

木林森 (002745)

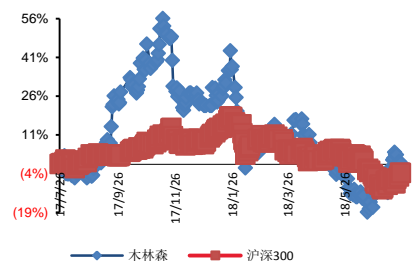
目标价: 28.35

昨收盘: 18.51

LED

## 从飞利浦照明转型历程看木林森未来机会

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,252/520
总市值/流通(百万元)	23,174/9,623
12 个月最高/最低(元)	58.03/15.00

### 相关研究报告:

木林森 (002745)《一季报点评: 产能稼动率偏低拖累业绩, LEDVANCE 并表迎来新阶段》--2018/04/25

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

### 证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:

联系人: 刘尚

电话: 021-61375790

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

## 报告摘要

飞利浦照明/昕诺飞作为行业标杆, 是木林森-LEDVANCE 未来发展的可选参照。本文梳理飞利浦照明的历史与现状, 提炼可供借鉴之经验。对于木林森而言, 飞利浦照明无疑是行业前辈和绝佳学习对象, 不仅照明业务体量稳居全球第一, 而且与 LEDVANCE 一样具有全球品牌与渠道, 甚至布局更为深厚, 产品层次更为丰富与超前, 产业链整合更为熟稔, 有一套成熟的经营方法论可供后来者借鉴, 例如: 精简与聚焦、开放与合作、国际化与本土化等。更为重要的是, 飞利浦照明也在经历 LED 照明时代的转型, 许多木林森-LEDVANCE 所面临的问题飞利浦照明都已经经历过。例如关灯厂。飞利浦照明在 LED 时代的转型是富有成效的, 飞利浦照明对 LED 照明未来的形态与趋势的探索也是具备前瞻性的, 飞利浦照明的转型经验能够帮助木林森-LEDVANCE 省掉很多弯路。

以飞利浦照明的转型历程为参照, 木林森的机遇与风险并存, 我们认为机遇大过风险, 未来好过现在! 飞利浦照明将上中游分拆, 专注下游, 是因为规模不经济与管理冗余; 木林森从中游出发, 向下游扩大版图, 是因为可以带来显著的协同效应和管理改善。双方的变革, 可谓殊途同归。木林森+LEDVANCE 的优势非常明显: 制造实力、世界级品牌、国际化渠道; 风险与飞利浦所经历的类似: 关掉传统照明工厂。我们认为, 受益于传统照明向 LED 转换, 以及木林森与 LEDVANCE 明显的协同效应, 木林森未来空间广阔, 值得期待。

**盈利预测与估值。**LEDVANCE 已于 2018Q2 并表, 我们预计上市公司 2018~2020 年营业总收入为 217.18 亿/291.03 亿/338.47 亿, 归母净利润为 10.05 亿/13.93 亿/17.93 亿。我们看重公司整合后的长期价值, 给予 2019 年 25 倍 PE, 目标价 28.35 元, 维持“买入”评级。

**风险提示。**LED 下游需求下滑; LED 封装竞争加剧; 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)	8,169	21,718	29,103	33,846
(+/-%)	48.0%	165.9%	34.0%	16.3%
净利润(百万元)	6.68	1004.5	1393.2	1793.1
(+/-%)	41.20%	50.3%	38.7%	28.7%
摊薄每股收益(元)-不 考虑配套融资	0.53	0.80	1.11	1.43
摊薄每股收益(元)- 考虑配套融资	0.53	0.76	1.06	1.36
市盈率(PE)	34.7	24.3	17.5	13.6

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

## 序：为什么要研究飞利浦照明？

飞利浦照明是具有百年历史的国际照明巨头（飞利浦照明于 2018 年 5 月改名为“昕诺飞 (Signify)”，便于读者理解，本文仍以“飞利浦照明”称之），纵观近现代照明产业的发展历史，飞利浦照明占据不可或缺的篇章，某种程度上说，飞利浦照明的发展历史就是现代照明产业的历史，飞利浦照明的发展方向指引着照明产业未来之路。为什么要研究飞利浦照明？我们认为：

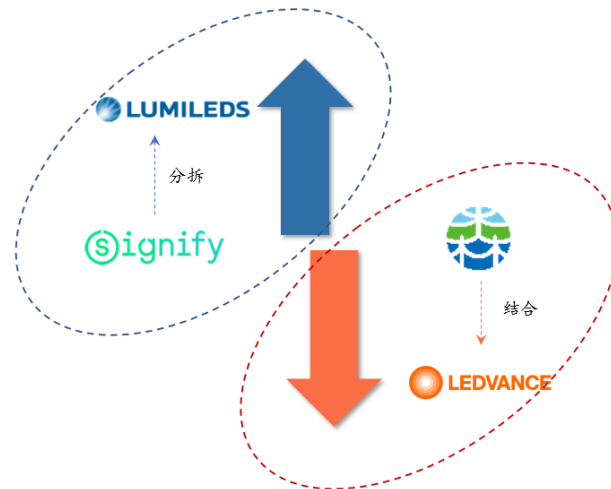
**1、对标龙头：**飞利浦照明是全球照明龙头，营收稳居全球第一；业务遍布全球，品牌知名度位居前列。飞利浦照明的成功来自于其对照明产业的深刻理解，不管是将飞利浦照明作为对手还是学习对象，中国照明企业（本文所指为木林森-LEDVANCE）不可避免地需要对其研究。

**2、关厂经验：**飞利浦照明也在经历转型关厂的阵痛，过去五年内已经在全球范围内关闭七座工厂，这与木林森-LEDVANCE 目前经历的关厂非常类似。

**3、价值链整合：**飞利浦照明与木林森-LEDVANCE 在 LED 照明产业价值链所处的位置并不完全一致，但双方转型/分拆/收购合并的目的，无一不是提升效率、改善盈利。飞利浦照明将上中游分拆，专注下游，是因为规模不经济与管理冗余；木林森从中游出发，向下游扩大版图，是因为可以带来显著的协同效应和管理改善。双方的变革，可谓是殊途同归。

**4、行业趋势：**照明行业完成从传统照明到 LED 照明的转换，目前正进入新的阶段：灯具自身的物质属性减弱，附加的人文、智能属性在加强。飞利浦照明作为行业引领者，其在行业新趋势下的经营策略对于木林森/LEDVANCE 等中国 LED 照明企业具有借鉴意义。

图表 1：木林森与飞利浦照明的不同路径



资料来源：太平洋证券整理

## 目录

序：为什么要研究飞利浦照明？ .....	3
一、 飞利浦照明：百年巨头，引领行业 .....	7
(一) 飞利浦照明成长史 .....	7
(二) 营收规模稳居全球第一 .....	8
(三) 经营区域以欧美为主，产品向 LED 转型 .....	9
(四) 飞利浦照明重要成员：LUMILEDS .....	10
二、 飞利浦照明的扩张、转型与经验 .....	12
(一) 扩张的两大武器：并购&专利 .....	12
(二) 转型：飞利浦照明的自我革命 .....	15
(三) 经验：飞利浦照明做了什么？ .....	18
三、 对照飞利浦照明，探析木林森之机会 .....	22
(一) 木林森所持：制造实力、品牌、渠道 .....	22
(二) 木林森所虑：关厂 .....	24
(三) 木林森之机会：传统照明向 LED 转换、与 LEDVANCE 协同效应 .....	26
(四) 总结：机遇大于风险，未来好过现在 .....	28
四、 盈利预测及估值 .....	29
五、 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 木林森与飞利浦照明的不同路径 .....	3
图表 2: 第一次世界大战期间飞利浦灯泡广告 .....	7
图表 3: 飞利浦集团发展历程 .....	7
图表 4: 飞利浦照明重要事件节点 .....	8
图表 5: LED 灯具市场份额 (2015) .....	8
图表 6: 三大照明巨头营收比较 (百万欧元) .....	9
图表 7: 三大照明巨头利润比较 (百万欧元) .....	9
图表 8: 2017 年收入结构: 按区域划分 .....	9
图表 9: 2017 年收入结构: 按业务划分 .....	9
图表 10: 飞利浦 LED 产品占比 .....	10
图表 11: LUMILEDS 分拆过程 .....	10
图表 12: LUMILEDS 主要产品应用领域 .....	11
图表 13: LUMILEDS 全球分布图 .....	11
图表 14: LUMILEDS 主要产品与客户 .....	12
图表 15: LUMILEDS 在大功率消费类照明和车灯市场优势明显 .....	12
图表 16: 飞利浦照明 LED 发展历程 .....	13
图表 17: PHILIPS 历年收购的主要 LED 照明公司 .....	13
图表 18: 飞利浦照明许可清单设计照明系统相关结构 .....	14
图表 19: 全球获得专利授权的企业分布 (700 家, 2016.9) .....	14
图表 20: 飞利浦照明诉讼涉案专利分领域分布情况 (2008~2013) .....	14
图表 21: 转型路径: 产品形态 .....	15
图表 22: 转型路径: 商业模式 .....	15
图表 23: SIGNIFY 之于 PHILIPS 如同 LEDVANCE 之于 OSRAM .....	16
图表 24: 飞利浦照明自 2013 年起关停全球 7 家生产工厂 .....	16
图表 25: 飞利浦照明 EBITA 稳步提升 .....	17
图表 26: 飞利浦照明净收入由负转正 .....	18
图表 27: 飞利浦照明毛利率稳定提升 .....	18
图表 28: 飞利浦照明收入保持稳定 .....	18
图表 29: 飞利浦照明现金流保持稳定 .....	18
图表 30: 飞利浦照明拆分 LUMILEDS 的过程 .....	19
图表 31: 飞利浦照明与中国企业的跨界合作 .....	20
图表 32: 飞利浦照明 HUE 部分合作平台 .....	20
图表 33: 飞利浦照明技术研发与产品设计据点 .....	20
图表 34: 飞利浦照明中国 .....	21
图表 35: 飞利浦照明在中国推进“蒲公英计划” .....	21
图表 36: 飞利浦照明推出“锐见·飞越”设计师成长计划 .....	21
图表 37: 木林森中游制造实力强大 .....	22
图表 38: 木林森月消耗芯片数量-亿颗 .....	22
图表 39: OSRAM/LEDVANCE 品牌历史 .....	23
图表 40: LEDVANCE 旗下品牌辨识度极高 .....	23
图表 41: LEDVANCE 销售网络遍布全球 .....	24
图表 42: LEDVANCE 主要销售区域与市场 .....	24
图表 43: LEDVANCE 关厂计划 .....	25
图表 44: 2014~2016 年欧司朗关厂案例 .....	25
图表 45: 全球 LED 照明渗透率 .....	26
图表 46: LED 照明替换传统照明的步骤 .....	26

---

图表 47: 中国 LED 产业规模 (亿元) .....	26
图表 48: 国内 LED 封装企业代工概况 .....	26
图表 49: LEDVANCE 与 SIGNIFY LED 产品占比.....	27
图表 50: LEDVANCE 与 SIGNIFYLED 产品占比 .....	28
图表 51: 木林森与 LEDVANCE 的协同在稳定期后带来的新增毛利约 2.9 亿元.....	28
图表 52: 木林森与 SIGNIFY 的两条不同路径 .....	29
图表 53: 木林森-LEDVANCE 业绩拆分 .....	30

## 一、 飞利浦照明：百年巨头，引领行业

### (一) 飞利浦照明成长史

飞利浦集团百年前以灯泡起家，迅速成为行业引领者。目前的飞利浦照明（昕诺飞）脱胎于飞利浦集团的照明事业部，飞利浦集团诞生于荷兰，1891 年就开始生产灯泡，至今已有 127 年。由于灵活的经营策略，公司自 20 世纪初逐渐成为行业领先者，1912 年在荷兰阿姆斯特丹证券交易所上市，后来因为第一次世界大战荷兰保持中立，飞利浦照明迅速发展壮大，于 1918 年成为欧洲最大的照明公司。

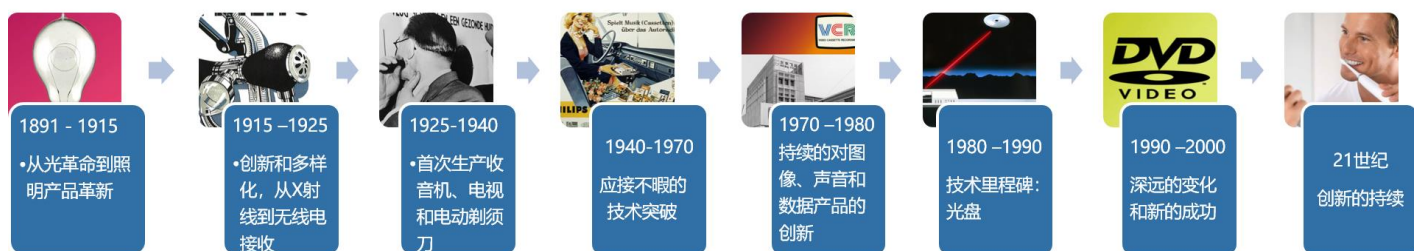
图表 2：第一次世界大战期间飞利浦灯泡广告



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

诸多照明历史上划时代的产品由飞利浦研发并推广。公司在十九世纪五十年代研发卤素灯，奠定卤素灯行业标准；八十年代率先成功商业化节能灯；LED 时代飞利浦产品也是行业重要的标杆。

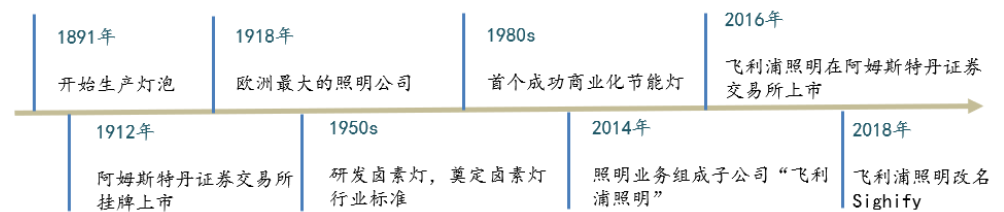
图表 3：飞利浦集团发展历程



资料来源：Philips 官网，太平洋证券整理

飞利浦照明脱胎于飞利浦集团，品牌力绵延至今。飞利浦以照明起家，后来转向医疗科技，为提升效率、减轻运营成本，2014年集团将照明业务拆分，组成独立运营的子公司“飞利浦照明”，2016年在阿姆斯特丹证券交易所上市。2018年，飞利浦照明改名为“Signify”，中文名“昕诺飞”，公司迈入全新阶段。

图表 4：飞利浦照明重要事件节点

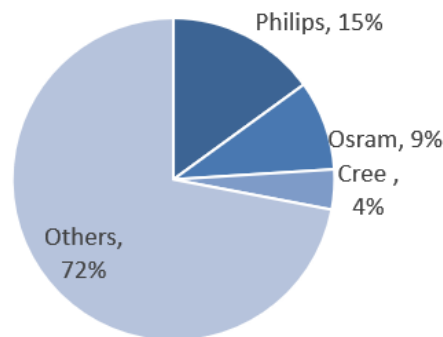


资料来源：太平洋证券整理

## （二）营收规模稳居全球第一

照明行业较为分散，国际性品牌不多，飞利浦照明、欧司朗、GE 是公认的全球照明三大品牌。对于除传统照明外的 LED 照明，则是飞利浦、欧司朗、科锐领先。

图表 5：LED 灯具市场份额（2015）

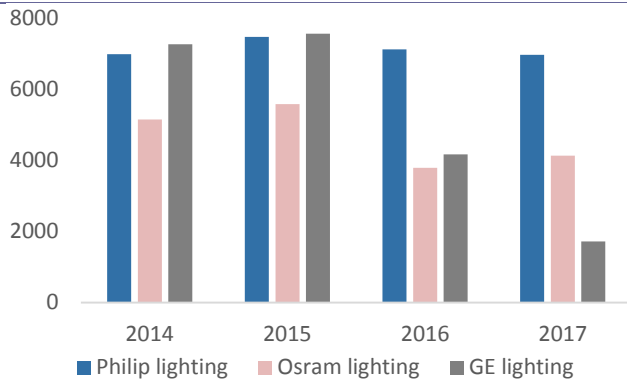


资料来源：波士顿咨询，太平洋证券整理

历经转型，飞利浦稳居三大照明集团之首。三大照明巨头近年来都经历着转型之痛。除了飞利浦照明从飞利浦集团拆分，欧司朗也在 2012 年将通用照明业务拆分，并于 2016 年出售给木林

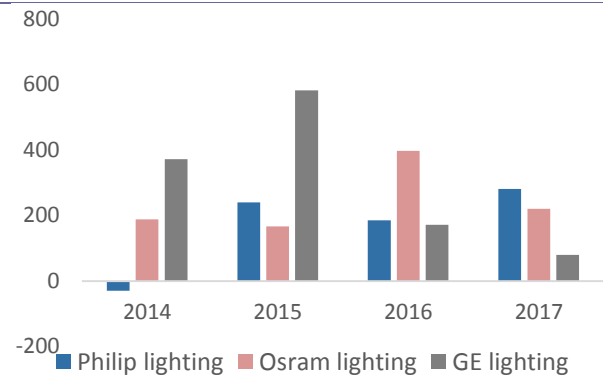
森；GE 也打算将旗下照明业务出售。经过几年的调整，2017 年飞利浦照明营收与净利润均稳居三大巨头之首。

图表 6：三大照明巨头营收比较（百万欧元）



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 7：三大照明巨头利润比较（百万欧元）

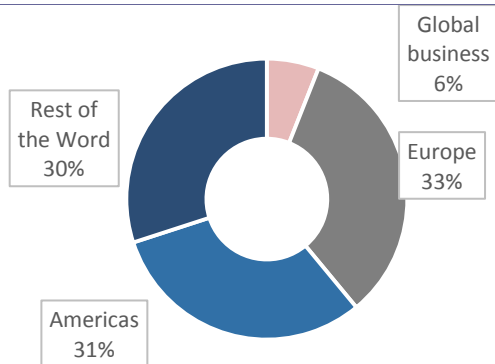


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

### （三）经营区域以欧美为主，产品向 LED 转型

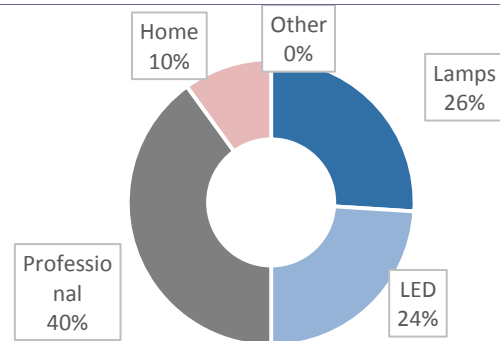
营收来源地主要是欧美地区。按营收的区域来源划分，飞利浦照明 60% 以上收入来自欧美地区，中国区域占比约为 8%。欧美仍然是公司收入主要来源地，但是由于传统照明设备的衰落和市场的疲软，部分区域处于衰退中。如美国市场 2017 年销售额同比下滑 2.3%，而新兴市场如中国同比增长 4.0%，印度同比增长 8.1%。

图表 8：2017 年收入结构：按区域划分



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 9：2017 年收入结构：按业务划分

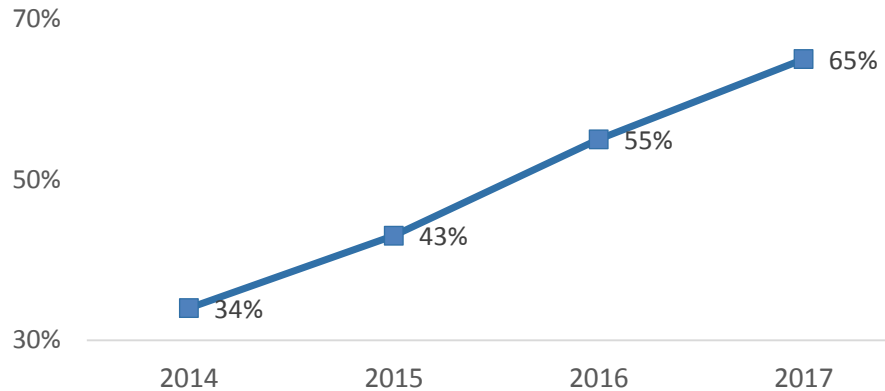


资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司产品结构中 LED 占比持续提升。按业务品类划分，公司产品分为 LED 光源、灯具、专业照明和家居照明。为了应对 LED 照明替换传统照明的趋势，飞利浦照明也在提升 LED 在产品结构中的占比。2014 年时公司 LED 产品占比还只有 34%，到 2017 年，LED 产品占比已经提升至 65%，

飞利浦向 LED 照明转的决心非常坚决。

图表 10：飞利浦 LED 产品占比



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

#### (四) 飞利浦照明重要成员：Lumileds

**Lumileds 历史悠久，与飞利浦渊源深厚。**谈及飞利浦照明，无法抛开它曾经的一部分——Lumileds。Lumileds 大约在 1960 年的时候还只是惠普的光电子部门，90 年代后期，惠普光电子部门和飞利浦开始合作探索以给市场提供一种新的固态光解决方案。1999 年惠普分成了两个公司，光电子部门分配给了 Agilent Technologies。同年 11 月，Agilent 和飞利浦合作建立了 Lumileds，新公司致力于开发世界上最高端的 LED，2005 年，飞利浦收购了 Agilent 在 Lumileds 47% 的股份，Lumileds 成为飞利浦集团照明事业部的一个部门。2007 年一月在新加坡投产，同时在美国和马来西亚投产。

2004 年，Lumileds 营收就已经达到 3.24 亿美元（约等于国星光电 2016 年营收），营业利润达到 3200 万美元。飞利浦收购 Lumileds 后，后者规模继续扩张，到 2014 年左右年营收已经达到 20 亿美元的级别，是世界上重要的 LED 提供商。

2014 年 7 月，飞利浦将 Lumileds 和汽车照明事业部整合，组成独立公司 Lumileds。2015 年，中国资本金沙江创投收购 Lumileds 80.1% 的股份失败，美国海外投资委员会以“未预期隐忧”为由拦阻，双方终止交易。2016 年美国私募基金阿波罗以约 20 亿美元资金购得 Lumileds 80.1% 股权，之后独立运营至今。

图表 11：Lumileds 分拆过程



资料来源：太平洋证券整理

**Lumi leds 以创新驱动，技术优异，与后进者拉开档次。**Lumi leds 拥有最专深的 IP 组合之一，是首家创造并将 LED 商业化，首家开发 LED 相机闪光灯市场，并首家参与全 LED 汽车照明的企业。产品方面，主要定位于中高端，照明、汽车车灯、交通指示灯、大尺寸背光源是 Lumi leds 重点发展的应用领域。技术方面，Lumi leds 也显著优于同行，举个例子，它的 MOCVD 单台产量是中国的 2-3 倍（运转期 2.5 小时，中国运转期 5-6 小时，2015 年）。

与飞利浦一样，**Lumi leds 也是全球化程度相当高的企业。**公司拥有超过 4400 名员工，遍布全球各地，并且拥有三个制造点，分别位于美国的加利福尼亚州西部城市**圣何塞**（外延生长），**新加坡**（芯片制造厂），和**槟城**（后端与 LED 封装）。

图表 12: Lumi leds 主要产品应用领域



资料来源：太平洋证券整理

图表 13: Lumi leds 全球分布图



资料来源：太平洋证券整理

**Lumi leds 专注大功率与车灯市场，在大功率消费类照明和汽车 LED 灯市场优势明显。**在一般通用照明市场，Lumi leds 市占率为 10%，在消费类照明市场，Lumi leds 市占率为 56%；在传统光

源和LED的汽车照明市场，Lumileds市占率均是31%，与欧司朗并驾齐驱。

图表 14: Lumileds 主要产品与客户

行业	主要客户	提供主要产品
汽车行业	海拉、法雷奥、ZKW、F-N-G公司、伟世通、小系制造、市光、斯坦利、摩比斯、SL公司	提供汽车照明应用产品、包括卤素灯、疝气灯以及LED灯等
一般照明及消费类	三星、富士康、苹果、飞利浦照明、Zumtobel、TCL、联想、LG、Acuity Brands、Cooper Lighting	移动闪光灯

资料来源：勤上光电公告，太平洋证券整理

图表 15: Lumileds 在大功率消费类照明和车灯市场优势明显

主要行业	企业竞争地位			
一般照明	厂商	科锐	日亚化学	Lumileds
	市场占比	20%	14%	10%
汽车照明-传统	厂商	Lumileds	欧司朗	GE
	市场占比	31%	30%	7%
汽车照明-LED	厂商	欧司朗	Lumileds	日亚化学
	市场占比	39%	31%	18%
消费类	厂商	Lumileds	三星	欧司朗
	市场占比	56%	30%	10%

资料来源：勤上光电公告，太平洋证券整理

## 二、 飞利浦照明的扩张、转型与经验

### (一) 扩张的两大武器：并购&专利

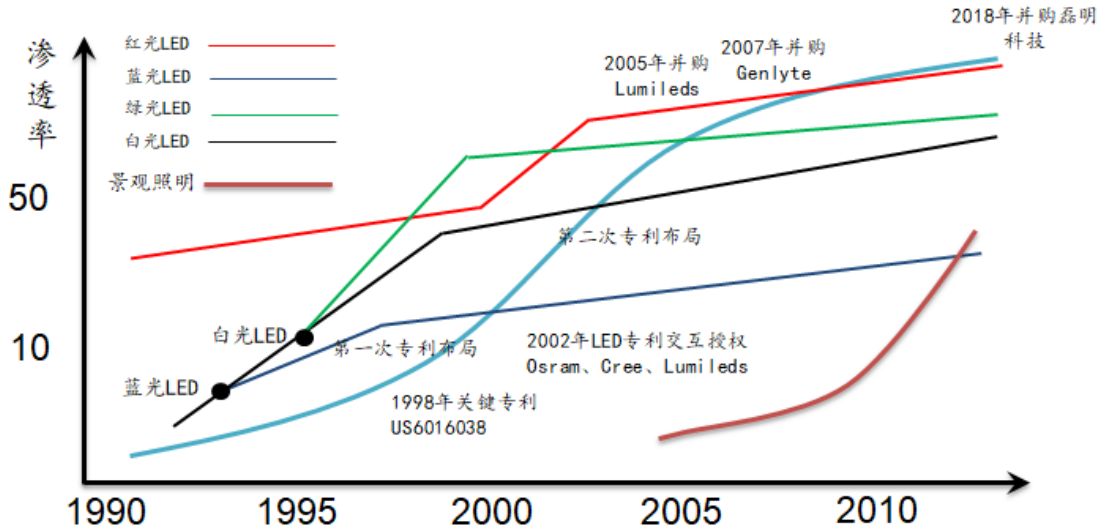
飞利浦公司虽然是历史最悠久的照明企业之一，但是真正进入LED产业是从其收购Lumileds开始。飞利浦2006年完全收购Lumileds后，将其改名为Lumileds LED Lighting，其后飞利浦通过两大法宝：**并购与专利**，迅速扩张其在LED照明产业的势力范围。

**1、并购：**飞利浦从2006年开始，密集并购了十多家LED相关的企业，迅速从原来的传统灯具(白炽灯与荧光灯)生产厂商转换成生产LED照明灯具及提供照明工程解决方案的厂商。2007年收购Color Kinetics公司以后，飞利浦照明成为引领LED灯具和光源产品创新的全球研发中心。2008~2009年，飞利浦又集中收购了Genlyte、LTI、Dynalite、Teletrol四家控制领域的公司，加强了光源控制方面的技术储备，这也正好与2008年其推广许可清单协议计划相契合。

2018年，公司最新收购了中国深圳的照明工程公司光磊科技，加强照明工程领域的实力。

通过全球并购的方式，公司不仅可以整合LED产业布局，同时扩大全球销售渠道，被收购公司的专利也被纳入公司专利池，增强公司专利实力。

图表 16: 飞利浦照明 LED 发展历程



资料来源: 太平洋证券整理

图表 17: Philips 历年收购的主要 LED 照明公司

收购年份	被收购公司	所处地区	经营领域
2018	磊明科技	中国	照明工程
2010	NCWHoldingsLTD	中国香港	娱乐照明
2010	Amplex	丹麦	路灯控制
2009	Selecon	新西兰	娱乐照明
2009	Ilti Luce	意大利	照明设计
2009	Dynalite	澳大利亚	照明控制
2009	TeletrolSystems	美国	照明控制
2007	PLI	欧洲	家用照明
2007	TIR system	加拿大	照明控制
2007	Color Kinteics	美国	照明系统
2007	Genlyte	美国	照明经销商
2006	Bodine	美国	应急照明
2005	Lumileds	美国	芯片与封装

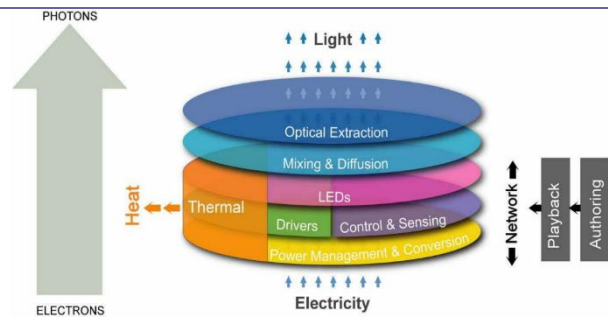
资料来源: 太平洋证券整理

2、专利: 专利是 LED 国际巨头的常用武器, 前五大家 LED 企业的专利授权联盟 (Philips、Osram、Nichia、CREE、Toyoda Gosei) 对于中国这样的后来者形成了强大的技术专利堡垒。飞利浦是运用专利最有成效的企业之一, 它通过两种形式: 专利许可与专利诉讼来达到打击竞争对手、

扩大自身实力的目的。

**专利许可：**主要是飞利浦灯具和光源许可计划，又称飞利浦照明许可清单协议（Philips LED Luminaires and Retrofit Bulbs Licensing Program），该计划于 2008 年推出，截至 2016 年 9 月，全球已经有 700 家公司加入该计划，涵盖了北美洲、欧洲与亚太地区，其中大中华地区有 76 家公司加入了该计划。

图表 18：飞利浦照明许可清单设计照明系统相关结构



资料来源：Philips，太平洋证券整理

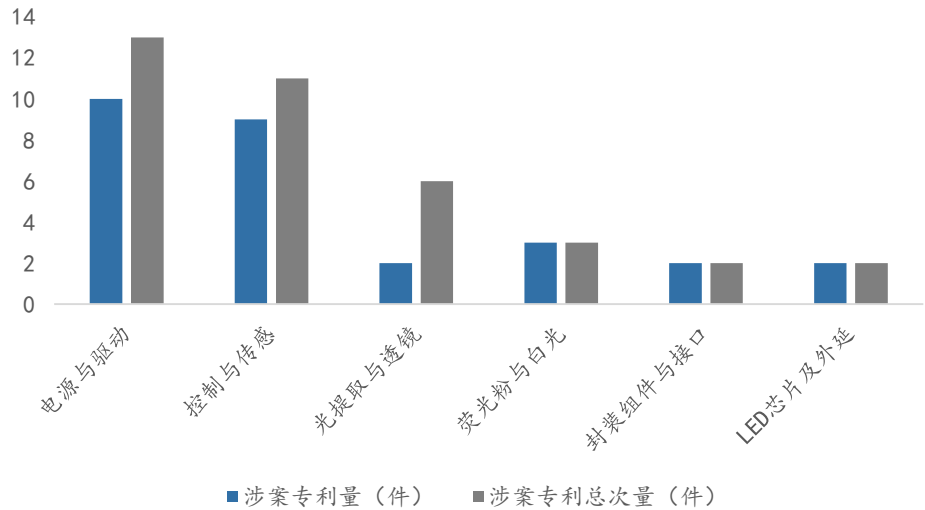
图表 19：全球获得专利授权的企业分布（700 家，2016.9）



资料来源：Philips，太平洋证券整理

**专利诉讼：**对于直接竞争对手，飞利浦往往运用专利诉讼的手段迫使其加入专利许可计划。对于被诉讼方来说，除非自身实力十分强大，否则从时间和金钱上来说，和解是一种好的选择。飞利浦照明凭借之前的几次并购，在壮大本企业规模的同时，还获得了并购企业的许多重要专利。例如其并购的 Color Kinetics 公司，在其随后的专利诉讼中，有多个涉及侵权的专利即为原 Color Kinetics 公司所拥有。

图表 20：飞利浦照明诉讼涉案专利分领域分布情况（2008~2013）



资料来源：中国发明与专利，太平洋证券整理

## (二) 转型：飞利浦照明的自我革命

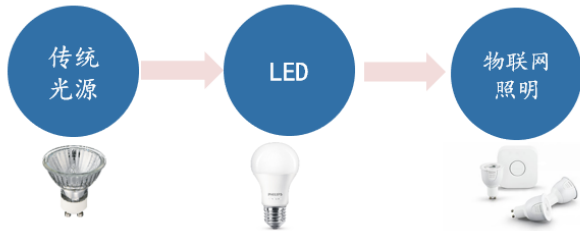
### 1、产品形态、商业模式与品牌形象的转变

飞利浦以传统照明起家，成为照明行业的佼佼者，但是面对 LED 普及的滚滚潮流，也不得不开始了转型之路。如上文所述，飞利浦照明自 2005 年起涉足 LED，从 2014 年左右开始加快 LED 转型的步伐，到 2017 年 LED 产品占营收比例已达 65%。随着 LED 整体技术趋于成熟，公司自身 LED 占比也已经足够高，飞利浦照明正在从“卖产品”向“卖服务”的理念转变，积极适应照明行业发展的新常态。

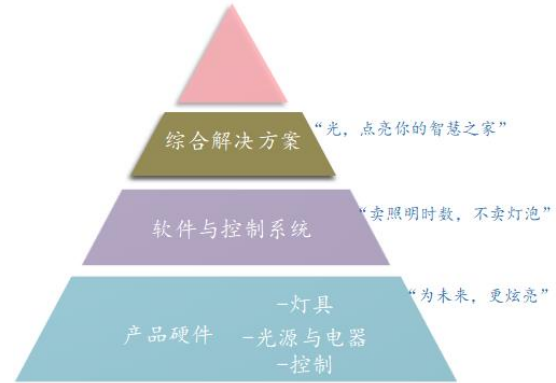
从两个层次可以描述飞利浦照明的转型。首先产品形态方面，转型路径是：传统照明灯具（卤素灯、节能灯）→LED 灯具→物联网照明；商业模式方面，转型路径是：产品硬件→软件与系统→综合解决方案。

图表 21：转型路径：产品形态

图表 22：转型路径：商业模式



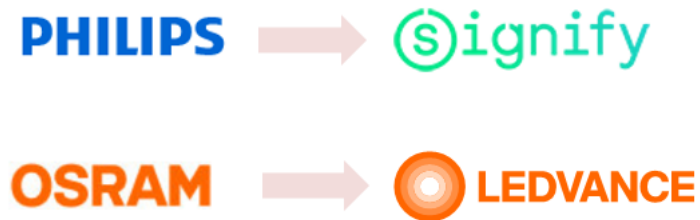
资料来源：太平洋证券整理



资料来源：太平洋证券整理

品牌形象方面，飞利浦照明于今年进行了一项重要的变革，将公司名称改为“Signify”，中文名称是“昕诺飞”。新公司名源自对照明的全新定义：光已成为一种智能语言，连接和传递信息。虽然改名，但是公司产品仍然沿用“飞利浦”品牌。飞利浦照明改名与欧司朗旗下的照明业务改名类似：欧司朗旗下的通用照明业务拆分后改名为“LEDVANCE”，但是欧司朗品牌仍然沿用。

图表 23: Signify 之于 Philips 如同 LEDVANCE 之于 OSRAM



资料来源：太平洋证券整理

## 2、关厂是转型的必备程序

由于生产传统照明产品的工厂为数众多，飞利浦在向 LED 转的过程中必然需要关闭若干传统工厂。从 2013 年起，飞利浦照明已经关停全球 7 家生产工厂，涉及员工数以千计。公司最新计划是在 2018 年第三季度前关闭墨西哥蒙特雷的工厂。

图表 24: 飞利浦照明自 2013 年起关停全球 7 家生产工厂

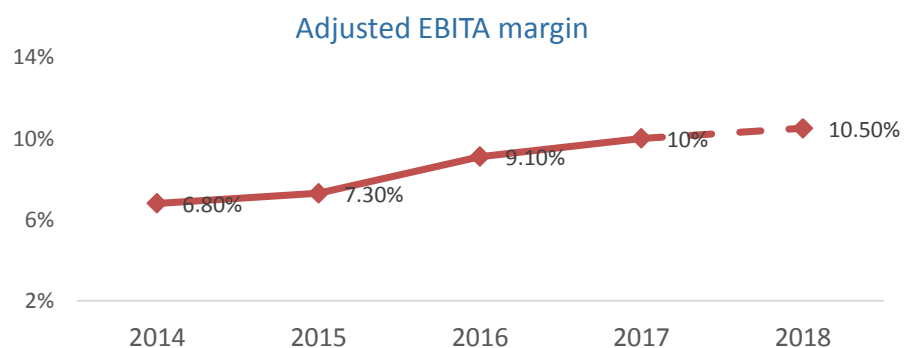
停产时间	工厂所在地	主营业务	涉及员工人数	停产原因
2013 年底	英国巴思市	高强度放电照明产品	280	该厂的传统照明市场因需求受到 LED 技术的冲击而逐渐下降，最终选择关闭
2014 年 3 月底	莱索托马塞卢	节能灯	320	目前世界照明产品技术趋于数字化，市场需求发生变化，导致该厂产品销量及利润下降，且该厂无力购置新设备进行新产品生产，故予以关闭
2015 年 3 月	加拿大安大略省康沃尔郡	白炽灯	190	市场需求发生变化，故予以关闭
2015 年 7 月	美国北卡罗来纳州彭德县	节能型荧光灯照明灯具	50	
2016 年 5 月 31 日	中国深圳	生产经营台灯、座地灯、工作灯、吊灯、壁灯、串联灯、射灯、货物进出口	359	为了响应家具照明市场向智能互联网发展的需求并增强行业竞争力，故关闭该工厂。
2016 年 9 月	美国北卡罗来纳州彭德县柏加		58	由于照明行业持续快速变革，飞利浦必须不断实现协同效应，并提高运营效率以保持灵活性和竞争力
2016 年 Q3	泰国北榄府挽普工业区	荧光灯管	200	过去 3 年来 LED 灯管的使用持续增加，预期未来 1-2 年内 LED 灯管的使用比例将从目标的 34% 增至 50%，所以决定关闭工厂。
2018 年 Q3	墨西哥蒙特雷	Lightolier 品牌	160	适应照明在城市、办公、零售和家庭等应用领域中向智能系统和服务的转变

资料来源：太平洋证券整理

### 3、转型初见成效

以财务数据为指标，飞利浦照明的一系列转变取得了明显的成效。伴随着 LED 业务占比上升的是盈利能力的提升。调整后的 EBITA 从 2014 年的 6.8% 上升至 2017 年的 10%，2018 年的指引为 10.5%，继续提升。

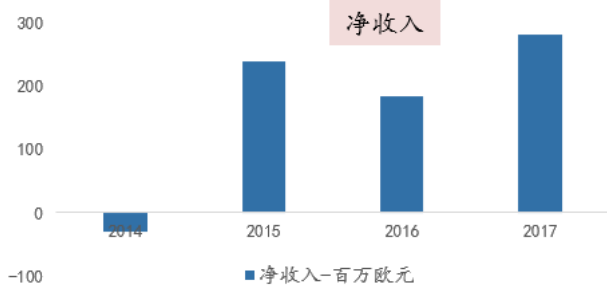
图表 25：飞利浦照明 EBITA 稳步提升



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

与此同时公司净收入 (net income) 由负转正，毛利率也稳定提升；收入和现金流保持稳定。至少从财务数据上来看，飞利浦照明转型取得了初步成效。

图表 26：飞利浦照明净收入由负转正



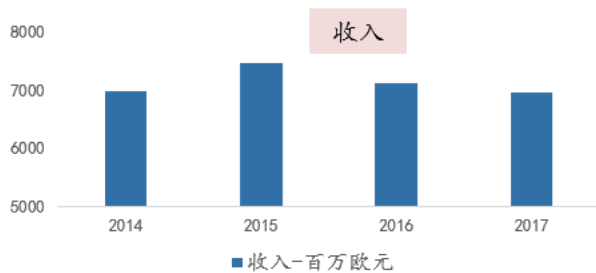
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 27：飞利浦照明毛利率稳定提升



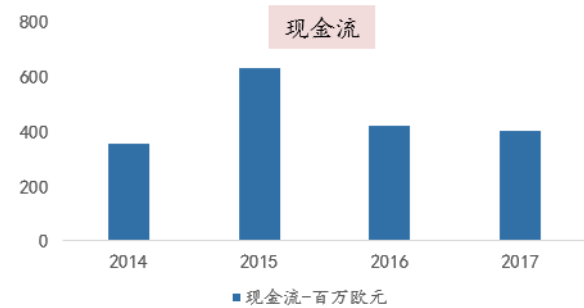
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 28：飞利浦照明收入保持稳定



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 29：飞利浦照明现金流保持稳定



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

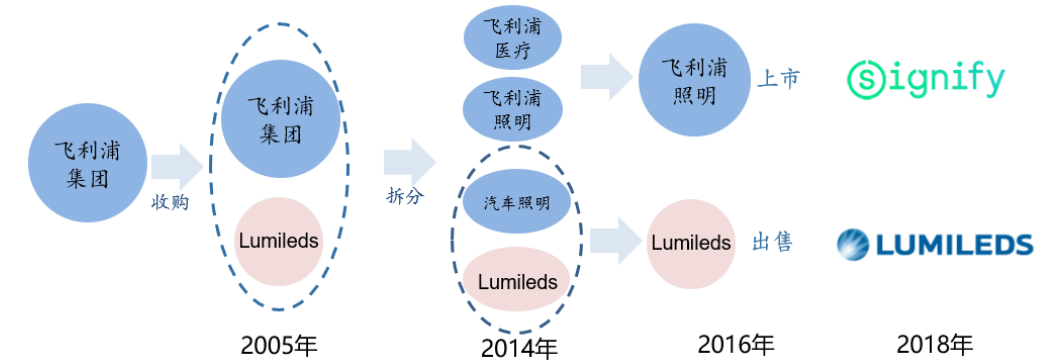
### （三）经验：飞利浦照明做了什么？

#### 1、经验一：精简与聚焦

飞利浦照明转型的历程就是去繁就简，精简与聚焦的过程。除了关厂这一重要的精简手段之外，飞利浦照明处置 Lumileds 的过程就是精简与聚焦的重要一环。2014 年飞利浦集团拆分成医疗保健与照明两大部分，各自聚焦主业；同时，飞利浦照明又将上游的 Lumileds 拆分，与汽车照明事业部合并，并在 2016 年将其出售。

为何飞利浦照明在收购 Lumileds 后又将其拆分？关键在于 LED 行业的发展趋势：**LED 上游及组件标准化，垂直产业链模式并无优势**，标准化的光源外包出去往往比自己生产成本更低。因此飞利浦打破全产业链垂直整合体系，将 Lumileds 拆分单独运营，将焦点集中在照明控制和电子系统、产品服务方面。

图表 30：飞利浦照明拆分 Lumileds 的过程



资料来源：太平洋证券整理

**精简降低成本，聚焦增强实力。**对于飞利浦集团，Lumileds 与集团内其他下游照明业务在转向 LED 初期无疑是有协同作用的，随着业务规模的扩大与行业的变化，规模不经济反而开始显现。两者拆分独立运营，减少了管理层级，能够有效减轻管理冗余，提升经营效率，这是飞利浦这种体量级别的公司做决策时的最大考量。按飞利浦自己测算，分拆后新公司每年能为公司节省亿欧元级别的成本。拆分 Lumileds 后，飞利浦照明专注于下游，经营更为灵活，各项资源也能得到集中分配，核心竞争力更为聚焦。

## 2、经验二：开放与合作

不论是技术研发，还是供应链合作，或者与其他行业的跨界合作，飞利浦照明一直是持有开放的态度。早在上世纪 90 年代，飞利浦就和 Lumileds 前身合作，开发新的固态光解决方案。在中国市场，飞利浦与外界合作更加频频。2009 年，飞利浦与勤上光电达成合作，由勤上光电承担飞利浦公司 LED 照明产品全球技术研发中心和生产基地的运营；在台湾，则与玉晶光电合作，结合玉晶光电在光学设计与生产方面的技术，开发 LED 照明及路灯模组。**通过合作，飞利浦可以补充自身技术实力，也可以利用合作伙伴的优势扩大市场触角。**

**随着 LED 照明智能化和物联网化，企业开放与合作的需求更为迫切。**从 2016 年开始，飞利浦照明与华为、小米、百度等互联网企业以及中国移动、中国电信等通信运营商建立合作，主要在两个方面：飞利浦自身智能照明系统与互联网企业智能平台的对接、共同探索即将到来的 5G 时代蜂窝物联网（Cellular Internet of Things）标准，为智能家居和智慧城市做准备。飞利浦照明发布的智能互联照明平台 Hue 更是公司开放基因的代表作，Hue 系统基于 ZigBee 技术，可与其他基于 ZigBee 的系统相结合使用，技术路径与经营策略上都展示出开放的姿态，与亚马逊 Alexa，苹果 HomeKit 和谷歌 Home 等智能平台无缝连接，至今已与超过 600 个第三方应用程序对接。

图表 31：飞利浦照明与中国企业的跨界合作

时间	合作对象	合作事宜
2016.9	华为	物联网平台的对接
2016.11	小米	组建合资公司，开发智能家居产品
2017.3	中国移动研究院	共同探索蜂窝物联网标准
2017.11	百度	物联网平台的对接
2017.11	中国电信	智慧城市合作

资料来源：太平洋证券整理

图表 32：飞利浦照明 Hue 部分合作平台

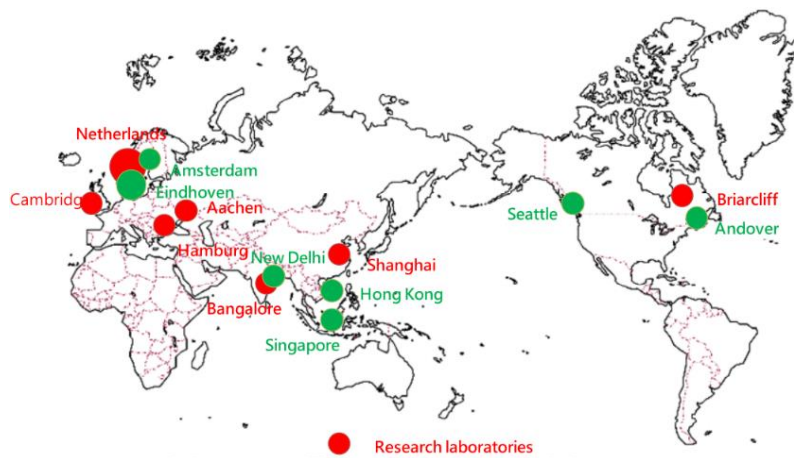


资料来源：Philips, 太平洋证券整理

### 3、经验三：国际化与本土化

毫无疑问飞利浦是最全球化的照明企业之一，国际化经验丰富，同时他们也相当重视本土化，因为各个地区文化禀赋不同，没有哪一种产品设计或营销方式放之四海而皆准。飞利浦照明的全球收购，也是为了配合公司的本土化发展。

图表 33：飞利浦照明技术研发与产品设计据点

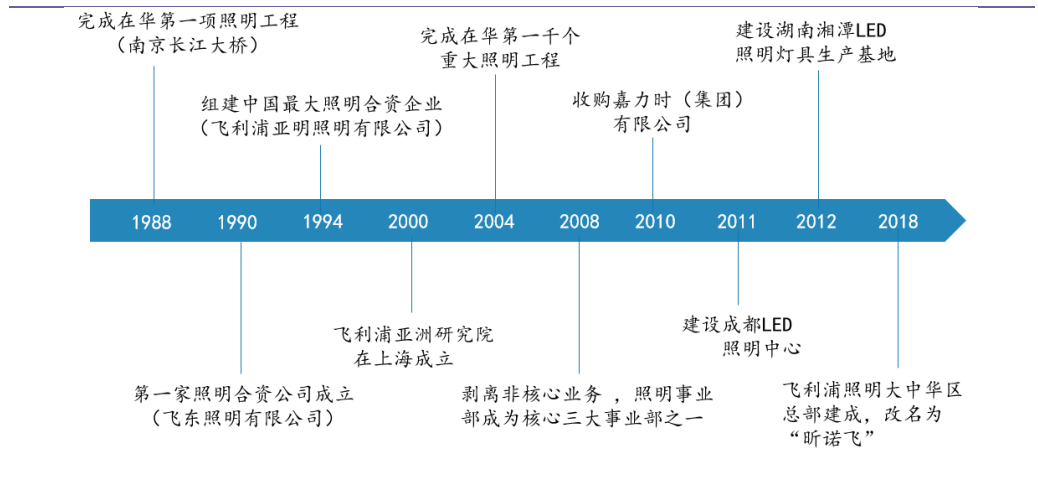


资料来源：太平洋证券整理

飞利浦照明在中国的发展则是本土化策略的典型案例。1920 年，飞利浦品牌的照明产品就进入了中国；1985 年，在上海成立了第一家合资企业，是当时最早成立合资公司的外资方之一。1988 年，飞利浦照明完成了其在中国的第一项照明工程——南京长江大桥照明工程。之后又成立了飞利浦亚明公司、飞利浦照明电子工程中心、飞利浦亚洲研究院、废灯回收绿色工厂等多个合资公

司、生产基地和研究中心。目前飞利浦照明在中国拥有5个生产基地、1个全球第二大研发中心、36个销售办事处、300多家飞利浦时尚灯饰馆和万家零售网点，市占率稳居前三位。

图表 34：飞利浦照明中国



资料来源：中国发明与专利，太平洋证券整理

飞利浦照明在中国的经营非常“接地气”。飞利浦照明于2009年11月6日加入中国国家半导体照明工程研发及产业联盟，成为加入该组织的首个非中国的国际品牌，并与联盟内的中国厂商共同进行LED照明技术的研发（这也表现了飞利浦照明的开放与合作策略）。同时飞利浦照明也以各种形式推动中国LED照明产业的发展，2017年5月，飞利浦推出“蒲公英计划”，旨在为分销商提供一系列市场支持，加强在中国庞大的消费渠道领域的沟通与协作。2018年5月，飞利浦照明推出“锐见·飞越”计划，为中国新一代照明设计师们提供指导，推动中国照明设计行业的发展。

图表 35：飞利浦照明在中国推进“蒲公英计划”



资料来源：太平洋证券整理

图表 36：飞利浦照明推出“锐见·飞越”设计师成长计划



资料来源：太平洋证券整理

### 三、 对照飞利浦照明，探析木林森之机会

#### (一) 木林森所持：制造实力、品牌、渠道

**制造实力：**木林森以强大的制造实力著称，封装器件产能稳居行业第一，2018年产能按每月消耗芯片数量计算有望达到120kkk；营收从2017年的数据来看（LEDinside），排名行业第四。

除了中游庞大的制造规模，木林森还通过参股、协议等多种方式与上游芯片厂合作，既避免了巨大的资本开支，又以此获得充足、稳定的芯片供应。对于下游，木林森则更多地采取外协的形式，利用大陆强大的组装制造业，保持低成本的同时又能获得足够的利润空间。

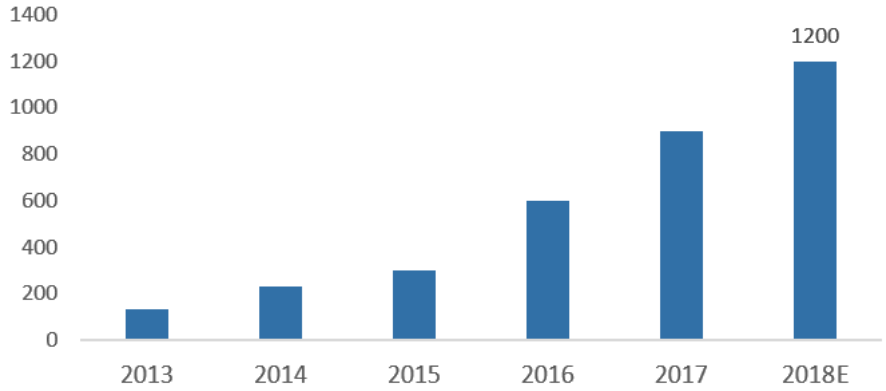
对照飞利浦照明，木林森以中游为核心，向上游延伸但又不自己涉足实际生产；向下游倾斜更多地依靠两者之间的协同作用，无疑是“精简与聚焦”的体现。

图表 37：木林森中游制造实力强大



资料来源：LEDinside，太平洋证券整理

图表 38：木林森月消耗芯片数量-亿颗

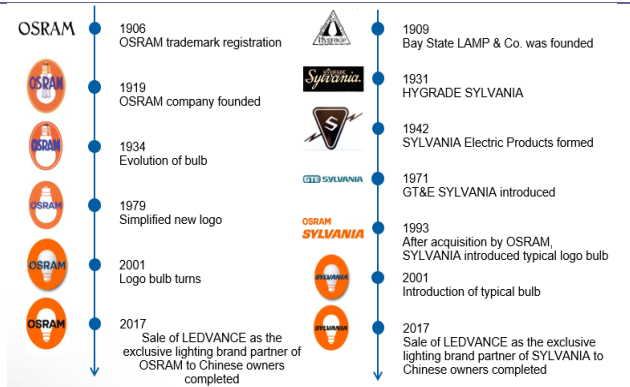


资料来源：太平洋证券整理

**品牌：** 木林森本身就是封装器件行业知名品牌，收购 LEDVANCE 后，未来后者生产和销售的消费市场产品将在过渡期内继续沿用欧司朗品牌，在北美则获得著名品牌“喜万年”，形成“本土+全球”、“中游+下游”的品牌族群，公司品牌力将得到充分加强。

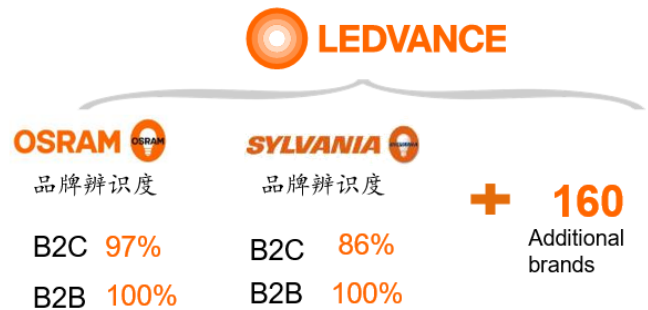
LEDVANCE/欧司朗在欧美具有较高的品牌辨识度。传统光源方面，LEDVANCE/欧司朗市占率全球第一，在欧美市场综合市占率达到 36%；LED 光源方面，LEDVANCE/欧司朗在欧美综合市占率达 22%。

图表 39：OSRAM/LEDVANCE 品牌历史



资料来源：LEDVANCE，太平洋证券整理

图表 40：LEDVANCE 旗下品牌辨识度极高



资料来源：LEDVANCE，太平洋证券整理

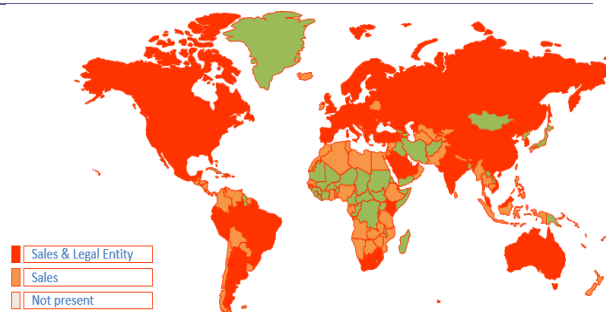
**渠道：** 木林森本部在全国主要大中城市设有 30 余家子公司，销售网络基本全面覆盖中国；而 LEDVANCE 在全球有超过 120 个国家和地区的销售网络，强大的代理商和分销商网络遍布全球，800 多名销售和市场营销人员覆盖 40 余个国家及地区。LEDVANCE 产品主要的销售渠道包括贸易渠道、零售渠道两大部分，合作方均是实力强大的贸易或零售集团，其中贸易渠道合作方有 Rexel S. A.，Sonepar S. A.，Imelco S. p. r. l 等；零售渠道合作方则包括沃尔玛、麦德龙、Bauhaus、

Obi、Deutschland KG、Lowe's 等大型商业超市或家居中心。

通过收购 LEDVANCE，木林森补足稀缺的海外渠道，为公司业务国际化打开通路。照明行业全球化销售渠道和知名品牌存在稀缺性，新进入者由于生产规模、产品质量、售后服务等因素，难以满足各下游渠道不同的需求。木林森曾经尝试自己建设海外渠道，但是效果并不明显，通过收购 LEDVANCE，木林森可使自己的 LED 封装业务早日打开国际市场，避免投入巨大的资金和庞大的海外人员，以及拓展海外市场面临的各种不确定性。

对照飞利浦照明，在品牌与渠道方面，木林森也在“国际化与本土化”的道路上不断拓展。而在生产环节，木林森与芯片厂深入绑定，在渠道环节，LEDVANCE 与贸易商和零售商巨头建立良好的合作关系，木林森也在以“开放与合作”的策略不断扩大自己的触角。

图表 41：LEDVANCE 销售网络遍布全球



资料来源：LEDVANCE，太平洋证券整理

图表 42：LEDVANCE 主要销售区域与市场

区域	国家和地区
亚太地区及中东及非洲	澳大利亚、中国、印度、韩国、新加坡等 12 个市场
美国及加拿大	美国、加拿大、波多黎各
拉丁美洲	阿根廷、巴西、厄尔多尔、墨西哥、秘鲁
西南欧	比利时、法国、意大利、西班牙、荷兰等 7 个市场
北欧	英国、丹麦、芬兰、瑞典等 8 个市场
东欧	俄国、波兰、匈牙利、土耳其等 12 个市场

资料来源：木林森重组报告书，太平洋证券整理

## （二）木林森所虑：关厂

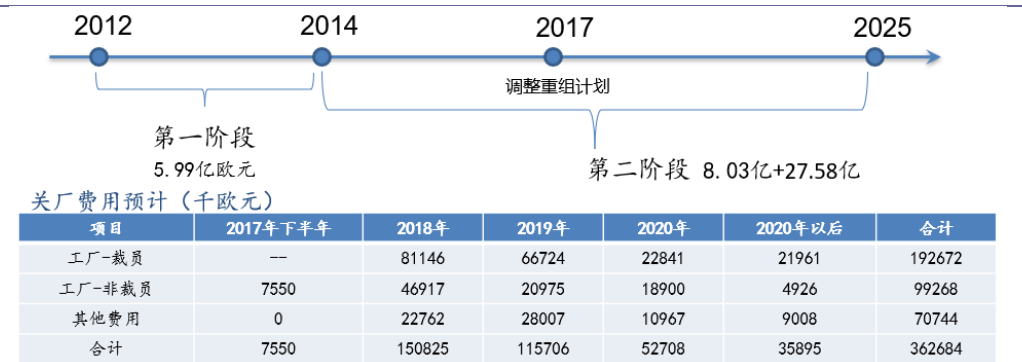
与飞利浦照明面临的转型类似，LEDVANCE 也需要将为数众多传统光源生产工厂关闭。LEDVANCE 目前的工厂主要分布在位于德国的 Berlin、Augsburg、Eichstatt 和 Wipperfurth 工厂，位于美国的 Saint Marys 和 Versailles 工厂，位于意大利的 Bari 工厂和位于墨西哥的 Juarez 工厂。根据重组报告书，截至 2017 年 6 月 30 日，还剩 16 家工厂；2018 年 1 月，LEDVANCE 又公布美国和加拿大两家工厂的关闭计划。根据 LEDVANCE 未来的规划，将只保留欧洲、美国、中国佛山三个工厂，未来关厂将持续。

根据重组报告书，关厂从欧司朗时代就已经开始，根据欧司朗 2012 年的计划，关厂分为两个阶段：第一阶段精简产能、关闭厂房计划从 2012 年到 2014 年，目前已经基本实施完毕；第二阶段精简产能、关闭厂房计划于 2014 财年末开始实施，预计到 2025 年结束。LEDVANCE 董事会于 2017 年 6 月 30 日审议通过了更新版关厂计划。

第一阶段关厂计划关闭 11 座工厂，减少 8,700 个工作岗位，预计转换成本为 6 亿欧元，根

据 OSRAM 公司 2014 财年年报对第一阶段计划的总结, 总计关闭工厂 11 座, 花费转换成本 5.99 亿欧元, 减少工作岗位约 8,700 个。第二阶段关厂计划截至 2017 年 6 月 30 日, 已经计提费用 8.03 亿元, 之后的关厂费用按预计则已经计提 27.58 亿元, 均不会对未来年度利润表产生影响。

图表 43: LEDVANCE 关厂计划



资料来源: 木林森重组报告书, 太平洋证券整理

根据以往经验, 关厂实际费用皆低于预算, 出现重大风险可能性较小。关厂通常伴随着人员遣散的问题, 由于欧美工会的强大, 关厂势必会面临各种掣肘。但是根据欧司朗关厂经验来看, 它们过去十年在九个国家完成了 12 个关厂计划 (部分关厂案例如下表), 关厂引发的劳务纠纷及法律风险均在可控范围内, 所有工厂皆成功关闭并且低于预算。LEDVANCE 关厂团队沿袭原有团队, 且已针对本次重组制定了详细的关厂计划及开支预算规划, 产生重大风险的可能性较小。

图表 44: 2014~2016 年欧司朗关厂案例

时间	国家	工厂	涉及员工
2014	印尼	Tangerang	1100 名
2014.3	美国	Central Falls	88 名
2014.3	美国	York	118 名
2014.9	美国	Manchester	139 名
2016.11	美国	Winchester	95 名
2016.9	美国	Wellsboro	110 名
2006.8	波多黎各	Luquillo	114 名
/	韩国	Ansan	/
2016.5	巴西	Osasco	550 名

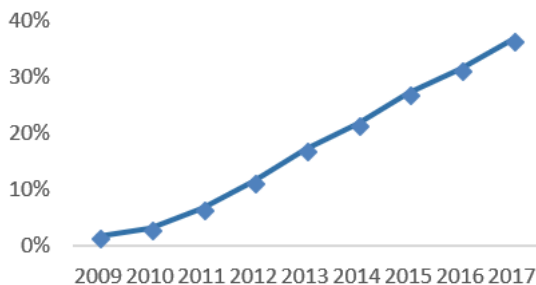
资料来源：新闻整理，太平洋证券整理

### (三) 木林森之机会：传统照明向 LED 转换、与 LEDVANCE 协同效应

#### 1、传统照明向 LED 转换

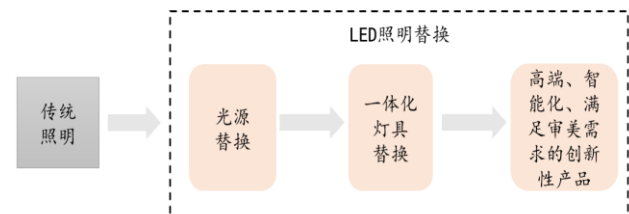
照明产业仍处于传统照明向 LED 转换的过程中。首先，全球 LED 渗透率处于低位(36.7%，2017，Digitimes)，仍有很大提升空间；其次，LED 照明替换传统照明并不是一步到位，而是分为三个阶段：第一阶段的光源替换，第二阶段一体化灯具替换，第三阶段向更高端、更智能化创新性的产品发展。随着人类社会消费水平的提升，高端、智能化和满足审美需求的创新性产品的需求是不断提升的，即使前两个阶段的替换接近尾声，第三阶段的替换仍具备相当潜力。LEDVANCE 正是看清这一趋势，以光源为起点，逐步向灯具过渡，最终向智能化、人性化的照明解决方案延伸。

图表 45：全球 LED 照明渗透率



资料来源：Digitimes，太平洋证券整理

图表 46：LED 照明替换传统照明的步骤



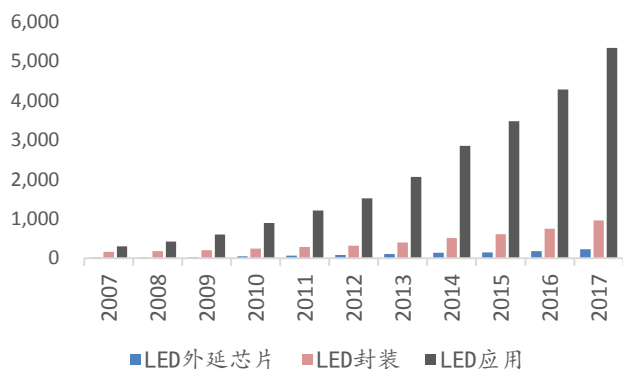
资料来源：太平洋证券整理

中国企业受益于照明产业 LED 化。得益于照明产业的 LED 化，中国照明企业在短短十年间迅速崛起。通过低成本人力和高效率生产，中国 LED 企业迅速冲击全球照明市场，从上游外延芯片到下游照明灯具，几乎占据了整个行业的大半。中国已经成为全球 LED 制造基地，找中国企业代工已经成为国外大厂们的必选项。

未来木林森以自身强大的制造实力为依托，加上对中国 LED 产业的深入了解，可以帮助 LEDVANCE 生产外部化，降低生产成本，获得更高的产品性价比，提升产品竞争力。

图表 47：中国 LED 产业规模（亿元）

图表 48：国内 LED 封装企业代工概况



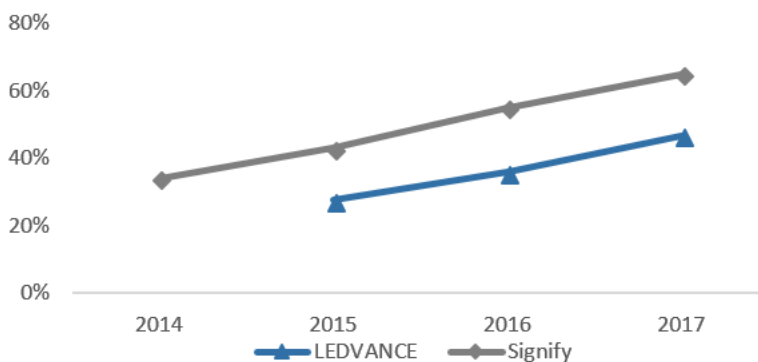
资料来源: CSA, 太平洋证券整理

国际厂商	代工封装厂商
Osram	瑞丰光电、国星光电、聚飞光电
Gree	天电光电、隆达电子
Lumi leds	天电光电、晶科电子、瑞丰光电、开发晶
Seoul Semiconductor	瑞丰光电、鸿利智汇、天电光电
Samsung	兆驰节能、英特尔、木林森、晶能光电

资料来源: 太平洋证券整理

对照飞利浦照明受益于 LED 化, LEDVANCE 盈利状况有望好转。前文我们论述飞利浦照明在提升 LED 产品比例的过程中, 盈利能力得到改善, 伴随着 LEDVANCE 产品结构中 LED 占比的提升, 未来其盈利能力也有望得到恢复。

图表 49: LEDVANCE 与 Signify LED 产品占比



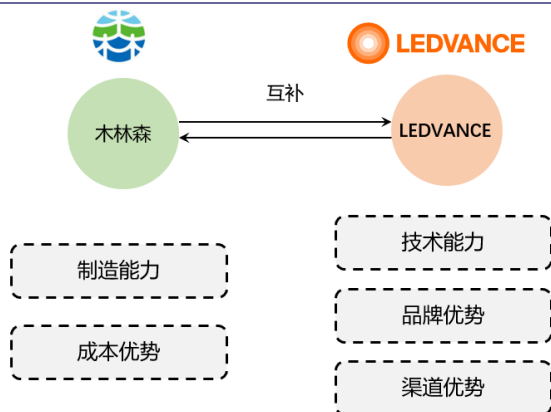
注: LEDVANCE2017年数据为半年度数据

资料来源: 公司年报, 木林森重组报告书, 太平洋证券整理

## 2、与 LEDVANCE 的协同效应

木林森与 LEDVANCE 的协同无疑是双方未来最大的看点之一, **销售渠道**方面, 双方互为补充, 木林森借助 LEDVANCE 出海, 也可借助 LEDVANCE 成为欧司朗剥离业务的潜在供应商, LEDVANCE 则借助木林森开拓中国市场, 这是之前在欧司朗体系内所不受重视的。**运营成本**方面, 如前文所述, 木林森强大的制造能力可以帮助 LEDVANCE 降低生产成本, 提升利润率; 而 LEDVANCE 所拥有的全球 8 大物流集散中心和数十个大型仓库则可为木林森全球化布局提供物流基础。**技术研发**方面, LEDVANCE 自欧司朗时代积累的技术经验与专利可以为木林森所用, 增强技术实力, 双方研发团队也可以通过紧密的技术交流实现技术融合及优势互补。**品牌影响力**方面, LEDVANCE 及欧司朗品牌的加入将极大提升木林森的品牌价值。

图表 50: LEDVANCE 与 Signify (飞利浦照明) LED 产品占比



资料来源: 太平洋证券整理

木林森收购 LEDVANCE 重组报告书对双方协同效应做了量化的分析, 仅考虑 LEDVANCE 或指定供应商向木林森采购 LED 灯珠和配件、LEDVANCE 通过销售木林森照明产品两方面, 稳定期后木林森预计每年新增毛利约 2.9 亿元。

图表 51: 木林森与 LEDVANCE 的协同在稳定期后带来的新增毛利约 2.9 亿元

项目	2018	2019	2020	2021	2022
<b>LEDVANCE 或指定供应商向木林森采购 LED 灯珠和配件</b>					
LEDVANCE 光源业务成本	394,910.54	457,312.95	506,143.19	528,754.45	505,111.74
LED 光源业务采购成本	315,928.43	365,850.36	404,914.55	423,003.56	404,089.40
灯珠及组件采购成本	143,273.54	165,913.14	183,628.75	191,832.12	183,254.54
木林森替代比例	10%	40%	60%	70%	70%
木林森灯珠及组件新增收入	14,327.35	66,365.25	110,177.25	134,282.48	128,278.18
<b>LEDVANCE 帮助木林森销售照明产品</b>					
OTC 灯具业务成本	169,397.21	183,631.36	225,969.01	259,801.86	306,018.38
木林森新增照明产品销售收入	-	9,181.57	11,298.45	12,990.10	15,300.92
<b>合计情况</b>					
木林森新增收入 (万元)	14,327.35	75,546.82	121,475.69	147,272.58	143,579.09
木林森新增毛利 (万元)	2,865.47	15,109.36	24,295.14	29,454.52	28,715.82

注: LED 光源业务成本取自于《评估报告》中预测期数据;

其他预测条件来自木林森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。

资料来源: 木林森重组报告书, 太平洋证券整理

#### (四) 总结: 机遇大于风险, 未来好过现在

我们研究了飞利浦照明/昕诺飞的成长历史, 抛开时代的变换与行业所处阶段的不同, 飞利浦照明的扩张经验依旧是后来者木林森-LEDVANCE 的宝贵财富。例如, 飞利浦照明同样经历了转型

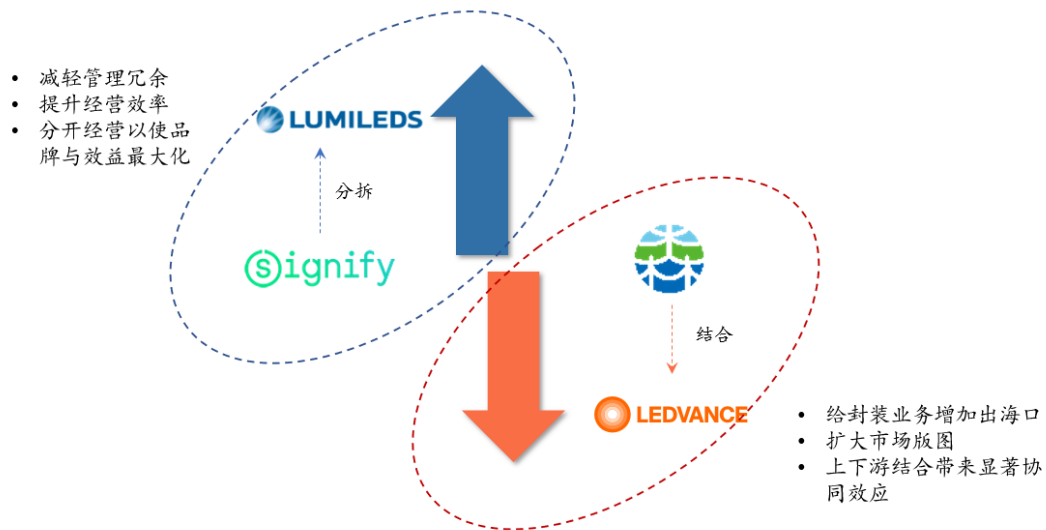
关厂的阵痛，过去五年内已经在全球范围内关闭七座工厂，这与木林森-LEDVANCE 目前经历的关厂非常类似；飞利浦照明坚决执行全球化与本土化结合的经营策略，这对 LEDVANCE 未来的发展提供了可行的路径；飞利浦照明以 OEM 的方式扩充产能，这也是未来 LEDVANCE 需要借鉴的模式。

从双方转型的角度，飞利浦照明与木林森-LEDVANCE 的结合亦可作为 LED 照明行业产业链整合的典范。飞利浦照明与木林森-LEDVANCE 在照明产业价值链所处的位置并不完全一致，但双方转型/分拆/收购合并的目的，无一不是提升效率、改善盈利。飞利浦照明将上中游分拆，专注下游，是因为规模不经济与管理冗余；木林森从中游出发，向下游扩大版图，是因为可以带来显著的协同效应和管理改善。双方的变革，可谓是殊途同归。

我们认为木林森与 LEDVANCE 的结合，对于双方是双赢的结果，带来的机遇大于风险；虽然重组初期难免会经历阵痛，但是双方未来好过现在。木林森强大的制造实力与 LEDVANCE 的世界级品牌+全球渠道强强结合，带来的协同作用是显而易见的，也是值得期待的。对于短期 LEDVANCE 的转型风险，我们认为也不会超出公司的预计，会在可控范围内。

“木林森+LEDVANCE”组合既成，世界级 LED 集团已冉冉升起。在欧美老牌照明巨头走向衰落之时，“木林森+LEDVANCE”崛起之势不可阻挡。

图表 52：木林森与 Signify 的两条不同路径



资料来源：太平洋证券整理

## 四、盈利预测及估值

### 1、木林森本部

- 木林森近年来大举扩产，特别是江西吉安与新余两大基地逐步投产，预计未来每年增速保持在 30%左右，具体 2018~2020 年营收我们预计为 109 亿、148 亿、190 亿。
- 毛利率方面，由于扩产各项支出侵蚀了短期盈利，毛利率于 2017 年下半年起有所下滑，我们预计本部 2018~2020 年毛利率分别为 17.81%、19.86%、19.07%。
- 政府补助弥补了营业利润下降，因此我们预计 2018~2020 年净利率变化不大，分别为 7.97%、7.35%、6.79%。

## 2、LEDVANCE

- 营收与毛利率预测数据来自重组报告书。

我们预计上市公司 2018~2020 年营业总收入为 218.13 亿/290.80 亿/338.23 亿，业绩拆分如下表。

图表 53：木林森-LEDVANCE 业绩拆分

分项	2017	2018E	2019E	2020E
<b>木林森本部</b>				
SMDLED	557,440	752,544	1,053,562	1,369,630
增长率	52.22%	35.00%	40.00%	30.00%
毛利率	22.51%	18.00%	21.00%	20.00%
LED 应用	170,306	238,428	321,878	418,441
增长率	60.16%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	14.06%	15.00%	15.00%	15.00%
LampLED	66,351	69,668	73,152	76,809
增长率	1.93%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	31.73%	30.00%	30.00%	30.00%
Display	7,678	7,678	7,678	7,678
增长率	10.84%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	5.61%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	15,098	22,647	27,176	32,612
增长率	101.55%	50.00%	20.00%	20.00%
毛利率	5.37%	8.00%	8.00%	8.00%
<b>木林森本部营收合计</b>	<b>816,873</b>	<b>1,090,965</b>	<b>1,483,446</b>	<b>1,905,170</b>
增速		33.55%	35.98%	28.43%
毛利率	21.02%	17.81%	19.86%	19.07%
<b>LEDVANCE</b>				
传统光源	761,789	525,899	395,289	278,695
增长率	-25.68%	-30.97%	-24.84%	-29.50%
毛利率	32.00%	31.50%	30.87%	30.25%
LED 光源	460,910	539,348	633,847	706,985
增长率	15.43%	17.02%	17.52%	11.54%
毛利率	26.00%	26.78%	27.85%	28.41%
智能家居电子及服务	148,348	137,061	179,098	244,074
增长率	16.49%	-7.61%	30.67%	36.28%
毛利率	16.66%	22.84%	25.98%	27.27%
OTC 灯具	174,727	251,480	275,280	342,163
增长率	282.25%	43.93%	9.46%	24.30%
毛利率	32.00%	32.64%	33.29%	33.96%
<b>LEDVANCE 营收合计</b>	<b>1,545,773</b>	<b>1,453,788</b>	<b>1,483,513</b>	<b>1,571,917</b>
增速		-5.95%	2.04%	5.96%
毛利率	28.61%	29.13%	29.44%	29.77%
净利率	0.77%	1.60%	2.24%	3.22%
净利润		23,260.60	33,230.70	50,615.73
<b>合计</b>				
营业收入		2,181,202	2,008,032	2,282,226

资料来源: wind, 太平洋证券整理, 注: LEDVANCE 预测数据来自重组报告书, 营收合计减去抵消收入, 欧元兑人民币按 7.8 换

## 五、 风险提示

LED 下游需求下滑；LED 封装竞争加剧；LEDVANCE 重组大幅低于预期。

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3248	5405	5666	7173	营业收入	8169	10910	14834	19052
应收款项	3214	3541	5214	6792	营业成本	6452	8966	11894	15424
存货净额	1610	2065	2801	3763	营业税金及附加	62	71	104	134
其他流动资产	1538	1663	2820	3371	销售费用	174	349	427	521
<b>流动资产合计</b>	<b>9610</b>	<b>12674</b>	<b>16502</b>	<b>21099</b>	管理费用	619	860	1119	1433
固定资产	5944	7149	8372	9405	财务费用	226	66	37	14
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
<b>资产总计</b>	<b>18896</b>	<b>23707</b>	<b>29267</b>	<b>35423</b>	营业利润	816	619	1276	1548
短期借款及交易性金融负债	1878	1931	1905	1918	营业外净收支	(7)	380	0	0
应付款项	7459	11545	15704	19773	<b>利润总额</b>	<b>809</b>	<b>999</b>	<b>1276</b>	<b>1548</b>
其他流动负债	1496	1446	1889	2899	所得税费用	133	160	204	248
<b>流动负债合计</b>	<b>10834</b>	<b>14922</b>	<b>19498</b>	<b>24590</b>	少数股东损益	8	10	12	15
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>669</b>	<b>830</b>	<b>1060</b>	<b>1285</b>
其他长期负债	459	654	937	1177					
<b>长期负债合计</b>	<b>2136</b>	<b>2332</b>	<b>2615</b>	<b>2854</b>					
<b>负债合计</b>	<b>12970</b>	<b>17254</b>	<b>22112</b>	<b>27444</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	47	53	61	70	净利润	669	830	1060	1285
股东权益	5879	6400	7094	7909	资产减值准备	28	13	10	10
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18896</b>	<b>23707</b>	<b>29267</b>	<b>35423</b>	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	66	37	14
					营运资本变动	(464)	3338	1327	2238
					其它	(24)	(7)	(2)	(1)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>918</b>	<b>4861</b>	<b>3204</b>	<b>4463</b>
					资本开支	(1967)	(1893)	(2027)	(1960)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(2458)</b>	<b>(2448)</b>	<b>(2550)</b>	<b>(2499)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	1326	0	0	0
					支付股利、利息	(254)	(309)	(366)	(471)
					其它融资现金流	(1238)	53	(26)	13
					<b>融资活动现金流</b>	<b>906</b>	<b>(256)</b>	<b>(392)</b>	<b>(457)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(634)</b>	<b>2157</b>	<b>261</b>	<b>1506</b>
					货币资金的期初余额	3882	3248	5405	5666
					货币资金的期末余额	3248	5405	5666	7173
					企业自由现金流	(1063)	2650	1153	2461
					权益自由现金流	(975)	2647	1096	2462

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.27	0.79	1.00	1.22
每股红利	0.48	0.29	0.35	0.45
每股净资产	11.13	6.06	6.72	7.49
ROIC	9%	8%	17%	23%
ROE	11%	13%	15%	16%
毛利率	21%	18%	20%	19%
EBIT Margin	11%	6%	9%	8%
EBITDA Margin	18%	12%	14%	13%
收入增长	48%	34%	36%	28%
净利润增长率	41%	24%	28%	21%
资产负债率	69%	73%	76%	78%
息率	2.7%	3.2%	3.8%	4.9%
P/E	14.3	23.0	18.0	14.9
P/B	1.6	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	14.9	27.7	20.0	19.2

资料来源: WIND, 太平洋证券。注: 此表仅考虑木林森本部

## 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	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	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	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。