

LED 封装龙头，打新积极参与 ——木森转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**12月11日晚，木林森股份有限公司发布公告，将于2019年12月16日发行26.60亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为 88.34 元，YTM 为 2.75%。**木森转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.40%、第二年0.60%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%，第六年2.00%。到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一年利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/12/11）4.93%作为贴现率估算，债底价值为88.34元，纯债对应的YTM为2.75%，具有一定债底保护性。
- **平价为 99.85 元，各条款均为主流设置。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价12.95元/股，木林森（002745.SZ）12月11日的收盘价为12.93元，对应转债平价为99.85元。木森转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，各条款均为主流设置。
- **预计木森转债上市首日价格在 112~114 元之间。**按木林森12月11日的收盘价12.93元测算，当前木森转债平价为99.85元，接近面值。可参照的平价可比标的为大丰转债，其平价为99.64元，当前转股溢价率为10.91%，可参照的规模可比标的是环境转债，当前转股溢价率为12.80%。考虑到木森转债平价具有一定吸引力，正股业绩稳健且为科技类标的，预计上市首日转股溢价率在12%~14%之间，对应的上市价格在112~114元区间。
- **假设配售比例为 50%。**木林森的主要股东为孙清焕、义乌和谐明芯股权投资合伙企业（有限合伙）、中山市小榄镇城建资产经营有限公司，持股比例分别为56.02%、15.29%、2.24%。孙清焕为公司的实际控制人，截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们假设配售比例为50%。
- **预计中签率为 0.02%。**木森转债的发行规模为26.60亿元，假设配售比例为50%，那么可供网上网下投资者申购的金额为13.30亿元，若网上申购户数为80万，平均单户申购金额为100万元，网下申购户数为7000~9000户，平均单户申购金额按申购上限的70%打折，即7亿元，测算下来中签率为0.02%。
- **总结来看，木森转债条款设置合理，具有一定债底保护性，平价水平接近面值具有吸引力，发行规模较大且有网下申购，机构投资者容易上量，正股木林森是国内LED封装龙头，封装业务和LEDVANCE的业绩在逐渐好转，同时作为转债市场的科技类标的，配置价值较高，因此一级打新积极参与，二级市场关注合理配置时点。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjq.com.cn

12月11日晚，木林森股份有限公司（以下简称“木林森”）发布公告，将于2019年12月16日发行26.60亿元可转债，此次募集资金将用于“小榄高性能LED封装产品生产项目”、“小榄LED电源生产项目”、“义乌LED照明应用产品自动化生产项目”及偿还有息债务。以下我们对木森转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、木森转债基本要素分析

债底为88.34元，YTM为2.75%。木森转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.40%、第二年0.60%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%，第六年2.00%。到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一年利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/12/11）4.93%作为贴现率估算，债底价值为88.34元，纯债对应的YTM为2.75%，具有一定债底保护性。

平价为99.85元，各条款均为主流设置。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价12.95元/股，木林森（002745.SZ）12月11日的收盘价为12.93元，对应转债平价为99.85元。木森转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，各条款均为主流设置。

图表 1：木森转债基本信息梳理

	具体内容	
转债信息	转债名称/代码	木森转债/128084.SZ
	发行规模	26.60 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网上通过深交所交易系统向社会公众投资者发售、网下向机构投资者配售
	票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%，第六年 2.00%
	到期赎回价格	票面面值的 112%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起 6 年
	转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/AA/无
	初始转股价格	12.95 元/股
	募集资金用途	“小榄高性能 LED 封装产品生产项目”、“小榄 LED 电源生产项目”、“义乌 LED 照明应用产品自动化生产项目”及偿还有息债务
重要条款	主承销商	平安证券股份有限公司，华泰联合证券有限责任公司
	下修条款	在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。
	有条件赎回条款	在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
	有条件回售条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 16.08%。若按木林森（002745.SZ）初始转股价 12.95 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为 16.08%和 28.06%，流通盘具有一定摊薄压力。

图表 2：木森转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-12-12	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》 1、网上路演
2019-12-13	T-1	2、原股东优先配售股权登记日 3、网下申购，网下机构投资者缴纳认购保证金 1、确定网上中签率
2019-12-16	T	2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售 4、网上申购日
2019-12-17	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购的摇号抽签
2019-12-18	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签投资者足额缴纳认购款 3、网下申购投资者根据配售金额缴款。
2019-12-19	T+3	联席主承销商根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-12-20	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计木森转债上市首日价格在 112~114 元之间。按木林森 12 月 11 日的收盘价 12.93 元测算，当前木森转债平价为 99.85 元，接近面值。可参照的平价可比标的为大丰转债，其平价为 99.64 元，当前转股溢价率为 10.91%，可参照的规模可比标的是环境转债，当前转股溢价率为 12.80%。考虑到木森转债平价具有一定吸引力，正股业绩稳健且为科技类标的，预计上市首日转股溢价率在 12%~14%之间，对应的上市价格在 112~114 元区间。

假设配售比例为 50%。木林森的主要股东为孙清焕、义乌和谐明芯股权投资合伙企业（有限合伙）、中山市小榄镇城建资产经营有限公司，持股比例分别为 56.02%、15.29%、2.24%。孙清焕为公司的实际控制人，截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们假设配售比例为 50%。

预计中签率为 0.02%。木森转债的发行规模为 26.60 亿元，假设配售比例为 50%，那么可供网上网下投资者申购的金额为 13.30 亿元，若网上申购户数为 80 万，平均单户申购金额为 100 万元，网下申购户数为 7000~9000 户，平均单户申购金额按申购上限的 70%打新，即 7 亿元，测算下来中签率为 0.02%。

总结来看，木森转债条款设置合理，具有一定债底保护性，平价水平接近面值具有吸引力，发行规模较大且有网下申购，机构投资者容易上量，正股木林森是国内 LED 封装龙头，封装业务和 LEDVANCE 的业绩在逐渐好转，同时作为转债市场的科技类标的，配置价值较高，因此一级打新积极参与，二级市场关注合理配置时点。

3、正股基本面分析

木林森股份有限公司是集 LED 封装与 LED 应用产品为一体的综合性光电高新企业。公司专注于 LED 封装及应用系列产品研发、生产与销售，公司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、LED 应用（包括照明产品及其他）三大类。

随着 LED 技术不断进步以及下游应用领域逐渐扩大，特别是 LED 照明市场的快速发展，整个 LED 行业出现加速增长势头。自 2015 至 2017 年，中国 LED 产业整体规模分别为 4247 亿元、5216 亿元和 6538 亿元，增速分别为 21.10%、22.80%和 25.30%。市场规模增长稳定而快速，主要得益于国际厂商退守、代工订单增加，结构性产能过剩局面缓解、下游需求持续增长等因素。

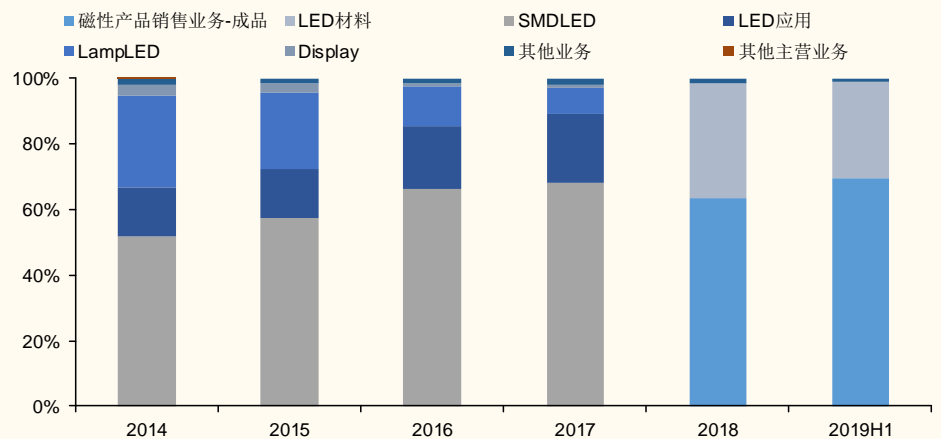
2018年，LED半导体照明产业整体增速放缓，估算行业总产值为7374亿元，增速下降至12.8%，主要原因为国内经济增速放缓，内需萎缩。

拥有技术研发优势。在传统LED封装工艺的基础上，公司对产品的机器设备、原材料供应、生产流程工艺等方面进行了多项创新，如向全球著名LED封装设备供应商ASM定制全自动固晶机、焊线机及封胶机等设备；在原材料胶水供应中，自主研发的高阻燃抗紫外线环氧树脂制备技术，增强了LED封装产品的阻燃性能与抗紫外线功能，有效提高了产品的安全性；生产工艺流程中自主研发的“金线变铜线焊接技术”，大幅度降低产品的成本。

销售渠道通畅。公司坚持建设多元化销售渠道，首先是强化经销网点的辐射力度，公司目前在全国主要大中城市通过参股公司，把握当地及周边市场销售及客户维护工作。其次是强化经销商的作用，发挥经销商在面对终端市场的客户资源优势。公司目前是国内LED封装及应用行业中营销服务网络较为发达和完善的企业，销售网络基本覆盖全国。

磁性产品为主。SMDLED（贴片型LED）是公司的主要产品，在公司的产品结构占比一直稳定在50%以上并稳步增长。从其绝对值来看，来源于SMDLED的收入从2014年的20.79亿元，快速增长至2017年的55.74亿元，CAGR为38.72%。2018年以后，磁性产品成品销售业务占据了最大比例的公司营收，这种趋势在2019年上半年得到了强化，占营业总收入的69.73%。

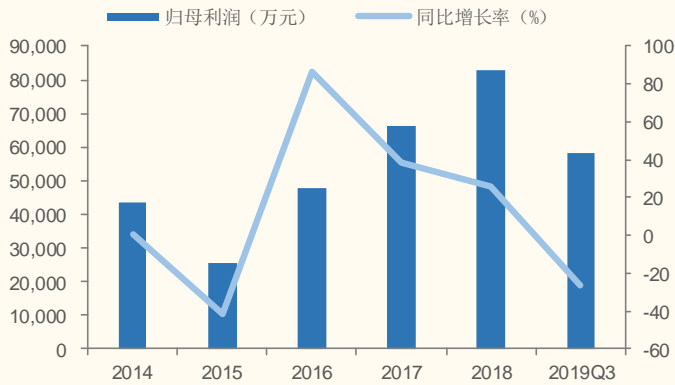
图表3：木林森主营业务收入构成



来源：Wind，国金证券研究所

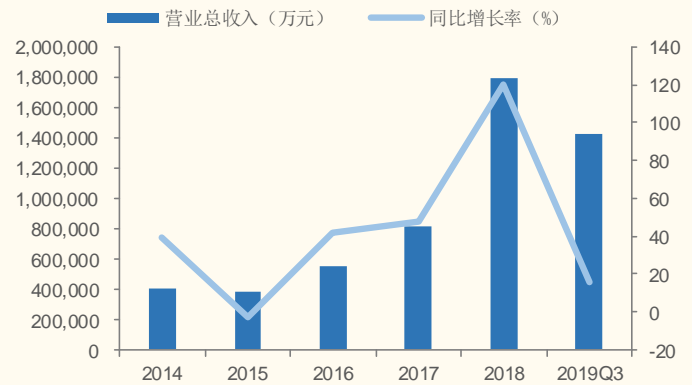
归母净利润增速有所放缓。木林森营业收入从2015年的38.82亿元增长至2018年的179.52亿元，其CAGR为66.61%，增长较为迅猛。从归母净利润来看，公司从2015年的2.56亿元增长至2018年的8.30亿元，实现48.07%的CAGR。归母净利润同比增速自2016年达到峰值86.41%后，开始逐步下降，2018年放缓至38.79%。

图表 4：木林森归母利润变化趋势



来源：Wind，国金证券研究所

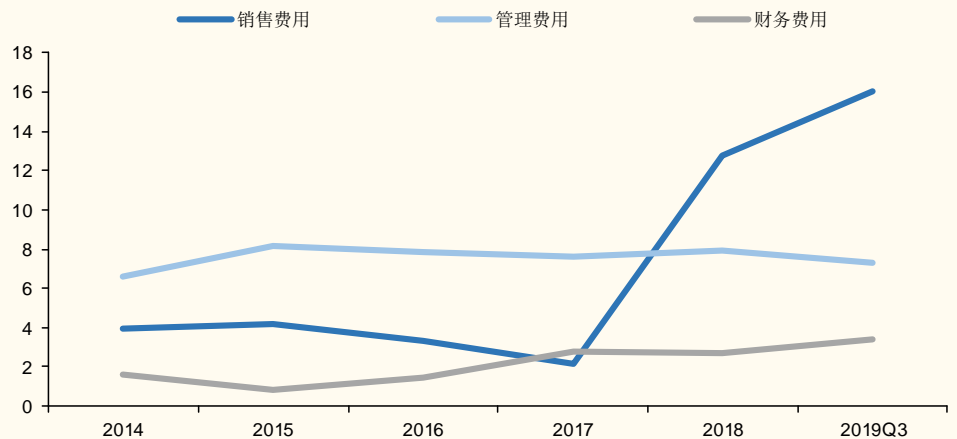
图表 5：木林森营业总收入变化趋势



来源：Wind，国金证券研究所

公司管理成本、财务成本管控平稳，销售成本有所增加。从公司的三费率来看，2014年~2019年前三季度，财务费用占营业收入的比例较为平稳，稳定在2%~3%附近，管理费用也稳定在7%~8%上下。2018年以来，由于LED行业市场规模增速放缓，公司需要更多的销售费用来维持营业收入的稳定上升，因此销售费用有较快的上升，其占营业收入比例从2017年的2.12%上升至2019年前三季度的16.06%。

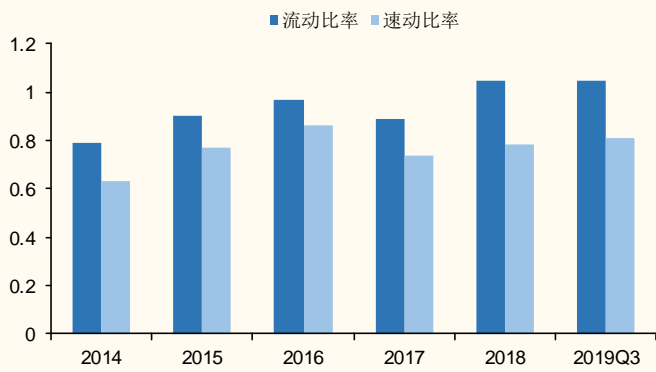
图表 6：木林森销售费用、管理费用、财务费用占营业收入比例变化趋势 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

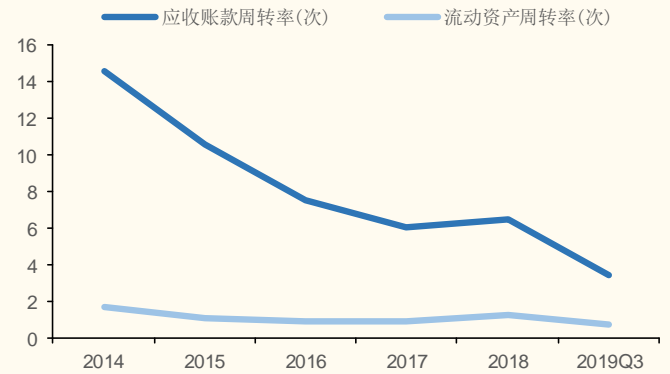
公司偿债能力保持稳定，营运能力有所下滑。从偿债能力上看，公司的流动比率、速动比率保持稳中有增的态势，2019年前三季度，公司的流动比率为1.05，速动比率为0.81。从营运能力看，公司的流动资产周转率较为平稳，但应收账款周转率下降较快，主要是LED市场规模增速放缓，公司业绩承压后，公司为继续维持主营业务的上升，扩张赊销业务，导致应收账款周转率下降较快。

图表 6：木林森偿债能力变化趋势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：木林森营运能力变化趋势



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH