

蔡政杰
(886-2)2563-6262
dexter.tsai@firstsec.com.tw

穩懋(3105)

買進, TP 380 (潛在報酬 13.77%)

買進

Price(07/28):334

Target Price : 380

長線上而言，我們認為(1)華為制裁事件已充分反映至穩懋股價，且此事件將加速中國 RF 元件設計廠商如 VANCHIP 等加速射頻元件的發展，穩懋仍將受惠去美化趨勢不變。(2) 今年在軟體和硬體 (TOF)技術都到位的狀況下，蘋果將引領 AR 技術發展開花結果，砷化鎵族群在 VSCEL 產品領域上將迎來更顯著的成長。(3)今年智慧型手機市場無可避免衰退雙位數，惟 5G 手機換機潮將從 20H2 啟動，明年手機市場有機會迎來雙位數成長表現，特別是在 5G 手機滲透率將往 20%以上邁進，除此之外，5G 基地台建設亦將隨 5G 智慧型手機成長加速發展，將使得明年穩懋基地台產品業務持續迎來更強勁的成長。(4) 半導體產業成為中美對抗格局中的焦點，晶圓代工為進入障礙最高的產業，穩懋可望受惠晶圓代工族群整體評價提升之利多。綜上所述，研究部預估 2020 年營 246.92 億元，稅後 EPS 從 14.68 元上修至 15.19 元，2021 營收預估 289.31 億元，稅後 EPS 17.56 元。根據 21 年稅後 EPS 17.56 元和本益比 22 倍，維持目標價 380 元，維持買進之投資建議。

● 近期投資評等

04/30	區間	288
10/28	買進	460
03/07	中立	170

● 公司基本資料

股本(億)	42.41
收盤價	334
成交量	14,872
市值(億)	1,417
P/E(x)	21.96

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	53.26	0.62
投信	2.52	-0.06
自營商	1.17	-0.06
融資率	8.59	0.55
券餘(張)	1,268	-55

● 除權息狀況

現金股利	7
現金股利(總和)	7
現金股利(去年)	5

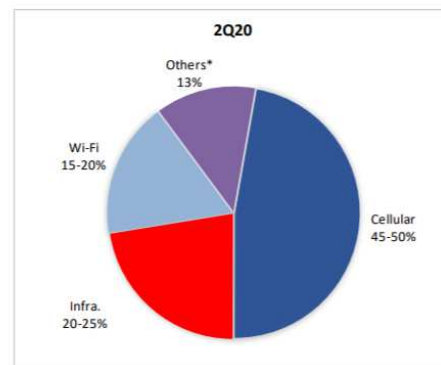
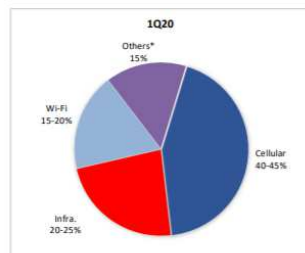
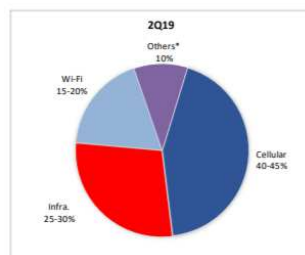
● 個股介紹：

穩懋為全球最大砷化鎵晶圓代工廠，主要從事砷化鎵晶圓生產與代工業務，提供兩大類砷化鎵電晶體製程技術：異質接面雙極性電晶體 (HBT) 和應變式異質接面高遷移率電晶體 (pHEMT)，PA 以 HBT 來設計，RF Switch 則是以 Phemt 來設計。廠區分別位於林口華亞科技園區(月產能 240K)與龜山新廠(50K)，擁有三座六吋砷化鎵晶圓製造廠。主要客戶 Avago，佔營收 30%~40%以上，為最大客戶，前五大客戶還有 Skyworks、RFMD、以及中國白牌手機供應商 RDA(銳迪科)等。公司近期在龜山新廠向上游建立磊晶產能，並跨入光通訊市場，提供客戶一條龍服務。

股票股利 0
除息日 2020/07/01
除權日 --
殖利率(%) 2.34

● 近期報酬率(%)

日	週	月
-1.47	1.06	15.94



* Others: 未歸屬於以上主要產品別之營收，以及因應IFRS要求而併入集團之合併營收
Source: company.

資料來源：法說會資料

● **20Q2 稅後 EPS3.94 元，優於市場預期的 3.15 元及研究部預期的 3.4 元，20Q3 財測符合市場預期**

20Q2 營收 60.48 億，QoQ-0.38%，YoY+35.87%，公司 20Q2 雖然受到華為庫存調整和疫情影響，使得營收持平，惟在高稼動率及產品組合轉佳下，毛利率達 44.76%，大幅優於市場預期，其中的亮點在於單價及利潤較高的 5G Cellular 產品占比已達 25%以上，且 20H1Gan on Sic 營收已超越去年水準。除此之外，公司在營業費用上控制得宜，使得營益率同樣亮眼達到 33.61%的水準。綜上所述，公司 20Q2 稅後 EPS3 3.94 元，大幅優於市場預期的 3.15 和研究部預期的 3.4%。

展望 Q3，由於疫情趨緩，加上進入傳統旺季，公司給予營收財測季增 5%及毛利率 40-45%的展望，符合市場預期。雖然 Q3 營收財測低於研究部預期的高個位數，但我們認為公司新產能 5 千片如期開出，顯示公司仍看後續營運展望，加上產品組合持續優化，我們仍看好穩懋長線展望不變。

● **長線看好穩懋在 5G 發展不變，維持目標價 380 元，維持買進之投資建議**

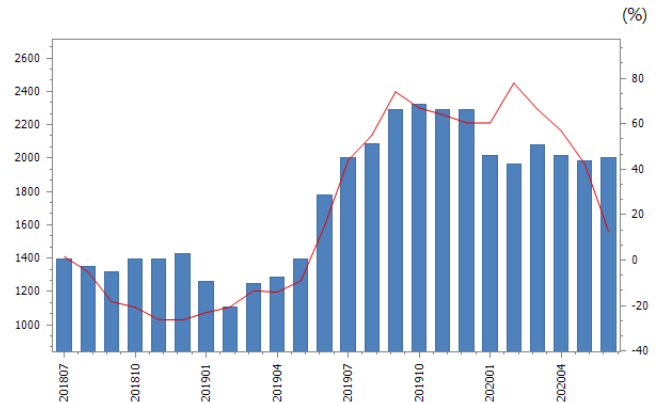
長線上而言，我們認為(1)華為制裁事件已充分反映至穩懋股價，且此事件將加速中國 RF 元件設計廠商如 VANCHIP 等加

速射頻元件的發展，穩懋仍將受惠去美化趨勢不變。(2) 今年在軟體和硬體(TOF)技術都到位的狀況下，蘋果將引領 AR 技術發展開花結果，砷化鎵族群在 VSCEL 產品領域上將迎來更顯著的成長。(3)今年智慧型手機市場無可避免衰退雙位數，惟 5G 手機換機潮將從 20H2 啟動，明年手機市場有機會迎來雙位數成長表現，特別是在 5G 手機滲透率將往 20%以上邁進，除此之外，5G 基地台建設亦將隨 5G 智慧型手機成長加速發展，將使得明年穩懋基地台產品業務持續迎來更強勁的成長。(4) 半導體產業成為中美對抗格局中的焦點，晶圓代工為進入障礙最高的產業，穩懋可望受惠晶圓代工族群整體評價提升之利多。綜上所述，研究部預估 2020 年營 246.92 億元，稅後 EPS 從 14.68 元上修至 15.19 元，2021 營收預估 289.31 億元，稅後 EPS 17.56 元。根據 21 年稅後 EPS 17.56 元和本益比 22 倍，維持目標價 380 元，維持買進之投資建議。

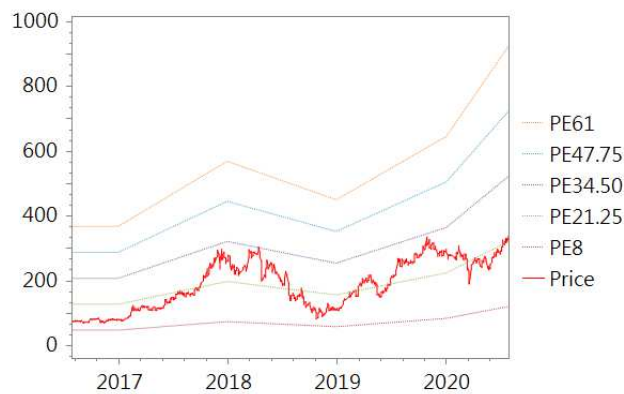
股價相對指數走勢圖



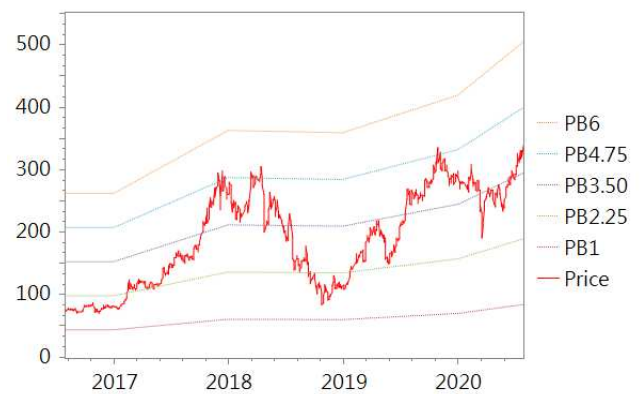
月營收&年增率



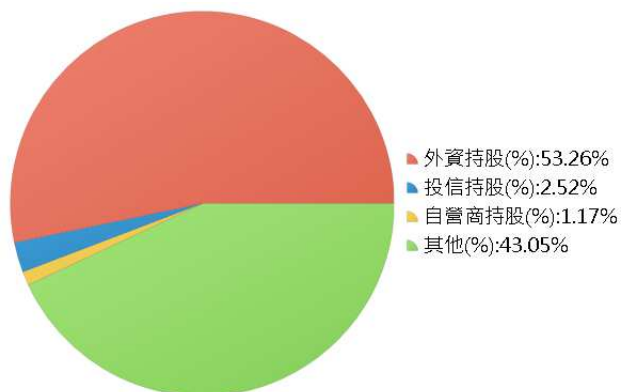
Forward PE bands



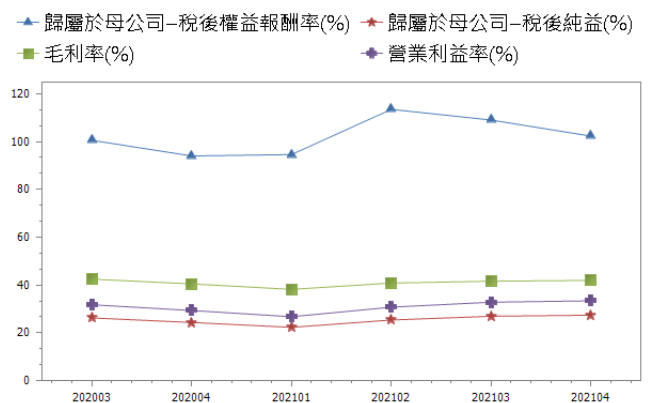
Forward PB bands



持股統計



財務比率



3105 穩懋綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020F	2021F
營業收入淨額	6,071	6,048	6,425	6,149	6,026	6,953	7,853	8,101	24,692	28,932
毛利率	43.02	44.76	42.48	40.5	38.19	40.86	41.61	41.94	42.68	40.81
營業利益率	31.93	33.61	31.77	29.37	26.77	30.77	32.84	33.42	31.66	31.24
營業外收入及支出	26.16	-3.000	46.57	42.89	46.27	45.88	45.60	45.60	112.6	183.3
稅前純益	1,964	2,030	2,088	1,849	1,660	2,185	2,625	2,753	7,931	9,222
稅後純益	1,591	1,667	1,687	1,497	1,344	1,765	2,117	2,219	6,443	7,446
普通股股本	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241	4,241
未稀釋 EPS	3.76	3.94	3.98	3.53	3.17	4.16	4.99	5.23	15.19	17.56
稀釋後 EPS	3.74	3.94	3.98	3.53	3.17	4.16	4.99	5.23	15.19	17.56
QoQ(%)										
營收	-12.06	-0.38	6.22	-4.3	-2.01	15.38	12.94	3.15		
營業利益	-16.77	4.86	0.41	-11.53	-10.68	32.62	20.54	4.97		
稅後純益	-14.55	4.81	1.17	-11.27	-10.2	31.29	19.92	4.83		
YoY(%)										
營收	67.74	35.87	0.33	-10.94	-0.75	14.96	22.23	31.75	15.5	17.17
營業利益	545.96	121.52	1.44	-22.45	-16.78	5.25	26.35	49.91	40.65	15.61
稅後純益	813.1	111.5	2.25	-19.59	-15.5	5.86	25.48	48.24	43.99	15.57

3105 穩懋資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	7,819	16,787	11,335	13,650
現金及約當現金	2,388	7,849	5,462	5,926
短期投資合計	1,193	2,963	103.3	506.8
應收帳款與票據合計	1,069	1,551	1,422	2,407
存貨	2,727	3,745	3,907	4,389
非流動資產	18,591	20,240	24,125	28,476
投資性不動產	1,468	1,442	1,422	1,401
無形資產	229.5	257.8	587.0	577.5
資產總計	26,411	37,027	35,460	42,126
流動負債	4,194	5,077	3,828	5,976
一年內到期長期負債	940.2	352.1	--	--
非流動負債	3,898	6,145	6,027	6,311
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	3,674	5,905	5,803	5,788
負債總計	8,093	11,223	9,855	12,287
資本公積	3,759	9,053	9,199	9,244
保留盈餘	9,377	10,822	11,178	13,399
權益總計	18,318	25,805	25,604	29,840

3105 穩懋現金流量表

營業活動現金流量	3,787	5,894	5,480	8,084
投資活動現金流量	-1,834	-5,147	-4,377	-5,286
籌資活動現金流量	-1,414	4,754	-3,506	-2,283
本期現金增減數	518.5	5,461	-2,387	464.3

3105 穩懋綜合損益表

單位: Mn,%,元	2018	2019	2020F	2021F
營業收入淨額	17,311	21,378	24,692	28,932
毛利率	31.28	38.17	42.68	40.81
營業利益率	18.52	26	31.66	31.24
營業外收入及支出	529.3	-165.1	112.6	183.3
稅前純益	3,735	5,393	7,931	9,222
稅後純益	3,124	4,474	6,443	7,446
普通股股本	4,238	4,241	4,241	4,241
未稀釋 EPS	7.39	10.59	15.21	17.56
稀釋後 EPS	7.36	10.53	15.19	17.56
YoY(%)				
營收	1.31	23.49	15.5	17.17
營業利益	-29.85	73.42	40.65	15.61
稅後純益	-17	43.21	43.99	15.57

3105 穩懋財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	17.87	17.43	12.27	16.26
稅後資產報酬率(%)	12.32	11.87	8.62	11.53
流動比率(%)	186.42	330.62	296.07	228.43
速動比率(%)	121.4	256.87	194	154.98
負債比率(%)	30.64	30.31	27.79	29.17
利息保障倍數(倍)	193.26	83.42	167.31	107.38
應付款項週轉天數(天)	128.51	126.03	122.02	123.2
應收款項週轉天數(天)	23.37	29.52	32.82	32.24
存貨週轉天數(天)	108.6	108.29	115.79	112.99