2016 年 9 月 26 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6532 TT	未評等	瑞耘的投資評等為未評等，主要理由如下：
瑞耘	目標價	(1) 1H16整體營收及獲利表現出現下滑，整體營運狀況表現不佳但未來三季營收逐季走高；
	-	(2) 新品效益待觀察，以2017年EPS及興櫃價格29.62元計算，PER16.5X，高於同業平均。

研究員 呂金源
alumi@jsun.com

近期投資評等

09/26/2016	未評等

公司基本資料

收盤價(元)(09/23/2016)	29.62
股本(百萬元)	316.27
總市值(億元)	9.37
每股淨值(元)	13.42
外資持股比(%)	NA
投信持股比(%)	NA
近 20 日均量(張)	NA
融資餘額(09/23/2016)	N.A

重點摘要

◆ **蝕刻設備關鍵零組件耗材專業代工廠：**瑞耘科技成立於 1998 年，主要為半導體蝕刻設備關鍵零件供應商，2010 年與美商應材正式簽約，成為其專業代工廠，主要提供美商應材蝕刻設備中的真空腔體、氣體擴散板、腔體襯套、氣體分流盤以及晶圓夾持環。然就其整體產品結構而言，自有品牌濕製程設備約佔營收 20%，OEM 中晶圓夾持環約 52%、擴散板 12%，其他 16%。

◆ **1H16 表現不佳 2H16 展望樂觀：**半導體產業自 2H15 開始進行庫存調整，整體景氣自 1H16 開始緩步復甦，設備廠為景氣落後指標，因此公司 1H16 整體營收及獲利表現出現明顯下滑。公司 1H16 營收 1.29 億元(YoY-24%)，毛利率 30.63%，較去年同期下降 1.9ppts，稅後淨利 866 萬元(YoY-70%)，EPS 0.3 元(以現增後股本計算 EPS 0.27 元)，整體營運狀況表現不佳。由於半導體產業庫存去化順利，景氣快速回升，北美半導體設備 BB Ratio 已出現連續 9 個月站在景氣榮枯點 1 以上。公司表示由於自有品牌濕製程設備出貨回溫，加上耗材類產品隨著景氣回升而提升需求，預期未來 3 季營收可望逐季走高，且由於比較基期相對較低，YoY 將有雙位數成長。

◆ **新產品靜待客戶認證通過：**公司推出二項新產品：晶圓加熱器以及靜電吸盤。其中靜電吸盤單價約 6~8 萬美元，就美商應材代工方面處於第一階段認證(毛利率約 50%)，在美商應材通過後，仍需經過終端客戶最後認證。自有品牌已有客戶進行終端客戶認證(毛利率約 70%)，2014 年靜電吸盤市場規模約 90 億台幣，日商 SHIMCO 為領導廠商。晶圓加熱器關鍵技術為陶瓷鍍膜以及真空硬焊，目前陶瓷鍍膜已通過美商應材認證通過，現正進行真空硬焊認證，產品單價約 1~1.5 萬美元，毛利率估計為 50%。

單位:百萬元	2016F	2017F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F
營業收入淨額	292	364	66	62	78	86	90	86
營業毛利	92	120	21	18	25	28	29	28
營業利益	53	66	15	12	11	14	15	15
稅後純益	32	57	6	3	10	13	14	11
稅後 EPS (元)	1.01	1.80	0.18	0.09	0.33	0.40	0.44	0.35
毛利率 %)	31.31	32.29	32.45	28.70	31.50	32.15	32.14	32.4
營業利益率(%)	18.17	17.44	22.63	20.00	14.70	16.55	17.14	17.04
稅後純益率(%)	10.87	15.12	8.72	4.67	13.24	14.90	15.43	12.79
營業收入 YoY/QoQ (%)		24.61		-5.78	25.00	10.00	5.00	-5.00
營 利益 YoY/QoQ (%)		23.38		-16.75	-8.12	23.84	8.75	-5.55
稅後純益 YoY/QoQ (%)		78.75		-49.56	254.48	23.83	8.74	-21.28

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **蝕刻設備關鍵零組件耗材專業代工廠**

瑞耘科技成立於 1998 年，主要為半導體蝕刻設備關鍵零件供應商，2010 年與美商應材正式簽約，成為其專業代工廠，主要提供美商應材蝕刻設備中的真空腔體、氣體擴散板、腔體襯套、氣體分流盤以及晶圓夾持環。然就其整體產品結構而言，自有品牌濕製程設備約佔營收 20%，OEM 中晶圓夾持環約 52%、擴散板 12%，其他 16%。

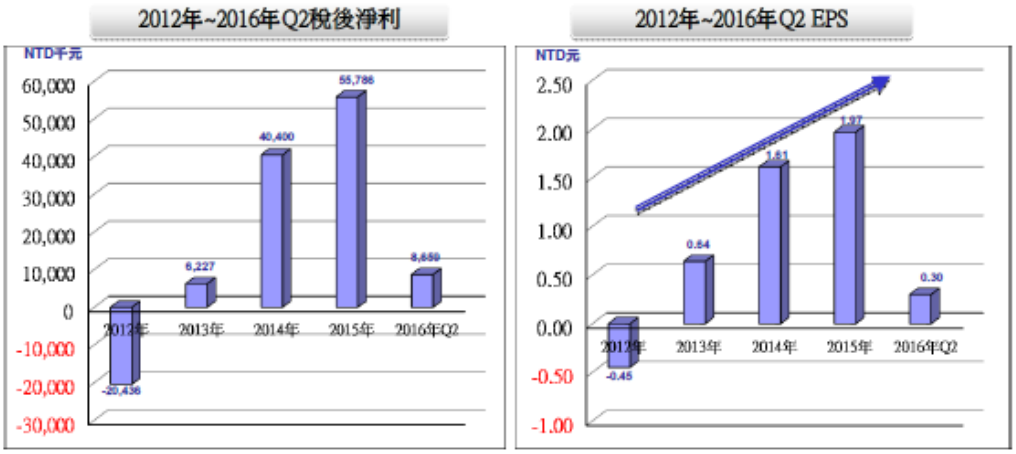
圖一、瑞耘主要產品應用

資料來源：瑞耘科技

◆ **受半導體庫存調整影響，1H16 表現不佳**

半導體產業自 2H15 開始進行庫存調整，整體景氣自 1H16 開始緩步復甦，設備廠為景氣落後指標，因此公司 1H16 整體營收及獲利表現出現明顯下滑。公司 1H16 營收 1.29 億元(YoY-24%)，毛利率 30.63%，較去年同期下降 1.9ppts，稅後淨利 866 萬元(YoY-70%)，EPS 0.3 元(以現增後股本計算 EPS 0.27 元)，整體營運狀況表現不佳。

圖二、最近年度營運實績



資料來源：瑞耘科技

◆ **受惠半導體景氣復甦，2H16 展望樂觀**

由於半導體產業庫存去化順利，景氣快速回升，北美半導體設備 BB Ratio 已出現連續 9 個月站在景氣榮枯點 1 以上。公司表示由於自有產品濕製程設備出貨回溫，加上耗材類產品隨著景氣回升而提升需求，預期未來三季營收可望逐季走高，且由於比較基期相對較低，YoY 將有雙位數成長。

◆ **新產品靜待客戶認證通過**

公司推出 2 項新產品：晶圓加熱器以及靜電吸盤。其中靜電吸盤單價約 6~8 萬美元，就美商應材代工方面處於第一階段認證(毛利率約 50%)，在美商應材通過後，仍需經過終端客戶最後認證。自有品牌已有客戶進行終端客戶認證(毛利率約 70%)，2014 年靜電吸盤市場規模約 90 億台幣，日商 SHIMCO 為領導廠商。晶圓加熱器關鍵技術為陶瓷鍍膜以及真空硬焊，目前陶瓷鍍膜已通過美商應材認證通過，現正進行真空硬焊認證，產品單價約 1~1.5 萬美元，毛利率估計為 50%。

◆ **受惠半導體景氣回升，重回成長**

日盛預期 2016 年瑞耘營收 2.92 億元，營業利益 0.53 億元，稅後淨利 0.32 億元，EPS 1.01 元。2017 年由於產業復甦將上新產品貢獻，預計營收 3.64 億元(YoY+24.61%)，其中假設新產品貢獻 800 萬營收，佔營收比重為 5.3%，毛利率上升至 32.29%，營業利益 0.66 億元(YoY+23.38%)，稅後淨利 0.57 億元(YoY+78.75%)，EPS 1.8 元。

免責聲明	本研究報告僅供本公司特定客戶參考。 客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。 本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。 非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股