中诚信证评 CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪332号

木林森股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“木林森股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级**AA**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月三十日

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

木林森股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	木林森股份有限公司
债券简称	18 木森 01
债券代码	112726
发行规模	人民币 2 亿元
存续期限	2018/7/16~2021/7/16（附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权）
上次评级时间	2018/7/2
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA 评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA 评级展望 稳定

概况数据

木林森股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	53.75	59.26	96.20	97.23
总资产（亿元）	139.23	188.96	320.41	316.67
总债务（亿元）	63.10	98.10	131.46	127.08
营业总收入（亿元）	55.20	81.69	179.52	46.70
营业毛利率（%）	24.35	21.02	26.01	30.53
EBITDA（亿元）	11.59	17.50	28.24	5.83
所有者权益收益率(%)	9.03	11.41	7.57	6.90
资产负债率（%）	61.39	68.64	69.98	69.30
总债务/EBITDA（X）	5.44	5.61	4.66	5.45
EBITDA 利息倍数（X）	10.44	6.32	7.40	5.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 经过年化处理。

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn
曾永健 yjzeng@ccxr.com.cn
Tel：（021）60330988
Fax：（021）60330991
www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 30 日

基本观点

跟踪期内，木林森股份有限公司（以下简称“木林森股份”或“公司”）保持显著的规模优势，同时并购 LEDVANCE 后收入规模大幅增长，综合竞争力进一步增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临激烈的行业竞争、经营性现金流有所恶化、债务期限结构有待改善、LEDVANCE 整合风险等因素以及实际控制人股权质押风险等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持木林森股份主体信用级别 **AA**，评级展望稳定；维持“木林森股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别 **AA**。

正 面

- LED 板块产能持续扩张，规模优势显著。公司作为国内 LED 封装龙头企业，通过持续设备购置和技术升级改造提升产能，截至 2018 年末 Lamp LED、SMD LED 封装产能分别为 502.01 亿只和 7,372.11 亿只，同比分别增长 13.00%和 68.75%，规模优势进一步增强。
- 2018 年公司完成并购推动收入规模大幅增长。公司不断向产业链上下游延伸，2018 年完成并购后新增灯具业务，推动收入规模持续增长，当年实现营业总收入 179.52 亿元，同比增长 119.76%。
- 并购 LEDVANCE 增强综合竞争力。2018 年 4 月公司将 LEDVANCE 纳入财务报表合并范围，并购完成后公司在照明应用产业链进一步延伸，并有利于通过其品牌优势拓展海外市场，增强综合竞争力。

关 注

- 行业竞争激烈使得公司 LED 封装产品获利能力削弱。国内 LED 封装行业竞争激烈，2018 年公司相关产品价格有所下降，受此影响该板

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

块收入规模有所下滑，当年 SMD LED、Lamp LED 毛利率分别为 18.73%和 27.02%，分别较上年下降 3.78 个百分点和 4.71 个百分点，加之并购后期间费用侵蚀，整体经营性业务利润同比减少 42.44%至 3.61 亿元，未来经营性业务利润变动有待关注。

- 公司经营利润对政府补助依赖程度高。2018 年公司收入规模大幅增长，但经营性业务盈利能力大幅减弱，得益于其他收益（主要系政府补助）8.08 亿元等非经营性收益，当年取得净利润 7.28 亿元。公司经营利润对政府补助依赖程度高，政府补助可持续性对公司利润产生较大影响。
- 经营性现金流有所恶化。2018 年公司经营活动净现金流为 2.95 亿元，同比减少 72.89%；2019 年一季度经营活动净现金流较上年同期减少 159.95%至-1.04 亿元，主要系采购环节支付资金及为职工支付现金增加。公司经营性现金流有所恶化，无法对债务利息形成保障。
- 债务规模快速上升，债务期限结构有待改善。公司项目投资和流动资金需求增加使得债务规模快速上升，2019 年 3 月末总债务为 127.08 亿元，其中短期债务为 108.09 亿元，长短期债务比为 5.69 倍，债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- LEDVANCE 整合及商誉减值风险。LEDVANCE 业务体量较大，现处于传统光源业务向 LED 光源业务转型阶段，缩减传统光源产能过程中将产生较大规模期间费用，若未来经营情况恶化或经营未达预期，或使得公司面临较大财务压力和商誉减值风险，中诚信证评对公司可能面临的整合及商誉减值风险予以持续关注。
- 实际控制人股权质押风险。截至 2019 年 5 月 8 日，公司实际控制人孙清焕共质押公司股份 492,869,998 股，占其总持股数的 68.89%，占公司总股本的 38.59%，质押比例高，若公司股价发生大幅波动，或将面临较大质押风险。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

募集资金专项说明

木林森股份有限公司（以下简称“木林森股份”或“公司”）于 2018 年 7 月 16 日公开发行“木林森股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（债券简称“18 木森 01”，以下简称“本期债券”），发行规模为 2 亿元，票面利率为 7.0%，期限为 3 年期，在债券存续期的第 2 个计息年度末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金用于偿还公司债务、优化公司债务结构和补充流动资金。

公司本期债券募集资金扣除发行费用后实际到账 19,880 万元，截至 2018 年 12 月 31 日，本期债券募集资金已使用 19,880 万元，当年末募集资金专户余额为 0.33 万元（利息）。

重大事项

并购 LEDVANCE 及非公开发行股票事项

2016 年 7 月公司与珠海和谐卓越投资中心（有限合伙）、和谐浩数投资管理（北京）有限公司、义乌市国有资本运营中心（后更名为“义乌市国有资本运营有限公司”，以下简称“义乌国资”）共同发起设立义乌和谐明芯股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“和谐明芯”，主营业务为 LED 行业优质企业或优质资产的投资、收购），其中公司以货币出资 17,857 万元，持股比例为 35.71%，与义乌国资同为第一大股东。2016 年 9 月，和谐明芯控股子公司和谐明芯（义乌）光电科技有限公司（以下简称“明芯光电”）与欧司朗公司签署收购协议，计划以现金支付方式收购其下属子公司 LEDVANCE GmbH（根据德国法律成立的企业）、LEDVANCE LLC（根据美国法律成立的企业）（LEDVANCE GmbH 和 LEDVANCE LLC 以下合称为“LEDVANCE”，主要业务包括传统光源业务、LED 照明光源及灯具业务）全部股份。2017 年 3 月，明芯光电与 LEDVANCE 股东完成本次交易的股权交割。

公司不断向 LED 产业链上下游延伸及投资扩产，资产规模和生产能力不断加强，产业链布局逐步完善。2018 年公司通过发行股份及支付现金方式购买明芯光电 100%股权，交易金额为 400,000 万元，其中以现金方式支付明芯光电交易对价的 31.35%，总计 125,400 万元；以发行股份方式支付明芯光电交易对价的 68.65%，总计 274,600 万元。根据公司与明芯光电全体股东并购协议，本次交易经相关部门批准后双方应先完成并购对象工商变更，然后于股权过户手续办理完毕后公司支付本次并购现金支付部分对价，双方安排公司从和谐明芯退伙，退伙手续完成后公司应办理交易对方在本次收购中所获得公司新增股份的登记手续。2018 年 4 月交易双方完成工商变更登记手续，公司持有明芯光电 100%股权，将其经营主体 LEDVANCE 纳入财务报表合并范围。2018 年 5 月，公司支付购买明芯光电现金支付部分对价。2018 年 6 月公司完成非公开发行股票 195,305,832 股，每股发行价格为人民币 14.06 元，募集资金总额 27.46 亿元，用于支付购买明芯光电股份支付部分对价。公司此次合并成本合计 400,000 万元，取得的可辨认净资产公允价值份额 225,744.57 万元，形成 174,255.43 万元商誉。

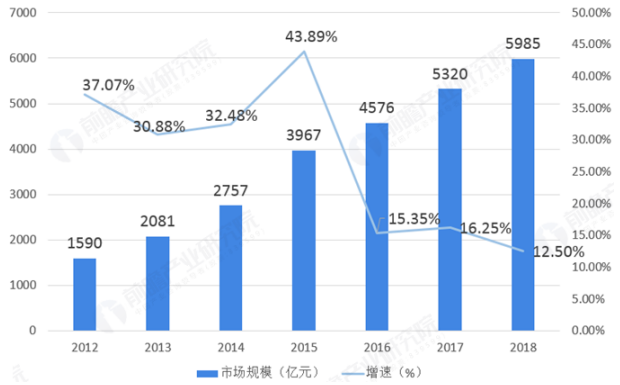
行业分析

我国 LED 行业在市场需求和政策支持等因素驱动下快速扩张，2018 年随着行业持续发展，产业集中度有所提升，未来 LED 行业有望进入稳定发展阶段。

LED（Light Emitting Diode）是一种能够将电能转化为可见光固态半导体器件。由于 LED 具有使用寿命长、耗电量低和材料环保等诸多优点，未来将逐步替代白炽灯和荧光灯。目前，我国 LED 行业渗透率约为 40%，近年仍处于快速替代阶段。随着我国中产阶级崛起和消费升级，照明市场仍存在较大需求。

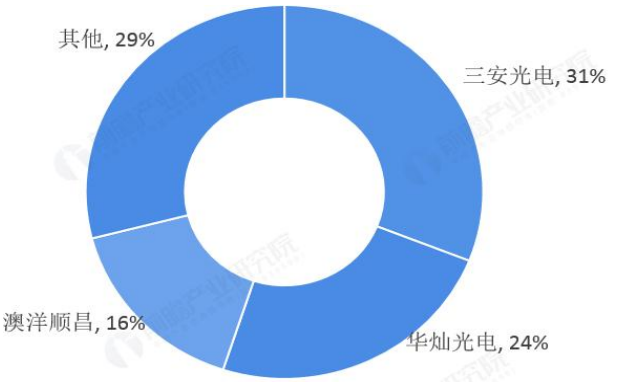
cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

图 1：近年我国 LED 行业市场规模走势图



资料来源：前瞻产业研究所，中诚信证评整理

图 2：2018 年我国 LED 芯片领域竞争状况



资料来源：前瞻产业研究所，中诚信证评整理

我国 LED 行业在市场需求和政策支持等因素驱动下快速扩张，目前已经形成涵盖上游外延片及芯片、中游封装和下游应用完整产业链。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计数据，2018 年 LED 产业整体市场规模为 5,985 亿元，同比增长 12.50%，但行业增速有所放缓，较上年下降 3.75 个百分点。随着 LED 行业渗透率逐步提升，下游需求持续增长，加之国际厂商因成本因素逐步退出中国市场及代工订单增加，结构性产能过剩局面缓解，产业链供求关系改善，产品价格企稳，产业将保持持续增长。

在我国政府产业政策支持下，LED 芯片厂商加大研发投入，依靠资金、规模等优势相继扩产，国内 LED 芯片行业快速发展，全球 LED 芯片产能逐渐向中国大陆转移。随着业内企业持续产能扩张，LED 芯片产能过剩问题有所显现，行业增速放缓。根据高工产研 LED 研究所数据显示，2018 年我国 LED 芯片（不包括台湾）行业产值规模达到 191 亿元，同比增长 1.6%，占全球 LED 芯片产值比例 39.8%。同时，随着国内主要 LED 芯片大厂产能持续释放，未来我国 LED 芯片价格或将下跌，但由于芯片成本影响，LED 芯片价格下降空间有限。从行业格局方面来看，我国 LED 芯片领域市场集中度较高，行业产能排名前三企业市占率高达 71%。未来我国 LED 芯片产能进一步向龙头企业集中，上游有竞争力企业或将减少到 10 家以内，而业内规模较小、技术实力较弱企业将逐渐被淘汰出局。总体来看，LED 芯片行业规模生产已逐步形成，未来有技术、资金和成本优势企业将会在竞争中取得更多话语权。

相较于 LED 芯片制造业，LED 封装技术门槛和投资门槛均较低，行业内小厂商众多，产业集中度低，且产品价格因产能扩张而面临下降风险，竞争比较激烈。另一方面，LED 照明行业持续景气刺激 LED 封装行业产能扩张，多家企业均有大规模扩产计划，产能过剩或将导致产品价格进一步下降，小规模封装企业将难以生存。根据集邦咨询 LED 研究中心产业供需数据库数据，2018 年 LED 封装产值达到 184 亿美元，相较于 2017 年仅增长 3.1%。

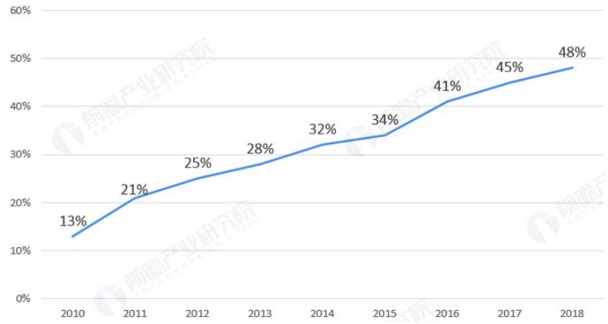
我国 LED 封装行业领先厂商业绩相对稳健、产能稳定，凭借规模效应和标准化生产优势挤压中小型低端封装企业生存空间。根据 LEDinside 数据显示，从全球前十大 LED 封装厂的营收排名来看，名次与 2017 年基本一致，前三名依旧为日亚化学工业株式会社、OSRAM 和 Lumileds；位居前十的台湾地区厂商为亿光电子工业股份有限公司与光宝科技股份有限公司，中国大陆厂商则是木林森股份与佛山市国星光电股份有限公司。国内市场方面，木林森股份依旧保持行业第一，随着产能持续扩张，规模优势进一步显现，行业维持“一超多强”局面。LED 封装行业集中度低，市场竞争激烈，同时受上下游影响较大。未来并购重组以形成规模优势、寻求产业链延伸和技术提升或将成为封装厂商发展方向。

近年来，随着全球各国日益关注节能减排，作为最具优势的新型高效节能照明产品 LED 成为世界各国节能照明重点推广产品，使得全球 LED 照明市场迅速发展，2018 年全球 LED 产值规模达到 629 亿美元。根据高工产研 LED 研究所数据显示，

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

2018 年全球 LED 照明渗透率已经达到 42.5%，2018 年中国 LED 照明市场规模达到 5,985 亿元，同比增长 12.5%。LED 通用照明作为 LED 应用行业最主要市场，受益于 LED 照明渗透率迅速提高，市场规模迅速扩大。2010 年 LED 在通用照明领域渗透率仅为 13%，至 2018 年行业渗透率快速增长至 48%。

图 3：2010~2018 年 LED 在通用照明领域渗透率



资料来源：前瞻产业研究所，中诚信证评整理

从渠道角度来看，传统照明时代消费者更加注重照明功能，销售终端以五金店和商超等为主，中小企业往往能以低价占据一定市场份额。随着 LED 照明时代到来，灯具向多元化及个性化方向发展，消费者对照明产品外观需求增加，具体表现为商业照明更加注重灯光场景融合、家居照明更加注重风格多元。传统五金店渠道已经不适合风格化产品销售，门店装修和面积要求进一步提高。

总体来看，在下游需求和政策扶持带动下，近年来我国 LED 产业快速发展，同时行业内产品差异化有所增加，行业集中度有所提升，未来 LED 行业有望进入稳定发展阶段。

业务运营

跟踪内，木林森股份作为一家集 LED 封装与 LED 应用产品为一体综合性光电企业，仍主要从事 LED 封装及应用系列产品研发、生产与销售业务，产品广泛应用于家用电子产品、灯饰、景观照明、交通信号、平板显示及亮化工程等领域。公司主要产品有 SMD LED、Lamp LED 和 LED 应用（包括照明产品及其他）三大类，产品系列丰富、型号多样、种类齐全。公司为全球 LED 封装行业主要厂商，在国内 LED 封装行业处于领先地位，规模优势显著。2018 年 4 月公司通过并购将 LEDVANCE 纳入财务报表合并范围，在照明应用产业链进一步延伸，综合竞争力大幅提升，产品系列多元化及产业链不断完善有利于增强公司市场竞争及抗风险能力。2018 年公司围绕“LED 器件、照明生产制造、品牌运营”在上游 LED 芯片及下游 LED 照明应用深度布局打造 LED 产业链生态系统，持续提升公司经营能力。受益于产能持续扩张、市场开拓及对产业链下游并购重组，2018 年公司实现营业总收入 179.52 亿元，同比增长 119.76%，其中灯具业务、SMD LED、Lamp LED 和 LED 应用及其他分别实现营业收入 99.19 亿元、51.09 亿元、6.27 亿元和 19.81 亿元，占营业总收入比重分别为 55.25%、28.46%、3.49%和 11.04%。2019 年一季度受 LEDVANCE 并表等因素影响，当期公司实现营业总收入 46.70 亿元，较上年同期增长 130.86%，收入规模较上年同期大幅增长。

表 1：2017~2019.Q1 公司收入构成情况

单位：亿元

	2017	2018	2019.Q1
灯具业务	-	99.19	31.97
Lamp LED	6.64	6.27	1.42
SMD LED	55.74	51.09	9.27
Display LED	0.77	0.71	0.18
LED 应用及其他	17.03	19.81	3.25
主营业务合计	**80.18**	**177.07**	**46.09**
其他业务收入	1.51	2.44	0.61
营业收入合计	**81.69**	**179.52**	**46.70**

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年公司通过并购明芯光电使得产业链向 LED 应用领域进一步延伸，综合竞争实力大幅提升，但仍需关注未来可能面临的整合及商誉减值风险。

公司发展目标为产业链完整、具有国际竞争力大型 LED 系列产品供应商。公司为加强海外市场开拓力度，2018 年向产业链下游 LED 应用领域延伸，当年 4 月通过并购明芯光电将其经营主体 LEDVANCE 纳入合并报表。LEDVANCE 系欧司朗公司旗下原照明业务运营主体，主要业务包括传统光源业务、LED 照明光源及灯具业务、智能家居灯具业务等，拥有覆盖全球销售渠道、客户网络以及强大品牌影响力。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

欧司朗照明业务在全球绝大多数市场排名均在前三，在西欧居首位，品牌影响力、销售渠道和生产能力等方面均处在世界一流水平。欧司朗公司剥离通用照明业务初期，LEDVANCE 可被授权使用 OSRAM 及 Sylvania 品牌，延续其品牌优势。除此之外，欧司朗公司还将其他百余项商标授权 LEDVANCE 使用。销售方面，LEDVANCE 同时具备接触贸易和零售客户渠道，代理商和分销商网络遍布全球，销售和市场营销人员覆盖 40 余个国家及地区。生产方面，LEDVANCE 在全球拥有 14 座工厂，能更快速地为当地市场提供产品，具有独立完整生产、采购、销售及研发等业务体系。

受 LED 产业快速发展，为应对行业技术发展变化趋势，LEDVANCE 将实施传统光源产能缩减计划，预计 2025 年将整体自产比例降至 15%左右，同时精简产品种类，在满足市场客户基本需求情况下减少细分种类以提升整体经营效率。为适应通用照明行业整体向 LED 领域发展趋势，LEDVANCE 将加大在 LED 产品上投入力度，重点提升产品研发设计能力、供应链管理能力以及营销推广能力。生产方面，LEDVANCE 计划只自产旗舰类核心 LED 产品，其他产品均采用外包生产模式，通过全球化供应商体系，建立兼具成本优势和产品创新性供应链，迅速提升产品销售规模。同时，LEDVANCE 还将持续开展 OTC 灯具、智能家居电子等新兴业务以应对传统光源业务下滑趋势。随着 LEDVANCE 加大对 LED 产品投入力度，预计未来 LED 业务将继续保持较快增长。2018 年末 LEDVANCE 资产总额为 99.04 亿元，同期资产负债率为 78.69%，债务规模水平较高。当年 LEDVANCE 实现营业收入 99.60 亿元，其中传统光源、LED 光源和 OTC 灯具业务占比分别为 39.16%、32.94%和 18.84%，取得净利润 2.36 亿元，经营情况趋好。LEDVANCE 业务体量较大，现处于传统光源业务向 LED 光源业务转型阶段，未来或将面临一定经营压力，同时缩减传统光源产能过程中因关厂及员工辞退等环节将产生较大规模期间费用，若未来经营情况恶化或经营未达预期，或使得公司面临较大财务压力和商誉减值风险，中诚信证评对公司可能面临的整合及商誉减值风险予以持续关注。

未来公司将在境外以 LEDVANCE 品牌优势拓展海外市场份额，扩大海外市场影响力，海外市场收入规模或将大幅提升。同时，LEDVANCE 整体业务体量较大，现处于业务转型阶段，未来或将面临一定经营压力。

2018 年公司 LED 封装板块产品产销情况表现较好，但受产品价格下跌影响，该板块收入规模有所下滑，得益于并购事项完成，当年收入规模大幅增长。

公司原主要产品有 SMD LED、Lamp LED、LED 应用（包括照明产品及其他）三大类以及少量 Display LED 产品。公司依托技术研发实力，在稳固国内 LED 封装市场地位同时，逐步加大对 LED 下游及其配套组件投资及市场拓展力度，2018 年 4 月公司并表 LEDVANCE 新增灯具业务，该板块实现营业收入 99.19 亿元，占当年营业收入比重高达 55.25%，使得当年收入规模大幅增长。

近年公司通过持续设备购置和技术升级改造提升产能来应对快速增长市场需求，为未来业务发展奠定良好基础。目前公司国内生产基本集中在广东中山小榄基地、江西吉安和江西新余等，此外以上主要生产基地仍有拥有部分新建产能及在建产能项目。截至 2018 年末，公司 Lamp LED、SMD LED 封装产能分别为 502.01 亿只和 7,372.11 亿只，分别同比增长 13.00%和 68.75%；当年末 LED 应用中线路板、照明灯及灯饰产品产能分别为 8,884.19 万块、25,858.77 万盏和 2,213.82 万米，其中线路板和照明灯产品产能分别同比增长 35.42%和 10.00%。受益于市场开拓情况较好，2018 年公司大部分产品市场需求增加，推动当年产量增长。2018 年公司 Lamp LED、SMD LED、线路板、照明灯及灯饰产品产量分别为 491.40 亿只、6,083.92 亿只、9,116.95 万块和 22,892 万盏，分别同比增长 14.94%、49.58%、55.43%和 15.25%。2018 年公司部分新增产能尚未完全释放，SMD LED 产品产能利用率下降约 10 个百分点，但目前整体产能利用率仍维持在 90%左右，产能利用情况表现较好。未来公司将稳步发展 LED 封装业务，通过生产线专一化和标准化降低生

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

产过程损耗，提高设备生产效率；并进一步向 LED 应用产业链延伸，预计各主要产品产能及产量仍将保持快速增长。

表 2：近年公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

年度	项目	Lamp LED（万只）	SMD LED（万只）	线路板（块）	照明灯（盏）	灯饰（米）
2017	产能	4,442,649	43,686,556	65,604,138	235,079,731	22,138,194
	产量	4,275,159	40,673,858	52,221,777	198,628,797	20,588,520
	产能利用率	96%	93%	80%	84%	93%
2018	产能	5,020,098	73,721,063	88,841,923	258,587,704	22,138,193
	产量	4,913,972	60,839,152	81,169,488	228,928,477	17,774,655
	产能利用率	98%	83%	91%	89.00%	80.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，2018 年公司继续维持全产业链合作模式，通过与上游 LED 芯片厂商形成战略盟关系，保证主要原材料 LED 芯片供应。随着生产规模不断扩张，公司对 LED 芯片需求量日益增大，当年 LED 芯片采购量为 1,034,403,335PCS，同比增长 26.36%。近年随着国内 LED 芯片生产厂商逐步壮大及 LED 芯片工艺技术水平不断提升，国产 LED 芯片产量逐步增加，市场供应相对充足，LED 芯片采购价格也呈逐年下降态势。2018 年公司 LED 芯片采购均价为 2.67 元/PCS，采购均价同比下降 25.42%。当年公司 LED 芯片采购金额为 27.62 亿元，占生产成本比重为 47.00%，较上年下降 4.76 个百分点。

经过多年积累，公司已与主要原材料供应商建立了稳定合作关系，受 2018 年新增传统光源等产品原材料采购成本增加，当年对前五大供应商采购总额比重有所下降。2018 年公司对前五大供应商采购金额合计为 31.36 亿元，同比增长 21.27%，占采购总额比重为 22.29%，较上年下降 13.03 个百分点。近年，公司 LED 封装经营规模扩大使得采购价格及货款支付方式等方面议价能力有所增强，原材料采购款一般在货到后 3~4 个月以现金或承兑汇票方式支付，较上年延长约 1 个月。但公司并购对象运营主体 LEDVANCE 采购付款周期约 1 个月，采购环节所享受信用账期较短，2018 年公司整体采购环节付款周期约 3 个月，较上年缩短约 1 个月，一定程度上加大资金周转压力。

表 3：2018 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%

序号	供应商名称	采购金额	占总采购额比例
1	供应商一	9.30	6.61
2	供应商二	6.39	4.54
3	供应商三	5.54	3.94
4	供应商四	5.44	3.86
5	供应商五	4.69	3.33
合计		**31.36**	**22.29**

注：以上数值相加差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司建立了完善的生产运营管理系统、品质管理系统和信息管理系统及平台，实行全程质量控制，从原材料进货检验、生产过程操作监控、产品过程质量检测到成品入库检测均设有严格的质量标准和操作规范。值得注意的是，2018 年公司因上游供应商原因，部分产品出现质量问题，预计造成直接和间接损失约人民币 2.70 亿元。根据供货合同约定，公司与相关供应商友好协商，初步达成赔偿意向（相关供应商向公司赔偿 2.06 亿元）。公司将与上述供应商将就具体的赔偿金额和赔偿细节进行商谈后签署《质量赔偿协议》，中诚信证评对赔偿事项进展及后续产品质量问题予以持续关注。公司生产所需主要原材料 LED 芯片市场供应相对充足，采购价格呈下降态势，同时随着公司生产规模扩大，采购环节议价能力有所增强，但采购环节存在一定产品质量风险。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

表 4：近年公司主要产品销量、价格和产销率情况

年度	项目	Lamp LED（万只，元/万只）	SMD LED（万只，元/万只）	线路板（块，元/块）	照明灯（盏，元/盏）	灯饰（米，元/米）
2017	销量	4,508,631.12	39,566,606.83	43,785,109.00	205,713,146.56	16,907,279.11
	价格	147.16	140.89	6.35	6.42	6.23
	产销率	105%	97%	84%	104%	82%
2018	销量	4,869,831.77	54,023,190.31	101,203,734.00	217,927,595.60	17,326,270.00
	价格	128.81	94.57	5.00	6.21	6.77
	产销率	99%	89%	125%	95%	97%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2018 年公司大力开发高端客户，与其建立长期合作关系，并强化各地销售分公司和代表处辐射力度、强化经销商的作用、加强电子商务平台建设，同时加强媒体广告宣传力度；加大力度引进优秀销售人才，构建高效率、高素质销售队伍。此外，当年公司依托 LEDVANCE 遍布全球代理商和分销网络，加大 LED 应用等产品业务渠道拓展。2018 年公司 Lamp LED、SMD LED、线路板、照明灯及灯饰产品销量分别为 486.98 亿只、5,402.32 亿只、10,120.37 万块、21,792.76 万盏和 1,732.63 万米，分别同比增长 8.01%、36.54%、131.14%、5.94%和 2.48%，当年各产品销量均有所增长，产品销售情况表现较好。产品价格方面，随着 LED 封装技术不断趋于成熟、原材料成本逐渐下降和行业竞争加剧等因素影响，公司主要产品销售价格下降，对整体经营管理及成本控制提出更高要求。2018 年公司 Lamp LED、SMD LED、线路板和照明灯产品销售均价分别为 128.81 元/万只、94.57 元/万只、5.00 元/块和 6.21 元/盏，同比分别下降 12.47%、32.88%、21.26%和 3.27%。2018 年公司封装板块产品产销情况表现较好，但受产品价格下跌影响，该板块收入规模有所下滑。当年公司 SMD LED、Lamp LED 分别实现营业收入 51.09 亿元和 19.81 亿元，分别同比下降 8.34%和 5.57%。

销售渠道方面，公司产品采取直接销售和经销商分销方式拓展业务。2018 年公司加大 LED 封装业务分销渠道拓展力度，利用经销商在面对终端市场的客户资源优势，提升公司产品知名度，逐步扩大销售网络，加之并表企业 LEDVANCE 主要通过代理商和分销商等渠道销售产品，受此影响当年分销收入占比大幅提升。2018 年，公司分销收入为 167.24 亿元，同比增长 215.90%，占营业总收入比重为 93.16%，较上年上升 28.35 个百分点。

表 5：2017~2018 年公司分销收入占比情况

单位：亿元

	2017	2018
分销收入	52.94	167.24
营业收入	81.69	179.52
分销收入占比	64.81%	93.16%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，2018 年公司并表企业 LEDVANCE 销售区域分布在以美国为主美洲市场和以德国为主欧洲市场，受此影响当年境外销售收入规模大幅增长。2018 年公司境外销售收入 103.83 亿元，同比增长 791.79%，占营业总收入比重为 57.84%，较上年上升 43.58 个百分点。公司境外收入分布于多个国家及地区，若汇率大幅波动，将对公司盈利能力产生一定影响。受 2018 年新增传统光源等产品销售收入，当年公司对前五大客户销售总额比重有所下降。2018 年公司对前五大客户销售金额合计为 45.87 亿元，占年度销售总额比重为 25.55%，较上年下降 25.75 个百分点。

表 6：2018 年公司前五大客户情况

单位：亿元、%

序号	客户名称	销售金额	占总销售额比例
1	客户一	12.36	6.88
2	客户二	10.03	5.59
3	客户三	9.44	5.26
4	客户四	7.27	4.05
5	客户五	6.77	3.77
合计		45.87	25.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司为满足市场需求，通过产能扩张提升供给能力，同时随着产能扩张，LED 封装行业龙头地位

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

进一步得到巩固。截至 2018 年末，公司在建拟建项目总投资额为 35.03 亿元，已投资金额 8.95 亿元，待投资金额 26.08 亿元。公司投资项目主要系义乌 LED 照明应用产品项目、小榄基地高性能 SMD LED 封装和小榄电源生产等项目，项目建设资金主要来源于自有资金及其他资金。中诚信证评将持续关注公司未来投资进度以及项目建设资金使用情况。

表 7：截至 2018 年末公司境内主要在建及拟建项目情况

单位：亿元

项目名称	总投资	资金计划				资金来源
		截至 2018 年末已投资	2019	2010	2021	
设备安装及升级改造	5.00	4.68	0.32	-	-	自有资金
吉安二期工程	5.00	1.93	3.07	-	-	自有资金
义乌 LED 照明应用产品项目	13.47	2.33	5.00	6.14	-	自有资金/其他资金
五桂山一期工程	0.05	0.01	0.04	-	-	自有资金
小榄电源生产	3.23	-	3.23	-	-	-
小榄高性能封装	8.28	-	8.28	-	-	-
合计	**35.03**	**8.95**	**19.94**	**6.14**	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司拥有较强技术研发实力，持续研发投入及人才储备亦为公司保持行业技术领先优势和后期业务发展奠定了基础。

公司自成立以来，一直重视产品研发和技术创新，在 LED 封装及应用领域已经取得一系列技术成果，具备提供 LED 封装及应用产品整套解决方案能力。为保证产品具备持续技术领先优势，公司不断加大研发投入，同时随着并购完成研发投入及人才储备大幅增加。2018 年公司研发投入金额为 6.92 亿元，同比增长 126.31%，研发投入在营业总收入中占比达到 3.86%，较上年小幅提升。截至 2018 年末，公司及其境内子公司拥有已获授权专利共计 1,800 多项，在 LED 封装领域技术上处于国内领先水平。此外，公司通过对外投资方式加强技术实力，公司投资购买开发晶照明（厦门）有限公司股权，与美国 Bridgelux 在专利技术及市场上合作使公司相关产品能够有效打破国外专利壁垒，为产品走向国际化奠定基础，进而提升品牌影响力和核心竞争力。值得注意的是，近年美国针对我国半导体照明及显示企业诉讼案件呈现出上升趋势。2019 年 5 月 1 日，美国公司 Lighting Science 等向美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，指控公司对美国出口、在美国进口和在美国销售 LED 产品、系统及其组件侵犯其专利权，中诚信证评对上述事件进展情况及可能对公司运营产生的影响予以持续关注。

综合来看，公司 LED 封装产品在技术上处于国内领先水平，并拥有相应自主知识产权，领先行业技术为后续业务发展奠定良好基础。

财务分析

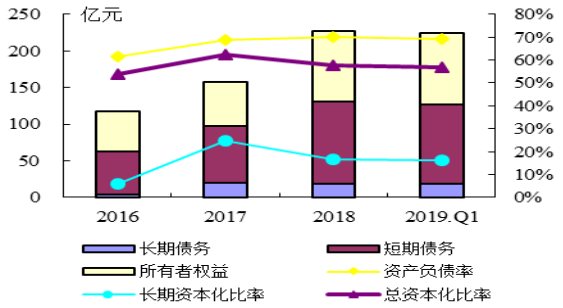
以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计 2019 年一季度财务报表。

资本结构

近年来公司积极在股权市场融资，随着并购事项完成，业务规模大幅扩张，整体资产规模保持增长趋势，2018 年末总资产和总负债分别为 320.41 亿元和 224.21 亿元，分别同比增长 69.56%和 72.87%。2018 年公司通过非公开发行及利润留存，自有资本实力不断增强，当年末所有者权益同比增长 62.32%至 96.20 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 316.67 亿元和 219.44 亿元，同期所有者权益为 97.23 亿元。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

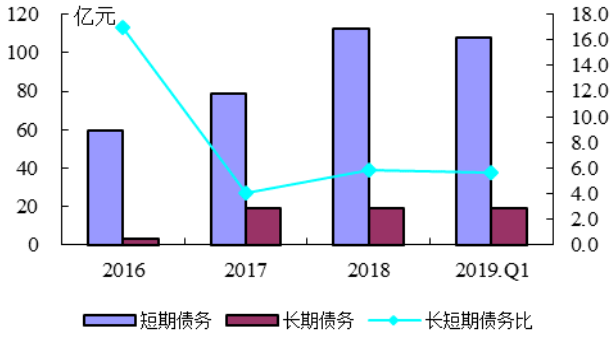
图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.98%和 57.75%。近年来公司自有资本实力显著增强，但随着生产和对外并购规模扩大，资金需求增加使得债务融资力度逐年加大，财务杠杆水平呈小幅上升趋势。债务结构方面，2018 年末，公司总债务同比增长 34.01%至 131.46 亿元，其中短期债务为 112.28 亿元，同比增长 42.58%，当年末长短期债务比为 5.85 倍。2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.30%和 56.65%，同期总债务为 127.08 亿元，其中短期债务为 108.09 亿元，长短期债务比为 5.69 倍。公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待继续改善。

图 5：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，2018 年公司并购事项完成，主要财务数据和财务指标发生较大变动，当年末流动资产同比增长 94.88%至 187.28 亿元，占总资产比重为 58.45%，较上年末上升 7.59 个百分点，主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货和其他流动资产。2018 年末公司货币资金同比增长 100.11%至 65.00 亿元，其中其他货币资金 36.16 亿元，系银行承兑汇票保证金、借款保证金和工程保证金等，占货币资金比重为 55.64%，流动性受限。2018 年末公司应收票据及应收账款同比增长 74.33%至 55.44 亿元，主要系销售增加带动货款回收规模增长，当期末应收账款为 39.05 亿元，同比增长 143.81%，当年计提坏账准备 0.46 亿元。2018 年末公司存货 48.05 亿元，同比增长 198.38%，主要系收入规模增长带动，其中原材料、在产品和库存商品占比分别为 18.68%、12.68%和 68.39%。2018 年末公司其他流动资产同比增长 14.30%至 16.42 亿元，主要系理财产品及待抵扣增值税增加。受公司并购事项影响，2018 年末公司非流动资产 133.13 亿元，同比增长 43.37%，主要包括固定资产、商誉和递延所得税资产。当年末，公司固定资产同比增长 24.86%至 70.51 亿元，主要系机器设备和房屋及建筑物等；商誉 17.59 亿元，同比增长 10,325.56%，系收购和谐明芯产生。和谐明芯下属经营主体 LEDVANCE 业务体量较大，现处于传统光源业务向 LED 光源业务转型阶段，未来或将面临一定经营压力，同时缩减传统光源产能过程中将产生较大规模期间费用，若未来经营情况不及预期，或使得公司面临较大商誉减值风险，中诚信证评对公司可能面临的整合风险予以持续关注。2018 年末公司递延所得税资产同比增长 1,267.50%至 15.43 亿元，主要系合并 LEDVANCE 产生可抵扣预计负债、资产减值准备和亏损等。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，2018 年公司并购事项完成，主要财务数据和财务指标发生较大变动，当年末公司流动负债为 177.88 亿元，同比增长 64.19%，占负债总额比重为 79.34%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款、应付职工薪酬和一年内到期的非流动负债构成。随着业务规模扩大，经营性资金需求增加，截至 2018 年末，公司短期借款 53.64 亿元，同比增长 574.83%，主要系质押借款同比增长 557.94%至 42.41 亿元；当年末应付票据与应付账款 83.62 亿元，同比增长 12.10%，主要系应付工程、设备及材料款增加使得应付账款同比增长 55.84%至 38.97 亿元。2018 年末公司应付职工薪酬 14.60 亿元，同比增长 1,212.46%，主要系合并 LEDVANCE 后员工薪酬支

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

出等增加。当年末公司一年内到期的非流动负债13.92亿元，同比增长28.47%，主要系一年内到期的长期借款转入。受公司并购事项影响，2018年末公司非流动负债为46.33亿元，同比增长116.91%，主要由长期借款、长期应付职工薪酬和预计负债构成。2018年末，公司长期借款15.81亿元，同比下降5.72%，主要系部分一年内到期长期借款转入一年内到期的非流动负债；当年末长期应付职工薪酬12.38亿元，系LEDVANCE因精简产能、关闭厂房及遣散员工等支付相关员工辞退福利及其他长期福利；当年末预计负债11.75亿元，系当年合并LEDVANCE产生预计重组支出等，一定程度加大了公司负担。

总的来看，2018年公司定增事项完成及利润留存使得自有资本实力大幅增强。同时，公司外延并购使得业务规模不断扩张，负债规模也随之增长。目前公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待继续改善。

盈利能力

2018年公司通过持续设备购置和技术升级改造提升LED封装产品产能，加之当年市场开拓情况较好使得各主要产品销售规模有所增长。但受原材料成本逐渐下降和行业竞争加剧等因素影响，公司LED封装主要产品销售价格下降，使得该板块收入规模有所下滑。2018年公司LED封装板块中SMD LED、Lamp LED分别实现营业收入51.09亿元和19.81亿元，分别同比下降8.34%和5.57%。2018年公司并购完成后新增灯具业务，产品系列多元化及产业链不断完善，当年LEDVANCE实现营业收入99.60亿元，使得经营规模大幅增长。当年公司实现营业总收入179.52亿元，同比增长119.76%。受合并LEDVANCE影响，2019年一季度公司营业收入较上年同期增长130.86%至46.70亿元。

表8：2017~2019.Q1公司营业收入及毛利率构成情况

单位：亿元、%

类别	2017		2018		2019.Q1	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
灯具业务	-	-	99.19	32.76	31.97	35.21
Lamp LED	6.64	31.73	6.27	27.02	1.42	27.29
SMD LED	55.74	22.51	51.09	18.73	9.27	20.87
Display LED	0.77	5.16	0.71	5.05	0.18	5.20
LED应用及其他	17.03	14.06	19.81	13.96	3.25	12.71
主营业务合计	**80.18**	**21.31**	**177.07**	**26.29**	**46.09**	**30.38**
其他业务收入	1.51	5.37	2.44	5.18	0.61	41.81
营业收入合计	**81.69**	**21.02**	**179.52**	**26.01**	**46.70**	**30.53**

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2018年公司营业毛利率为26.01%，较上年上升4.99个百分点，主要系并购LEDVANCE新增毛利率较高灯具业务带动。2018年LEDVANCE综合毛利率为32.76%，受行业竞争加剧影响，当年SMD LED、Lamp LED毛利率分别为18.73%和27.02%，分别较上年下降3.78个百分点和4.71个百分点。2019年一季度公司营业毛利率为30.53%，较上年上升16.84个百分点。总的来看，随着2018年公司并购事项完成，当年收入规模持续增长，且得益于新增灯具业务较高毛利率带动，整体获利能力有所增强。

期间费用方面，随着并购企业纳入合并报表范围，公司期间费用及营业收入大幅增长。2018年公司期间费用合计41.90亿元，期间费用收入占比23.34%，对当年利润侵蚀情况严重，费用控制能力亟待提高。根据公司重组计划，2019年及以后年度公司将产生相关重组费用约16.00亿元，其中2019年将产生相关重组费用约9.00亿元，2020年将产生相关重组费用约4.00亿元，2020年及以后年度将产生相关重组费用约3.00亿元，相关重组费用支出规模仍较大，将对未来经营业绩产生较大影响。当年公司销售费用同比增长1,216.70%至22.85亿

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

元，主要系收购 LEDVANCE 中介服务费，以及新并表业务产生工资、租金、运输费和广告宣传费等增加；管理费用同比增长 133.29%至 7.30 亿元，主要系管理人员工资薪酬及折旧、办公及装修费等增加；研发费用同比增长 126.31%至 6.92 亿元，主要系材料费及人工费等增加；财务费用同比增长 113.73%至 4.83 亿元，主要系利息支出及银行手续费及其他增加。2019 年一季度公司期间费用合计 13.58 亿元，较上年同期增长 444.18%，占营业收入比重为 29.08%，较上年同期上升 16.74 个百分点。随着公司经营规模持续扩大，期间费用支出大幅增长，期间费用占比长期维持在较高水平，费用控制能力亟待提高。

表 9：2017~2019.Q1 公司期间费用情况

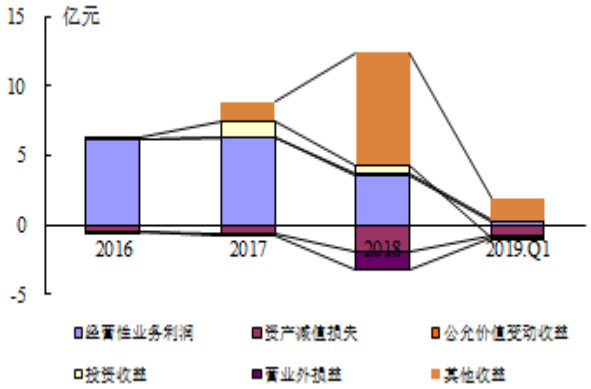
单位：亿元

	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.74	22.85	8.15
管理费用	3.13	7.30	2.09
研发费用	3.06	6.92	1.90
财务费用	2.26	4.83	1.44
期间费用	10.18	41.90	13.58
营业总收入	81.69	179.52	46.70
期间费用收入占比	12.47%	23.34%	29.08%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年，公司利润总额为 9.05 亿元，同比增长 11.77%，其中经营性业务利润 3.61 亿元，同比减少 42.44%，主要系并购对象 LEDVANCE 业务转型产生大量期间费用；当年取得投资收益 0.65 亿元和其他收益（主要系政府补助）8.08 亿元，同期计提资产减值损失 1.93 亿元，发生营业外损益-0.28 亿元。2018 年公司获得当地政府较大支持，当年取得与收益相关产业发展补助同比增长 618.43%至 7.47 亿元，对利润形成较大补充。2019 年一季度公司利润总额为 2.48 亿元，较上年同期增长 13.55%，主要系产生资产处置收益 1.47 亿元；但当期其他收益 1.59 亿元，较上年同期下降 23.54%。公司经营利润对政府补助依赖程度较高，政府补助可持续性对公司利润产生较大影响。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



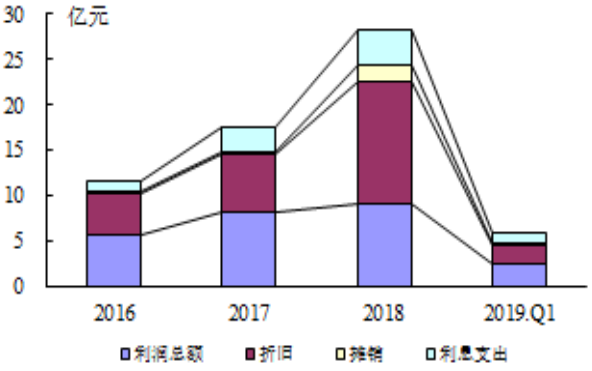
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，随着 LEDVANCE 并表，2018 年公司业务规模大幅提升，整体产品获利能力有所提升。公司并购对象业务转型产生大量期间费用，使得公司经营性业务利润有所下降，但得益于大额政府补助最终保持盈利增长，仍需关注相关整合风险。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成。2018 年公司 EBITDA 为 28.24 亿元，同比增长 61.35%，获现能力不断增强。当年公司折旧和利润总额分别为 13.52 亿元和 9.05 亿元，其中折旧同比增长 111.85%，主要系合并后固定资产规模增加使得折旧增长。2019 年一季度公司 EBITDA 为 5.83 亿元，主要由折旧 2.05 亿元、利息支出 1.06 亿元和利润总额 2.48 亿元构成。

图 7：2016~2019.Q1 公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 4.66 倍和 7.40 倍，分别较上年下降 0.95 倍和上升 1.09 倍，EBITDA 能对债务利息保障程度小幅提升。2019 年一季度公

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

司总债务/EBITDA 和EBITDA 利息倍数分别为5.45倍和5.51 倍，EBITDA 能对债务利息提供一定保障。

经营性现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为 2.95 亿元，同比减少 72.89%。当年公司并购 LEDVANCE 后受缩减产能等因素影响所支付员工工资大幅增加，且随着并购完成业务规模大幅增长，采购环节付现量上升，加之库存规模及应收货款规模增加，使得经营性现金流净流入规模大幅减少。2018 年公司并购完成后债务规模大幅增加，当年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.02 倍和 0.77 倍，经营活动净现金流对债务利息覆盖能力不断减弱，但仍能对债务利息提供一定保障。2019 年一季度公司经营活动净现金流较上年同期减少 159.95%至-1.04 亿元，主要系采购环节支付资金及为职工支付现金增加。当期公司经营性现金流有所恶化，无法对债务利息形成保障。

表 10：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	63.10	98.10	131.46	127.08
EBITDA（亿元）	11.59	17.50	28.24	5.83
经营活动净现金流（亿元）	5.08	10.88	2.95	-1.04
总债务/EBITDA（X）	5.44	5.61	4.66	5.45
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.44	6.32	7.40	5.51
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.11	0.02	-0.03
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.58	3.93	0.77	-0.99
资产负债率（%）	61.39	68.64	69.98	69.30
总资本化比率（%）	54.00	62.34	57.75	56.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司获得综合授信额度共计 102.70 亿元，其中未使用授信额度 29.09 亿元，备用流动性一般。公司为深交所上市公司，整体融资渠道较为通畅。

或有事项方面，截至 2019 年 3 月末，公司担保余额为 26.81 亿元，占当期所有者权益比重为 27.58%，担保对象均系下属子公司，担保风险相对可控。此外，中诚信证评将持续关注公司被指控对美国出口、在美国进口和在美国销售 LED 产品、系统及其组件侵犯 Lighting Science 专利权事项的进展情况。

截至 2019 年 5 月 8 日，公司控股股东及实际控制人孙清焕处于质押状态的股份累计数为 492,869,998 股，占其所持公司股份总数的 68.89%，占公司总股本的 38.59%，质押比例高，若公司股价发生大幅波动，或将面临较大质押风险。

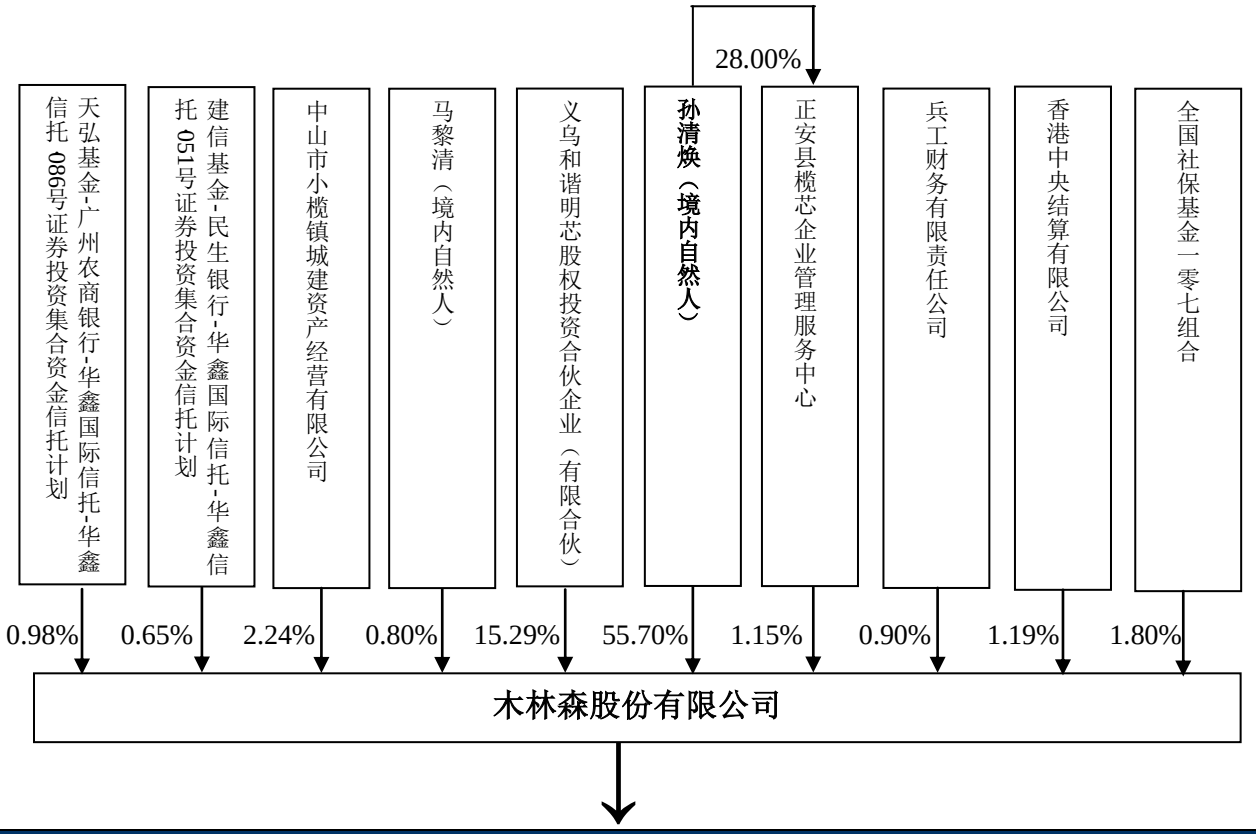
总的来看，近年来公司资产规模及自有资本实力持续增长，债务规模亦有所增加。公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。随着 LEDVANCE 并表，公司整体照明应用产业链进一步延伸，收入规模大幅增长，但并购整合风险仍存，中诚信证评对此予以持续关注。

结　论

综上，中诚信证评维持木林森股份主体信用级别**AA**，评级展望稳定；维持“木林森股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别**AA**。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附一：木林森股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

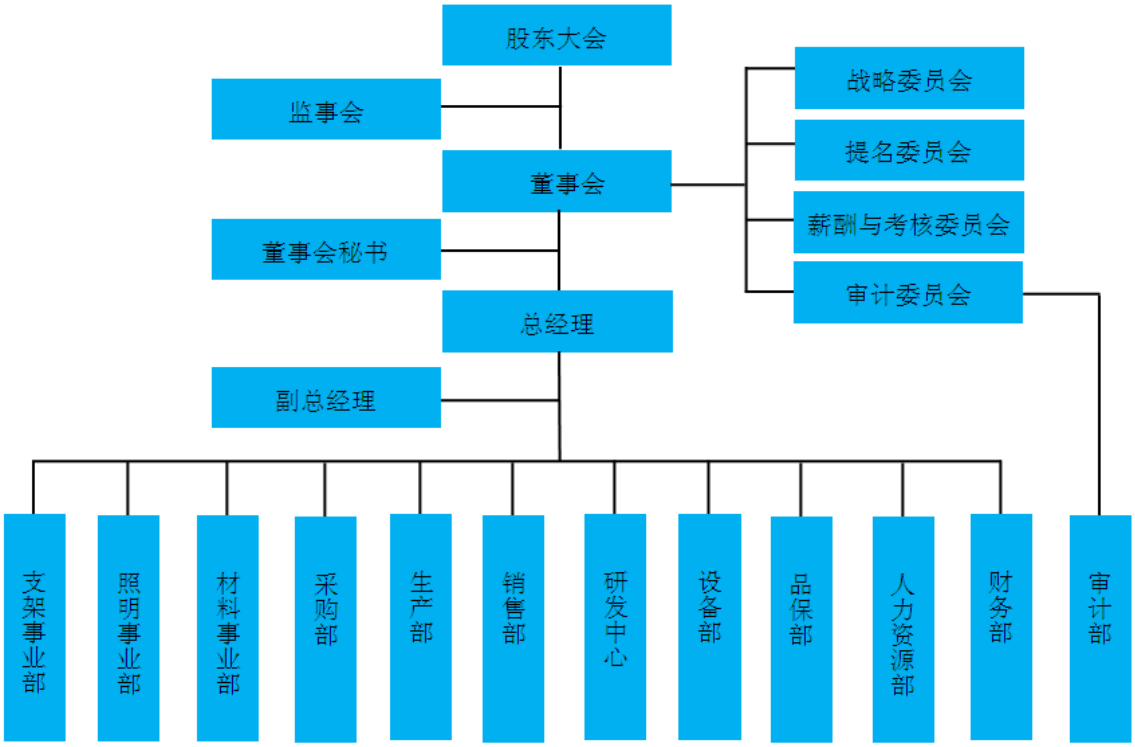


序号	企业名称	持股比例	业务性质
1	深圳市木林森光显科技有限公司	100.00%	销售公司
2	中山市木林森照明科技有限公司	100.00%	生产企业
3	木林森有限公司	100.00%	销售公司
4	深圳市晶典光电有限公司	100.00%	销售公司
5	深圳市美日朗光电科技有限公司	100.00%	销售公司
6	中山市木林森光电有限公司	100.00%	销售公司
7	深圳市木林森光电电子商务有限公司	100.00%	销售公司
8	江西省木林森照明有限公司	100.00%	生产企业
9	江西省木林森光电科技有限公司	100.00%	生产企业
10	吉安市木林森电子科技有限公司	55.00%	生产企业
11	中山市格林曼光电科技有限公司	60.00%	生产企业
12	浙江木林森照明有限公司	100.00%	销售公司
13	中山市木林森照明工程有限公司	100.00%	工程公司
14	中山市木林森电子有限公司	100.00%	生产企业
15	辽宁木林森照明电器有限公司	100.00%	销售公司
16	义乌木林森照明科技有限公司	100.00%	生产企业
17	和谐明芯（义乌）光电科技有限公司	100.00%	生产企业

资料来源：公司提供

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附二：木林森股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附三：木林森股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	388,207.95	324,804.01	649,973.03	551,115.20
应收账款净额	110,879.91	160,183.71	390,542.52	422,792.29
存货净额	85,749.98	161,020.64	480,450.00	455,540.05
流动资产	786,481.33	961,014.36	1,872,820.06	1,819,919.61
长期投资	80,382.53	276,463.98	115,903.33	114,536.40
固定资产合计	458,185.30	594,364.62	750,542.49	757,700.65
总资产	1,392,324.38	1,889,599.32	3,204,088.94	3,166,711.07
短期债务	595,916.81	787,473.21	1,122,773.92	1,080,948.65
长期债务	35,090.92	193,516.56	191,829.31	189,850.29
总债务	631,007.73	980,989.77	1,314,603.22	1,270,798.94
总负债	854,791.26	1,296,981.69	2,242,136.52	2,194,427.51
所有者权益（含少数股东权益）	537,533.12	592,617.63	961,952.42	972,283.56
营业总收入	552,049.59	816,872.56	1,795,185.57	466,951.25
期间费用前利润	130,593.64	164,585.08	455,100.48	138,595.63
投资收益	893.05	11,662.95	6,504.55	-470.77
净利润	48,543.35	67,630.91	72,790.42	16,763.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	115,923.92	174,999.06	282,365.49	58,334.18
经营活动产生现金净流量	50,840.53	108,839.86	29,511.40	-10,445.91
投资活动产生现金净流量	-380,835.77	-344,910.28	19,109.32	-34,313.47
筹资活动产生现金净流量	349,577.52	206,736.99	132,270.35	-7,851.64
现金及现金等价物净增加额	19,647.73	-30,565.13	183,862.56	-56,255.49
财务指标	**2016**	**2017**	**2018**	**2019.Q1**
营业毛利率（%）	24.35	21.02	26.01	30.53
所有者权益收益率（%）	9.03	11.41	7.57	6.90*
EBITDA/营业总收入（%）	21.00	21.42	15.73	12.49
速动比率（X）	0.86	0.74	0.78	0.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	0.11	0.02	-0.03*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.14	0.03	-0.04*
经营活动净现金/利息支出（X）	4.58	3.93	0.77	-0.99
EBITDA 利息倍数（X）	10.44	6.32	7.40	5.51
总债务/EBITDA（X）	5.44	5.61	4.66	5.45*
资产负债率（%）	61.39	68.64	69.98	69.30
总资本化比率（%）	54.00	62.34	57.75	56.65
长期资本化比率（%）	6.13	24.62	16.63	16.34

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019年一季度带“*”指标经过年化处理。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物＝货币资金+交易性金融资产+应收票据
长期投资＝可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
短期债务＝短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期债务
长期债务＝长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款
总债务＝长期债务+短期债务
净债务＝总债务-货币资金
期间费用前利润＝营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加
EBIT（息税前盈余）＝利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）＝EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
资本支出＝购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额
营业毛利率＝（营业收入-营业成本）/营业收入
EBIT 率＝EBIT/营业总收入
期间费用收入比＝（财务费用+管理费用+研发费用+销售费用）/营业总收入
所有者权益收益率＝净利润/所有者权益
流动比率＝流动资产/流动负债
速动比率＝（流动资产-存货）/流动负债
存货周转率＝主营业务成本（营业成本）/存货平均余额
应收账款周转率＝主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额
资产负债率＝负债总额/资产总额
总资本化比率＝总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））
长期资本化比率＝长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））
EBITDA 利息倍数＝EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。

cninf 巨潮资讯 www.cninfo.com.cn