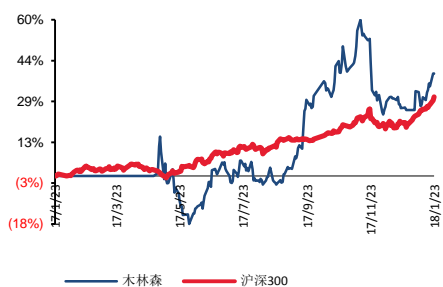


LED

## 业绩符合预期，向世界级 LED 集团前进

### ■ 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)   | 26,707/3,968 |
| 12 个月最高/最低(元) | 58.03/29.79  |

### 相关研究报告:

木林森 (002745) 《收购 LEDVANCE 过会，国际化迈出坚实一步》  
--2018/01/04

木林森 (002745) 《三季度点评报告: 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

### 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 2017 年业绩快报，全年实现营业收入 82.00 亿元，归母净利润 6.51 亿元。同时公司公告 2017 年度利润分配及公积金转增股本预案的预披露，每 10 股派发现金股利人民币 2.47 元（含税），每 10 股转增 16 股。同时公司控股股东、实际控制人及持股 5% 以上股东、公司董监高在预案披露日后 6 个月内不存在减持计划。

**全年业绩达到预测中值，符合预期。** 全年业绩达到三季度预测中值，也接近我们之前的预计。在经历第三季度的平淡后，公司迎来强劲反弹，第四季度营收与净利润均创下历史最高值（23.41 亿与 2.11 亿），净利率也恢复到 9% 左右的水平，乃得益于公司规模效应的释放与优秀的经营管理能力。

**LED 封装行业持续向好，强者恒强趋势明显。** 据高工 LED 统计 2017 年中国 LED 封装产值达 870 亿元，同比增 18%，仍处于高速成长期。而领先企业增速更快，龙头木林森增速接近 50%，显示行业继续向头部集中。2017 年，中国 LED 封装前十大厂商市占率之和首次超过 50%，而木林森市占率首次超越日亚化学，达到 9%。龙头企业积极扩产并优先承接海外订单，未来市占率将持续提升。

**公司未来看点在于全产业链与国际化。** 公司以极高的视野布局 LED 全产业链，上游与澳洋顺昌绑定，中游封装主业在江西积极扩产，下游投入灯具、覆铜板、灯丝灯项目，乃至完成收购 LEDVANCE 的壮举，世界级 LED 集团已经初具雏形。未来随着各环节规模优势与协同效应的发酵，公司毛利率与净利率有望继续提升，而收入体量再上一个台阶，与其他 LED 企业继续拉开差距。

**首发限售股解禁后不减持，彰显公司信心。** 公司控股股东首发限售股即将解禁，未来 6 个月内并无减持计划；公司董监高未来 6 个月内也无减持计划，显示公司股东与管理层对未来发展的坚定信心。目前公司第一大股东、董事长孙清焕持股比例为 67.32%，大股东与公司利益的深度绑定决定了公司积极进取的经营策略，是公司快速成长的一大保障。

**盈利预测与投资评级。** 考虑到 LEDVANCE 2018 年并表的前提下，预计公司 2017~2019 年营业收入分别为 82.00/256.603/290.19 亿元，净利润为 6.51/12.28/16.86 亿元，增发摊薄后 EPS 分别为 1.23/1.89/2.60 元，维持“买入”评级。

**风险提示。** LED 下游需求疲弱；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)                | 5520.50 | 8200.19 | 25602.53 | 29018.97 |
| (+/-%)                   | 42.20%  | 48.54%  | 212.22%  | 13.34%   |
| 净利润(百万元)                 | 473.46  | 651.35  | 1227.81  | 1685.55  |
| (+/-%)                   | 85.30%  | 37.57%  | 88.50%   | 37.28%   |
| 每股收益(元)不考虑<br>增发与配套融资摊薄  | 0.90    | 1.23    | 2.33     | 3.19     |
| 每股收益(元)考虑增<br>发, 不考虑配套融资 | 0.90    | 1.23    | 1.97     | 2.70     |
| 每股收益(元)考虑增发<br>与配套融资     | 0.90    | 1.23    | 1.89     | 2.60     |
| 市盈率(PE)                  | 56.41   | 41.00   | 26.72    | 19.47    |

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)   | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表 (百万元)          | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物      | 3882  | 5494  | 6810  | 8506  | 营业收入               | 5520        | 8200         | 11159        | 14280        |
| 应收款项          | 1858  | 2022  | 2751  | 3521  | 营业成本               | 4176        | 6298         | 8602         | 10950        |
| 存货净额          | 857   | 1317  | 1814  | 2322  | 营业税金及附加            | 38          | 49           | 65           | 81           |
| 其他流动资产        | 1267  | 410   | 558   | 714   | 销售费用               | 183         | 369          | 446          | 571          |
| 流动资产合计        | 7865  | 9243  | 11934 | 15063 | 管理费用               | 434         | 667          | 842          | 1075         |
| 固定资产          | 4582  | 5749  | 6810  | 7767  | 财务费用               | 79          | (9)          | (45)         | (83)         |
| 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 | 16558 | 20398 | 24573 | 营业利润               | 579         | 795          | 1217         | 1654         |
| 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  | 7630  | 10508 | 13450 | 利润总额               | 579         | 795          | 1217         | 1654         |
| 其他流动负债        | 299   | 620   | 842   | 1077  | 所得税费用              | 93          | 127          | 195          | 265          |
| 流动负债合计        | 8108  | 10250 | 13350 | 16528 | 少数股东损益             | 12          | 16           | 25           | 34           |
| 长期借款及应付债券     | 351   | 351   | 351   | 351   | 归属于母公司净利润          | 473         | 651          | 997          | 1355         |
| 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  | 10715 | 13840 | 17042 | <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   | 152   | 176   | 净利润                | 473         | 651          | 997          | 1355         |
| 股东权益          | 5252  | 5708  | 6406  | 7354  | 资产减值准备             | 28          | 9            | 6            | 7            |
| 负债和股东权益总计     | 13923 | 16558 | 20398 | 24573 | 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          | (9)          | (45)         | (83)         |
| 关键财务与估值指标     | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 营运资本变动             | (553)       | 2394         | 1757         | 1776         |
| 每股收益          | 0.90  | 1.23  | 1.89  | 2.57  | 其它                 | (20)        | 2            | 11           | 17           |
| 每股红利          | 0.25  | 0.37  | 0.57  | 0.77  | 经营活动现金流            | 423         | 3592         | 3415         | 3902         |
| 每股净资产         | 9.94  | 10.81 | 12.13 | 13.93 | 资本开支               | (2180)      | (1700)       | (1700)       | (1700)       |
| ROIC          | 11%   | 11%   | 18%   | 28%   | 其它投资现金流            | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| ROE           | 9%    | 11%   | 16%   | 18%   | 投资活动现金流            | (2801)      | (1800)       | (1800)       | (1800)       |
| 毛利率           | 24%   | 23%   | 23%   | 23%   | 权益性融资              | 2352        | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin   | 12%   | 10%   | 11%   | 11%   | 负债净变化              | 201         | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin | 21%   | 16%   | 16%   | 16%   | 支付股利、利息            | (134)       | (195)        | (299)        | (406)        |
| 收入增长          | 42%   | 49%   | 36%   | 28%   | 其它融资现金流            | 1101        | 16           | 0            | 0            |
| 净利润增长率        | 85%   | 38%   | 53%   | 36%   | 融资活动现金流            | 3587        | (179)        | (299)        | (406)        |
| 资产负债率         | 62%   | 66%   | 69%   | 70%   | 现金净变动              | 1210        | 1612         | 1316         | 1696         |
| 息率            | 0.5%  | 0.7%  | 1.1%  | 1.5%  | 货币资金的期初余额          | 2672        | 3882         | 5494         | 6810         |
| P/E           | 56.4  | 41.0  | 26.8  | 19.7  | 货币资金的期末余额          | 3882        | 5494         | 6810         | 8506         |
| P/B           | 5.1   | 4.7   | 4.2   | 3.6   | 企业自由现金流            | (1700)      | 1875         | 1671         | 2129         |
| EV/EBITDA     | 30.8  | 28.5  | 22.4  | 18.9  | 权益自由现金流            | (398)       | 1899         | 1709         | 2199         |

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 | liyew@tpyzq.com         |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com      |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@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 | shenyinying@tpyzq.com   |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com       |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.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          |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@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。