



2017-10-09

公司点评报告

买入/维持

木林森 (002745)

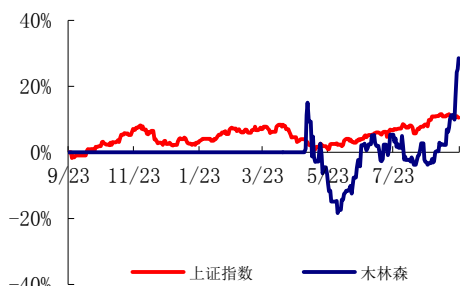
目标价:

昨收盘: 47.45

电子 光学光电子

LEDVANCE 转型与重组持续，未来前景保持乐观

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	528/162
总市值/流通(百万元)	25,069/7,702
12 个月最高/最低(元)	47.45/29.79

相关研究报告:

《太平洋证券-深度报告-木林森-002745-当封装巨头遇上新周期》
--2017/06/20

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》, 更新了 LEDVANCE 2017H1 相关财务数据。

LEDVANCE 转型与重组持续, 上半年仍然亏损。 由于公司业务战略转型, LEDVANCE 发生了较大金额的重组相关费用, 因此毛利率与净利润均有所下滑。特别是毛利率受传统光源市场萎缩及上半年季节性因素影响较大, 由 34.27% 下降至 31.83%。2015~2017H1, 发生的重组费用分别为 5.35 亿、7.29 亿、3.47 亿元人民币。

已计提未来重组费用 4.30 亿欧元, 不影响未来年度损益。 以 LEDVANCE 并表时间点为分割线, 之前重组费用计入当年损益, 之后重组费用在并表时计提。以 2017.06.30 为基准, 未来重组费用预计支出 4.30 亿欧元已经摊销到未来十年, 不影响未来年度损益。

传统光源占比下降, LED 占比持续提升。 2017H1, LEDVANCE 实现传统光源收入 38.72 亿元、LED 光源收入 19.32 亿元、OTC 灯具收入 7.34 亿元、智能家居电子及服务收入 7.23 亿元。其中传统光源收入占比进一步下滑, 而 LED 光源、OTC 灯具业务收入占比迅速增长, 未来将成为 LEDVANCE 业务成长主力。预计 2018 年, LED 收入便将超过传统光源收入。

LEDVANCE 收入结构调整目标明确, 未来前景佳。 公司将逐步退出传统光源业务, 同时加大 LED、OTC 灯具、智能家居电子业务的投入力度。这一过程中, 公司借助全球 LED 渗透率持续提升以及消费升级的趋势, 公司将逐步扭亏为盈。随着 LEDVANCE 对新业务研发力度的加大, 其技术优势、规模优势将逐渐显现, 毛利率将恢复并趋于稳定。

盈利预测与投资评级。 不考虑 LEDVANCE 并表, 预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 73.88/95.19/114.87 亿元, 净利润分别为 6.51/9.05/11.02 亿元, EPS 分别为 1.23/1.71/2.09, 对应 PE 分别为 38/27.4/22.5; 若考虑 LEDVANCE 并表(2018 年始), 预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 73.88/239.62/262.27 亿元, 增发摊薄后 EPS 分别为 1.23/1.74/2.20, 维持“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：（不考虑 LEDVANCE 并表）

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,520	7,388	9,519	11,487
(+/-%)	42.2%	33.8%	28.8%	20.7%
净利润(百万元)	473	651.01	905.40	1101.88
(+/-%)	85.3%	37.5%	39.1%	21.7%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.23	1.71	2.09
市盈率(PE)	52.34	38.04	27.4	22.5

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 盈利预测和财务指标：（假设 LEDVANCE 2018 年并表）

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,520	7,388	23962.72	26226.77
(+/-%)	42.2%	33.8%	224.35%	9.45%
净利润(百万元)	473	651.01	1136.27	1432.66
(+/-%)	85.3%	37.5%	74.54%	26.08%
每股收益(元) 不考虑	0.90	1.23	2.15	2.71
增发摊薄				
每股收益(元) 不考虑	0.90	1.23	1.82	2.30
配套融资				
摊薄每股收益(元) 考虑	0.90	1.23	1.74	2.20
增发与配套融资				
市盈率(PE)	52.34	38.04	26.88	21.32

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附录：收购报告书重要数据整理

1、并表前后财务数据对比（以 2017.06.30 为基准）

图表 1：并表前后财务数据对比（以 2017.06.30 为基准），单位：万元

项目	实际数	备考数	增幅
资产总额	1,888,556.03	3,331,346.44	76.40%
归属于上市公司股东的所有者权益	546,835.44	821,435.44	50.22%
营业收入	362,423.96	1,091,958.26	201.29%
净利润	30,985.02	4,296.57	-86.13%
归属于母公司所有者的净利润	30,612.48	4,267.40	-86.06%
归属于母公司股东的每股净资产（元/股）	10.35	13.14	26.95%
每股收益（元/股）	0.58	0.07	-88.23%
资产负债率（%）	70.81%	75.21%	6.21%
流动比率	0.93	1.08	15.87%
速动比率	0.8	0.82	2.05%

资料来源：收购书草案，太平洋证券整理

2、已经发生的重组费用：（影响当年损益）

图表 2：已经发生的重组费用，单位：万元

年度	2015	2016	2017H1
企业重组费用	-53,484.12	-72,855.60	-34,708.61

资料来源：收购书草案，太平洋证券整理

3、未来重组费用

共计 4.30 亿欧元，摊销到未来十年，并表时已计提，不影响未来年度损益。

图表 3：未来预计支出的重组费用，单位：百万欧元

年度	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022
重组现金支付	15.62	104.14	134.69	80.54	61.25	17.37
年度	2023	2024	2025	2026	2027	2028
重组现金支付	6.81	5.94	5.5	4.11	3.13	

资料来源：收购书草案，太平洋证券整理

4、LEDVANCE 盈利情况及预测（报告书预测）

图表 4：已经发生的重组费用，单位：百万欧元

项目	2015	2016	2017H1	2017H2	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	2184.86	2047.90	972.45	1009.31	1863.83	1901.94	2015.28	2097.28	2188.98
营业成本	1564.84	1429.88	699.32	720.59	1320.90	1342.01	1415.40	1456.23	1513.84
毛利率	28.38%	30.18%	28.09%	28.61%	29.13%	29.44%	29.77%	30.57%	30.84%
归母净利润	33.80	-25.14	-32.37	7.81	29.79	42.68	64.98	98.30	102.73
扣非后归母净利润	76.84	53.84	-0.47	7.81	29.79	42.68	64.98	98.30	102.73
扣非后归母净利润率	3.90%	2.75%	-0.05%	0.77%	1.60%	2.24%	3.22%	4.69%	4.69%

资料来源：收购书草案，太平洋证券整理

5、LEDVANCE 分类业务收入预测（报告书预测）

图表 5：LEDVANCE 分类业务收入预测，单位：百万欧元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
传统光源	1583.80	1314.11	976.65	674.23	506.78	357.30	265.03	212.11
增速		-17.03%	-25.68%	-30.97%	-24.84%	-29.50%	-25.82%	-19.97%
LED 光源	459.35	511.92	590.91	691.47	812.62	906.39	954.46	912.08
增速		11.44%	15.43%	17.02%	17.52%	11.54%	5.30%	-4.44%
智能家居电子及服务	138.97	163.27	190.19	175.72	229.61	312.92	373.13	470.35
增速		17.48%	16.49%	-7.61%	30.67%	36.28%	19.24%	26.06%
OTC 灯具	2.73	58.60	224.01	322.41	352.92	438.67	504.67	594.44
增速		2043.45%	282.25%	43.93%	9.46%	24.30%	15.04%	17.79%
业务分部合计	2184.85	2047.9	1,981.76	1,863.83	1,901.94	2,015.28	2,097.28	2,188.98
增速		-6.27%	-3.23%	-5.95%	2.04%	5.96%	4.07%	4.37%

资料来源：收购书草案，太平洋证券整理

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3882	4888	5624	6487	营业收入	5520	7388	9519	11487
应收款项	1858	1822	2347	2833	营业成本	4176	5585	7249	8762
存货净额	857	1156	1508	1827	营业税金及附加	38	44	55	65
其他流动资产	1267	369	476	574	销售费用	183	332	381	459
流动资产合计	7865	8235	9955	11720	管理费用	434	602	720	867
固定资产	4582	5749	6810	7767	财务费用	79	(1)	(23)	(43)
无形资产及其他	280	268	257	246	投资收益	9	9	9	9
投资性房地产					资产减值及公允价值变动	(39)	(40)	(40)	(40)
	576	576	576	576	其他收入	0	0	0	0
长期股权投资	621	721	821	921	营业利润	579	795	1105	1345
资产总计	13923	15549	18419	21230	营业外净收支	(0)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	1984	2000	2000	2000	利润总额	579	795	1105	1345
应付款项	5825	6696	8735	10582	所得税费用	93	127	177	215
其他流动负债	299	546	702	850	少数股东损益	12	16	23	28
流动负债合计	8108	9242	11437	13432	归属于母公司净利润	473	651	905	1102
长期借款及应付债券	351	351	351	351					
其他长期负债	89	114	139	164					
长期负债合计	440	465	490	515					
负债合计	8548	9707	11927	13947	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	123	135	151	170	净利润	473	651	905	1102
股东权益	5252	5708	6342	7113	资产减值准备	28	9	6	7
负债和股东权益总计	13923	15549	18419	21230	折旧摊销	455	495	604	707
					公允价值变动损失	39	40	40	40
					财务费用	79	(1)	(23)	(43)
关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E	营运资本变动	(553)	1788	1242	1125
每股收益	0.90	1.23	1.71	2.09	其它	(20)	2	10	13
每股红利	0.25	0.37	0.51	0.63	经营活动现金流	423	2985	2807	2993
每股净资产	9.94	10.81	12.01	13.47	资本开支	(2180)	(1700)	(1700)	(1700)
ROIC	11%	10%	15%	18%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	9%	11%	14%	15%	投资活动现金流	(2801)	(1800)	(1800)	(1800)
毛利率	24%	24%	24%	24%	权益性融资	2352	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	12%	12%	负债净变化	201	0	0	0
EBITDA Margin	21%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(134)	(195)	(272)	(331)
收入增长	42%	34%	29%	21%	其它融资现金流	1101	16	0	0
净利润增长率	85%	38%	39%	22%	融资活动现金流	3587	(179)	(272)	(331)
资产负债率	62%	63%	66%	66%	现金净变动	1210	1006	736	863
息率	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	2672	3882	4888	5624
P/E	52.3	38.0	27.4	22.5	货币资金的期末余额	3882	4888	5624	6487
P/B	4.7	4.3	3.9	3.5	企业自由现金流	(1700)	1275	1081	1252
EV/EBITDA	29.1	26.1	21.4	19.0	权益自由现金流	(398)	1293	1100	1288

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。