

木林森股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：王紫薇 zwwang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 26 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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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）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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0344 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

二零二二年五月二十六日

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”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位较高、盈利能力及获现能力均有所提升，加之公司债务规模下降，资本结构有所改善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行业竞争激烈、原材料供应及价格变化对公司经营管理能力提出更高要求及募投项目进展缓慢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）	2019	2020	2021	2022.03
总资产（亿元）	347.99	307.75	287.73	274.56
所有者权益（亿元）	104.01	125.22	133.03	134.92
总负债（亿元）	243.98	182.53	154.70	139.65
总债务（亿元）	157.91	116.37	86.25	77.22
营业总收入（亿元）	189.73	173.81	186.15	39.95
净利润（亿元）	5.02	3.03	11.69	1.78
EBIT（亿元）	13.20	12.92	18.63	2.79
EBITDA（亿元）	25.01	25.16	31.47	--
经营活动净现金流（亿元）	7.73	14.66	40.10	-2.65
营业毛利率（%）	30.35	28.35	33.30	31.99
总资产收益率（%）	3.95	3.94	6.26	3.97*
资产负债率（%）	70.11	59.31	53.76	50.86
总资本化比率（%）	60.29	48.17	39.33	36.40
总债务/EBITDA	6.31	4.62	2.73	--
EBITDA 利息保障倍数	5.17	4.79	10.03	--

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季报整理；2、带*指标经过年化处理。

正面

■ **保持较高的行业地位。**公司作为国内 LED 封装龙头企业，保持一定市场份额，且 2021 年以来 LED 封装收入呈增长趋势。此外，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，目前朗德万斯已完成初步整合，2021 年净利润贡献提升明显。

■ **盈利能力及获现能力均有所提升。**受下游需求提升影响，公司主要产品价格均有所提升，加之公司通过原材料国产化替代及生产环节的工艺改进等方式降低成本，主营业务盈利能力有所提升。同时，因公司对下游议价能力亦有所加强，经营活动净现金流大幅增长。

■ **债务规模下降，资本结构有所改善。**2021 年公司主动改善自身财务杠杆及债务结构，加大短期债务的偿还力度，总债务规模显著下降，财务杠杆随之降低，资本结构有所改善。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 木林森绿色债 01/19 木森 G1	AA	AA	2021/6/24	2.00	2.00	2019/6/3~2024/6/3	公司调整票面利率选择权、投资者回售选择权

关注

■ **行业竞争激烈，需要持续的技术研发投入。**LED 封装技术门槛和投资门槛较低，行业内小厂商众多，2021 年行业集中度逐渐提高，竞争压力加剧，对行业内企业的研发制造能力要求提升。公司为保持自身的市场竞争力，需持续进行较大规模的研发投入。

■ **原材料供应及价格变化对公司经营管理能力提出更高要求。**2021 年以来，全球半导体行业原材料供应仍然紧张，原材料供应数量及价格对公司采购及生产环节的管理要求进一步提升。

■ **募投项目进展缓慢。**因疫情及照明行业的市场环境与市场的需求变化影响，公司调整募投项目投资计划，2021 年在建项目整体建设进展缓慢，未来建设进度及项目收益情况需持续关注。

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。

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。截至目前，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:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免

加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年全球显示屏市场回温，通用照明领域出口市场的转移替代效应持续，LED行业产品需求及价格均有所增长，LED封装行业景气度亦有所提升，但竞争仍较为激烈，行业集中度趋于提升

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，LED芯片行业发展整体呈现较为明显的周期性波动。2019年受LED芯片行业产能过剩影响，LED芯片价格下跌；2020年受益于终端需求增长以及Mini LED技术推动，LED芯片行业逐步复苏。2021年，随着商业活动及运动赛事等恢复举行，户外显示屏等市场需求复苏趋势加强，全球LED显示屏市场回温，小间距显示市场潜力得以激发，且在下游需求的带动下，Mini LED背光渗透率迅速提升，相关芯片需求不断增长；另一方面，海外疫情不断反复，通用照明领域出口市场的转移替代效应持续，照明

产品出口市场需求增长较为明显。下游应用市场景气带动LED芯片行业从疫情中逐步复苏。

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，在经济和出口持续复苏与下游内需拉动的共同作用下，LED封装行业开启新一轮产业景气周期，小间距及Mini LED市场扩容为LED封装行业带来新的发展空间，2021年LED封装环节的国内10家上市企业营收预计达到386.4亿元，同比增长11.0%。产品价格方面，由于原材料面临供需关系紧张的局面，产业链上下游厂商均不同程度上调了原材料价格，LED行业产品价格呈现持续上涨态势。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，中小型低端LED封装企业生存空间受到挤压，行业竞争比较激烈。

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渗透率不断上升。照明用LED目前仍然是LED第一大应用市场，受到各国政府的相关节能政策的影响，市场逐渐回温。国内43家上市企业(以LED照明为主)2021年营收预计达到971.2亿元，同比增长18.5%。根据集邦科技预估，2022年全球LED照明市场规模达4,586.51亿元，同比增长11.7%，2026年将稳定成长至5,945.93亿元，2022年~2026年复合增长率为6.7%。具体来看，小间距LED、Mini

LED 逐步应用到更多细分市场；LED 节能改造为商业、家居、户外等应用市场成长提供空间；以植物照明与 UVLED 市场为代表的 LED 新型应用市场增速较快，未来市场空间巨大。从下游市场竞争格局来看，照明应用市场呈现充分竞争状态，行业内企业众多，但近年来，在产能扩张及价格战的影响下，部分中小厂商被逐步淘汰，行业集中度逐渐提高，行业整合趋于完成，龙头企业话语权持续提升。目前国内封装行业的主要厂商包括木林森股份、亿光和国星等。

跟踪期内公司高管团队有所变动，产权结构稳定

跟踪期内，公司财务总监、董事会秘书、独立董事和董事等职务均发生人事变动。其中易亚男因个人原因于 2021 年 1 月 10 日辞去董事、副总经理、财务总监及董事会专门委员的职务，李冠群于同一天辞去董事会秘书职务；唐国庆于 2021 年 11 月 16 日辞去独立董事职务，郑明波于同一天辞去董事职务。目前易亚男仍在公司任职，李冠群被聘为公司财务总监，其董事会秘书职务由公司另聘肖燕松担任，唐国庆目前担任公司执行总经理，郑明波仍在公司任职副总经理。

产权结构方面，截至 2021 年末，公司实控人仍为孙清焕，持有公司 45.99% 的股份，较 2020 年末无变化。

2021 年国内 LED 封装产品销量和价格均有所上升，对公司收入和利润贡献较大；朗德万斯重组工作已

初步完成，受产品升级和销售渠道整合影响，利润水平持续提升

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。其中，公司国内产品以 SMD LED、Lamp LED 及 LED 应用产品为主，2021 年国内产品销售占总销售额的比重为 43.11%，同比增加 5.18 个百分点。产品价格方面，在行业景气度上升、产品结构优化及原材料价格上涨的带动下，公司 Lamp LED、SMD LED、线路板、照明灯及灯饰产品平均销售价格均有所提升。销量方面，受下游 LED 显示等需求增加影响，2021 年 LED 封装产品销量为 6,223.54 亿只，同比有所增长；受家装风格变化等因素影响，下游对照明偏好有所改变，照明灯销量为 12,642.91 万盏，同比下降 24.41%。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。产销率方面，2021 年，公司 Lamp LED、SMD LED 产品产销率同比降低主要系 2021 年，在公司 LED 产品下游需求向好的背景下，公司增加了备货量，但受海运运力紧张影响，产品周转缓慢所致；灯饰产品产销率降低主要系当年新增较多产能所致；照明灯产销率下降较多，主要系当年销售情况不好所致；线路板产销率较高主要系当年线路板过剩产能进行处置所致。

表 1：近年来公司国内主要产品产销率情况

年度	Lamp LED	SMD LED	线路板	照明灯	灯饰
2019	82%	98%	98%	88%	133%
2020	120%	100%	80%	97%	96%
2021	96%	85%	95%	72%	94%

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，截至 2021 年末，朗德万斯总资产及所有者权益合计分别为 82.36 亿元和 33.26 亿元，资产负债率为 59.61%；2021 年 1~12 月，朗德万斯实现营业

总收入 102.36 亿元，同比下降 1.69%，但受益于产品结构优化和单价提升影响，当年实现净利润 6.67 亿元，同比增长 119.80%。

公司海外销售的产品主要包括 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不断提升，传统光源产品业务收入占比有所下降。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依次递减。

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原为 2021 年 9 月 30 日，目前已延长至 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，公司海外业务占比较高，朗德万斯经营相对独立，2021 年公司已初步完成对朗德万斯的整合，通过持续升级产品和整合销售渠道，实现朗德万斯利润增长。

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。2021 年公司分销收入占比 82.79%，同比有所下降。下游客户方面，2021 年公司客户集中度有所提升，前五大客户销售收入占公司营业总收入比例小幅升至 23.70%。结算方面，对于一般客户，通常给予 30~60 天的信用期，而对于大客户，会给予的信用期为 90~180 天，海外销售主要以电汇（TT）结算，国内销售主要以现金或票据结算，2021 年，因上半年产能产品需求较好，公司对部分客户缩短了账期。

表 2: 近年来分销收入占比情况（亿元）

	2019	2020	2021
--	------	------	------

表 4: 2019~2021 年公司国内主要产品产能、产量和产利用率情况

年度	项目	LED (万只)	LED 应用产品		线路板 (块)
			照明灯 (盏)	灯饰 (米)	
2019	年产能	78,741,163	273,685,354	28,779,652	137,792,301
	产量	55,356,579	229,895,697	21,411,234	130,809,619
	产能利用率	70%	84%	74%	95%

分销收入	185.70	156.16	154.11
营业总收入	189.73	173.81	186.15
分销收入占比	97.88%	89.85%	82.79%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3: 2021 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	115,705.65	6.35%
客户 B	87,399.66	4.80%
客户 C	80,114.55	4.40%
客户 D	79,587.01	4.37%
客户 E	68,851.23	3.78%
合计	431,658.11	23.70%

注：各项加总与合计数略有差异，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，在下游需求增长拉动下，公司 LED 封装产品产能利用率同比实现增长；国产化替代工作持续推进，有利于降低成本费用

生产方面，截至 2021 年末，公司有四大生产基地，分别位于广东中山、江西吉安、江西新余以及浙江义乌。2021 年，公司持续进行工艺升级迭代，通过小间距产品工艺改进，大幅降低生产成本。截至 2021 年末，公司 LED 封装年产能为 8,073.53 亿只，同比有所提升。由于 2021 年上半年公司 LED 封装产品销售较好，公司加大生产力度，当年 LED 封装产线产能利用率增幅明显；而受公司缩减产线的影响，线路板产能利用率亦明显提升。此外，由于公司提升照明产品产能，虽当年照明灯和灯饰的产量均有提升，但产能利用率均略有下降，中诚信国际将持续关注公司未来产能利用情况。

2020	年产能	78,741,162	239,474,685	28,779,652	157,749,152
	产量	61,426,818	171,597,586	25,953,011	131,405,043
	产能利用率	78%	72%	90%	83%
2021	年产能	80,735,290	248,244,362	42,000,000	106,213,504
	产量	72,977,661	176,535,103	35,610,586	104,526,628
	产能利用率	90%	71%	85%	98%

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 2021 年末，公司及其子公司拥有已获授权的专利共计超过 2,000 项。2021 年，公司持续加大研发投入，研发费用投入同比增加 21.38% 至 5.50 亿元。此外，公司已成功开发出全新的 Mini LED RGB 显示模组制造技术，并积累了多项与之匹配的发明技术，加强了在 Mini LED 方面的布局。公司亦积极与产业链上下游合作，通过 LED 照明（半导体）技术、智能控制技术以及生物学等多学科交叉协同，探索植物照明领域。

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、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，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。此外，公司国产化替代工作持续推进，将海外高成本、低灵活性的采购环节全面转移到国内，有利于降低成本及费用。公司逐步采用国内制造的 LED 封装产品替代部分海外 LED 封装产品，截至 2021 年末，替代率已达 90% 以上。采购集中度方面，公司供应商较为分散，2021 年公司对前五大供应商采购金额合计为 17.41 亿元，占总采购额的比重为 22.43%，较 2020 年有所提升。

表 5：2021 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	占总采购额的比例
供应商 A	电子控制齿轮;藏灯;电极	50,506.72	6.51%
供应商 B	芯片	32,247.43	4.16%
供应商 C	LED 灯管及配件	31,643.04	4.08%
供应商 D	LED 灯管及专业改装	30,985.35	3.99%
供应商 E	芯片	28,685.87	3.70%
合计	--	174,068.40	22.43%

注：各项加总与合计数存在尾差，主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

因疫情及照明行业的市场环境与市场的需求变化影响，公司调整募投项目建设进度，募投项目投资进展缓慢，但资金来源以募集资金为主，资本支出压力可控

截至 2022 年 3 月末，公司在建项目总投资额为 41.84 亿元，已投资 23.10 亿元，因公司募投项目延期实施，2022 年 4~12 月，公司在建项目预计投资 18.73 亿元，主要来自于募集资金，募投项目之外的其他项目后续投资压力不大。**中诚信国际关注到**，2021 年，公司募投项目投资进展缓慢，受疫情影响，照明行业的市场环境发行较大变化，公司对新余 LED 照明配套组件项目及 2019 年公开发行可转换公司债券募投的三个项目义乌一期、小榄电源生产和小榄高性能封装项目的实施期限延长至 2022 年 12 月 31 日。未来中诚信国际将对募投项目未来建设进度、资金使用情况以及效益情况保持关注。

表 6：截至 2022 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	资金来源
吉安二期工程	5.00	3.87	自有
新余 LED 照明配套组件项目	11.80	10.94	募集资金、其他
五桂山一期工程	0.05	0.01	自有
义乌一期(义乌 LED 照明应用产品项目)	13.47	7.90	募集资金、其他
小榄电源生产	3.23	0.08	其他
小榄高性能封装	8.29	0.30	募集资金、其他
合计	41.84	23.10	---

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2019~2021 年财务报告和未经审计的 2022 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。为计算有息债务，中诚信国际已将公司长期应付款和租赁负债中的有息债务调整至长期债务。

公司主营业务盈利能力有所提升，但随着部分应收账款的账龄延长和存货规模的扩大，未来资产减值损失情况需持续关注

2021 年，因下游需求增长，公司主要产品销售价格均有所提升，部分产品销量亦有所增长，公司营业总收入同比提升 7.10%。毛利率方面，2021 年，受工艺改进、生产效率提高和产品价格提升影响，LED 材料和其他业务毛利率显著上升，终端产品毛利率小幅增长。综合影响下，2021 年公司营业毛利率同比上升。

表 7：近年来公司主要板块收入构成毛利率情况(亿元、%)

项目	2019	2020	2021
LED 材料	49.23	55.75	60.07
终端产品	137.50	115.81	122.01
其他	3.00	2.26	4.06
营业总收入	189.73	173.81	186.15
项目	2019	2020	2021
LED 材料	19.77	11.05	23.72
终端产品	34.62	37.06	38.65
其他	8.13	8.70	14.03
营业毛利率	30.35	28.35	33.30

费用方面，自合并朗德万斯以来，公司管理费用保持较大规模；2021 年研发投入增加使得研发费用有所提升；受汇兑收益以及债务规模下降影响，公司财务费用下降明显。受上述因素影响，公司期间费用率同比下降，公司三费管控能力有所优化。

利润方面，受益于 2021 年公司毛利率提升和期间费用率下降，公司经营业务利润同比大幅增长。由于 2020 年公司在吉安开展 LED 全产业项目建设，当年生产的投入较多，收到的政府补助增加较多，2021 年由于相关在建工程大部分均已完工，相关生产投入较少，政府补助大幅减少致使其他收益大幅下降。此外，2021 年，公司资产减值损失同比虽有所下降，但由于公司应收账款账龄的升高及存在因产品更新换代产生的存货呆滞情况，应收账款坏账损失及存货跌价损失同比有所上升，对利润仍产生一定侵蚀，未来需关注应收账款的收回和存货的减值情况。综合影响下，2021 年公司利润总额同比提升明显，公司 EBITDA 利润率和总资产收益率均有所增长。

2022 年一季度，受疫情反复影响，海运受阻，大宗商品上涨，下游需求疲软，公司经营性利润同比下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	31.15	25.75	25.05	6.47
管理费用	9.36	9.43	9.64	1.93
研发费用	4.81	4.53	5.50	1.08

财务费用	6.87	7.11	4.26	0.60
期间费用率	27.51	26.94	23.88	25.23
其他收益	4.33	10.35	1.54	0.15
经营性业务利润	8.36	11.58	18.07	2.70
资产减值损失	3.86	5.42	3.53	0.70
投资收益	0.03	0.36	1.03	0.36
资产处置收益	3.77	0.98	0.03	0.00
利润总额	8.36	7.67	15.49	2.28
EBITDA 利润率	13.18	14.48	16.91	--
总资产收益率	3.95	3.94	6.26	3.97*

注：1、资产减值损失包括信用减值损失，且损失金额以正值列示；2、带*号数据为年化值。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司债务的偿还，资产和负债规模均有所下降，财务杠杆明显降低，资本结构有所改善

资产方面，近年来公司总资产规模呈下降态势，截至 2022 年 3 月末，公司流动资产占比约 55.04%。随着公司对短期借款偿还的增加，货币资金规模有所下降，其中 2021 年末，使用权受限部分为 14.47 亿元，存放海外款项为 22.91 亿元。2021 年，在公司产品下游需求向好的背景下，公司增加了备货量，但受海运运力紧张影响，致使当年存货规模大幅提升。2022 年一季度，公司为防止原材料价格上涨，增加了对相关原材料的储备，致使存货规模增长。跟踪期内，公司加强了对应收账款的催收，公司应收账款规模有所下降，截至 2021 年末，公司应收账款坏账余额为 6.45 亿元，较上年增长约 18%，具有一定减值风险。非流动资产方面，公司商誉保持较大规模，受处置资产影响，固定资产规模小幅下降。

负债方面，随着公司业务规模的扩大，2021 年末应付票据及应付账款均有所增加。2021 年以来，公司增加了对长短期借款的偿付力度，带动总负债规模显著下降。所有者权益方面，利润的积累带动所有者权益进一步增长。

财务杠杆方面，跟踪期内，因借款规模大幅下降，公司资产负债率及总资本化比率均明显下降，资本结构有所改善。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
总资产	347.99	307.75	287.73	274.56
货币资金	89.86	61.51	55.51	39.56
应收账款	42.17	44.04	40.10	40.79
应收票据	17.37	17.27	5.39	4.22
存货	40.78	25.95	39.58	45.66
固定资产	67.55	63.68	59.96	57.78
商誉	17.59	17.65	17.65	17.65
总负债	243.98	182.53	154.70	139.65
短期借款	69.21	60.07	26.17	18.42
应付票据	34.64	24.07	33.26	33.94
应付账款	40.30	32.95	39.80	35.13
长期借款	14.80	15.15	14.95	7.89
应付债券	25.16	1.99	0.00	0.00
所有者权益合计	104.01	125.22	133.03	134.92
实收资本	12.77	14.84	14.84	14.84
未分配利润	27.48	28.56	38.11	39.93
资本公积	59.94	79.88	79.77	79.77
资产负债率（%）	70.11	59.31	53.76	50.86
总资本化比率（%）	60.29	48.17	39.33	36.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年受公司产品价格提升及对上下游议价能力提升影响，公司经营活动净现金流增加明显；债务规模大幅下降，但因受限货币资金较大，仍面临一定短期债务压力

2021 年，受益于公司产品销售价格的提升及公司上下游议价能力的增强，公司经营活动净现金流大幅增长。2022 年一季度，为防止原材料价格上涨，公司提前增加了相关原材料的采购，致使当期经营性现金流由正转负。跟踪期内，由于当年公司大幅减少了项目建设及购买理财产品等投资活动的现金支出，使得投资活动现金净流出大幅下降。2021 年以来，公司增加了对借款的偿还力度，筹资活动净现金流大幅增加。

2021 年，公司主动调整债务结构和财务杠杆，加大对短期债务的偿还力度，当年末总债务大幅下降，但公司短期债务占比仍较高，债务结构有待改善。偿债指标方面，2021 年，得益于经营性现金流的增长和债务规模的快速下降，EBITDA 及经营活动净现金流对债务的覆盖能力提升明显。2021 年以来，公司货币资金持续下降，且受限金额较大，货

币资金/短期债务无法对公司短期债务形成有效覆盖，公司仍面临一定的短期偿债压力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	7.73	14.66	40.10	-2.65
投资活动净现金流	-12.59	-22.40	0.53	-0.87
筹资活动净现金流	38.41	-8.54	-43.09	-9.34
总债务	157.91	116.37	86.25	77.22
短期债务	115.08	96.64	69.14	67.58
总债务/EBITDA	6.31	4.62	2.74	--
经调整的经营 活动净现金流/ 总债务	1.62	8.04	42.62	--
经营活动净现金流/利息支出	1.60	2.79	12.77	-5.26
EBIT 利息倍数	2.73	2.46	5.94	5.52
货币资金/短期 债务	0.78	0.64	0.80	0.59

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司融资渠道较为通畅，但受限资产规模较大，未决诉讼较多

财务弹性方面，截至 2021 年末公司共获得银行授信额度 113.12 亿元，其中未使用额度为 57.66 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 2021 年末，公司受限资产合计为 43.89 亿元，其中受限货币资金、一年内到期的非流动资产、债权投资和固定资产账面价值分别为 14.47 亿元、12.48 亿元、9.00 亿元和 5.47 亿元，受限资产占当期末总资产的 15.25%。此外，截至 2022 年 3 月末，实际控制人孙清焕持有公司股份数量为 6.83 亿股，累计质押公司股份 1.54 亿股，占其直接所持股份总数的 22.51%，占公司总股本的 10.35%，质押比重同比变动不大。

截至 2021 年末，公司无对外担保。

或有事项方面，LEDVANCE LLC（LEDVANCE 美国子公司）收到被影响人以及保险公司起诉，因当地一起火灾事故，原诉人向一系列灯具制造商发

起赔款诉讼，其中包括 LEDVANCE LLC，最终导致火灾原因仍尚未确定，目前该案件正在审理中。2020 年 9 月，子公司 LEDVANCE GmbH 原执行董事向 LEDVANCE GmbH 提起诉讼，申诉要求 LEDVANCE GmbH 向其支付其任职期间享有的可变薪酬等共计 0.17 亿欧元；2021 年 11 月 8 日，受案法庭判定受理案件前置条件为原诉方于 2022 年 4 月 30 日前向受案法庭支付 57 万欧元保证金。2020 年 12 月 23 日，公司收到 Global Value Lighting LL 向美国仲裁会提出的仲裁起诉状，Global Value Lighting LLC 主张公司在与其合作期间，未按合作协议约定的条款履行相应义务，故其不承担对公司 800 万美金的债务义务，截至 2021 年 12 月 31 日，双方均在更新证据，仲裁会计划于 2022 年 6 月安排听证。公司预计上述事项导致的经济利益流出可能性较小且部分事件涉及的金额无法可靠计量，故在报告期财务报表中未计提相关预计负债。

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，2019~2022 年 4 月 19 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。

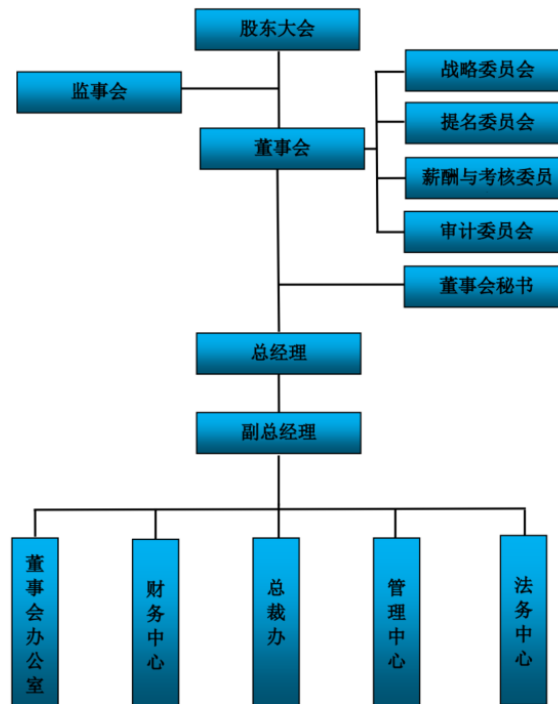
评级结论

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”的债项信用等级为 **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 2021 年末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	中山市木林森电子有限公司	100	11	深圳市木林森光显科技有限公司	100
2	中山市格林曼光电科技有限公司	60	12	中山市木林森企业管理服务有限公司	100
3	中山市木林森电源有限公司	100	13	吉安市木林森实业有限公司	100
4	中山市木林森照明科技有限公司	100	14	朗德万斯照明有限公司	100
5	吉安市木林森电子科技有限公司	100	15	和谐明芯(义乌)光电科技有限公司	100
6	木林森有限公司	100	16	中山市光源世家电子有限公司	51
7	新余市木林森照明科技有限公司	100	17	中山市木林森微电子有限公司	51
8	新余市木林森线路板有限公司	100	18	木林森(广东)健康科技有限公司	51
9	中山市木林森光生物科技有限公司	100	19	湖南木林森智能科技有限公司	51
10	深圳市青松投资咨询有限公司	100	20	空净视界智能科技有限公司	74



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	898,637.04	615,051.97	555,064.13	395,563.63
应收账款净额	421,705.84	440,388.13	401,011.25	407,857.05
其他应收款	39,510.61	26,126.14	5,735.01	9,835.99
存货净额	407,774.02	259,478.06	395,832.04	456,571.09
长期投资	176,582.72	339,818.00	216,742.40	196,621.74
固定资产	675,527.34	636,835.87	599,561.91	577,823.53
在建工程	39,530.18	29,903.55	17,369.02	24,939.54
无形资产	94,026.95	87,541.56	108,879.12	104,864.48
总资产	3,479,922.48	3,077,523.76	2,877,289.06	2,745,647.07
其他应付款	60,130.71	55,786.70	54,015.47	57,961.23
短期债务	1,150,814.06	966,447.91	691,433.10	675,790.13
长期债务	428,320.28	197,276.80	171,050.64	96,384.98
总债务	1,579,134.34	1,163,724.71	862,483.75	772,175.11
净债务	680,497.30	548,672.73	307,419.62	376,611.48
总负债	2,439,828.02	1,825,321.31	1,546,970.76	1,396,473.55
费用化利息支出	48,391.85	52,532.56	31,386.65	5,050.43
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,040,094.45	1,252,202.46	1,330,318.31	1,349,173.52
营业总收入	1,897,268.62	1,738,130.71	1,861,461.35	399,460.92
经营性业务利润	83,587.55	115,816.44	180,672.54	27,036.67
投资收益	298.05	3,587.75	10,277.95	3,631.40
净利润	50,186.07	30,340.05	116,920.16	17,845.24
EBIT	131,954.25	129,245.54	186,331.35	27,882.27
EBITDA	250,099.83	251,617.37	314,691.99	27,882.27
经营活动产生现金净流量	77,326.83	146,614.81	400,951.32	-26,542.77
投资活动产生现金净流量	-125,858.56	-224,019.39	5,349.77	-8,691.52
筹资活动产生现金净流量	384,144.62	-85,431.53	-430,872.60	-93,376.33
资本支出	107,529.91	169,563.63	88,321.00	31,151.46
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	30.35	28.35	33.30	31.99
期间费用率（%）	27.51	26.94	23.88	25.23
EBITDA 利润率（%）	13.18	14.48	16.91	--
总资产收益率（%）	3.95	3.94	6.26	3.97*
净资产收益率（%）	5.01	2.65	9.05	5.33
流动比率（X）	1.18	1.09	1.26	1.26
速动比率（X）	0.95	0.92	0.95	0.88
存货周转率(X)	2.98	3.73	3.79	2.55*
应收账款周转率（X）	4.67	4.03	4.42	3.95*
资产负债率（%）	70.11	59.31	53.76	50.86
总资本化比率（%）	60.29	48.17	39.33	36.40
短期债务/总债务（%）	72.88	83.05	80.17	87.52
经营活动净现金流/总债务（X）	0.05	0.13	0.46	-0.14*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.07	0.15	0.58	-0.16*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.60	2.79	12.77	-5.26
经调整的经营净现金流/总债务（%）	1.62	8.04	42.62	--
总债务/EBITDA（X）	6.31	4.62	2.74	--
EBITDA/短期债务（X）	0.22	0.26	0.46	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.17	4.79	10.03	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.73	2.46	5.94	5.52

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 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”以及“租赁负债”计入长期债务；3、带*号为年化数据。

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。