

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3090 TT 日電質	中立 目標價 84	日電質的投資評等為中立，主要理由如下： (1) 隨著庫存成本墊高，預估代理產品的毛利率將逐漸回歸過往平均水準； (2) 評價未偏低。

研究員 傅河翰
absz1009@jsun.com

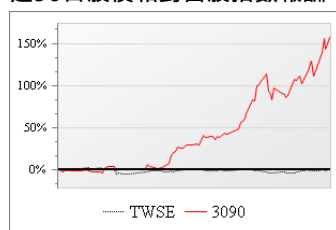
近期投資評等

05/28/2018	持有/中立
07/28/2017	持有/中立
06/30/2014	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(05/25/2018)	96.50
股本(百萬元)	1,670
總市值(億元)	161.2
每股淨值(元)	34.02
外資持股比(%)	11.79
投信持股比(%)	2.18
近20日均量(張)	26,239
融資餘額(05/25/2018)	13,072

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **主要代理電容相關產品：**日電質為代理商；產品營收佔比陶瓷電容(MLCC)佔28.65%、電解電容(ECP) 佔21.98%、固態電容(SCP) 佔14.04%、合計相關電容產品佔營收比重64%、其次為半導體IC佔約16%、LED相關佔8.9%；代理品牌包括Nippon Chemi-con、Panasonic、Kemet、Samsung與Kyocera等知名品牌零組件，並代理國內億光、敦泰等零組件，應用市場包括PC(佔21.35%)、電源(佔24.02%)、EMS(佔8.52%)、消費市場(佔8.32%)、通訊(佔7.33%)、其他佔27.23%。
- ◆ **電容相關產品報價上漲，帶動毛利率提升：**因車用市場對於高容MLCC的產品需求快速成長，使得日系廠商將產能轉往高容的車用市場，產能排擠效應下，近期MLCC市場供給短缺，MLCC報價持續上漲，受惠產品報價上漲與產品組合影響，1Q18毛利率達26.74%，2Q18 MLCC仍在上漲趨勢；而大陸因限排政策影響鋁箔(電解電容上游材料)的產出，加上原物料上漲，使得鋁箔價格上漲，為反映材料成本上漲，與產品lead time拉長，電解電容與固態電容價格亦呈現上漲，公司認為2Q18毛利率仍不至於忽然反轉。
- ◆ **隨著庫存成本墊高，預估毛利率將逐漸回歸過往平均水準：**觀察MLCC報價，自2017年以來持續上漲，且據了解04/2018 MLCC平均漲幅擴大，在此背景下日盛認為將有利日電質低價庫存(MLCC庫存水位正常約1.3~1.6個月)的毛利率表現，日電質自結04/2018稅後EPS0.98元，然隨著MLCC進貨成本墊高，倘若後續MLCC漲幅縮小或甚至持平，則日盛預估代理MLCC的毛利率將逐漸回復正常水準，而目前電解電容與固態電容漲價幅度相對MLCC平緩，推測對於毛利率的影響程度不若MLCC的變化來的大，以未來四季EPS8.4元評估，目前PER 11.5倍(歷史PER 8倍~10倍)，評價未偏低。

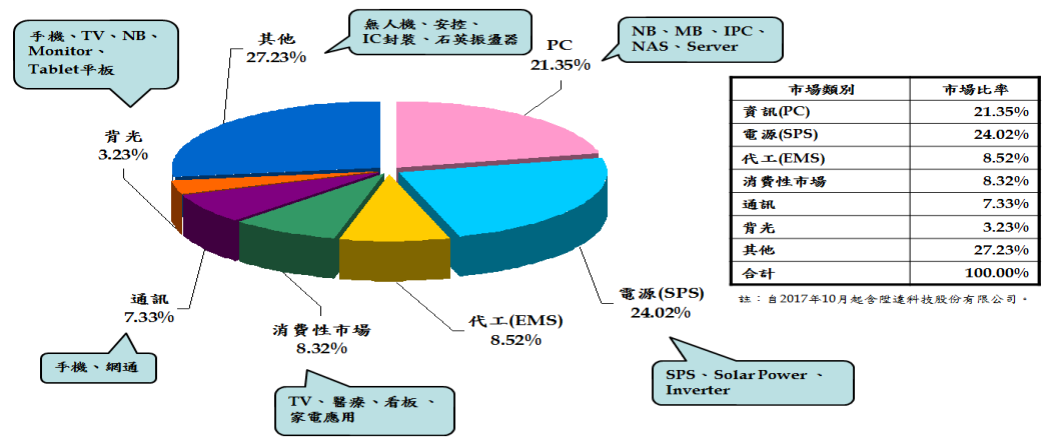
單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	8,250	11,949	2,004	2,584	3,115	3,276	2,974	2,814
營業毛利	1,420	3,026	456	691	1,009	780	547	464
營業利益	669	1,871	277	422	719	475	256	194
稅後純益	582	1,566	179	348	601	398	218	166
稅後 EPS(元)	3.49	9.38	1.07	2.08	3.60	2.39	1.31	0.99
毛利率(%)	17.21	25.32	22.74	26.74	32.38	23.8	18.39	16.5
營業利益率(%)	8.1	15.66	13.81	16.32	23.08	14.5	8.59	6.9
稅後純益率(%)	7.06	13.1	8.94	13.46	19.29	12.16	7.34	5.9
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.32	44.83	-9.27	28.95	20.53	5.16	-9.22	-5.37
營業利益 YoY/QoQ(%)	41.2	179.87	55.47	52.46	70.43	-33.95	-46.18	-24.06
稅後純益 YoY/QoQ(%)	50.43	168.87	4.38	94.23	72.71	-33.67	-45.19	-24.01

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

◆ 公司簡介：

日電質成立於1993年，代理產品包括Nippon Chemi-con、Panasonic、AVX、Kemet、Samsung、LG與Kyocera等知名品牌零組件，並代理國內知名大廠億光、創惟及敦泰等零組件，應用市場包括PC(佔21.35%)、電源(佔24.02%)、EMS(佔8.52%)、消費市場(佔8.32%)、通訊(佔7.33%)、其他佔27.23%，近年更深入醫療、車用、工控、機電、軍工等市場。

圖一:產品營收比重(應用別)

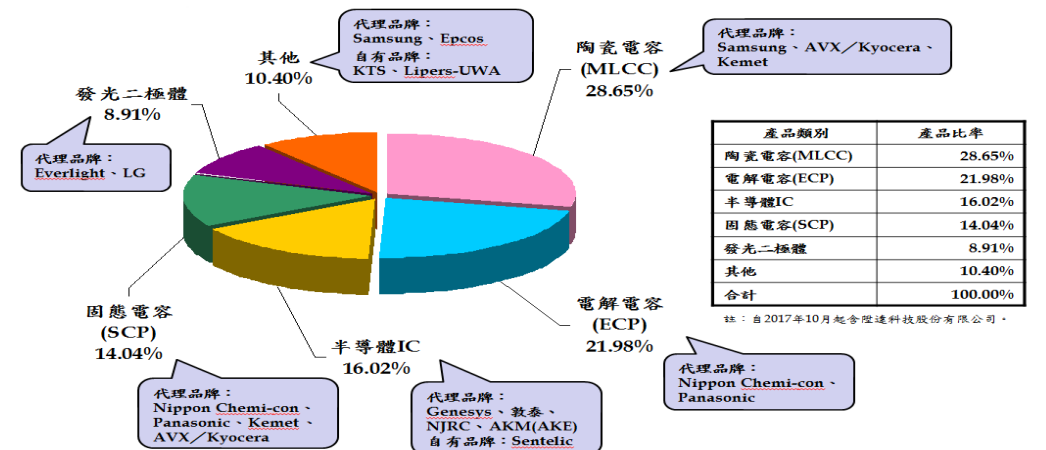


資料來源：日電質

◆ 主要代理電容相關產品：

陶瓷電容(MLCC)、電解電容(ECP)、固態電容(SCP)，合計佔公司營收比重64%，其中MLCC主要代理三星、Kemet等，ECP主要代理chemi-con、SCP主要代理chemi-con、Panasonic、Kemet等，LED主要代理2393 TT 億光的產品，主要出貨大中華地區，目前無獨家代理的產品。

圖二:產品營收比重(產品別)



資料來源：日電質

2018年5月28日

◆ 電容相關產品報價皆呈現上漲：

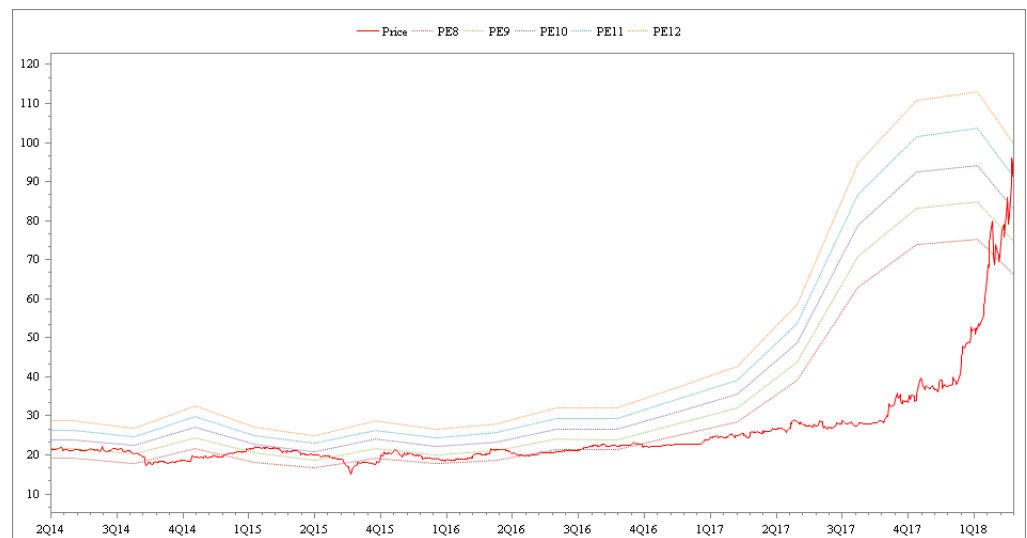
高容的MLCC產品陶瓷的堆疊層數比中低階MLCC產品多數倍至數十倍，高容MLCC較耗產能，車用市場對於高容的產品需求高速成長，日系廠商將產能轉往高容的車用市場，在產能排擠效應下，使得中低階的MLCC缺貨。

電容大廠將產能轉往車用市場，使得高階電解電容有缺貨的現象，而大陸因限排政策影響鋁箔(電解電容上游材料)的產出，加上原物料上漲，使得鋁箔價格上漲，為反映材料成本上漲與產品lead time拉長，電解電容與固態電容價格亦呈現上漲。

◆ 隨著後續庫存成本墊高，預估毛利率將逐漸回歸過往平均水準：

觀察MLCC報價，自2017年以來持續上漲，且據了解04/2018 MLCC平均漲幅擴大，在此背景下日盛認為將有利日電買低價庫存(MLCC庫存水位正常約1.3~1.6個月)的毛利率表現，日電買自結04/2018稅後EPS 0.98元，然隨著MLCC進貨成本墊高，倘若後續MLCC漲幅縮小或甚至持平，則日盛預估代理MLCC的毛利率將逐漸回復正常水準，而目前電解電容與固態電容漲價幅度相對MLCC平緩，推測對於毛利率的影響程度不若MLCC的變化來的大。

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
20180528	中立	84.0
20170728	中立	29.0
20140630	持有	36.7

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年5月28日

損益表

單位：百萬元	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	8,447	8,250	11,949	2,004	2,033	2,209	2,004	2,584	3,115	3,276	2,974	2,814
營業毛利	1,235	1,420	3,026	291	295	378	456	691	1,009	780	547	464
營業費用	761	751	1,155	195	178	200	179	269	290	305	291	270
營業利益	474	669	1,871	96	118	178	277	422	719	475	256	194
營業外收支	2	42	25	49	7	29	-43	7	5	5	8	6
稅前純益	475	711	1,896	145	124	207	234	429	724	480	263	200
稅後純益	387	582	1,566	132	99	172	179	348	601	398	218	166
最新股本	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
稅後 EPS(元)	2.32	3.49	9.38	0.79	0.60	1.03	1.07	2.08	3.60	2.39	1.31	0.99
經營效率(%)												
毛利率	14.62	17.21	25.32	14.53	14.52	17.1	22.74	26.74	32.38	23.8	18.39	16.5
營業利益率	5.61	8.1	15.66	4.81	5.78	8.06	13.81	16.32	23.08	14.5	8.59	6.9
稅前純益率	5.63	8.62	15.87	7.24	6.12	9.38	11.68	16.61	23.24	14.66	8.85	7.11
稅後純益率	4.58	7.06	13.1	6.6	4.89	7.77	8.94	13.46	19.29	12.16	7.34	5.9
YoY(%)												
營收	2.25	-2.32	44.83	6.24	0.18	-7.44	-6.54	28.94	53.23	48.3	48.39	8.89
營業利益	13.6	41.2	179.87	-2.55	-0.57	47.28	104.15	337.92	511.35	166.81	-7.64	-54
稅前純益	2.38	49.53	166.77	52.54	0.83	68.7	74.63	195.91	482.07	131.62	12.39	-53.41
稅後純益	4.13	50.43	168.87	74.28	-1.75	72.59	61.88	163.11	504.4	132.25	21.96	-52.28
QoQ(%)												
營收				-6.53	1.43	8.66	-9.27	28.95	20.53	5.16	-9.22	-5.37
營業利益				-28.92	22.08	51.33	55.47	52.46	70.43	-33.95	-46.18	-24.06
稅前純益				8.17	-14.27	66.69	12.97	83.29	68.64	-33.67	-45.19	-24.01
稅後純益				19.5	-24.81	72.61	4.38	94.23	72.71	-33.67	-45.19	-24.01

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	2016	2017	1Q18
流動資產	5,972	6,231	6,288
現金及約當現金	727	1,171	903
公允價值衡量金融資產	0	60	76
備供出售金融資產	360	549	0
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,625	1,695	1,587
非流動資產	1,099	1,039	1,070
公允價值衡量金融資產	--	0	5
不動產、廠房及設備	836	834	833
無形資產	2	57	57
資產總計	7,071	7,270	7,357
流動負債	3,772	3,174	3,430
短期借款	1,702	1,163	1,513
非流動負債	328	659	76
負債總計	4,100	3,832	3,506
股本	1,670	1,670	1,670
普通股股本	1,670	1,670	1,670
資本公積	413	419	419
保留盈餘	782	1,026	1,398
庫藏股票	-60	0	0
股東權益	2,971	3,437	3,852
每股淨值(元)	17.63	19.5	21.93
流動比率(%)	158.33	196.32	183.31
速動比率(%)	114.93	142.43	136.85
應收帳款週轉率(%)	2.69	2.76	0.92
負債比率(%)	57.99	52.72	47.65
稅後股東權益報酬率(%)	13.58	18.92	10.06

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	1Q18
繼續營業單位稅前損益	475	711	429
折舊及攤提費用	16	16	4
利息費用	27	25	6
股利收入	-22	-23	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	-2	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-185	284	-365
存貨增減	-229	-73	99
應付帳款增減	301	-324	-90
營業活動現金流量	481	665	168
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	-4	-3	-1
處分不動產、廠房及設備	86	0	--
投資活動現金流量	-162	116	-87
短期借款增減	176	-540	349
長期借款增減	-148	283	-615
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-329	-334	--
庫藏股票增減	0	59	--
籌資活動現金流量	-257	-334	-346
淨現金流量	67	444	-268

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年5月28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