

## 木林森股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：汪莹莹 [yywang@ccxi.com.cn](mailto:yywang@ccxi.com.cn)

项目组成员：李 昂 [ali@ccxi.com.cn](mailto:ali@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1679 号

## 木林森股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“19 木林森绿色债 01/19 木森 G1”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持木林森股份有限公司（以下简称“木林森股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 木林森绿色债 01/19 木森 G1”的信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位较高和经营获现能力有所增强等因素对其信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到朗德万斯资产重组进展及产业整合情况有待观察、产能利用率持续下滑、债务规模逐年攀升且短期债务占比仍较高及盈利能力有所弱化等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

木林森股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	188.96	320.41	347.99	334.72
所有者权益（亿元）	59.26	96.20	104.01	104.09
总负债（亿元）	129.70	224.21	243.98	230.63
总债务（亿元）	98.10	131.46	157.91	152.76
营业总收入（亿元）	81.69	179.52	189.73	37.62
净利润（亿元）	6.76	7.28	5.02	1.12
EBIT（亿元）	10.87	12.86	13.20	-
EBITDA（亿元）	17.50	28.24	25.01	-
经营活动净现金流（亿元）	10.88	2.95	7.73	3.52
营业毛利率（%）	21.02	26.01	30.35	33.83
总资产收益率（%）	6.62	5.05	3.95	-
资产负债率（%）	68.64	69.98	70.11	68.90
总资本化比率（%）	62.34	57.75	60.29	59.47
总债务/EBITDA	5.61	4.66	6.31	-
EBITDA 利息保障倍数	6.32	7.40	5.17	-

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度整理。

### 正面

- **行业地位较高。**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；2018 年公司通过并购欧司朗下属通用照明品牌“朗德万斯”拓展了高端光源产品、灯具业务及智能家居业务，上下游产业链整合有助于提升公司业务竞争力。
- **经营获现能力有所增强。**受收入规模及收现比提升、收回存出保证金及经营性往来资金增加影响，2019 年公司经营活动净现金流同比增长 162.02%，经营获现能力有所增强。

### 关注

- **朗德万斯资产重组进展及产业整合情况有待观察。**公司经营业绩对海外业务依赖度较大，且朗德万斯经营相对独立，部分产品使用 OSRAM 商标存在品牌使用期限，目前朗德万斯仍处于资产重组阶段，若品牌使用权到期、新旧品牌转换影响销售、资产重组支出超预期或发生公司治理等其他问题，公司未来业务运营将面临不确定性，需持续关注公司与朗德万斯在治理结构、客户管理、业务融合等领域的整合进展。
- **行业竞争激烈，公司产能利用率持续下降。**LED 封装技术门槛和投资门槛较低，行业内小厂商众多，产业集中度低，竞争激烈，受行业产能扩张较快影响，公司 2019 年主要产品（不包括朗德万斯）产能利用率明显下滑。与此同时，公司 2019 年研发投入也明显下降，或将对公司市场竞争力产生影响。

- **债务规模逐年攀升，短期债务占比仍较高。**近年来公司总债务规模快速增长，截至 2020 年 3 月末已增至 152.76 亿元，财务杠杆处于较高水平；公司短期债务占比超过 70%，货币资金无法对短期债务形成有效覆盖，公司面临较大的短期偿债压力。

- **盈利能力有所弱化。**2019 年，部分 LED 封装产品价格下降较多，盈利能力持续下滑；此外，公司期间费用规模较大且持续增长，存货跌价损失及信用减值损失增加，对公司利润形成侵蚀，受此影响，整体盈利能力有所弱化。

### 评级展望

中诚信国际认为，木林森股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司产业整合效应好，行业地位大幅提升；盈利能力和经营获现能力显著增强；债务规模大幅下降，偿债能力明显提升。
- **可能触发评级下调因素。**公司经营业绩及盈利能力大幅下滑；债务规模快速上升，偿债能力大幅恶化。

### 同行业比较

2019 年度部分 LED 企业主要指标对比表					
	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
欧普照明	81.07	38.12	83.55	8.91	11.13
国星光电	66.32	45.01	40.69	3.94	6.82
佛山照明	61.75	20.53	33.38	3.03	5.08
<b>木林森股份</b>	<b>347.99</b>	<b>70.11</b>	<b>189.73</b>	<b>5.02</b>	<b>7.73</b>

注：“欧普照明”为“欧普照明股份有限公司”简称，证券代码 603515.SH；“国星光电”为“佛山市国星光电股份有限公司”简称，证券代码 002449.SZ；“佛山照明”为“佛山市电器照明股份有限公司”简称，证券代码 000541.SZ。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 木林森绿色债 01/19 木森 G1	AA	AA	2	2	2019/6/3~2024/6/3

注：附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改企业债券[2017]364号”和“发改办财金[2018]1641号”文件批准，公司成功发行“2019年第一期木林森股份有限公司绿色公司债券”（债券简称：“19木林森绿色债01/19木森G1”），发行规模2亿元，其中1亿元用于年产1,000亿支发光二极管（LED）改扩建项目建设，1亿元用于公司补充营运资金。债券期限为5年，第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至2019年12月31日，已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲

期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年 LED 芯片产能释放使得供过于求，价格大幅下滑；中美贸易摩擦使得行业需求放缓，照明 LED 封装产品均价持续下跌；LED 下游应用市场增速放缓，随着小间距等新应用技术的发展，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，目前我国 LED 行业已经形成涵盖上游外延片及芯片、中游封装和下游应用的完整产业链。

LED 芯片行业处于 LED 产业链的上游，自 2009 年开始，政府对 LED 芯片企业进行大力补贴，资本纷纷涌入，导致上游产能过剩。2019 年几大芯片厂商产能释放使得供过于求，LED 芯片价格连续下跌，受此影响，2019 年主要厂商三安光电股份有限公司（以下简称“三安光电”）、华灿光电股份有

限公司及江苏澳洋顺昌股份有限公司等盈利均大幅弱化，部分芯片企业出现亏损。

LED 封装处于 LED 产业链的中游，是指将外引线连接至 LED 芯片电极，形成 LED 器件的环节。封装的主要作用在于保护 LED 芯片与提高光提取效率。封装类型主要分为 Lamp LED（直插式发光二极管）、SMD LED（表面贴装饰式发光二极管）、功率型、COB、CSP 倒装等，其中 SMD 是目前应用最广的主流封装形式，占据着一半以上的市场份额。从应用领域来看，目前 LED 封装主要应用于照明、液晶显示屏、背光源等领域，其中照明用 LED 封装依然是 LED 封装第一大应用市场，份额占比约一半左右。从市场行情来看，受中美贸易摩擦影响，我国 LED 照明出口受影响较大，根据高工产研 LED 研究所数据，2019 年中国 LED 照明产品出口总额约 210.30 亿美元，同比下降 0.1%；出口数量约 128.49 亿只，同比下降 4%。受此影响，LED 封装产业增速放缓至 13%，且照明 LED 封装产品均价持续下跌。从技术水平来看，我国 LED 封装企业在普通 LED 照明应用工艺上已取得较高水准，和国际厂商差距不大，但高端车用、高端背光及照明市场仍以国际厂商为主。相较于芯片制造业，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，竞争比较激烈。

从下游应用端来看，近年来，我国已逐步实现 LED 照明对传统照明产品的替代，LED 渗透率上升至 70%以上，LED 照明市场增速持续放缓。2019 年 LED 下游应用市场规模达 7,600 亿元，照明用 LED 依然是 LED 第一大应用市场，此外近年来小间距 LED 显示荧幕、Mini LED 及 Micro LED、车用照明、植物照明、智能照明等相关应用技术亦不断发展，其中，2019 年 Mini LED 及 Micro LED 市场高速增长。随着下游需求的不断拓宽，预计 LED 产业规模仍将不断扩大。根据高工产研 LED 研究所预计，2018~2020 年中国 LED 产业产值规模复合增长率将达 18%左右，2020 年中国 LED 产值规模将突破 1 万亿元。从下游市场竞争格局来看，目前照明

应用市场呈现充分竞争状态，行业内企业众多，集中度较低。

### 海外业务发展对公司收入和利润贡献较大；受行业竞争及原材料价格变动影响，公司主要国内产品价格均有所下滑

公司是国内 LED 封装及应用产品的主要供应商，2018 年通过并购欧司朗下属通用照明品牌“朗德万斯”拓展了高端光源产品、灯具业务及智能家居业务。目前，公司产品涵盖 Lamp LED、SMD LED 和 LED 应用产品（显示屏、照明灯、灯饰）等，2019 年公司营业总收入同比增长 5.69%。其中，朗德万斯实现营业收入 125.03 亿元，实现净利润 6.24 亿元。

表 1：2019 年公司主要产品收入构成及变动情况（亿元）

产品类型	收入	同比变化
LED 材料	49.23	-22.08%

表 2：近年来公司国内主要产品产销率情况

年度	LED 封装	线路板	照明灯	灯饰
2017	98%	84%	104%	82%
2018	90%	125%	95%	97%
2019	97%	98%	88%	133%

注：表中数据不包括朗德万斯海外产品数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司海外产品销售主要以朗德万斯作为运营主体，目前产品主要包括 LED 照明、OTC 灯具及智能家居产品，从照明成品营业收入类别来看，LED 照明产品业务收入占比由 2017 年的 9% 上升至 2019 年的 25%，传统光源产品业务收入占比由 2017 年的 54% 下降至 2019 年的 32%，LED 照明光源产品及其他电工产品业务收入占比由 2017 年的 37% 上升至 2019 年的 43%。从销售区域分布来看，西欧、北美、东欧、亚太及拉美地区营业收入占比分别为 43%、29%、9%、11% 及 8%。

品牌使用权方面，朗德万斯在许可期内使用 OSRAM 商标需要向 OSRAM 按季度支付一定比例的许可使用费，其中针对光源产品及启动器的许可期限至 2021 年 9 月 30 日，朗德万斯所有权延长五

成品	137.50	20.73%
其他业务	3.00	22.65%
<b>合计</b>	<b>189.73</b>	<b>5.69%</b>

注：LED 材料包括 LED、数码管、SMD LED、线路板、电源等，成品包括灯饰、照明应用、Lamp LED 等，公司其他业务包括废品收入、原材料收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

国内产品以 SMD LED、Lamp LED 及 LED 应用产品为主，产品价格方面，2019 年，受行业新增产能过剩且上游芯片价格下降影响，LED 封装及应用领域主要产品价格继续下行，受此影响，公司主要产品价格出现不同程度的下滑，其中 SMD LED 产品价格大幅下降 20.94%，主要系公司为释放新增产能、抢占市场空间主动调整产品价格。销量方面，受下游需求及行业竞争影响，2019 年 LED 封装产品和照明灯销量分别为 5,377.40 亿只和 20,145.41 万盏，分别同比下滑 8.69% 和 7.56%。中诚信国际将对公司国内产品价格变动及销售情况保持关注。

年至 2026 年 9 月 30 日。除此外，公司使用“朗德万斯”商标无需支付费用。中诚信国际关注到，公司经营业绩对海外业务依赖度较大，且朗德万斯经营相对独立，目前仍处于资产重组阶段，若资产重组支出超预期或发生公司治理等其他问题，公司未来业务运营将面临较大不确定性；此外，公司产品使用 OSRAM 商标存在品牌使用期限，且未来将逐步启动新旧品牌转换工作，转换过程中涉及 OSRAM 品牌的销售可能存在影响，需持续关注公司与朗德万斯在治理结构、客户管理、业务融合等领域的整合进展。

产品销售方面，公司采取以分销为主的销售策略，具体来看，国内产品销售以经销商渠道为主，海外产品销售主要通过贸易渠道和零售渠道。2019

年公司分销收入占比 95.41%，同比小幅上升 2.25 个百分点。

**表 3：近年来分销收入占比情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
分销收入	52.94	167.24	181.02	36.19
营业总收入	81.69	179.52	189.73	37.62
分销收入占比	64.81%	93.16%	95.41%	96.18%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

下游客户方面，2019 年公司前五大客户销售收入占公司营业总收入比例小幅下降 3.23 个百分点至 22.32%。

**表 4：2019 年公司前五大客户情况（万元）**

客户名称	销售金额	占比
客户 A	87,229.39	4.67%
客户 B	84,728.27	4.54%
客户 C	83,792.81	4.49%
客户 D	81,305.08	4.35%
客户 E	79,641.79	4.27%
合计	<b>416,697.33</b>	<b>22.32%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 5：2017~2019 年公司国内主要产品产能利用率情况**

年度	LED 封装	线路板	照明灯	灯饰
2017	93%	84%	93%	80%
2018	84%	89%	80%	91%
2019	70%	84%	74%	95%

注：上表未包含朗德万斯产品情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，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的能力；截至 2019 年末，公司及其子公司拥有已获授权的专利共计 1,944 项。2019 年，公司研发投入同比下降 30.50% 至 4.81 亿元，主要系公司放缓对短期难以产生收益的研发项目的投入，中诚信国际将持续关注研发投入下降对公司产品竞争力可能产生的影响。

从生产成本构成来看，原材料成本占比较高。公司生产用原材料主要包括芯片、支架、焊线材料、

**部分国内产品产能有所提升，但产能利用率整体有所下降；2018 年显示屏质量问题对公司供应商管理及产品质量把控带来挑战，中诚信国际将持续关注公司未来产能扩张及产品质量情况**

生产方面，截至 2019 年末公司共拥有 9 个生产基地（不含朗德万斯），分布在中山、佛山、江西吉安、新余和义乌等地。截至 2019 年末，公司 LED 封装年产能为 7,874.12 亿只，与上年保持一致，受行业竞争激烈导致公司产品需求减少及公司提高质检标准压缩产量影响，上述产品产量降幅较大，2019 年产量同比下降 15.81%，产能利用率亦随之下降；2019 年 LED 照明灯及灯饰等应用产品的年产能分别同比增长 5.84% 和 30.00%，但产量未全部释放，产能利用率有所下降；2019 年，LED 照明配套组件线路板业务产能同比增长 55.10%，年产量同比增长 61.16%，产能利用率同比有所上升，中诚信国际将持续关注公司未来产能利用情况。

胶水和 PCB 等；其中芯片是公司采购的主要原材料，占原材料成本的比重接近 50%；支架是第二大原材料，2014 年以来已全部实现自给。经过多年的积累，公司已与主要原材料供应商建立了稳定合作关系。2018 年，由于长期合作供应商供应的部分产品出现质量问题及供应商设备及安装调试工作出现失误，导致公司部分显示屏产品出现质量问题，公司当年进行停产整改并加强产品质量管控，但对公司相关产品销售产生一定影响。2019 年公司保持和上述供应商的合作关系，并通过提供高性价比的产品以弥补部分市场份额的下降。中诚信国际将持续关注公司供应商管理及产品质量管控情况。

采购集中度方面，因朗德万斯纳入合并范围，其采购金额较大且相对分散，前五大供应商采购占比有所下降。2019 年公司对前五大供应商采购金额合计为 20.08 亿元，占总采购额的比重为 16.04%，较上年下降 6.25 个百分点。

表 6：2019 年公司前五大供应商情况（万元）

采购商名称	主要采购产品	采购金额	占总采购额比
供应商 A	LED 灯材料	64,668.79	5.17%
供应商 B	DICE	41,099.78	3.28%
供应商 C	LED 灯材料	33,775.92	2.70%
供应商 D	DICE	31,901.07	2.55%
供应商 E	DICE	29,354.30	2.35%
合计	--	200,799.87	16.04%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资	未来拟投资金额		资金来源
			2020.4-12	2021	
设备安装及升级改造	5.00	4.99	0.01	-	自有
吉安二期工程	5.00	2.48	2.52	-	自有
五桂山一期工程	0.05	0.01	0.04	-	自有
义乌一期（义乌 LED 照明应用产品自动化生产项目）	13.47	4.91	0.55	8.00	自有、可转债
小榄 LED 电源生产	3.23	-	0.65	2.58	可转债
小榄高性能 LED 封装产品生产	8.28	-	2.48	5.80	自有、可转债
新余 LED 照明配套组件项目	11.80	10.35	0.30	1.15	自有、定向增发
合计	46.83	22.74	6.55	17.53	---

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2020 年 4 月，公司与至善半导体（中国）有限公司（以下简称“至善半导体”）及至善半导体科技（深圳）有限公司（以下简称“深圳至善”）签署了《深紫外半导体智能化杀菌项目合作协议》，公司与至善半导体将在深紫外半导体杀菌消毒产品和服务方面展开合作，以深圳至善作为项目主体，公司出资 3,690 万，持有增资后项目公司 30% 此外，公司计划以自筹资金 6.66 亿元投资设立全资子公司，负责实施深紫外项目，拓展深紫外半导体智能化杀菌产品和服务业务。

## 公司募投项目延期实施，朗德万斯未来仍存在一定规模的资产重组支出，中诚信国际将持续关注募投项目后续建设进度、资金使用情况及海外资产重组情况

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目总投资额为 46.83 亿元，已投资 22.74 亿元，其中，募投项目均延期至 2021 年及以后年度，募投项目之外的其他项目后续投资压力不大。同时，受朗德万斯供应链整合需求的影响，截至 2019 年末，公司计提的重组支出余额为 4.40 亿元，仍存在一定资本支出压力。中诚信国际将对募投项目建设进度、资金使用情况及朗德万斯资产重组实施情况保持关注。

## 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 2017~2018 年财务报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告和未经审计的 2020 年一季度财务报表。以下财务分析使用的各期财务数据均为审计报告期末数。

### 公司毛利率水平持续增长，但期间费用及存货跌价损失等对利润侵蚀较大，公司整体盈利能力表现有

## 所弱化

毛利率方面，2018年公司合并朗德万斯后，受益于其照明产品毛利率水平较高，公司营业毛利率总体呈上升趋势。2019年，朗德万斯加快资产重组计划，降本增效成果有所体现，使得成品业务毛利率进一步上升，受此影响，2019年公司营业毛利率同比上升4.34个百分点。

表 8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
LED 材料	23.27	18.20	19.77
成品	14.06	30.78	34.62
营业毛利率	21.02	26.01	30.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

费用方面，自2018年合并朗德万斯以来，公司管理费用持续上升，2019年管理费用上升主要系工资及中介服务费增加所致；2019年研发投入减少使得研发费用有所下降；受公司销售人员支出、中介服务费、货物运输费、广告宣传费等增加影响，公司销售费用同比增长36.34%；随着公司债务规模的扩张，公司财务费用同比增长42.31%；受上述因素影响，公司期间费用率同比上升4.17个百分点，三费控制能力有待提升。

利润方面，公司期间费用规模较大，对公司利润形成侵蚀，且2019年产业发展补助大幅减少，使得经营性业务利润同比下降28.54%。此外，2019年公司资产减值损失同比增长61.32%，主要系存货跌价损失和固定资产减值损失，其中，存货跌价损失为2.35亿元，主要系公司根据吉安公司显示屏成品市场价格变动，对库存产品计提的减值损失。2019年资产处置收益大幅增长，主要系朗德万斯资产重组快速推进，处置工厂等资产较多所致。综合影响下，2019年公司利润总额同比下降7.63%，EBITDA利润率及总资产收益率均有所下降，整体盈利能力有所弱化。2020年一季度，公司业务运营受疫情影响较大，营业总收入和利润总额同比分别下滑19.43%和36.14%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
营业总收入	10.12	10.12	8.36	6.91
利润总额	2.12	2.12	1.92	1.59
EBITDA	2.12	2.12	1.92	1.59

销售费用	1.74	22.85	31.15	7.28
管理费用	6.19	14.22	14.17	2.71
财务费用	2.26	4.83	6.87	1.77
期间费用率	12.47	23.34	27.51	31.26
其他收益	1.33	8.08	4.33	1.92
经营性业务利润	7.70	11.70	8.36	2.67
资产减值损失	0.65	1.93	3.86	0.52
投资收益	1.17	0.65	0.03	0.11
资产处置收益	-0.09	-0.12	3.77	0.12
营业外损益	-0.07	-1.28	0.13	-1.01
利润总额	8.09	9.05	8.36	1.59
EBITDA 利润率	21.42	15.73	13.18	-
总资产收益率	6.62	5.05	3.95	-

注：1、中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用；2、资产减值损失包括信用减值损失，且损失金额以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司资产负债规模均有所上升，财务杠杆进一步增加且处于较高水平

资产方面，2019年末公司总资产较上年末增长8.61%，主要由货币资金、存货、应收账款和固定资产等构成。具体来看，货币资金余额增长38.26%，主要系2019年公司发行可转债26.60亿元；2019年末受限货币资金为27.46亿元，占同期末货币资金余额的30.55%。随着公司业务规模的扩张，公司应收账款规模增长7.98%，其中期末余额前五名合计占应收账款期末数的31.58%。公司存货规模下降15.13%，主要系原材料及在产品规模下降。公司固定资产规模小幅下降4.20%，主要系朗德万斯处置资产所致。

负债方面，2019年末公司总负债较上年末增长8.82%，主要由应付账款和有息债务构成。2019年末，公司短期借款有所增加主要系新增质押及保证借款，应付票据随着到期结算而有所下降，2019年12月公司发行“木森转债”使得应付债券大幅上升，预计负债随着部分重组支出的发生而有所下降。

所有者权益方面，2019年公司实收资本未发生变化，资本公积随“木森转债”权益部分确认而增长9.11%，未分配利润随持续的利润积累增长13.40%。财务杠杆方面，2019年末公司资产负债率和总资本化比率均有所增长，财务杠杆处于较高水平。

**表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
<b>总资产</b>	<b>188.96</b>	<b>320.41</b>	<b>347.99</b>	<b>334.72</b>
货币资金	32.48	65.00	89.86	78.10
应收账款	16.02	39.05	42.17	42.79
存货	16.10	48.05	40.78	39.64
固定资产	56.47	70.51	67.55	65.08
商誉	0.17	17.59	17.59	17.65
<b>总负债</b>	<b>129.70</b>	<b>224.21</b>	<b>243.98</b>	<b>230.63</b>
短期借款	7.95	53.64	69.21	68.34
应付票据	49.59	44.65	34.64	34.32
应付账款	25.00	38.97	40.30	37.77
长期借款	16.77	15.81	14.80	17.27
应付债券	0.00	1.99	25.16	25.42
<b>所有者权益合计</b>	<b>59.26</b>	<b>96.20</b>	<b>104.01</b>	<b>104.09</b>
实收资本	5.28	12.77	12.77	12.77
未分配利润	19.59	24.23	27.48	28.60
资本公积	31.61	54.94	59.94	59.93
资产负债率（%）	68.64	69.98	70.11	68.90
总资本化比率（%）	62.34	57.75	60.29	59.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受存货占用资金下降影响，公司经营活动净现金流明显增加；受盈利能力弱化及债务增长影响，公司偿债能力有所下降

受收入规模及收现比提升、收回存出保证金及经营性往来资金影响，2019 年公司经营活动净现金流大幅增长。2019 年，公司因购置及收回理财产品产生现金净流出规模上升使得投资活动净现金流由正转负，此外，朗德万斯资产处置现金流入增加使得处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额有所增加，公司购置机器设备支出下降使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金有所下降。2019 年，公司筹资活动现金流入及偿还债务规模均大幅增加，且与票据融资相关的现金流规模大幅上升，总体而言，公司加大融资力度使得筹资活动净现金流有所上升。

2019 年末公司总债务规模进一步上升，其中短期债务在总债务中占比为 72.88%，债务期限结构有待进一步优化。此外，从债务资金来源来看，公司债务以银行借款及票据融资为主，同时公开市场债

券融资亦为公司重要的融资手段。受盈利能力弱化及债务规模增长的双重影响，公司 EBITDA 对债务的保障能力有所下降；同时，公司货币资金无法对短期债务的偿还形成有效保障。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	10.88	2.95	7.73	3.52
投资活动净现金流	-34.49	1.91	-12.59	-10.18
筹资活动净现金流	20.67	13.23	38.41	-3.60
<b>总债务</b>	<b>98.10</b>	<b>131.46</b>	<b>157.91</b>	<b>152.76</b>
短期债务	78.75	112.28	115.08	107.16
<b>总债务/EBITDA</b>	<b>5.61</b>	<b>4.66</b>	<b>6.31</b>	<b>-</b>
经调整的经营活 动净现金流/总 债务	8.50	-1.87	1.62	-
经营活动净现金流/ 利息支出	3.93	0.77	1.60	-
EBIT 利息倍数	3.92	3.37	2.73	-
货币资金/短期 债务	0.41	0.58	0.78	0.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 货币资金受限规模较大，未使用授信规模及财务弹性一般

财务弹性方面，截至 2019 年末公司共获得银行授信额度 105.35 亿元，其中未使用额度为 27.44 亿元，同时，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计为 61.94 亿元，其中受限货币资金、固定资产、应收票据、其他流动资产和债权投资账面价值分别为 27.46 亿元、10.43 亿元、7.90 亿元、7.50 亿元和 7.00 亿元，受限资产占当期末总资产的 17.80%。此外，截至 2020 年 5 月 15 日，实际控制人孙清焕累计质押公司股份 289,621,999 股，占其直接所持股份总数的 40.48%，占公司总股本的 22.68%。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。重大或有事项方面，根据国家商务部消息，2019 年 5 月 1 日，美国 Lighting Science 公司、Healthe 公司和 Global Value Lighting LLC（以下简称“申诉方”）申请启动 337 知识产权侵权调查，申诉对象为包含朗德万斯在内的木林森若干法律主体。截至

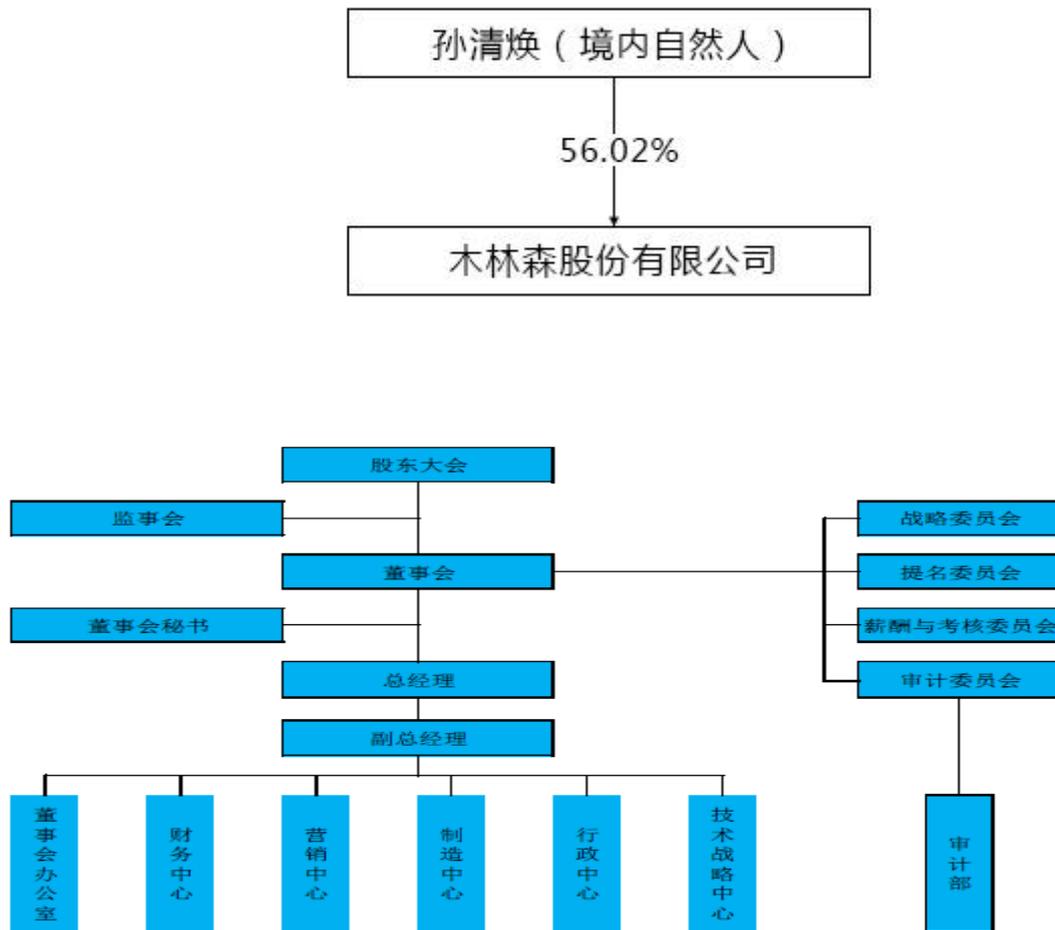
2019年12月31日，特拉华州地区法院表示在委员会调查形成结论前，暂停受理申诉方的申诉；委员会将申诉方的申诉拆分成两个申诉事项，申诉方撤回了其中一个申诉事项，委员会相应终止了对被撤回的申诉事项的调查。中诚信国际将持续关注申诉事件对公司未来业务运营及信用的影响。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年6月22日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持木林森股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 木林森绿色债 01/19 木森 G1”的信用等级为 **AA**。

### 附一：木林森股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：木林森股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	324,804.01	649,973.03	898,637.04	781,047.58
应收账款净额	160,183.71	390,542.52	421,705.84	427,865.29
其他应收款	3,350.20	7,141.07	39,510.61	11,298.47
存货净额	161,020.64	480,450.00	407,774.02	396,419.81
长期投资	276,463.98	115,903.33	106,582.72	106,736.53
固定资产	564,727.39	705,126.48	675,527.34	650,820.38
在建工程	29,637.23	45,416.01	39,530.18	67,661.48
无形资产	34,079.94	93,807.92	94,026.95	92,405.55
总资产	1,889,599.32	3,204,088.94	3,479,922.48	3,347,178.85
其他应付款	15,106.46	53,366.30	60,130.71	53,924.54
短期债务	787,491.85	1,122,773.92	1,150,814.06	1,071,595.37
长期债务	193,516.56	191,828.41	428,320.28	455,956.30
总债务	981,008.42	1,314,602.32	1,579,134.34	1,527,551.67
净债务	656,204.41	664,629.29	680,497.30	746,504.08
总负债	1,296,981.69	2,242,136.52	2,439,828.02	2,306,292.52
费用化利息支出	27,709.04	38,140.25	48,391.85	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
所有者权益合计	592,617.63	961,952.42	1,040,094.45	1,040,886.33
营业总收入	816,872.56	1,795,185.57	1,897,268.62	376,229.45
经营性业务利润	76,986.72	116,973.01	83,587.55	26,738.38
投资收益	11,662.95	6,504.55	298.05	1,141.64
净利润	67,630.91	72,790.42	50,186.07	11,190.94
EBIT	108,650.72	128,609.00	131,954.25	-
EBITDA	174,999.06	282,365.49	250,099.83	-
经营活动产生现金净流量	108,839.86	29,511.40	77,326.83	35,248.10
投资活动产生现金净流量	-344,910.28	19,109.32	-125,858.56	-101,806.55
筹资活动产生现金净流量	206,736.99	132,270.35	384,144.62	-36,015.31
资本支出	216,142.04	198,229.23	107,529.91	34,008.33
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	21.02	26.01	30.35	33.83
期间费用率（%）	12.47	23.34	27.51	31.26
EBITDA 利润率（%）	21.42	15.73	13.18	-
总资产收益率（%）	6.62	5.05	3.95	-
净资产收益率（%）	11.97	9.36	5.01	-
流动比率（X）	0.89	1.05	1.18	1.19
速动比率（X）	0.74	0.78	0.95	0.95
存货周转率(X)	5.23	4.14	2.98	2.48*
应收账款周转率（X）	6.03	6.52	4.67	3.54*
资产负债率（%）	68.64	69.98	70.11	68.90
总资本化比率（%）	62.34	57.75	60.29	59.47
短期债务/总债务（%）	80.27	85.41	72.88	70.15
经营活动净现金流/总债务（X）	0.11	0.02	0.05	0.09*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.14	0.03	0.07	0.13*
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.93	0.77	1.60	-
经调整的经营净现金流/总债务（%）	8.50	-1.87	1.62	-
总债务/EBITDA（X）	5.61	4.66	6.31	-
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.25	0.22	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.32	7.40	5.17	-
EBIT 利息保障倍数（X）	3.92	3.37	2.73	-

注：1、中诚信国际根据公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际将“其他流动负债”中的“短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”计入长期债务；3、带\*指标经过年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。中诚信国际在计算营业成本时包含“营业成本”、“利息支出”、“手续费及佣金支出”、“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”及“分保费用”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。