

耀華(2367)

HOLD

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/5
目前收盤價 (NT\$): 26.2
目標價 (NT\$): 25
52 週最高最低(NT\$): 15.4-37.5
加權指數: 12513.03

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 6,194
市值 (NT\$/mn): 15,890
市值 (US\$/mn): 530
20 日平均成交量(仟股): 19,398
PER (2020): 12.19
PBR (2020): 1.42
外資持股比率: 7.87
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.0	12.8	-11.1
加權指數報酬率	5.1	13.8	10.2

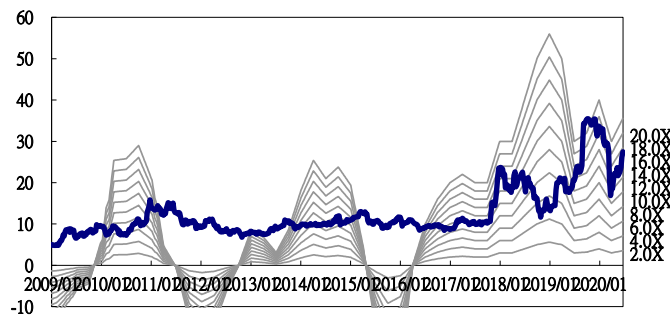
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	25	25
營業收入 (NT\$/mn)	16,185	16,190
毛利率 (%)	20.03	20.15
營益率 (%)	4.79	4.39
EPS (NT\$)	2.10	2.00
BVPS(NT\$)	18.0	18.0



耳機未來設計方向未明

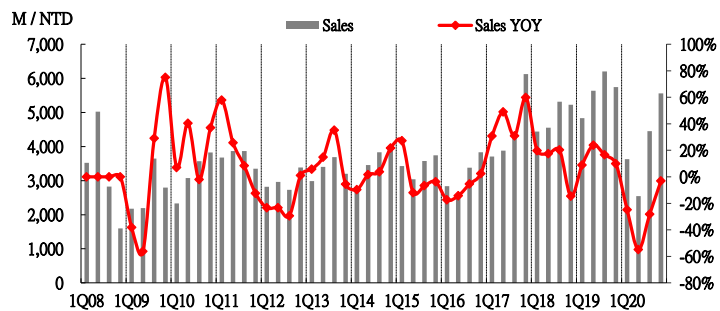
- 2Q 營收 25 億元·QoQ -30%·毛利率預估 11%·預估稅後 EPS -0.25 元。3Q 預期軟硬板重回滿載，預估營收 44 億元，QoQ75%，因利用率及組合提升下，預估毛利率 24%，預估稅後 EPS 0.45 元。4Q 預期營運仍成長，並預期將有動遷補償金，預估稅後 EPS 1.88 元。
- 軟硬結合板 2Q20 因疫情影響與競爭者新加入，訂單大幅降低，明顯影響產品組合與利用率。2H 雖需求回升，惟單價與供貨比重降低，預期暫難回到 2019 高峰；目前雖需求仍達 1H21，惟未來機種設計方向未明，2021 明確度較不足。手機電池板 2020 年新機增加供貨，另將持續增加中系電池與像機模組等應用，亦佈局 IOT 等新需求，軟硬板整體需求長期仍看增。
- 2021 動能較不明確：預估耀華 2020 年營收 161 億元 YoY-27%，全年因利用率較差、高毛利率產品軟硬結合板產品組合比重降低，預估毛利率 20%，降低 2%，預估稅後 EPS 2.1 元，考量雖耀華目前產能已滿載，營運谷底已過，惟下一代設計機種設計是否持續採用軟硬板未定，2021 動能較不明確，故維持中立投資評等，目標價 25 元(11x 未來四季 PER)。

Exhibit 1: PER



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 營收 YOY



Sources : Masterlink

耀華為台灣第三大 HDI 廠

耀華為台灣第三大 HDI 廠商，僅次欣興及華通，耀華產品線包含傳統板及 HDI

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (107)金管投顧新字第 026 號

Page 1 of 4

板、軟硬結合板(Rigid-flex)等，目前 HDI 以高階 Anylayer 為主，並有 1~3 階 HDI。以下游應用領域區分營收比重分別為智慧手持 40-50%、汽車板 30-35%、IT 10%、其他 10%。主要客戶包括一線手機品牌廠包括 Apple、HTC、RIM、LG、Sony、Motorola、Samsung 及 GPS、汽車電子一線廠等。

產品組合變化預估

產品	2020 佔比(F)	YoY	毛利率(E)
SmartDevice	42%	10~20%	10~30%
汽車	33%	0~10%	10~20%
NB/Tablet	7%	0~10%	10~20%
Others	7%	0~10%	10~20%

Source: : Company Data、Masterlink

2Q 營運谷底，2H 營運改善

2Q 營收 25 億元，QoQ -30%，因軟硬結合板出貨降低且利用率差，毛利率預估 11%，預估稅後 EPS -0.25 元。3Q 預期軟硬板重回滿載，預估營收 44 億元，QoQ 75%，因利用率及組合提升下，預估毛利率 24%，預估稅後 EPS 0.45 元。4Q 預期營運仍成長，並預期將有動遷補償金，預估稅後 EPS 1.88 元。

耳機軟硬結合板暫難回高峰

軟硬結合板因具節省空間優勢，於穿戴裝置應用增加，營收比重達 40-50%，2019 耳機因 ASP 與供貨比重皆高，明顯帶動營運。2Q20 因疫情影響與競爭者新加入，訂單大幅降低，明顯影響產品組合與利用率。2H 雖需求回升，惟單價與供貨比重降低，預期暫難回到 2019 高峰；目前雖需求仍達 1H21，惟未來機種設計方向未明，2021 明確度較不足。手機電池板 2020 年新機增加供貨，另將持續增加中系電池與像機模組等應用，亦佈局 IOT 等新需求，軟硬板整體需求長期仍看增。

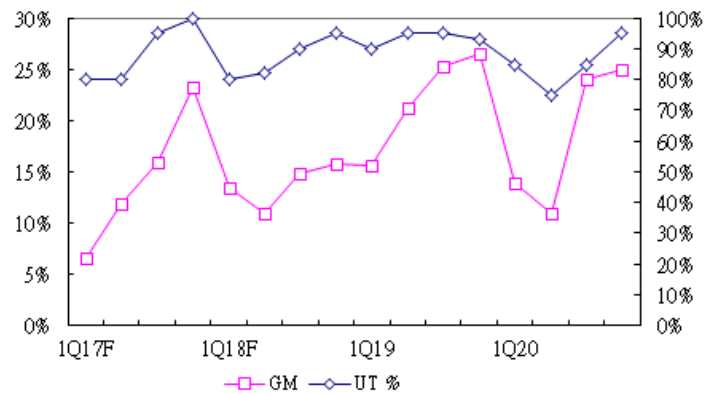
HDI 供需仍佳

HDI 智慧手持產品出貨一線國際手機品牌，主要供應台、美、日韓系等品牌，Anylayer 比重約 20%。手機部分客戶近年需求成長較無延續；而部分美系 NB/Tablet 已採高階 12 層 Anylayer 應用需求，未來其他客戶新機種亦逐步相高階移動，加上手機在高階 5G 帶動下，未來 anylayer 採用比例仍增加，目前已滿載，高階 HDI 長期供需仍佳。

汽車板 3Q 需求回溫

汽車板比重目前約 30%，含傳統板及 HDI 等產品，應用包括安全性、引擎控制、煞車控制、資訊系統(HDI)等。其中高頻板比重目前 10%，已涵蓋長距產品。2Q 因車市需求不佳下滑，3Q 陸續回溫，而未來 ADAS 將續增加新客戶，2021 營運有機會成長，在雷達及 HDI 採用增加帶動 ASP 逐步增高。

產品組合



Source: : Company Data、Masterlink

主要客戶耳機後續設計方向 與軟硬板需求不明確

利用率 3Q 拉升至滿載，在軟硬結合板產品組合較佳下，2H 毛利率提升。南通展華於 1Q 進設備，初步開出 60 萬呎，將以軟硬板及 HDI 為主，而上海展華則於 2Q20 完成遷移。

預估耀華 2020 年營收 161 億元 YoY-27%，全年因利用率較差、高毛利率產品軟硬結合板產品組合比重降低，預估毛利率 20%，降低 2%，預估稅後 EPS 2.1 元，考量雖耀華目前產能已滿載，營運谷底已過，惟下一代設計機種設計是否持續採用軟硬板未定，2021 動能較不明確，故維持中立投資評等，目標價 25 元(11x 未來四季 PER)。

風險提示

營收可能因主要客戶拉貨狀況有所變動，毛利率視利用率、折舊可能異動

Comprehensive income statement

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	18,131	19,540	22,418	16,185
COGS	15,297	16,832	17,367	12,944
Gross profit	2,835	2,708	5,051	3,242
Operating expense	1,729	1,814	2,561	2,467
Operating profit	1,106	894	2,490	775
Total non-operate. Inc.	-418	-80	-153	971
Pre-tax profit	688	814	2,337	1,746
Total Net profit	659	721	1,791	1,329
Minority	0	0	0	0
Net Profit	659	721	1,791	1,329
EPS (NT\$)	1.05	1.03	2.79	2.10
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F
Sales	43.3	7.8	14.7	(27.8)
Gross profit	208.7	(4.5)	86.5	(35.8)
Operating profit	NA	(19.2)	178.5	(68.9)
Pre-tax profit	NA	18.2	187.2	(25.3)
Net profit	NA	9.5	148.3	(25.8)
EPS	NA	(2.0)	170.9	(24.7)
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F
Gross	15.6	13.9	22.5	20.0
Operating	6.1	4.6	11.1	4.8
EBITDA	10.8	10.9	16.4	19.3
Pre-tax	3.8	4.2	10.4	10.8
Net	3.6	3.7	8.0	8.2

Consolidated Balance Sheet

NT\$m

Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Cash	627	887	1,237	1,088
Marketable securities	0	0	0	0
A/R & N/R	5,444	5,385	4,867	4,794
Inventory	2,119	2,400	2,155	2,192
Others	429	344	95	203
Total current asset	8,619	9,017	8,353	8,277
Long-term invest.	1,345	1,277	1,263	1,284
Total fixed assets	11,876	12,220	12,095	12,315
Total other assets	598	484	497	1,024
Total assets	22,439	22,999	22,247	22,937
Short-term Borrow	1,166	1,956	1,553	1,765
A/P & N/P	3,507	3,071	3,058	2,779
Other current liab.	2,648	3,388	2,850	2,724
Total current liab.	7,321	8,416	7,462	7,268
L-T borrow s	0	0	0	0
Other L-T liab.	5,590	4,935	4,886	4,886
Total liability.	12,911	13,351	12,348	12,758
Common stocks	6,010	6,194	6,194	6,194
Reserves	2,801	2,810	2,822	2,822
Retain earnings	675	734	1,004	1,284
Total Equity	9,528	9,648	9,899	10,179
Total Liab. & Equity	22,439	22,999	22,247	22,937

Comprehensive Quarterly Income Statement

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	3,632	2,542	4,449	5,562
Gross profit	504	280	1,068	1,390
Operating profit	46	-192	336	586
Total non-ope inc.	6	-5	25	945
Pre-tax profit	52	-197	361	1,531
Net profit	39	-152	278	1,163
EPS	0.02	-0.25	0.45	1.88
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Net sales	(24.8)	(54.9)	(28.3)	(3.2)
Gross profit	(33.5)	NA	(32.0)	(8.8)
Operating profit	(84.7)	NA	(60.9)	(8.9)
Net profit	(81.5)	NA	(59.7)	212.9
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Net sales	(36.8)	(30.0)	75.0	25.0
Gross profit	(66.9)	NA	NA	30.2
Operating profit	(92.9)	NA	NA	74.2
Net profit	(89.4)	NA	NA	318.3
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Gross	13.9	11.0	24.0	25.0
Operating	1.3	(7.6)	7.6	10.5
Net	1.1	(6.0)	6.2	20.9

Consolidated Statement of Cash flow

Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	659	721	1,791	1,329
Dep & Amort	1,265	1,311	1,333	1,265
Investment income	-63	-52	25	-11
Changes in W/C	-528	93	-499	-549
Other adjustment	240	579	1,582	1,200
Cash flow – ope.	1,574	2,651	4,232	3,234
Capex	-2,523	-2,210	-3,102	-3,000
Change in L-T inv.	49	51	0	4
Other adjustment	58	31	-181	-6
Cash flow – inve.	-2,416	-2,128	-3,283	-3,002
Free cash flow	-949	441	1,131	234
Inc. (Dec.) debt	758	65	-458	0
Cash dividend	0	-182	-248	-430
Other adjustment	2	-0	-104	0
Cash flow – Fin.	760	-118	-810	-430
Exchange influence	23	14	50	50
Change in Cash	-59	420	190	-148
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
ROA	3.12	3.18	7.92	5.88
ROE	7.40	7.52	18.33	13.23

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to –15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2020 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.