

闽闽东（000536）：2010 年是公司发展的新起点

增持（上调）

元器件

2009 年 12 月 3 日

资讯科技组

分析师：马国江 何阳阳

联系方式：010-66045747 magj@txsec.com

事件描述：

2009年11月11日，台湾《工商时报》报道，台湾中华映管总经理在接受相关媒体采访时指出：“华映借壳闽闽东上市这一方案已经通过国资委、发改委、证监会审核批准，目前进入商务部审理程序，双方也进入最后的股权交换阶段，预计在11月底完成所有相关程序。在重组以后，闽闽东将转而以液晶模块制造为主要营业项目，未来计划改名为华映显示科技集团，以控股公司的形式营运。”

2009年11月14日，鸿海集团旗下群创光电和奇美电宣布合并，合并之后的名称，改为“奇美电子股份有限公司”，新公司产能在全球市场占有率可达17%，超过友达的16%，成为台湾最大，仅次于韩国的三星、LG，成为全球第三大，友达则降为全球第四，台湾第二，台湾面板业掀起重组潮。

评论：

1)、**闽闽东资产重组即将完成，将成为A股首家台资借壳的上市公司。**中华映管是闽闽东的重组方，是全球第五大液晶面板制造商，此次借壳闽闽东，是首家台湾企业借壳在A股上市。目前，相关重组资产正在办理过户手续，重组已经进入最后阶段，交易完成日期指日可待。

2)、**2010年公司液晶模组加工量有望快速增长。**此次华映注入闽闽东的四家公司主要提供液晶模组加工的服务，是国内最大的液晶模组加工集团之一。2009年，仁宝入股华映，作为全球第二大NB代工厂商，2010年来自仁宝的采购将大幅提高华映NB液晶模组的出货量，其次，公司为降低关联交易占比，将积极导入非关联客户的加工订单，该业务2010年有望获得较快的增长，我们预计公司2010年液晶模组加工量将同比增长20%以上。

3)、**台湾即将开放液晶业登陆，公司投资液晶面板生产线条件日渐成熟。**目前台湾企业在大陆投资液晶面板生产线的进度已经落后，预计年底台湾相关部门将会开放液晶面板业登陆。届时，公司投资液晶面板生产线最大的障碍将被扫除，公司未来极有可能投资高次代液晶面板生产线。

4)、**台湾液晶面板业重组，华映或成重组对象。**近期，群创与奇美合并，导致台湾液晶面板业竞争格局发生重大变化，友达竞争力压力大增。华映作为台湾第三大液晶面板制造商，同时拥有大同、精英、仁宝三大集团客户，华映成为“关键的少数”，未来华映很有可能被某大型面板厂商并购，闽闽东也将间接受益。

5)、**盈利预测：**在公司资产重组2009年底前完成的前提下，预计公司2010年、2011年EPS分别为0.61元、0.66元，根据12月2日公司收盘价16.5元计算，公司动态市盈率分别为27倍、25倍，相比于行业平均估值，公司具有一定的估值优势，鉴于公司重组即将完成，且公司发展方向较为明确，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

1、中华映管借壳闽闽东上市，是首家台资企业借壳在A股上市。

中华映管（后文简称“华映”）是闽闽东的重组方，此次借壳闽闽东，是首家台湾企业借壳在A股上市，视为其在大陆资本市场的一次突围。华映主要从事大、中、小尺寸液晶面板以及CRT产品的研发、制造与销售，主要产品包含中小尺寸显示器面板、计算机显示器面板、笔记本用面板及液晶电视用面板。目前，公司拥有一条4代液晶面板生产线，二条4.5代液晶面板生产线，一条6代面板生产线，具体产能参考图表1。按总产能计算，目前，华映是全球第五大液晶面板制造商，按分产品计算，2008年公司20.1英寸及22英寸宽屏幕出货量排名全球第二，液晶电视面板出货量排名全球第六，显示器面板出货量排名全球第五。

图表 1：华映液晶面板产能情况

主要产品	工厂名称	世代线	产能（万片/月）
液晶面板	T2	4	7.26
	L1A	4.5	9
	11B	4.5	9
	L2	6	9
彩色滤光片	Y1 (CF)	4.5	22
	Y2 (CF)	6	4
	H1 (CF)	4	6
	H2 (CF)	4.5	7.5

数据来源：天相投顾

图表 2：全球液晶面板市场竞争格局

公司	所在地	市场占有率	全球排名
三星	韩国	27%	No. 1
LGD	韩国	25%	No. 2
奇美+群创	台湾	17%	No. 3
友达	台湾	16%	No. 4
华映	台湾	3%	No. 5
彩晶	台湾	1%	

2、闽闽东重组进入最后阶段，交易完成日期指日可待。

根据今年1月公布的重组方案，闽闽东以4.36元/股的价格向华映百慕大、华映纳闽、福日电子非公开发行不超过5.56亿股股份，以购买华映百慕大、华映纳闽旗下的福建华显、深圳华显、华冠光电和华映视讯各75%的股权以及福日电子拥有的206基地资产；闽闽东原来的所有资产和负债以6820万元的价格，转让给福建电子信息集团。2009年9月23日证监会已通过该重组方案，目前，相关注入资产正在办理过户手续，2009年12月4日将召开临时股东大会，审议华映管理人员进入公司董事会和监事会的议案，正如华映总经理所言，目前闽闽东资产重组已经进入最后阶段，交易完成日期指日可待。

图表 3：注入资产的交易价格

交易对象	标的资产	调整后账面值（万元）	评估值（万元）	交易价格（万元）	认购数量（万股）
华映百慕大	福建华显75%股权	27,496	43,370	38,329	8,791
	深圳华显75%股权	27,603	34,352	30,359	6,963
	华冠光电75%股权	29,214	41,605	36,769	8,433
	华映视讯67.19%股权	80,582	127,500	112,680	25,844
	小计	164,895	246,827	218,136	50,031
华映纳闽	华映视讯7.81%股权	9,367	14,820	13,098	3,004
福日电子	206基地资产	11,066	15,160	11,109	2,548
合计		174,261	261,647	231,234	53,035

数据来源：公司公告

3、资产重组完成后，闽闽东将转型为液晶模组制造商

此次资产重组注入的资产（福建华显、深圳华显、华冠光电和华映视讯）主要从事大尺寸（指10.4英

寸以上)液晶模组(简称“LCM”)组装业务,是华映的大尺寸液晶模组生产基地。四家LCM公司共有38条液晶模组生产线,年产能达4500万片,能够生产15英寸至37英寸之间的各尺寸液晶模组,公司产品主要应用于液晶显示器(MNT)、笔记本电脑(NB)和液晶电视(TV)。过去三年4家LCM公司的液晶模组加工量基本稳定,市场占有率保持在7%以上。

图表 4: 四家 LCM 公司的产能和主要产品类型

公司名称	最大产能 (万片/月)	产品类别	主要产品
福建华显	90	MNT	15、17、20、22寸IT用液晶模组
深圳华显	20	TV	32、37寸TV用液晶电视模组。
华冠光电	120	MNT、NB	17、19、22寸IT用液晶模组。
华映视讯	160	MNT、NB、TV	14.1、15、17、19、20、22、26寸液晶模组
合计	390		

图表 5: 四家 LCM 公司的加工量和市场份额

名称	2008年度	2007年度	2006年度
福建华显加工量(万片)	680.4	809.6	712.9
深圳华显加工量(万片)	119.9	150.7	9.1
华冠光电加工量(万片)	907.9	737.9	393.5
华映视讯加工量(万片)	1205.3	1359.8	1133.4
合计	2913.4	3058.1	2248.8
全球IT/TV液晶产品需求量(百万片)	414.6	382.1	274.0
四家LCM公司市场占有率(%)	7.0	8.0	8.2

数据来源: 公司公告

3.1 公司核心竞争力突出, 液晶模组加工量决定公司盈利状况

液晶模组制造位于 TFT-LCD 产业链中游后段,其基本职能是进行液晶面板、驱动与控制 IC、PWB 和背光模组等零部件的组装,向下游整机厂商提供液晶模组。液晶模组行业主要有 5 大特征:

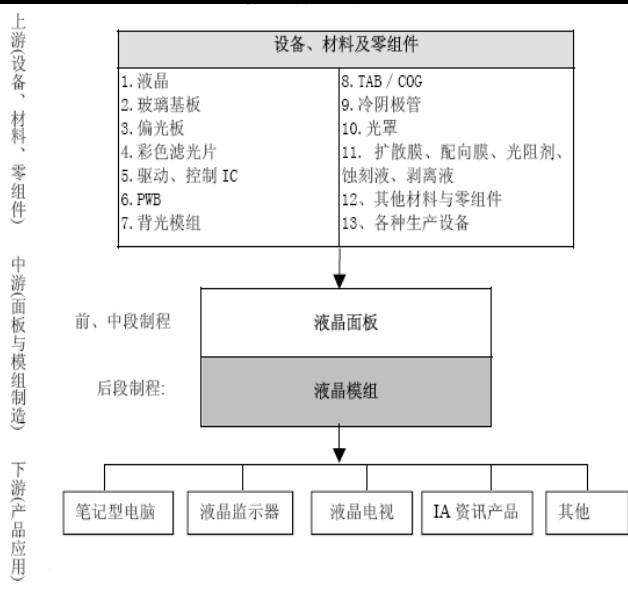
- 1) 液晶模组厂商的核心竞争力是组装效率、组装良率与成本控制能力。
- 2) 液晶模组行业对劳动力需求相对密集,全球液晶模组产能向中国大陆转移是大趋势。
- 3) 液晶模组厂商通常采用来料加工的经营模式,加工费收入相对稳定。
- 4) 液晶模组行业与上下游联系紧密,液晶模组厂商需要与上下游厂商紧密合作。
- 5) 液晶模组生产是液晶面板生产的后续环节,其景气程度与液晶面板行业的景气程度直接相关。

此次涉及重组的四家 LCM 公司经过多年发展,已成为国内最大的液晶模组制造集团之一,具备一定的规模优势;公司也积累了丰富的生产和管理经验,生产线平均直通良率达 98%,公司核心竞争力比较突出。

在四家 LCM 公司中,除深圳华显是进料加工模式(深圳华显向客户采购液晶面板等原材料,加工成液晶显示模组后再销售予该客户)外,其他三家 LCM 公司均采用来料加工模式。

具体到企业盈利能力则主要取决于公司加工能力和获取订单的能力,我们分析四家公司过去几年的经营情况,公司加工量一旦超过盈亏平衡点,公司的盈利情况与加工量基本成正比,其盈利模式与冠捷科技的盈利模式较为相似。

图表 6：液晶模组制造位于 TFT-LCD 产业链的中后段



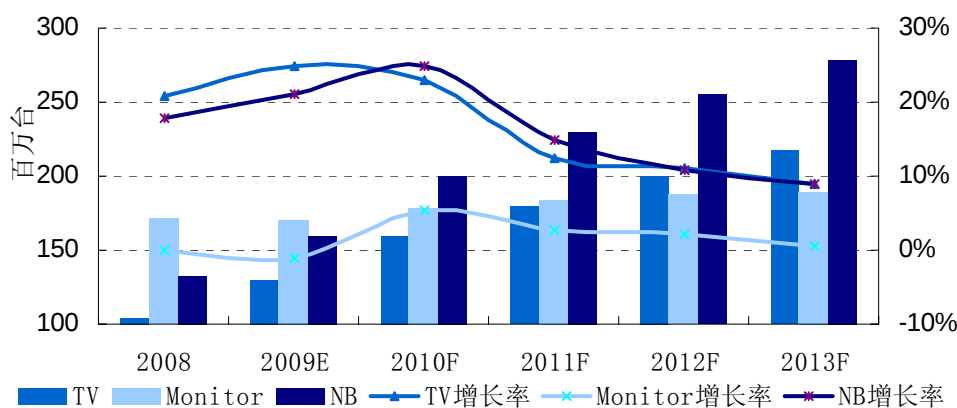
数据来源：天相投顾

图表 7：四家 LCM 公司每年盈利与加工量基本成正比

公司	项目	2007	2008	2009H1
福建华显	加工量(万片)	810	680	222
	营业收入(万元)	30179	23594	10762
	净利润(万元)	11983	7474	3339
深圳华显	加工量(万片)	151	120	21
	营业收入(万元)	24575	36887	25120
	净利润(万元)	9256	4747	-2498
华冠光电	加工量(万片)	738	908	503
	营业收入(万元)	22921	21141	12026
	净利润(万元)	10158	7728	4261
华映视讯	加工量(万片)	1360	1205	246
	营业收入(万元)	58128	59347	16095
	净利润(万元)	6179	16408	530
总计	加工量(万片)	3058	2913	992
	营业收入(万元)	135804	140969	64003
	净利润(万元)	37577	36358	5631

未来两年TFT-LCD行业景气度向好。液晶面板最主要的下游产品主要有三种：液晶电视（LCD TV）、笔记本电脑（NB）和液晶显示器（Monitor）。近年来，随着LCD TV价格逐步下滑，替代CRT电视是大势所趋，LCD TV的需求有望稳步增长，2009、2010年全球LCD TV需求有望分别同比增长25%和23%，2010年有望达到1.6亿台；而Windows7的推出和上网本的兴起，也将推动NB需求快速增长，2009、2010年全球NB需求有望分别同比增长21%和25%，2010年有望达到2亿台；LCD TV和NB已成为推动TFT-LCD需求最主要的动力，未来两年TFT-LCD行业景气度向好。

图表 8：2008 年～2013 年主要液晶显示产品的需求



数据来源：拓朴产业研究所，天相投顾

目前，这四家LCM公司的代工订单主要由两个部分组成，一部分是来自公司实际控制人华映的代工订单，另一部分是来自友达、冠捷控股和三星等非关联公司的代工订单，这两大客户源的订单情况决定了公司未来的发展趋势。

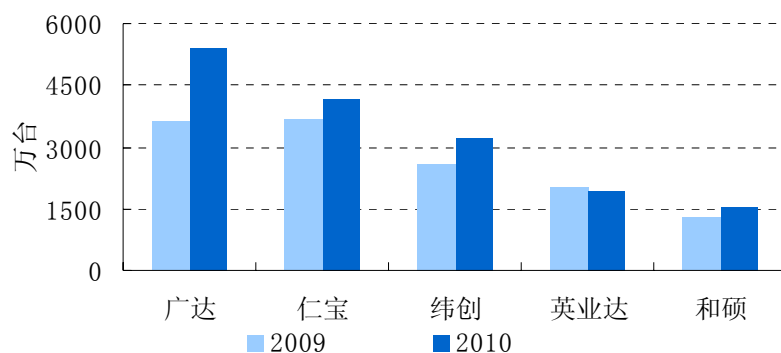
3.2、受益于仁宝集团入股华映，NB液晶模组加工量有望快速增长

2009年7月台湾仁宝集团宣布以70亿新台币认购华映28亿股股权，占总股本的19.9%，成为华映的第二

大股东，12月14日，华映股东大会会将审议该议案，届时仁宝集团总经理陈瑞聪可能出任华映副董事长。

仁宝集团是全球第二大笔记本电脑代工厂商，同时也涉足LCD TV和Monitor的代工业务，是液晶面板业的下游厂商。通过此次合作，仁宝可以整合华映在面板制造的技术以及自有生产NB的技术，缩短产品设计周期，同时确保行业旺季时的液晶面板供应；华映则可通过与产业链下游系统厂商战略合作，提高液晶面板出货量。仁宝集团高管近期也多次在媒体面前表示，仁宝将协助华映聚焦于IT产业，拉升NB面板和Monitor面板在总产品中的比重，提升仁宝在华映的采购比重。

图表 9：仁宝集团是全球第二大 NB 代工企业



数据来源：拓扑产业研究所

2009年前三季度仁宝集团NB代工量达2480万台，预计全年可达3641万台，2010年可达4560万台。2009年前三季度，华映NB面板出货量为394万片，远低于仁宝集团的NB出货量。2010年仁宝集团30%的NB面板需求就达1360万片，相当于1.6条4.5代线年满产量，外加仁宝LCD TV和Monitor业务的液晶面板采购预期，2010年华映大尺寸液晶面板出货量将明显提升。

由于华映大尺寸液晶模组主要由4家LCM公司加工，仁宝又不具备液晶模组的加工能力，2010年华映新增的仁宝订单将大部分转换为4家LCM公司的液晶模组加工订单，其中尤以NB液晶模组加工订单增长最为明确。

图表 10：仁宝集团产品产量和中华映管液晶面板产量的对比

	产品	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2008	09Q1	09Q2	09Q3	Q1~Q3	09Q4E	2009E	2010E
仁宝 (万台)	NB	617	620	695	630	2,562	635	790	1,055	2,480	1,161	3,641	4560
	Monitor	49.7	70.5	47	56.4	224	23	23	29.4	75	33	110	100
	TV	22	40	60	50	172	67	78	90.6	236	99.7	334	500
华映 (万片)	面板类型	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2008	09Q1	09Q2	09Q3	Q1~Q3	09Q4E	2009	2010
	NB	142	154	147	61	504	118	121	155	394	-	-	-
	Monitor	474	472	366	247	1,559	180	163	259	602	-	-	-
	TV	72	57	47	37	213	31	75	104	210	-	-	-

数据来源：公司网站

3.3、非关联方的LCM代工订单将明显提升

目前，四家LCM公司主要客户是华映子公司华映纳闽，2007年和2008年关联交易占营业总收入的比重分别为86.8%和89.9%，关联交易比重过高。华映在重组方案中承诺，将通过两个方面的措施解决关联交易过高的问题，首先，在集团内部签署相关协议，确定公正的代工费用，保证4家LCM公司的订单拥有同行业市



场平均水平的代工利润；其次，通过调整客户结构，逐步增大为非关联方客户进行液晶模组加工的比重，通过引入外部增量订单，以降低关联交易的比重。

四家LCM公司在中国大陆经营多年，技术成熟、生产高效、产品品质优良，各公司产能尚未完全释放，且均预留了扩充生产线的空间，可以根据市场需求快速地扩充生产线。近年来，华冠光电作为主要平台，已与冠捷、奇美、友达、三星等厂商在液晶模组制造领域进行了深入合作，积累了丰富的对外加工经验。2009年，公司积极开拓非关联客户的代工订单，取得积极进展，相继导入友达、冠捷投资以及三星等公司液晶模组加工订单，新增订单超过60万片/月，预计到年底，公司关联交易占总收入比重将由2008年的89.9%降至60%左右。

图表 11：非关联客户的 LCM 代工订单情况

公司	导入时间	非关联客户	订单规模	占产能比重
福建华显	2009年4月	冠捷投资	4~7月为其加工量分别为1.4万片、12万片、28万片和38万片，预计未来将增至40万片以上	50%左右
深圳华显	2009年8月	三星	加工量超过5万片/月	25%
华冠光电	2005年12月	冠捷投资	100万片左右	95%以上
华映视讯	2009年8月	友达	加工量为16万片/月	15%以上

数据来源：公司公告

未来，公司计划除了加强与友达、三星的老客户的合作关系外，仍将积极开拓新客户。2010年，TFT-LCD行业在NB和LCD TV需求的强劲拉动下，液晶面板供给仍将快速增加，对专业模组制造代工的需求也有望继续增长。鉴于公司在规模、技术、成本方面的优势，将更易取得第三方委托加工订单，公司LCM加工订单有望显著提升。

4、台湾政府放松液晶面板业投资大陆是大势所趋，未来公司极有可能投资液晶面板生产线

受中国经济持续高速增长、巨大的内需以及相对低廉的劳动力成本等因素吸引，中国已成为全球电脑显示器、笔记本电脑和液晶电视最大的生产基地。据Display Search预测，中国平板电视在2007—2012年间年复合成长率将高达29%，到2012年，液晶电视出货量将达到3,370万台，产值达到170亿美元，分别占所有电视产品的73.2%和84.8%，中国大陆成为全球面板巨头关注的焦点。

前些年，由于国内企业尚未掌握高次代线液晶面板生产技术，韩国、日本和台湾均禁止国内液晶面板业投资大陆。2009年上半年，在京东方宣布将投资建设8代线之后，日本和韩国液晶面板企业夏普、三星和LGD相继与国内相关部门达成合作协议或是意向，台湾面板企业的竞争压力明显增加。为保持台湾液晶面板业的竞争力，开放液晶面板业投资大陆是大势所趋，台湾相关部门也将在12底开会协商检讨面板业登陆的时间和限度。

图表 12：中国内地高次代线建厂规划

LCD面板厂商	合作伙伴	地点	世代线	满产产能 (万片/月)	预计量产 时间
京东方	北京市政府	北京	G8	9	2011
龙飞光电		昆山	G8.5	9	2011
TCL、深超科技		深圳	G8.5	10	2012
广新光电	佛山市政府	佛山	G8.5	9	2011
夏普	中国电子	南京	G8.5	9	2012
三星		苏州	G7.5	6	2012
LGD	广州市政府	广州	G8.5	12	2012

数据来源：天相投顾

具体到公司层面，华映在重组报告中也提到，在中国台湾政策允许的前提下，公司计划向液晶面板前中段扩张，以进一步增强公司持续经营能力；华映甚至将投资液晶面板生产线与公司减持股份联系起来，在《关于重组方不减持上市公司股份承诺》中提到：“本次收购完成后至次世代大尺寸液晶面板生产线投产并注入到中国大陆上市公司（特指本次收购完成后之中国大陆上市公司闽闽东）前，华映百慕大、华映纳闽不减持其持有的中国大陆上市公司的股份。”由此可见，华映在大陆投资大尺寸液晶面板生产线的决心。年底台湾政府一旦放开液晶面板业登陆，未来公司极有可能投资大尺寸液晶面板生产线。

5、闽闽东间接控股*ST厦华，*ST厦华明年有望复牌

由于华映视讯持有*ST厦华27%的股份，为*ST厦华大股东；本次重组完成后，**闽闽东将成为华映视讯的控股股东**，间接持有*ST厦华27%的股份。*ST厦华由于连续三年亏损，其股票于2009年5月27日起暂停上市。

2009年在液晶电视需求的强劲拉动下，*ST厦华订单不断增长，前三季度累计实现营业收入近31亿元，净利润为9,617万元。前三季度*ST厦华出口量同比增长超过90%、出口额同比增长超过40%，第三季度较第二季度的出口量环比增长达32%以上、出口额环比增长达43%以上，保持位居国产品牌企业平板电视出口排行第一。*ST厦华已具备持续盈利的能力，我们认为*ST厦华明年恢复上市是大概率事件。

闽闽东预期可以从两个方面受益，一、*ST厦华恢复盈利将增加公司的投资收益；二、如果*ST厦华恢复上市，闽闽东可通过减持*ST厦华股份，增加投资收益。

6、台湾液晶面板业重组，华映或成重组对象

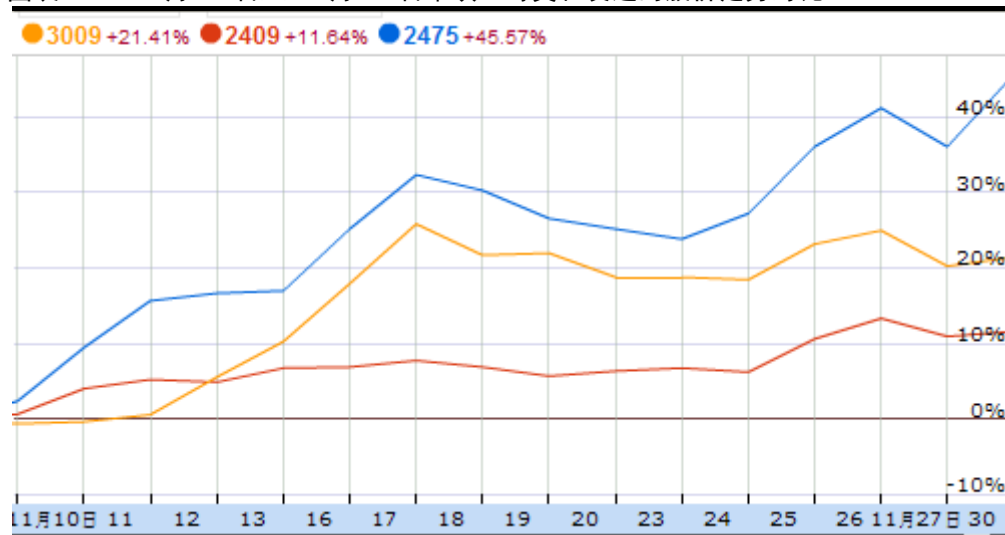
前面提到11月群创与奇美合并，使得台湾的液晶面板的竞争格局发生重大变化，新奇美在产能上超过友达，成为台湾面板业的新龙头，建立了规模优势；同时，新奇美依托新东家鸿海集团（全球最大的OEM厂商）和群创（全球第二大液晶显示器代工）的产业链下游制造能力，公司客户群进一步扩大，双方合作的协同效应显著，友达竞争压力明显增加。

在群创与奇美合并后，华映为台湾第三大液晶面板制造商，由于华映拥有大同、精英、仁宝三大集团客户，使得公司在本次台湾液晶行业重组中成为“关键的少数”。据台湾媒体报道，在群创与友达合并之后，友达、群创和三星均有意收购华映，其中以友达合并华映的意向最为明确。11月14日，华映董事长林蔚山在员工家庭日（即群创与奇美合并公告日）活动上透露，友达曾经找过华映洽谈进一步合作；11月25日，华映第二大股东仁宝集团总经理陈瑞聪透露，友达董事长李焜耀近期确实找过他，不排除仁宝和华映与其

他厂商的合作机会。

华映（2475）作为台湾的一家上市公司，11月10日之后，在公司重组和液晶面板业2010年恢复盈利的两大预期共同作用下，华映（2475）股价涨幅远超过奇美（3009）和友达（2409），充分表明台湾市场对华映重组预期的关注。

图表 13：11月10日至11月30日华映、奇美和友达的股价走势对比



数据来源：天相投顾

注：股票代码：奇美（3009）、友达（2409）、华映（2475）

如果华映重组会对闽闽东产生什么影响？我们认为主要可以从三个方面分析：

- 首先，由于友达、奇美等公司在规模、技术和客户等各方面均强于华映，一旦重组成功，大股东对公司主业的支持力度将更为有力，闽闽东未来的发展空间更为广阔；
- 其次，一旦相关公司合并华映，又将涉及到该公司在大陆的LCM工厂与闽闽东的LCM工厂之间的同业竞争问题，有可能需要通过资产重组才能解决；
- 最后，由于液晶面板行业投资巨大，一条液晶面板生产线投资动辄上百亿元，即使友达、奇美等液晶面板巨头也面临较大的财务压力，中国大陆充裕的流动性对上述企业具有极强的吸引力，闽闽东作为A股第一家台资借壳上市的公司，作为一个资本运作平台，对于友达和奇美而言，闽闽东本身就是一块极具战略价值的资产。

7、华映承诺未来两年每股EPS至少为0.49元

华映在重组方案中承诺：“闽闽东在2009年的资产交割日后实现的归属于母公司所有者的净利润（合并数）不低于下述公式计算的数字： $2.95\text{亿}/12 \times M$ （其中M为资产置入上市公司的实际月份数），闽闽东2010年实现的归属于母公司所有者的净利润（合并数）不低于3.46亿，闽闽东2011年实现的归属于母公司所有者的净利润（合并数）不低于3.46亿。若闽闽东经营业绩无法达到设定目标，当年华映百慕大将以现金补偿实际盈利数不足设定目标的差额。”

根据增发完成后该公司总股本7.10亿股计算，今后两年闽闽东的每股收益可以保证在0.49元以上，根

据12月2日公司收盘价16.5元，明后两年动态PE最高为33倍。由于该业绩是在2009年初承诺，当时华映尚未与仁宝结盟，因此仁宝带来的NB液晶模组有望进一步提升公司业绩。

8、盈利预测

1)、盈利预测假设：

LCM加工量假设：2008年之前四家LCM公司主要是为华映提供液晶模组加工服务，四家公司的加工量总和与华映的大尺寸出货量基本接近。未来，随着仁宝与华映之间整合逐步深化，明年来自仁宝的NB面板订单有望大幅提升，从事NB液晶模组生产的华冠光电和华映视讯有望从中受益，明年NB液晶模组加工量有望大幅提升；同时，今年公司开拓非关联客户的订单也取得实质性进展，明年新增订单600万片以上，鉴于公司在规模、技术、成本方面的优势，非关联客户订单有望继续增长。

图表 14：四家 LCM 公司液晶模组加工量预测

单位：万片	产品类别	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
福建华显加工量	MNT	810	680	222	655	750	750
深圳华显加工量	TV	151	120	21	139	160	200
华冠光电加工量	MNT、NB	738	908	504	1188	1300	1550
华映视讯加工量	MNT、NB、TV	1360	1205	246	863	1450	1850
合计		3058	2913	993	2845	3660	4350

图表 15：四家 LCM 公司业绩预测

单位：万元		2007	2008	2009E	2010E	2011E
福建华显	营业收入	30,179	23,594	26,089	30,690	29,950
	毛利率	52.9%	50.0%	54.1%	51.0%	50.0%
	净利润	11,983	7,474	8,979	9,922	9,176
	净利润率	39.7%	31.7%	34.4%	32.3%	30.6%
深圳华显	营业收入	24,575	36,887	232,301	267,146	300,608
	毛利率	50.9%	18.8%	4.2%	5.0%	5.0%
	净利润	9,256	4,747	5,601	8,667	8,609
	净利润率	37.7%	12.9%	2.4%	3.2%	2.9%
华冠光电	营业收入	22,921	21,141	19,036	23,132	26,802
	毛利率	56.4%	52.4%	51.3%	51.0%	50.4%
	净利润	10,158	7,728	7,389	8,373	8,354
	净利润率	44.3%	36.6%	38.8%	36.2%	31.2%
华映视讯	营业收入	58,128	59,347	56,179	79,351	91,280
	毛利率	40.1%	42.3%	45.9%	45.0%	44.0%
	净利润	6,179	16,408	21,269	29,587	33,289
	净利润率	10.6%	27.6%	37.9%	37.3%	36.5%
总计	营业收入	135,804	140,969	333,605	400,319	448,640
	毛利率	47.6%	38.9%	17.9%	19.1%	18.7%
	净利润	37,577	36,358	43,237	56,549	59,428
	净利润率	27.7%	25.8%	13.0%	14.1%	13.2%

数据来源：公司公告，天相投顾预测

PWB项目进度假设：重组完成后，公司计划利用购买的206基地资产实施PWB项目，PWB是生产液晶模组的原材料，公司计划分两期导入8条PWB生产线，形成年产4494万片PWB的生产能力。第一期计划投资3885

万，计划年产能2247万片，假设2010年中期完成；第二期计划投资3400万，计划年产能2247万片，假设2011年中期完成。根据公司测算，PWB项目两期建成后，可实现年平均税后收入3563万元，项目经济效益较好。

假设公司重组2009年12月31日完成，四家LCM公司2010年开始并入报表；

随着公司LCM加工量逐步提高，公司费用率逐步下滑；

2)、盈利预测

假设公司此次资产重组于2009年12月31日完成，同时不考虑公司主业不发生重大变化的前提下，预计公司2010年、2011年公司营业收入分别为41.23亿元和48.02亿元，分别同比增长4434%和16.45%，根据定向增发后总股份7.1亿股计算，公司2010年、2011年EPS分别为0.61元、0.66元，根据12月2日公司收盘价16.5元计算，公司动态市盈率分别为27倍、25倍，同期，天相元器件板块2010年、2011年动态市盈率分别为44倍、32倍，可比上市公司宇顺电子2010年、2011年动态市盈率分别为43倍、33倍，目前闽闽东具有一定的估值优势，鉴于公司重组即将完成，且公司发展方向较为明确，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

图表 16：盈利预测表

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	10,826	13,142	9,092	412,320	480,160
营业收入增长 (%)	-8.30%	21.40%	-30.82%	4434.98%	16.45%
主营业务毛利率 (%)	15.49%	12.35%	13.41%	19.19%	18.94%
二、营业总成本	12,372	13,733	10,069	351,326	410,862
营业成本	9,149	11,520	7,873	333,215	389,228
营业税金及附加	141	64	112	0	0
资产减值损失	-63.0783	25.675843	-1	0	0
期间费用	3,146	2,123	2,085	18,111	21,634
其中：销售费用	333	389	550	4,120	4,538
管理费用	2,618	1,553	1,450	9,961	11,230
财务费用	194	181	85	4,030	5,866
期间费用率 (%)	29.06%	16.16%	22.93%	4.39%	4.51%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,051	1,345	1,050	5,400	5,550
三、营业利润	-495	754	73	66,394	74,848
营业利润增长 (%)	-141.82%	-252.37%	-90.32%	90850.68%	12.73%
营业利润率 (%)	-4.57%	5.74%	0.80%	16.10%	15.59%
加：营业外收入	4,369	40	1	0	0
减：营业外支出	672	120	3	0	0
四、利润总额	3,202	675	71	66,394	74,848
利润总额增长 (%)	29.22%	-78.92%	-89.48%	93412.68%	12.73%
减：所得税	1,241	22	3	9,182	13,236
实际所得税率 (%)	38.76%	3.31%	4.23%	13.83%	17.68%
五、净利润	1,961	653	68	57,212	61,612
净利润增长 (%)	29.78%	-66.72%	-89.58%	84035.29%	7.69%
归属母公司所有者净利润	1,963	650	66	43,075	46,755
母公司净利润增长 (%)	29.00%	-66.91%	-89.84%	65165.15%	8.54%



净利润率 (%)	18.13%	4.94%	0.73%	10.45%	9.74%
少数股东损益	-2	3	2	14,137	14,857
基本每股收益 (元/股)	0.16	0.05	0.00	0.61	0.66

数据来源：天相投顾

风险提示：(1)、公司重组的进度风险；(2)、行业周期性波动风险；(3)、行业产能过剩风险；(4)、液晶模组加工价格下滑风险；(5)、台海两岸政治波动风险。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性做出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对做出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告做出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014