

木林森 (002745)

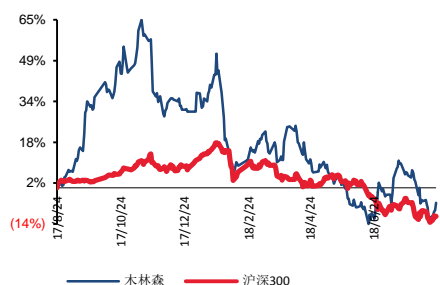
目标价: 27.00

昨收盘: 16.42

LED

封装业务边际改善, LEDVANCE 并表贡献利润

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,277/520
总市值/流通(百万元)	20,971/8,536
12 个月最高/最低(元)	58.03/15.00

相关研究报告:

木林森 (002745)《深度报告: 从飞利浦照明转型历程看木林森未来机会》--2018/07/27

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

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 2018 年半年报, 实现营业收入 69.92 亿元, 同比增长 92.91%; 归属于上市公司股东的净利润 4.84 亿元, 同比增长 58.11%。LEDVANCE 已于 Q2 并表, Q2 单季实现营收 29.28 亿, 净利润 7386 万。

并入 LEDVANCE, 各项财务数据整体稳定。上半年毛利率 22.42%, 同比-1.31pct, 净利率 6.94%, 同比-1.91pct。费用方面, 销售费用 6.12 亿, 增长 523.08%, 主要来自 LEDVANCE, 木林森本部销售费用是同比下降的; 管理费用 5.41 亿, 同比增长 99.09%, 主要来自木林森本部研发投入同比增加 1 个亿左右; 财务费用 1.90 亿, 同比增长 132.25%, 主要来自木林森本部上半年利息支出同比去年增加 1.1 亿左右。财务费用上升主要因为公司扩产导致的资本性支出增加, 随着公司扩产进入稳态, 这部分支出将明显降低。

封装主业边际改善明显, 二季度毛利率回归正常水平。上半年扣除 LEDVANCE 并表影响后, 木林森 Q2 单季实现扣非净利润约 3000 万, 环比 Q1 改善明显。SMD LED 上半年毛利率维持在 20.13%, 二季度贡献较大。随着江西扩产带来的负面影响逐步减轻, 公司财务数据回归正常水平。其中吉安基地上半年实现营收 20 亿, 已经贡献上市公司营收约一半的比例, 归母净利润 3512.79 万 (有补贴因素)。

LEDVANCE 并表贡献利润, 表现略超预期。LEDVANCE 在木林森管理体系下, 经过重新梳理业务流程, 成本与费用得到降低, 经营效率也得到改善, 上半年业绩表现略超预期。LEDVANCE 被木林森收购后更坚决地向 LED 转型, 更多样化地发展下游灯具业务, 显示出良好的活力。作为全球 LED 照明的两大国际巨头, LEDVANCE 与昕诺飞呈现此消彼长的趋势。

下游需求偏弱, 三季度表现承压。受全球照明需求波动、汇率波动、区域通货膨胀以及行业淡季影响, 公司照明与封装业务三季度均面临一定压力, 但预计仍有 30% 左右的增长。随着年底旺季来临, 全年业绩仍可期待。

盈利预测与估值。由于行业需求略弱, 我们略微下调公司盈利预测, 预计上市公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.73/0.90/1.24, 维持“买入”评级。

风险提示。LED 下游需求下滑; LED 封装竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)				
(+/-%)		137.00%	33.00%	31.00%
净利润(百万元)				
(+/-%)		33.00%	33.00%	37.00%
摊薄每股收益(元)				
市盈率(PE)				

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

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	4508	4178	5030	营业收入	8169	9516	12270	15718
应收款项	3214	3089	4313	5603	营业成本	6452	7807	9883	12669
存货净额	1610	1778	2296	3051	营业税金及附加	62	62	86	111
其他流动资产	1538	1451	2333	2781	销售费用	174	304	353	430
流动资产合计	9610	10825	13120	16465	管理费用	619	752	928	1185
固定资产	5944	7149	8372	9405	财务费用	226	78	67	60
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	21859	25885	30790	营业利润	816	536	976	1287
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	9939	12870	16032	利润总额	809	916	976	1287
其他流动负债	1496	1247	1550	2355	所得税费用	133	147	156	206
流动负债合计	10834	13118	16324	20305	少数股东损益	8	9	9	12
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	归属于母公司净利润	669	761	811	1069
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	15450	18939	23158	净利润	669	761	811	1069
少数股东权益	47	52	58	66	资产减值准备	28	13	10	10
股东权益	5879	6357	6888	7565	折旧摊销	647	648	769	890
负债和股东权益总计	18896	21859	25885	30790	公允价值变动损失	61	40	40	40
					财务费用	226	78	67	60
关键财务与估值指标					营运资本变动	(464)	2485	901	1722
	2017	2018E	2019E	2020E	其它	(24)	(7)	(4)	(2)
每股收益	1.27	0.72	0.77	1.01	经营活动现金流	918	3939	2526	3728
每股红利	0.48	0.27	0.27	0.37	资本开支	(1967)	(1893)	(2027)	(1960)
每股净资产	11.13	6.02	6.52	7.16	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROIC	9%	7%	12%	16%	投资活动现金流	(2458)	(2448)	(2550)	(2499)
ROE	11%	12%	12%	14%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	21%	18%	19%	19%	负债净变化	1326	0	0	0
EBIT Margin	11%	6%	8%	8%	支付股利、利息	(254)	(283)	(280)	(391)
EBITDA Margin	18%	13%	15%	14%	其它融资现金流	(1238)	53	(26)	13
收入增长	48%	16%	29%	28%	融资活动现金流	906	(230)	(306)	(378)
净利润增长率	41%	14%	7%	32%	现金净变动	(634)	1260	(330)	851
资产负债率	69%	71%	73%	75%	货币资金的期初余额	3882	3248	4508	4178
息率	2.9%	3.2%	3.2%	4.4%	货币资金的期末余额	3248	4508	4178	5030
P/E	13.2	23.2	21.8	16.5					

P/B	1.5	2.8	2.6	2.3	企业自由现金流	(1063)	1736	499	1764
EV/EBITDA	14.4	26.7	20.5	18.4	权益自由现金流	(975)	1724	417	1727

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	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	zhaf1@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。