2019 年 5 月 17 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
3450 TT	中立	聯鈞的投資評等為中立，主要理由如下：
聯鈞	目標價	(1)1Q19營運表現不佳，2Q19展望保守；(2)光資訊期待2H需求回升；
	50	(3)光通訊產業大陸以及矽光產品加入競爭，經營環境持續惡化。

研究員 呂金源
alumi@jsun.com

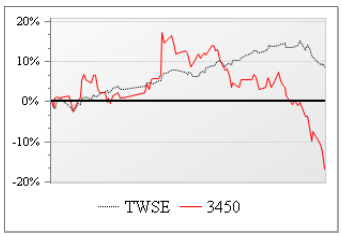
近期投資評等

05/17/2019	持有/中立
08/15/2018	持有/中立
08/17/2017	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(05/16/2019)	54.20
股本(百萬元)	1,457
總市值(億元)	79
每股淨值(元)	27.69
外資持股比(%)	13.28
投信持股比(%)	0.29
近 20 日均量(張)	1,413
融資餘額(05/16/2019)	5,703

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **1Q19 產品組合嚴重惡化，聯鈞本體毛利率下滑至 6%：**聯鈞合併 1Q19 營收 14.55 億元，QoQ-5.95%，其中聯鈞加合鈞占比 45.3%、捷敏(PWM IC)54.7%。合併毛利率 18.88%，QoQ-5ppts，其中捷敏毛利率 29%，聯鈞加合鈞毛利率僅 6%，。毛利率下滑主因在於產品組合惡化，高毛利率的光資訊產品比重出現嚴重下滑，營業利益 1.29 億元，QoQ-40.34%，歸屬母公司稅後淨利 0.27 億元，QoQ-71.8%。若扣除捷敏的貢獻，聯鈞本體本業已出現虧損。
- **2Q19 光資訊產品仍處營運谷底，回升力道有限，期待 3Q 旺季來臨：**展望 2Q19，光資訊產品中 3D 感測預計 06/2019 開始回溫，訂單能見度已到 9 月份，預期可恢復到 4Q17 的 7 成至八成之間，綠光產品目前仍處於庫存去化階段，預期 3Q 需求回升至 2H18 高點的 70%~80%，整體營運可望於 3Q19 開始明顯回升，但 2Q19 整體工資訊仍處營運谷底。
- **DC 光收發模組面臨矽光挑戰、5G 基地台需求仍低、EML 面臨缺料：**Data Center 目前處於去化庫存階段，預期調整至 7 月。另外矽光產品挾低成本優勢，破壞市場價格，模組價格 2018 年售價降幅 43.8%，目前市價仍持續下滑。而市場預期矽光產品 2019 年在資料中心的透率將由 2018 年的 15%~20%提高至 35%，2020 年提高至 50%。5G 基地台需求倍增但整體出貨量仍不高，出貨仍以 10G 產品為主，25G 產品穩定性不佳。就長期而言，無論是前傳、中傳或是回傳，25G 產品將是 5G 基地的主流，但由於價格偏高加上穩定性不佳，因此目前仍以 10G 產品做為過渡的解決方案(多用幾顆)。EML(外調雷射)目前需求平穩，但由於原料短缺問題，僅能滿足市場需求的一半，目前正與客戶共同研發新材料，期待完成後得以突破生產瓶頸。由於 5G 增加中傳，目前 EML 將是較佳的解決方案，公司市佔率推估高達 70%~80%，因此樂觀期待 5G 的來臨。

單位:百萬元	2018	2019F	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	6,842	6,578	1,647	1,547	1,455	1,499	1,768	1,857
營業毛利	1,744	1,500	423	369	275	307	445	473
營業利益	1,143	937	279	217	129	174	304	330
稅後純益	595	363	156	97	27	58	129	149
稅後 EPS(元)	4.09	2.49	1.07	0.66	0.19	0.40	0.88	1.03
毛利率(%)	25.49	22.81	25.69	23.87	18.88	20.5	25.17	25.5
營業利益率(%)	16.7	14.25	16.95	14.03	8.9	11.6	17.17	17.8
稅後純益率(%)	8.7	5.52	9.49	6.26	1.88	3.87	7.27	8.05
營業收入 YoY/QoQ(%)	-5.87	-3.86	-14.11	-6.05	-5.95	3	18	5
營業利益 YoY/QoQ(%)	-24.58	-17.96	-10.05	-22.27	-40.34	34.29	74.66	8.85
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-20.64	-38.97	-30.25	-38.06	-71.79	112.29	121.76	16.2

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **光通元件專業封裝廠：**

聯鈞主要業務為利基型半導體封裝廠，主要業務著重於光電以及微波等產品之封裝，終端產品主要用途為光資訊、光通訊、以及微波通訊等產業。

圖一、聯鈞主要業務範圍

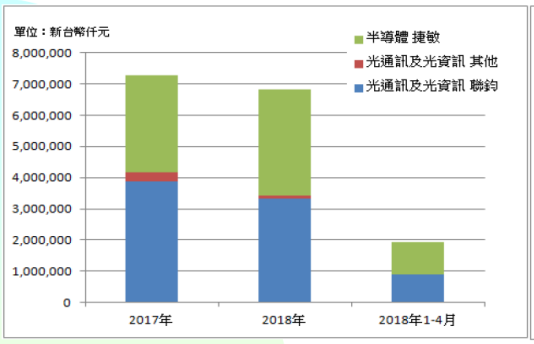
光資訊雷射	光碟機用讀寫頭，3D 感測， 汽車頭燈
	汽車抬頭顯示， 微型投影機，工業用
光通訊雷射	市區網路（FTTH），資料中心（Data center）
	基地台，長途骨幹
功率半導體	高低壓功率金氧半場效電晶體 (Power MOSFET)
	絕緣柵雙級型電晶體(IGBT)
	電源轉換或電源管理 IC (Power Management ICs)

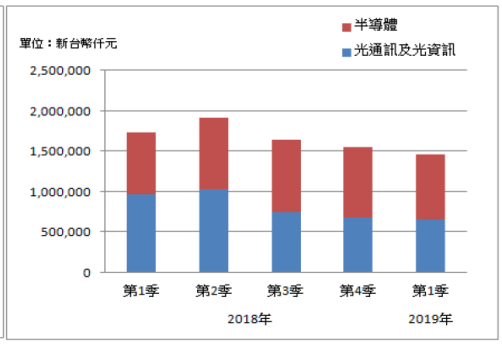
資料來源：聯鈞

◆ **1Q19 產品組合嚴重惡化，聯鈞本體毛利率下滑至 6%：**

聯鈞合併 1Q19 營收 14.55 億元，QoQ-5.95%，其中聯鈞加合鈞占比 45.3%、捷敏(PWM IC)54.7%。合併毛利率 18.88%，QoQ-5ppts，其中捷敏毛利率 29%，聯鈞加合鈞毛利率僅 6%，。毛利率下滑主因在於產品組合惡化，高毛利率的光資訊產品比重出現嚴重下滑，營業利益 1.29 億元，QoQ-40.34%，歸屬母公司稅後淨利 0.27 億元，QoQ-71.8%。若扣除捷敏的貢獻，聯鈞本體本業已出現虧損。

圖二、聯鈞營收組成





單位：新台幣仟元

部門別	公司別	2017年		2018年						2019年
		合計		第1季	第2季	第3季	第4季	合計		第1季
光通訊及光資訊	聯鈞	4,174,820	3,869,351	969,756	1,035,842	743,434	681,187	3,430,219	3,321,859	659,701
	其他		305,470						108,360	
半導體	捷敏	3,094,368	3,094,368	761,900	881,223	903,103	865,798	3,412,024	3,412,024	795,199
合計		7,269,188	7,269,188	1,731,656	1,917,064	1,646,537	1,546,986	6,842,243	6,842,243	1,454,900

其他包含合鈞及合併沖銷調整數

資料來源：聯鈞

◆ **2Q19 光資訊產品仍處營運谷底，回升力道有限，期待 3Q 旺季來臨：**

展望 2Q19，光資訊產品中 3D 感測預計 06/2019 開始回溫，訂單能見度已到 9 月份，預期可恢復到 4Q17 的 7 成至八成之間，綠光產品目前仍處於庫存去化階段，預期 3Q 需求回升至 2H18 高點的 70%~80%，整體營運可望於 3Q19 開始明顯回升，但 2Q19 整體工資訊仍處營運谷底。

◆ **光通訊市場仍未復甦，期待 2020 年 5G 帶動市場成長：**

目前在光通產業中， Data Center 由於 2H18 市場過度樂觀，目前處於去化庫存階段，公司預期恐怕須調整至 07/2019 方能達到正常水位。另外由於矽光產品挾低成本優勢，低價搶入市場，資料中心光收發模組價格 2018 年售價降幅 43.8%，目前市價仍持續下滑。而市場預期矽光產品 2019 年在資料中心的透率將由 2018 年的 15%~20% 提高至 35%，2020 年進一步提高至 50%，公司表示目前僅能以降低成本方式因應，言下之意相關產品毛利率恐怕仍有下滑壓力。

4G 基地台產品市場平穩，5G 基地台需求有倍增的情形，但整體出貨量仍不高，目前出貨仍以 10G 產品為主，25G 產品穩定性不佳。就長期而言，無論是前傳、中傳或是回傳，25G 產品將是 5G 基地的主流，但由於價格偏高加上穩定性不佳，因此目前仍以 10G 產品做為過渡的解決方案(多用幾顆)。

EML(外調雷射)目前需求平穩，但由於原料短缺問題，僅能滿足市場需求的一半，目前正與客戶共同研發新材料，期待完成後得以突破生產瓶頸。由於 5G 增加中傳，目前 EML 將是較佳的解決方案，公司市佔率推估高達 70%~80%，因此樂觀期待 5G 的來臨。

◆ **光通產業持續衰退，評價未見低估：**

公司 2019 年內部營運目標為中個位數成長，但觀察目前營運表現，此一目標達成的難度提高，日盛推估聯鈞 2019 年營收 65.78 億元，YoY-3.86%，營業利益 9.37 億元，YoY-18%，歸屬母公司稅後淨利 3.63 億元，YoY-39%，EPS 2.49 元。聯鈞為利基型封測廠，在封測產業中享有較高的本益比原因在於市場對於光通產業的期待，但由於光通市場仍處於調整期，加上大陸以及矽光產品加入競爭，經營環境出現明顯轉變，因此維持中立建議，目標價 50 元(2019 年 PER 20 倍)。

PE Band

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

PB 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
20190517	中立	50.0
20180815	中立	89.0
20170817	中立	102.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2017	2018	2019F	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
營業收入淨額	7,269	6,842	6,578	1,770	1,732	1,917	1,647	1,547	1,455	1,499	1,768	1,857
營業毛利	2,046	1,744	1,500	555	483	469	423	369	275	307	445	473
營業費用	531	601	563	160	147	159	144	152	145	133	141	143
營業利益	1,515	1,143	937	396	336	310	279	217	129	174	304	330
營業外收支	-111	235	104	1	-49	130	124	31	14	30	30	30
稅前純益	1,404	1,378	1,041	397	287	440	403	248	143	204	334	360
稅後純益	750	595	363	210	118	224	156	97	27	58	129	149
最新股本	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457	1,457
稅後 EPS(元)	5.15	4.09	2.49	1.44	0.81	1.54	1.07	0.66	0.19	0.40	0.88	1.03
經營效率(%)												
毛利率	28.15	25.49	22.81	31.38	27.88	24.46	25.69	23.87	18.88	20.5	25.17	25.5
營業利益率	20.84	16.7	14.25	22.35	19.41	16.19	16.95	14.03	8.9	11.6	17.17	17.8
稅前純益率	19.31	20.14	15.82	22.43	16.56	22.95	24.46	16.05	9.83	13.6	18.87	19.42
稅後純益率	10.32	8.7	5.52	11.84	6.81	11.69	9.49	6.26	1.88	3.87	7.27	8.05
YoY(%)												
營收	-11.43	-5.87	-3.86	-10.45	-4.54	1.67	-8.53	-12.58	-15.98	-21.83	7.39	20.02
營業利益	-17.36	-24.58	-17.96	-3.18	-8.47	-17.07	-26.13	-45.14	-61.49	-43.98	8.76	52.32
稅前純益	-27.23	-1.84	-24.45	-23.54	16.07	15.14	6.72	-37.47	-50.13	-53.67	-17.18	45.22
稅後純益	-36.91	-20.64	-38.97	-29.58	-2.8	5.42	-24.28	-53.81	-76.86	-74.13	-17.75	54.31
QoQ(%)												
營收	--	--	--	-1.69	-2.14	10.71	-14.11	-6.05	-5.95	3	18	5
營業利益	--	--	--	4.66	-15.03	-7.67	-10.05	-22.27	-40.34	34.29	74.66	8.85
稅前純益	--	--	--	5.17	-27.76	53.4	-8.44	-38.37	-42.39	42.53	63.67	8.06
稅後純益	--	--	--	1.54	-43.7	89.89	-30.25	-38.06	-71.79	112.29	121.76	16.2

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	1Q19
流動資產	4,648	4,735	4,755
現金及約當現金	2,531	2,732	2,794
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	427	292	264
非流動資產	3,008	3,647	3,739
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	2,332	2,982	3,011
無形資產	5	3	2
資產總計	7,657	8,382	8,493
流動負債	1,821	1,992	1,908
短期借款	--	--	--
非流動負債	353	557	627
負債總計	2,174	2,549	2,535
股本	1,324	1,457	1,457
普通股股本	1,324	1,457	1,457
資本公積	447	443	443
保留盈餘	2,080	2,126	2,153
庫藏股票	--	--	--
股東權益	5,482	5,833	5,958
每股淨值(元)	28.86	27.4	27.7
流動比率(%)	255.21	237.68	249.14
速動比率(%)	226.42	216.79	229.72
應收帳款週轉率(%)	4.23	4.56	1.05
負債比率(%)	28.4	30.41	29.85
稅後股東權益報酬率(%)	19.61	15.23	0.68

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2017	2018	1Q19
繼續營業單位稅前損益	1,404	1,378	143
折舊及攤提費用	421	478	139
利息費用	0	3	2
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	-12	-10	-2
處分不動產、廠房及設備	-3	1	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	108	-51	3
應收帳款增減	55	204	63
存貨增減	-6	-8	19
應付帳款增減	-274	105	-115
營業活動現金流量	1,348	1,741	178
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	-20	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-480	-768	-68
處分不動產、廠房及設備	10	0	0
投資活動現金流量	-704	-1,103	-118
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	73	177	-6
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-717	-397	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-865	-490	-16
淨現金流量	-355	201	62

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