

木林森(002745)/

LEDVANCE 利润释放, 公司业绩拐点确认

**评级: 买入**

市场价格:

分析师: 刘翔

执业证书编号: S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师: 刘尚

执业证书编号: S0740519090006

Email: liushang@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)

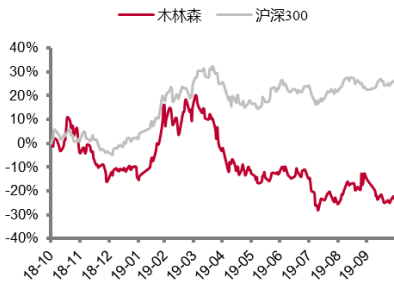
流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,169	17,952	20,818	24,023	28,191
增长率 yoy%	47.97	119.76	15.96	15.40	17.35
归母净利润(百万元)	669	720	966	1210	1428
增长率 yoy%	41.2	7.75	34.12	25.32	18.03
每股收益(元)	1.27	0.56	0.76	0.95	1.12
每股现金流量	2.06	0.23	3.85	1.24	1.97
净资产收益率	11.37%	7.53%	9.26%	10.40%	10.93%
P/E	50.77	20.02	13.66	10.90	9.24
PEG	0.22	2.58	0.40	0.43	0.51
P/B	1.01	1.51	1.27	1.13	1.01

备注:

### 投资要点

- 事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现营业收入 143.11 亿元, 同比增长 15.88%; 归母净利润 6.89 亿元, 同比增加 14.65%。其中第三季度实现营业收入 49.24 亿元, 同比增加-8.10%, 归母净利润 2.95 亿, 同比增加 152.25%。
- LEDVANCE 盈利能力改善超预期, 利润加速释放。** Q3 LEDVANCE 贡献扣非后净利润约 1.2 亿元, 上半年仅 5,538.17 万元人民币, 利润加速释放中。通过加速关厂, LEDVANCE 经营逐步走向正轨; 通过扩大灯具类业务与改善供应链体系、加大中国的委外生产, LEDVANCE 毛利率稳步上升, 上半年已经达 36.38%; 同时经过木林森总部精细化梳理, LEDVANCE 费用率也在下降, 利润将逐步体现, 我们预计全有望给上市公司贡献 4300 万欧元以上的利润。目前 LEDVANCE 费用率仍较高, 上半年仅销售费用率就高达 24.84%, 未来仍有较大的下降空间。
- 木林森本部封装业务触底回升, 三季度继续实现盈利。** 本部封装业务最近三个季度毛利率(4Q18~2Q19)为 17.17%/19.44%/24.98%, 处于逐步上升的通道, Q3 预计毛利率维持高位。毛利率的提升一方面来自产品结构调整, 经历 2018 年质量事故之后, 公司将产能逐步聚焦到优势产品, 同时新产能理顺后规模优势有所体现; 此外, 配套封装的 PCB、灯管业务近两个月扭亏为盈, 给封装主业带来正贡献。费用率方面, 公司加强费用控制, 今年本部销售费用和短期低效益研发项目投入有所下降, 财务费用由于扩产导致的借款利息支出仍保持较高水平, 但是随着资本开支周期告一段落, 公司明年财务费用将大幅下降, 本部费用率亦有望继续下降。
- 重心转向品牌, 木林森有望迎来戴维斯双击。** 木林森收入中 LEDVANCE 贡献占比超过 60% (2019H1), 公司主营业务已经转向下游品牌, 整体毛利率也由于产品结构的变化而上升至新的层级, 公司已经逐步转变成具备品牌力的终端类企业, 整体商业模式正发生改变。目前来看, LEDVANCE 与封装业务均在逐步好转的趋势中, 毛利率上升与费用率下降同时进行, 双方协同效应也逐步体现。展望明年, 我们认为公司将迎来较大的改善与较快的增长。
- 给予“买入”评级。** 四季度是终端消费旺季, LEDVANCE 有望继续贡献可观利润, 我们预计公司 2019~2021 年营收分别为 208.18 亿/240.23 亿/281.91 亿, 归母净利润为 9.66 亿/12.10 亿/14.28 亿, 对应 PE 分别为 14/11/9, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件:** LED 照明需求下降; LED 封装行业竞争加剧; LEDVANCE 重组受阻。

## 财务报表摘要

**利润表 (百万元)**

	2018	2019	2020	2021
<b>营业收入</b>	<b>17952</b>	<b>20818</b>	<b>24023</b>	<b>28191</b>
营业成本	13283	14316	16578	19649
毛利	4668	6502	7445	8542
%营业收入	26%	31%	31%	30%
税金及附加	117	150	168	197
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2285	3414	3940	4623
%营业收入	13%	16%	16%	16%
管理费用	730	947	1057	1240
%营业收入	4%	5%	4%	4%
研发费用	692	604	697	818
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	483	414	276	87
%营业收入	3%	2%	1%	0%
资产减值损失	193	0	0	0
信用减值损失	0	300	100	100
其他收益	808	500	300	300
投资收益	65	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
资产处置收益	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1033</b>	<b>1173</b>	<b>1507</b>	<b>1777</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
营业外收支	-128	25	0	0
<b>利润总额</b>	<b>905</b>	<b>1198</b>	<b>1507</b>	<b>1777</b>
%营业收入	5%	6%	6%	6%
所得税费用	177	222	284	333
净利润	728	976	1223	1444
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>720</b>	<b>966</b>	<b>1210</b>	<b>1428</b>
少数股东损益	8	10	13	15
EPS (元/股)	0.56	0.76	0.95	1.12

**现金流量表 (百万元)**

	2018	2019	2020	2021
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>295</b>	<b>4916</b>	<b>1588</b>	<b>2521</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-55	-55	-106	-97
其他	246	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>191</b>	<b>-55</b>	<b>-106</b>	<b>-97</b>
债权融资	0	-199	0	0
股权融资	396	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2857	2282	-7645	0
筹资成本	-541	-420	-286	-95
其他	-1389	-105	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1323</b>	<b>1558</b>	<b>-7931</b>	<b>-95</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1809</b>	<b>6419</b>	<b>-6449</b>	<b>2329</b>

**资产负债表 (百万元)**

	2018	2019	2020	2021
货币资金	6500	12919	6470	8799
交易性金融资产	7	7	7	7
应收账款及应收票据	5544	5506	6182	7322
存货	4805	3217	3818	4488
预付账款	130	117	145	168
其他流动资产	1743	1785	1797	1821
流动资产合计	18728	23552	18419	22605
可供出售金融资产	3	3	3	3
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1156	1156	1156	1156
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	7051	7051	7051	7051
无形资产	938	938	938	938
商誉	1759	1759	1759	1759
递延所得税资产	1543	1543	1543	1543
其他非流动资产	862	942	1048	1145
<b>资产总计</b>	<b>32041</b>	<b>36944</b>	<b>31917</b>	<b>36200</b>
短期借款	5364	7645	0	0
应付票据及应付账款	8362	10596	11472	13912
预收账款	68	66	81	93
应付职工薪酬	1460	1131	1480	1687
应交税费	303	383	430	510
其他流动负债	2232	2197	2305	2406
流动负债合计	17788	22019	15769	18608
长期借款	1581	1581	1581	1581
应付债券	199	0	0	0
递延所得税负债	36	36	36	36
其他非流动负债	2817	2817	2817	2817
<b>负债合计</b>	<b>22421</b>	<b>26453</b>	<b>20203</b>	<b>23042</b>
归属于母公司的所有者权益	9565	10425	11636	13064
少数股东权益	55	65	78	94
<b>股东权益</b>	<b>9620</b>	<b>10491</b>	<b>11714</b>	<b>13158</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>32041</b>	<b>36944</b>	<b>31917</b>	<b>36200</b>

**基本指标**

	2018	2019	2020	2021
EPS	0.56	0.76	0.95	1.12
BVPS	7.49	8.16	9.11	10.23
PE	20.02	13.66	10.90	9.24
PEG	2.58	0.40	0.43	0.51
PB	1.51	1.27	1.13	1.01
EV/EBITDA	6.91	7.86	6.13	4.43
ROE	8%	9%	10%	11%

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。