

木林森（002745）：全球 LED 封装领先企业

电子

询价参考值：25.54 元

报告日期：2015年02月03日

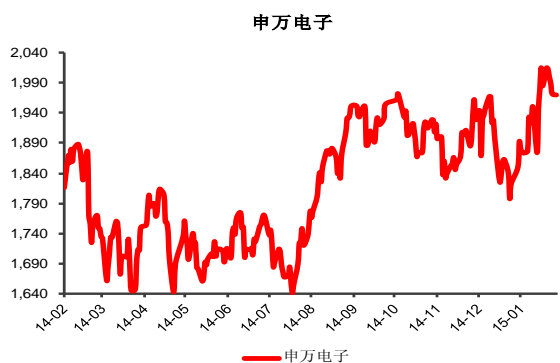
主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,874	4,002	5,058	5,929
(+/-)	60.9%	39.3%	26.4%	17.2%
营业利润	499	506	573	652
(+/-)	200.5%	1.5%	12.7%	13.6%
归属于母公司净利润	433	435	493	561
(+/-)	167.8%	0.5%	12.8%	13.6%
每股收益（元）	0.97	0.98	1.11	1.26

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	40,000 / 0
流通市值（亿元）	0.0
每股净资产（元）	3.42
资产负债率（%）	70.1%

股价表现（最近一年）



行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

邮箱：qiuzx@cfsc.com.cn

联系人：徐鹏

021-51793718 xupeng@cfsc.com.cn

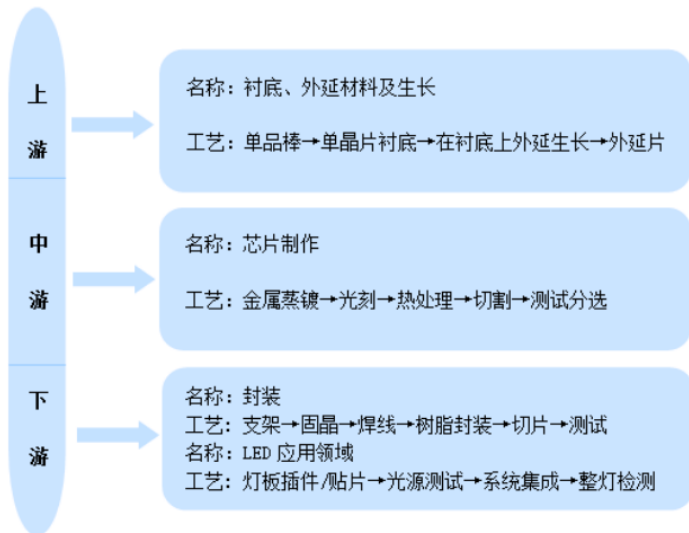
- 木林森是集 LED 封装和 LED 应用产品为一体的综合性光电技术企业，是闯进全球 LED 封装业前十位的首家中国企业。公司 2014 年 LED 元器件月产能逾 200 亿颗，每月持续以超过 10 亿颗的速度扩产，预计 2015 年月产能可达 300 亿颗，是全球十大 LED 封装厂中，产能扩张最快的公司之一。
- 公司是 LED 行业中成长最快的公司之一。LED 照明行业正面临洗牌期，部分往 LED 转型较慢的传统照明厂商将被市场淘汰。公司作为 LED 照明品牌新锐，在立足 LED 封装领域之后，正逐步向 LED 应用特别是照明领域延伸。公司目前是前国内 20 大 LED 照明品牌中业务扩张最快的公司之一，市场份额提升显著。
- 公司成本优势明显。公司在生产自动化、高效化及材料科技整合等领域拥有领先技术。2012 年，公司曾以 1 美元的超低价销售 LED 灯泡，凸显公司卓越的成本管理能力。公司产品利润率较高，相比于同行国星光电、鸿利光电等，公司毛利率及净利率水平优势明显。
- 募投项目提升公司竞争力。公司本次拟发行不超过 4,450 万股，规划 5 个募投项目，包括 Lamp LED 产品技术改造项目、SMD LED 产品技术改造项目、LED 应用（显示屏、室内外照明灯和灯饰）产品技术改造项目、LED 产品研发中心技术改造项目及补充运营资金项目。募投项目将提升公司竞争力，助力公司扩大市场占有率。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 40.0、50.6 和 59.3 亿元，实现归属于母公司的净利润 4.37、4.94 和 5.61 亿元，EPS 分别为 0.98、1.11 和 1.26 元（考虑 IPO 的摊薄）。可比公司股价对应 2015 年 PE 为 21.2-24.4 倍，考虑到 LED 照明未来成长空间较大，公司在行业内竞争力较强，我们给予公司 2015 年 22-24 倍 PE，对应价格区间 24.43-26.65 元。
- 风险提示：行业竞争加剧的风险、存货跌价损失的风险等。

1、全球 LED 封装行业领先企业

木林森是集 LED 封装及 LED 应用产品为一体的综合性光电新技术产业企业。公司成立于 1997 年，在国内属于起步较早的 LED 封装公司，公司总人数已超过万人。木林森是闯进全球 LED 封装业前十位的首家中国企业。在权威市场调研机构 IHS Technology 于 2014 年 6 月发表的 2013 年全球十大 LED 封装企业供应商排名中，木林森代表中国企业首次闯入前十。而 LEDinside10 月发表的最新《2014 中国封装产业市场报告》中，木林森全球封装排名快速攀升至第四。LED 封装器件在公司整体产品营收中占据 87%左右，其中大部分皆为照明用。目前木林森的 LED 封装产量已经占据世界第一。木林森 2014 年 LED 元器件月产能逾 200 亿颗，每月持续以超过 10 亿颗的速度扩产，预计 2015 年月产能可达 300 亿颗，是全球十大 LED 封装厂中，增长速度最快的公司。

LED 产业链可以分为上游外延片生长、中游芯片制造、下游芯片封装及应用。木林森以封装及 LED 为主营业务，处于整个 LED 产业链的下游。

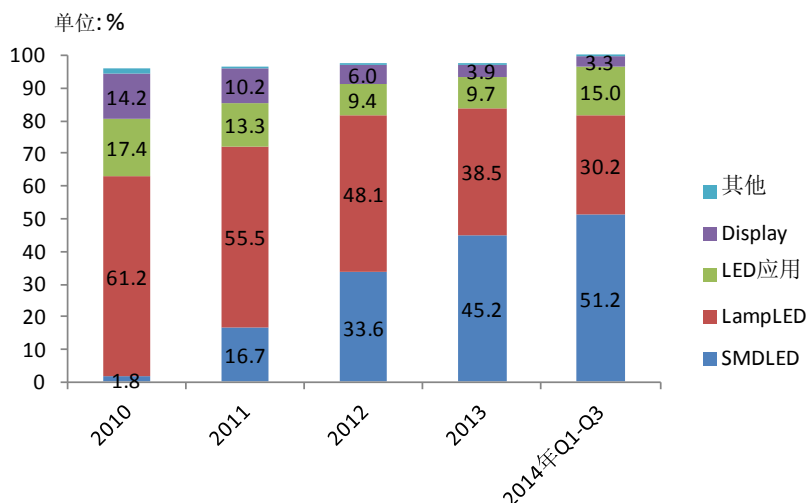
图表 1、LED 产业链



资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

公司目前产品包括 Lamp LED、SMD LED、Display 和 LED 应用产品。其中 Lamp LED 产品占比从 2010 年的 61.2% 下降至 2014 年的 30.2%。而 SMD LED 产品在主营收入的占比从 1.8% 大幅增长至 51.2%。目前公司的 SMD LED 产品应用领域包括室内外照明灯具、室内外装饰灯及显示屏产品。Lamp LED 产品则主要用于生产户内外显示屏及欧美节日装饰灯。

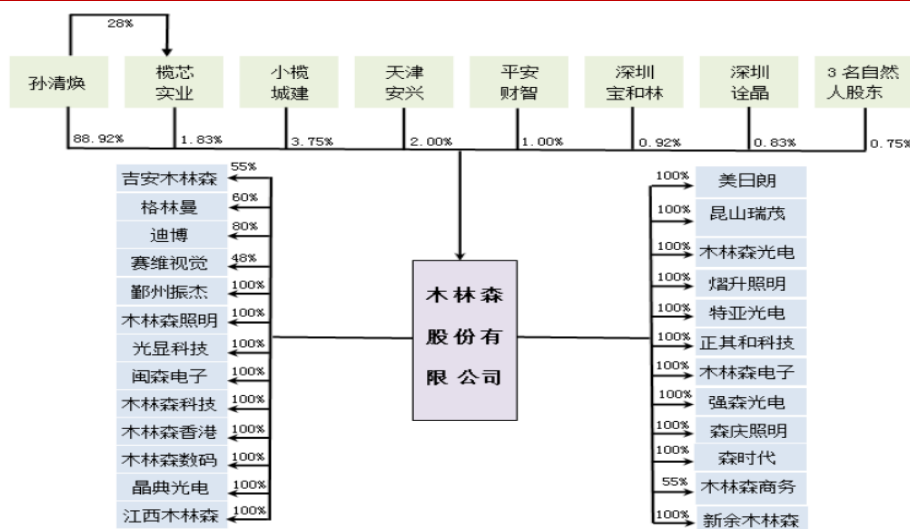
图表 2: 公司主营收入构成



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研发部

公司股权集中度较高, 不考虑IPO的后的新增股本, 公司的股权结构图如下所示:

图表 3、公司股权结构 (IPO 前)



资料来源: 公司招股意向书, 华鑫证券研发部

本次发行全部为公开发行的新股, 发行前股东所持有的发行人股份在本次发行时不向投资者公开发售, 发行股份总数不超过 4,450 万股, 占公司发行后股份总数的比例超过 10%。公司股本将由原先的 40,000 万股扩充为 44,450 万股。

2、LED 照明新锐, 受益于行业的快速成长

LED 行业受国家产业政策支持, 在未来较长一段时间将保持较快增长。依据 2013 年 2 月发布的《半导体照明节能产业规划》提出的要求, 促进 LED 照明节能产业产值年均增长 30%左右, 2015 年达到 4500 亿元 (其中 LED 照明应用产品 1800 亿元)。



2014年上半年,国内LED市场实体经销商渠道LED照明产品销售额增速在27.8%左右。2014年下半年,受全国经济增长放缓和房地产萎缩的影响,LED照明产品的增长态势有所放缓。前三季度的国内市场实体经销商渠道的同比增速约为25.5%,仍然远高于其他行业的增幅。

2014年前3季度,实体渠道经销商中TOP3品牌的市场份额约为22.1%,较2013年下降了18.4个百分点,LED照明市场的品牌集中度明显降低。销售排名前20个品牌中,欧普、雷士、佛山照明、飞利浦、三雄极光灯等传统品牌仍占15席,其他5席被木林森、亿光、勤上、特优仕等新兴品牌抢占。从增速来看,新兴品牌的增速远高于传统照明品牌,木林森、亿光是扩张最快的两个品牌。木林森在立足LED封装领域之后,正逐步向LED应用产业链延伸。

3、公司核心优势

1) 规模效应明显,成本控制力强

截至2014年9月,公司已拥有年产1,270亿只Lamp/SMD LED封装器件的生产能力,拥有1,635台全自动化固晶机、2,093台全自动焊线机、2,189台全自动分光机、434台全自动荧光粉机等生产设备。公司透过大规模生产降低制造成本,并以大产量LED封装优势降低LED芯片的购买单价,公司与台湾的芯片厂商晶元光电保持了多年的良好合作关系,稳定了公司芯片供应渠道。

2012年,公司曾以1美元的超低价销售LED灯泡,并迅速占领市场,被称为价格屠夫。

2) 公司利润率高于同行

公司目前产品包括Lamp LED、SMD LED、Display和LED应用产品。公司LED封装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。公司产品毛利率及净利率均处于可比公司的较好水平。

图表4 公司利润率比较

产业链环节	国内代表企业	毛利率	净利率
上游(衬底、外延片)	-	-	-
中游(芯片制造)	三安光电	42.39%	30.05%
	乾照光电	37.66%	19.51%
	平均	40.03%	24.78%
下游(封装及应用)	国星光电	25.62%	7.95%
	鸿利光电	23.78%	8.11%
	平均	24.70%	8.03%
	本公司	27.99%	12.21%

资料来源:公司招股意向书,华鑫证券研发部

3) 公司技术研发能力较强

木林森在生产自动化、高效化及材料科技整合等领域拥有领先技术。公司在传统LED封装工艺的基础上对产品的机器设备、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,公司自主研发的高阻燃抗紫外环氧树脂制备技术,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,并使公司成为国内同行业首批获得美国UL行业协会认证资质的企业,提升了公司产品的国际竞争力。公司生



产工艺流程中自主研发的“金线变铜线焊接技术”，由于铜的价格较金低、且导电、导热性能更好，大幅度降低产品的成本。

4) 客户资源较为稳定

目前公司在全国省市主要大中城市设有 20 余家子公司负责当地及周边市场销售拓展及客户维护工作。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。2015 年，木林森在封装领域持续扩张的同时，在下游应有市场也将不断拓深渠道战略，下沉三四线城市，提升品牌知名度，力争成为家喻户晓的 LED 照明品牌。

3、公司产品通过 DLC 认证，大力拓展海外市场

公司一体化 T5 系列灯管刚通过 DLC 认证，表明公司 LED 照明领域欧美市场拓展取得了重大突破。美国在照明产品上的标准在全球都处在领先地位，所以 DLC 认证不仅能够帮助木林森照明得到美国市场的认可，而且也将得到全世界的认可。根据美国多年商业市场运作经验，DLC 认证在消费者心目中的认可度很高。如果 LED 照明产品没有此项认证，产品的市场销售将会非常困难，甚至会滞销。

2014 年，木林森北美销售金额较 2013 年增长十倍，其获得 DLC 认证的 T8 和 T5 灯管功不可没，2015 年木林森预期美国销售额较 2014 年增长 2-3 倍。

4、募投项目提升公司竞争力

募投项目提升公司竞争力，助力公司扩大市场占有率。公司本次拟向社会公众公开发行不超过 4,450 万股，规划 5 个募投项目，Lamp LED 产品技术改造项目、SMD LED 产品技术改造项目、LED 应用（显示屏、室内外照明灯和灯饰）产品技术改造项目、LED 产品研发中心技术改造项目及补充运营资金项目。Lamp LED 产品技术改造项目能够有效提升公司主营 LED 封装产品的品质和销售规模，并为公司 LED 灯饰产品生产提供原材料支持。SMD LED 产品技术改造项目是公司 LED 封装产品系列的丰富，旨在推进公司产品多元化，为 LED 显示屏和 LED 室内外照明灯提供原材料支持。上述两个募投项目将有效降低公司 LED 应用产品生产对外部原材料供应商的依赖程度。LED 应用（显示屏、室内外照明灯和灯饰）产品技术改造项目是公司 LED 封装产品在应用领域的拓展，旨在实现公司 LED 产品链向终端应用市场的适度延伸及覆盖，上述三个募集资金投资项目将进一步完善公司的产品线及产品收入结构。LED 产品研发中心技术改造项目旨在提升公司的技术研发实力和产品自主创新能力，为 Lamp LED、SMD LED 及 LED 应用产品的研发、生产和销售提供更强大的技术支持及服务，建立工艺先进的生产体系，有效提升公司产品品质和技术先进性，增强公司产品的市场竞争力。

图表 5、公司 IPO 募投项目情况

序号	项目名称	总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	Lamp LED 产品技术改造项目	26,981.92	22,229.67
2	SMD LED 产品技术改造项目	14,677.13	13,249.28
3	LED 应用（显示屏、室内外照明灯和灯饰）产品技术改造项目	5,435.92	4,188.28
4	LED 产品研发中心技术改造项目	3,144.79	2,964.59
5	补充运营资金项目	-	45,000.00

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部



5、公司盈利预测及估值

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 40.0、50.6 和 59.3 亿元,实现归属于母公司的净利润 4.37、4.94 和 5.61 亿元, EPS 分别为 0.98、1.11 和 1.26 元(考虑 IPO 的摊薄)。

我们选取国星光电、鸿利光电、瑞丰光电、聚飞光电和三安光电作为可比上市公司。可比公司股价对应 2015 年 PE 为 21.2-24.4 倍,考虑到 LED 照明未来成长空间较大,公司在行业内竞争力较强,我们给予公司 2015 年 22-24 倍 PE,对应价格区间 24.43-26.65 元。

图表 6、可比公司估值(截止 2015 年 2 月 3 日)

代码	公司简称	最新收盘价	EPS			PE		
			TTM	2014E	2015E	TTM	2014E	2015E
002449	国星光电	12.26	0.32	0.36	0.50	37.9	34.3	24.4
300219	鸿利光电	12.13	0.32	0.34	0.54	37.6	35.4	22.5
300241	瑞丰光电	12.10	0.24	0.29	0.50	51.4	41.3	24.3
300303	聚飞光电	19.10	0.58	0.64	0.88	32.8	29.9	21.8
600703	三安光电	17.18	0.55	0.61	0.81	31.0	28.0	21.2

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



图表 7、公司盈利预测表

盈利预测

单位 (万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	178,559	287,365	400,167	505,787	592,881
增长率 (%)	40.2%	60.9%	39.3%	26.4%	17.2%
减: 营业成本	134,516	200,875	309,387	397,240	467,500
综合毛利率	24.7%	30.1%	22.7%	21.5%	21.1%
减: 营业税金及附加	1,076	1,480	2,061	2,605	3,054
销售费用	4,275	7,110	8,804	12,139	14,822
管理费用	15,891	21,458	28,012	35,405	41,502
财务费用	5,765	5,131	267	(145)	(555)
期间费用率	14.5%	11.7%	9.3%	9.4%	9.4%
资产减值损失	425	1,481	1,000	1,200	1,400
加: 公允价值变动净收益	0	0	12	0	0
投资净收益	0	91	0	0	0
营业利润	16,611	49,921	50,648	57,343	65,158
增长率 (%)	32.2%	200.5%	1.5%	12.7%	13.6%
加: 营业外收入	3,721	2,007	1,400	1,400	1,600
减: 营业外支出	115	713	224	200	200
利润总额	20,217	51,215	51,824	58,543	66,558
增长率 (%)	54.8%	153.3%	1.2%	12.4%	13.5%
减: 所得税	3,633	7,601	7,877	8,781	9,984
实际所得税率 (%)	18.0%	14.8%	15.2%	15.0%	15.0%
净利润	16,584	43,614	43,947	49,762	56,574
归属于母公司所有者的净利润	16,154	43,268	43,483	49,282	56,094
增长率 (%)	50.9%	167.8%	0.5%	12.8%	13.6%
净利润率	9.0%	15.1%	10.9%	9.7%	9.5%
少数股东损益	430	346	464	480	480
总股本 (万股)	13,115	40,000	40,000	44,450	44,450
基本每股收益 (元/股)	0.36	0.97	0.98	1.11	1.26
稀释后每股收益 (元/股)	0.36	0.97	0.98	1.11	1.26

资料来源: 公司招股意向书, 华鑫证券研发部

5、风险提示

- 1、核心技术人员流失和技术失密;
- 2、技术不能持续进步;
- 3、系统性风险

研究员简介

邱祖学：上海财经大学，经济学硕士。主要跟踪领域：有色金属行业。

徐 鹏：TMT行业研究员，硕士研究生，2013年6月加盟华鑫证券。重点跟踪领域：电子行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>