跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]478 号

佛山市国星光电股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“11 国星债”进行跟踪评级，确定：

佛山市国星光电股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

佛山市国星光电股份有限公司发行的“11 国星债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85171818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

佛山市国星光电股份有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定
债券简称：11 国星债
债券规模：5 亿元
债券期限：5 年
债项信用等级
跟踪评级结果：AA
上次评级结果：AA
上次评级时间：2015 年 5 月 22 日
跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	36.79	43.92	44.14
所有者权益（亿元）	24.25	29.45	29.85
长期债务（亿元）	5.19	6.20	6.29
全部债务（亿元）	5.63	6.81	6.86
营业收入（亿元）	15.43	18.39	4.59
净利润（亿元）	1.34	1.54	0.35
EBITDA（亿元）	2.95	3.75	0.42
经营性净现金流（亿元）	0.74	0.55	0.62
营业利润率（%）	24.89	22.25	22.24
净资产收益率（%）	5.61	5.74	--
资产负债率（%）	34.07	32.95	32.37
全部债务资本化比率（%）	18.84	18.79	18.69
流动比率（倍）	4.35	4.08	4.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.55	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.25	9.26	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.59	0.75	--

注：1、2015 年，公司合并范围新增合并单位 2 家。
2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

佛山市国星光电股份有限公司（以下简称“公司”或“国星光电”）是国内 LED 封装龙头企业，拥有专业的 LED 封装技术，独特的供需流程控制以及生产管理和质量管理体系，在品牌效应、资产规模、盈利能力、产品研发等方面均有较强的优势。跟踪期内，受市场竞争加剧的影响，公司主导产品均价有所下滑，但受益于公司产能释放以及公司经营规模的扩大，公司主导产品收入规模和营业利润得到进一步提升。跟踪期内，公司完成股权定向增发，广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“广晟公司”）成为公司实际控制人，提升了公司的品牌形象和运营平台优势，为公司的后续产业发展和资本运作提供了强大的保障。

综上，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）维持对公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“11 国星债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司产品销售规模继续扩大，公司盈利水平得到了稳步提升。

2. 公司注重产品研发，建立了二级研发体系，目前公司已拥有多项专利，并被国家知识产权局评选为“2015 年度国家知识产权优势企业”。

3. 公司资产流动性较强，质量较好；公司整体债务负担较轻。

4. 跟踪期内，公司完成股权定向增发，广晟公司成为公司实际控制人，为公司的后续产业发展和资本运作提供了强大的保障。

关注

1. LED行业竞争加剧，2015年产品销售均价走低，公司主要产品毛利率降低，对其盈利造

成了一定的影响。

2．公司存货量较大，若销售市场发生异常变化，公司未能控制存货规模，可能导致一定的跌价风险。

3．公司销售回款情况在一定程度上会影响到公司资金的流动性，若公司无法及时回收销售款，则将对公司现金流和资金周转产生一定的不利影响。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

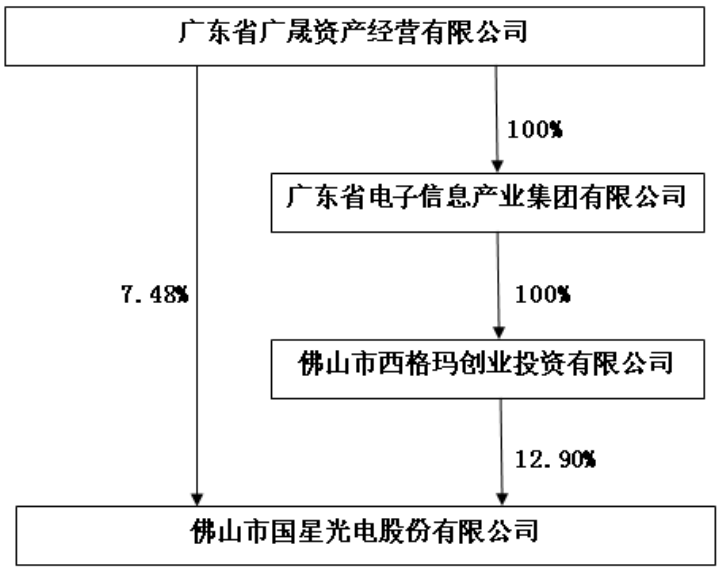
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

佛山市国星光电股份有限公司（以下简称“公司”或“国星光电”）前身为佛山市国星光电科技有限公司，2010 年 7 月在深圳证券交易所中小板上市交易。2015 年 7 月 3 日，公司非公开发行的 45,751,669 万股票在深交所上市，股票简称“国星光电”，股票代码 002449.SZ；2015 年 9 月 2 日，公司完成注册资本工商变更（备案）登记手续，注册资本由人民币 43,000 万元增加至 47,575.17 万元；公司股份总数由 43,000 万股增加至 47,575.17 万股，其中无限售条件股份占比 69.60%，有限售条件股份占比 30.40%。公司控股股东及实际控制人变更为广晟公司，广晟公司直接和间接合计持股占公司总股本的 20.38%。公司股权控制结构如下图所示：

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司主要从事 LED 器件、LED 组件、LED 照明应用等产品的研发、生产和销售，主导产品仍为 LED 器件及组件，并有部分照明应用类、加工和 LED 外延芯片生产业务。2015 年，整个 LED 行业呈现快速发展的态势，公司主导产品 LED 器件及组件销量显著上升，整体盈利水平较上年增强。

截至2015年底，公司合并资产43.92亿元，负债合计14.47亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.45元，其中归属于母公司所有者权益27.67亿元。2015年，公司实现合并营业收入18.39亿元，净利润（含少数股东损益）1.54亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.60亿元；经营活动产生的现金流量净额0.55亿元，现金及现金等价物净增加额为0.31亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额44.14亿元，负债合计14.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.85亿元，其中归属于母公司所有者权益28.04亿元。2016年第一季度公司实现合并营业收入4.59亿元，净利润（含少数股东损益）0.35亿元，其中归属母公司所有者的净利润0.37亿元；经营活动产生的现金流量净额0.62亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.36亿元。

公司注册地址：广东省佛山市禅城区华宝南路 18 号；法定代表人：何勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2011]2084 号文核准，公司于 2012 年 4 月 27 日首次公开发行 5 亿元公司债券，期限为 5 年，附第 3 年末投资者回售选择权。本次债券按面值平价发行，在债券存续期内利率为 6.8%固定不变。本次发行所募集资金净额为 49,250 万元，全部用于补充流动资金。本次债券已于 2012 年 6 月 21 日在深交所集中竞价系统和综合协议交易平台挂牌交易，债券全称为“佛山市国星光电股份有限公司 2011 年公司债券”，证券代码为“112083”，证券简称为“11 国星债”。

本次公司债券募集资金已经使用完毕。公司于 2015 年 4 月 2 日发布了《关于“11 国星债”投资者回售实施办法的第一次提示性公告》，并在 4 月 10 日、4 月 17 日分别发布了第二次和第三次提示性公告。公司 2012 年发行的公司债券（债券代码：112083，简称：“11 国星债”）的债券持有人可以在回售申报日（2015 年 4 月 17 日、4 月 20 日、4 月 21 日）对其所持有的全部或部分“11 国星债”债券申报回售，回售价格为债券面值（人民币 100 元/张）。根据 2015 年 4 月 30 日公司发布关于《“11 国星债”投资者回售结果的公告》，回售数量为 0 张，回售金额为 0 元，剩余托管量为 5,000,000 张。

公司已于 2016 年 5 月 3 日支付了 2015 年 5 月 3 日至 2016 年 5 月 2 日期间的利息。

三、行业分析

受投资过热及宏观经济环境不景气等因素影响，2015 年 LED 行业竞争激烈，优胜劣汰的多变形势比起往年更加明显。受外需不足、内需乏力以及产业步入成熟阶段等因素影响，众多品牌企业纷纷顺应形势，降低其价格，加入“价格战”。2015 年整个 LED 行业呈现产业结构调整、企业两极分化、并购整合不断的特点，产业布局进一步融合与集中。

TrendForce 旗下绿能事业处 LEDinside 最新报告指出，2015 年全球 LED（含可见光与不可见光 LED）产业产值首次呈现衰退，年衰退达 3%。由于 LED 厂商的杀价竞争，部分主流规格 LED 平均价格跌幅高达 40%以上；而美元强势升值也使得许多 LED 厂商的营收换算成美元后呈现衰退。

LED产业链主要分为上游、中游和下游3个部分。LED上游主要指上游外延芯片，也就是发光二极管（LED）灯珠里面的芯片，以及相关的一些材料，包括：高纯气体、衬底材料、MO源、氧化铝、荧光粉等材料。LED上游产业主要指LED发光材料外延制造和芯片制造。由于外延工艺的高速发展，器件的主要结构如发光层、限制层、缓冲层、反射层等均已在外延工序中完成，芯片制造主要是做正、负电极和完成分割检测。LED上游产品技术含量高，属于资本和技术密集型，进入门槛高，目前主要由国外龙头厂商掌控，国内仅有少数厂商进入。

LED中游主要指LED灯的封装，分为插件、贴片、点阵、大功率LED灯的封装。相关的设备有：固晶机、焊线机、灌胶机、切脚机、分光机、测试仪器、编带机、扩晶机、烘烤箱、显微镜、真空抽气机等。中游是技术和资本密集型环节，具有投资强度大但见效慢的特点。由于进入门槛相对不高，国内有较多的厂商涉足该领域。

LED下游环节主要是照明、背光、显示等应用领域，同时，LED下游也包括了周边的一些产业的发展，比如驱动电源，控制系统等。LED下游环节是与市场联系最为紧密的环节，市场需求大，技术含量相对较低，投资门槛也较低，因而是LED产业中规模最大并且发展最快的领域。目前国内有众多的厂商进入这一领域

从价格方面来看，LED 灯泡全球平均价格呈现下降的态势。根据 LEDinside 统计数据显示，

2015年全球范围内，相当于40W白炽灯的LED灯泡价格从12.1美元下降到10.6美元，降幅为12.4%，其中七月份降幅最大，环比减少5.6%；相当于60W白炽灯的LED灯泡价格由16.1美元下降到14.5美元，下降9.94%，其中降幅最大的同样为7月，环比减少3.3%。

图2　2015年全球LED灯泡价格变化

资料来源：LEDinside

从行业政策角度看，2014年5月，国务院颁布《2014－2015年节能减排低碳发展行动方案》，提出“加快实施节能技术装备产业化示范工程，推广应用半导体照明等先进技术装备。实施能效领跑者制度，对能效领跑者给予政策扶持，引导生产、购买、使用高效节能产品。适时将能效领跑者指标纳入强制性国家标准。”此外，2015年，李克强总理在两会期间所作的政府报告，八次提到“环保”，六次提到“节能”，再度提出要把节能环保产业打造成新兴的支柱产业。显然，在加强环境保护的大背景下，节能环保产业将大有可为，而LED作为节能光源的优势非常明显，如果省电节能的LED照明得到普及，照明电力消耗将有望降低一半以上。在推动全民开展节能减排的行动中，目前确定增长的行业首推LED行业。发展LED产业，既是推动全民开展节能减排的有效行动，也是推动产业结构调整、转变经济增长方式、构建现代产业体系的重要内容。

2016年作为“十三五”规划的开局之年，国家贯彻“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，节能减排作为重中之重，令LED行业增长新动力不断显现。2016年，LED企业将从关注价格竞争转向创造新价值，有利于拥有技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势的企业脱颖而出，凭借稳定客户和议价能力，进一步强化行业控制力；同时，LED厂商对行业发展及技术方向的摸索将更加透彻，并购操作将更加理性谨慎，进一步形成稳定的、大者恒大的行业格局。上游芯片厂商产能利用率不断提高，行业集中度继续提升；中游企业结合规模扩张及资源整合优势的协同，不断调整产品结构，突破同质化竞争，在稳固已有市场份额的同时快速抢占新市场；下游企业持续打造品牌知名度及抢占销售渠道，伴随性能提升和成本下降，下游领域照明普及率快速增长。

由于LED企业入行门槛较低，产品同质化严重，再加之市场需求下降，导致产品供过于求，因此出现结构性产能过剩的局面。未来LED企业都将面临严峻的考验，只有真正具有研发、生产实力的企业才能逐渐壮大，而更多企业可能面临被淘汰的命运。

目前一些LED企业为了抢占市场份额，将低价竞争作为其销售手段，使得整个LED行业竞

争加剧，产品利润微薄；有相当数量的企业业绩下滑，处境艰难。就低价竞争而言，对终端企业资金技术要求低，一些企业为了缩减成本，对产品质量要求有所下降，致使其产品失去市场竞争力。未来 LED 行业将继续呈现产业结构调整、企业两级分化、价值引领行业、并购整合不断的特点。

总体看，2015 年 LED 行业竞争激烈，产品呈现售价下跌趋势，整个开始进入结构调整阶段。未来企业将从关注价格竞争转向产品、技术创新上来，行业发展前景广阔。

四、管理分析

2015~2016 年 3 月底，公司 1 名董事兼董事会秘书和 2 名副总经理因个人原因辞任职务，一名董事以及一名副总经理由于工作调动离任，其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。以上职位截至 2016 年 3 月底均已有人员接替，未对公司日常经营造成重大影响。公司实际控制人变更为广晟公司以后，广晟公司人员进入公司董事会及管理层，其中何勇先生担任公司董事长；刘韧先生、贺湘华先生、程科先生担任公司董事；梁越斐女士担任公司监事；刘艾璨子女士担任公司董事会秘书兼证券事务代表，唐群力先生担任公司财务负责人。

在组织管理机构建设方面，2015 年，公司在现有运作事业部管理模式成功经验的基础上进行优化、延伸和推广，撤销了电子制造事业部并适时成立 CHIP LED 事业部，进一步细化 RGB 器件事业部以专注细分领域、提高产品专业化程度及市场反应速度。

总体看，跟踪期内，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作规范；公司还在此基础上，对组织管理机构设立方面做出了调整，使其更好地满足企业经营发展需要。

五、经营分析

1．经营概况

公司致力于其在LED上游外延、芯片领域技术水平的提升，完善其产业链布局；2015年，公司并购亚威朗科技，吸纳其高水平的技术团队，调整与优化产品结构，不断强化公司在LED上游的市场竞争力。

随着公司主要产品销售规模扩大，2015年公司实现营业收入18.39亿元，同比增长19.15%；由于制造费用增长较快，营业成本为14.23亿元，同比增长23.07%，增速高于营业收入增速。公司2015年实现净利润1.54亿元，较上年增加15.04%。

从营业收入构成来看，2015年公司主营业务收入占比99.65%，较上年变化不大，公司主营业务突出。从产品类别看，公司产品包括外延芯片、LED器件、LED组件、照明应用类及其他，其中LED器件和LED组件是公司主导产品。2015年LED器件以及LED组件销售规模扩大，分别实现销售收入11.96亿元和3.96亿元，占营业收入的比重分别为65.07%和21.52%。较2014年相比，LED器件收入增长25.52%，LED组件收入增长14.65%。

毛利率方面，2015 年公司整体毛利率较上年下降 2.46 个百分点至 22.62%，其中主营业务毛利率 23.45%，较上年下降 3.52 个百分点。从产品类别看，LED 器件与 LED 组件毛利率分别为 21.73%和 28.67%，较上年分别小幅下降 3.86 个百分点和 2.12 个百分点，主要系 LED 产能释放集中，导致行业供需失衡、竞争加剧，产品价格下降所致。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.59 亿元，较上年同期增长 18.18%，主要系本期公司主要产品销售收入增长所致；实现净利润 0.35 亿元，较上年同期增长 1.34%；毛利率方面，2016 年 1~3

月，公司综合毛利率为22.63%，较上年同期增长1.26个百分点。

表1　公司2014~2015年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
分行业						
电子元器件制造业	154,050.29	99.84	24.96	183,204.09	99.65	23.45
其他	252.74	0.16	21.80	647.46	0.35	69.53
分产品						
外延芯片	3,887.23	2.52	-14.82	8,803.56	4.79	9.39
LED器件	95,312.94	61.77	25.59	119,634.39	65.07	21.73
LED组件	34,508.34	22.37	30.79	39,562.42	21.52	28.67
照明应用类及其他	20,341.79	13.18	20.69	15,203.73	8.27	19.57
其他业务	252.74	0.16	21.80	647.46	0.35	228.17
合计	**113,616.61**	**100.00**	**25.72**	**183,851.56**	**100.00**	**22.62**

资料来源：公司年报

总体看，公司主要产品销售增长较快，主营业务收入规模进一步扩大；但同时行业竞争加剧，产品价格下降导致公司各类产品毛利率均有所下降，但仍保持在较高水平。

2．业务运营

原料采购方面，2015年随着公司生产规模的进一步扩大与公司营业收入持续增长，公司主营业务原材料采购量较2014年增长17.80%至11.45亿元；其中增幅最大的为支架，其采购量较上年增长达73.90%，其次为芯片，其采购量增长约64.59%。由于2015年LED上游原材料价格下行，且公司采购规模较大，与关键供应商形成战略合作，芯片、支架及线路板等主要原材料采购均价较上年均有所降低，平均降幅为45%。原材料采购成本在主营业务成本的占比下降至80.47%，同比下降3.58个百分点。从供应商方面看，2015年公司前五大供应商占当年采购金额的比例为46.83%，较上年上升8.31个百分点，公司原材料采购集中度较高。

产销方面，2015年公司全力推进大客户、强客户营销策略，产品结构、客户结构优化取得进一步成效；公司在巩固现有客户资源的同时，不断开拓新客户，再加之公司产能的提升，公司2015年产销量有较大程度的提升。2015年公司电子元器件（含LED器件、LED组件）产、销量均明显提升，产、销量分别同比提高42.33%和42.42%。其中MD LED产品的产销量增幅较大，产量较上年增长63.04%，销售数量较上年增长78.33%。2015年，公司产销率为74.52%，较上年变化不大。公司前五大客户合计销售总额为6.69亿元，占总销售额的36.50%，较上年下降4.87个百分点，客户集中度较高。2015年公司产能利用率较上年有所上升，在83.44%~86.78%之间。

表 2　2014~2015 年公司产品产销情况（单位：万只，%）

项目分类	项目	2014 年	2015 年	同比增减
电子元器件制造业	销售量	1,656,613.85	2,359,372.43	42.42
	生产量	2,224,412.70	3,165,981.89	42.33
	库存量	353,380.19	454,611.67	28.65
	产能利用率[1]	78.44—81.78	83.44—86.78	--
	产销率	74.47	74.52	--

资料来源：公司年报

为进一步打开销售市场，公司分别在河南、北京、湖北等地召开经销商会议，共计近800位经销商参加了会议。会议旨在推广公司市场策略、照明新品，拓宽经销商渠道，提高品牌影响力。公司目前已在全国拥有8家省级运营中心，5个直营办事处，1,000多个经销网点。公司天猫网店“国星光电旗舰店”于2015年5月正式上线运营，迈出了公司电商渠道开拓的第一步，进一步丰富营销模式。

受LED行业竞争加剧，产品价格下降的影响，公司LED器件销售均价较上年下降29.41%。LED组件价格方面，受组件产品结构调整的影响，该类产品均价较上年上升4.62%。

表3　公司主要产品售价情况（单位：元/只）

产品名称	2014 年	2015 年
LED 器件	0.102	0.072
LED 组件	7.331	7.670

资料来源：公司提供

产品研发方面，2015 年公司完成了多项新产品的开发，其中包括 EMC3030 等器件，满足了高端电视产品背光源的要求；紫外、红外、车用等系列 LED 器件新产品，为公司拓展了 LED 的细分新市场及高附加值应用领域；公司还在国内率先采用薄膜陶瓷衬底的 CSP 封装，极大解决了普通 CSP 在应用中存在的技术难题；另外公司开发的高端显示用的 Reestar 系列 3535、2727 器件，为高端户外/户外租赁提供了具有竞争力的产品。2015 年度公司新增专利申请共 42 项，其中，发明专利申请 5 项、实用新型专利申请 27 项、外观设计专利申请 8 项，PCT 申请 2 件。截至 2015 年底，公司共申请专利 337 项，共授权专利 293 项；其中，发明专利申请共 59 项，授权发明专利 37 项。2015 年公司获丰田白光 LED 专利授权，成为 B.O.S.E 联盟授权的白光 LED 制造商与供应商，进一步完善核心专利布局及加深国际化合作。2015 年公司被国家知识产权局评选为“2015 年度国家知识产权优势企业”，在 2015 年 3 月通过广东省高新技术企业的重新认定。公司一直十分重视新产品和新技术的开发研究工作，近年来不断加大研发投入力度，以确保技术研究和成果推广应用工作顺利进行。2015 年公司研发投入 8,547.83 万元，较上年增长 19.86%。

2015 年，公司根据自身战略发展规划，并结合市场需求调研，以不超过 4.00 亿元人民币自有资金投资公司封装项目扩产。扩产设备已于 2016 年 3 月前购置完成、安装调试并投产运行，伴随产能不断释放，对公司未来业绩将产生积极影响。

总体看，2015年，受益于公司产能逐渐释放、新客户拓展顺利，公司订单需求量稳步增加，营业收入规模显著扩增；但同时受到行业竞争加剧，产品价格下降等因素的影响，产品均价持续下降，公司毛利率有所下降，但整体仍处于较高水平，整体经营业绩保持良好态势。

[1]产能利用率为机器单位时间内所跑产能与机器总产值之比，由于机器总产值或有浮动（如出现机器维修等情况），且产能利用率需取所有机器单位时间内所跑产能均值，因此无法得出精确数值。

3．重大事项

公司原实际控制人之一的蔡炬怡先生通过深圳证券交易所大宗交易系统减持公司无限售条件的流通股份345.00万股，占公司股份总数的0.80%。减持后，持有公司股份由2,300.00万股变为1,955.00万股，持股比例由5.35%变为4.55%。蔡炬怡先生本次减持后，其与王垚浩先生、余彬海先生三人合计持有公司股份比例为14.26%。

公司非公开发行新增股份于2015年7月3日在深交所上市，其中广晟公司以现金方式认购355.46万股，占本次非公开发行公司股本总额比例为7.48%。2014年，广晟全资子公司广东省电子信息产业集团有限公司（以下简称“电子集团”）受让公司第一大法人股东佛山市西格玛创业投资有限公司（以下简称“西格玛”）之股东的全部出资，电子集团成为西格玛的唯一股东，并间接成为公司第一大法人股东，通过西格玛间接持有公司6,033.52万股，占本次非公开发行后公司股本总额的比例为12.68%。广晟公司及全资子公司电子集团合计持有公司9,591.98股份，占本次非公开发行后公司最新股本总额的20.16%。公司的控股股东及实际控制人变更为广晟公司。

4．经营关注

存货较大及发生跌价风险的影响

公司存货规模较大，对公司的资金形成一定占用。若销售市场发生异常变化，公司未能控制存货规模，可能导致一定的跌价风险。

产品价格下跌，给公司盈利水平带来不利影响

LED行业发展快速，产能释放集中，市场竞争加剧，产品销售价格下降，这可能会给公司盈利水平带来不利的影响。

销售回款不及时

公司销售回款情况在一定程度上会影响到公司资金的流动性，若部分客户现金流紧张，或者出现支付困难而拖欠公司销售款，则将对公司现金流和资金周转产生一定的不利影响。

5．未来发展

在过热的产业投资与行业竞争下，LED行业正式进入结构调整阶段，带动新一轮并购整合热潮。公司致力成为国内全面领先的LED企业，在品牌、规模、技术和管理上保持稳定、持续的优势。公司主要发展战略主要包括：

创新战略

主要包括技术与产品创新、生产自动化创新以及经营发展模式创新。公司将不断进行技术创新和产品创新，增强对新产品研发和技术创新的投入，不断开发具有核心竞争力和高性价比的新产品投放市场，以多元化产品体系、良好的品质引领行业发展潮流，为企业的长足快速发展提供可靠的保障。另外公司将继续提高生产效率、生产精密度及加深自动化体系建设。公司还将在加强传统线下渠道布局的同时，积极探索开拓照明电商新模式，通过线上线下互动，进行海量数据的沉淀和积累，完善服务体系，增强产品竞争力。

加强品牌推广，优化海内外营销网络

公司目前已初步形成立体化营销网络的布局，未来将继续在全国各地增设销售网点，发展项目合作伙伴，建立全国性、多层次的营销网络。在国际市场，公司以自主产品为主，目前已逐步打开东南亚等新兴市场，欧美等地能较好维持市场份额的同时也继续做深渠道，继成功设立德国子公司后，维吉尼亚光电公司并购设立步伐也基本完成，在产品内生和外延并重发展的基础上，积极拓

展上游芯片和下游照明业务，打造全面领先的 LED 企业。

推进产业链优势，提升公司的抗风险能力

公司将以推进上下游垂直一体化产业优势、扩大LED业务市场规模、提升LED产品整体竞争能力为目标，继续积极寻求有协同效应的收购兼并对象，以并购为契机，整合LED产业链的资源及优势，拓展公司新的利润增长点。同时，根据公司实际情况并结合市场，扩大生产规模，降低生产成本，提升盈利能力。

总体看，公司的战略务实，对未来规划清晰具体，有利于公司未来的目标实现和稳健发展。

六、财务分析

公司2015年财务报表已经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015年，公司合并范围新增合并单位2家。新增合并的浙江亚威朗科技有限公司（以下简称“浙江亚威朗”）对公司整体业绩影响额为-996.50万元，影响较小，国星光电（德国）有限公司为公司新设立全资子公司；公司合并范围变动不大，相关会计政策连续强，财务数据可比性较强。

表 4　公司合并范围子公司情况（单位：%）

公司名称	注册资金	股权比例	合并类型
浙江亚威朗科技有限公司	12,000 万元	62.50	受让股权及增资的方式
国星光电（德国）有限公司	20 万欧元	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司合并资产总额43.92亿元，负债合计14.47亿元，所有者权益29.45亿元，其中归属于母公司所有者权益为27.67亿元。2015年公司实现合并营业收入18.39亿元，净利润（含少数股东损益）1.54亿元，其中归属母公司所有者的净利润1.60亿元；经营活动产生的现金流量净额0.55亿元，现金及现金等价物净增加额为0.31亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额44.14亿元，负债合计14.29亿元，所有者权益为29.85亿元，其中归属于母公司所有者权益28.04亿元。2016年第一季度公司实现合并营业收入4.59亿元，净利润（含少数股东损益）0.35亿元，其中归属母公司所有者的净利润0.37亿元；经营活动产生的现金流量净额0.62亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.36亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 43.92 亿元，较年初增长 19.40%，主要系应收票据、应收账款、存货、其他流动资产和固定资产增长所致。资产总额中流动资产占 56.66%，非流动资产占 43.34%，仍以流动资产为主。

流动资产方面，2015 年底公司流动资产规模为 24.89 亿元，较年初增长 15.55%，主要系应收票据、应收账款、存货和其他流动资产增长所致。流动资产以货币资金（占比 40.25%）、应收票据（占比 10.93%）、应收账款（占比 15.40%）、存货（占比 21.49%）和其他流动资产（占比 7.49%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 10.02 亿元，较年初上升 1.24%；货币资金中受限金额为 0.53 亿元，占比 5.29%，均为银行借款保证金，使用受限的货币资金占比较小；应收票据余额 2.72 亿元，

较年初上涨 66.73%，主要系公司销售增加，采用银行承兑汇票结算货款增加所致。

截至 2015 年底，应收账款账面价值 3.83 亿元，较年初增长 22.41%，主要系公司销售规模扩大，且公司为了提高市场占有率，为一些业务量大、回款信誉好的客户适当提高信用额度，延长收款期限所致，年末公司共计提 0.20 亿元应收账款坏账准备，计提比例 4.95%，计提较为充分。应收账款欠款前五名的金额占比 25.80%，较上年相比，集中度下降 14.10 个百分点。

截至 2015 年底，公司存货余额 5.35 亿元，较年初增长 12.31%，主要系根据客户需求生产的订单产品，以及公司为提升优势产品的市场份额，增加了常规原材料及库存商品的备货所致，年底库存账面价值中 70.34%为库存商品，原材料和在产品分别占 15.31%和 14.35%。2015 年底公共累计计提存货减值准备 939.69 万元，计提原因主要系部分库存商品产品分档造成暂时闲置以及原材料少部分呆滞。截至 2015 年底，其他流动资产 1.86 亿元，较年初增长 84.22%，主要系 2015 年新增 1.03 亿元的银行保本型理财产品所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 19.03 亿元，主要由固定资产（占比 80.47%）、在建工程（占比 8.69%）和无形资产（占 6.42%）构成。较年初相比，公司非流动资产增长 24.83%，主要系固定资产增长所致。

截至 2015 年底，公司固定资产净额 15.32 亿元，同比增加 22.95%，主要是季华二路 LED 研发生产基地机器设备等由在建工程结转入固定资产所致。固定资产中受限金额 0.36 亿元，系亚威朗公司借款抵押。固定资产累计计提折旧 4.99 亿元，固定资产成新率 75.41%，成新率较高。

截至 2015 年底公司在建工程合计 1.65 亿元，较年初略有下降。截至 2015 年底，公司无形资产净额 1.22 亿元，较年初增加 43.79%，主要系新增合并主体亚威朗科技的土地及专利权等增加所致。无形资产受限金额为 0.30 亿元，系为亚威朗公司借款抵押。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 44.14 亿元，较年初增长 0.5%，流动资产和非流动资产的比例变化不大；其中非流动资产中在建工程余额为 2.39 亿元，较年初增加 44.64%，主要系公司 LED 器件封装项目扩产所致。

总体来看，2015 年公司资产构成仍以流动资产为主，其中货币资金占比较大，流动性较好，受限资产占比较小，资产质量仍属较高。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 14.47 亿元，较年初增加 15.46%，主要系短期借款和应付账款增长较快所致。公司负债中流动负债占比 42.15%，非流动负债占比 57.85%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 6.10 亿元，较年初增加 23.11%。流动负债以短期借款（占比 5.08%）、应付账款（占比 77.40%）和应付职工薪酬（占比 5.52%）为主。其中，短期借款余额 0.31 亿元，为子公司亚威朗科技的保证借款以及国星半导体的信用借款。截至 2015 年底，应付账款 4.72 亿元，较年初增长 24.94%，主要系公司扩产需求，应付货款及应付设备款相应增加所致。截至 2015 年底，公司应付职工薪酬余额 0.33 亿元，较年初下降 0.50%。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 8.37 亿元，较年初增长 10.46%，主要系新增长期借款所致。非流动负债由长期借款（占比 11.95%）、应付债券（占比 62.16%）和递延收益（占比 25.89%）构成；其中新增长期借款余额 1.00 亿元，全部是子公司亚威朗科技的抵押借款和保证借款。应付债券系公司 2012 年发行 5 亿元的公司债券，即“11 国星债”。截至 2015 年底，账面余额为 5.20 亿元。递延收益是由于公司 2014 年开始执行《企业会计准则第 30 号——财务报表列报（2014 年修订）》，将属于政府补助的其他非流动负债重分类到递延收益科目，并进行了追溯调整所致。截至 2015 年底，公司递延收益余额为 2.17 亿元，较年初下降 9.41%，主要系部分递延收益收入确认所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 6.81 亿元，较年初相比增长 21.03%，主要系长期借款增加所致。其中短期债务和长期债务分别占比 8.96%和 91.04%。截至 2015 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 32.95%、18.79%和 17.40%，较年初分别下降 1.12、0.05 和 0.22 个百分点。

总体看，跟踪期内公司负债规模较有所增长，负债结构仍以非流动负债为主。公司债务负担较 2015 年年初有所减轻，整体负担仍属较轻。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 29.45 亿元，较年初增加 21.43%，其中归属于母公司所有者权益 27.67 亿元，占比 93.94%。归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占比 17.19%）、资本公积（占比 58.09%）和未分配利润（占比 20.94%）构成，所有者权益结构较年初变化不大，权益稳定性较高。截至 2015 年底，公司实收资本余额 4.76 亿元，较年初增长 10.64%，主要系公司于 2015 年 6 月非公开发行普通股股票 4,575.17 万股所致。截至 2015 年底，公司资本公积 16.07 亿元，较年初增长 28.45%，主要系公司 2015 年非公开发行普通股股票溢价所致。截至 2015 年底，公司未分配利润 5.79 亿元，较年初增长 15.78%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 14.29 亿元，较年初下降 1.27%；其中流动负债占比 41.19%，非流动负债占比 58.81%，仍以非流动负债为主。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 29.85 亿元，较上年增加 1.37%，其中归属于母公司所有者权益为 28.04 亿元，占比 93.93%。

总体看，公司所有者权益较 2015 年年初有所增长，权益结构的稳定性较强。

2．盈利能力

2015 年，LED 行业终端需求依然旺盛，公司继续采取了扩张的经营策略，公司整体盈利状况良好，收入及利润规模较上年进一步扩大。2015 年公司实现营业收入 18.39 亿元，较上年上升 19.15%；营业成本 14.23 亿元，较年初增长 23.07%。公司净利润 1.54 亿元，比上年增加 15.04%；归属于母公司净利润 1.60 亿元，比上年增加 10.70%。公司净利润规模的增长幅度略低于收入的增长幅度，主要系营业成本增幅略高于营业收入增幅。

2015 年公司期间费用同比增长 9.60%，主要系管理费用中的科技研发费增长所致。2015 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.57 亿元、1.80 亿元和 0.15 亿元。较上年相比，销售费下降 1.82%；管理费用增长 12.95%，主要系折旧及摊销和技术研发费增加所致。财务费用增长 19.81%，主要系本期利息支出增加所致。公司 2015 年费用收入为 13.70%，较上年下降 1.19 个百分点，公司对期间费用控制略有加强。

营业外收入方面，公司 2015 年营业外收入 0.43 亿元，同比下降 8.30%。营业外收入主要来源于非流动资产处置利得以及政府补贴。营业外收入占利润总额的比重较小，公司盈利能力对营业外收入的依赖程度较低。2015 年公司营业外支出 331.07 万元，主要系非流动资产处置损失。

从盈利指标看，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.88%、5.59%和 5.74%，较 2014 年相比变化不大。2016 年第一季度，公司实现营业收入 4.59 亿元，同比增长 18.18%；归属于母公司的净利润为 0.35 亿元，同比上升 8.38%。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模扩大，净利润提高，公司盈利能力有所增强。公司期间费用控制能力一般，仍有提高空间。

3．现金流

从经营活动来看，2015 年公司经营活动现金净流入 0.55 亿元，较上年下降 25.94%，主要系公司支付给职工以及为职工支付的现金较上年增加 16.92%，导致经营活动现金流出增幅高于经营活动现金流入增幅所致。2015 年公司经营活动现金流入为 8.58 亿元，同比增长 2.38%；2015 年公司经营活动现金流出为 8.03 亿元，同比增长 5.12%。从现金收入质量来看，公司现金收入比率为 43.84%，较上年降低 7.70 个百分点，主要系交易过程中公司较多采用票据结算所致，尤其是大客户及金额较大的合同。

从投资活动来看，2015 年公司投资性现金净流出 3.38 亿元，较上年增加 12.49%，主要系公司投资支付的现金增加所致。2015 年公司投资活动现金流入合计 0.32 亿元，同比增长 33.62%，主要系公司取得投资收益收到的现金、处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金以及处置子公司及其他营业单位收到的现金较上年同期增加所致；2015 年公司投资活动现金流出为 3.69 亿元，同比增长 14.03%。

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动现金流由净流出转为净流入状态，为3.13亿元，主要系公司收到非公开发行股票募集资金所致。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为0.62亿元，较上年同期增长913.44%，主要系销售收入增长、客户货款结算周期缩短，相应回款增加较多所致；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.74亿元，较上年同期减少166.80%，主要系公司本期购建固定资产增加，以及上年同期收回投资而本期未发生所致。筹资活动产生的现金流量净额为-0.23亿元，较上年同期减少110.83%，主要系支付银行保证金增加所致。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流入有所下降，同时由于公司投资项目较多，投资性现金流仍处于净流出状态且规模较大；公司目前经营活动的现金流入不能完全满足公司投资需求，因此对外融资规模也逐步扩大。公司现金流整体情况一般，未来随着公司固定资产投入基本完成，公司现金流情况应会有所好转。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年公司流动比率和速动比率仍处于较高水平，分别为 4.08 倍和 3.20 倍。与上年相比，略有下降，主要系应收账款规模扩大所致。公司 2015 年现金短期债务比为 20.86 倍，较上年相比有所下降，但仍然处于较高水平。公司经营现金流动负债比为 8.96%，经营活动产生的现金净流量对公司流动负债保障能力较弱。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 合计 3.75 亿元，由折旧（占比 37.92%）、摊销（占比 1.88%）、计入财务费用的利息支出（占比 10.80%）和利润总额（占比 49.40%）构成。公司 EBITDA 全部债务比为 0.55 倍，较上年有所提高， EBITDA 利息倍数为 9.26 倍，较上年有所提高，处于较好水平。公司经营现金债务保护倍数为 0.08 倍，经营现金流对债务的保障程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2015年底，公司银行授信（合并口径）共有8.50亿元，已使用0.74亿元；公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司合并范围内无对外担保。

截至2016年3月底，公司存在三起未完结的重大诉讼或仲裁，涉及金额总计约451.00万元，均为公司因买卖合同纠纷分别将三家公司诉讼至法庭；其中一起诉讼进入强制执行阶段，一起在执行受理过程中，一起尚待生效并执行。以上诉讼对公司正常经营无重大影响，或有风险不大。

总体看，公司整体债务水平较低，目前偿债压力较小，公司整体偿债能力强。

5．过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的编号为 G1044060400071180R 的企业信用报告，截至2016年5月10日，公司有三笔已还清的关注类信用证业务，以上关注类信贷的授信机构为交通银行，公司已分别于2007年8月14日和2010年6月6日对此类信用证完成了注销，对公司生产经营不会造成重大不良影响；公司现有负债中不存在不良/违约或关注类债务。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月底，公司现金类资产12.33亿元，约为“11国星债”本金合计（5亿元）的2.47倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；公司净资产为29.85亿元，约为债券本金合计（5亿元）的7.97倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11国星债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为3.75亿元，约为债券本金合计（5亿元）的0.75倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入8.58亿元，约为债券本金合计（5亿元）的1.72倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名 LED 企业，在行业地位、盈利能力、产品研发等方面具有优势，联合评级认为，公司对“11 国星债”的偿还能力很强。

八、综合评价

是国内 LED 封装龙头企业，拥有专业的 LED 封装技术，独特的供需流程控制以及生产管理和质量管理体系，在品牌效应、资产规模、盈利能力、产品研发等方面均有较强的优势。跟踪期内，受市场竞争加剧的影响，公司主导产品均价有所下滑，但受益于公司产能释放以及公司经营规模的扩大，公司主导产品收入规模和营业利润得到进一步提升。跟踪期内，公司完成股权定向增发，广晟公司成为公司实际控制人，提升了公司的品牌形象和运营平台优势，为公司的后续产业发展和资本运作提供了强大的保障。

综上，联合信用评级有限公司维持对公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“11国星债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　佛山市国星光电股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	36.79	43.92	44.14
所有者权益（亿元）	24.25	29.45	29.85
短期债务（亿元）	0.44	0.61	0.57
长期债务（亿元）	5.19	6.20	6.29
全部债务（亿元）	5.63	6.81	6.86
营业收入（亿元）	15.43	18.39	4.59
净利润（亿元）	1.34	1.54	0.35
EBITDA（亿元）	2.95	3.75	0.42
经营性净现金流（亿元）	0.74	0.55	0.62
应收账款周转次数(次)	5.12	5.02	--
存货周转次数（次）	3.08	2.78	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.46	--
现金收入比率（%）	51.54	43.84	51.81
总资本收益率（%）	5.79	5.88	--
总资产报酬率（%）	5.80	5.59	--
净资产收益率（%）	5.61	5.74	--
营业利润率（%）	24.89	22.25	22.24
费用收入比（%）	14.89	13.70	12.96
资产负债率（%）	34.07	32.95	32.37
全部债务资本化比率（%）	18.84	18.79	18.69
长期债务资本化比率（%）	17.62	17.40	17.41
EBITDA 利息倍数（倍）	8.25	9.26	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.55	--
流动比率（倍）	4.35	4.08	4.19
速动比率（倍）	3.39	3.20	3.25
现金短期债务比（倍）	25.96	20.86	21.74
经营现金流动负债比率（%）	14.90	8.96	--

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。