

| 公司名稱    | 投資評等 | 結論及投資建議                              |
|---------|------|--------------------------------------|
| 6443 TT | 中立   | 元晶的投資評等中立，主要理由如下：                    |
| 元晶      | 目標價  | 因太陽能產業仍處於供需結構調整期，短期價格未見好轉跡象，獲利需保守看待。 |
|         | 11   |                                      |

研究員 蔡志昇  
 daniel1009@jsun.com

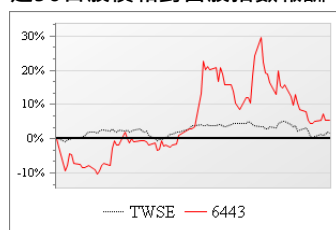
近期投資評等

|            |       |
|------------|-------|
| 12/18/2017 | 持有/中立 |
| 09/14/2016 | 持有/中立 |
| 10/01/2015 | 持有/中立 |

公司基本資料

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 收盤價(元)(12/15/2017) | 10.65 |
| 股本(百萬元)            | 4,769 |
| 總市值(億元)            | 50.8  |
| 每股淨值(元)            | 9.78  |
| 外資持股比(%)           | 2.15  |
| 投信持股比(%)           | 0.00  |
| 近 20 日均量(張)        | 4,727 |
| 融資餘額(12/15/2017)   | 6,666 |

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **3Q17 營運好轉，惟仍未脫離虧損，4Q17 市況再度轉差，獲利難度更為提升：**3Q17 營收 16.9 億元，QoQ+8.3%，受惠美國 201 條款提前拉貨以及部分中國遞延案案件貢獻，Cell 價格止跌回升，毛利率 3.2%，稅後虧損 0.8 億元，稅後 EPS -0.18 元。4Q17 因需求回溫有限，中國分散式光伏搶裝潮恐需至 1Q18 才發酵，而美國先前因提前拉貨，因此拉貨趨緩，因此 Cell 價格於 10/2017~12/2017 月中皆呈現緩跌態勢，預估元晶營收 17.6 億元，QoQ+4.3%，毛利率 1.2%，稅後虧損 0.8 億元，稅後 EPS -0.19 元。
- ◆ **2018 年產業變數在於中國安裝量可否維持 2017 年水準：**2017 年在中國需求爆衝，01/2017~10/2017 月安裝 44 GW ~45GW，已大幅優於 2016 年 34GW 安裝水準，也讓原先市場因擔憂中國需求趨緩導致 2017 年全球總安裝量較 2016 年下滑，轉變為再度較 2016 年提升，日盛預估 95GW，YoY+24%，惟中國不穩定的安裝量亦引起官方高度注意，且過往棄光情形嚴重，因此國家能源局發布《解決棄水棄風棄光問題實施方案》通知，而先前公布的 2017 年度第三批領跑者計畫時間表，預計 2018 年底將有 5GW 的領跑者計畫併網，而 1.5GW 的技術領跑者則被要求在 06/30/2019 前併網，然在「十三五」指標當中為 2017~2020 分別安排了 8GW 的領跑者指標，但本次實際規模只有 6.5GW，需注意是否顯示官方已開始控管安裝量，因此中國安裝情形將明顯左右 2018 年整體安裝量。
- ◆ 因太陽能市況變化快速，且面對中國 Module 廠將台 Cell 廠視為外包廠且利用廠商家數多而多次比價來達成殺價目的，台 Cell 廠開始逐步朝 Module 端切入，元晶已於屏東興建廠房，預計 1H18 完工並量產，惟時程尚未完全確定，目前初步規畫 Module 產能 2 條約 500MW，若市況住再啟用第 3 條產線，因機台新穎且自動化程度高，將具備一定競爭力，有望改善獲利結構。

| 單位:百萬元          | 2017F  | 2018F  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17F | 1Q18F | 2Q18F | 3Q18F |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入淨額          | 6,705  | 17,593 | 1,558 | 1,688 | 1,761 | 1,945 | 4,474 | 5,369 |
| 營業毛利            | -108   | 845    | -32   | 54    | 20    | 18    | 106   | 330   |
| 營業利益            | -498   | 241    | -138  | -43   | -78   | -89   | -51   | 163   |
| 稅後純益            | -601   | 202    | -174  | -79   | -81   | -83   | -49   | 142   |
| 稅後 EPS(元)       | -1.41  | 0.47   | -0.41 | -0.18 | -0.19 | -0.19 | -0.11 | 0.33  |
| 毛利率(%)          | -1.61  | 4.8    | -2.07 | 3.21  | 1.16  | 0.91  | 2.36  | 6.14  |
| 營業利益率(%)        | -7.43  | 1.37   | -8.88 | -2.57 | -4.44 | -4.59 | -1.14 | 3.04  |
| 稅後純益率(%)        | -8.96  | 1.15   | -11.2 | -4.65 | -4.6  | -4.26 | -1.09 | 2.65  |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -13.54 | 162.39 | -8.25 | 8.32  | 4.3   | 10.5  | 130   | 20    |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | --     | --     | --    | --    | --    | --    | --    | --    |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | --     | --     | --    | --    | --    | --    | --    | --    |

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2017年12月18日

◆ 元晶投資評等維持中立，目標價11元(2018年PBR 1.1X)

日盛認為元晶因太陽能產業仍處於供需結構調整期，短期價格未見好轉跡象，獲利需保守看待。

◆ 元晶為台灣太陽能Cell廠，目前產能約1.6GW

元晶為台灣太陽能Cell廠，單晶矽與多晶矽比重約為2:8，目前Cell產能約1.6GW(PERC占850MW)，Module約45MW(預計2018年擴至500~750MW)，OEM比重約10%，Wafer料源主要來自GCL、2406 TT、國碩、JA Solar等，目前無長期合約限制，出貨地區(依客戶所在地區分，非最終出貨地區)以中國為主，其餘如、日本、歐洲與美國等地區，亦透過轉投資厚聚(元晶持股55.62%)從事電廠業務。

元晶生產優勢在於產線採用半導體晶圓廠規格建構，自動化程度高，且因產線較台灣同業晚建置，設備相對新穎，產品轉換效率亦較佳，因此近年獲利情形皆位居台Cell廠領先地位。

◆ 3Q17營運好轉，惟仍未脫離虧損，4Q17市況再度轉差，獲利難度更為提升

3Q17營收16.9億元，QoQ+8.3%，受惠美國201條款提前拉貨以及部分中國遞延案案件貢獻，Cell價格止跌回升，毛利率3.2%，稅後虧損0.8億元，稅後EPS -0.18元。

4Q17因需求回溫有限，中國分散式光伏搶裝潮恐需至1Q18才發酵，而美國先前因提前拉貨，因此拉貨趨緩，因此Cell價格於10/2017~12/2017月中皆呈現緩跌態勢，預估元晶營收17.6億元，QoQ+4.3%，毛利率1.2%，稅後虧損0.8億元，稅後EPS -0.19元。

◆ 2018年產業變數在於中國安裝量可否維持2017年水準

2017年在中國需求爆衝，01/2017~10/2017月安裝44~45GW，已大幅優於2016年34GW安裝水準，也讓原先市場因擔憂中國需求趨緩導致2017年全球總安裝量較2016年下滑，轉變為再度較2016年提升，日盛預估95GW，YoY+24%，惟中國不穩定的安裝量亦引起官方高度注意，且過往棄光情形嚴重，因此國家能源局發布《解決棄水棄風棄光問題實施方案》通知，而先前公布的2017年度第三批領跑者計畫時間表，預計2018年底將有5GW的領跑者計畫併網，而1.5GW的技術領跑者則被要求在06/30/2019前併網，然在「十三五」指標當中為2017~2020分別安排了8GW的領跑者指標，但本次實際規模只有6.5GW，需注意是否顯示官方已開始控管安裝量，因此中國安裝情形將明顯左右2018年整體安裝量。

因太陽能市況變化快速，且面對中國Module廠將台Cell廠視為外包廠且利用廠商家數多而多次比價來達成殺價目的，台Cell廠開始逐步朝Module端切入，元晶已於屏東興建廠房，預計1H18完工並量產，惟時程尚未完全確定，目前初步規畫Module產能2條約

2017年12月18日

500MW，若市況佳再啟用第3條產線，因機台新穎且自動化程度高，將具備一定競爭力，有望改善獲利結構，日盛預估元晶2017年營收67.1億元，YoY-13.5%，稅後虧損6億元，稅後EPS -1.41元，2018年營收175.9億元，YoY+162.4%，稅後獲利2億元，稅後EPS 0.47元。

**PB 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  |
|----------|------|------|
| 20171218 | 中立   | 11.0 |
| 20160914 | 中立   | 11.0 |
| 20151001 | 持有   | 17.0 |

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年12月18日

**損益表**

| 單位：百萬元         | 2016   | 2017F  | 2018F  | 3Q16   | 4Q16  | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17  | 4Q17F | 1Q18F | 2Q18F  | 3Q18F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 營業收入淨額         | 7,755  | 6,705  | 17,593 | 1,740  | 1,799 | 1,698  | 1,558  | 1,688 | 1,761 | 1,945 | 4,474  | 5,369  |
| 營業毛利           | 471    | -108   | 845    | -138   | 74    | -151   | -32    | 54    | 20    | 18    | 106    | 330    |
| 營業費用           | 346    | 390    | 604    | 74     | 60    | 88     | 106    | 98    | 99    | 107   | 157    | 166    |
| 營業利益           | 125    | -498   | 241    | -211   | 14    | -238   | -138   | -43   | -78   | -89   | -51    | 163    |
| 營業外收支          | -107   | -83    | -15    | -33    | -29   | -17    | -30    | -32   | -4    | -4    | -4     | -4     |
| 稅前純益           | 18     | -581   | 226    | -244   | -15   | -255   | -169   | -75   | -82   | -93   | -55    | 160    |
| 稅後純益           | 13     | -601   | 202    | -204   | -16   | -267   | -174   | -79   | -81   | -83   | -49    | 142    |
| 最新股本           | 4,269  | 4,269  | 4,269  | 4,269  | 4,269 | 4,269  | 4,269  | 4,269 | 4,269 | 4,269 | 4,269  | 4,269  |
| 稅後 EPS (元)     | 0.03   | -1.41  | 0.47   | -0.48  | -0.04 | -0.62  | -0.41  | -0.18 | -0.19 | -0.19 | -0.11  | 0.33   |
| <b>經營效率(%)</b> |        |        |        |        |       |        |        |       |       |       |        |        |
| 毛利率            | 6.07   | -1.61  | 4.8    | -7.92  | 4.12  | -8.87  | -2.07  | 3.21  | 1.16  | 0.91  | 2.36   | 6.14   |
| 營業利益率          | 1.61   | -7.43  | 1.37   | -12.14 | 0.77  | -14.03 | -8.88  | -2.57 | -4.44 | -4.59 | -1.14  | 3.04   |
| 稅前純益率          | 0.23   | -8.66  | 1.29   | -14.03 | -0.85 | -15.03 | -10.82 | -4.44 | -4.65 | -4.78 | -1.22  | 2.97   |
| 稅後純益率          | 0.17   | -8.96  | 1.15   | -11.7  | -0.9  | -15.7  | -11.2  | -4.65 | -4.6  | -4.26 | -1.09  | 2.65   |
| <b>YoY(%)</b>  |        |        |        |        |       |        |        |       |       |       |        |        |
| 營收             | 8.68   | -13.54 | 162.39 | -12.7  | -6.74 | -22.33 | -23.22 | -3    | -2.12 | 14.55 | 187.16 | 218.11 |
| 營業利益           | -37.96 | --     | --     | --     | -90.4 | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |
| 稅前純益           | -87.87 | --     | --     | --     | --    | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |
| 稅後純益           | -92.48 | --     | --     | --     | --    | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |
| <b>QoQ(%)</b>  |        |        |        |        |       |        |        |       |       |       |        |        |
| 營收             |        |        |        | -14.25 | 3.36  | -5.58  | -8.25  | 8.32  | 4.3   | 10.5  | 130    | 20     |
| 營業利益           |        |        |        | --     | --    | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |
| 稅前純益           |        |        |        | --     | --    | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |
| 稅後純益           |        |        |        | --     | --    | --     | --     | --    | --    | --    | --     | --     |

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         | 3Q17          |
|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 流動資產         | 1,949        | 2,312        | 2,022         |
| 現金及約當現金      | 798          | 1,096        | 779           |
| 公允價值衡量金融資產   | --           | 0            | 10            |
| 備供出售金融資產     | --           | --           | --            |
| 以成本衡量之金融資產   | --           | --           | --            |
| 存貨           | 778          | 829          | 762           |
| 非流動資產        | 5,525        | 6,985        | 8,005         |
| 公允價值衡量金融資產   | --           | --           | --            |
| 不動產、廠房及設備    | 4,787        | 5,863        | 7,055         |
| 無形資產         | 12           | 13           | 9             |
| <b>資產總計</b>  | <b>7,474</b> | <b>9,296</b> | <b>10,027</b> |
| 流動負債         | 1,919        | 2,736        | 3,116         |
| 短期借款         | 499          | 1,217        | 1,143         |
| 非流動負債        | 1,825        | 1,891        | 2,741         |
| <b>負債總計</b>  | <b>3,744</b> | <b>4,627</b> | <b>5,857</b>  |
| 股本           | 3,519        | 4,269        | 4,269         |
| 普通股股本        | 3,519        | 4,269        | 4,269         |
| 資本公積         | 143          | 302          | 302           |
| 保留盈餘         | -12          | 1            | -519          |
| 庫藏股票         | --           | --           | --            |
| <b>股東權益</b>  | <b>3,729</b> | <b>4,670</b> | <b>4,170</b>  |
| 每股淨值(元)      | 10.38        | 10.71        | 9.49          |
| 流動比率(%)      | 101.55       | 84.5         | 64.88         |
| 速動比率(%)      | 60.35        | 54.19        | 40.42         |
| 應收帳款週轉率(%)   | 20.56        | 24.19        | 4.86          |
| 負債比率(%)      | 50.1         | 49.77        | 58.41         |
| 稅後股東權益報酬率(%) | 5.18         | 0.31         | -1.92         |

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

| 單位：百萬元          | 2015        | 2016          | 3Q17          |
|-----------------|-------------|---------------|---------------|
| 繼續營業單位稅前損益      | 145         | 18            | -499          |
| 折舊及攤提費用         | 528         | 594           | 514           |
| 利息費用            | 87          | 110           | 104           |
| 股利收入            | --          | --            | --            |
| 權益法認列關聯企業損益     | 2           | 3             | 3             |
| 處分不動產、廠房及設備     | 1           | 0             | --            |
| 處分權益法之投資損益      | --          | --            | --            |
| 未實現外幣兌換損益       | --          | --            | 29            |
| 應收帳款增減          | -11         | 90            | -151          |
| 存貨增減            | -23         | -51           | 67            |
| 應付帳款增減          | 88          | -170          | -123          |
| <b>營業活動現金流量</b> | <b>755</b>  | <b>427</b>    | <b>50</b>     |
| 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     | -12         | 0             | --            |
| 取得不動產、廠房及設備     | -372        | -1,978        | -1,346        |
| 處分不動產、廠房及設備     | --          | --            | --            |
| <b>投資活動現金流量</b> | <b>-509</b> | <b>-1,995</b> | <b>-1,568</b> |
| 短期借款增減          | 301         | 719           | -74           |
| 長期借款增減          | -561        | 203           | 1,265         |
| 公司債發行           | --          | --            | --            |
| 公司債償還           | --          | --            | --            |
| 現金增資            | 493         | 900           | 0             |
| 發放現金股利          | --          | --            | --            |
| 庫藏股票增減          | 0           | 0             | --            |
| <b>籌資活動現金流量</b> | <b>270</b>  | <b>1,866</b>  | <b>1,235</b>  |
| <b>淨現金流量</b>    | <b>517</b>  | <b>297</b>    | <b>-317</b>   |

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 12 月 18 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%<br>近期股價將呈持平走勢<br>無法由基本面給予合理評等 |
| 買進轉中立 | 建議降低持股                                       |