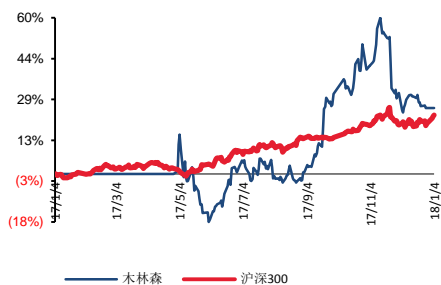


LED

## 收购 LEDVANCE 过会，国际化迈出坚实一步

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 528/78       |
| 总市值/流通(百万元)   | 24,039/3,572 |
| 12 个月最高/最低(元) | 58.03/29.79  |

### 相关研究报告:

木林森 (002745)《季报点评报告: Q3 超过预告上限, Q4 迎来业绩爆发》  
--2017/10/27

木林森 (002745)《公司点评报告 -LEDVANCE 转型与重组持续, 未来前景保持乐观》--2017/10/09

木林森 (002745)《深度报告-木林森 -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:** 公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易事项获得证监会有条件通过。

**收购 LEDVANCE 圆满收官，世界级 LED 集团计日可待。** LEDVANCE 是国际照明巨头欧司朗剥离通用照明业务形成的实体，截至 2017 年 9 月，LEDVANCE 在全球拥有在生产的 14 家工厂，同时具有遍布全球的销售渠道。收入体量上看，LEDVANCE2016 年营业收入达到 151.88 亿元，接近木林森三倍 (55.2 亿元)。成功并购 LEDVANCE 后，公司不仅大幅增强自身实力，一跃成为全球前三的照明企业，也可以依托 LEDVANCE 打造覆盖全球的销售网络和品牌家族，构建世界级 LED 集团。

**LEDVANCE 重组有序进行，关厂与“LED 化”齐头并进。** 欧司朗剥离 LEDVANCE 前就已经开始关厂计划，LEDVANCE 最新计划到 2025 年全球保留 8 家工厂。截至 2017 年 6 月 30 日，第一阶段及第二阶段原关厂计划已经计提费用 8.03 亿元，第二阶段新的关厂计划计提的费用为 27.58 亿，在并表时计提，**不影响未来年度的当期损益**。同时，公司产品结构也在向 LED 转型，2017H1，LED 收入占比达到 26.61%，比重持续提升。依据国际同行转型经验，随着 LED 占比提升，公司利润率也将好转。2017 年 7~11 月，LEDVANCE 正常业务净利率仅为 0.06%，未来提升空间巨大。

**优势互补，双方协同效应明显。** 产业链上下游来看，LEDVANCE 目前每年全球约 150 亿元的销售收入，灯珠采购需求较大，对木林森业绩存在较强的拉动效应。销售区域来看，木林森可以帮助 LEDVANCE 产品更好地进入中国市场；LEDVANCE 可以帮助木林森更好地开拓国际市场，其覆盖全球的销售网络可以帮助木林森提升国际知名度、建立品牌。此外双方还可以在人员合作、技术专利、业务体系方面进行整合。根据公司的预测，整合稳定期后双方协同效应将为木林森每年新增毛利约 2.9 亿元，极大提升公司的盈利水平。

**盈利预测与投资评级。** LEDVANCE 于 2018 年并表的前提下，预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 73.88/239.62/262.27 亿元，净利润为 6.51/11.36/14.33 亿元，增发摊薄后 EPS 分别为 1.23/1.74/2.20 元，维持“买入”评级。

**风险提示。** LEDVANCE 重组大幅低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

|                          | 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<br>增发与配套融资摊薄  | 0.90  | 1.23   | 2.15     | 2.71     |
| 每股收益(元)考虑增<br>发, 不考虑配套融资 | 0.90  | 1.23   | 1.82     | 2.30     |
| 每股收益(元)考虑增发<br>与配套融资     | 0.90  | 1.23   | 1.74     | 2.20     |
| 市盈率(PE)                  | 50.77 | 36.90  | 26.10    | 20.70    |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 假设 LEDVANCE2018 年并表, 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 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        | 576   | 576   | 576   | 576   | 资产减值及公允价值变动        | (39)        | (40)         | (40)         | (40)         |
| 长期股权投资        | 621   | 721   | 821   | 921   | 其他收入               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资产总计          | 13923 | 15549 | 18419 | 21230 | 营业利润               | 579         | 795          | 1105         | 1345         |
| 短期借款及交易性金融负债  | 1984  | 2000  | 2000  | 2000  | 营业外净收支             | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项          | 5825  | 6696  | 8735  | 10582 | 利润总额               | 579         | 795          | 1105         | 1345         |
| 其他流动负债        | 299   | 546   | 702   | 850   | 所得税费用              | 93          | 127          | 177          | 215          |
| 流动负债合计        | 8108  | 9242  | 11437 | 13432 | 少数股东损益             | 12          | 16           | 23           | 28           |
| 长期借款及应付债券     | 351   | 351   | 351   | 351   | 归属于母公司净利润          | 473         | 651          | 905          | 1102         |
| 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 | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 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            | 0.6%  | 0.8%  | 1.1%  | 1.4%  | 货币资金的期初余额          | 2672        | 3882         | 4888         | 5624         |
| P/E           | 50.8  | 36.9  | 26.5  | 21.8  | 货币资金的期末余额          | 3882        | 4888         | 5624         | 6487         |
| P/B           | 4.6   | 4.2   | 3.8   | 3.4   | 企业自由现金流            | (1700)      | 1275         | 1081         | 1252         |
| EV/EBITDA     | 28.5  | 25.6  | 20.9  | 18.6  | 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；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zxy_lmm@126.com      |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 上海销售    | 沈颖  | 13636356209 | shenyling@tpyzq.com  |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 |             |                      |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafanglong@126.com  |
| 广深销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 广深销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 广深销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |



## 研究院

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

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。