

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5305 TT 敦南	買進 目標價 51	敦南的投資評等為買進，目標價51元，潛在空間15.9%，主因隨產品結構持續往高規格新應用驅使，有助於敦南毛利率向上攀升。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

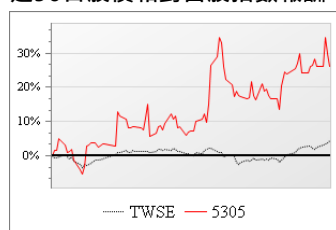
近期投資評等

01/19/2018	買進
01/18/2017	到價轉中立
10/25/2016	買進

公司基本資料

收盤價(元)(01/18/2018)	44.00
股本(百萬元)	3,111
總市值(億元)	136.9
每股淨值(元)	33.92
外資持股比(%)	22.01
投信持股比(%)	2.80
近20日均量(張)	4,875
融資餘額(01/18/2018)	10,564

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **4Q17 毛利率持穩高檔，1Q18 步入淡季：**敦南 4Q17 營收 30.88 億元，QoQ-4.43%，以電源 IC 動能最強，收入季增 4%，此主要是昂寶 4Q17 受惠於農曆年前拉貨挹注所致，其餘受淡季影響，比如分離式元件收入 QoQ-8%，CIS 系統模組與晶圓代工分別季減 21%與 20%。由於電源 IC 屬於高毛利率產品，故日盛預估敦南 4Q17 毛利率 28.97%，並預估稅後獲利 2.66 億元，稅後 EPS 0.85 元。展望 1Q18，敦南預估 1Q18 步入淡季，營收 QoQ-5%~-10%，毛利率隨昂寶通常滑落幅度較大，故毛利率下滑。
- ◆ **產品結構持續轉趨正向，有助毛利率持穩高檔：**(1)分離式元件隨快充、自有產能增加等加持，敦南分離式元件毛利率已由 2016 年的 15%~20%，增至 1Q~3Q17 的 20%~22%，後續可望續增。2017 年手機快充佔公司橋式整流器比重僅 7%~8%，隨蘋果與中國各大品牌手機均已導入快充功能，有助於加速手機快充滲透率攀升，敦南客戶包括中國前十大品牌的四位，以及歐美四家品牌，隨整體市場規模趨增，將推升公司收入挹注。公司 Schottky 二極體因 2017 年市場磊晶供給不足，導致市場漲價因應，公司須以較高價向外取得料源，2018 年隨自有產能補上，加以經濟規模提高，有助於毛利率提升。(2)CIS 系統模組轉型往較高毛利率產品線比如銀行系統驗鈔機、票務機與投票機等，新產品佔 CIS 系統模組比重由 2014 年 0%、2015 年 8%，提升至 2016 年的 19%與 1Q~3Q17 的 25%，預期 2018 年往 30%邁進，此亦帶動 CIS 系統模組的營益率由 2015 年的-4%，轉正至 1Q~3Q17 的 9%。
- ◆ **針對少數尚未反映成本上升的產品，將進行價格調整事宜：**針對漲價議題，敦南 2017 年新產品包括 Schottky、MOSFET 等分離式元件，即已隨更改新的封裝方式(比如縮小尺寸等)，逐步適度調整價格來反映成本上漲，待至 2018 年<10%分離式元件價格尚未反映成本上升，公司 1Q18 將為反映成本而進行價格調整事宜。

單位:百萬元	2017F	2018F	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F
營業收入淨額	11,505	13,515	2,899	3,231	3,088	2,784	3,383	3,732
營業毛利	3,246	3,827	837	932	894	715	980	1,084
營業利益	1,323	1,658	360	389	400	214	422	517
稅後純益	793	987	177	268	266	106	250	320
稅後 EPS(元)	2.55	3.17	0.57	0.86	0.85	0.34	0.81	1.03
毛利率(%)	28.21	28.32	28.88	28.84	28.97	25.67	28.96	29.05
營業利益率(%)	11.5	12.27	12.41	12.03	12.97	7.67	12.46	13.85
稅後純益率(%)	6.89	7.3	6.11	8.3	8.6	3.8	7.4	8.56
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.7	17.47	26.76	11.45	-4.43	-9.85	21.52	10.33
營業利益 YoY/QoQ(%)	27.66	25.36	106.91	8.01	3.02	-46.64	97.33	22.63
稅後純益 YoY/QoQ(%)	83.86	24.41	115.18	51.42	-0.95	-60.18	136.84	27.58

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **敦南為分離式元件廠商：**

敦南為半導體分離式元件廠商，公司於 1990 年成立，光寶持有敦南 18.39% 股權，而敦南旗下則持有 Diodes 15.59% (二極體橋式整流器廠商)、昂寶 31.19% (AC/DC 電源管理 IC)、新東亞微電子 12.23%、敦宏科技 27.43%。敦南 2015 年獲利大宗，主要來自於出售部分敦宏科技持股予 Dialog 與訊芯，敦南持有敦宏股份由 83.56% 降為彼時的 25.87%，而近年隨敦南本身產品結構轉趨正向，公司 2016~2017 年的獲利已轉由本身產品貢獻。

敦南 2017 年產品結構為分離式元件 44%、電源 IC 46%、CIS 系統模組 8% (包括驗鈔機與掃描機等)、6 吋晶圓代工廠 2% (若以 10 layer 計算則月產能約 3.5 萬片，主要進行 Bipolar、BCD 製程)。敦南產品的終端應用領域，以通訊+網通 40% (包括手持式裝置與 STB、ADSL 等) 占比最大宗，其次為消費電子 (如 TV、LED 照明與家電等) 占比 27%，其餘如資訊 20%、工業應用 13% 與汽車電子 1%。

表一、敦南產品結構

產品結構	細項	營收比重			細項比重	終端應用領域	全球市佔率	毛利率	競爭對手	
		2016	2017	4Q17						
分離式元件 (敦南尚有基隆/無錫4吋、上海3吋晶圓廠，此營收含括在分離式元件項目中)	GPP (Glass Passivated Package) 橋式整流器	48%	47%	44%	> 40% (mini GPP出貨約個位數)	1.置於電源供應器/充電器。 2.終端支援PC/NB>40%、TV。 3.mini GPP支援手機等小尺寸應用。	20%~25%	毛利率較高	台半 (Shottky)、強茂 (GPP)	
	Schottky二極體+PFC+MOSFET				25%~30%	TV、LED照明、家電、伺服器	2%~3%	毛利率較低 (因MOSFET、Schottky經濟規模較小)		
	保護元件 (ESD靜態放電、TVS瞬態電壓抑制器)				10%	Type C		TVS毛利率較佳		晶焱
	OEM				15%~20%			~公司均值		
電源IC	昂寶	40%	41%	46%	85%~90%	網通(STB/ADSL)、手機充電器、TV、LED照明		> AVG		
	敦南				10%~15%	PC/NB/智慧型手機為主、網通、汽車		10%~15%		
系統模組	CIS	8%	9%	8%		掃描機、印表機與驗鈔機等	5%~10%	< AVG	菱光、亞泰	
晶圓代工(新竹6吋廠/若以10layer計算，月產能約3.5萬片)	自用(昂寶/新竹投片)、分離式元件於基隆/上海投片	4%	3%	2%	40%~50%	類比IC(Bipolar、BCD製程)		< AVG		
	代工				~50%					

資料來源：敦南、日盛投顧彙整

◆ **4Q17 毛利率可望持穩高檔，1Q18 步入淡季**

敦南 4Q17 營收 30.88 億元，QoQ-4.43%，公司 4Q17 以電源 IC 動能最強，收入季增 4%，此主要是昂寶 4Q17 受惠於手機快充等農曆年前拉貨挹注所致，其餘則受淡季影響，比如分離式元件收入 QoQ-8%，CIS 系統模組與晶圓代工則分別季減 21% 與 20%。由於電源 IC 屬於高毛利率產品，故日盛預估敦南 4Q17 毛利率 28.97%，並預估稅後獲利 2.66 億元，稅後 EPS 0.85 元。

展望 1Q18，敦南預估 1Q18 步入淡季，營收 QoQ-5%~-10%，毛利率隨昂寶通常滑落幅度較大，故毛利率下滑。日盛預估敦南 1Q18 營收 27.84 億元，QoQ-9.85%，毛利率 25.67%，稅後獲利 9,800 萬元，稅後 EPS 0.32 元。

◆ 2017~2018 年產品結構持續轉趨正向：

隨敦南本身產品結構持續轉趨正向，日盛預估敦南毛利率可望持穩高檔水準：

1. 分離式元件由快充、自有產能增加與保護元件規格提升加持。

敦南分離式元件營收占比約 44%，其營收細項又可拆解為橋式整流器 >40%、Schottky 二極體/PFC/MOSFET 25%~30%、保護元件 10%與 OEMD15%~20%，公司預期 2018 年分離式元件營收呈雙位數成長。隨快充、自有產能增加與保護元件規格提升等加持，敦南分離式元件毛利率由 2016 年的 15%~20%，提升至 1Q~3Q17 的 20%~22%。

首先，公司預期橋式整流器 2018 年收入 YoY+5%~10%，主要來自於快充挹注。2017 年手機快充與無線充電，佔公司橋式整流器比重僅 7%~8%，隨蘋果已推出具備快充與無線充電功能的手機，並且中國包括華為、魅族、OPPO 與 ViVO 等各大品牌手機均已導入快充功能，均有助於加速手機搭載快充的滲透率攀升，敦南目前相關客戶包括中國前十大品牌的四位，以及歐美四家品牌，隨整體市場規模趨增，亦將推升公司收入挹注。

至於 Schottky 二極體/PFC/MOSFET 部分，公司預期 2018 年成長 20%。公司 Schottky 二極體主要供應家電用，由於過往磊晶供給吃緊，導致 Schottky 供應短缺，拖累公司出貨進度，2018 年公司將 in-house 擴展 50%產能因應。由於 2017 年市場磊晶供給不足，導致市場漲價因應，故公司須以較高價向外取得料源，2018 年隨自有產能補上，並且經濟規模提高，有助於毛利率提增。而 MOSFET，公司亦將新增推出 1 顆~2 顆新產品布局。保護元件部分，由於基期低，公司預期隨家電、車載增溫，2018 年保護元件可望成長 40%~50%。公司於車用係供應如車載資通訊、BMS、導航、安全氣囊、點燈器與雨刷等 ESD 與 TVS，2H17 方正式出貨，故車用佔保護元件比重僅 <1%，預期 2018 年倍數成長。

2. 電源 IC 由昂寶貢獻獲利，敦南本身 IC 期待 2018 年損益兩平。

敦南電源 IC 產品線約 80%~90%由昂寶貢獻，2018 年由 TV、手機快充與 PD 晶片貢獻，10%~15%則為自家生產的電源 IC，自家產品以 PC、NB 與智慧型手機為著墨重點。過往敦南自有產品出貨欠佳，未達經濟規模，2015 年虧損 7,000 萬元，2016 年虧損 4,000 萬元，2017 年虧損縮小至 2,000 萬元。隨公司推出整合數項功能的整合性設計(整合 converter、LDO 等元件)，單價較高並且成本較低，期待 2018 年損益兩平。

2018 年 1 月 19 日

3. CIS 系統模組往票務系統、驗鈔機等較高毛利率布局，營益率逐年攀升。

CIS 系統模組為敦南最早營運的產品線，但其後因殺價競爭激烈，敦南曾退出市場，歷經數年運作，並轉型往較高毛利率產品線比如銀行系統驗鈔機、票務機與投票機等，新產品佔 CIS 系統模組比重由 2014 年 0%、2015 年 8%，提升至 2016 年的 19% 與 1Q~3Q17 的 25%，預期 2018 年往 30%邁進，此亦帶動 CIS 系統模組的營益率由 2015 年的-4%，轉正至 1Q~3Q17 的 9%。

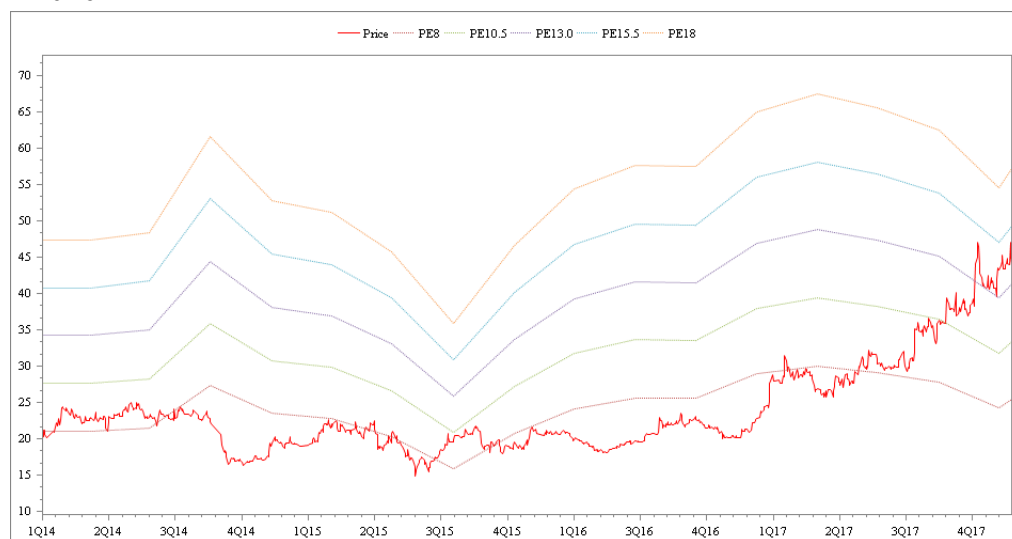
敦南晶圓代工廠計有新竹 6 吋廠(若以 10 layer 計算，月產能約 3.5 萬片)、基隆與無錫 4 吋廠、上海 3 吋晶圓廠，其中 3 吋與 4 吋廠營收含括在分離式元件項目中，僅 6 吋廠營收為獨立項目。敦南的 6 吋廠晶圓代工收入分為自用 40%~50%、代工 50%~60%，主要是作為昂寶投片用，2017 年呈現小虧，期待 2018 年止虧。

◆ 日盛對敦南為買進評等，目標價 51 元，潛在空間 15.9%：

針對漲價議題，敦南 2017 年新產品包括 Schottky、MOSFET 等分離式元件，多數即已隨更改新的封裝方式(縮小尺寸等)，適度調整價格來反映成本上漲，待至 2018 年僅 <10%分離式元件價格尚未反映成本上升，公司 1Q18 將為反映成本而進行價格調整事宜。

日盛預估敦南 2017 營收 115.05 億元，毛利率 28.21%，稅後獲利 7.93 億元，稅後 EPS 2.55 元，並預估 2018 年營收 135.15 億元，毛利率 28.32%，稅後獲利 9.87 億元，稅後 EPS 3.17 元。由於敦南本身產品結構持續轉趨正向，日盛預估敦南毛利率可望持穩高檔水準，日盛對敦南為買進評等，目標價 51 元(2018 年稅後 EPS 與 PER 16X 評價)，潛在空間 15.9%。

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
20180119	買進	51.0
20170118	持有/中立	26.0
20161025	買進	26.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年1月19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	10,487	11,505	13,515	2,803	2,641	2,287	2,899	3,231	3,088	2,784	3,383	3,732
營業毛利	2,868	3,246	3,827	806	743	582	837	932	894	715	980	1,084
營業費用	1,832	1,923	2,169	446	537	408	477	543	494	501	558	567
營業利益	1,036	1,323	1,658	360	207	174	360	389	400	214	422	517
營業外收支	198	279	249	72	68	-7	46	153	87	64	62	62
稅前純益	1,235	1,601	1,907	432	274	167	406	541	487	278	483	579
稅後純益	431	793	987	170	86	82	177	268	266	106	250	320
最新股本	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111	3,111
稅後 EPS(元)	1.39	2.55	3.17	0.55	0.28	0.26	0.57	0.86	0.85	0.34	0.81	1.03
經營效率(%)												
毛利率	27.35	28.21	28.32	28.76	28.15	25.45	28.88	28.84	28.97	25.67	28.96	29.05
營業利益率	9.88	11.5	12.27	12.84	7.82	7.6	12.41	12.03	12.97	7.67	12.46	13.85
稅前純益率	11.77	13.92	14.11	15.41	10.39	7.3	13.99	16.76	15.79	9.99	14.29	15.51
稅後純益率	4.11	6.89	7.3	6.07	3.26	3.6	6.11	8.3	8.6	3.8	7.4	8.56
YoY(%)												
營收	11.34	9.7	17.47	19.5	6.9	-2.61	7.56	15.28	16.92	21.72	16.69	15.52
營業利益	182.75	27.66	25.36	210.04	49.56	35.23	5.48	8.01	93.79	22.84	17.15	33.01
稅前純益	6.82	29.71	19.09	120.05	109.03	46.6	-2.18	25.38	77.71	66.51	19.21	6.9
稅後純益	-9.54	83.86	24.41	1,500.33	--	299.58	14.57	57.56	208.75	28.5	41.44	19.17
QoQ(%)												
營收				3.99	-5.77	-13.4	26.76	11.45	-4.43	-9.85	21.52	10.33
營業利益				5.48	-42.58	-15.83	106.91	8.01	3.02	-46.64	97.33	22.63
稅前純益				4.16	-36.47	-39.12	142.85	33.5	-9.96	-42.96	73.86	19.71
稅後純益				10.1	-49.45	-4.33	115.18	51.42	-0.95	-60.18	136.84	27.58

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	8,625	9,383	9,881
現金及約當現金	3,396	2,570	2,352
公允價值衡量金融資產	--	0	17
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,719	1,911	2,353
非流動資產	10,639	9,719	9,442
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	4,038	3,665	3,391
無形資產	110	112	128
資產總計	19,265	19,102	19,323
流動負債	6,513	5,339	5,337
短期借款	2,571	2,342	2,444
非流動負債	2,658	4,028	4,029
負債總計	9,171	9,367	9,366
股本	3,088	3,099	3,111
普通股股本	3,088	3,099	3,111
資本公積	2,080	2,098	2,170
保留盈餘	2,130	2,115	2,260
庫藏股票	0	0	0
股東權益	10,094	9,735	9,957
每股淨值(元)	26.82	24.45	24.47
流動比率(%)	132.44	175.75	185.14
速動比率(%)	106.02	139.95	141.04
應收帳款週轉率(%)	4.47	4.92	1.34
負債比率(%)	47.6	49.04	48.47
稅後股東權益報酬率(%)	5.76	5.44	3.6

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	1,156	1,235	1,114
折舊及攤提費用	758	696	499
利息費用	75	83	67
股利收入	-26	-26	-19
權益法認列關聯企業損益	-116	-83	-106
處分不動產、廠房及設備	4	-6	-1
處分權益法之投資損益	-118	3	-53
未實現外幣兌換損益	37	-13	18
應收帳款增減	-63	-132	-231
存貨增減	-128	-351	-505
應付帳款增減	175	-17	261
營業活動現金流量	1,112	961	761
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	177	0	141
取得不動產、廠房及設備	-318	-366	-189
處分不動產、廠房及設備	2	11	2
投資活動現金流量	218	-1,320	-158
短期借款增減	590	-233	124
長期借款增減	-285	520	-300
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	0	--
發放現金股利	-315	-371	-674
庫藏股票增減	-344	188	--
籌資活動現金流量	-426	-95	-724
淨現金流量	820	-826	-218

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年1月19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