2018 年 6 月 13 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6138 TT 茂達	買進 目標價 70	**茂達的投資評等維持買進，目標價由59元調整至70元(獲利調整並改以未來四季評價)，潛在空間15.5%，茂達1Q18財報優於預期，2Q18營收攀升，日盛略上修2018年獲利，並且公司策略以提高毛利率為優先考量，毛利率逐步攀升。**

研究員 王文雯
WenWenWang@jsun.com

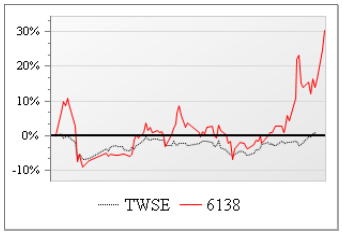
近期投資評等

06/13/2018	買進
03/30/2018	買進
11/17/2017	買進

公司基本資料

收盤價(元)(06/12/2018)	60.60
股本(百萬元)	1,028
總市值(億元)	62.3
每股淨值(元)	21.71
外資持股比(%)	9.13
投信持股比(%)	4.79
近 20 日均量(張)	7,207
融資餘額(06/12/2018)	9,413

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **2Q18毛利率不排除仍能優於1Q18：**茂達04~05/2018營收7.61億元(其中大中約佔營收比重50%)，針對母公司部份，茂達表示2Q18NB與MB微幅上升、SPS攀升，而VGA顯卡與挖礦機風扇晶片顯著下滑(因AMD與nVidia過往通常05~06/2018新款晶片出台，但今年時間往後遞延)，整體而言，母公司2Q18營收較1Q18揚升。毛利率則雖風扇比重滑落，但PWM比重卻攀升，加以匯率走貶，又適逢與封測廠年度議價(封測價格下滑)，故不排除2Q18毛利率仍能上升。展望2H18，3Q~4Q步入PC旺季，加以nVidia 07/2018將推出新款GPU(AMD則預計4Q18方推出)，又consumer 09~10/2018進入旺季，並且風扇/伺服器/工控與數位驅動等需求攀升，日盛預估3Q18營收QoQ+19.12%至13.91億元。
- **2018年Moto driver與Fan持續成長：**2018年茂達聚焦moto driver與Fan成長性，茂達風扇馬達晶片係自PC起家，包括5V與12V，其中5V過往為單相馬達，現整合hall IC後改為三相馬達，而12V則以GPU、CPU與電競、伺服器為主，公司2017年5V出貨約6,500萬顆，其中三相馬達約占40%。由於Motor driver與Fan為封閉領域，隨日廠逐步退出至僅剩一家，目前亦未有新加入者進入，供應態勢穩定，而應用端則由PC向外擴散至消費性、工控、伺服器與挖礦機等各項應用，故需求面向上成長。至於在BLDC(無刷直流馬達)部分，茂達係承作100W以下，推出整合MCU與gate driver產品，能縮減體積1/3，達到成本控管的功效。
- **毛利率為營運的優先考量：**茂達策略以提高毛利率為優先考量，產品布局由PC端往其餘應用如安控、伺服器等挪移，並改善各產品線本身的毛利率(比如LDO往客製化設計，毛利率已達30%)，而反映於整體毛利率的走勢，亦自2008年的20.09%，逐年攀升至2016~2017年的近30%，日盛預估2018年毛利率亦能維持近30%的水準。

單位:百萬元	2017	2018F	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F
營業收入淨額	4,224	5,029	1,117	1,151	1,168	1,391	1,319	1,277
營業毛利	1,252	1,491	334	333	341	423	394	369
營業利益	431	562	120	125	108	172	157	139
稅後純益	284	393	78	73	75	129	116	92
稅後 EPS(元)	2.76	3.82	0.76	0.71	0.73	1.25	1.13	0.89
毛利率(%)	29.64	29.65	29.91	28.93	29.21	30.38	29.9	28.89
營業利益率(%)	10.21	11.17	10.79	10.85	9.21	12.38	11.9	10.89
稅後純益率(%)	6.71	7.82	6.97	6.38	6.46	9.25	8.77	7.2
營業收入 YoY/QoQ(%)	13	19.06	-6.38	3.06	1.5	19.12	-5.18	-3.18
營業利益 YoY/QoQ(%)	22.92	30.18	-10.42	3.64	-13.87	60.19	-8.84	-11.4
稅後純益 YoY/QoQ(%)	40.3	38.62	-19.8	-5.74	2.84	70.49	-10.04	-20.57

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **茂達為電源管理IC廠商：**

茂達為電源管理IC廠商，母公司1Q18比重為LDO28%、PWM28%、audio amplifier 6%與Fan/Motor driver 37%；若依終端應用別，則NB13%、MB18%、LCD9%、VGA6%、Consumer 8%、Fan38%與其他8%，其中Fan/Motor driver比重由2017年的約34%增至1Q18的37%，主要是1Q18顯卡與挖礦訂單加持。

◆ **2Q18毛利率不排除仍能優於1Q18：**

茂達04~05/2018營收7.61億元(其中大中約佔營收比重50%)，針對母公司部份，茂達表示2Q18NB與MB微幅上升、SPS攀升，而VGA顯卡與挖礦機風扇晶片顯著下滑(因AMD與nVidia過往通常05~06/2018新款晶片出台，但今年時間往後遞延)，整體而言，母公司2Q18營收較1Q18揚升。毛利率則雖風扇比重滑落，但PWM比重卻攀升，加以匯率走貶，又適逢與封測廠年度議價(封測價格下滑)，故不排除2Q18毛利率仍能上升。

展望2H18，3Q~4Q步入PC旺季，加以nVidia 07/2018將推出新款GPU(AMD則預計4Q18方推出)，又consumer 09~10/2018進入旺季，並且風扇/伺服器/工控與數位驅動等需求攀升，日盛預估3Q18營收QoQ+19.12%至13.91億元。

◆ **2018年Moto driver與Fan持續成長：**

2018年茂達聚焦moto driver與Fan成長性，茂達風扇馬達晶片係自PC起家，包括5V與12V，其中5V過往為單相馬達，現整合hall IC後改為三相馬達，而12V則以GPU、CPU與電競、伺服器為主，公司2017年5V出貨約6,500萬顆，其中三相馬達約占40%。由於Motor driver與Fan為封閉領域，隨日廠逐步退出至僅剩一家，目前亦未有新加入者進入，供應態勢穩定，而應用端則由PC向外擴散至消費性、工控、伺服器與挖礦機等各項應用，故需求面向上成長。至於在BLDC(無刷直流馬達)部分，茂達係承作100W以下，推出整合MCU與gate driver產品，能縮減體積1/3，達到成本控管的功效。

在NB PMIC部分，主要需依據Intel的平台藍圖演進，茂達在Cannonlake與Icelake平台均已過認證，需視Intel本身在平台藍圖的規劃而定，假設Cannonlake並未推出，則茂達便無法供應其PMIC；不過Coffelake推出機率大，則茂達在分離式元件仍能交貨。而Intel主打低功耗的Gemini Lake未採用分離式元件，只有PMIC方案，此已於2Q18量產，亦將有助於PMIC後續推展。針對PMIC的非PC應用端，茂達在顯像晶片相關的PMIC、網通如STB/ADSL、無線充電等均能搭配出貨。

◆ **茂達營運以毛利率為優先考量：**

茂達策略以提高毛利率為優先考量，產品布局由PC端往其餘應用如安控、伺服器等挪移，並改善各產品線本身的毛利率(比如LDO往客製化設計，毛利率已達30%)，而反映於整體毛利率的走勢，亦自2008年的20.09%，逐年攀升至2016~2017年的近30%，日盛預估2018年毛利率亦能維持近30%的水準。

◆ **日盛維持茂達買進評等，目標價由59元調整至70元，潛在空間15.5%：**

隨茂達1Q18財報優於預期，母公司2Q18營收應能優於1Q18水準，日盛略為上調2018年獲利4%，日盛預估茂達2018年營收50.29億元(原預估47.95億元)，毛利率29.65%(原預估29.4%)，稅後獲利3.93億元(原預估3.76億元)，稅後EPS 3.82元(原預估3.66元)。茂達1Q18財報優於預期，2Q18營收攀升，日盛略上修2018年獲利，並且公司策略以提高毛利率為優先考量，毛利率逐步攀升，日盛對茂達維持買進評等，目標價由59元調整至70元(改以未來四季EPS與PER 16倍評價)。

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
20180613	買進	70.0
20180330	買進	59.0
20171117	買進	57.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

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	3,738	4,224	5,029	954	961	1,193	1,117	1,151	1,168	1,391	1,319	1,277
營業毛利	1,105	1,252	1,491	282	278	357	334	333	341	423	394	369
營業費用	766	836	933	189	203	227	217	212	234	250	237	230
營業利益	351	431	562	98	79	134	120	125	108	172	157	139
營業外收支	-48	2	6	-26	13	12	3	0	2	2	3	1
稅前純益	303	434	567	72	92	147	123	124	109	174	160	140
稅後純益	202	284	393	48	61	97	78	73	75	129	116	92
最新股本	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028	1,028
稅後 EPS(元)	1.97	2.76	3.82	0.47	0.59	0.94	0.76	0.71	0.73	1.25	1.13	0.89
經營效率(%)												
毛利率	29.58	29.64	29.65	29.62	28.94	29.96	29.91	28.93	29.21	30.38	29.9	28.89
營業利益率	9.39	10.21	11.17	10.24	8.2	11.27	10.79	10.85	9.21	12.38	11.9	10.89
稅前純益率	8.11	10.27	11.28	7.53	9.54	12.32	11.04	10.82	9.34	12.5	12.1	10.95
稅後純益率	5.41	6.71	7.82	5.03	6.32	8.14	6.97	6.38	6.46	9.25	8.77	7.2
YoY(%)												
營收	20.83	13	19.06	13.65	20.19	16.52	3.81	20.65	21.53	16.65	18.15	11
營業利益	97.59	22.92	30.18	14.56	66.2	26.17	7.82	27.85	36.36	28.09	30.35	11.43
稅前純益	44.62	43.07	30.76	-12.41	53.06	47.93	99.05	73.36	18.93	18.39	29.52	12.4
稅後純益	36.3	40.3	38.62	-16.11	47.18	38.51	131.75	52.79	24.23	32.55	48.67	25.29
QoQ(%)												
營收				-11.33	0.77	24.1	-6.38	3.06	1.5	19.12	-5.18	-3.18
營業利益				-12.6	-19.24	70.54	-10.42	3.64	-13.87	60.19	-8.84	-11.4
稅前純益				15.95	27.75	60.19	-16.11	0.98	-12.36	59.46	-8.22	-12.37
稅後純益				42.97	26.49	59.79	-19.8	-5.74	2.84	70.49	-10.04	-20.57

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	2,584	2,993	3,013
現金及約當現金	990	1,192	1,228
公允價值衡量金融資產	178	178	179
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	531	612	625
非流動資產	530	516	530
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	363	362	367
無形資產	5	4	3
資產總計	3,114	3,509	3,543
流動負債	906	947	886
短期借款	--	--	--
非流動負債	39	34	37
負債總計	945	982	923
股本	1,023	1,028	1,028
普通股股本	1,023	1,028	1,028
資本公積	211	410	411
保留盈餘	677	746	819
庫藏股票	--	0	-8
股東權益	2,169	2,528	2,620
每股淨值(元)	18.27	21.01	21.76
流動比率(%)	285.28	316.05	339.89
速動比率(%)	223.3	245.22	263.93
應收帳款週轉率(%)	4.86	4.68	1.22
負債比率(%)	30.34	27.97	26.06
稅後股東權益報酬率(%)	11.16	14.08	3.34

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	303	434	124
折舊及攤提費用	122	104	26
利息費用	--	--	--
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	-3	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	-107	24
存貨增減	-28	-81	-13
應付帳款增減	209	16	-71
營業活動現金流量	564	334	94
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	-103	-90	-43
處分不動產、廠房及設備	4	0	--
投資活動現金流量	-103	-92	-44
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	-198	-264	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-115	-39	-15
淨現金流量	345	202	36

資料來源：CMoney · JS 預估

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