

鴻海(2317)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang
tswang888@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/13
目前收盤價 (NT\$): 81.4
目標價 (NT\$): 98
52 週最高最低(NT\$): 66.3-92.8
加權指數: 12670.35

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 138,630
市值 (NT\$/mn): 1,128,450
市值 (US\$/mn): 37,615
20 日平均成交量(仟股): 51,559
PER ('20): 11.22
PBR ('20): 0.78
外資持股比例: 44.37
TCRI 2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-4.0	5.3	-4.8
加權指數報酬率(%)	4.9	16.5	7.6

Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	98	98
營業收入 (NT\$/mn)	5,047,563	5,193,216
毛利率 (%)	6.0	6.0
營運毛利率 (%)	2.2	2.2
EPS (NT\$)	7.3	7.6
BVPS(NT\$)	94.6	94.3



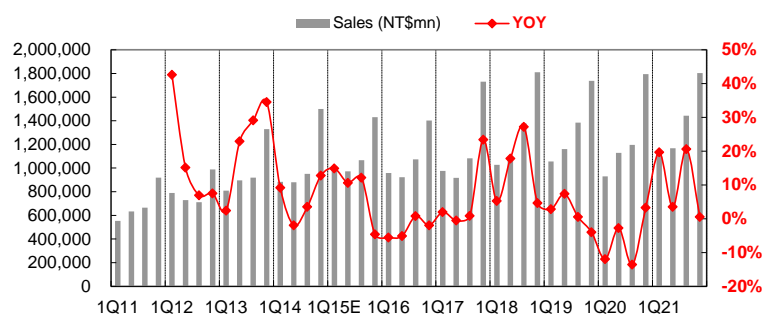
評價偏低，營運旺季在即，2021 年將回復成長

■ PER 及 PBR 均偏低，營運旺季在即，故評等維持買進：3Q20 旺季出貨遞延，元富下修鴻海 2020 年稅後 EPS 至 7.26 元，同時預估 2021 年稅後 EPS 9.6 元，目前股價 81.4 元，PER 仍偏低，由於目前每股淨值仍高達逾 87 元，2020 年底每股淨值逾 94 元，PBR 僅 0.86X，iPhone 12 新機組裝即便延後數周，旺季亦在即，1H20 營運處於谷底期，2H20 營運將逐季回升，展望 2021 年面對基期偏低，獲利回升幅度大，年度股價漲幅受一連串利空壓抑(COVID-19、客戶新機遞延、立訊攜手國內供應鏈...等)，股價下方風險不大，故元富維持目標價 98 元，評等維持買進。

■ 展望 3Q20，受累消費產品客戶出貨遞延，營運動能不如預期，稅後 EPS 下修至 2.25 元：展望 3Q20，預期合併營收季增個位數、年減雙位數，主要是客戶新機上市時間遞延影響。四大產品線的表現上，消費暨智能產品季增個位數、年衰退雙位數，受惠客戶新機遞延所致；雲端網路產品季增持平、年增 7%，其中 Enterprise 仍相對疲弱，Datacenter 需求較為強勁；電腦終端產品季增個位數、年增個位數；元件及其他產品季增雙位數、年增率持平。元富預估 3Q20 營收 1.19 兆元、QoQ 6%、YoY -14%，稅後 EPS 由 2.66 元下修至 2.25 元。

■ 展望 2020 年，營運旺季遞延，惟長期轉型效益未變，元富下修 2020 年稅後 EPS 7.26 元，同時預估 2021 年稅後 EPS 9.6 元：展望 2020 年，3Q20 消費性產品雖因客戶推出時程遞延，但營運仍逐季往上，毛利率持續改善。元富認為鴻海下半年新機雖遞延，但需求並未消失，營收仍是逐季向上，元富調整 2020 年營收由 5.19 兆元下修至 5.04 兆元、YoY -6%，毛利率 5.98%、YoY 0.07pts，營益率 2.16%、YoY 0.01pts，稅後淨利由 1,063 億元下修至 1,005 億元、YoY -13%，稅後 EPS 由 7.62 元下修至 7.26 元。同時預估 2021 年營收 5.52 兆元、YoY 9.47%、毛利率 6.23%、YoY 0.27pts，稅後淨利 1,331 億元、YoY 32%，稅後 EPS 9.6 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YoY



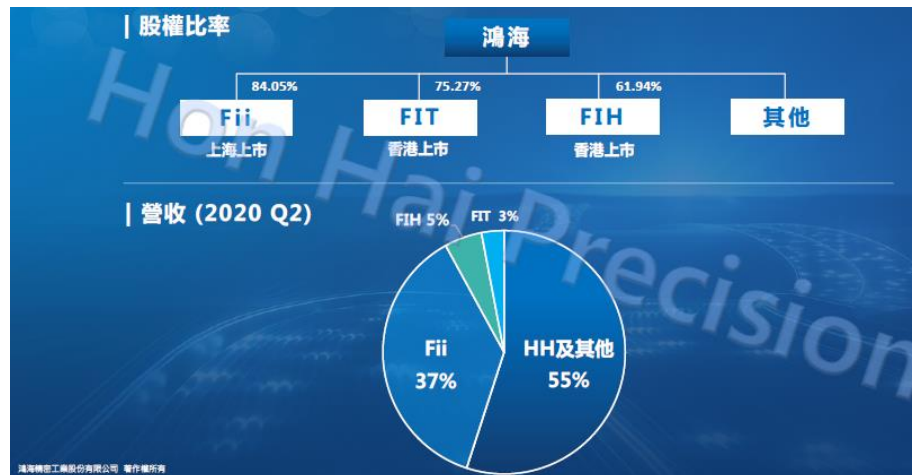
Sources : Masterlink

鴻海係全球最大的 EMS 廠，廠區
擴及全球 16 國

鴻海係全球最大電子代工製造服務廠，廠區分散擴及全球 16 個國家

鴻海係全球最大電子代工製造服務廠(EMS)，主要事業版圖橫跨 PC、TV 相關、Mobile Phone、通訊網路、Game Console、DSC 等 3C 電子產業製造，以及光學、電信與醫療等領域；主要工廠跨越四大洲共計有 16 個國家，其中除台灣外，中國主要廠區共有 32 個廠區、其他主要廠區位於澳大利亞、印尼、菲律賓、越南、馬來西亞、日本、泰國、印度、斯洛伐克、匈牙利、捷克、巴西、墨西哥、美國等，其全球佈局完整，在地化生產的彈性空間大，依產能配置來看，中國占約 70%、非中國占約 30%；主要客戶有 HP、Dell、Apple、Nokia、Sony、Cisco 及 BlackBerry 等；主要競爭對手有 Celestica、Elcoteq、Flextronics、Jabil、Sanmina-SCI、仁寶、佳世達、和碩、廣達及緯創等。鴻海的合併營收除涵蓋鴻海主體外，包括富智康(FIH)(持股約 61.94%)、工業富聯網(Fii)(持股約 84.05%)、鴻騰精密(FIT)(持股約 75.27%)及其他等。2019 合併營收的比重，概略分為消費暨智能產品占 50%、企業產品占約 24%、運算產品占約 21%，元件及其他占約 6%。累計 2019 年營收 5.34 兆元、YoY 1%，毛利率 6.09%、YoY -0.19pts，稅後淨利 1,211 億元、YoY -6%，稅後 EPS 8.22 元。

Exhibit 2：鴻海合併營收及獲利涵蓋的子公司



Source:鴻海,08/2020

2Q20 本業及業外表現優於
預期，惟所得稅率偏高，致
獲利達成率 94%

2Q20 本業及業外表現優於預期，惟所得稅率高，致獲利達成率 94%，略低於
預期

鴻海公告 2Q20 財報，營收 1.12 兆元、QoQ 21%、YoY -3%，2Q20 產品比重，其中消費暨智能產品占 36%(QoQ 4%、YoY -21%，優於預期)、雲端網路產品占 30%(QoQ 33%、YoY 10%，符合預期)、電腦終端產品占 27%(QoQ 38%、YoY 17%，符合預期)、元件及其他占 7%(QoQ 25%、YoY 6%，符合預期)。毛利率 5.91%、QoQ 1.41pts、YoY 0.61pts，營業利益 224 億元、QoQ 394%、YoY 45%，達成率 95%，營業利益率 1.99%、QoQ 1.49pts、QoQ 0.69pts，業外認列 124 億元，稅前淨利 348 億元，稅後淨利 228 億元、QoQ 998%、YoY 34%，達成率 94%，略低於預期，主要係所得稅率 27.16%，高於原預估 25%所致，稅後 EPS 1.65 元。

Exhibit 3：鴻海 2Q20 營收比重



Source:鴻海,08/2020

Exhibit 4：鴻海季財報預估與實際差異數

鴻海(2317)									
unit:NT\$m	2Q19	1Q20	2Q20	2Q20(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY	
Net Sales	1,159,784	929,133	1,128,337	1,128,438	21%	-3%	0%	-7%	
Margin%	5.3%	4.5%	5.91%	5.90%	1.41	0.60			
Operating Profit	15,541	4,553	22,469	21,440	394%	45%	5%	-15%	
Operating Margin	1.3%	0.5%	1.99%	1.90%	1.50	0.65			
Total non-opc inc.	13,004	1,373	12,399	12,300					
Pre-tax profit	28,553	5,898	34,868	33,719					
Net Profit	17,054	2,084	22,880	24,289	998%	34%	-6%	-32%	
EPS	1.22	0.15	1.65	1.73					

Source:鴻海,08/2020

3Q20 受累消費產品新品出貨遞延，營運動能不如預期，獲利下修至 2.25 元

展望 3Q20，受累消費產品客戶出貨遞延，營運動能不如預期，稅後 EPS 下修至 2.25 元

展望 3Q20，預期合併營收季增個位數、年減雙位數，主要是客戶新機上市時間遞延影響。四大產品線的表現上，消費暨智能產品季增個位數、年衰退雙位數，受惠客戶新機遞延所致；雲端網路產品季增持平、年增 7%，其中 Enterprise 仍相對疲弱，Datacenter 需求較為強勁；電腦終端產品季增個位數、年增個位數；元件及其他產品季增雙位數、年增率持平。元富預估 3Q20 營收 1.19 兆元、QoQ 6%、YoY -14%，毛利率 6.4%、QoQ 0.49pts、YoY 0.39pts，營益率 2.53%，稅後淨利 311 億元、QoQ 36%、YoY 2%，稅後 EPS 由 2.66 元下修至 2.25 元。

Exhibit 5：鴻海 3Q20 四大產品線營運展望



Source:鴻海,08/2020

Exhibit 6：鴻海季營收比重及各產品線成長動能

營收比重	2Q20	QoQ	YoY	累計YoY	3Q20	QoQ	YoY	2019	YoY	備註
消費暨智能產品	36%	4%	-21%	-18%	37%	9%	-35%	50%	-7%	智慧手機、TV、Game、Console...
雲端網路產品	30%	33%	10%	0%	28%	0%	7%	24%	2%	Server、網通...
電腦終端產品	27%	38%	17%	3%	26%	3%	9%	21%	19%	PC、Tablet...
元件及其他	7%	25%	6%	3%	8%	25%	0%	6%	11%	連接器、機構件、服務...
合計	100%	21%	-3%	-7%	100%	6%	-14%	100%	1%	

Source:鴻海,08/2020

本刊登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。

短期成長來自伺服器、零組件、半導體及汽車零組件等四大動能

短期成長動能將來自伺服器、零組件、半導體及汽車零組件等四大動能

鴻海近期營運成長將來自伺服器、零組件、半導體、汽車零組件等四大動能，目前看來伺服器以及元件都會比消費性產品成長快速，車用則到 2 年後成長較快。第一個成長動能伺服器，根據 MIC 研究報告，鴻海持續保持伺服器出貨業界第一，今年伺服器可望貢獻近 1 兆元營收，其中約有三分之一的營收是來自大型雲端網路運營商(CSP)，來自 CSP 的營收可望年增雙位數。5G 實現很多 4G 做不到的事，如智慧製造、電動車、物聯網等，屆時在伺服器、存儲、數據通訊(Datacom)/電信(Telecom)等商機都會浮現，而鴻海目前在相關應用也都已有佈局。第二個成長動能零組件方面，也是兆元及的動能，目前包含機構件、散熱模組(手機、個人電腦、平板)，光學(觸控模組、相機模組、點陣投影機模組)，電(訊號傳輸線、連接器、聲學)，PCB(軟板、硬板)，半導體(封測、半導體設備、芯片設計)等。第三個成長動能半導體應用，若以去年規模 700 億元來看，已進入台灣半導體營收前十大排行，當中包含設備及製程服務占約 47%、IC 設計占約 34%、封測占約 15%及 IC 設計服務占約 3%，等於已建構一個垂直整合的產業。半導體未來會著重 SiP、SoC 等，發展方向還是會跟集團佈局的 3+3 有關，包含 AI、8K、5G、CIS 等新應用，目前集團轉投資的夏普福山半導體廠，也已經開始在做車載及安控相關的 CIS。第四個成長動能在車用零組件方面，則切入 LCD 顯示模組、智慧液晶鑰匙、車體結構部件、車用連接器、車用鏡頭、車機軟件、車載電子、雲端服務等，其中汽油車與電動車占比約為 56% 與 44%，客戶遍佈各大車廠與零件廠，預計也將是下一個兆元事業。

展望 2020 年，營運旺季遞延，元富下修稅後 EPS 至 7.26 元

展望 2020 年，營運旺季遞延，惟長期轉型效益未變，元富下修 2020 年稅後 EPS 7.26 元，同時預估 2021 年稅後 EPS 9.6 元

展望 2020 年，3Q20 消費性產品雖因客戶推出時程遞延，但營運仍逐季往上，毛利率持續改善。但長期來說，集團佈局的電動車、數位醫療、機器人等領域將相當有信心。整體鴻海未來轉型提升毛利率營益率的時程規劃未有改變(3-5 年間的轉型升級計劃，有助將鴻海的毛利率水準由目前 6%改善至 10%)，且 Foxconn 3.0 的進度比預期快，長期來看相當有信心，公司亦預期 2021 年毛利率將挑戰 7%。元富認為鴻海下半年新機雖遞延，但需求並未消失，營收仍是逐季向上，元富調整 2020 年營收由 5.19 兆元下修至 5.04 兆元、YoY -6%，毛利率 5.98%、YoY 0.07pts，營益率 2.16%、YoY 0.01pts，稅後淨利由 1,063 億元下修至 1,005 億元、YoY -13%，稅後 EPS 由 7.62 元下修至 7.26 元。同時預估 2021 年營收 5.52 兆元、YoY 9.47%，毛利率 6.23%、YoY 0.27pts，稅後淨利 1,331 億元、YoY 32%，稅後 EPS 9.6 元。

PER 及 PBR 偏低，營運旺季在即，故評等維持買進

PER 及 PBR 均偏低，營運旺季在即，故評等維持買進

3Q20 旺季出貨遞延，元富下修鴻海 2020 年稅後 EPS 至 7.26 元，同時預估 2021 年稅後 EPS 9.6 元，目前股價 81.4 元，PER 仍偏低，由於目前每股淨值仍高達逾 87 元，2020 年底每股淨值逾 94 元，PBR 僅 0.86X，iPhone 12 新機組裝即便延後數周，旺季亦在即，1H20 營運處於谷底期，2H20 營運將逐季回升，展望 2021 年面對基期偏低，獲利回升幅度大，年度股價漲幅受一連串利空壓抑 (COVID-19、客戶新機遞延、立訊攜手國內供應鏈...等)，股價下方風險不大，故元富維持目標價 98 元，評等維持買進。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	5,293,803	5,342,811	5,047,563	5,525,631		Cash	788,662	857,864	952,082	979,376	
COGS	4,961,773	5,026,943	4,745,958	5,181,589		Marketable securities	83,961	55,907	997	997	
Gross profit	332,030	315,868	301,605	344,042		A/R & N/R	1,057,175	1,031,840	986,787	1,080,249	
Operating expense	195,883	200,972	192,711	207,421		Inventory	625,026	515,772	538,516	587,946	
Operating profit	136,147	114,897	108,894	136,621		Others	151,659	112,309	112,309	112,309	
Total non-operate. Inc.	34,105	48,981	47,373	58,200		Total current asset	2,706,483	2,573,693	2,590,691	2,760,877	
Pre-tax profit	170,251	163,878	156,266	194,821		Long-term invest.	320,603	337,048	337,048	337,048	
Total Net profit	129,835	132,185	114,173	146,116		Total fixed assets	277,860	287,523	358,475	429,426	
Minority	770	16,876	13,584	12,999		Total other assets	76,409	122,677	122,677	122,677	
Net Profit	129,065	115,309	100,589	133,117		Total assets	3,381,355	3,320,942	3,408,891	3,650,029	
EPS (NT\$)	9.18	8.22	7.26	9.60		Short-term Borrow	532,315	380,866	380,866	380,866	
Y/Y %	FY18	FY19	FY20E	FY21F		A/P & N/P	1,067,490	906,188	931,679	1,017,198	
Sales	12.5	0.9	(5.5)	9.5		Other current liab.	210,056	370,407	481,690	600,507	
Gross profit	9.6	(4.9)	(4.5)	14.1		Total current liab.	1,809,862	1,657,461	1,794,235	1,998,571	
Operating profit	20.9	(15.6)	(5.2)	25.5		L-T borrow s	216,719	217,082	163,981	110,881	
Pre-tax profit	(6.9)	(3.7)	(4.6)	24.7		Other L-T liab.	22,341	46,773	2	4	
Net profit	(7.0)	(10.7)	(12.8)	32.3		Total liability.	2,048,922	1,921,316	1,958,218	2,109,456	
EPS	14.6	(10.4)	(11.8)	32.3		Common stocks	138,630	138,630	138,630	138,630	
Margins %	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Reserves	190,018	199,383	199,383	199,383	
Gross	6.3	5.9	6.0	6.2		Retain earnings	1,003,786	1,061,612	1,112,660	1,202,559	
Operating	2.6	2.2	2.2	2.5		Total Equity	1,332,434	1,399,625	1,450,673	1,540,572	
EBITDA	4.2	4.1	3.5	1.6		Total Liab. & Equity	3,381,355	3,320,942	3,408,891	3,650,029	
Pre-tax	3.2	3.1	3.1	3.5							
Net	2.4	2.2	2.0	2.4							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	929,133	1,128,337	1,196,037	1,794,056		Net income	129,065	115,309	100,589	133,117	
Gross profit	41,814	66,631	76,546	116,614		Dep & Amort	59,796	65,792	66,321	65,719	
Operating profit	4,525	22,469	30,247	51,653		Investment income	-12,688	-13,211	0	0	
Total non-ope inc.	1,373	12,399	15,300	18,300		Changes in W/C	-160,470	92,753	47,800	-57,373	
Pre-tax profit	5,898	34,868	45,547	69,953		Other adjustment	-55,859	-12,626	0	0	
Net profit	2,084	22,880	31,160	44,465		Cash flow – ope.	-40,156	248,018	214,710	141,463	
EPS	0.15	1.65	2.25	3.21		Capex	-37,649	-70,951	-70,951	-70,951	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F		Change in L-T inv.	38,709	26,115	0	0	
Net sales	(11.9)	(2.7)	(13.8)	3.1		Other adjustment	70,371	115,421	0	0	
Gross profit	(28.3)	8.2	(8.2)	3.6		Cash flow –inve.	71,431	70,584	-70,951	-70,951	
Operating profit	(71.9)	44.5	(9.7)	3.8		Free cash flow	-77,806	177,066	143,759	70,512	
Net profit	(89.5)	34.2	1.6	(6.9)		Inc. (Dec.) debt	130,563	-122,316	0	0	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F		Cash dividend	-34,657	-55,452	-49,542	-43,217	
Net sales	(46.6)	21.4	6.0	50.0		Other adjustment	23,065	-40,327	0	0	
Gross profit	(62.9)	59.4	14.9	52.3		Cash flow-Fin.	118,970	-218,095	-49,542	-43,217	
Operating profit	(90.9)	396.5	34.6	70.8		Exchange influence	-4,079	-31,305	0	0	
Net profit	(95.6)	998.0	36.2	42.7		Change in Cash	146,166	69,202	94,217	27,294	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F		Ratio Analysis					
Gross	4.5	5.9	6.4	6.5		Year-end Dec. 31	FY18E	FY19F	FY20F	FY21F	
Operating	0.5	2.0	2.5	2.9		ROA	3.80	3.44	2.99	3.77	
Net	0.2	2.0	2.6	2.5		ROE	10.31	8.44	7.06	8.90	

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.