

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3041 TT 揚智	買進 目標價 25	揚智的投資評等由中立調整至買進，目標價25元，潛在空間18.2%，揚智雖2Q~3Q17營運大致仍呈低迷態勢，但中期將受惠於印度第四期標案貢獻，長期與創維數字合作，將新增晶片銷售的出海口。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

重點摘要

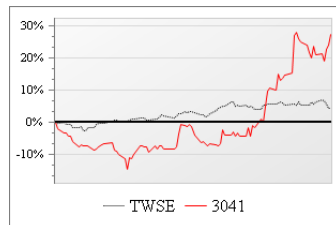
近期投資評等

08/14/2017	買進
05/05/2017	持有/中立
05/16/2016	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(08/11/2017)	21.15
股本(百萬元)	3,026
總市值(億元)	64
每股淨值(元)	17.63
外資持股比(%)	5.89
投信持股比(%)	1.38
近 20 日均量(張)	10,268
融資餘額(08/11/2017)	23,155

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

◆ **2Q17較為低迷：**揚智2Q17營收9億元，QoQ+19%，YoY+13%，毛利率28.3%，稅後虧損9,900萬元，稅後EPS -0.33元，財報仍呈現虧損，主要是低毛利率的零售市場STB晶片出貨較多，導致毛利率僅由前季的27.34%小增至28.35%，加以營業費用因tapeout費用增加而較上季增加4,000萬元。

◆ **4Q17可望轉虧為盈：**揚智07/2017營收2.73億元，MoM-23.3%，主要是06/2017較為特例，揚智06/2017因地區性類比訊號停止，而南美剛好進行轉換布局，使得營收較前月跳增1.04億元(05/2017營收為2.55億元)，07/2017回復正常出貨態勢。隨印度第四期標案陸續貢獻，可望於09/2017開始出現較大幅度躍增，日盛預估揚智3Q17營收9.54億元，QoQ+5.99%，4Q17營收12.22億元，QoQ+28%，並預估毛利率可望擺脫1H17谷底狀態，預估公司3Q17稅後EPS -0.18元，4Q17轉虧為盈至0.11元。

◆ **中期營運由印度標案貢獻，長期則由創維數字挹注：**日盛認為揚智未來營運，中期可望由印度第四期標案，長期則由創維數字挹注。(1)印度標案：受惠於印度市場重啟第四期標案，相對第三期僅3,000萬~4,000萬戶，第四期標案共7,000萬戶(若加上前期剩餘2,000萬戶未出，若全部挪移至現在，則總共上看9,000萬戶)，公司2H17可望開始供應。(2)創維數字合資企業：揚智宣布將與中國創維數字合資子公司，將為揚智晶片銷售新增一出海口。創維數字最中國主要STB供應商，在中國廣電網路有線STB市佔率超逾20%，並且其IP TV與OTT在三大電信運營商的市佔率亦佔有一席之地，其在中國電信市佔率26%、中國移動15%與中國聯通20%。目前創維數字一年STB銷售約3,000萬台，未來揚智應能因合作關係而導入供應鏈。

單位:百萬元	2017F	2018F	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	3,830	5,666	831	755	900	954	1,222	1,116
營業毛利	1,146	1,900	298	206	255	287	397	367
營業利益	-352	398	-84	-143	-143	-84	18	-7
稅後純益	-235	424	-373	-114	-99	-54	33	13
稅後 EPS (元)	-0.78	1.40	-1.23	-0.38	-0.33	-0.18	0.11	0.04
毛利率(%)	29.92	33.53	35.81	27.34	28.35	30.15	32.5	32.9
營業利益率(%)	-9.2	7.02	-10.05	-18.91	-15.94	-8.85	1.5	-0.6
稅後純益率(%)	-6.13	7.49	-44.91	-15.1	-11.03	-5.7	2.69	1.16
營業收入 YoY/QoQ (%)	12.62	47.94	5.14	-9.2	19.17	5.99	28.1	-8.64
營業利益 YoY/QoQ (%)	--	--	--	--	--	--	--	--
稅後純益 YoY/QoQ (%)	--	--	--	--	--	--	--	-60.74

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2017年8月14日

◆ 2Q~3Q17較為低迷

揚智2Q17營收9億元·QoQ+19%·YoY+13%·毛利率28.3%·稅後虧損9,900萬元·稅後EPS -0.33元·財報仍呈現虧損·主要是低毛利率的零售市場STB晶片出貨較多·導致毛利率僅由前季的27.34%小增至28.35%·加以營業費用因tapeout費用增加而較上季增加4,000萬元·揚智2Q17產品結構為零售STB晶片由前季的45%~50%攀升至55%~60%·付費TV運營商STB晶片由前季的40%~45%滑落至35~40%·非STB晶片則維持5%~10%比重·揚智2Q17存貨天數83天·相較1Q17的94天減少·反映終端銷售狀況轉正·

揚智07/2017營收2.73億元·MoM-23.3%·主要是06/2017較為特例·揚智06/2017因地區性類比訊號停止·而南美剛好進行轉換布局·使得營收較前月跳增1.04億元(05/2017營收為2.55億元)·07/2017回復正常出貨態勢·隨印度第四期標案陸續貢獻·可望於09/2017開始出現較大幅度躍增·日盛預估揚智3Q17營收9.54億元·QoQ+5.99%·4Q17營收12.22億元·QoQ+28%·並預估毛利率可望擺脫1H17谷底狀態·預估公司3Q17稅後EPS -0.18元·4Q17轉虧為盈至0.11元·

◆ 中期營運由印度標案貢獻·長期則由創維數字挹注

日盛認為揚智未來營運·中期可望由印度第四期標案·長期則由創維數字挹注·

印度標案：受惠於印度市場重啟第四期標案·相對第三期僅3,000萬~4,000萬戶·第四期標案共7,000萬戶(若加上前期剩餘2,000萬戶未出·若全部挪移至現在·則總共上看9,000萬戶)·公司2H17可望開始供應·

創維數字合資企業：揚智此次法說亦宣布將與中國創維數字合資子公司·將為揚智晶片銷售新增一出口·創維數字將出資5,000萬元人民幣·揚智出資4,000萬元人民幣·而第三方合作企業天辰投資出資1,000萬元·成立資本額1億元人民幣的深圳天辰半導體·天辰投資亦為創維數字與揚智共同合資·包括創維數字與揚智各出資400萬元·與一自然人出資200萬元人民幣·總計資本額1,000萬元·

創維數字最中國主要STB供應商·在中國廣電網路有線STB市佔率超逾20%·並且其IPTV與OTT在三大電信運營商的市佔率亦佔有一席之地·其在中國電信市佔率26%·中國移動15%與中國聯通20%·2016年創維數字的产品結構為cable STB 28%·智慧型網路(含OTT)比重25%·衛星STB 16%·液晶元件11%·地面STB7%·IPTV 6%·其他7%(包括智慧電視與一體機·網路接入設備·技術服務·汽車電子)·目前創維數字一年STB銷售約3,000萬台·未來揚智應能因合作關係而導入供應鏈·

◆ 日盛將揚智評等由中立調升至買進·目標價25元·潛在空間16.8%

揚智雖2Q~3Q17營運大致仍呈低迷態勢·但隨2H17將開始供應印度第四期標案·以及與創維數字合資將有助於新增出海口銷售·並且揚智在4Q16一次性打銷Abilis

2017年8月14日

System商譽減損後，往後的營業費用可望相對持穩，日盛預估揚智2017年營收38.3億元，毛利率29.92%，稅後虧損2.35億元，稅後EPS -0.78元，並預估2018年營收56.66億元，毛利率33.53%，稅後淨利4.24億元，稅後EPS 1.4元。日盛對揚智評等由中立調整至買進，目標價25元，潛在空間16.8%(以2018年稅後EPS與PER 18X評價)。

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
20170814	買進	25.0
20170505	中立	15.0
20160516	中立	18.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年8月14日

損益表

單位：百萬元	2016	2017F	2018F	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F
營業收入淨額	3,401	3,830	5,666	982	797	791	831	755	900	954	1,222	1,116
營業毛利	1,246	1,146	1,900	368	296	284	298	206	255	287	397	367
營業費用	1,624	1,498	1,502	418	426	398	381	349	399	372	379	374
營業利益	-378	-352	398	-49	-131	-114	-84	-143	-143	-84	18	-7
營業外收支	-249	69	85	19	22	11	-300	5	24	20	20	21
稅前純益	-627	-283	482	-30	-109	-104	-384	-138	-120	-64	39	15
稅後純益	-575	-235	424	-26	-93	-83	-373	-114	-99	-54	33	13
最新股本	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026	3,026
稅後 EPS (元)	-1.90	-0.78	1.40	-0.09	-0.31	-0.27	-1.23	-0.38	-0.33	-0.18	0.11	0.04
經營效率(%)												
毛利率	36.65	29.92	33.53	37.54	37.13	35.94	35.81	27.34	28.35	30.15	32.5	32.9
營業利益率	-11.11	-9.2	7.02	-5.04	-16.41	-14.43	-10.05	-18.91	-15.94	-8.85	1.5	-0.6
稅前純益率	-18.42	-7.38	8.51	-3.1	-13.68	-13.09	-46.15	-18.24	-13.32	-6.71	3.17	1.31
稅後純益率	-16.92	-6.13	7.49	-2.64	-11.65	-10.52	-44.91	-15.1	-11.03	-5.7	2.69	1.16
YoY(%)												
營收	-6.36	12.62	47.94	7.9	20.98	-16.95	-25.15	-23.1	12.94	20.57	46.91	47.83
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅前純益	--	--	--	--	--	-31.3	--	--	--	--	--	--
稅後純益	--	--	--	--	--	-35.35	--	--	--	--	--	--
QoQ(%)												
營收	--	--	--	-11.63	-18.85	-0.72	5.14	-9.2	19.17	5.99	28.1	-8.64
營業利益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
稅前純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-62.08
稅後純益	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	-60.74

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	2015	2016	2Q17
流動資產	5,172	4,680	4,427
現金及約當現金	674	1,055	708
公允價值衡量金融資產	259	141	151
備供出售金融資產	51	31	32
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	448	552	583
非流動資產	1,410	1,098	1,119
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	541	506	500
無形資產	447	171	157
資產總計	6,582	5,777	5,546
流動負債	1,034	868	900
短期借款	--	--	--
非流動負債	30	18	13
負債總計	1,064	885	913
股本	3,030	3,028	3,026
普通股股本	3,030	3,028	3,026
資本公積	1,146	1,142	1,143
保留盈餘	1,338	763	550
庫藏股票	-32	-78	-125
股東權益	5,518	4,892	4,634
每股淨值(元)	18.36	16.43	--
流動比率(%)	500.17	539.35	492.15
速動比率(%)	456.83	475.68	427.37
應收帳款週轉率(%)	5.54	5.61	1.69
負債比率(%)	16.17	15.32	16.46
稅後股東權益報酬率(%)	-1.52	-11.05	-2.11

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	-90	-627	-258
折舊及攤提費用	180	179	86
利息費用	0	0	0
股利收入	0	0	-1
權益法認列關聯企業損益	0	0	0
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	3	4	-8
應收帳款增減	-106	24	0
存貨增減	77	-126	-62
應付帳款增減	128	-185	97
營業活動現金流量	92	-123	-182
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-42	-20	-12
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
投資活動現金流量	444	575	-112
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-240	0	--
庫藏股票增減	-32	-47	--
籌資活動現金流量	-271	-47	-47
淨現金流量	255	381	-347

資料來源：CMoney · JS 預估

2017年8月14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