



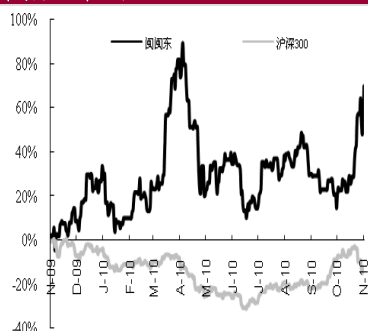
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

电子元器件

2010 年 11 月 22 日

市场数据	2010 年 11 月 19 日
当前价格 (元)	25.81
52 周价格区间 (元)	14.42 -29.40
总市值 (百万)	18079.74
流通市值 (百万)	2003.57
总股本 (万股)	70049
流通股 (万股)	8540
日均成交额 (百万)	119
近一月换手 (%)	221.44
Beta (2 年)	1.09
第一大股东	中华映管(百慕大)股份 有限公司
公司网址	www.mddjg.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
闽闽东	41.0	22.2	69.6
沪深 300	-5.8	9.7	-12.7

相关报告

邱虹天 钱文礼 (协助)
+86 755 21517967
qianwl@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

钱文礼: S0370110110002

闽闽东 (000536)

——多重机遇渐近

评级: 买入

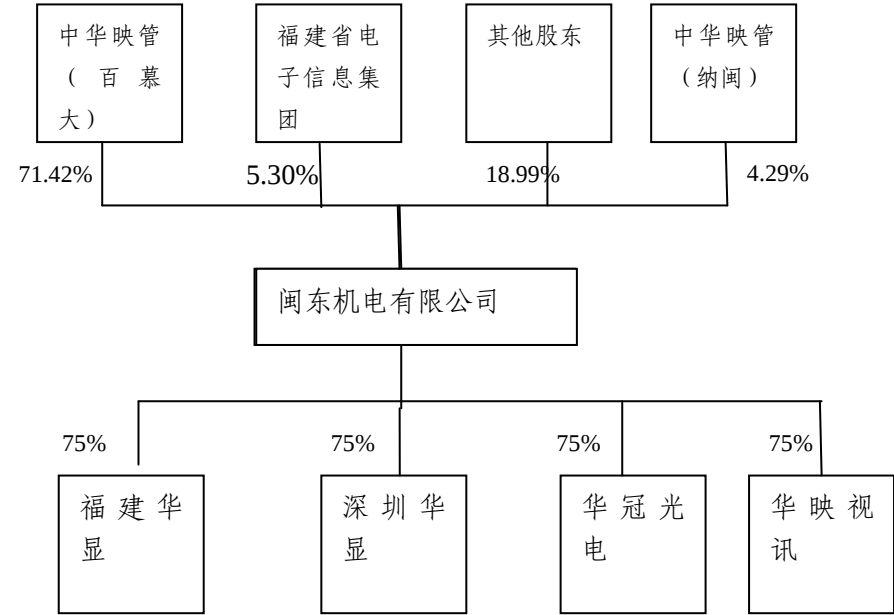
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入 (万元)	10825.63	13142.42	6737.48	31296.66	41472.15	49815.87
增速		21.40%	-48.73%		32.51%	20.12%
归属母公司股东的净利润 (万元)	1963.14	649.57	712.50	3852.71	4833.40	5744.04
增速		-66.91%	9.69%		25.45%	18.84%
EPS (元)	0.28	0.09	0.10	0.55	0.69	0.82

- 公司是国内液晶模组龙头型企业。2009 年 9 月公司实施了重大资产重组, 向华映百慕大, 华映纳闽, 福日电子定向增发 55583.27 万股收购福建华显、深圳华显、华冠光电和华映视讯等四家液晶模组生产公司各 75% 的股权以及 206 基地资产。4 家 LCM 公司共有 38 条液晶模组生产线, 年产能达 4500 万片, 过去 3 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, 公司成功变身成为国内液晶模组龙头型企业。
- 受益面板产业转移。中国大陆已经成为全球液晶面板和模组最重要的生产基地, 近年来已吸引了大量液晶显示配套产业进入投资, 初步形成了产业集聚效应。国内大部分面板产能将在 2012 年释放, 届时中国将由现在的面板进口国变为面板出口国, 国际整机厂商为减少装箱和运输, 会将更多的整机代工订单放到中国电视机和电脑 OEM 厂商, 这势必拉动上游液晶模组需求量增加。公司作为液晶模组龙头型企业必将受益液晶面板产业转移。
- 华映整合势在必行。华映从 2009 年以来一直处于亏损状态, 2010 年前三季度, 华映亏损 96.68 亿台币。华映公司现有除了闽闽东外, 还有台湾 3 家工厂, 马来西亚工厂以及部分技术储备, 其中台湾工厂主要用于生产液晶面板 (面板六代线), 马来西亚工厂主要生产 CRT 电视相关产品, 盈利能力较差。我们认为华映会将整合现有的技术和生产线, 进一步做大做强上市公司, 进而将业务重心从台湾转移到大陆。
- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 31296.66 万元, 41472.15 万元和 49815.87 万元, 净利润分别为 3852.71 万元, 4833.40 万元和 5744.04 万元, 对应每股收益分别为 0.56 元, 0.69 元和 0.82 元, 结合目前液晶显示器相关上市公司估值我们给予公司 2011 年市盈率为 45 倍, 目标价为 31.05 元, 给予买入评级。

公司是国内液晶模组制造龙头

公司 是 于 1993 年 经 改 制 后 成 立 的 股 份 有 限 公 司 ， 主 营 各 种 电 机 产 品 和 水 泵 ， 兼 营 房 地 产 、 商 业 贸 易 和 广 告 等 业 务 。 2009 年 9 月 公 司 实 施 了 重 大 资 产 重 组 ， 向 华 映 百 慕 大 ， 华 映 纳 闽 和 福 日 电 子 定 向 增 发 55583.27 万 股 收 购 福 建 华 显 、 深 圳 华 显 、 华 冠 光 电 、 华 映 视 讯 等 四 家 液 晶 模 组 生 产 公 司 各 75% 的 股 权 和 206 基 地 资 产 。 4 家 LCM 公 司 共 有 38 条 液 晶 模 组 生 产 线 ， 年 产 能 达 4500 万 片 。 过 去 3 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 ， 公 司 成 功 变 身 成 为 国 内 液 晶 模 组 龙 头 型 企 业 。

图表 1 公司股权结构



数据来源：公司公告 金元证券研究所

面板产业向国内转移带动 拉动下游液晶模组订单增加

国际面板投资热情正逐步冷却，国内面板投资十分火热，目前已经达产的基本都是 5-6 代线，国内有多家企业正在投资建设 7-8 代线，大部分在 2010 年和 2011 年达产。同时为抢占大陆面板市场台湾地区和韩国也放松了各自企业在大陆建厂的要求，多家台资企业和韩资企业的 7—8 代线在建设或审批过程当中，三星电子和 LG 显示器将分别宣在国内建设一条 7.5 代和一条 8.5 代液晶面板生产线。

图表 2 国内已建、在建液晶面板生产线

世代	主要投资方					合计生产 线条数
5	京东方	SVA-NEC(深天马)	IVO 龙腾光电	Century 世纪光电		4
6		京东方	CEC			2
7.5		三星	AUO 友达			2
8	CEC	LG Display	TCL 光电	Long Fei 龙飞 京东方(2条)	Century 世纪	7

数据来源：金元证券研究所

中国大陆已经成为全球液晶显示产品最重要的生产基地，一方面随着经济的高速发展和居民生活水平的不断提高，对液晶显示产品的需求持续高速增长，占全球需求量比例逐年上升；另一方面中国大陆近年来已吸引了大量液晶显示配套产业进入投资，初步形成了产业集聚效应。国内面板产能将在 2012 年释放，届时中国将由现在的面板进口国变为面板出口国，国际整机厂商为减少装箱和运输，势必会将更多的订单放到中国电视机和电脑 OEM 厂商，这必将拉动国内液晶模组需求量增加。目前公司正由来料加工向自主生产销售转变，未来我们预计自主生产销售收入占比将逐步提升，国内订单会逐步增加。

图表 3 公司各工厂产能

名称	最大产能(万片/月)	主要产品
福建华显	90	15、17、20、22 寸 IT 用液晶模组
深圳华显	20	32、37 寸 TV 用液晶电视模组
华冠光电	120	17、19、22 寸 IT 用液晶模组
华映视讯	160(含 TV 用模组 20 万片)	14.1、15、17、19/18.5、20、22、26 寸液晶模组

数据来源：金元证券研究所

目前公司参股 27%的厦华电子经营正逐步好转，未来公司有望拿到更多厦华电子液晶电视机模组订单，对公司的逐步提升公司销售收入水平。

华映迎来整合为公司带来机遇

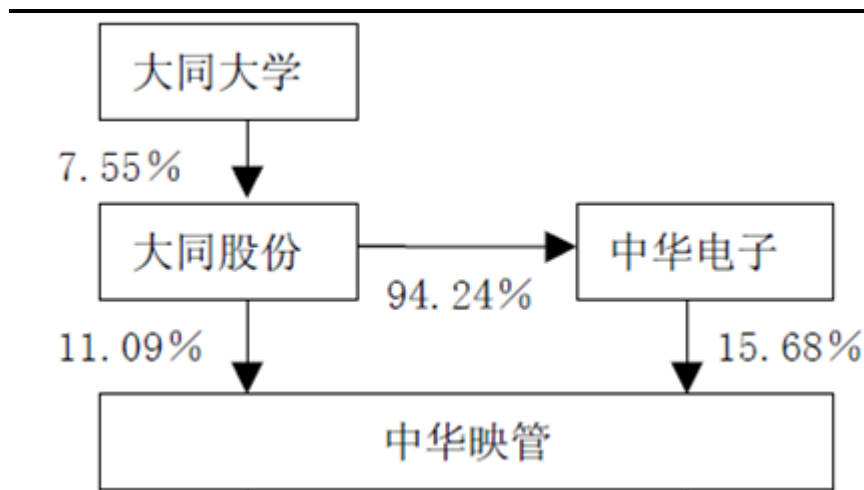
华映多次传出要与其他面板厂商合并，根据 2010 年 11 月 12 日路透中文报道友达正与华映商讨洽购事宜（见路透中文《友达正与华映接

触，洽谈收购事宜》），华映在证交所发布公告也指出，对产业整合一向秉持开放态度，也不排除与同业以及上下游厂商合作之可能。

友达由于旗下缺乏自有品牌电视等终端产品的出口，规模也不如全球前二大的三星及 LG，因此一直苦于无法拉近与韩厂的差距，若友达与华映合并成功，友达将获得品牌电视终端，这也是友达的动力所在，也是市场不时传出两家公司合并消息的动因。

我们暂且不讨论友达和华映的合并前景，单就华映本身的经营状况而言，目前华映对本身的业务整合也是势在必行。华映从 2009 年以来一直处于亏损状态，为了健全财务，在今年 5 月底时宣布减资近千亿台币，减资比例高达六成，减资后股本降至 649 亿台币。2010 年前三季度，华映亏损 96.68 亿台币，即使华映不被友达合并华映也势必整合自身业务。目前闽闽东旗下四家公司是华映盈利最好的资产，闽闽东也是华映绝好的在大陆进行业务和资本运作的平台，我们认为公司将以闽闽东为主体进行业务整合。华映公司现有除了闽闽东资产外，还有台湾 3 家工厂，主要用于生产液晶面板（面板六代线）；马来西亚工厂，主要用于生产 CRT 电视相关产品；以及部分技术储备，除闽闽东外其他资产盈利能力较差。华映有可能整合现有的技术和生产线，进一步做大做强上市公司，进而将业务重心从台湾转移到大陆。

图表 4 华映股权结构



数据来源：公司公告 金元证券研究所

下游去库存过程正接近尾声，显示器行业有望触底反弹

据北京中怡康时代市场研究有限公司测算，2010 年前三季度，中国彩电市场零售总规模 3036 万台，销售规模 1118 亿元，分别同比增长 5.3%、24.5%。其中，液晶电视零售量为 2536 万台，同比增长 46.5%。根据 DJ 财经报道，今年十一假期的国内液晶电视销售情况大约 550 万

台，顺利实现去化库存，预计中国大陆今年 LCD TV 出货量估计可达 3700 万台，同比增长 28%。国庆节电视机销量通常占大陆电视整年销量的 20%-25%，黄金周的表现对各大彩电厂商的业绩和库存水平有重大影响，同时也会影响农历新年期间的库存回补需求。若果按照媒体报道 7 月彩电库存 2000 万台（估计偏高，根据我们估计市场库存应该在 1200-1500 万台左右）计算，已过 7,8,9 三个月和国庆节黄金周后市场整体库存水平应当下滑到 1100 万台左右（根据我们估计应该为 300-600 万台），库存已经达到正常水平，未来四季度和 2011 年一季度是彩电销售旺季，库存还将持续下降，因此未来库存有回补的趋势，回补时点应该在 4 季度后期，大尺寸面板出货量下滑的局面将得到扭转。

根据 WitsView 调查，十月份商用的 17 寸、19 寸与定位在入门机种的 18.5 寸等面板出货量在连续走跌三个月之后，十月份出货开始上扬，十月较九月份环比增长 5% 以上。12.1 寸以下的小笔记本电面板出货也出现 10% 的高成长，短期内电脑和电视机出货量下滑的态势基本得以稳定。目前 32 寸及以上面板价格跌幅缩小，26 寸机以下面板已经止跌，也显示了下游对面板需求正逐步企稳。

图表 5 大尺寸面板报价 单位 美元

大小(寸)	7 月	8 月	9 月	10 月
26	135	123	119	116
32	196	180	169	162
37	238	226	216	212
42	318	295	283	270
46	465	440	420	380
17	69	62	56	56
19	74	67	59	59
22	102	90	79	78

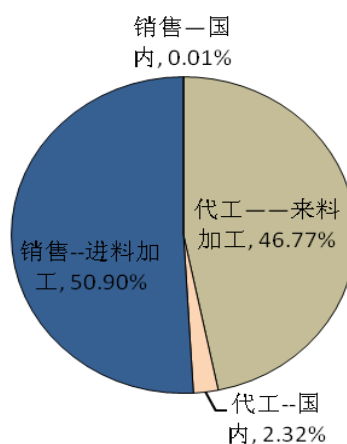
数据来源: Displaysearch 金元证券研究所

财务分析与盈利预测

■ 目前公司收入主要来自料加工和进料加工

2010 年上半年公司液晶模组来料加工和进料加工收入分别为 6.7 亿元和 7.3 亿元，其中主来料加工是利润的主要来源。公司国内代工收入也达到 3326 万元，伴随国内电视机和个人电脑产量的不断增加（未来增速有望保持在 12% 以上），公司正由单靠国外代工转向内外并举。液晶模组销售也开始起步，未来有望代工和自主生产销售齐头并进。

图表 6 公司收入构成

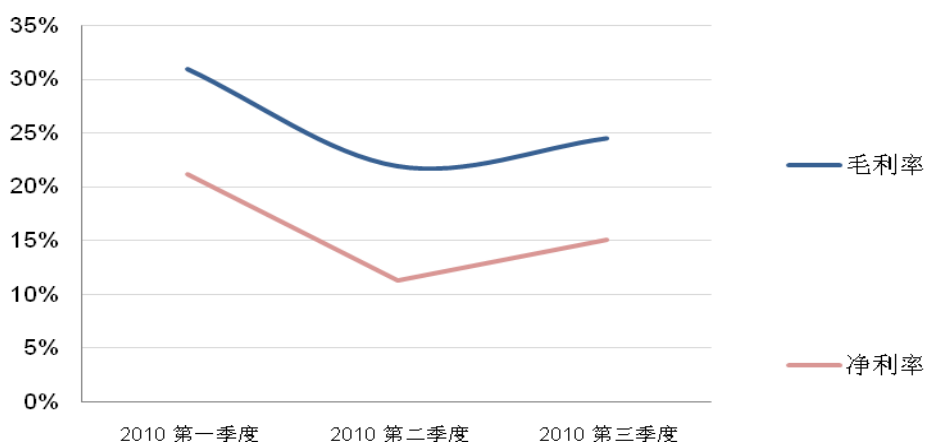


数据来源: WIND 金元证券研究所

■ 毛利率维持稳定

公司毛利率维持在 26% 左右, 净利率维持在 8% 左右, 由于液晶模组代工和销售属于资本和劳动密集型行业, 超薄、3D 显示等形式是目前电视机和电脑显示器技术进步方向, 对液晶模组的技术要求越来越高, 因此液晶模组制造有进一步专业化的趋势, 行业壁垒将越来越高, 因此我们认为公司未来毛利率也将保持稳定。

图表 7 公司毛利率



数据来源: WIND 金元证券研究所

■ 盈利预测

预计公司 2010-2012 年各子公司液晶模组的产量为:

图表 8 公司各工厂产量预测 单位 片

	2010	2011	2,012
福建华显	7,633,800	9118574.1	10725540.41
深圳华显	1,843,000	2125347.6	2446912.692
华冠光电	8,706,000	9858674.4	11104810.84
华映视讯	11,275,068	13288795.14	15223643.72
合计	29,457,868	34,391,391	39,500,908

数据来源：金元证券研究所

各种面板总量分别达到 29,457,868 片，34,391,391 片和 39,500,908 片，公司毛利率维持稳定在 26% 左右。

预计公司 2010-2012 年收入分别为 31296.66 万元，41472.15 万元和 49815.87 万元净利润分别为 3852.71 万元，4833.40 万元和 5744.04 万元，对应每股收益分别为 0.56 元，0.69 元和 0.82 元，结合目前液晶显示器相关上市公司估值我们认为目标价在 31.05 元，对应 2011 年市盈率为 45 倍，给予买入评级。

图表 9 利润表预测 单位 万元

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	10825.63	13142.42	6737.48	31296.66	41472.15	49815.87
营业成本	9148.64	11519.81	5814.32	22915.41	30419.82	36679.42
营业税金及附加	140.52	63.89	150.93	701.10	929.05	1115.96
占营业收入百分比	1.30%	0.49%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%
销售费用	332.97	388.98	395.42	312.97	414.72	498.16
占营业收入百分比	3.08%	2.96%	5.87%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用	2618.35	1553.21	1207.66	1596.13	2115.08	2540.61
占营业收入百分比	24.19%	11.82%	17.92%	5.10%	5.10%	5.10%
利息费用	187.00	220.22	87.00	164.74	157.32	136.35
占比	1.73%	1.68%	1.29%	1.47%	1.47%	1.47%
其他财务费用	7.21	(38.96)	8.45	7.83	8.14	7.99
占营业收入百分比	0.07%	-0.30%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	(63.08)	25.68	20.77	23.22	22.00	22.61
其他经营性净收益	(0.00)	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
税前经营利润	(1545.98)	(590.40)	(947.06)	5279.93	6953.70	8218.83

经营利润所得税	(599.20)	(19.55)	(669.80)	1319.98	1738.43	2054.71
所得税率	33.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
税后经营利润	(946.78)	(570.86)	(277.26)	3959.95	5215.28	6164.12
对联营和合营企业的投资收益	1050.82	1344.88	816.81	1070.84	1077.51	988.39
其他非经营性收益	3697.27	(79.46)	2571.65	2063.15	1518.45	2051.08
税前非经营利润	4748.09	1265.43	3388.46	3133.99	2595.96	3039.47
非经营利润所得税	1840.28	41.90	2396.45	2216.48	1835.96	2149.63
税收减免或返还	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
税后非经营利润	2907.81	1223.53	992.02	917.52	760.00	889.84
税后利润合计	1961.03	652.67	714.75	4877.47	5975.28	7053.96
少数股东损益	(2.12)	3.10	2.25	1024.76	1141.88	1309.92
少数股东损益/税后利润合计	(0.00)	0.00	0.00	0.21	0.19	0.19
归属母公司股东的净利润	1963.14	649.57	712.50	3852.71	4833.40	5744.04
EPS(元)	0.28	0.09	0.10	0.55	0.69	0.82

数据来源: WIND 金元证券研究所

风险分析

下游电视机和电脑需求放缓,会导致公司订单减少业绩低于预期。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.