

# 木林森 (002745) 一成本优势

## 加速行业集中, 全产业链布局优势显现

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 37.49 元

### 事件:

木林森发布 2017 半年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 36.24 亿元, 同比增长 73.68%; 归属于上市公司股东的净利润 3.06 亿元, 同比增长 100.58%。

### 结论:

营业收入的增长主要是因为公司前期募投项目的产能释放以及市场开拓影响所致, 特别是 SMD LED 产品 (用于照明和背光) 和 LED 应用及其他 (照明产品和 LED 显示等) 两种产品的上半年营收增长幅度较大, 同比分别增长 83.34%、104.41%。这主要是因为公司依托技术研发实力, 不断稳固 LED 封装市场地位的, 同时逐步加大对 LED 应用的投入力度, 向 LED 下游应用及其配套照明组件产业链延伸。同时, 公司积极布局海外市场, 境外营收达 3.87 亿元, 同比增长 359.87%。

### 全产业链布局优势显现, 公司盈利能力持续增强

公司通过与上游芯片厂商的战略联盟或股权投资来保障芯片供应安全, 通过自身品牌建设和外延并购向 LED 下游应用进军, 全产业链布局已初步成型。对于 LED 中游芯片厂商来说, 芯片的供应是否及时、充足、质优和价低关系到封装厂的产能和成本, 对封装厂商十分重要; 而对下游应用的布局主要是因为 LED 产业的利润更多的集中在下游 LED 产品及应用, 下游的布局不仅有利于利用自身产能优势, 还有利于公司整体盈利能力的提升。对于欧司朗旗下 LEDVANCE 的收购将加速公司的照明产品及应用进入全球主要市场, LEDVANCE 广阔的营销渠道和巨大的品牌效应将助力木林森下游 LED 产品及应用快速发展。

### 成本优势筑起壁垒, 行业集中度进一步提高

木林森的毛利率一直是同行业中比较高的, 这主要是因为公司规模效应显著。公司通过提高自动化生产率和管理效率降低单位产品的生产成本, 通过大规模采购降低采购成本, 同时又提升了芯片厂商的产能利用率和生产效率实现双赢, 从而更进一步地提升产业集中度。公司凭借成本优势实施低价策略, 快速扩大生产规模, 小企业无法生存, 慢慢的消失, 行业集中度持续提高, 公司市场份额逐步提高。

### 境外灯丝灯市场火爆, 公司已提前布局

由于灯丝灯 360 度立体发光、显色高、光效高, 并且比普通 LED 灯成本更低, 在境外市场广受欢迎。根据独立市场调查机构 GGII 的数据显示, 2015 年, 全球灯丝灯市场需求达 7000 万只, 同比增长 376%, 2016 年市场总量为 2.2 亿只, 预测 2017 年将达到 4-5 亿只, 市场需求每年以 2、3 倍的速度增长。公司 2016 年收购时代光源, 成为国内最大的 LED 灯丝

发布时间: 2017 年 8 月 20 日

### 主要数据

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 41.97/29.79      |
| 上证指数/深圳成指     | 3268.72/10614.08 |
| 50 日均成交额(百万元) | 66.26            |
| 市净率(倍)        | 3.77             |
| 股息率           | 0.45%            |

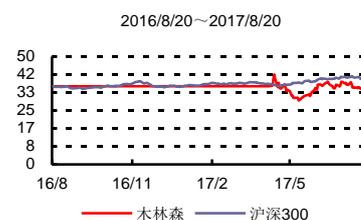
### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股)  | 162.33   |
| 总股本(百万股)  | 528.33   |
| 流通市值(百万元) | 6085.67  |
| 总市值(百万元)  | 19807.01 |
| 每股净资产(元)  | 9.94     |
| 净资产负债率    | 162.75%  |

### 股东信息

|        |        |
|--------|--------|
| 大股东名称  | 孙清焕    |
| 持股比例   | 67.32% |
| 国元持仓情况 |        |

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员: 常格非  
 执业证书编号: S0020511030010  
 电话: 021-51097188-1925  
 电邮: changgef@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

灯生产厂商,而 2017 年收购的 LEDVANCE 是国际知名的灯丝灯品牌商。

**盈利预测与投资建议:**

我们预测公司 17/18 年净利润为 6.57 亿元/11.23 亿元,对应 EPS 为 1.24/1.90 元,对应当前动态 PE 为 30/20 倍。给予“增持”评级

**风险提示:**

LED 市场需求不及预期,并购整合不及预期。

## 国元证券投资评级体系：

| (1) 公司评级定义 |                             | (2) 行业评级定义 |                                      |
|------------|-----------------------------|------------|--------------------------------------|
|            | 二级市场评级                      |            |                                      |
| 买入         | 预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上   | 推荐         | 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上    |
| 增持         | 预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间 | 中性         | 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内 |
| 持有         | 预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间   | 回避         | 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上    |
| 卖出         | 预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上    |            |                                      |

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn