



# 广东生益科技股份有限公司2021年度第一 期中期票据2023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2023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+

### 评级观点

- 该评级结果是考虑到：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”）作为国内覆铜板行业的龙头厂商，品牌知名度较高，具有技术优势，客户较分散且粘性较好，主要产品刚性覆铜板产能保持平稳增长，市场份额常年稳居全球前列；同时中证鹏元也关注到，2022年以来下游消费需求持续低迷，公司主业覆铜板业务盈利承压，子公司 PCB 业务亦表现不佳，应收账款及存货对公司营运资金占用较大等风险因素。

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	248.53	251.96	244.31	183.57
归母所有者权益	138.83	134.98	130.96	98.89
总债务	50.03	50.98	47.94	36.24
营业收入	37.56	180.14	202.74	146.87
净利润	2.43	16.32	29.25	18.00
经营活动现金流净额	6.56	28.20	17.76	17.58
净债务/EBITDA	--	0.48	0.42	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	16.15	29.24	23.13
总债务/总资本	24.21%	25.00%	24.38%	25.40%
FFO/净债务	--	152.52%	180.33%	116.95%
EBITDA 利润率	--	15.18%	19.70%	19.62%
总资产回报率	--	7.82%	16.10%	13.01%
速动比率	1.41	1.38	1.41	1.06
现金短期债务比	1.35	1.38	1.27	0.69
销售毛利率	19.74%	22.03%	26.82%	26.78%
资产负债率	37.00%	39.29%	39.15%	42.02%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 评级日期

2023 年 06 月 06 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

## 优势

- **公司行业龙头地位巩固，品牌认知度较高，市场份额常年稳居全球前列。**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。根据 Prismark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计，公司刚性覆铜板销售额在全球市场的占有率多年稳定在 12% 左右，已连续多年保持全球第二的排名。
- **公司在国内覆铜板行业保持技术领先优势，且高端产品领域与世界先进水平的差距正逐步缩短。**公司为覆铜板行业唯一的国家级工程技术研究中心，专利数量为国内同行业最高，2022 年主导提案获批多项国内外重大标准项目。公司坚持自主创新，目前高频高速材料已实现批量应用，同时在封装基材领域突破了关键核心技术，主要定位封装基板和高频高速板的松山湖八期工程部分产线已于 2023 年一季度投产。
- **公司客户仍较分散且客户粘性较高。**覆铜板业务为公司主要的收入和利润来源，该业务产品种类齐全，对应终端应用领域广泛，主要客户为国内 PCB 厂商，直接客户较分散，2022 年前五大客户销售占比合计不到 20%。且由于行业内终端客户通常会指定覆铜板材料供应商，而公司较早通过了众多先进终端客户认证，因此下游客户的稳定性较高。

## 关注

- **受市场需求下滑以及产品降价等影响，2022 年以来公司净利润持续下滑，短期盈利承压。**2022 年以来下游需求持续低迷，公司覆铜板产销量均出现下降，叠加国内同行新增产能释放较多导致行业竞争加剧，覆铜板产品价格亦持续调整，覆铜板主业盈利空间收窄，2022 年以及 2023 年一季度公司净利润同比降幅较大。
- **PCB 业务客户集中度仍较高，且近期业绩波动较大。**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），主要定位通讯、服务器、汽车电子等领域，前五大客户销售占比接近 50%。2022 年由于需求调整导致订单不足，PCB 产销量下滑，收入同比下降；2023 年一季度市场需求持续疲软叠加新产线投产带来的费用及固定成本增加等，当期生益电子净利润亏损 400.80 万元，预计未来短期业绩将继续承压。
- **公司日常营运资金需求较大，且存在一定的资本开支压力。**公司与供应商的结算账期较短且大部分以现款结算为主，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，该业务模式下公司需常备较大规模的日常营运资金；此外，以原材料和库存商品为主的存货亦对公司营运资金存在一定占用。截至 2023 年 3 月末，公司应收账款和存货合计占总资产的比重为 36.80%。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具备技术和产能优势，客户分散且粘性较高，业务持续性较好，随着宏观经济回暖、需求端逐步复苏，公司业绩有望回升。

## 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	251.96	62.44	56.40	48.89
营业收入	180.14	37.60	32.86	37.78
净利润	16.32	0.97	0.41	0.45
销售毛利率	22.03%	11.76%	12.98%	8.31%
资产负债率	39.29%	40.80%	69.91%	45.25%

注：以上均为国内覆铜板企业上市公司，上述各指标均为 2022 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_2022V1.0
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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	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					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了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。

### 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+	2022-06-27	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	2022-06-27	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次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、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

2022年以来至今公司名称未发生变更，公司董事会成员、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2023年3月末，公司股本总额为23.38亿元，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”，其实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会）24.90%、东莞市国弘投资有限公司（以下简称“国弘投资”，其实际控制人为东莞市人民政府国有资产监督管理委员会）13.73%、伟华电子有限公司（以下简称“伟华电子”）12.62%。公司股权结构图详见附录二。

2022年以来公司主营业务未发生变化，仍为设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板。子公司东莞生益科技有限公司于2023年2月注销，公司合并报表范围子公司减少1家，截至2023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

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

---

<sup>1</sup>本次中票发行无需开立专项账户存放募集资金。

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策支持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业运营环境

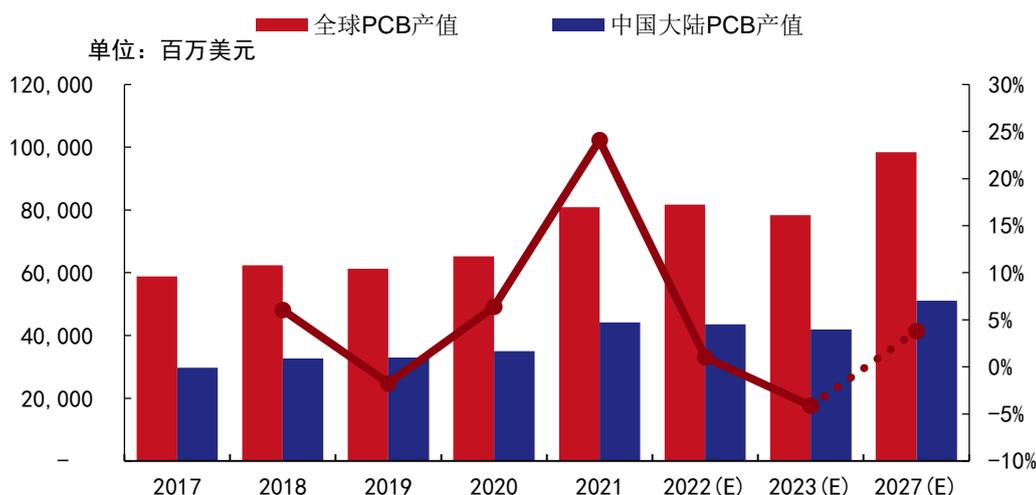
**受消费需求不足影响，2022年以来PCB行业景气度下行，叠加上游原材料价格回落，覆铜板价格持续回调。预计2023年下游终端部分各领域需求表现分化明显，其中消费电子领域需求短期内预计持续不振，汽车电子领域仍有望带动行业长期发展，数据通信领域景气度有望提振**

受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，PCB行业下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战。

展望2023年，由于全球通胀和经济衰退等因素尚未消散，预计2023年前三季度PCB行业需求仍将承

压，待2023年底和2024年经济形势复苏后形势或将好转。Prismark预估2023年全球PCB产值同比将下滑4.1%。中长期来看，PCB行业产值仍将随着全球宏观经济、电子信息产业的整体发展而增长。Prismark预测2022-2027年全球PCB产值复合增长率约为3.8%，2027年全球PCB产值将达到约983.88亿美元。

**图 1 2022-2023 年 PCB 行业产值有所下滑，中长期仍将呈现增长的趋势**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

消费电子领域PCB需求低迷，短期内预计持续不振。2022年以来全球手机和个人电脑出货量均大幅下滑，IDC数据显示，2022年全球智能手机出货量12亿台，其中中国市场出货量2.86亿台，同比分别下降11%和19%；Canalys数据显示，2022年全球个人电脑出货量2.85亿台，同比下降18%。2023年随着外部发展环境向好、美国加息放缓，消费需求有望逐步回升；但由于目前消费电子领域无可见的重大电子创新，PC产业链仍在去库存阶段，在此情况下预计消费类基础需求增长有限，2023年行业竞争激烈态势仍将持续。

汽车电子领域PCB需求保持旺盛，带动行业长期发展。2022年新能源汽车仍然保持了较高的增长态势，根据中国汽车工业协会公布的数据，2022年度我国新能源汽车产销同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，同比提升12.1个百分点。新能源汽车渗透率的持续提升带来可观的PCB需求增量，叠加PCB厂商新增产能的顺利释放，以汽车电子领域业务为主的厂商汽车板业务均有良好增长。根据IDC预测，中国新能源汽车市场至2026年预计渗透率将超过50%，年复合增长率35%；同时随着汽车电子化率的提升，常规汽车的电子化需求也在持续增长，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。

AI算力需求叠加服务器新平台切换，数据通信领域PCB景气度有望提振。美国OpenAI于2022年11月推出对话式大型语言模型ChatGPT，谷歌、百度于2023年2月、3月分别推出大型语言模型聊天机器人Bard、大语言AI模型“文心一言”，开启对话式AI系统发展热潮，此外，AMD Zen4平台和Intel新一代服务器平台Eagle Stream预计将于2023年第二季度末开启平台全面切换。AI快速兴起及服务器升级有望将持续带动数据中心对交换机、服务器等基础设施的迭代升级需求，数通领域有望持续增长。数据通信领域PCB在高速材料应用、加工密度以及设计层数等方面有着更高要求，高端材料的需求量预计将稳步上升，利好在高端材料市场有所布局的PCB及覆铜板厂商等。

原材料方面，经历2021年原材料价格急速拉升之后，2022年以来覆铜板上游三大原材料铜箔、环氧树脂、玻璃布高位回落并震荡下行。叠加下游消费需求持续疲软，覆铜板行业转为供过于求，覆铜板厂商开启降价周期多次下调常规覆铜板价格，国内覆铜板上市公司毛利率普遍下降、盈利承压。2023年一季度铜价下行趋势有所缓解但整体仍处于相对高位，环氧树脂和玻璃布价格仍处于下跌趋势。虽然覆铜板行业集中度偏高，对下游PCB厂商的议价能力较强，但在整体消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，覆铜板厂商仍将面临盈利压力。

**图 2 2022 年上游主要原材料价格整体呈震荡下行趋势**



资料来源：wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司系国内覆铜板行业龙头厂商，拥有行业内领先的技术优势及品牌认知度，下游客户较分散且粘性较高，刚性覆铜板市场份额稳居全球前列，产能规模稳步增长且利用情况良好。2022年以来受下游需求持续低迷等影响，公司收入和利润持续下降，未来短期或继续面临较大的业绩压力

覆铜板业务系向下游PCB客户销售覆铜板及中间品粘结片，该业务系公司主要收入来源。2022年以来受市场需求调整、产品价格回调等因素影响，覆铜板业务收入和毛利率均出现下降。

PCB业务主要来源子公司生益电子（股票代码“688183.SH”），同样受行业需求低迷影响，PCB收入增长乏力，2023年一季度叠加新产线投产带来的固定资产折旧增加，该业务毛利率降至较低水平。

废弃资源综合利用业务来自下属孙公司湖南绿晟环保股份有限公司（原名为“广东绿晟环保股份有限公司”），该业务收入规模较小且盈利表现不佳，2023年一季度随着成本控制，盈利略有改善。

**表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
覆铜板和粘结片	139.98	21.20%	161.90	27.47%
印制线路板（PCB）	34.04	21.26%	35.08	17.57%
废弃资源综合利用	3.04	-2.27%	-	
<b>合计</b>	<b>177.06</b>	<b>20.81%</b>	<b>196.97</b>	<b>25.71%</b>

注：2022年之前废弃资源综合利用收入规模较小，公司将其列示在其他收入。

资料来源：公司2021年、2022年报及公司提供，中证鹏元整理

### （一）覆铜板业务

公司以覆铜板为主业，覆铜板业务主要定位国内市场，直接客户为下游PCB厂商，客户较分散且粘性较高，2022年以来受下游需求调整叠加产品价格回调，覆铜板业务收入下滑，盈利短期承压

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，对应的终端应用领域广泛。由于国内PCB行业市场竞争较充分，公司作为国内覆铜板龙头厂商，客户基本覆盖国内主流PCB生产厂商，且行业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较分散且客户粘性较高。2022年公司内销收入（含PCB业务）占比继续超过80%，前五大客户销售额（含PCB业务）占年度销售总额的16.69%。

2022年市场需求持续低迷叠加产业链去库存等影响，公司覆铜板业务出货速度放缓，产销率同比有所下降，同时由于国内同业新增产能在年中集中释放导致竞争加剧，产品价格回调，覆铜板业务的毛利率亦持续下滑。未来随着宏观经济边际改善，需求端有望迎来复苏，叠加PCB库存进一步消化，覆铜板产品需求及价格有望回升。

**表2 近年公司覆铜板业务销售情况**

产品	项目	2022年	2021年
刚性覆铜板	销量（万平方米）	9,624.89	10,015.84
	产销率	100.73%	99.14%

挠性覆铜板	销量（万平方米）	1,554.35	1,421.87
	产销率	97.56%	98.67%
粘结片	销量（万平方米）	16,500.80	17,394.74
	产销率	98.20%	101.59%

资料来源：公司提供

**作为国内覆铜板行业的龙头厂商，公司拥有行业内领先的技术优势及较高的品牌认知度，近年来持续加大新品研发并取得良好进展，刚性覆铜板市场份额稳居全球前列**

公司拥有大量专利保护，在国内覆铜板行业保持技术领先。2022年公司研发费用占营业收入的比重为5.2%，当期研发人员占比提升至15.46%。2022年公司共申请国内专利51件，境外专利11件，PCT10件；2022年共授权73件，其中国内专利44件，境外专利29件。截至2022年末拥有681件有效专利，专利数量持续为国内同行业最高。

公司为覆铜板行业唯一的国家级工程技术研究中心，多年来坚持自主创新。目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品，不同介电应用要求、多技术路线高频产品，并已实现多品种批量应用，在高频高速领域基本达到世界领先的技术水平。同时，在封装用覆铜板技术方面，突破了关键核心技术，已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用，与世界先进水平的差距进一步缩短。

公司品牌认知度较高。公司为国际电工委员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，获得美国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。2022年公司主导并已发布IPC标准、国家标准、行业协会标准各1项，此外还有多项国内外重大标准项目正在实施。

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2022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。

**公司产能以刚性覆铜板为主，近年刚性覆铜板产能稳步增长，2022年受市场需求影响订单减少，产能利用率有所下滑但仍处于较高水平；挠性覆铜板产能相对稳定，产能利用率有待提升**

公司产能增长相对平稳，产能规模在国内覆铜板生产企业中排名前列。2022年刚性覆铜板及粘结片产能分别增长3%和2%，受市场需求调整产量小幅下滑，产能利用率略有调整但仍超过100%；挠性覆铜板产能保持稳定，受益车载等新领域订单表现较好带动产能利用率提升，但2023年一季度需求调整导致产能利用率再次回调。

**表3 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	2022年	2021年
刚性覆铜板	设计产能	9,334.40	9,064.40
	产量	9,555.16	10,102.33
	产能利用率	102.37%	111.45%

挠性覆铜板	设计产能	1,865.00	1,865.00
	产量	1,593.15	1,441.04
	产能利用率	85.42%	77.27%
粘结片	设计产能	15,300.00	15,060.00
	产量	16,804.08	17,121.98
	产能利用率	109.83%	113.69%

资料来源：公司提供

公司覆铜板扩产项目稳步推进。2022年以来公司资本开支主要投向松山湖八期和常熟生益二期等扩产项目。截至2023年3月末，公司主要扩产项目投资进度均超过80%，其中松山湖八期已于2023年一季度投产，产品主要定位封装基板和高频高速覆铜板。未来随着公司加大高频高速、封装基板等高端市场的拓展力度，新增产能有望支撑公司长期稳健发展。

**表4 2023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	88.23%	覆铜板 260 万平方米、粘结片 960 万米	2023 年一季度
陕西生益高新区扩产三期	40,954.00	83.01%	覆铜板 720 万张/年、粘结片为 840 万米/年	2022 年四季度
常熟生益二期项目	78,125.00	86.19%	覆铜板 1,140 万平方米及 3,600 万米粘结片	2023 年二季度
<b>合计</b>	<b>193,102.00</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

## （二）PCB业务

公司PCB业务来源子公司生益电子，生益电子系国内外多家知名企业的PCB重要供应商，在通信领域具备较强的竞争力，但同时客户集中度亦较高；2022年以来受市场需求持续低迷等影响，生益电子业绩出现较大波动；未来随着扩产项目持续推进，产能消化压力较大

近年生益电子持续调整PCB收入结构，客户集中度仍较高。从收入构成看，PCB业务收入主要来源通信网络、服务器以及汽车电子三大领域，其中网络通信仍为最主要的收入来源，2022年由于国内通讯网络行业部分客户需求持续疲软，该产品收入继续下降但占比仍超过50%；受益汽车电子等市场的开发力度加大，2022年生益电子完成多个战略重点客户的认证与导入，汽车电子产品销售较上年进一步提升，收入占比已超过10%。2022年PCB业务前五大客户销售额合计占比接近50%，其中第一大客户采购需求减少，收入占比降至23%。

受市场需求影响，2022年以来业绩出现较大波动。由于需求调整导致的订单不足，2022年PCB产销量下滑，当期收入小幅下降；不过受益原材料成本回调，当期PCB业务毛利率有所提升，净利润同比增

加。但2023年一季度市场需求持续疲软导致订单减少，叠加东城工厂（四期）处于全线试生产阶段费用及固定成本增加等综合影响，当期生益电子出现亏损。

**表5 生益电子 PCB 业务情况**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
产量（万平方米）	-	114.43	122.21
销量（万平方米）	-	112.51	117.36
营业收入（亿元）	7.43	35.35	36.47
销售毛利率	18.25%	23.85%	20.29%
净利润（亿元）	-0.04	3.13	2.64

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，中证鹏元整理

生益电子近年产能持续释放，但受市场需求影响产能利用率不高，在建扩产项目未来或面临较大的订单拓展压力。截至2023年3月末，生益电子主要扩产项目见下表，其中东城四期和研发中心项目系生益电子IPO募投项目，东城四期扩产项目已于2022年四季度完成设备工艺调试后正式进入全线试生产阶段，2023年正式开始批量生产。吉安（一期）已于2022年完成产能爬坡，但受订单影响产能利用率有待提升。吉安（二期）正在进行主体工程建设，预计2024年第二季度完工。2023年以来受市场行情影响，PCB业务整体产能利用率不高，随着上述扩产项目未来释放大量新增产能，届时若市场需求仍不及预期，生益电子或面临较大的订单拓展压力。

**表6 截至2023年3月末生益电子主要在建项目投资进度**

项目名称	预算总投资 (万元)	投资进度	设计年产能	预计或已完工时间
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	68.29%	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”）	105,000.00	96.68%	62 万平方米 线路板	2022 年第二季度
吉安工厂（二期）多层印制电路板建 设项目（简称“吉安二期”）*	108,514.00	3.54%	54 万平方米 线路板	2024 年第二季度
生益电子研发中心建设项目工程*	23,000.00	55.67%	不涉及	2023 年第四季度
<b>合计</b>	<b>439,300.30</b>	-	-	-

注：上表\*项目为生益电子 IPO 项目。

资料来源：公司提供

## 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

2020-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。

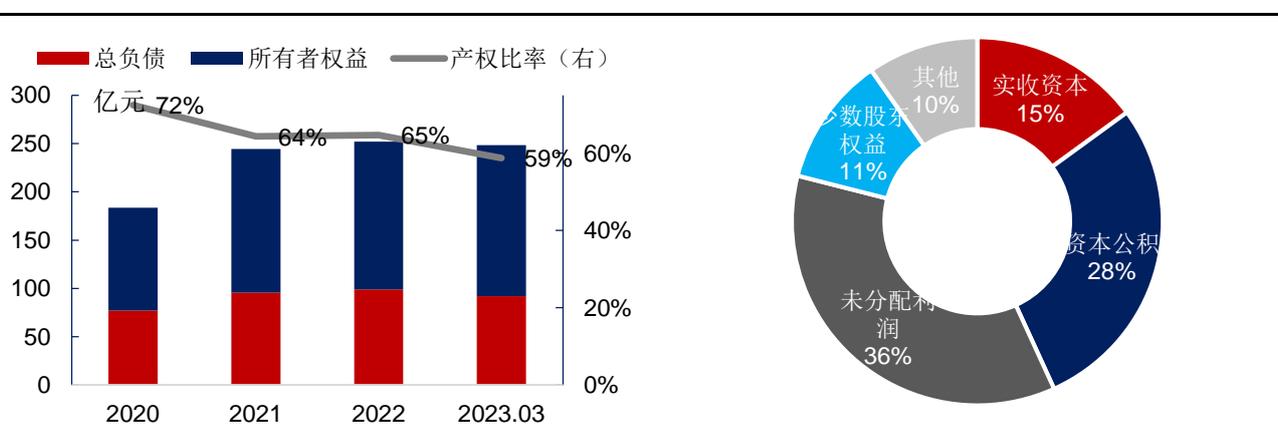
### 资本实力与资产质量

公司资本实力较强，资产结构较为稳定，流动性较好。随着扩产项目持续推进，2023年3月末固定资产及在建工程同比增加，应收账款和存货由于业务量减少而小幅下降，但二者对资金占用仍较大

近年公司资本结构保持稳定，2022年末所有者权益同比小幅增加系来自股权激励及利润积累，总负债规模保持相对稳定；截至2023年3月末公司产权比率波动下降，所有者权益对负债的覆盖程度进一步提升且处于较高水平。

图3 公司资本结构

图4 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金较为充裕，2022年以来余额持续增加主要源于日常经营性资金回笼。

2022年以来由于订单减少导致业务规模有所收缩，应收账款规模有所减少但总体规模仍较大，应收账款账龄集中在1年以内，应收对象较为分散。

存货主要系原材料和库存商品，以及位于陕西生益科技有限公司老厂旧址的土地储备11.45亿元，其中7.93亿元系待开发土地，3.52亿元为商品房开发项目生益金华1号一期。生益金华1号一期由全资孙公司咸阳生益房地产开发有限公司进行开发，总投资7.53亿元，已于2022年11月开工，预计于2025年4月竣工，该项目位于咸阳高新区板块，周边配套较成熟，但仍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。

近年公司坚持战略性扩张，2022年新增投资22.54亿元，主要为松山湖八期工程项目、常熟生益二期、生益电子东城工厂四期等扩产项目持续推进，期末松山湖八期工程项目、陕西生益高新区扩产三期工程、以及生益电子东城工厂四期等项目合计15.49亿元转为固定资产；尚未办妥产权证的固定资产5.80亿元，已抵押的固定资产账面价值2.88亿元。

截至2022年末，公司受限资产合计3.47亿元，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及无形资产。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	金额	占比	占比
货币资金	33.52	13.49%	31.06	12.33%	22.87	9.36%
应收账款	50.20	20.20%	55.82	22.16%	61.20	25.05%
存货	41.27	16.61%	40.84	16.21%	45.20	18.50%
<b>流动资产合计</b>	<b>138.76</b>	<b>55.83%</b>	<b>142.32</b>	<b>56.49%</b>	<b>147.20</b>	<b>60.25%</b>
固定资产	78.58	31.62%	78.66	31.22%	70.71	28.94%
在建工程	16.35	6.58%	17.29	6.86%	10.32	4.22%
<b>非流动资产合计</b>	<b>109.77</b>	<b>44.17%</b>	<b>109.63</b>	<b>43.51%</b>	<b>97.11</b>	<b>39.75%</b>
<b>资产总计</b>	<b>248.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>251.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>244.31</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年以来受下游需求持续低迷等影响，公司整体收入及利润出现下滑，未来短期内公司盈利或继续承压；但长期看，随着需求端逐步复苏，公司业绩有望回升

公司营业收入主要来源覆铜板业务，受下游需求持续调整导致订单减少、以及同行竞争加剧带来的产品价格回调等，2022年公司收入和净利润均出现下降，EBITDA利润率和总资产回报率下滑。

2023年以来下游消费需求仍持续低迷，一季度公司收入和净利润同比继续下降且降幅加大，预计2023年全年公司业绩将面临较大压力。

考虑到公司作为行业龙头，市场份额全球领先，且具备较深厚的技术积累，积极布局高端市场，未来随着行业景气度转好，公司业绩有望迎来拐点，盈利水平有望改善。

**图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司现金流表现较好，刚性债务以银行借款和发行的两期中期票据为主，负债率处于较低水平，财务融资弹性较强，整体债务压力不大

公司刚性债务主要由银行借款及应付债券构成，2022年以来债务规模保持稳定，随着部分长期借款到期，短期债务占比上升。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，2022年以来由于日常营运资金需求减少，公司短期借款规模呈下降趋势；长期借款减少系部分将于一年内到期，计入一年内到期的非流动负债科目。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。

公司应付账款主要为经营性负债导致的应付供应商采购款，账龄主要集中在一年以内。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.22	15.46%	15.58	15.73%	16.93	17.70%
应付账款	29.39	31.96%	33.86	34.20%	32.96	34.46%
一年内到期的非流动负债	14.80	16.09%	12.36	12.49%	3.34	3.49%
<b>流动负债合计</b>	<b>69.28</b>	<b>75.34%</b>	<b>73.77</b>	<b>74.52%</b>	<b>72.53</b>	<b>75.83%</b>
长期借款	8.91	9.69%	11.75	11.87%	15.90	16.63%
应付债券	8.00	8.70%	8.00	8.08%	3.00	3.14%
<b>非流动负债合计</b>	<b>22.67</b>	<b>24.66%</b>	<b>25.22</b>	<b>25.48%</b>	<b>23.12</b>	<b>24.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>91.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>98.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>95.65</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	50.03	54.41%	50.98	51.49%	47.94	50.12%
其中：短期债务	32.75	35.62%	30.84	31.15%	28.38	29.67%
长期债务	17.28	18.79%	20.14	20.34%	19.56	20.45%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债规模保持相对稳定，权益资产小幅增长，2023年3月末资产负债率小幅下降、绝对值处于较低水平。虽然2022年以来公司盈利弱化，利润总额减少，导致EBITDA对利息的保障倍数下降，但公司经营性现金流持续净流入，且净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标仍表现较好，整体债务压力不大。

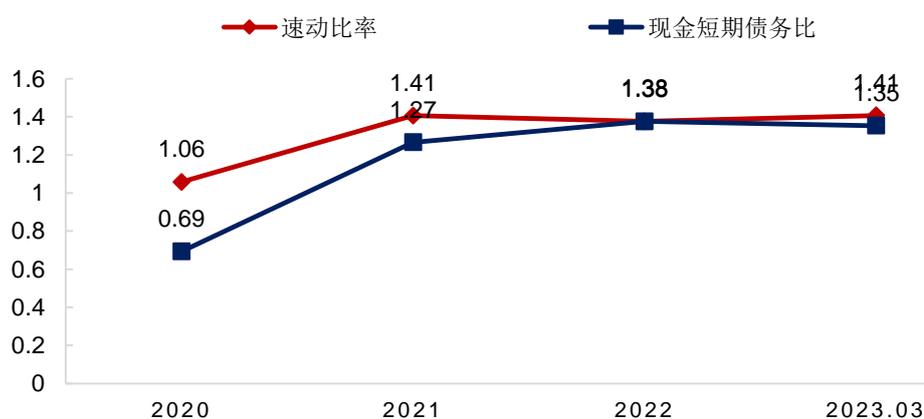
**表9 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流	6.56	28.20	17.76
FFO(亿元)	2.27	19.92	30.91
资产负债率	37.00%	39.29%	39.15%
净债务/EBITDA	--	0.48	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	16.15	29.24
总债务/总资本	24.21%	25.00%	24.38%
FFO/净债务	--	152.52%	180.33%
经营活动现金流/净债务	98.02%	215.96%	105.63%
自由活动现金流/净债务	53.98%	98.47%	-0.66%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产较为充裕，2022年末现金短期债务比等流动性指标表现较好。公司前两大股东分别为广东省省属国有企业和东莞市市属国有企业，股东背景较强，同时公司作为上市公司且系覆铜板行业的龙头厂商，市场认可较高；并且截至2023年3月末公司尚未使用的银行授信余额达111.33亿元，整体而言公司外部融资畅通，融资弹性较强，获取流动性资源的能力较强。

**图 6 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

## （一）ESG 风险因素

### 环境因素

公司主营业务在生产过程中会产生废水、废气、固体废弃物和噪音，在各地工厂均建立防治污染设施并正常运行，根据公司《2022 年度报告》以及公司出具的 ESG 相关说明，过去一年公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

### 社会因素

根据公司出具的 ESG 说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

### 治理因素

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，形成了运作规范、相互制衡的现代法人治理结构。并根据公司定位、业务特点及业务发展需要，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、供应链管理部和品质管理部、信息管理部等职能部门，组织架构清晰，详见附录三。公司发展战略稳健，坚持以做大做强覆铜板为主业。此外，公司人员稳定性较强，管理、生产、技术等核心人员具有较强的工作能力和丰富的行业经验。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月16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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2022年1月1日至报告查询日（2023年5月54日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

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、挠刚结合等多个系列，长期向国内主要PCB厂商供货，客户较分散且粘性较高。虽然2022年以来受行业周期性调整，公司收入和利润均出现下滑，但公司经营性现金流仍表现较好且净流入规模上升，账面货

币资金仍较充裕，对债务本息的覆盖程度较高。同时作为A股上市公司，公司在资本市场的融资渠道多元且畅通，与银行合作关系稳定，期末可使用的银行授信余额较多，公司具备良好的抗风险能力。

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“21生益科技MTN001”的信用等级为AA+。

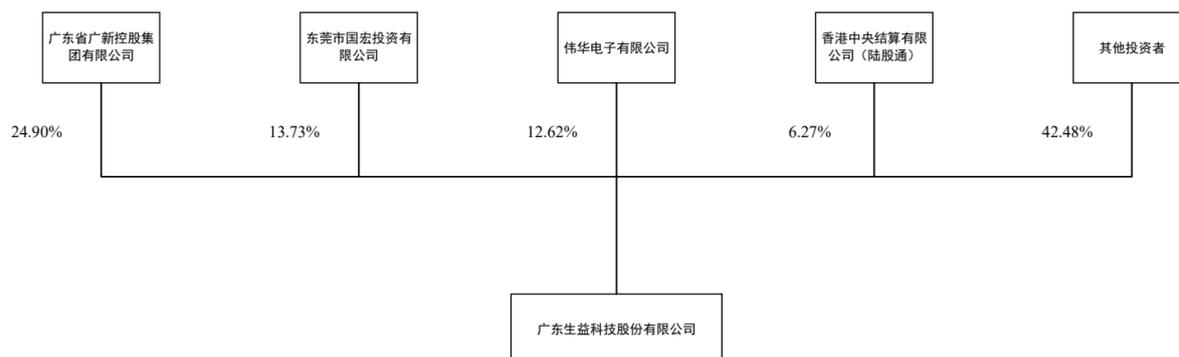
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	33.52	31.06	22.87	8.50
应收账款	50.20	55.82	61.20	48.88
存货	41.27	40.84	45.20	25.19
应收票据及应收账款	50.22	55.83	61.20	48.89
流动资产合计	138.76	142.32	147.20	97.16
固定资产	78.58	78.66	70.71	63.74
非流动资产合计	109.77	109.63	97.11	86.42
资产总计	248.53	251.96	244.31	183.57
短期借款	14.22	15.58	16.93	21.57
应付账款	29.39	33.86	32.96	29.03
应付票据及应付账款	33.12	36.76	41.07	30.40
一年内到期的非流动负债	14.80	12.36	3.34	7.25
流动负债合计	69.28	73.77	72.53	68.04
非流动负债合计	22.67	25.22	23.12	9.10
负债合计	91.95	98.99	95.65	77.14
总负债	50.03	50.98	47.94	36.24
所有者权益	156.58	152.96	148.66	106.43
营业收入	37.56	180.14	202.74	146.87
营业利润	2.74	17.85	33.16	20.90
净利润	2.43	16.32	29.25	18.00
经营活动产生的现金流量净额	6.56	28.20	17.76	17.58
投资活动产生的现金流量净额	-3.60	-11.93	-18.80	-18.33
筹资活动产生的现金流量净额	-0.49	-6.48	13.98	-2.15
<b>财务指标</b>	<b>2023年3月</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
EBITDA(亿元)	3.30	27.34	39.93	28.82
FFO(亿元)	2.27	19.92	30.91	21.49
净债务(亿元)	6.69	13.06	16.81	18.81
销售毛利率	19.74%	22.03%	26.82%	26.78%
EBITDA 利润率	--	15.18%	19.70%	19.62%
总资产回报率	--	7.82%	16.10%	13.01%
资产负债率	37.00%	39.29%	39.15%	42.02%
净债务/EBITDA	--	0.48	0.42	0.65
EBITDA 利息保障倍数	--	16.15	29.24	23.13
总债务/总资本	24.21%	25.00%	24.38%	25.40%

FFO/净债务	--	152.52%	180.33%	116.95%
速动比率	1.41	1.38	1.41	1.06
现金短期债务比	1.35	1.38	1.27	0.69

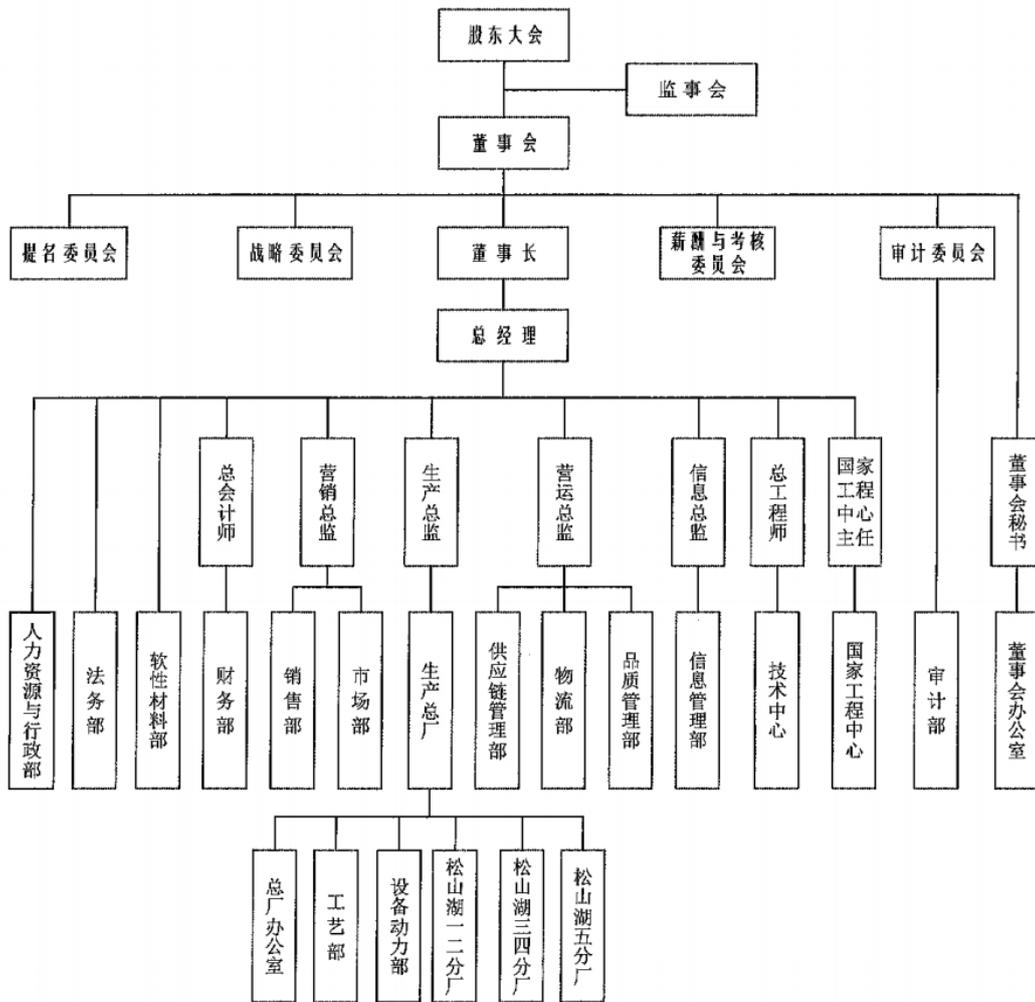
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023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	218,300.00 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

资料来源：公开信息查询，中证鹏元整理

## 附录五 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+租赁负债+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

## 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、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。

### 四、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。