

闽闽东 (000536.SZ)

重组变身换新颜，行业景气创佳绩

惠毓伦 研究员
电话: 010-68058790
eMail: hyl6@gf.com.cn

徐博卷 研究助理
电话: 010-68058790
eMail: xbj@gf.com.cn

上半年业绩回顾

公司 2010 年上半年营业总收入达到 14.40 亿元，同比大幅增长 125%，实现净利润 1.68 亿元，同比增长 295%，实现全面摊薄后的每股收益 0.24 元。

投资亮点

一是控股股东中华映管具有深厚的行业背景，不仅保持着高速增长，在触控技术、3D 显示技术、节能显示技术等方面都处全球领先水平；二是公司未来有可能转向生产 3D、触摸屏等新产品；三是控股股东有未来两年业绩不低于 3.46 亿元的承诺；四是公司是厦华电子的实际控制人，有利于产业链的垂直整合。

盈利预测与投资评级

我们预计 2010-2012 年公司净利润分别为 3.68 亿元、4.46 亿元和 5.02 亿元，增发后摊薄 EPS 分别为 0.54 元、0.64 元和 0.72 元。由于公司未来存在资产注入预期，因此给予公司 2010 年 45 倍市盈率，目标价为 24.30 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

一是行业景气度下降的风险，二是资产注入未能实现的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	131.42	67.37	1545.26	1777.04	1954.75
EBITDA(百万元)	9.95	26.21	694.25	823.01	902.99
净利润(百万元)	6.50	8.14	368.21	446.42	501.91
净利润增长率	-66.91%	25.30%	4423%	21.24%	12.43%
每股收益(元)	0.053	0.056	0.54	0.64	0.72
市盈率	90.62	349.91	38.07	32.13	28.83
市净率	13.42	54.72	3.21	2.97	2.69
EV/EBITDA	59.26	106.36	10.09	5.72	6.44
每股红利(元)	0.00	0.00	0.05	0.06	0.07
股息率(%)	0.00	0.00	0.24	0.29	0.34

来源: 闽东电机(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	20.56
目标价格(元)	24.30
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.03%	-24.69%	22.38%
沪深 300	2.08%	-12.44%	-23.84%

股票数据

总股本(万股)	70,049.35
流通 A 股(万股)	8,540.38
主要股东:	
中华映管(百慕大)股份有限公司	
主要股东持股比例	71.42%
流通 A 股比例	12.19%

财务比率

ROE	15.64%
ROA	19.51%
资产负债率	39.23%
每股净资产(元)	0.36

2009 年报数据。

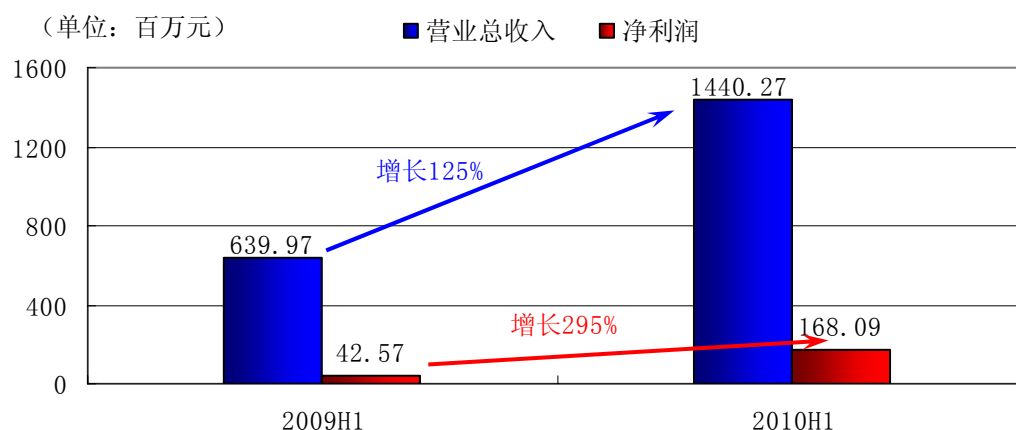
2010年上半年经营回顾

公司于2009年9月实施了重大资产重组方案，共计发行约55583.27万股，向华映百慕大、华映纳闽、福日电子发行股份购买其持有的福建华显、深圳华显、华冠光电和华映视讯等四家LCM公司各75%的股权和206基地资产。方案于2010年3月完成，公司主营业务由经营机电产品转向中大尺寸（10.4"及以上）液晶显示模组。上半年随着行业景气度持续回升，公司业绩实现了大幅提升，每股收益达到0.25元，比去年同期0.08元增长211.46%。

营业收入与净利润双双成倍增长

上半年公司实现合并营业收入14.4亿元，比2009年同期的6.4亿元同比增长125.05%。主营业务均实现大幅度增长，液晶模组加工费为7.05亿元，同比增长82.31%；液晶模组销售额为7.31亿元，同比增长191.10%。主营业务实现大幅增长的主要原因有以下几点：一是经历2008-2009年全球金融危机后液晶显示产业景气度持续回升，模组市场需求旺盛；二是国内已经成为全球液晶模组的最重要生产基地，全球产能持续在向国内转移，公司在资产重组之后，也加大了产能转移进度；三是公司积极推进了各项创效益降成本活动，取得明显成效。

图1：近两年公司营业收入及净利润增长情况



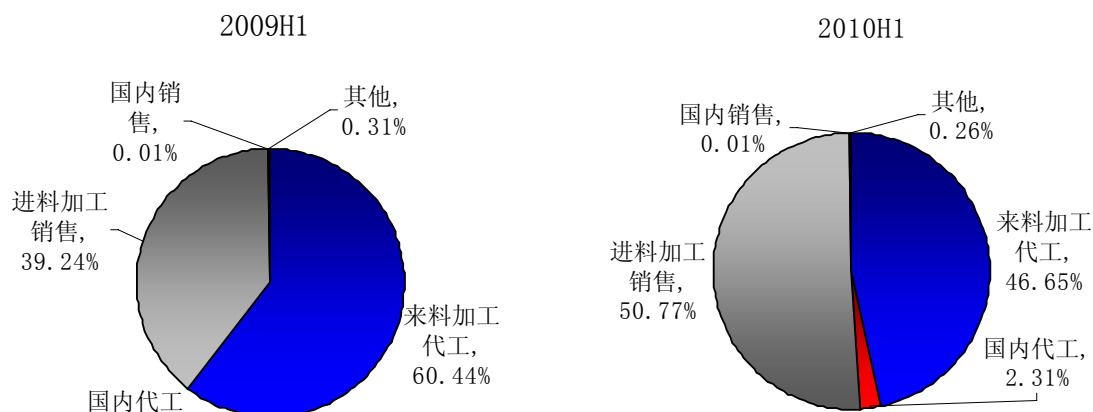
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

因公司营业收入同比增加，毛利率同比提高较多，公司上半年实现营业利润2.70亿元，比去年同期6683万元大幅增长304.04%；归属上市公司净利润为1.68亿元，比去年同期的4257万元增长294.89%，涨幅将近三倍。

从公司营业收入构成比例来看，液晶模组的来料加工代工和进料加工销售是公司营业收入的主要组成部分。上半年公司进料加工销售收入比重同比增加幅度很大，由去年同期的39.24%增长到50.77%；相比之下同期来料加工代工所占比例由60.44%降低到46.65%，主要原因是上半年来料

加工代工销售收入同比增长73.31%，而前者同比增幅达到191.15%。另外，国内代工实现了从无到2.31%的突破。

图1：近两年公司营业收入构成变化情况

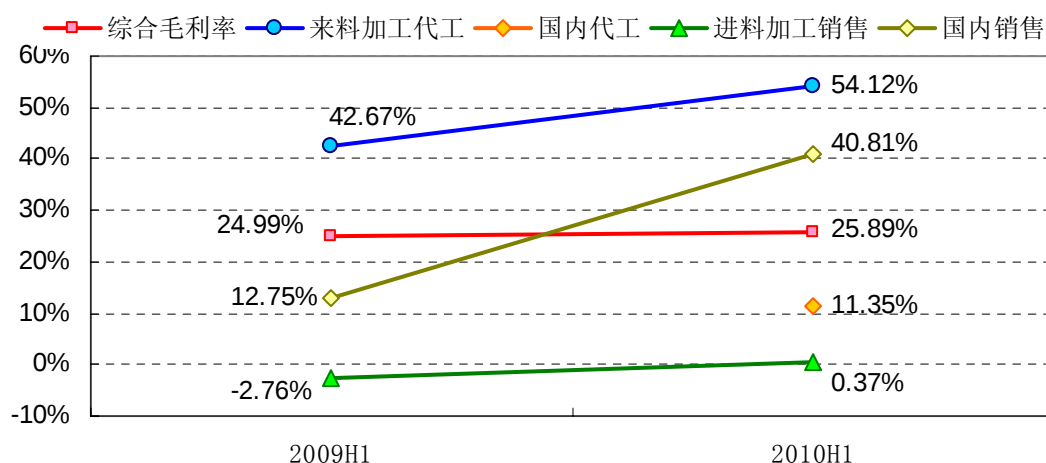


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

综合毛利率进一步得到提升

公司上半年综合毛利率为25.89%，比2009年同期的24.99%上升了0.90个百分点。其中来料加工代工毛利率由42.67%提升到了54.12%，国内销售毛利率由12.75%提升到了40.81%，进料加工销售实现了盈利。主要业务毛利增长幅度都较大，而综合毛利率上升幅度仅有0.9%的主要原因是低毛利的来料加工销售在营业收入中的比重增加较多，影响了综合毛利率的提升。

图2：近两年来闽闽东主要业务毛利率变化情况

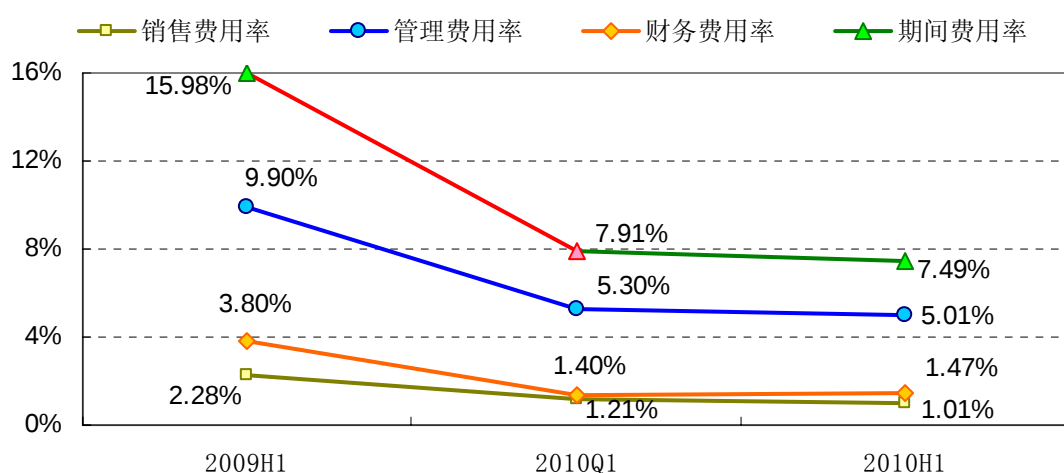


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

期间费用率呈现大幅下降趋势

上半年公司期间费用率由去年同期的15.98%大幅降低至7.49%，其主要要因是由于公司主营业务为来料加工代工生产和销售，在期间费用的数额上相对比较稳定，随着经营规模增长变化较小，上半年随着销售规模大幅增长125%，期间费用率大幅降低。与一季度相比，期间费用率也有一定程度的降低。从分项目来看，上半年销售费用与去年保持在1461万元没有改变；管理费用由6337万元微幅增长13.9%到7218万元，财务费用则由2429万元降低至2120万元。

图1：近两年公司各项费用率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

财务状况处在良好状态

与1季度财务数据相比，由于季节性因素，尽管个别指标出现了一定的下滑，但公司主要财务指标都处在良好的状态。上半年公司年化ROE达到28.47%，销售净利率达到了15.63%，现金流状况以及运营周转情况更加良好。

表1：闽闽东主要财务指标 (单位：%)

财务指标	2010Q1	2010H1
净资产收益率（年化）	35.17%	28.47%
销售净利率	21.11%	15.63%
期间费用率	7.91%	7.50%
资产负债率	36.98%	37.06%
流动比率	1.12	1.28
速动比率	1.06	1.24
存货周转天数（天）	18.32	9.24
应收账款周转天数（天）	83.29	80.11

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资亮点

背靠大树好乘凉

公司控股股东中华映管是全球第七大TFT-LCD生产商，拥有面板制造的核心技术和专利，拥有一条4代线、一条4.5代线和一条6代生产线，其中4及4.5代线主要用于中小尺寸面板，而6代线主要供应用于各种尺寸笔记本电脑。根据中华映管公告，2009年生产TFT大尺寸面板1677万片，中小尺寸面板出货量15042万片。根据公司发展计划，2010年采用LED背光源面板比重超过50%，全年TFT大尺寸面板出货量可达到2891万片，同比增长72.4%；中小尺寸面板出货量可达24401万片，同比增长62.2%。截止2010年上半年，中华映管大尺寸面板出货已经达到1300万片，同比增幅达到90.5%。

目前，中华映管TFT六代线成功导入了四道光罩生产线，将大大提升产能及降低制造成本。公司作为中华映管中大尺寸显示模组的专业代工企业，在未来发展中将基本保持和控股股东的同步增长。

表 2: 中华映管 2009-2010 年度月度收入及出货情况

	2009		2010	
	合并收入 (百万新台币)	大尺寸出货量 (千片)	合并收入 (百万新台币)	大尺寸出货量 (千片)
一月	2618	630	6898	2046
二月	3382	1198	6672	1911
三月	3855	1242	8266	2280
四月	4029	1220	7703	2092
五月	4062	1219	8201	2304
六月	4478	1314	7956	2362
七月	5958	1641		
八月	6845	1809		
九月	6453	1725		
十月	5311	1301		
十一月	5801	1651		
十二月	6056	1822		
合计	58848	16772	45696	12995

数据来源：中华映管公告，广发证券发展研究中心

新产品遐想空间大

中华映管在新产品技术研发方面处在全球领先水平，目前在3D显示技术、触控技术、节能显示技术方面都有良好的技术储备，7"及10.1"触摸屏产品已经获得Windows 7的认证，部分产品已经取得批量生产。随着新

产品快速推向市场，公司将在大尺寸应用的新领域领域取得先发优势。尽管公司收入来源主要是代工制造和销售，但新产品通常价格较贵、利润较高，对于公司经营规模的扩大，以及盈利水平的提高都有积极意义。

表3：中华映管的新技术研发情况

技术类型	主要产品	生产状态
3D显示技术	裸眼式2D/3D可切换显示器	研发成功
	快门眼镜3D显示器	量产
	3D应用软件	研发成功
	37"多层次3D TV	研发成功
触控技术	多点触控的投射电容式触摸屏	研发成功
	多点触控的数位电阻式触摸屏	研发成功
	多种尺寸的光学式触摸屏	研发成功
	内嵌式触控模组	研发成功
节能显示技术	21.5"白光LED显示器，节能50%	量产
	全反射式LCD显示器	研发成功

数据来源：中华映管公告，广发证券发展研究中心

除了在新产品的发展潜力外，公司未来有可能注入大尺寸面板生产线的资产。根据公司2009年9月发布的《关联交易报告书》（修订版）内容，未来在中国台湾政策允许的前提下，公司还计划向液晶面板前中段扩张，进一步增强经营独立性；为表示支持本公司未来扩展产业链的计划的决心，华映百慕大与华映纳闽承诺在次世代大尺寸液晶面板生产线投产并注入到本公司前不减持其持有的本公司股份。

控股厦华电子，实现向下延伸

厦华电子作为公司向终端产品延伸的触角，将有利于充分发挥公司垂直整合后承上启下的作用。公司的控股子公司华映视讯持有厦华电子27%的股份，因此公司间接持有厦华电子27%的股份。由于CRT电视正被快速替代，2006-2008年厦华电子连续岁那年亏损。通过产品转型、市场开拓，厦华电子2009年实现净利润1.02亿元，2010年上半年实现净利润4087万元。尤其值得注意的是，在厦华电子半年报中，厦华的外销收入较去年同期实现52.47%的增长，其中对台湾的出口额较去年同期增长达220.19%，显示了厦华在市场战略布局方面的动向。

具有稳定的业绩承诺保障

公司在《关联交易报告书》（修订版）中提到，华映百慕大、华映纳闽承诺：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，则实际盈利数不足设定目标的差额，由华映百慕大于相关年度报告公告之当年以现

金向存续公司闽闽东补偿。

给予“买入”评级

根据公司《关联交易报告书》（修订版）内容，截止2009年9月份，公司下属4个控股子公司均为模组加工生产企业，产能共计390万片/月，其中液晶模组产能为350万片/月，TV模组40万片/月。其中深圳华显为进料加工销售，生产TV模组，产能为20万片/月，其他三家公司均为来料加工。

根据2010年上半年业绩增长情况，公司产能释放比较充沛，3-4季度为液晶面板出货旺季，对于模组加工企业来讲也是生产旺季。因此，尽管2010年上半年全球液晶行业出现了超预期增长，下半年同比增长幅度有所下降，但我们预计下半年公司仍然能保持同比较快增长。由于季节性原因，预计下半年比上半年环比增长将在20%以上。未来两年公司将受益于中华映管的新产品增长情况，另外6代以上生产线的资产注入可能也会大幅增加公司业务规模。

表4: 闽闽东盈利预测假设表

单位: 百万元

产品	项目	2009H1	2010H1	2010E	2011E	2012E
来料加工代工	销售收入	386.77	671.85	1545.26	1777.04	1954.75
	收入增长率	-	73.71%	-	15%	10%
	毛利率	42.67%	54.12%	53%	53%	53%
国内代工	销售收入	-	33.26	83.15	166.3	266.08
	收入增长率	-	-	-	100%	60%
	毛利率	-	11.35%	15%	15%	15%
进料加工销售	销售收入	251.13	731.17	1462.34	1608.57	1769.43
	收入增长率	-	191.15%		10%	10%
	毛利率	-2.76%	0.37%	1.00%	1.20%	1.50%
国内销售	销售收入	7.43	9.19	0.27	1.35	6.75
	收入增长率	-	23.62%	200%	400%	400%
	毛利率		40.81%	40%	40%	40%
其他	销售收入	0.74	1.83	3.843	4.04	4.24
	收入增长率	-	147.3%	5%	5%	5%
	毛利率	54.6%	43.0%	43%	43%	43%
营业收入		639.97	1440.27	3094.86	3557.30	4001.25
营业收入增长率		-	125.0%	-	14.9%	12.48%
综合毛利率		24.99%	25.89%	27.40%	27.78%	27.67%
销售费用率		2.28%	1.01%	1.00%	0.88%	0.85%
管理费用率		9.90%	5.01%	5.00%	4.80%	4.50%

财务费用率	3.80%	1.47%	1.50%	1.40%	1.30%
期间费用率	15.98%	7.49%	7.50%	7.08%	6.65%

数据来源：广发证券发展研究中心

根据我们的估值模型，2010-2012年，公司营业收入分别为30.95亿元、35.57亿元和40.01亿元，归属母公司所有者的净利润分别为3.78亿元、4.46亿元和5.02亿元，全面摊薄后的每股收益分别为0.54元、0.64元和0.72元。由于公司未来具有一定的资产注入预期，可以给予公司2010年45倍PE，目标价位24.30元，首次给予“买入”评级。

表5：闽闽东利润预测表

单位：百万元

	2009H1	2010H1	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	639.97	1440.27	3094.86	3557.3	4001.25
减：营业成本	480.03	1067.43	2247.02	2568.94	2894.26
营业税金及附加	0	0.10	0.2	0.3	0.4
%营业收入	0	0.00	0	0	0
销售费用	14.61	14.61	30.95	31.30	34.01
管理费用	63.37	72.18	154.74	170.75	180.06
财务费用	24.29	21.20	46.42	49.80	52.02
资产减值损失	0	0.06	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0.18	0	0	0	0
投资净收益	5.99	5.34	0	0	0
二、营业利润	66.83	270.04	615.53	736.20	840.51
加：营业外收入	0.43	11.10	10	10	10
减：营业外支出	1.62	3.07	3	3	3
三、利润总额	65.65	278.07	622.53	743.20	847.51
减：所得税费用	8.89	52.96	118.28	148.64	177.98
%利润总额	13.54	19.05	19%	20%	21%
四、净利润	56.76	225.10	504.25	594.56	669.53
减：少数股东损益	14.19	57.01	126.06	148.64	167.38
五、归属于母公司所有者的净利润	42.57	168.09	378.19	445.92	502.15
六、每股收益（元）	0.06	0.24	0.54	0.64	0.72

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：因公司公告没有披露重组后的2009年年度财务数据，故仅由半年报情况制作盈利预测假设表

风险提示

液晶显示行业景气度下降的风险

液晶显示产业是高资本、高投入、高回报的高风险行业，具有较强的周期性特征，易受宏观经济的影响。当前全球经济面临诸多不确定因素，未来

有可能引起液晶显示行业景气度下降，将会大幅降低公司盈利能力。

资产注入未能实现的风险

根据公司公告，未来台湾产业政策放宽之后，有可能公司在上市公司中注入上游面板生产的资产，并且控股股东承诺在注入此类资产之前不会坚持公司股权，但是存在产业政策不放开的风险。因此，资产注入具有显著的政策性风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

信息技术业 (0107)	徐博卷	2010-07-01
电子行业 2010 年中期投资策略	徐博卷	2010-06-25

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。