



2018-04-24

公司点评报告

买入/维持

木林森 (002745)

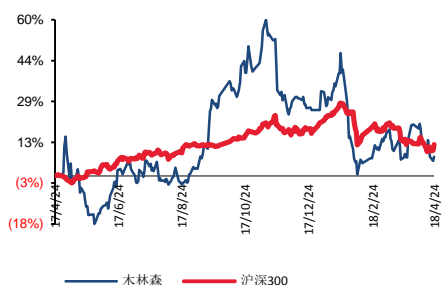
目标价:

昨收盘: 19.38

LED

产能稼动率偏低拖累业绩，LEDVANCE 并表迎来新阶段

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,057/520
总市值/流通(百万元)	20,478/10,075
12 个月最高/最低(元)	58.03/19.10

相关研究报告:

木林森 (002745)《年报点评: 全年业绩延续高增长, 与 LEDVANCE 的协同效应值得期待》--2018/03/05

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

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

联系人: 刘尚

电话: 021-61375790

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

事件: 公司发布 2018 年一季报, 实现销售收入 20.23 亿元, 同比增长 31.70%。归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 24.94%, 扣非后归母净利润为-1432 万元, 同比下降 110.74%。同时公司发布半年度预告, 预计归母净利润为 3.3 亿~4.5 亿, 同比增幅为 7.8%~47%。

产能稼动率偏低拖累一季度业绩。我们在年报点评提到由于江西新余与吉安扩产仍在投入期, 相关机器设备折旧成本与员工费用支出较大, 这一趋势延续到一季度。叠加春节放假影响(放假前后产线关停及爬坡均需要时间), 整个季度产能稼动率偏低, 使得单位成本提升较大, 毛利率下降明显, 降到 13.69% 的低位。我们判断随着旺季来临以及公司自身扩产支出逐渐放缓, 毛利率能得到有效的恢复。一季度营收增长 31.70%, 也说明公司销售良好, 扣非后利润亏损主要来自上述成本端原因。

抓住窗口期坚定扩产, 未来市占率持续提升。虽然公司一季度主营业务业绩不及预期, 但这正是为公司长远发展短期所付出的代价。公司在江西省吉安和新余大举扩产, 特别是吉安基地, 建成后产值目标为 160~180 亿, 将成为全球最大的 LED 封装生产基地, 极大增强公司实力。根据 LEDinside 的最新统计, 2017 年全球 LED 封装企业营收排名, 木林森已经位居第四, 排名继续提升。随着海外产能的转移与公司产能的扩充, 公司市占率将持续提升, 行业龙头地位继续得到加强。

LEDVANCE 二季度并表, 公司迎来新阶段。LEDVANCE 已经在四月初过户至木林森名下, 公司正式进入新的阶段。将 LEDVANCE 成功纳入麾下, 公司国内海外布局完整, 产业链上下游打通, 世界级 LED 企业已经初具雏形。木林森与 LEDVANCE 多个方面都可以形成互补, 未来协同效应值得期待。LEDVANCE 自身的盈利改善也是公司未来的一大看点, 是上市公司未来业绩弹性的重要来源。根据半年度业绩预告, 我们判断 LEDVANCE 重组符合预期。

盈利预测与估值。我们判断公司需要更多时间消化扩产带来的负面影响, 略微下调公司主业全年的盈利预测。考虑 LEDVANCE 二季度并表的情况下, 预计公司 2018~2020 年营收分别达 223.40/301.00/351.49 亿元, EPS 分别为 0.80/1.12/1.44, 对应 PE 分别为 24.1/17.4/13.5, 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	22340.4	30100.5	35149.3
(+/-%)	42.20%	173.5%	34.7%	16.8%
净利润(百万元)	668.55	1059.4	1469.0	1893.4
(+/-%)	85.30%	58.5%	38.7%	28.9%
每股收益(元) 不考 虑配套融资	0.6	0.85	1.17	1.51
每股收益(元) 考虑增发 与配套融资	0.6	0.80	1.12	1.44
市盈率(PE)	30.6	24.1	17.4	13.5

资料来源: Wind, 太平洋证券注: LEDVANCE 二季度并表, 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	5289	6275	8000	营业收入	8169	11532	15832	20354
应收款项	3214	3743	5565	7256	营业成本	6452	9069	12697	16482
存货净额	1610	2091	3003	4037	营业税金及附加	62	75	111	143
其他流动资产	1538	1758	3010	3601	销售费用	174	369	456	556
流动资产合计	9610	12881	17853	22894	管理费用	619	909	1193	1530
固定资产	5944	7149	8372	9405	财务费用	226	68	31	(4)
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	23914	30618	37219	营业利润	816	1066	1367	1669
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	11691	16835	21210	利润总额	809	1066	1367	1669
其他流动负债	1496	1472	2024	3108	所得税费用	133	170	219	267
流动负债合计	10834	15094	20763	26236	少数股东损益	8	10	13	16
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	归属于母公司净利润	669	885	1136	1386
其他长期负债	459	654	937	1177					
长期负债合计	2136	2332	2615	2854					
负债合计	12970	17426	23378	29090	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	47	53	62	72	净利润	669	885	1136	1386
股东权益	5879	6435	7178	8057	资产减值准备	28	13	10	10
负债和股东权益总计	18896	23914	30618	37219	折旧摊销	647	648	769	890
					公允价值变动损失	61	40	40	40
					财务费用	226	68	31	(4)
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(464)	3187	2002	2393
每股收益	1.27	0.84	1.08	1.31	其它	(24)	(6)	(1)	(0)
每股红利	0.48	0.31	0.37	0.48	经营活动现金流	918	4766	3954	4718
每股净资产	11.13	6.09	6.80	7.63	资本开支	(1967)	(1893)	(2027)	(1960)
ROIC	9%	13%	19%	27%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	11%	14%	16%	17%	投资活动现金流	(2458)	(2448)	(2550)	(2499)
毛利率	21%	21%	20%	19%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	9%	8%	负债净变化	1326	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	14%	12%	支付股利、利息	(254)	(329)	(392)	(507)
收入增长	48%	41%	37%	29%	其它融资现金流	(1238)	53	(26)	13
净利润增长率	41%	32%	28%	22%	融资活动现金流	906	(277)	(419)	(494)
资产负债率	69%	73%	77%	78%	现金净变动	(634)	2041	986	1725
息率	2.5%	3.2%	3.8%	5.0%	货币资金的期初余额	3882	3248	5289	6275
P/E	15.3	23.1	18.0	14.8	货币资金的期末余额	3248	5289	6275	8000
P/B	1.7	3.2	2.9	2.5	企业自由现金流	(1063)	2875	1898	2702
EV/EBITDA	15.4	21.5	20.4	19.6	权益自由现金流	(975)	2871	1846	2718

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	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	liyangyang@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	zhaf1@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。