

2019年04月17日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6672 TT 騰輝電子-KY	持有 目標價 102	騰輝電子-KY首次投資評等為持有，潛在漲幅約9.68%，主要理由如下： 近年營運穩定成長，雖中美貿易戰仍存在變數，然在布局利基型材料有成下，2019年營運成長無虞。

研究員 蔡志昇
 daniel1009@jsun.com

近期投資評等

日期	評等
04/17/2019	持有/中立
-	-
-	-

公司基本資料

收盤價(元)(04/16/2019)	93.00
股本(百萬元)	707
總市值(億元)	65.75
每股淨值(元)	27.22
外資持股比(%)	NA
投信持股比(%)	NA
近20日均量(張)	418
融資餘額(04/16/2019)	NA

重點摘要

- ◆ **主要生產PCB用之CCL，以及散熱鋁基板、軍工航天PI等特殊材料：**騰輝主要從事PCB主要材料銅箔基板(CCL)之生產，以及其他特殊材料如散熱鋁基板、軍工航天PI、R-F PP等，3Q18應用可區分為CCL 73%、特殊型23%(包含散熱鋁基板69%、軍工航天PI 16%、R-F PP 13%、其他高利潤材料2%)與其他4%(為服務客戶之輔料買賣)。
- ◆ **耕耘利基型產品有成，毛利率及競爭利基大幅提升：**有別於其他台系CCL廠，騰輝深耕利基型產品，如軍工航天產品與鋁基板等，後續也將持續拓展R-F的PP產品，特點在於前述產品毛利率皆優於公司平均，且生產特性為少量多樣，故公司營運策略為強化產品組合，提升公司毛利率及競爭利基。鋁基板主要用途在於散熱與補強，效果優於FR-4，公司產品主要應用於車用市場，以車頭燈為主，需通過客戶認證且時間較長，因此耕耘期亦較冗長，競爭對手多以國外廠商為主。產品已打入多家國際知名汽車品牌客戶，2015年該產品營收比重約4.6%，2018年已提升至16%，為公司近年主要成長動能。軍工航天PI產品具備高耐熱、耐高濕與低膨脹特性，因應用於軍工與航太產業，通過認證後供貨地位穩固，產品單價佳，生產廠商家數有限，公司更為亞洲唯一供應商，目前營收占比約3.6%，未來成長性佳。
- ◆ **近年營運穩定提升，2019年仍有望持續成長：**騰輝耕耘利基型產品有成，近年本業獲利穩定提升，展望2019年，公司營運策略仍以利基型產品軍工航天、散熱鋁基板與R-F為重心，一般性材料則穩定成長。雖4Q18季中起亞洲客戶受中美貿易戰影響，然在軍工航天、散熱鋁基板的海外客戶耕耘成效展現下，營運波動相對同業較小，亦可提供2019年一定營運動能。公司過往受限於資源有限，於4G較少著墨，然5G成長性大，公司已準備就緒，2H19將出貨5G NB，且基礎建設亦積極送認證中。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	5,414	5,711	1,411	1,347	1,253	1,365	1,510	1,583
營業毛利	1,346	1,441	357	351	312	343	383	403
營業利益	487	615	139	101	110	139	176	191
稅後純益	405	512	150	64	93	114	146	158
稅後EPS(元)	5.74	7.24	2.12	0.90	1.32	1.61	2.07	2.24
毛利率(%)	24.86%	25.23%	25.28%	26.04%	24.86%	25.17%	25.36%	25.46%
營業利益率(%)	9.00%	10.78%	9.84%	7.51%	8.76%	10.17%	11.66%	12.06%
稅後純益率(%)	7.49%	8.96%	10.62%	4.72%	7.45%	8.33%	9.70%	10.00%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.10%	5.48%	N.A.	-4.55%	-6.95%	8.87%	10.65%	4.83%
營業利益 YoY/QoQ(%)	-5.12%	26.27%	N.A.	-27.15%	8.50%	26.39%	26.86%	8.43%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	35.85%	26.31%	N.A.	-57.63%	47.08%	21.69%	28.79%	8.11%

資料來源:CMoney、JS 預估 註：以最新股本回溯EPS

騰輝電子主要生產PCB用之CCL，以及其他特殊材料如散熱鋁基板、軍工航天PI、R-F PP等

騰輝電子主要從事PCB主要材料銅箔基板(CCL)之生產，以及其他特殊材料如散熱鋁基板、軍工航天PI、R-F PP等。3Q18應用可區分為CCL 73%、特殊型23%(包含散熱鋁基板69%)、軍工航天PI 16%、R-F PP 13%、其他高利潤材料2%與其他4%(為服務客戶之輔料買賣)。

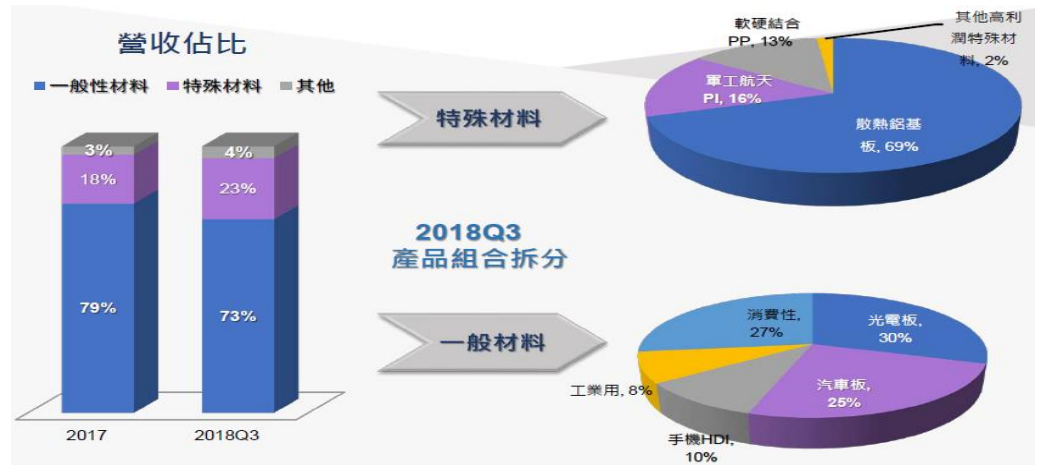
目前資本額6.46億元，上市後資本額將達7.07億元，共4個生產基地，蘇州一+二廠(最早成立)產能75%、江陰廠10%、深圳廠5%與台灣廠10%，總產能共1,600萬平方英尺。在銷售端，公司為貼近客戶，全球布局完整，分別於德國、美國與英國設有子公司，與客戶緊密合作，除有助於騰輝取得既有客戶之訂單外，因在地化的經營，更有助於開拓新市場。目前營收地區為中國及香港70%、台灣10%與海外20%，前十大客戶營收占比約30-35%。

圖一、騰輝製造基地



資料來源：公司、日盛投顧彙整

圖二、騰輝產品組合



資料來源：公司、日盛投顧彙整

於散熱鋁基板與軍工航天PI等利基型產品發展有成，可降低一般型產品之競爭情形，並可有效提升產品組合

有別與其他台系CCL廠，騰輝深耕利基型產品，如軍工航天產品與鋁基板等，後續也將持續拓展R-F的PP產品，特點在於前述產品毛利率皆優於公司平均，且生產特性為少量多樣，故公司營運策略為強化產品組合，提升公司毛利率及競爭利基。

鋁基板主要用途在於散熱與補強，效果優於FR-4，可應用於LED照明、汽車頭尾燈、新能源汽車(電機驅動、車載充電器等)以及大功率應用之高導熱發動機等，公司產品主要應用於車用市場，以車頭燈為主，需通過客戶認證且時間較長，因此耕耘期亦較冗長，競爭對手多以國外廠商為主，故競爭性低於一般CCL，已打入多家國際知名汽車品牌客戶，2015年該產品營收比重約4.6%，2018年已提升至16%，為公司近年主要成長動能。

圖三、公司鋁基板之終端汽車品牌



資料來源：公司、日盛投顧彙整

2019年04月17日

軍工航天PI產品具備高耐熱、耐高濕與低膨脹特性，因應用於軍工與航太產業，通過認證後供貨地位穩固，產品單價佳，生產廠商家數有限，公司更為亞洲唯一供應商，目前營收占比約3.6%，未來成長性佳。

圖四、公司軍工航天產品之終端客戶



資料來源：公司、日盛投顧彙整

R-F產品主要出貨以R-F用PP為主，為R-F主要生產材料，公司應用上以消費性產品與軍工產品各半，目前營收占比約3%，因R-F需求持續提升，為公司未來耕耘重心。

耕耘利基型產品有成，近年營運穩定提升，2019年仍有望持續成長

騰輝雖一般性材料規模不及國內同業，但因耕耘利基型產品有成，2017~2018年營收皆穩定成長，毛利率水準亦由2014~2016年的15%~18%提升至2017與2018年25%水準，本業獲利穩定提升，業外主要受匯率因素影響。展望2019年，公司營運策略仍以利基型產品軍工航天、散熱鋁基板與R-F為重心，一般性材料則穩定成長。雖4Q18季中起亞洲客戶受中美貿易戰影響，然在軍工航天、散熱鋁基板的海外客戶耕耘成效展現下，營運波動相對同業較小，亦可提供2019年一定營運動能。而公司過往於受限於資源有限，於4G較少著墨，然5G成長性大，公司已準備就緒，2H19將出貨5G NB，且基礎建設亦積極送認證中，日盛預估公司2019年營收57.1億元，YoY+5.5%，毛利率25.2%，稅後獲利5.1億元，稅後EPS 7.24元。

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