

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
2455 TT 全新	持有 目標價 82.2	全新的投資評等中立調升至持有，目標價104元調降至82.2元，潛在報酬率14.3%，主因： (1)穩懋營收占比提高，對全新影響層度變大；(2)光電持平，Wireless衰退，3Q18旺季不旺；(3)消費型VCSEL認證已到最後階段，調升評等。

研究員 呂金源
 alumi@jsun.com

重點摘要

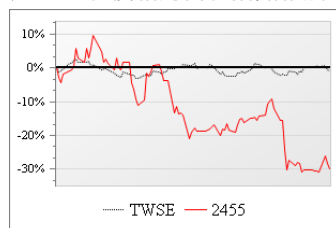
近期投資評等

10/05/2018	持有/中立
01/22/2018	持有/中立
09/26/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(10/04/2018)	71.90
股本(百萬元)	1,849
總市值(億元)	132.9
每股淨值(元)	14.23
外資持股比(%)	15.42
投信持股比(%)	1.30
近20日均量(張)	5,867
融資餘額(10/04/2018)	32,110

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **光電持平，Wireless 衰退，3Q18 旺季不旺：**根據聯鈞說法，PON 市場至年底前出貨量可望維持成長，但全新目前感受不到此一狀況，單月營收維持在 3,000 萬元水準，並無明顯的回升現象。而在 Wireless 部分，公司最大客戶為穩懋，由於智慧型手機成長趨緩，且 1H18 客戶備貨過多，目前進行庫存去化，相對對於全新也造成重大影響。公司 3Q18 營收 4.58 億元，QoQ-17%，旺季表現令人失望。日盛預估 3Q18 由於產能利用率下降，毛利率下滑至 36.13%，QoQ-2.39ppts，營業利益 1.01 億元，QoQ-26%，稅後淨利 0.82 億元，QoQ-40.6%，EPS 0.45 元。
- ◆ **消費型 VCSEL 認證已到最後階段：**公司原先用於生產光電產品的 MOCVD 共計有 6 台，2 台移作 VCSEL 研發用，另外為 VCSEL 新增 6 台 MOCVD，目前可用於生產 VCSEL 機台共計 8 台。由於目前生產 HBT 功率放大器的 PA 磊晶層數約在 10~50 層之間，而 VCSEL 磊晶層數高達 250~300 層，因此產能耗用相對高，目前 VCSEL 單片產值可望高於公司 PIN 光通用產值，且產品毛利率可望高於 50%。
- ◆ **推估 2019 年每 10%市占率貢獻全新 EPS 0.55 元：**日盛預期 2018 年具 3D 感測功能的智慧型手機出貨量約 1.5 億台的水準。2019 年全球具人臉辨識功能智慧型手機出貨可達 2.5 億台，若假設蘋果 2019 年推出一款具後鏡頭 AR 功能手機出貨 0.5 億台推算，每片 6 吋砷化鎵晶片可生產約 1 萬~2 萬顆 VCSEL(For Dot Projector)/0.5~1 萬顆(For ToF)，若以良率 90%、每片生產 1.5/0.75 萬顆推估，推估 2019 年整體市產約耗用 2.5 萬片 6 吋砷化鎵磊晶片。VCSEL 磊晶片價格約 HBT 磊晶片價格的 10 倍，全新目前 6 吋 HBT 磊晶片均出貨價約在 500 美元附近，若用於量大的消費型產品價格較低(以 7 折推估)，推估 2019 年市場產值約 26.5 億元台幣，若以毛利率 60%，營業利益率 47%，稅率 20%推估，全新若搶得 10%的市場，EPS 貢獻約在 0.55 元附近。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	2,064	2,327	563	552	458	491	520	556
營業毛利	779	934	211	213	166	189	193	216
營業利益	504	630	147	137	101	120	122	142
稅後純益	431	506	112	139	82	98	96	114
稅後 EPS(元)	2.33	2.74	0.61	0.75	0.45	0.53	0.52	0.62
毛利率(%)	37.72	40.11	37.52	38.52	36.13	38.55	37.19	38.87
營業利益率(%)	24.44	27.09	26.09	24.75	22.03	24.45	23.39	25.57
稅後純益率(%)	20.87	21.75	19.93	25.11	17.97	19.89	18.41	20.48
營業收入 YoY/QoQ(%)	-3.42	12.75	-3.08	-1.89	-16.99	7	6	7
營業利益 YoY/QoQ(%)	-2.08	25	-0.44	-6.93	-26.1	18.75	1.43	16.95
稅後純益 YoY/QoQ(%)	9.23	17.5	2.69	23.62	-40.58	18.39	-1.88	19.07

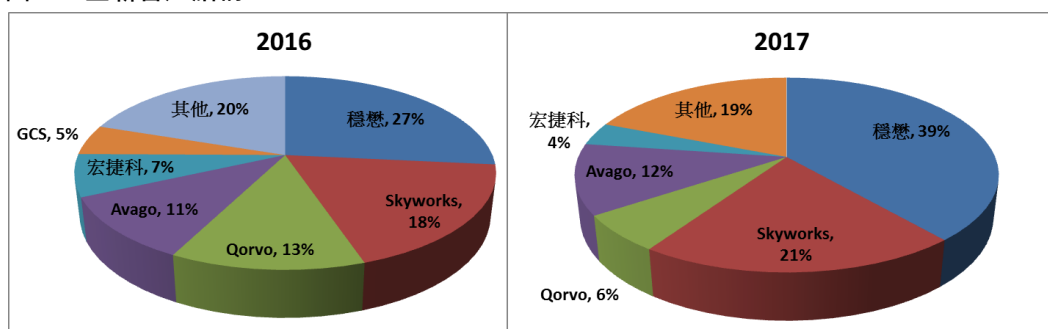
資料來源:CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

2018 年 10 月 5 日

◆ 穩懋營收占比提高，對全新影響承度變大：

在 PA 終端市場運用排名方面，Skyworks、Qorvo、Avago 三強鼎立，市占率分別為 37%、25% 以及 24%，前三大合計占全球消費量的 86%。全球主要砷化鎵晶圓代工廠及 IDM 廠均為全新的客戶，公司前 4 大客戶依序為：穩懋、Skyworks、Avago、Qorvo。穩懋 2017 年營收占比由 2016 年的 27% 明顯回升 39%，對公司營運具有顯著的影響性。2017 年底共有 MOCVD 機台 44 台，產能利用率約 60%，產能滿載，單月營收可達 3 億元以上。2018 年增加 6 台 MOCVD，生產機台增加為 50 台。

圖一、全新客戶結構



資料來源：全新年報、日盛推估

◆ 光電持平，Wireless 衰退，3Q18 旺季不旺：

光電市場原先預期中興事件落幕，市場需求可望回溫。根據聯鈞說法，PON 市場至年底出產量可望維持成長，但全新目前感受不到此一狀況，單月營收維持在 3,000 萬元水準，並無明顯的回升現象。而在 Wireless 部分，公司最大客戶為穩懋，由於智慧型手機成長趨緩，且 1H18 客戶備貨過多，目前進行庫存去化，相對對於全新也造成重大影響。公司 3Q18 營收 4.58 億元，QoQ-17%，旺季表現令人失望。日盛預估 3Q18 由於產能利用率下降，毛利率下滑至 36.13%，QoQ-2.39ppts，營業利益 1.01 億元，QoQ-26%，稅後淨利 0.82 億元，QoQ-40.6%，EPS 0.45 元。

◆ 積極投入 VCSEL、GaN 應用市場開發：

消費型 VCSEL 面射型雷射磊晶片目前驗證已至最後階段，若順利取得客戶認證，實際出貨時間點可望落在 4Q18，終端應用是否為蘋果，端視客戶的安排。整體而言，公司目前 VCSEL 單月營收約在百萬水準，屬於樣品單，除消費性產品外，另有 LiDAR 相關客戶進行認證，雖然公司在 VCSEL 進度落後同業，但公司表示將不會在此一市場缺席。另外有鑑於 GaN 市場趨勢逐漸明朗，公司董事會通過 2018 年 GaN 生產線的投資計畫，開始進入 GaN 生產。整體而言，公司新產品目前皆屬於開發階段，預估隨著市場發展，對公司未來營收將帶來正面貢獻，且新產品的毛利率預估將高於目前公司平均水準，若順利量產毛利率可望止跌回升。

◆ 消費型 VCSEL 認證已到最後階段：

MOCVD 機台用於生產 PA、光通產品或是 VCSEL 無明顯差異，但須經過客戶認證，公司原先用於生產光電產品的 MOCVD 共計有 6 台，2 台移作 VCSEL 研發用，另外為 VCSEL 新增 6 台 MOCVD，目前可用於生產 VCSEL 機台共計 8 台。由於目前生產 HBT 功率放大器的 PA 磊晶層數約在 10~50 層之間，而 VCSEL 磊晶層數高達 250~300 層，因此產能耗用相對高，公司表示目前 VCSEL 單片產值可望高於公司 PIN 光通用產值，且產品毛利率可望高於 50%。由於看好 VCSEL 市場潛力，加上投入 GaN 研發，公司 2018 年粗估資本支出將達 8 億~9 億元水準，主要的資本支出預期將集中在 1H18，並同步進行生產機台的認證，以因應未來市場的需求。

◆ 推估 2019 年每 10%市占率貢獻全新 EPS 0.55 元：

由於 iPhone X 未能明顯提升消費者換機需求，雖然 2018 年蘋果新款手機全系列導入臉部辨識功能，但由於 iPhone 7/8 仍持續降價銷售，而非蘋手機僅屬於高階機種初期導入階段，日盛預期 2018 年具 3D 感測功能的智慧型手機出貨量約 1.5 億台的水準。展望 2019 年，預期非蘋智慧型手機提升，加上蘋果具人臉辨識功能智慧型手機比重提高，日盛認為 2019 年全球具人臉辨識功能智慧型手機出貨可達 2.5 億台，若假設蘋果 2019 年推出一款具後鏡頭 AR 功能手機出貨 0.5 億台推算，每片 6 吋砷化鎵晶片可生產約 1~2 萬顆 VCSEL(For Dot Projector)/0.5~1 萬顆(For ToF)，若以良率 90%、每片生產 1.5/0.75 萬顆推估，推估 2019 年整體市產約耗用 2.5 萬片 6 吋砷化鎵磊晶片。VCSEL 磊晶片價格約 HBT 磊晶片價格的 10 倍，全新目前 6 吋 HBT 磊晶片均出貨價約在 500 美元附近，若用於量大的消費型產品價格較低(以 7 折推估)，推估 2019 年市場產值約 26.5 億元台幣，若以毛利率 60%、營業利益率 47%、稅率 20%推估，全新若搶得 10%的市場，EPS 貢獻約在 0.55 元附近。

◆ VCSEL 可望開始大量出貨，但股價未明顯低估，建議持有：

日盛預估 2018 年全新營收 20.64 億元，YoY-3.42%，毛利率 37.72%，營業利益 5.04 億元，YoY-2%，稅後淨利 4.31 億元，YoY+9.23%，EPS 2.33 元。在 Wireless 持平、光通產品衰退 4%、VCSEL10%市占率(營收占比 11.2%)的假設前提下，預估全新 2019 年營收 23.27 億元，YoY+12.75%，毛利率 40.1%，營業利益 6.3 億元，YoY +25%，稅後淨利 5.06 億元，YoY+17.5%，EPS 2.74 元。公司歷史合理本益比區間約在 14~30 倍水準，由於 VCSEL 可望開始大量出貨，營運可望出現好轉，因此以 2019 年 PER 30 倍評價，目標價 82.2 元，建議持有。

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
20181005	持有	82.2
20180122	中立	104.0
20170926	中立	55.2

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年10月5日

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	2,137	2,064	2,327	563	500	581	563	552	458	491	520	556
營業毛利	743	779	934	197	169	207	211	213	166	189	193	216
營業費用	228	274	303	60	54	59	64	76	65	69	72	74
營業利益	515	504	630	138	115	147	147	137	101	120	122	142
營業外收支	-35	25	4	4	1	-14	-7	28	2	2	-2	2
稅前純益	480	530	634	141	116	134	140	165	103	122	120	144
稅後純益	394	431	506	118	93	109	112	139	82	98	96	114
最新股本	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849	1,849
稅後 EPS(元)	2.13	2.33	2.74	0.64	0.50	0.59	0.61	0.75	0.45	0.53	0.52	0.62
經營效率(%)												
毛利率	34.79	37.72	40.11	35.04	33.74	35.63	37.52	38.52	36.13	38.55	37.19	38.87
營業利益率	24.1	24.44	27.09	24.42	22.91	25.39	26.09	24.75	22.03	24.45	23.39	25.57
稅前純益率	22.45	25.66	27.26	25.06	23.11	23.05	24.82	29.87	22.47	24.86	23.01	25.93
稅後純益率	18.45	20.87	21.75	21.03	18.54	18.81	19.93	25.11	17.97	19.89	18.41	20.48
YoY(%)												
營收	-2.09	-3.42	12.75	-9.92	8.78	33.6	14.14	-1.96	-8.3	-15.54	-7.63	0.74
營業利益	-12.41	-2.08	25	-26.24	4.74	68.67	27.1	-0.65	-11.84	-18.68	-17.16	4.1
稅前純益	-14.13	10.39	19.82	-26.97	22.6	72.3	56.67	16.84	-10.86	-8.9	-14.35	-12.55
稅後純益	-15.58	9.23	17.5	-25.62	9.09	74.64	51.6	17.06	-11.1	-10.7	-14.67	-17.81
QoQ(%)												
營收				14.21	-11.24	16.17	-3.08	-1.89	-16.99	7	6	7
營業利益				19.06	-16.72	28.75	-0.44	-6.93	-26.1	18.75	1.43	16.95
稅前純益				58.34	-18.16	15.84	4.37	18.09	-37.57	18.39	-1.88	20.58
稅後純益				60.09	-21.75	17.86	2.69	23.62	-40.58	18.39	-1.88	19.07

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	1,644	1,770	2,053
現金及約當現金	982	927	1,250
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	373	321	343
非流動資產	1,597	1,564	2,290
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	1,518	1,420	1,453
無形資產	2	2	2
資產總計	3,241	3,335	4,343
流動負債	464	493	1,313
短期借款	--	0	280
非流動負債	9	0	400
負債總計	473	493	1,713
股本	1,849	1,849	1,849
普通股股本	1,849	1,849	1,849
資本公積	107	107	107
保留盈餘	956	885	743
庫藏股票	-143	0	0
股東權益	2,768	2,841	2,630
每股淨值(元)	15.16	15.37	14.22
流動比率(%)	354.1	358.85	156.36
速動比率(%)	266.21	285.78	125.63
應收帳款週轉率(%)	5.85	5.8	1.38
負債比率(%)	14.6	14.8	39.44
稅後股東權益報酬率(%)	14.68	14.06	4.97

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	559	480	305
折舊及攤提費用	208	210	107
利息費用	--	--	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	-1
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	-2	8	-12
應收帳款增減	248	-237	81
存貨增減	-7	52	-22
應付帳款增減	-44	33	25
營業活動現金流量	852	457	450
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	-51	-25	-124
處分不動產、廠房及設備	1	0	1
投資活動現金流量	-111	-185	-819
短期借款增減	0	0	280
長期借款增減	0	0	400
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-530	-462	--
庫藏股票增減	-143	143	--
籌資活動現金流量	-1,290	-319	680
淨現金流量	-547	-55	323

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 10 月 5 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