



2018-10-29

公司点评报告

买入/维持

木林森 (002745)

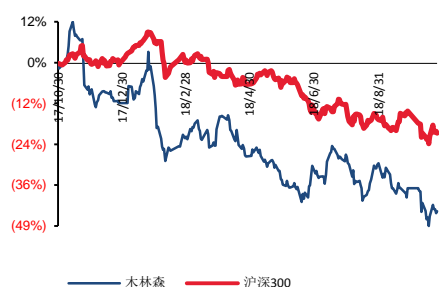
目标价:

昨收盘: 14.29

信息技术 半导体与半导体生产设备

短期业绩承压，长期前景光明

■ 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)	18,251/7,429
12 个月最高/最低(元)	58.03/13.17

相关研究报告:

木林森 (002745)《中报点评: 封装业务边际改善, LEDVANCE 并表贡献利润》--2018/08/24

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

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 年三季报, 前三季度实现营业收入 123.50 亿元, 同比增长 110.79%; 归属于上市公司股东的净利润 6.01 亿元, 同比增长 36.68%。其中 Q3 实现营业收入 53.59 亿, 同比增长 139.78%; 归属于上市公司股东的净利润 1.17 亿, 同比减少 12.39%。

三季度业绩位于预告中线, 全年指引低于预期。 三季度实现营业收入 53.59 亿, 环比二季度增加 3.9 亿, 公司在 Q2 并入 LEDVANCE 后营收仍然保持稳健增长。利润端来看, Q3 单季归母净利润 1.17 亿元, 位于预告中值, 符合预期。盈利相对二季度下滑, 主要原因是受全球照明需求波动与区域通货膨胀, 叠加行业淡季影响。展望四季度, 公司仍将受到负面因素拖累, 盈利难以好转, 全年业绩指引较市场预期偏低。

整体毛利率有所提升, 销售费用增加侵蚀利润。 三季度公司毛利率为 28.39%, 环比二季度提升 2.42pct。期间费用率方面, 公司三季度销售费用率/管理费用率(含研发费用)/财务费用率分别为 8.35%/3.76%/1.47%, 环比分别+4.08pct/-0.83pct/+0.04pct, 主要变动来自销售费用, 单三季度达到 8.35 亿元, 一定程度上侵蚀了利润。

看好木林森与 LEDVANCE 的整合, 长期前景光明。 将 LEDVANCE 纳入体系后, 木林森通过管理、业务、战略等各方面与其实现协同发展, 从目前来看效果在预期之内。短期内因为宏观经济与行业市场波动公司业绩受到一定影响, 但是拉长长时间来看, 我们认为双方的协同效应有很大的潜力可挖, 木林森+LEDVANCE 将成为全球举足轻重的 LED 集团, 简而言之, 两者的结合机遇大过风险, 未来好过现在。

盈利预测与估值。 由于今年以来 LED 照明市场低迷, 我们下调公司盈利预测, 预计上市公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.59/0.87/1.02 (之前为 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)	8,168.7	17,582.2	22,064.5	26,240.9
(+/-%)	54.50%	115.24%	25.49%	18.93%
净利润(百万元)	668.5	751.9	1116.4	1307.6
(+/-%)	41.20%	12.46%	48.48%	17.13%
摊薄每股收益(元)	1.27	0.59	0.87	1.02
市盈率(PE)	36.0	23.2	15.6	13.3

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)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3882	3248	9495	10953	13548
应收和预付款项	1196	1634	4658	5815	6927
存货	857	1610	4249	5269	6292
其他流动资产	1930	3118	4081	5018	5722
流动资产合计	7865	9610	22484	27055	32489
长期股权投资	621	1111	1111	1111	1111
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	4209	5647	6262	6691	6934
在建工程	373	296	348	357	381
无形资产开发支出	280	341	926	1495	2049
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	6058	9286	13752	14759	15580
资产总计	13923	18896	36236	41814	48069
短期借款	1585	795	0	0	0
应付和预收款项	1879	2516	4668	5729	6864
长期借款	351	1677	1677	1677	1677
其他负债	4733	7982	23479	27152	31227
负债合计	8548	12970	29824	34558	39769
股本	528	528	1277	1277	1277
资本公积	3105	3161	4374	4374	4374
留存收益	1616	2195	2664	3487	4504
归母公司股东权益	5252	5879	8311	9133	10151
少数股东权益	123	47	63	85	111
股东权益合计	5375	5926	8374	9218	10262
负债和股东权益	13923	18896	38198	43776	50031

现金流量表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	508	1088	7082	3916	5177
投资性现金流	-3808	-3449	-3754	-2058	-2172
融资性现金流	3496	2067	2919	-400	-411
现金增加额	1	-12	0	0	0

利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5520	8169	17582	22065	26241
营业成本	4176	6452	13300	16491	19692
营业税金及附加	38	62	130	164	195
销售费用	183	174	1916	2096	2362
管理费用	434	619	1231	1324	1574
财务费用	79	226	475	477	547
资产减值损失	48	65	100	100	200
投资收益	9	117	117	117	117
公允价值变动	9	4	-13	-13	-13
营业利润	579	816	534	1515	1774
其他非经营损益	0	-7	484	-5	-5
利润总额	579	809	1019	1510	1769
所得税	93	133	251	371	435
净利润	485	676	768	1138	1334
少数股东损益	12	8	16	22	26
归母股东净利润	473	669	752	1116	1308

预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	24.35%	21.02%	24.36%	25.26%	24.96%
销售净利率	8.58%	8.18%	4.28%	5.06%	4.98%
销售收入增长率	42.22%	47.97%	115.24%	25.49%	18.93%
EBIT 增长率	98.28%	57.33%	44.24%	33.05%	16.59%
净利润增长率	85.27%	41.20%	12.46%	48.48%	17.13%
ROE	9.01%	11.37%	9.05%	12.22%	12.88%
ROA	3.40%	3.54%	1.97%	2.55%	2.61%
ROIC	18.14%	24.83%	15.37%	20.45%	23.85%
EPS (X)	0.90	1.27	0.59	0.87	1.02
PE (X)	40.72	35.96	23.19	15.62	13.33
PB (X)	3.67	4.09	2.10	1.91	1.72
PS (X)	3.49	2.94	0.99	0.79	0.66
EV/EBITDA (X)	15.73	14.33	4.95	3.34	2.11

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。