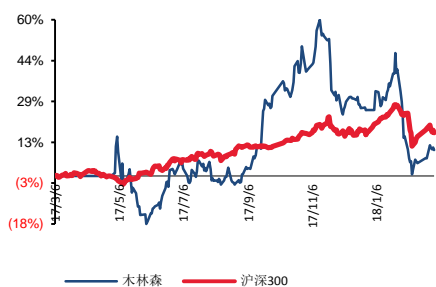


LED

全年业绩延续高增长，与 LEDVANCE 的协同效应值得期待

■ 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)	21,080/3,132
12 个月最高/最低(元)	58.03/29.79

相关研究报告:

木林森 (002745)《业绩预告点评-业绩符合预期,向世界级 LED 集团前进》
--2018/01/24

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)《三季报点评报告: Q3 超过预告上限, Q4 迎来业绩爆发》
--2017/10/27

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 年年报, 全年实现营业收入 816,872.56 万元, 同比增长 47.97%; 归母净利润 66,854.82 万元, 同比增长 41.20%。同时公司发布 2018 年一季度业绩预告, 归母净利润 1.5 亿~1.8 亿, 同比增长 13.15% -35.78%。

扩产带来业绩增长, 也带来成本与费用增加。 公司 2016 年定增募投项目逐步落地, 产能释放带来公司营收与利润增长。全年毛利率与净利率同比均有所下滑, 是由于江西新余与吉安扩产仍在投入期, 相关成本与费用支出处于较高水平, 对业绩有所拖累, 特别是江西新余扩产为线路板等新产品, 初期费用较大, 使得全年录得亏损 7523 万元。预计今年全年扩产费用支出将好于去年, 公司利润率也将回升。

持续投入研发, 拓展新产品与新业务线。 公司在保证原有产品的技术与成本优势外, 持续投入研发, 拓展新产品与新业务线。本年度内, 公司成功研发包括 SMD1919 户外小间距全彩产品、TOP 型 1010 户内小间距全彩产品、灯丝系列产品等具有技术创新的新产品, 同时筹建智能制造生产中心, 从硬件和软件提升公司实力。此外, 公司积极横向拓展产品线, 从 LED 封装向 IC 封装延伸, 打开新的业务空间。

受益于 LED 封装行业集中度提升与产业转移。 据高工 LED 统计 2017 年中国 LED 封装产值达 870 亿元, 同比增 18%, 仍处于高速增长期。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。据 IHS 的数据, 木林森封装器件营收排名已经位居全球第四, 增幅也远非其他国际巨头可比, 未来成为全球龙头计日可待。龙头公司积极扩产并优先承接海外订单, 市占率将持续提升。

与 LEDVANCE 协同效应值得期待。 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。 假设 LEDVANCE 2018 年 7 月 1 日并表, 预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 190.64/306.10/358.12 亿元, 净利润为 10.32/16.07/21.95 亿元, 增发摊薄后 EPS 分别为

1.57/2.45/3.35 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：**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8168.73	19064.01	30609.90	35811.56
(+/-%)	42.20%	133.38%	60.56%	16.99%
净利润(百万元)	668.55	1032.29	1607.11	2194.91
(+/-%)	85.30%	54.41%	55.68%	36.57%
每股收益(元)不考虑 增发与配套融资摊薄	1.27	1.96	3.04	4.16
每股收益(元)考虑增 发，不考虑配套融资	1.27	1.65	2.57	3.52
每股收益(元)考虑增发 与配套融资	1.27	1.57	2.45	3.35
市盈率(PE)	31.51	25.34	16.28	11.92

资料来源：Wind，太平洋证券注：假设 LEDVANCE2018 年 7 月 1 日并表，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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3248	5511	6502	8264	营业收入	8169	11895	16341	21016
应收款项	3214	3861	5744	7492	营业成本	6452	9356	12989	16715
存货净额	1610	2162	3077	4098	营业税金及附加	62	77	115	148
其他流动资产	1538	1813	3107	3719	销售费用	174	380	471	574
流动资产合计	9610	13348	18429	23573	管理费用	619	937	1231	1579
固定资产	5944	7149	8372	9405	财务费用	226	65	25	(10)
无形资产及其他	341	327	314	300	投资收益	117	63	63	63
投资性房地产	1890	1890	1890	1890	资产减值及公允价值变动	(61)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	1111	1667	2190	2729	其他收入	124	0	0	0
资产总计	18896	24381	31194	37897	营业利润	816	1103	1534	2032
短期借款及交易性金融负债	1878	1931	1905	1918	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	7459	12088	17248	21531	利润总额	809	1103	1534	2032
其他流动负债	1496	1522	2075	3161	所得税费用	133	176	245	325
流动负债合计	10834	15541	21228	26610	少数股东损益	8	11	15	19
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	归属于母公司净利润	669	916	1274	1687
其他长期负债	459	654	937	1177					
长期负债合计	2136	2332	2615	2854	现金流量表 (百万元)				
负债合计	12970	17873	23843	29464	净利润	669	916	1274	1687
少数股东权益	47	53	63	75	资产减值准备	28	13	10	10
股东权益	5879	6454	7288	8358	折旧摊销	647	648	769	890
负债和股东权益总计	18896	24381	31194	37897	公允价值变动损失	61	40	40	40
					财务费用	226	65	25	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.27	1.73	2.41	3.20	其它	(24)	(6)	(0)	2
每股红利	0.48	0.65	0.83	1.17	经营活动现金流	918	5000	4006	4866
每股净资产	11.13	12.22	13.80	15.83	资本开支	(1967)	(1893)	(2027)	(1960)
ROIC	9%	13%	22%	34%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	11%	14%	17%	20%	投资活动现金流	(2458)	(2448)	(2550)	(2499)
毛利率	21%	21%	21%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	9%	10%	负债净变化	1326	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	14%	14%	支付股利、利息	(254)	(341)	(440)	(618)
收入增长	48%	46%	37%	29%	其它融资现金流	(1238)	53	(26)	13
净利润增长率	41%	37%	39%	32%	融资活动现金流	906	(288)	(466)	(604)
资产负债率	69%	74%	77%	78%	现金净变动	(634)	2263	990	1762
息率	1.2%	1.6%	2.1%	2.9%	货币资金的期初余额	3882	3248	5511	6502
P/E	31.5	23.0	16.5	12.5	货币资金的期末余额	3248	5511	6502	8264
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5	企业自由现金流	(1063)	3107	1946	2846
EV/EBITDA	22.5	21.7	19.5	17.5	权益自由现金流	(975)	3105	1899	2867

资料来源: WIND, 太平洋证券 (注: 不含 LEDVANCE)

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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@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	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyings@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@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	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。