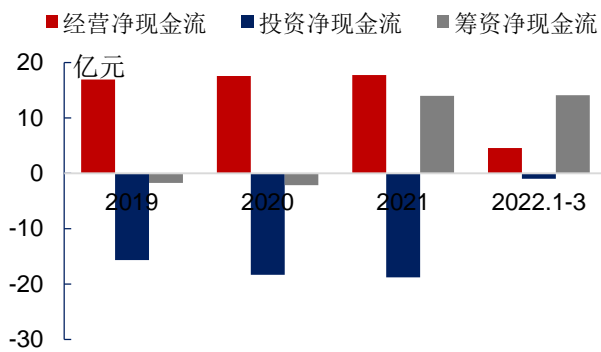
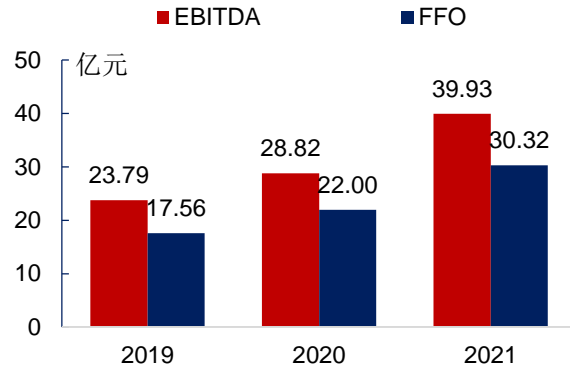
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动净现金流较好，现金生成能力强，但日常营运资金需求仍较大，同时子公司因积极扩产存在较大的资本开支压力

2021 年公司收入大幅增长，回款相对稳定，但由于材料涨价导致经营性现金支付同比大幅增加，当期经营性净现金流入规模基本与上年持平。同时公司及子公司生益电子仍继续扩产，保持了较大规模资本开支，投资活动仍呈现大幅净流出。筹资方面，公司外部融资力度较大，新增较多银行借款以及发行中期票据等，叠加子公司生益电子上市募集大量资金，当期筹资现金流呈大幅净流入。整体而言，受益公司业务规模增长以及良好的盈利表现，2021 年公司 EBITDA 和 FFO 进一步提高，现金生成能力仍很强。



**图3 公司现金流结构**

**图4 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司与材料商大多以现款结算，应付账款周转天数相对较短，且在原材料大幅涨价背景下应付账款周期缩短；而下游客户较多使用银行承兑汇票（付款期限为3-6个月）进行货款结算，导致公司货款回收周期相对较长；叠加2021年存货周转天数进一步延长，加大对营运资金占用，综合使得公司日常所需的营运资金增加，公司仍面临一定的营运资金压力。

**表8 公司营运效率相关指标（单位：天）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
应收款项周转天数	118	138	134
存货周转天数	85	77	71
应付款项周转天数	87	95	84
净营业周期	116	120	121

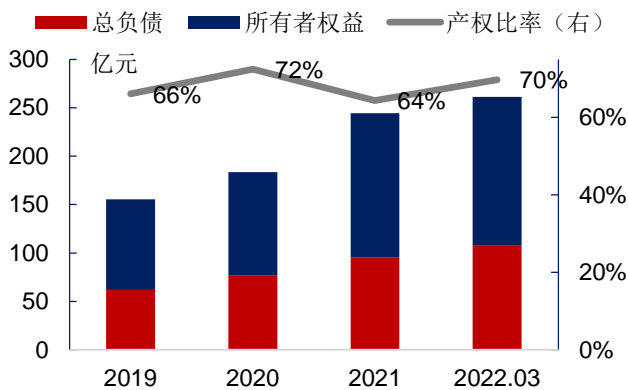
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2022 年 3 月末公司及子公司主要扩产项目合计尚需大量投资，资金主要来源自筹，存在较大的资本开支压力。

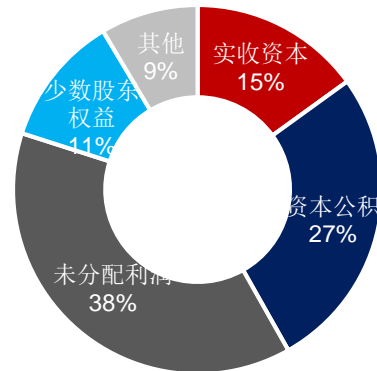
### 资本结构与偿债能力

#### 公司整体负债水平不高，2021年以来长期债务快速增加，债务压力上升

2021年以来公司新增较多银行长期借款，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2022年3月末，公司总负债和所有者权益较2020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 5 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

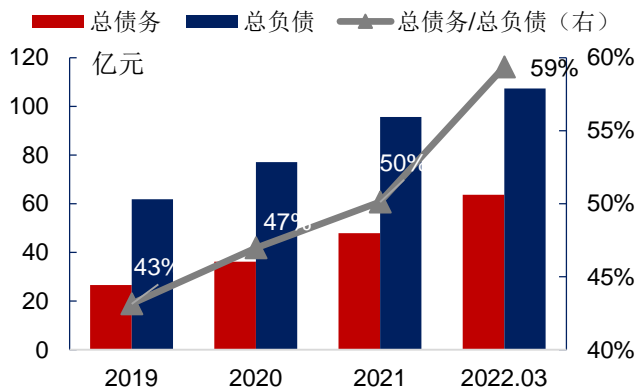
公司负债主要由银行借款、应付债券及经营性负债构成。其中银行短期借款主要系公司为满足日常生产经营所需的流动资金，2021 年以来短期借款维持较高占比；同时因银行长期资金成本相对较低，2021 年以来公司新增了大量银行长期借款。应付债券系公司分别于 2021 年和 2022 年一季度发行的两期中期票据。应付账款主要为经营性负债导致的应付供应商采购款，随业务规模的扩大而增加，账龄主要集中在一年以内。一年以内的到期的长期借款计入一年内到期的非流动负债科目。

**表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

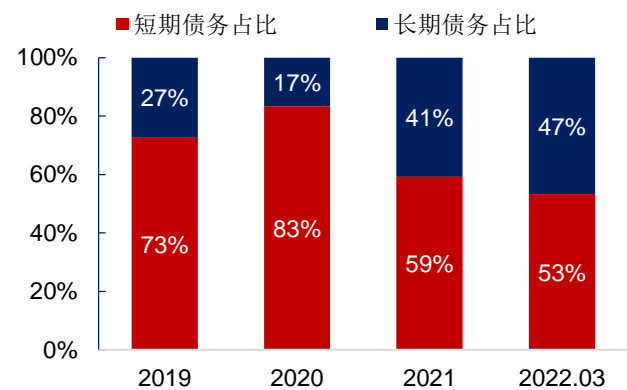
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.81	19.39%	16.93	17.70%	21.57	27.96%
应付账款	31.54	29.38%	32.96	34.46%	29.03	37.63%
一年内到期的非流动负债	3.30	3.08%	3.34	3.49%	7.25	9.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>73.84</b>	<b>68.78%</b>	<b>72.53</b>	<b>75.83%</b>	<b>68.04</b>	<b>88.20%</b>
长期借款	21.20	19.75%	15.90	16.63%	6.05	7.84%
应付债券	8.00	7.45%	3.00	3.14%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.51</b>	<b>31.22%</b>	<b>23.12</b>	<b>24.17%</b>	<b>9.10</b>	<b>11.80%</b>
<b>负债合计</b>	<b>107.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>95.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021 年以来公司总债务持续增长，主要系新增长期借款和中期票据。截至 2022 年 3 月末，公司总债务较 2020 年末增长 75.85%，长期债务占比上升，债务期限结构有所优化。

**图7 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图8 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

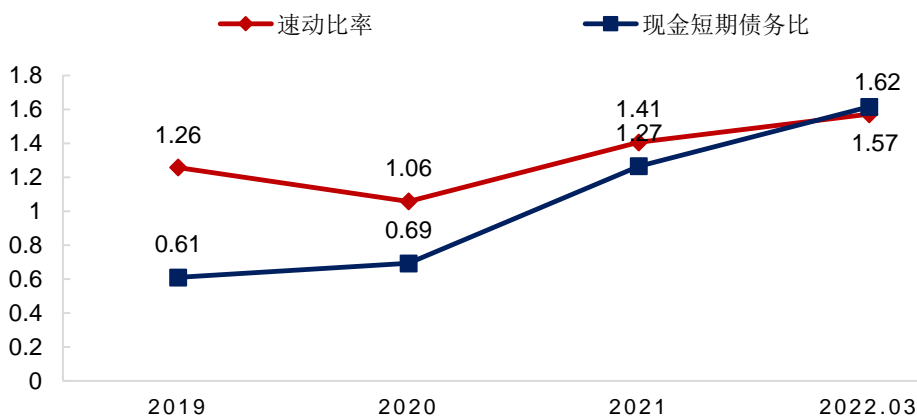
虽然公司总体债务规模增加，但受益良好的业绩积累和经营性现金流入，EBITDA稳步增长，对利息的保障倍数上升，净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标表现进一步优化，资产负债率不高。

**表10 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	41.09%	39.15%	42.02%
净债务/EBITDA	--	0.42	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	29.24	23.13
总债务/总资本	29.28%	24.38%	25.40%
FFO/净债务	--	180.33%	116.95%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

得益于现金类资产大幅增加，流动性指标提升且处于较好水平；短期债务维持相对稳定，2021年以来公司期末现金短期债务比持续上升亦表现较好。

**图9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息中无不良类账户；公司公开市场各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾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，2021年以来公司产能利用良好，主导产品销量及价格双增长，量价齐升带动下公司覆铜板业务收入同比大幅增长，当期公司EBITDA和FFO进一步提高。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。

综上分析，公司仍具备良好的抗风险能力。

## 九、结论

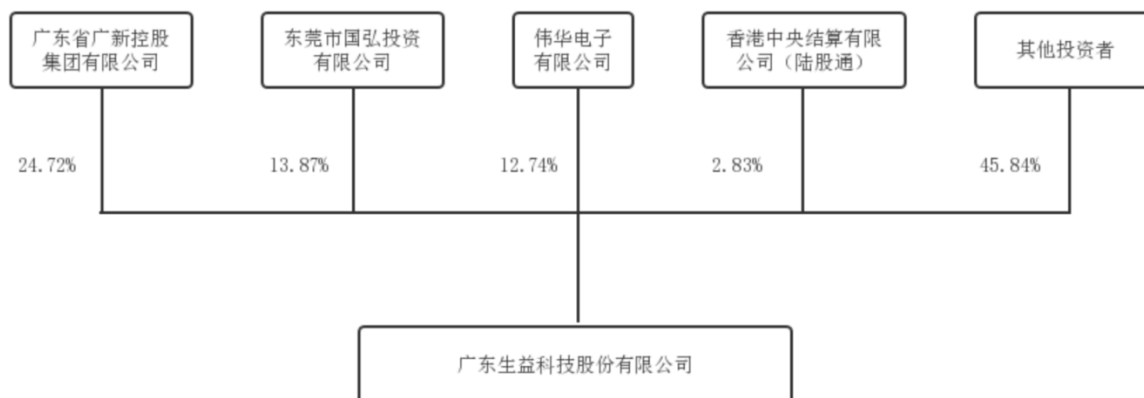
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	40.54	22.87	8.50	10.62
应收账款	59.34	61.20	48.88	45.98
存货	47.02	45.20	25.19	21.00
流动资产合计	163.06	147.20	97.16	87.12
固定资产	71.96	70.71	63.74	50.03
非流动资产合计	98.21	97.11	86.42	68.23
资产总计	261.27	244.31	183.57	155.35
短期借款	20.81	16.93	21.57	15.19
应付账款	31.54	32.96	29.03	26.56
一年内到期的非流动负债	3.30	3.34	7.25	4.15
流动负债合计	73.84	72.53	68.04	52.57
长期借款	21.20	15.90	6.05	7.32
应付债券	8.00	3.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	33.51	23.12	9.10	9.25
负债合计	107.35	95.65	77.14	61.81
总债务	63.72	47.94	36.24	26.67
归属于母公司的所有者权益	136.23	130.96	98.89	88.34
营业收入	47.68	202.74	146.87	132.41
净利润	5.07	29.25	18.00	15.63
经营活动产生的现金流量净额	4.57	17.76	17.58	16.92
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-18.80	-18.33	-15.66
筹资活动产生的现金流量净额	14.13	13.98	-2.15	-1.73
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.65%	26.82%	26.78%	26.65%
EBITDA 利润率	--	19.70%	19.62%	17.97%
总资产回报率	--	16.10%	13.01%	13.74%
产权比率	69.74%	64.34%	72.48%	66.08%
资产负债率	41.09%	39.15%	42.02%	39.79%
净债务/EBITDA	--	0.42	0.65	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	29.24	23.13	16.12
总债务/总资本	29.28%	24.38%	25.40%	22.18%
FFO/净债务	--	180.33%	116.95%	97.28%
速动比率	1.57	1.41	1.06	1.26
现金短期债务比	1.62	1.27	0.69	0.61

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

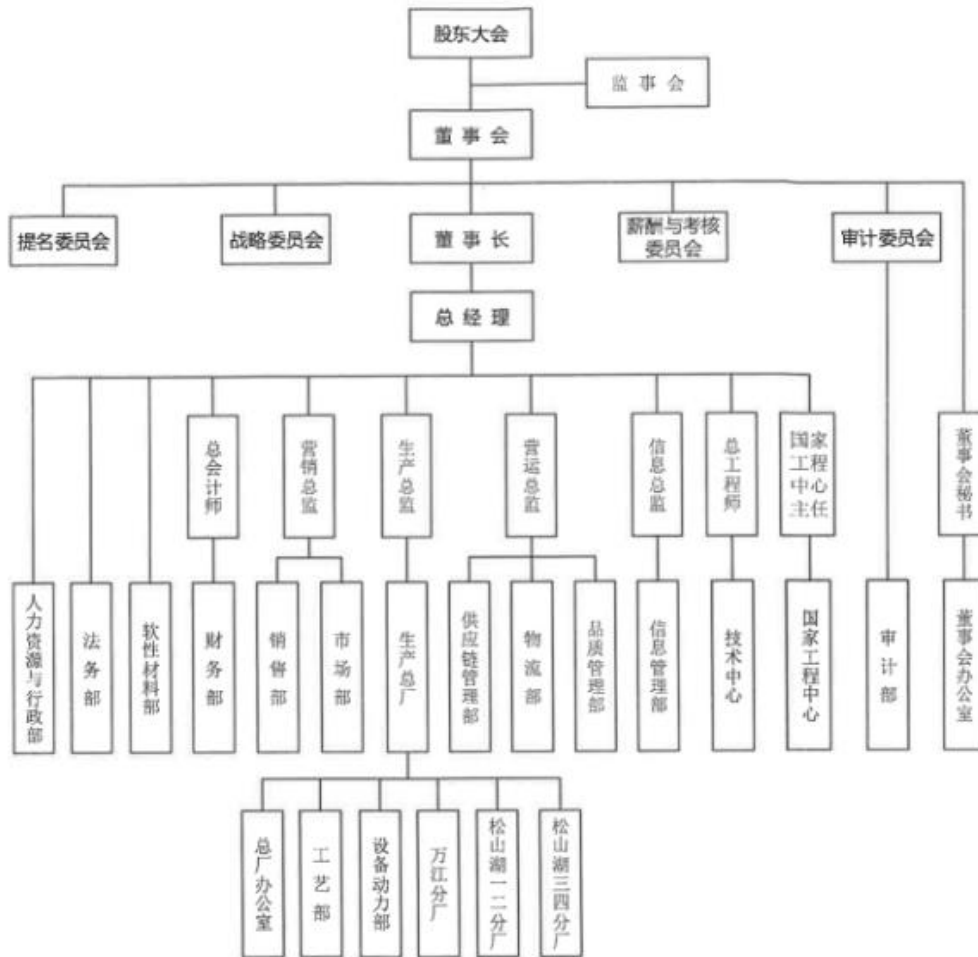
## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司 2022 年一季度报告，中证鹏元整理



### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

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	84,187.11 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	39,570.00 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
东莞生益科技有限公司	15,000.00 万元	100.00%	覆铜板、粘结片	投资设立	2021 年

资料来源：公司提供及公开信息查询

## 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款账面价值} + \text{期初应收票据账面价值} + \text{期末应收账款账面价值} + \text{期末应收票据账面价值} + \text{期初应收款项融资} + \text{期末应收款项融资}) / 2 ] \}$
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（租赁负债）
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

## 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。