

旺宏(2337)

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su
stevensu@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/7/30
目前收盤價 (NT\$): 29.25
目標價 (NT\$): 32
52 週最高最低(NT\$): 22.1-40.9
加權指數: 12540.97

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 18,563
市值 (NT\$/mn): 54,300
市值 (US\$/mn): 1,810
20 日平均成交量(仟股): 34,087
PER (2020): 9.90
PBR (2020): 1.48
外資持股比率: 10.04
TCRI 5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-5.3	-16.8	-26.3
加權指數報酬率	8.7	16.4	3.5

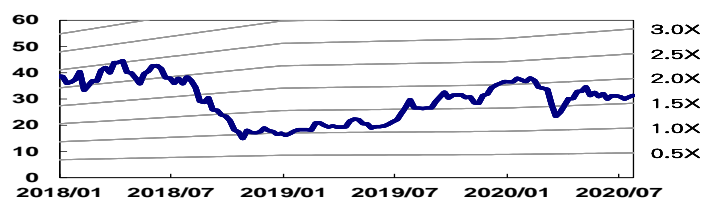
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	32	36
營業收入 (NT\$/mn)	40,040	40,610
毛利率 (%)	31.67	30.56
營益率 (%)	13.59	13.08
EPS (NT\$)	2.95	2.91
BVPS(NT\$)	19.80	19.74



2H20 Flash 產品恐將跌價，旺季效應不如往年

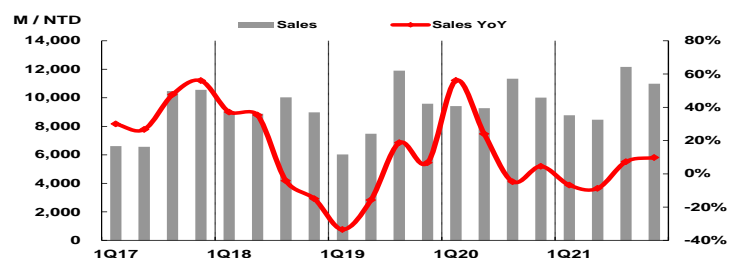
- 2Q20 營收 92.71 億元(QoQ-1.5% ; YoY+24%)，受惠產品組合改善以及 Flash 報價調漲，毛利率由 1Q20 之 31.3%增加至 35%，營業利益 13.93 億元(QoQ+19.4%)優於預估值 21%，EPS 0.72 元優於預期之 0.62 元。
- 年底 Xbox 以及 PS 皆有新機上市恐將排擠 Switch 遊戲及主機銷售，加計預期 Flash 產品報價將轉為緩跌，預估 3Q20 營收 113.4 億元(QoQ+22.3% ; YoY-4.8%)，毛利率由 2Q20 之 35%回跌至 30.7%，營業利益 16.55 億元(QoQ+16.3% ; YoY-8.9%)，EPS 0.9 元。
- 在 NOR Flash 產品方面，由於年初客戶庫存偏低帶動報價觸底回升，但各國重啟經濟活動後，零售終端消費力道尚未完全恢復，旺宏 2Q20 NOR Flash 消費型以及車用電子應用不論營收貢獻 QoQ 及 YoY 皆呈現衰退，整體出貨量亦較上季下滑，顯現客戶庫存水位已墊高。此外，在高容量 NOR Flash 產品方面，雖因疫情帶動遠距教學/辦公需求大增，帶動應用於 5G 基地台、Server 以及 PC 等高容量 NOR Flash 產品需求強勁，但美國進一步對華為實施制裁，恐將對於華為 5G 基地台 4Q20 起出貨增添變數。故在 NOR Flash 產品報價走勢上，2Q20 儘管調漲合約價格雙位數，但零售終端消費力道疲弱以及華為禁令等隱憂將致使 2H20 NOR Flash 報價轉跌。
- 預估 2020 年和 2021 年 EPS 分別為 2.95 元和 3.03 元，因 2H20 Flash 產品恐將跌價，旺季效應不如往年，維持中立評等，TP 32 元。

Exhibit 1: P/B Band



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 營收與營收 YOY

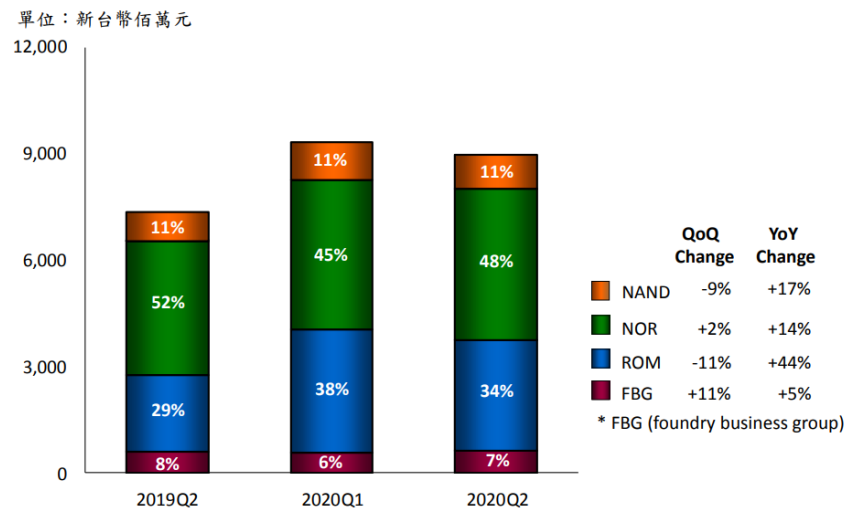


Sources : Masterlink

旺宏為記憶體製造大廠，主要產品為 Flash 與 ROM

旺宏目前有一座 6 吋廠、一座 8 吋廠、一座 12 吋廠，主要產品分為 SLC NAND Flash、NOR Flash、Mask ROM 與晶圓代工，NAND、NOR、ROM 與晶圓代工分別占 2Q20 營收比重 11%、48%、34%與 7%，為全球最大 ROM 生產商以及全球 NOR Flash 龍頭。NOR Flash 主要應用於消費性、資訊、通訊與手機等電子產品，儲存容量已趨於穩定，不再往上增加。ROM 主要應用於遊戲機市場，主要客戶為任天堂。晶圓代工目前由 8 吋廠生產，主要產品為 MCU、語音 IC、電源管理 IC 與類比 IC 等產品。

旺宏產品組合



Source : Company

2Q20 毛利率表現佳，EPS 0.72 元優於預期

2Q20 營收 92.71 億元(QoQ-1.5%；YoY+24%)，受惠產品組合改善以及 Flash 報價調漲，毛利率由 1Q20 之 31.3%增加至 35%，營業利益 13.93 億元(QoQ+19.4%)優於預估值 21%，稅後純益 13.3 億元(QoQ+8.8%；YoY+404.6%)，EPS 0.72 元優於預期之 0.62 元。

旺宏 2Q20 營收獲利

NT\$m	1Q20	2Q20 (A)	2Q20 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	9,415	9,271	9,057	2.4%	-2%	24.0%	38.3%
Margin %	31.3%	35.0%	32.1%				
Operating profit	1,166	1,393	1,150	21%	19%	194.5%	358.2%
Total non-ope inc.	60	8	5				
Pre-tax profit	1,226	1,400	1,155				
Net profit	1,222	1,330	1,149	16%	9%	404.6%	529.5%
EPS	0.67	0.72	0.62				

Source : Company、Masterlink

3Q20 旺季效益恐不如往年明顯，估計 3Q20 EPS 0.9 元

由於年底 Xbox 以及 PS 皆有新機上市恐將排擠 Switch 遊戲及主機銷售，加計預期 Flash 產品報價將轉為緩跌，預估 3Q20 營收 113.4 億元(QoQ+22.3%；YoY-4.8%)，受到 Flash 產品報價轉跌以及產品組合轉差影響，毛利率由 2Q20 之 35%回跌至 30.7%，營業利益 16.55 億元(QoQ+16.3%；YoY-8.9%)，稅後純益 16.47 億元(QoQ+23.8%；YoY-11.1%)，EPS 0.9 元。

客戶庫存水位墊高以及 5G 需求
成長變數增加，2H20 NOR
Flash 報價恐將轉跌

在 NOR Flash 產品方面，由於年初客戶庫存偏低帶動報價觸底回升，但各國重啟經濟活動後，零售終端消費力道尚未完全恢復，包含 TV、STB、TWS 以及車用等產品應用皆受衝擊，旺宏 2Q20 NOR Flash 消費型以及車用電子應用不論營收貢獻 QoQ 及 YoY 皆呈現衰退，整體出貨量亦較上季下滑，顯現客戶庫存水位已墊高。此外，在高容量 NOR Flash 產品方面，雖因疫情帶動遠距教學/辦公需求大增，帶動應用於 5G 基地台、Server 以及 PC 等高容量 NOR Flash 產品需求強勁，但美國進一步對華為實施制裁，恐將對於華為 5G 基地台 4Q20 起出貨增添變數。故在 NOR Flash 產品報價走勢上，2Q20 儘管順利調漲合約價格雙位數水準，但零售終端消費力道疲弱以及華為禁令等隱憂將致使 2H20 NOR Flash 報價轉跌。至於在 SLC NAND 報價上過去與 NOR Flash 連動性高，但因產品應用多於消費性市場，3Q 報價恐將面臨壓力，公司將透過製程演進降低生產成本，維持 SLC Nand 產品獲利能力。

集邦對於 NOR Flash 報價走勢預估

表、2020年NOR Flash季度價格走勢預估

	1Q20	2Q20E	3Q20F	4Q20F
NOR Flash	up 5%	up 10~20%	down 0~3%	down 3~8%

資料來源：TrendForce，2020年6月

Source：TrendForce

PS 及 Xbox 年底新機推出恐排
擠 Switch 銷售，2021 年 ROM
出貨成長性恐不如過去幾年亮
眼

先前任天堂指出疫情將對於遊戲開發造成重大限制，主因為任天堂並沒有遠端的遊戲開發環境，故任天堂 2021 年財測預期 Switch 主機銷售量僅 1,900 萬台 (YoY-9.6%)，遊戲銷售量僅 1.4 億套 (YoY-17%)，加計 PS 及 Xbox 皆將於年底推出新機，恐將對 Switch 主機遊戲銷售造成排擠效應，推估 2021 年 ROM 出貨成長性恐不如過去幾年亮眼。

維持中立，目標價 32 元

預估 2020 年和 2021 年 EPS 分別為 2.95 元和 3.03 元，考量 2H20 Flash 產品恐將跌價，且旺季效應不如往年明顯，維持中立評等，TP 32 元 (2021 PBR x 1.5)。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	36,953	34,995	40,040	40,393		Cash	13,612	8,725	10,193	9,869	
COGS	23,027	25,380	27,358	27,500		Marketable securities	27	22	22	22	
Gross profit	13,926	9,615	12,682	12,893		A/R & N/R	4,482	4,921	5,485	5,533	
Operating expense	7,417	6,517	7,241	7,263		Inventory	17,949	12,810	17,099	17,188	
Operating profit	6,509	3,099	5,440	5,630		Others	608	409	409	409	
Total non-operate. Inc.	2,755	-73	78	-25		Total current asset	36,677	26,887	33,207	33,020	
Pre-tax profit	9,264	3,026	5,518	5,605		Long-term invest.	1,624	2,001	2,001	2,001	
Total Net profit	8,993	3,013	5,429	5,577		Total fixed assets	19,309	29,366	32,948	36,053	
Minority	-0	1	-0	0		Total other assets	1,439	2,403	2,403	2,403	
Net Profit	8,993	3,012	5,429	5,577		Total assets	59,049	60,657	70,559	73,477	
EPS (NT\$)	4.94	1.64	2.95	3.03							
Y/Y %	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Short-term Borrow	0	1,550	1,550	1,550	
Sales	8.1	(5.3)	14.4	0.9		A/P & N/P	14,511	6,862	12,435	12,500	
Gross profit	10.2	(31.0)	31.9	1.7		Other current liab.	5,641	7,383	7,877	7,910	
Operating profit	13.1	(52.4)	75.6	3.5		Total current liab.	20,152	15,794	21,863	21,960	
Pre-tax profit	67.3	(67.3)	82.3	1.6		L-T borrow s	5,885	9,774	10,774	10,774	
Net profit	63.0	(66.5)	80.2	2.7		Other L-T liab.	1,536	1,536	1,536	1,537	
EPS	57.9	(66.7)	79.6	2.7		Total liability.	27,135	27,494	34,173	34,271	
Margins %	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Common stocks	18,221	18,318	18,380	18,380	
Gross	37.7	27.5	31.7	31.9		Reserves	341	341	279	279	
Operating	17.6	8.9	13.6	13.9		Retain earnings	13,351	14,504	17,727	20,547	
EBITDA	31.1	16.9	23.6	24.0		Total Equity	31,913	33,163	36,386	39,206	
Pre-tax	25.1	8.6	13.8	13.9		Total Liab. & Equity	59,049	60,657	70,559	73,477	
Net	24.3	8.6	13.6	13.8							

Comprehensive Quarterly Income Statement						Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	9,415	9,271	11,340	10,013		Net income	8,993	3,012	5,429	5,577	
Gross profit	2,945	3,243	3,480	3,013		Dep & Amort	2,120	2,731	3,752	3,929	
Operating profit	1,166	1,393	1,620	1,261		Investment income	106	109	0	0	
Total non-ope inc.	60	8	35	-25		Changes in W/C	-1,509	21	721	-73	
Pre-tax profit	1,226	1,400	1,655	1,236		Other adjustment	383	-1,331	0	0	
Net profit	1,222	1,330	1,647	1,230		Cash flow – ope.	10,093	4,543	9,902	9,433	
EPS	0.67	0.72	0.90	0.67		Capex	-4,825	-12,413	-7,300	-7,000	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Change in L-T inv.	-23	26	0	0	
Net sales	56.2	24.0	(4.8)	4.5		Other adjustment	-4	-17	0	0	
Gross profit	92.3	61.9	(2.7)	20.3		Cash flow –inve.	-4,852	-12,404	-7,300	-7,000	
Operating profit	1,262.5	194.5	(8.9)	65.5		Free cash flow	5,268	-7,870	2,602	2,433	
Net profit	761.4	404.6	(11.1)	63.2		Inc. (Dec.) debt	1,182	5,371	1,000	0	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Cash dividend	-1,803	-2,206	-2,206	-2,757	
Net sales	(1.7)	(1.5)	22.3	(11.7)		Other adjustment	-2	-120	0	0	
Gross profit	17.5	10.1	7.3	(13.4)		Cash flow –Fin.	-623	3,046	-1,206	-2,757	
Operating profit	53.1	19.4	16.3	(22.2)		Exchange influence	361	-72	0	0	
Net profit	62.2	8.8	23.8	(25.3)		Change in Cash	4,618	-4,815	1,396	-324	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Ratio Analysis					
Gross	31.3	35.0	30.7	30.1		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Operating	12.4	15.0	14.3	12.6		ROA	17.42	5.03	8.27	7.74	
Net	13.0	14.3	14.5	12.3		ROE	32.01	9.26	15.61	14.76	

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.