

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2392 TT	中立	正崙的投資評等為中立，主要理由如下：
正崙	目標價 41	(1) 2017年通路部分看法保守，需於4Q17方可望回溫； (2) 整體營運相對平淡，目前評價並未偏低。

研究員 曾德璋  
 104507@jusun.com

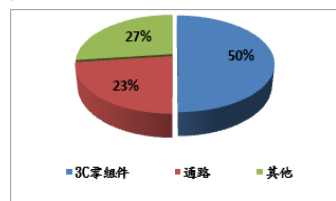
近期投資評等

日期	評等
03/17/2017	持有/中立

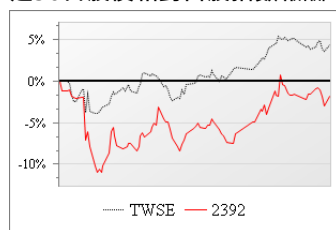
公司基本資料

收盤價(元)(03/16/2017)	38.70
股本(百萬元)	5,123
總市值(億元)	198.3
每股淨值(元)	20.37
外資持股比(%)	11.14
投信持股比(%)	2.84
近 20 日均量(張)	1,057
融資餘額(03/16/2017)	8,485

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2016F	2017F	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
營業收入淨額	90,466	97,270	26,259	27,409	17,869	19,119	29,444	30,838
營業毛利	8,981	10,219	2,575	2,836	1,747	1,993	3,281	3,199
營業利益	117	1,696	340	574	64	203	787	642
稅後純益	819	1,622	231	553	148	245	668	560
稅後 EPS (元)	1.60	3.17	0.45	1.08	0.29	0.48	1.30	1.09
毛利率(%)	9.93	10.51	9.81	10.35	9.78	10.42	11.14	10.37
營業利益率(%)	0.13	1.74	1.30	2.09	0.36	1.06	2.67	2.08
稅後純益率(%)	0.91	1.67	0.88	2.02	0.83	1.28	2.27	1.82
營業收入 YoY/QoQ (%)	-16.42	7.52	42.44	4.38	-34.81	7.00	54.00	4.74
營業利益 YoY/QoQ (%)	-60.16	1,347.71		68.57	-88.86	217.63	287.53	-18.35
稅後純益 YoY/QoQ (%)	-50.37	98.04	1,915.05	139.52	-73.17	65.23	172.39	-16.21

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

重點摘要

- ◆ **正崙4Q16營收增加，但低於公司預期：**正崙4Q16合併營收274.1億元，QoQ+4.4%，YoY-17.13%，營收增加主要因通路部分4Q16在Apple新款手機開始拉貨下，營運達全年高峰，不過整體來說受到產品缺貨影響，營收增加幅度不如公司預期，日盛預期正崙4Q16獲利有望優於3Q16，主要因營收規模增加及業外可望有匯兌收益貢獻。2016年來，通路部分衰退YoY-48%，主要因Apple產品銷售狀況不佳，且4Q16雖為通路旺季，不過整體仍受缺貨影響，而3C零組件+製造部分則衰退YoY-7%，1H16因產品良率不佳影響整體獲利水準。正崙2016年產品比重：3C零組件佔48%、通路佔14%、其他佔38%。
- ◆ **2017年通路部分仍保守看待：**正崙通路皆為Apple相關產品，目前經營地區包含台灣、中國、香港，以目前來看，公司預期通路部分1Q~3Q17營收將持續衰退，主要因iPhone 7整體動能仍不佳，不過4Q17在新款iPhone推出後可望回復成長，目前公司策略上將不會再持續展店，未來公司將持續提高其他配件的銷售，以毛利率來看，配件毛利率也高於手機、平板等產品，預期2017年通路營收將衰退YoY-5%~-10%。
- ◆ **成長來自主要客戶新產品推出及藍芽耳機貢獻：**展望2017年，公司預期1H17將仍為營運淡季，不過整體表現可望較1H16佳，2017年成長動能主要來自主要客戶新產品推出、電動車電池模組成長及藍芽耳機貢獻，其中電動車模組由於基期較低，對整體營收貢獻仍不高，不過未來可望在電動車產業持續成長下逐漸發酵。公司預期製造部分營收可望成長YoY+10%以上，而通路在持續衰退下，佔正崙營收比重持續下滑。業外部分，公司每年皆有處分轉投資立訊的持股並認列收益，以維持獲利及配息。日盛預估正崙2017年合併營收YoY+7.5%，稅後EPS 3.17元。考量正崙2017年營運持穩，股價並未偏低，故給予中立評等。

◆ 公司簡介

正崙精密成立於1986年，產品原以連接器及連接線為主，發展至今包含電源管理及能源模組，並已延伸到無線通訊及光學產品，另外通路銷售為Studio A，銷售Apple產品及周邊配件。主要客戶包含Apple、微軟、中國手機品牌廠商等，電池模組則以電動車模組為主。

正崙2016年產品比重：3C零組件佔48%、通路佔14%、其他佔38%。以毛利率來看，通路約在5%~7%之間，而傳統製造部分則為10%~15%。

圖一、正崙主要產品



資料來源：正崙

◆ 正崙4Q16營收增加，但低於公司預期

正崙4Q16合併營收274.1億元，QoQ+4.4%、YoY-17.13%，營收增加主要因通路部分4Q16在Apple新款手機開始拉貨下，營運達全年高峰，不過整體來說受到產品缺貨影響，營收增加幅度不如公司預期，日盛預期正崙4Q16獲利有望優於3Q16，主要因營收規模增加及業外可望有匯兌收益貢獻。2016年來看，通路部分衰退YoY-48%，主要因Apple產品銷售狀況不佳，且4Q16雖為通路旺季，不過整體仍受缺貨影響，而3C零組件+製造部分則衰退YoY-7%，1H16因產品良率不佳影響整體獲利水準。

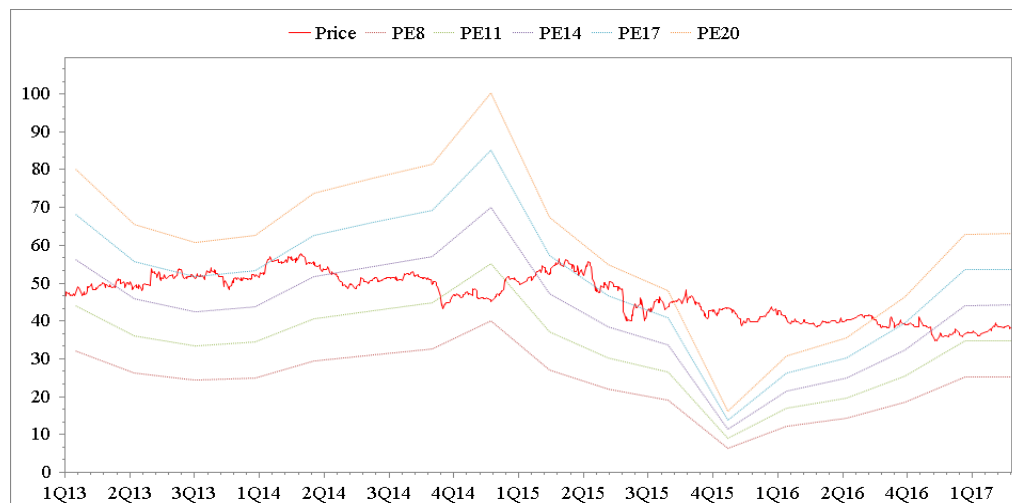
◆ 2017年通路部分仍保守看待

正崙通路皆為Apple相關產品，目前經營地區包含台灣、中國、香港，以目前來看，公司預期通路部分1Q~3Q17營收將持續衰退，主要因iPhone 7整體動能仍不佳，不過4Q17在新款iPhone推出後可望回復成長，目前公司策略上將不會再持續展店，未來公司將持續提高其他配件的銷售，以毛利率來看，配件毛利率也高於手機、平板等產品，預期2017年通路營收將衰退YoY-5%~-10%。

◆ 成長來自主要客戶新產品推出及藍芽耳機貢獻

展望2017年，公司預期1H17將仍為營運淡季，不過整體表現可望較1H16佳，2017年成長動能主要來自主要客戶新產品推出、電動車電池模組成長及藍芽耳機貢獻，其中電動車模組由於基期較低，對整體營收貢獻仍不高，不過未來可望在電動車產業持續成長下逐漸發酵。公司預期製造部分營收可望成長YoY+10%以上，而通路在持續衰退下，佔正歲營收比重持續下滑。業外部分，公司每年皆有處分轉投資立訊的持股並認列收益，以維持獲利及配息。日盛預估正歲2017年合併營收YoY+7.5%，稅後EPS 3.17元。考量正歲2017年營運持穩，股價並未偏低，故給予中立評等。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20170317	中立	41.0
20160921	持有	42.0
20160519	持有	44.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年3月17日

**損益表**

單位：百萬元	2015	2016F	2017F	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
營業收入淨額	108,233	90,466	97,270	33,076	18,363	18,435	26,259	27,409	17,869	19,119	29,444	30,838
營業毛利	9,999	8,981	10,219	2,677	1,598	1,972	2,575	2,836	1,747	1,993	3,281	3,199
營業費用	9,704	8,864	8,523	2,859	2,210	2,157	2,235	2,263	1,683	1,790	2,494	2,557
營業利益	294	117	1,696	-182	-612	-185	340	574	64	203	787	642
營業外收支	2,555	1,102	466	575	732	264	-58	164	134	124	104	104
稅前純益	2,849	1,219	2,162	393	120	79	282	738	198	327	891	746
稅後純益	1,650	819	1,622	250	23	11	231	553	148	245	668	560
最新股本	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123	5,123
稅後 EPS (元)	3.22	1.60	3.17	0.49	0.05	0.02	0.45	1.08	0.29	0.48	1.30	1.09
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	9.24	9.93	10.51	8.09	8.70	10.70	9.81	10.35	9.78	10.42	11.14	10.37
營業利益率	0.27	0.13	1.74	-0.55	-3.33	-1.00	1.30	2.09	0.36	1.06	2.67	2.08
稅前純益率	2.63	1.35	2.22	1.19	0.65	0.43	1.07	2.69	1.11	1.71	3.03	2.42
稅後純益率	1.52	0.91	1.67	0.76	0.13	0.06	0.88	2.02	0.83	1.28	2.27	1.82
<b>YoY(%)</b>												
營收	18.85	-16.42	7.52	14.40	-14.76	-14.58	-18.02	-17.13	-2.70	3.71	12.13	12.51
營業利益	-83.13	-60.16	1,347.71	-0.18			-60.77				131.17	11.97
稅前純益	0.28	-57.21	77.39	-72.83	-78.52	-86.15	-78.72	87.66	65.23	312.45	215.84	1.18
稅後純益	-7.64	-50.37	98.04	-70.84	-90.00	-92.07	-77.45	121.29	542.99	2,039.52	189.22	1.18
<b>QoQ(%)</b>												
營收				3.26	-44.48	0.39	42.44	4.38	-34.81	7.00	54.00	4.74
營業利益				-20.17				68.57	-88.86	217.63	287.53	-18.35
稅前純益				-70.34	-69.53	-33.81	255.72	161.56	-73.17	65.23	172.39	-16.21
稅後純益				-75.60	-90.77	-50.34	1,915.05	139.52	-73.17	65.23	172.39	-16.21

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

**資產負債表**

單位：百萬元	2014	2015	3Q16
流動資產	34,768	39,766	38,863
現金及約當現金	7,435	7,314	7,247
公允價值衡量金融資產	0	0	0
備供出售金融資產	0	0	0
以成本衡量之金融資產	0	0	0
存貨	7,557	12,009	10,429
非流動資產	31,523	36,159	32,810
公允價值衡量金融資產	0	0	0
不動產、廠房及設備	20,246	22,094	20,538
無形資產	2,811	2,832	2,702
資產總計	66,290	75,925	71,673
流動負債	28,922	36,240	35,589
短期借款	10,267	11,138	12,884
非流動負債	8,264	10,243	9,548
負債總計	37,186	46,483	45,138
股本	5,123	5,123	5,123
普通股股本	5,123	5,123	5,123
資本公積	9,420	9,408	9,403
保留盈餘	8,705	9,308	8,532
庫藏股票	0	0	0
股東權益	29,104	29,442	26,535
每股淨值(元)	50.02	50.41	45.32
流動比率(%)	120.21	109.73	109.20
速動比率(%)	91.14	72.52	76.20
應收帳款週轉率(%)	4.65	5.78	1.51
負債比率(%)	56.10	61.22	62.98
稅後股東權益報酬率(%)	7.10	6.41	0.99

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2014	2015	3Q16
繼續營業單位稅前損益	2,841	2,849	481
折舊及攤提費用	3,525	3,671	2,787
利息費用	299	340	276
股利收入	0	0	0
權益法認列關聯企業損益	-273	-231	-345
處分不動產、廠房及設備	49	161	15
處分權益法之投資損益	0	0	0
未實現外幣兌換損益	0	0	0
應收帳款增減	2,507	-992	-661
存貨增減	2,276	-4,452	1,580
應付帳款增減	-4,537	4,194	-1,324
營業活動現金流量	3,015	4,204	1,183
公允價值衡量金融資產增減	0	0	0
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	0
權益法長期股權投資增減	-1,010	-902	0
取得不動產、廠房及設備	-3,582	-5,644	-3,011
處分不動產、廠房及設備	388	433	205
投資活動現金流量	-3,597	-5,837	-1,612
短期借款增減	357	871	1,746
長期借款增減	61	1,701	-94
公司債發行	0	0	0
公司債償還	0	0	0
現金增資	0	0	0
發放現金股利	-1,518	-1,025	-1,025
庫藏股票增減	0	0	0
籌資活動現金流量	-455	1,421	627
淨現金流量	-482	-121	-67

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年3月17日

## 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