2018 年 9 月 14 日

| 公司名稱 | 投資評等 | 結論及投資建議 |
|---|---|---|
| 5234 TT<br>達興材料 | 買進<br>目標價<br>94 | 達興材料的投資評等為買進，目標價94元，潛在漲幅18.4%，主要理由如下：<br>(1) 大陸客戶提供營收動能，外銷比重逐漸提高；<br>(2) PSA配向膜拓展客戶有成，後續營運可期。 |

研究員 傅河翰
absz1009@jsun.com

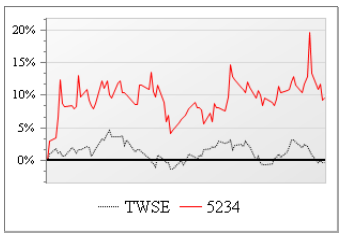
**近期投資評等**

| | |
|---|---|
| 09/14/2018 | 買進 |
| 12/20/2017 | 到價轉中立 |
| 12/12/2017 | 買進 |

**公司基本資料**

| | |
|---|---|
| 收盤價(元)(09/13/2018) | 79.40 |
| 股本(百萬元) | 1,027 |
| 總市值(億元) | 81.5 |
| 每股淨值(元) | 22.21 |
| 外資持股比(%) | 7.99 |
| 投信持股比(%) | 1.52 |
| 近 20 日均量(張) | 257 |
| 融資餘額(09/13/2018) | 1,841 |

**近90日股價相對台股指數報酬**




資料來源：CMoney

## 重點摘要

- **PSA配向膜拓展客戶有成，後續營運可期：**公司主要生產顯示器相關材料，主要客戶友達佔營收比重 70%左右，大陸客戶比重已提升至 20%以上；2017 年正式量產PSA配向膜(PI)，為全球第三家(另外兩家為Nissan Chemical與JSR)有能力量產PSA配向膜的公司，同時具有PI關鍵材料CBDA(環丁烷二酸酐單體)的製造能力(CBDA可用於配向膜與高透光軟性基材)，目前PSA配向膜僅出貨一個大陸客戶(推估營收貢獻 3%～10%)，預計 2H18 將在新增加 2～3 個客戶，預估明顯貢獻營收的時間點會落於 2H19。
- **大陸市場比重持續提高：**公司有部分營收來自於商品買賣(推估佔營收比重 3 成多)，此部分毛利率相對較低，近年公司營收成長主要來自於自製產品的銷售，亦帶動整體毛利率提升，同時公司開拓大陸客戶有成，帶動外銷市場佔營收比重已提升至 20%以上(2Q16 外銷比重 14.5%)，出貨產品包括 PS(感光間隙材)、PSA 配向膜(1Q17 開始出貨大陸客戶)、酮酸(用於 4K 解析度以上的銅蝕刻製程)等，隨著大陸面板新產能開出，預估 2H18 外銷比重將持續提升。
- **2018 年為半導體材料元年：**2017 年已開發出有機離型層(wafer)，特用清洗劑，有機介電絕緣層等材料，可用於 Fan-out wafer/panel level 封裝，目前以有機離型層進度相對較快(樣品單階段)，2018 年將為半導體材料的元年，為可留意的新潛在成長動能，然後續實際出貨狀況有待觀察。
- 日盛認為除了面板出貨面積放大，可帶動面板材料用量增加外，達興的產品(PSA與PS等)於大陸戶面板廠的採用度提升，帶動外銷比重快速提升，PSA配向膜後續仍有多個潛在客戶可提供出貨動能，另外若半導體材料可順利放量出貨，將有利評價提升。

| 單位:百萬元 | 2018F | 2019F | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | 4,363 | 4,810 | 1,038 | 1,057 | 1,136 | 1,132 | 1,087 | 1,162 |
| 營業毛利 | 1,429 | 1,620 | 324 | 354 | 376 | 375 | 343 | 392 |
| 營業利益 | 698 | 848 | 153 | 174 | 185 | 185 | 159 | 201 |
| 稅後純益 | 614 | 741 | 133 | 158 | 161 | 161 | 139 | 176 |
| 稅後 EPS(元) | 5.97 | 7.21 | 1.29 | 1.54 | 1.57 | 1.57 | 1.36 | 1.71 |
| 毛利率(%) | 32.74 | 33.67 | 31.2 | 33.46 | 33.1 | 33.13 | 31.54 | 33.72 |
| 營業利益率(%) | 15.99 | 17.63 | 14.78 | 16.48 | 16.3 | 16.33 | 14.64 | 17.32 |
| 稅後純益率(%) | 14.06 | 15.4 | 12.8 | 14.96 | 14.19 | 14.26 | 12.83 | 15.13 |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | 11.38 | 10.25 | -0.95 | 1.86 | 7.44 | -0.35 | -3.96 | 6.85 |
| 營業利益 YoY/QoQ(%) | 28.99 | 21.59 | -9.29 | 13.57 | 6.22 | -0.17 | -13.88 | 26.4 |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | 29.73 | 20.7 | -10.4 | 19.08 | 1.89 | 0.16 | -13.59 | 25.98 |

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **公司簡介：**

公司創立於 2006 年，由友達與長興材料合資成立，產品包括顯示器，綠能與半導體等相關材料等，員工有一半為 RD 人員，每年約投入 8%～10%的研發費用(相對營收比重)，目前主要營收來源為顯示器材料相關包括:光阻材料、配向膜、介電絕緣保護層(POC)、光學膠、銅蝕刻液、液晶、感光間隙材料(PS)等，少部分營收來自於綠能相關材料，公司主要客戶為友達(推估營收佔比 70%～75%)。

◆ **外銷比重逐漸提升：**

公司過往以內銷市場為主，2017 年新增大陸客戶，帶動外銷市場佔營收比重由 3Q16 的 14.5%提升至目前的 20%以上；公司酮酸 PSA 配向膜與 PS 等產品皆已出貨給大陸面板客戶，液晶產品牽扯較多的專利問題；目前大陸的競爭同業於液晶材料的進展相對較快，然在液晶材料外的面板關鍵製程料進度仍落後。

達興的材料性價比高於國外的同業，隨著隨著大陸面板產能開出，將有利達興持續拓展大陸市場，預估 2H18 大陸市場營收佔比可望持續提升，另外由於 4K 解析度以上的面板製程需要用到酮酸，隨著 4K 面板比重持續提升，亦有利酮酸的使用量增加。

◆ **PSA 為後續的成長動能：**

達興為全球第三家(另外兩家為 Nissan Chemical 與 JSR)有能力量產 PSA 配向膜的公司，具有 PI 關鍵材料 CBDA(環丁烷二酸酐單體)的製造能力，且 CBDA 有能力外銷日本，PSA 配向膜 1Q17 已開始出貨一家大陸面板廠，推估 PSA 配向膜目前貢獻營收 3%～10%，預計 2H18 可再增加 2～3 家客戶，隨著 PSA 配向膜客戶增加(從導入到大量出貨，通常需要 3～4 季的時間)，2019 年營運成長可期。

目前面板採用垂直式液晶的配向方式有 PSA 與光配向的形式，據了解目前市面上的面板廠友達、惠科與華興光電皆採 PSA 配向，京東方則採 IPS 液晶，中電熊貓則採用光配向，中電彩虹咸陽 8.6 代廠則應是採用 PSA 配向。

◆ **跨入半導體材料領域：**

公司對於半導體相關材料寄予厚望，2017 已開發出有機離型層(wafer)，特用清洗劑，有機介電絕緣層等材料，可用於 Fan-out wafer/panel level 封裝，正式跨入半導體先進材料封裝領域，由於國內半導體廠商在先進封裝領域具領先地位，可提供達興切入的契機，目前以有機離型層的進度相對較快(樣品單階段)，2018 年半導體材料尚未有營收貢獻，後續出貨狀況有待觀察。

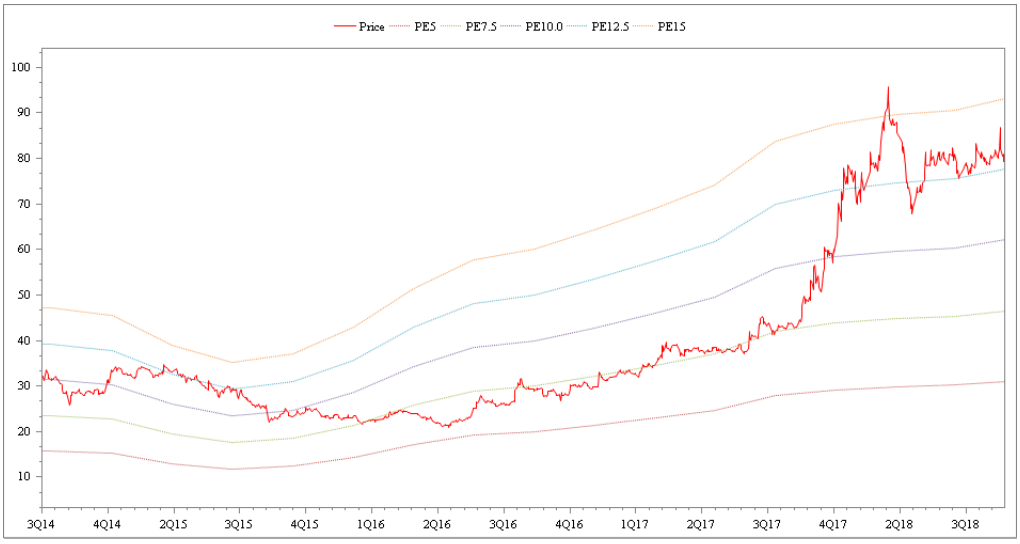
**表一、材料用途**

| 主要產(商)品 | | 重要用途或功能 |
|---|---|---|
| 光阻材料 | 感光間隙材料 | 感光間隙材料主要功能是維持 LCD 上下兩片玻璃基版的距離，以防止因厚度控制不均而造成液晶應答特性的改變。 |
| | 彩色光阻 | 彩色光阻為 TFT-LCD 中關鍵元件彩色濾光片(Color Filter)之主要原料，亦是顯色之來源。 |
| | 黑色光阻 | 主要功能為定義彩色濾光片中（Color Filter）色阻區域，同時達到阻擋 Array 金屬線避免漏光的功效。 |
| 液晶配向膜 | | 主要功能為使液晶分子排列的方向整齊一致及提供液晶預傾角，為使液晶材料達成良好旋轉效果。 |
| 液晶 | | 液晶材料是顯示器中的關鍵原料，掌控了顯示器的畫質及反應時間。本公司產品具有低電壓、高對比、無殘影及快速響應的特性。 |
| 介電絕緣保護層 | | 可用於線路間之介電絕緣層。另可應用於觸控感應器之外層保護層以保護觸控元件之功能性特殊圖形線路，同時提升感應器之穿透度。 |

| 主要產(商)品 | 重要用途或功能 |
|---|---|
| 光學膠 | 觸控面板和液晶模組以及保護玻璃之貼合，可提高畫質對比，具有高穿透特性。 |
| CBDA<br>環丁烷二酸酐 | 脂肪族雙酸酐，用於 LCD 配向膜或高透光軟性基材。 |
| 觸控面板耐高溫黑/白色光阻 | 用於單片式玻璃電容觸控面板之邊框遮光材料，遮蔽圖形線路與提升外觀美感，具有高耐熱/高阻抗/高顯色/電氣絕緣性。 |
| 銅製程蝕刻液 | 銅蝕刻液應用於銅線路與圖形製作，以形成元件間銅金屬層之具功能性特殊圖形線路。此蝕刻液需控制銅線路蝕刻的形狀和寬度同時保持蝕刻表面平滑。 |
| 晶棒接著膠 | 用於晶棒切片製程中，暫時接著所需。切片時具良好的結著能力，避免異常掉片。切片完成後，可利用溫水弱酸脫除，無殘膠問題。 |
| 軟性 PI 基板材料 | 用於 OLED 顯示器、電子紙顯示器、LCD、觸控面板之基板材料，依據不同產品應用能設計並提供高耐熱高透明特性。 |
| OLED 有機介電絕緣層及平坦層 | OLED 顯示器製作過程中，需藉由像素電極上的像素定義層來分離 OLED RGB 發光材料，於 LTPS 薄膜電晶體層上亦需覆蓋一保護層提供絕緣平坦作用。 |

資料來源：達興年報

## 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 |
|---|---|---|
| 20180914 | 買進 | 94.0 |
| 20171220 | 中立 | 69.0 |
| 20171212 | 買進 | 69.0 |

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

## 損益表

| 單位：百萬元 | 2017 | 2018F | 2019F | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18F | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入淨額 | 3,917 | 4,363 | 4,810 | 925 | 1,030 | 1,048 | 1,038 | 1,057 | 1,136 | 1,132 | 1,087 | 1,162 |
| 營業毛利 | 1,155 | 1,429 | 1,620 | 246 | 312 | 344 | 324 | 354 | 376 | 375 | 343 | 392 |
| 營業費用 | 614 | 731 | 771 | 144 | 158 | 175 | 170 | 180 | 191 | 190 | 184 | 191 |
| 營業利益 | 541 | 698 | 848 | 101 | 153 | 169 | 153 | 174 | 185 | 185 | 159 | 201 |
| 營業外收支 | -5 | 8 | 3 | 2 | 1 | -1 | -2 | 9 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 稅前純益 | 536 | 706 | 851 | 103 | 154 | 168 | 152 | 183 | 185 | 186 | 160 | 202 |
| 稅後純益 | 473 | 614 | 741 | 92 | 136 | 148 | 133 | 158 | 161 | 161 | 139 | 176 |
| 最新股本 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 | 1,027 |
| 稅後 EPS(元) | 4.60 | 5.97 | 7.21 | 0.89 | 1.32 | 1.44 | 1.29 | 1.54 | 1.57 | 1.57 | 1.36 | 1.71 |
| **經營效率(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 29.49 | 32.74 | 33.67 | 26.55 | 30.28 | 32.81 | 31.2 | 33.46 | 33.1 | 33.13 | 31.54 | 33.72 |
| 營業利益率 | 13.81 | 15.99 | 17.63 | 10.94 | 14.9 | 16.14 | 14.78 | 16.48 | 16.3 | 16.33 | 14.64 | 17.32 |
| 稅前純益率 | 13.67 | 16.17 | 17.7 | 11.11 | 14.98 | 16.06 | 14.64 | 17.3 | 16.31 | 16.39 | 14.75 | 17.39 |
| 稅後純益率 | 12.07 | 14.06 | 15.4 | 9.9 | 13.17 | 14.15 | 12.8 | 14.96 | 14.19 | 14.26 | 12.83 | 15.13 |
| **YoY(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | 8.21 | 11.38 | 10.25 | 3.39 | 6.65 | 11.18 | 13.45 | 14.3 | 10.33 | 8.03 | 4.74 | 9.87 |
| 營業利益 | 36.54 | 28.99 | 21.59 | 22.1 | 24.8 | 32.03 | 31.07 | 72.23 | 20.64 | 9.25 | 3.72 | 15.43 |
| 稅前純益 | 33.96 | 31.77 | 20.63 | 19.74 | 27.49 | 27.83 | 37.75 | 78.02 | 20.13 | 10.26 | 5.54 | 10.4 |
| 稅後純益 | 33.92 | 29.73 | 20.7 | 19.83 | 27.34 | 28.49 | 36.13 | 72.82 | 18.83 | 8.89 | 5.01 | 11.09 |
| **QoQ(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 營收 | | | | 1.1 | 11.31 | 1.78 | -0.95 | 1.86 | 7.44 | -0.35 | -3.96 | 6.85 |
| 營業利益 | | | | -13.57 | 51.64 | 10.24 | -9.29 | 13.57 | 6.22 | -0.17 | -13.88 | 26.4 |
| 稅前純益 | | | | -6.81 | 50.05 | 9.13 | -9.73 | 20.44 | 1.25 | 0.16 | -13.59 | 25.98 |
| 稅後純益 | | | | -6.2 | 48.18 | 9.31 | -10.4 | 19.08 | 1.89 | 0.16 | -13.59 | 25.98 |

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 | 2Q18 |
|---|---|---|---|
| 流動資產 | 2,085 | 2,187 | 2,329 |
| 現金及約當現金 | 222 | 198 | 285 |
| 公允價值衡量金融資產 | 0 | 0 | 0 |
| 備供出售金融資產 | -- | -- | -- |
| 以成本衡量之金融資產 | -- | -- | -- |
| 存貨 | 191 | 214 | 230 |
| 非流動資產 | 1,104 | 1,289 | 1,348 |
| 公允價值衡量金融資產 | -- | -- | -- |
| 不動產、廠房及設備 | 1,082 | 1,266 | 1,328 |
| 無形資產 | 2 | 5 | 4 |
| **資產總計** | 3,189 | 3,476 | 3,678 |
| 流動負債 | 1,048 | 1,127 | 1,396 |
| 短期借款 | 0 | 50 | 50 |
| 非流動負債 | 17 | 32 | 0 |
| **負債總計** | 1,065 | 1,159 | 1,396 |
| 股本 | 934 | 934 | 1,027 |
| 普通股股本 | 934 | 934 | 934 |
| 資本公積 | 42 | 42 | 42 |
| 保留盈餘 | 1,150 | 1,343 | 1,214 |
| 庫藏股票 | -- | -- | -- |
| **股東權益** | 2,124 | 2,317 | 2,281 |
| 每股淨值(元) | 22.75 | 24.81 | 24.43 |
| 流動比率(%) | 198.94 | 194.06 | 166.84 |
| 速動比率(%) | 180.72 | 175.12 | 150.35 |
| 應收帳款週轉率(%) | 2.98 | 3.02 | 0.81 |
| 負債比率(%) | 33.39 | 33.35 | 37.97 |
| 稅後股東權益報酬率(%) | 17.3 | 21.3 | 6.69 |

資料來源：CMoney · JS 預估

## 現金流量表

| 單位：百萬元 | 2016 | 2017 | 2Q18 |
|---|---|---|---|
| 繼續營業單位稅前損益 | 400 | 536 | 335 |
| 折舊及攤提費用 | 160 | 155 | 86 |
| 利息費用 | 3 | 1 | 0 |
| 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 | -1 | 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 | 19 | -35 | -20 |
| 存貨增減 | 6 | -26 | -22 |
| 應付帳款增減 | -51 | 13 | -39 |
| **營業活動現金流量** | 393 | 617 | 297 |
| 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 | -70 |
| 權益法長期股權投資增減 | 0 | 0 | -- |
| 取得不動產、廠房及設備 | -101 | -339 | -83 |
| 處分不動產、廠房及設備 | 4 | 0 | 0 |
| **投資活動現金流量** | -22 | -360 | -153 |
| 短期借款增減 | 0 | 50 | 0 |
| 長期借款增減 | -152 | -52 | -56 |
| 公司債發行 | -- | -- | -- |
| 公司債償還 | -- | -- | -- |
| 現金增資 | -- | -- | -- |
| 發放現金股利 | -187 | -280 | -- |
| 庫藏股票增減 | 0 | 0 | -- |
| **籌資活動現金流量** | -339 | -282 | -56 |
| **淨現金流量** | 33 | -25 | 88 |

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。<br>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。<br>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。<br>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 |