

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6261 TT 久元	中立 目標價 59.2	久元的投資評等為中立，主要理由如下：RFID 為 2018 年較為明確的成長動能，LED 切割挑揀業務欲透過提升設備生產效率，找回過往因低價而放棄的單子，顯示市場競爭亦屬激烈，mini LED 仍否放量則有待觀察；目前 PER 位於歷史區間上緣。

研究員 傅河翰
 absz1009@jsun.com

重點摘要

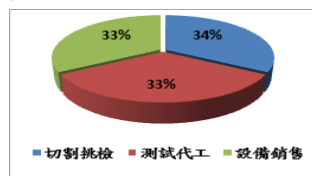
近期投資評等

12/25/2017	持有/中立
03/29/2017	持有/中立
08/17/2016	持有/中立

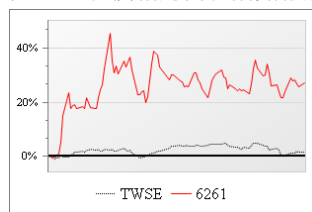
公司基本資料

收盤價(元)(12/22/2017)	58.00
股本(百萬元)	1,285
總市值(億元)	74.5
每股淨值(元)	45.48
外資持股比(%)	12.21
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	1,251
融資餘額(12/22/2017)	7,032

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **透過改機提升生產效率：**累積 01~11/2017 切割挑揀營收 YoY-5%，測試代工營收 YoY-1.1%，設備銷售營收 YoY+6%，僅設備銷售呈現小幅成長，然 11/2017 切割挑揀營收 YoY+37.5%，切割挑揀業務有轉好的跡象。切割挑揀業務裡面包含 IC 切挑與 LED 切挑，其中以 LED 切挑為主(約佔 70%)，LED 切挑市場跌價，久元減少低毛利率的業務出貨，使得整體產能利用下滑至 3 成以下，未來將透過改機來提升生產效率(整體產能仍維持不變)，效率提升後的機台，將有能力接過往因價格不好而放棄的單子，剩餘未改機的機台則可用於生產其他產品或處分掉。
- ◆ **2018 年 RFID 為營收成長動能：**RFID 揚州久元(久元持股比率 45%)主要做 RFID 挑揀業務，10~11/2017 陸續出貨，推估約貢獻 11/2017 合併營收 6%~8%，由於競爭對手採用德國機台，生產成本較高，而揚州久元購買久元自製的 RFID 挑揀設備，生產成本較低，目前訂單量大於產能，後續久元將陸續出售 RFID 機台給予揚州久元，隨產能增加，2018 年揚州久元出貨量亦可望翻倍，2018 年切割挑揀業務不看淡；另外 mini LED 對公司而言由於生產難度較高，ASP 有機會提升。
- ◆ **測試代工與設備銷售業務營運穩定：**測試代工業務涵蓋 4 吋~12 吋的晶圓，95% 測試設備為久元自己研發，因此成本可以降低，由於終端應用以消費性產品居多，成長性相對不佳，然仍屬穩定。自有設備銷售是久元毛利率最高的產品，包括：AOI 自動光學檢測設備、IC 測試/分類/固晶/挑揀機、LED 測試/分類設備與自動影像測試機等，受惠大陸發展半導體產業，帶動 IC 測試機台需求，預計 2018 年設備銷售仍可持續成長。
- ◆ 以 2018 年稅後 EPS 3.95 評估，給予 PER 15X(歷史 PER 區間 11X~15X)，目標價 59.2 元。

單位:百萬元	2017F	2018F	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	3,543	3,614	945	950	871	776	945	950
營業毛利	973	1,041	265	288	210	210	265	288
營業利益	574	597	159	176	127	113	159	176
稅後純益	455	508	156	169	91	39	156	169
稅後 EPS(元)	3.54	3.95	1.22	1.31	0.71	0.31	1.22	1.31
毛利率(%)	27.47	28.8	28.07	30.28	24.1	27.08	28.07	30.28
營業利益率(%)	16.2	16.53	16.81	18.47	14.52	14.56	16.81	18.47
稅後純益率(%)	12.85	14.05	16.53	17.76	10.43	5.08	16.53	17.76
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2	2	21.8	0.54	-8.32	-10.92	21.8	0.54
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.89	4.09	40.58	10.51	-27.95	-10.66	40.58	10.51
稅後純益 YoY/QoQ(%)	2.78	11.52	295.95	8.02	-46.18	-56.56	295.95	8.02

資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2017 年 12 月 25 日

◆ 公司簡介：

久元電子的主要業務在半導體及光電產品之切割、研磨、挑檢、測試等代工服務，另外亦有自製機台的生產及銷售；代工服務策略上以提供客戶整合性的 Turn-key Solution 服務為導向，服務範圍涵蓋半導體及光電產品，包括:PC 週邊、邏輯(Logic)、混合訊號(Mixed-Signal)、非揮發性(Non-volatile)記憶體、MCU、RF 及類比(Analog) 電源、CIS(CMOS Image Sensor 影像感測器)、LCD 驅動 IC、MEMS 與 LED 等產品；而自製機台則可滿足客戶對產能的需求並降低成本。

◆ 設備銷售為主要的營收成長動能：

累積 01 ~ 11/2017 營收比重部分，切割挑檢佔營收比重 33.4%(營收 YoY-5%)，測試代工佔營收比重 50.9%(營收 YoY-1.1%)，設備銷售營收比重 15.7%(營收 YoY+6%)，其中切割挑檢於 3Q17 營收 YoY 轉正，11/2017 切割挑檢營收 YoY+37.5%，切割挑檢營運有改善的跡象。

◆ 設備產出效能提升，有利搶攻過往無法接的低價單；mini LED 為潛在市場：

切割挑檢業務裡面包含 IC 切挑與 LED 切挑，其中以 LED 切挑為主(約佔 70%)，主要客戶有台系、日系、韓系與歐系，最大客戶為晶電，目前 LED 挑減產能約 100 億顆/月(大陸與台灣約各佔一半)，受到市場價格跌價快速，久元減少低毛利率的業務出貨，使得整體產能利用下滑至 3 成以下，公司規劃將透過改機的方式提升生產效率，整體產能仍維持 100 億顆/月，生產效率提升後的機台將有能力接過往低價的單子，剩餘的機台則可用於生產其他產品或處分掉，另外 mini LED 對公司而言由於生產難度較高，ASP 有機會提升。

◆ RFID 業務基期仍低，2018 年成長性大：

揚州久元(久元持股比率 45%)主要做 RFID 挑揀業務，10 ~ 11/2017 陸續出貨，目前出貨量約 2,000 萬顆/月(推估約貢獻整體營收 6% ~ 8%)，由於競爭對手採用德國機台，生產成本較高，而揚州久元購買久元自製的 RFID 挑揀設備，生產成本較低，目前訂單量大於產能，後續久元將陸續出售 RFID 機台給予揚州久元，預估揚州久元出貨量成長將可翻倍。

◆ 測試代工與設備銷售業務營運穩定：

測試代工業務涵蓋 4 吋 ~ 12 吋的晶圓，其中 LCD driver IC 測試設備為外購，其他 95% 測試設備為久元自己研發，因此成本可以降低，測試產品包括:flash controler、MCU、MEMS、類比 IC，客戶包括旭耀、敦泰、松翰、義隆與立錡等國內的 IC 設計廠，由於客戶終端應用以消費性產品居多，成長性相對不佳，然仍屬穩定。

自有設備銷售是久元毛利率最高的產品，包括：AOI 自動光學檢測設備、IC 測試/分類/固晶/挑揀機、LED 測試/分類設備與自動影像測試機等，2016 年 IC 測試機台受惠公司布局大陸華南市場有成，加以大陸發展半導體產業，帶動 IC 測試機台需，2018 年大陸的半導體產業政策延續，預計設備銷售仍可持續成長。

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
20171225	持有/中立	59.2
20170329	持有/中立	47.7
20160817	持有/中立	50.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2017年12月25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	3,616	3,543	3,614	910	871	776	945	950	871	776	945	950
營業毛利	959	973	1,041	255	210	210	265	288	210	210	265	288
營業費用	489	493	537	129	101	131	137	125	101	131	137	125
營業利益	591	574	597	137	127	113	159	176	127	113	159	176
營業外收支	-78	-25	-12	-32	-3	-67	23	23	-3	-67	23	23
稅前純益	513	549	585	105	124	46	182	198	124	46	182	198
稅後純益	443	455	508	92	91	39	156	169	91	39	156	169
最新股本	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285
稅後 EPS(元)	3.45	3.54	3.95	0.71	0.71	0.31	1.22	1.31	0.71	0.31	1.22	1.31
經營效率(%)												
毛利率	26.53	27.47	28.8	28.05	24.1	27.08	28.07	30.28	24.1	27.08	28.07	30.28
營業利益率	16.35	16.2	16.53	15	14.52	14.56	16.81	18.47	14.52	14.56	16.81	18.47
稅前純益率	14.19	15.5	16.2	11.49	14.19	5.91	19.21	20.84	14.19	5.91	19.21	20.84
稅後純益率	12.25	12.85	14.05	10.06	10.43	5.08	16.53	17.76	10.43	5.08	16.53	17.76
YoY(%)												
營收	-2.68	-2	2	0.37	-4.19	-14.55	2.12	4.4	0	0	0	0
營業利益	10.37	-2.89	4.09	28.46	-1.5	-37.84	8.72	28.53	0	0	0	0
稅前純益	-2.85	7.04	6.59	-12.39	4.19	-70.96	43.1	89.37	0	0	0	0
稅後純益	-7.03	2.78	11.52	-10.62	-14.9	-71.87	29.86	84.34	0	0	0	0
QoQ(%)												
營收				-1.66	-4.29	-10.92	21.8	0.54	-8.32	-10.92	21.8	0.54
營業利益				-6.53	-7.39	-10.66	40.58	10.51	-27.95	-10.66	40.58	10.51
稅前純益				-17.59	18.24	-62.92	296.1	9.05	-37.56	-62.92	296.1	9.05
稅後純益				-23.9	-0.78	-56.56	295.95	8.02	-46.18	-56.56	295.95	8.02

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	3,295	4,056	4,092
現金及約當現金	1,287	1,779	1,699
公允價值衡量金融資產	3	0	0
備供出售金融資產	41	33	37
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	492	442	493
非流動資產	4,538	3,731	3,413
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,790	3,162	2,769
無形資產	72	66	60
資產總計	7,833	7,787	7,506
流動負債	1,631	1,490	1,358
短期借款	492	584	454
非流動負債	245	522	225
負債總計	1,876	2,012	1,583
股本	1,285	1,285	1,285
普通股股本	1,285	1,285	1,285
資本公積	2,383	2,383	2,385
保留盈餘	2,058	2,073	2,038
庫藏股票	--	--	--
股東權益	5,957	5,775	5,922
每股淨值(元)	45.24	44.3	44.36
流動比率(%)	202.03	272.25	301.29
速動比率(%)	171.86	242.59	265
應收帳款週轉率(%)	3.41	3.33	0.86
負債比率(%)	23.95	25.84	21.09
稅後股東權益報酬率(%)	8.02	7.7	3.03

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	528	513	426
折舊及攤提費用	814	778	507
利息費用	19	21	15
股利收入	-16	-2	0
權益法認列關聯企業損益	-1	-13	-20
處分不動產、廠房及設備	-31	-79	-42
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-14	12	20
應收帳款增減	21	-32	-40
存貨增減	-105	-92	-103
應付帳款增減	-111	58	25
營業活動現金流量	887	1,039	668
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	-25	0	--
取得不動產、廠房及設備	-356	-143	-118
處分不動產、廠房及設備	69	79	66
投資活動現金流量	116	-195	-59
短期借款增減	-153	100	-100
長期借款增減	-162	0	-339
公司債發行	--	--	--
公司債償還	0	0	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-636	-424	-398
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-980	-331	-656
淨現金流量	82	492	-80

資料來源：CMoney · JS 預估

2017 年 12 月 25 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