

2019年11月25日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com.cn

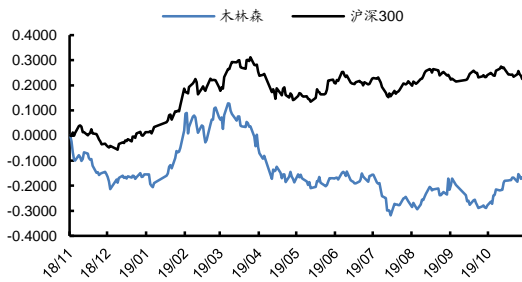
联系人： 张若凡 S0350119070030

zhangrf@ghzq.com.cn

## LED 封装品牌双龙头，业务边际改善

### ——木林森（002745）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
木林森	17.2	13.0	-14.0
沪深 300	-1.2	0.8	22.5

市场数据

2019-11-22

当前价格（元）	11.84
52 周价格区间（元）	9.69 - 16.70
总市值（百万）	15121.68
流通市值（百万）	8667.34
总股本（万股）	127716.85
流通股（万股）	73203.87
日均成交额（百万）	144.63
近一月换手（%）	47.30

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 投资要点：

- LED 封装龙头，外延拓展品牌业务。**木林森是国内 LED 封装龙头企业，封装主要产品包括 SMD LED、Lamp LED，2018 年封装业务营收达到 63.18 亿元，根据 LEDinside 数据，公司 LED 封装营收全球排名第五，国内第一。2018 年公司完成了对 LEDVANCE 的收购布局下游应用，LEDVANCE 是海外照明巨头 OSRAM（欧司朗）分拆的通用照明企业，被收购后仍被授权使用 OSRAM 及 Sylvania 品牌，LEDVANCE 拥有全球营销网络，与公司本部在品牌和渠道上产生互补，形成 LEDVANCE+木林森的高端+低端品牌组合。2019 前三季度公司实现营收 143.11 亿元，同比增长 15.88%，归母净利润 2.95 亿元，同比增长 152.25%。
- 封装业务边际改善，本部经营效率提升。**2018 年 LED 行业供需结构变化导致价格战，叠加公司新开吉安工厂产品出现质量问题，公司本部封装业务承压。2019 年公司主动调整产品结构，增加员工培训，将产能调整到优势产品，同时新开工厂产量提升，规模优势开始显现，2019 年公司封装业务毛利率修复回升，上半年封装业务毛利率为 21.97%，同比增加 2.84pct。费用方面，2019 年上半年公司加强费用管控，精简人员，降低费用预算，并适当放缓对短期难以产生收益的项目的投入，由于前两年收购和扩产导致的借款利息支出仍保持较高水平，但随着扩产周期结束和经营改善，现金回流下明年财务费用有望大幅降低。
- LEDVANCE 全面转向 LED，盈利状况改善。**公司整合 LEDVANCE 后，缩减 LEDVANCE 传统光源产能，大力发展以外包生产为主的 LED 光源、OTC 灯具和智能家居电子业务。LEDVANCE 海外加速关厂，但盈利能力超市场预期，我们认为其中原因主要有两点：1) LEDVANCE 业务加速向高毛利的 LED 产品转型，利润率有所提升；2) 关厂过程中人员整合顺利，厂房设备、土地等资产处置得当，关厂成本低于预期。随着 LEDVANCE 产品结构转型持续推进，以及和公司本部协同效应的进一步显现，我们预计其盈利将持续改善。
- 盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**我们认为，目前公司已成为国内 LED 封装+品牌双龙头，公司本部和 LEDVANCE 的业绩正持续改善。我们预计，公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.71/0.85/1.01 元，对应当前股价 PE 分别为 17/14/12 倍，首次覆盖给予“增持”

评级。

- **风险提示:** 1) LED 封装产品价格战继续的风险; 2) 与 LEDVANCE 协同效应不及预期的风险; 3) 公司业绩不及预期的风险; 4) 系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	17952	20848	22962	25276
增长率(%)	120%	16%	10%	10%
归母净利润(百万元)	720	903	1091	1285
增长率(%)	8%	25%	21%	18%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.71	0.85	1.01
ROE(%)	7.49%	8.95%	10.26%	11.38%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：木林森盈利预测表

证券代码:	002745.SZ				股价:	11.84	投资评级:	增持	日期:	2019-11-22
<b>财务指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	7%	9%	10%	11%	EPS	0.56	0.71	0.85	1.01	
毛利率	26%	28%	28%	29%	BVPS	7.49	7.84	8.27	8.77	
期间费率	20%	22%	22%	22%	<b>估值</b>					
销售净利率	4%	4%	5%	5%	P/E	20.99	16.75	13.86	11.77	
<b>成长能力</b>					P/B	1.58	1.51	1.43	1.35	
收入增长率	120%	16%	10%	10%	P/S	0.84	0.73	0.66	0.60	
利润增长率	8%	25%	21%	18%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.56	0.62	0.65	0.69	营业收入	17952	20848	22962	25276	
应收账款周转率	3.20	3.20	3.20	3.20	营业成本	13283	15013	16438	17888	
存货周转率	2.79	2.79	2.79	2.79	营业税金及附加	117	146	161	177	
<b>偿债能力</b>					销售费用	2285	2648	2916	3286	
资产负债率	70%	70%	70%	69%	管理费用	730	1647	1814	2047	
流动比	1.05	1.10	1.15	1.21	财务费用	483	166	148	129	
速动比	0.78	0.81	0.85	0.89	其他费用/(-收入)	(125)	(100)	(120)	(140)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	1033	1128	1365	1608	
现金及现金等价物	6500	6825	7474	8169	营业外净收支	(128)	5	5	5	
应收款项	5616	6511	7172	7894	利润总额	905	1133	1370	1613	
存货净额	4805	5441	5982	6509	所得税费用	177	221	268	315	
其他流动资产	1808	2092	2303	2535	净利润	728	912	1102	1298	
<b>流动资产合计</b>	<b>18728</b>	<b>20862</b>	<b>22923</b>	<b>25101</b>	少数股东损益	8	9	11	13	
固定资产	7051	6548	6044	5540	归属于母公司净利润	720	903	1091	1285	
在建工程	454	454	454	454	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	938	938	849	760	经营活动现金流	295	873	1210	1347	
长期股权投资	1156	1156	1156	1156	净利润	728	912	1102	1298	
<b>资产总计</b>	<b>32041</b>	<b>33671</b>	<b>35140</b>	<b>36725</b>	少数股东权益	8	9	11	13	
短期借款	5364	5364	5364	5364	折旧摊销	1412	597	597	589	
应付款项	8362	9543	10449	11372	公允价值变动	4	0	0	0	
预收帐款	68	57	63	69	营运资金变动	(1856)	(646)	(501)	(552)	
其他流动负债	3995	3995	3995	3995	投资活动现金流	191	504	504	504	
<b>流动负债合计</b>	<b>17788</b>	<b>18958</b>	<b>19870</b>	<b>20800</b>	资本支出	(1562)	504	504	504	
长期借款及应付债券	1780	1780	1780	1780	长期投资	(44)	0	0	0	
其他长期负债	2853	2853	2853	2853	其他	1797	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>4633</b>	<b>4633</b>	<b>4633</b>	<b>4633</b>	筹资活动现金流	(161)	(451)	(545)	(642)	
<b>负债合计</b>	<b>22421</b>	<b>23591</b>	<b>24503</b>	<b>25433</b>	债务融资	4672	0	0	0	
股本	1277	1277	1277	1277	权益融资	396	0	0	0	
股东权益	9620	10080	10636	11292	其它	(5229)	(451)	(545)	(642)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>32041</b>	<b>33671</b>	<b>35140</b>	<b>36725</b>	现金净增加额	326	925	1168	1208	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。