

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5425 TT 台半	持有 目標價 64	台半的投資評等為持有，目標價64元，潛在空間10%，台半長期往汽車領域持續拓展，有助於獲利向上提升，目前隨鼎翰購併DLS使毛利率降低，待2H19台半車用拋負載TVS出貨增加，帶動車用比重拉升，台半毛利率可望再行攀升。

研究員 王文雯

WenWenWang@jsun.com

重點摘要

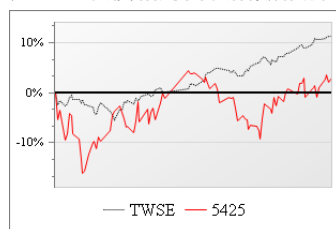
近期投資評等

04/26/2019	持有/中立
07/25/2018	持有/中立
-	-

公司基本資料

收盤價(元)(04/25/2019)	58.10
股本(百萬元)	2,427
總市值(億元)	141
每股淨值(元)	23.17
外資持股比(%)	16.39
投信持股比(%)	2.24
近20日均量(張)	2,991
融資餘額(04/25/2019)	5,904

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

- ◆ **台半1Q19因鼎翰購併標籤紙廠商DLS，故營收擴增而毛利率降低：**台半1Q19營收25.07億元，QoQ+3.17%，YoY+11.7%，主要是鼎翰購併標籤紙廠商DLS(Diversified Labelling Solutions)，並於02/2019納入營收。DLS年營收約6,000萬美元，01~03/2019營收逐月增加，每月營收500萬美元起跳，毛利率約16%~17%。台半業務為分離式元件/電源管理IC營收比重55%~60%(母公司業務)，以及條碼標籤印表機40%~45%(鼎翰)，隨鼎翰併入DLS後，日盛預估鼎翰佔台半1Q19比重增至45%~50%，而因DLS較低，故日盛預估鼎翰毛利率由過往的46%降至38%，故連帶亦使台半1Q19毛利率下降(日盛預估34%)。整體而言，日盛預估待2H19拋負載TVS出貨增加，帶動車用比重拉升，台半毛利率可望再行攀升。
- ◆ **車用拋負載TVS待2H19動能增溫：**台半母公司業務，1Q19因受中美貿易戰影響，故營運較為保守，後續2Q~3Q19可望逐季上升。公司營運主要著墨於車用發展，目前其功率分離式元件超逾80%已取得車規認證，台半2017年車用占比20%，2018年占比25%，預計2019年占比可望達32%，其中安全性：非安全性比重，可望由2018年的4：6改善為2019年的5：5。由於電池若有突波會破壞ECU(比如動力方向盤、引擎系統等)，故拋負載TVS成為車用標配，公司預計2Q19投產每月出貨5,000~6,000片、3Q19每月出1萬片，4Q19目標每月1.5萬~1.7萬片，2Q20達滿載每月2萬片。待一線車廠採用後，亦可望更拓及多家其餘車廠採用。
- ◆ **因應汽車與工業應用而擴產：**台半目前於大陸天津、宜蘭利澤各有一座四吋廠，而宜蘭新六吋廠將以TVS為主，預計損平點為每月出貨1.8萬片(稼動率約80%)，目前預計06/2019月產能若滿載是2.2萬~2.3萬片，最終產線可拓展至5萬片。日盛預估台半2019年營收115.61億元，毛利率34.43%，稅後獲利9.68億元，稅後EPS 3.99元。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	9,610	11,561	2,478	2,430	2,507	2,870	3,080	3,104
營業毛利	3,528	3,981	923	928	852	982	1,066	1,081
營業利益	1,709	1,905	461	452	392	455	526	532
稅後純益	812	968	179	212	194	199	269	306
稅後 EPS(元)	3.35	3.99	0.74	0.87	0.80	0.82	1.11	1.26
毛利率(%)	36.71	34.43	37.23	38.19	34	34.24	34.6	34.81
營業利益率(%)	17.78	16.47	18.61	18.59	15.64	15.84	17.07	17.14
稅後純益率(%)	8.45	8.37	7.23	8.71	7.75	6.93	8.73	9.85
營業收入 YoY/QoQ(%)	6.85	20.3	0.84	-1.93	3.17	14.45	7.34	0.78
營業利益 YoY/QoQ(%)	5.65	11.46	9.35	-2.05	-13.22	15.96	15.68	1.21
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-6.43	19.14	-8.2	18.1	-8.15	2.26	35.22	13.71

資料來源:CMoney·JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **台半為台系二極體龍頭廠**

台半為台系二極體龍頭廠，供應分離式元件(包括橋式整流器、二極體、靜電防護元件、MOSFET、transistor等)，以及電源晶片(線性穩壓器、開關穩壓器、Hall sensor與照明IC)。台半產品結構區分為兩大區塊：分離式元件/電源管理IC營收比重55%~60%(母公司業務，可再分拆為二極體業務約占比35%、MOSFET10%~15%、電源晶片10%~15%)、條碼標籤印表機40%~45%(鼎翰)，其中分離式元件/電源IC以終端應用區分，則車用占比25%，其餘則包括電源供應器30%~35%、工業控制10%~15%、照明10%~15%與消費電子5%~10%、其他約5%。條碼標籤印表機則是認列自台半持股36.44%的3611 TT鼎翰營收，鼎翰2018年毛利率約46%，為台半的獲利主體來源之一。

台半目前於大陸天津、宜蘭利澤各有一座四吋廠，而宜蘭新六吋廠將以TVS為主，預計損平點為每月出貨1.8萬片(稼動率約80%)，目前預計06/2019月產能若滿載是2.2萬~2.3萬片，最終產線可拓展至5萬片。

表一、各產品應用客戶

 Automotive	 Industrial	 Lighting	 Power Supply & Consumer
<ul style="list-style-type: none"> ▪ (Behr-)Hella ▪ Continental ▪ Delphi ▪ Kostal ▪ Lear ▪ Sumitomo ▪ Wabco 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bosch ▪ Danfoss ▪ Grundfos ▪ GE ▪ Rockwell ▪ Schneider ▪ Siemens 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ BAG ▪ Helvar ▪ Osram ▪ Panasonic Lighting ▪ Philips Lighting ▪ Sharp Lighting ▪ Tridonic ▪ Universal Lighting 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bosch Siemens ▪ Braun ▪ Delta Electronics ▪ Dyson ▪ Flex Power ▪ LG ▪ Miele ▪ Panasonic

資料來源：台半

◆ **台半1Q19因鼎翰購併標籤紙廠商DLS，故營收擴增而毛利率降低**

台半1Q19營收25.07億元，QoQ+3.17%，YoY+11.7%，主要是鼎翰購併標籤紙廠商DLS(Diversified Labelling Solutions)，並於02/2019納入營收。鼎翰01/10/2019宣布以自有資金與銀行借款共3,600萬美元，購併DLS，DLS成立於1985年，產品為印刷標籤(約占60%營收)與膠帶等耗材，廠房共美國德州、內華達、喬治亞與伊利諾州四處。DLS年營收約6,000萬美元，01~03/2019營收逐月增加，每月營收500萬美元起跳，自02/01開始併入鼎翰合併營收。

若與美國主要印刷標籤廠商，如R.R. Donnelley & Sons Company(RRD US)、Quad Graphics(QUAD US)、LSC Communications(LKSD US)與Cimpress NV(CMPR US)、Deluxe(DLX US)等相比較，前三者毛利率約15%~18%，後兩者毛利率約50%~60%，DLS毛利率與前三者較為相仿，日盛以毛利率16%~17%作預估。整體而言，日盛預估台半1Q19毛利率34%(主要是鼎翰併入DLS後，日盛預估鼎翰佔台半比重由過往的40%~45%增至48%，而鼎翰毛利率由過往的46%預估降至38%，故使台半毛利率下降)，日盛並預估台半1Q19稅後獲利2.14億元，稅後EPS 0.88元。整體而言，日盛預估待2H19拋負載TVS出貨增加，帶動車用比重拉升，台半毛利率可望再行攀升。

2019年4月26日

◆ 車用拋負載TVS待2H19動能增溫

車電系統依功能可分為動力傳動(powertrain)、底盤控制(Chassis)、車身(Body)、安全(Safety)與車載資通訊(Infotainment)等數個次系統。近年隨車輛電動化、智能化與車用設備電子化程度趨增，並且對車載資通訊與安全性注重的普及度提高，比如動力傳動與底盤控制導入溫度感測器、偏航率感測器、車輪速感測器等，或者裝置車後監控影像模組與車內安全偵測以加強安全防護，亦或是加裝導航、行車紀錄器與ETC等裝置以期能更完整搜尋行車的資通訊息，上述需求均推升每台車搭載的電子控制單元(ECU·Electronic Controlling Units)數目持續成長，目前平均每台車搭載30~50個ECU，高階車款甚至配備100~120個ECU。隨每台車搭載ECU數目成長，對因應大電流、抗干擾、低洩漏電流等半導體分離式元件的需求(比如ESD rectifier、load dump TVS、SKY Schottky Diodes等各項元件)亦將趨升。

台半母公司業務，1Q19因受中美貿易戰影響，故營運較為保守，後續2Q~3Q19可望逐季上升。公司營運主要著墨於車用發展，目前其功率分離式元件超逾80%已取得車規認證，台半2017年車用占比20%，2018年占比25%，預計2019年占比可望達32%，其中安全性：非安全性比重，可望由2018年的4:6改善為2019年的5:5。由於電池若有突波會破壞ECU(比如動力方向盤、引擎系統等)，故拋負載TVS成為車用標配，公司預計2Q19投產每月出貨5000~6000片，3Q19每月出1萬片，4Q19目標每月1.5萬~1.7萬片，2Q20達滿載每月2萬片。待一線車廠採用後，亦可望更拓及多家其餘車廠採用。

◆ 日盛對台半評等維持持有，目標價 64 元，潛在空間 10%

日盛預估台半 2019 年營收 115.61 億元，毛利率 34.43%，稅後獲利 9.68 億元，稅後 EPS 3.99 元。台半長期往汽車領域持續拓展，有助於獲利向上提升，目前隨鼎翰購併 DLS 使毛利率降低，待 2H19 台半車用拋負載 TVS 出貨增加，帶動車用比重拉升，台半毛利率可望再行攀升，目前維持持有評等，目標價 64 元(以 2019 年 EPS 與本益比 16 倍作評價)，潛在空間 10%。

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
20190426	持有	64.0
20180725	持有	90.0
20160822	持有	40.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年4月26日

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	8,994	9,610	11,561	2,376	2,245	2,457	2,478	2,430	2,507	2,870	3,080	3,104
營業毛利	3,310	3,528	3,981	883	802	875	923	928	852	982	1,066	1,081
營業費用	1,692	1,819	2,076	451	428	453	461	476	460	528	540	548
營業利益	1,618	1,709	1,905	432	374	422	461	452	392	455	526	532
營業外收支	43	67	4	9	69	37	-53	14	1	1	1	2
稅前純益	1,661	1,775	1,909	440	443	458	408	466	393	455	527	534
稅後純益	868	812	968	238	226	195	179	212	194	199	269	306
最新股本	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427	2,427
稅後 EPS (元)	3.58	3.35	3.99	0.98	0.93	0.80	0.74	0.87	0.80	0.82	1.11	1.26
經營效率(%)												
毛利率	36.8	36.71	34.43	37.15	35.74	35.6	37.23	38.19	34	34.24	34.6	34.81
營業利益率	17.98	17.78	16.47	18.16	16.67	17.16	18.61	18.59	15.64	15.84	17.07	17.14
稅前純益率	18.46	18.47	16.51	18.52	19.73	18.66	16.46	19.18	15.66	15.87	17.11	17.2
稅後純益率	9.65	8.45	8.37	10.02	10.08	7.94	7.23	8.71	7.75	6.93	8.73	9.85
YoY(%)												
營收	3.36	6.85	20.3	1.86	5.4	14.41	5.9	2.27	11.7	16.77	24.3	27.73
營業利益	7.43	5.65	11.46	4.82	0.47	12.61	5.07	4.66	4.75	7.79	14.03	17.82
稅前純益	9.06	6.91	7.51	-2.69	34.26	9.44	-13.51	5.9	-11.36	-0.66	29.16	14.52
稅後純益	12.35	-6.43	19.14	-0.68	26.37	1.67	-30.8	-11.12	-14.04	1.84	50	44.42
QoQ(%)												
營收				1.55	-5.55	9.49	0.84	-1.93	3.17	14.45	7.34	0.78
營業利益				-1.66	-13.3	12.69	9.35	-2.05	-13.22	15.96	15.68	1.21
稅前純益				-6.67	0.62	3.52	-11.02	14.26	-15.78	16.02	15.69	1.31
稅後純益				-8.04	-5.03	-13.68	-8.2	18.1	-8.15	2.26	35.22	13.71

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	2017	2018	4Q18
流動資產	6,645	7,625	7,625
現金及約當現金	2,570	2,696	2,696
公允價值衡量金融資產	28	535	535
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	1,631	1,709	1,709
非流動資產	4,966	6,307	6,307
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	3,178	3,378	3,378
無形資產	1,148	1,390	1,390
資產總計	11,610	13,932	13,932
流動負債	4,148	5,114	5,114
短期借款	713	1,190	1,190
非流動負債	535	1,524	1,524
負債總計	4,683	6,638	6,638
股本	2,411	2,427	2,427
普通股股本	2,411	2,427	2,427
資本公積	954	1,105	1,105
保留盈餘	2,700	2,789	2,789
庫藏股票	-345	-392	-392
股東權益	6,927	7,294	7,294
每股淨值(元)	23.86	24.41	24.41
流動比率(%)	160.2	149.11	149.11
速動比率(%)	116.05	109.38	109.38
應收帳款週轉率(%)	4.43	4.45	1.03
負債比率(%)	40.33	47.64	47.64
稅後股東權益報酬率(%)	16	14.63	3.83

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	4Q18
繼續營業單位稅前損益	1,661	1,775	1,775
折舊及攤提費用	374	435	435
利息費用	25	44	44
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	44	44
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	-24	-199	-199
存貨增減	-255	-63	-63
應付帳款增減	222	-79	-79
營業活動現金流量	1,621	1,473	1,473
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	-494	-585	-585
處分不動產、廠房及設備	8	30	30
投資活動現金流量	-588	-1,784	-1,784
短期借款增減	278	477	477
長期借款增減	-170	0	0
公司債發行	0	1,001	1,001
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-578	-689	-689
庫藏股票增減	-75	-47	--
籌資活動現金流量	-759	515	515
淨現金流量	206	125	125

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年4月26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