



個股報告

南茂(8150)

今年營運谷底已過；獲利成長趨勢不變

投資評等

目標價

逢低買進

\$36.85

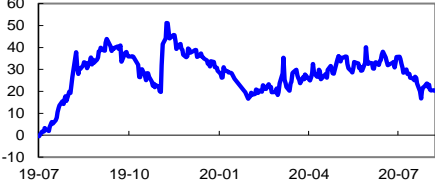
前次投資建議：2002.05.06
「區間操作」，目標價：\$ 34.4

報告日期：2020.8.12

研究員：劉冠明

摘要及調整原因

- Q3 營運回升，獲利上修至 3.54 元，產業趨勢有利明年獲利成長，加上有望開始反應明年評價，上調南茂投資評等至「逢低買進」。
- 六個月目標價由 34.4 元(1.2X 修正前 20(F)PBR)上修至 36.85 元(1.2X 修正後 21(F)PBR)，潛在上漲空間約 16%。

基本資料			結論與建議	
2020/08/11 收盤價：	31.75		➤ 20Q2 儘管測試稼動持續提升，但整體稼動率仍降至 76%。毛利率由於整體稼動率下滑至 76%，毛利率 20.7%，較上季下滑，本業符合預期，但在業外因匯損 1.69 億元影響下，稅後 EPS 為 0.75 元。	
股本(百萬股)	727			
市值(NT\$ 百萬)	23,090			
董監持股比例	11.75%			
不受大股東控制股數(千張)	727		➤ 展望 20Q3，記憶體需求保持強勁，惟 Nand Flash 受客戶晶圓取得不順影響，而 DDI 中、大尺寸需求維持強勁，上修營收預估至 56.4 億元 QoQ+3.9%，YoY+4.5%，毛利率預估回升至 21.4%，另預估稅後 EPS 為 0.89 元。	
近期股價表現				
	個股表現	相對大盤		
一週	-0.94%	-1.48%		
一月	-1.55%	-5.95%	➤ 展望 2020-2021 年，1.DDI 受惠 TDDI 與 OLED 占比持續提升，皆須需要較長測試時間，為明年 DDI 主要成長動能，有利產品組合改善。2.記憶體 Nor Flash 受惠 5G 基地台、OLED 等新應用續成長，Nand 則受惠 SSD、手機內存與遊戲機需求加大；DRAM 則受惠資料中心帶動，記憶體成長趨勢不變。2020 年營收預估為 223.5 億元，YoY +9.9%，EPS 為 3.54 元，另估 2021 年營收 238.8 億元 YoY+6.8%，稅後 EPS 為 3.81 元。	
一季	4.13%	-11.18%		
法人持股				
	持股比例			
外資	43.47%		➤ 南茂目前股價約處 1.03X 21(F)PBR，為公司近五年 0.85~2.25X 區間偏下位置，考量 Q2 將為今年獲利低點，營運展望優於預期，產業趨勢有利明年獲利成長，加上有望開始反應明年評價，上調南茂投資評等至「逢低買進」，六個月目標價由 34.4 元(1.2X 修正前 20(F)PBR)上修至 36.85 元(1.2X 修正後 21(F)PBR)，潛在上漲空間約 16%。	
投信	1.36%			
自營商	0.49%			
融資券餘額				
(張數)	餘 額			
融資餘額	8,382			
融券餘額	148			
相對大盤股價表現(%)				
				

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

簡要財務預估資訊

	營收		營業利益		稅後純益		每股盈餘		每股現金 股利(元)	ROE (%)	PER (X)	PBR (X)
	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(億元)	YoY(%)	(元)	YoY(%)				
2019	203.4	10.1	24.6	17.0	25.8	134.3	3.55	142.5	1.2	13.9	9.6	1.0
2020(F)	223.6	9.9	33.7	37.0	25.7	-0.4	3.54	-0.4	1.8	11.6	9.0	1.0
2021(F)	238.8	6.8	36.9	9.5	27.7	7.7	3.81	7.7	1.8	12.2	8.3	1.0

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

營運分析

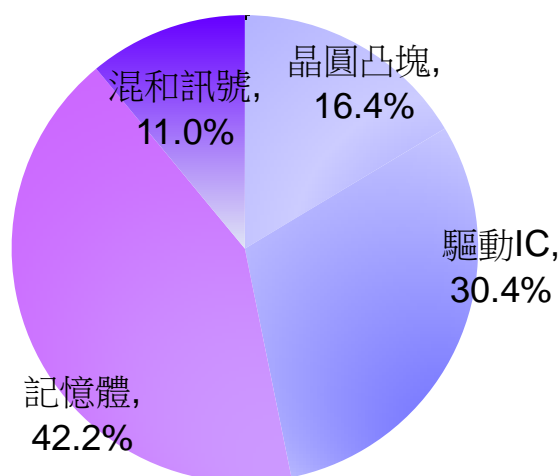
20Q2 本業符合預期，受匯損影響，稅後 EPS 達 0.75 元，不如原先預期

20Q2 受匯損影響，稅後 EPS 0.75 元，不如預期

南茂成立於 1997 年 7 月，於 2014 年 4 月 11 日轉上市掛牌交易，為國內第二大 LCD 驅動 IC 封測廠。主要業務為提供 IC 半導體後段製程中，記憶體 IC、液晶顯示器驅動 IC 及邏輯/混合訊號 IC 的封裝及測試方面的服務，服務的對象包括半導體設計公司、整合元件廠及半導體晶圓廠。20Q1 產品比重：晶圓凸塊服務佔約 19.1%、驅動 IC 佔約 30.7%、封裝服務佔約 27%、晶圓測試佔約 9.7%、產品測試佔約 13.5%。

圖一、南茂主要營收來自 DDI、記憶體的封裝測試

南茂 20Q2 營收比重



資料來源：南茂；兆豐國際預估

20Q2 營收 54.28 億元 QoQ-2.8%，YoY+10.7%，受疫情影響影響，智慧型手機需求疲弱，使 TDDI 營收貢獻下滑，TDDI 產品佔 DDI 營收比重降至 24.6%，高階 OLED DDI 同步受影響，占整體 DDI 下滑至 6.5%。儘管測試稼動持續提升，但整體稼動率降至 76%。毛利率部分，由於稼動率下滑至

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

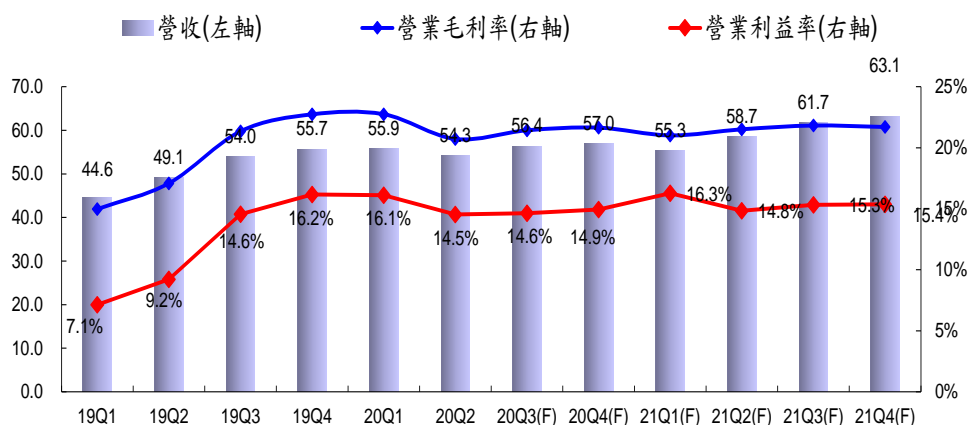
本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

76%，毛利率 20.7%，較上季下滑，本業符合預期，但在業外因匯損 1.69 億元影響下，稅後淨利 5.45 億元 QoQ-23.5%，YoY-57.2%，EPS 為 0.75 元。獲利不如預估的 0.85 元，因業外影響，較去年獲利大幅衰退。

圖二、南茂 20Q2 毛利率受稼動率影響而下滑
南茂各季營收及毛利率、營業率走勢預估



資料來源：南茂；兆豐國際預估

20Q3 營收展望優於原先預期，預估稅後 EPS 為 0.89 元。

20Q3 營運有望略優於 Q2，預估稅後 EPS 為 0.89 元

展望 20Q3，記憶體中 DRAM、Nor Flash 需求保持強勁，惟獨 Nand Flash 因客戶晶圓取得不順與消費性產品疲弱影響，而 DDI，受惠中、大尺寸需求維持強勁，而智慧型手機雖疲弱依舊，但 TDDI 與 OLED 滲透率 Q3 提昇仍有利季增，上修營收預估至 56.4 億元 QoQ+3.9%，YoY+4.5%(原估小幅季衰退 3%，毛利率，考量稼動率回升，因此預估毛利率回升至 21.4%，另預估稅後淨利為 6.48 億元 QoQ+18.9%，YoY+10.6%，稅後 EPS 為 0.89 元。

表一、下半年主能主要來自 DDI

南茂產品線季營收與成長率預估

單位：百萬元

產品營收	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2019	2020(F)
晶圓凸塊	839	858	837	915	950	890	959	969	3,530	3,768
驅動 IC	1,566	1,766	1,706	1,670	1,698	1,650	1,748	1,825	6,892	6,922
記憶體	1,593	1,727	2,079	2,161	2,352	2,291	2,312	2,281	7,424	9,236
混和訊號	464	554	777	766	587	597	620	627	2,432	2,431
Total Sales	4,462	4,905	5,399	5,512	5,587	5,428	5,640	5,702	20,279	22,357
營收比重										
晶圓凸塊	19%	18%	16%	17%	17%	16%	17%	17%	17%	17%
驅動 IC	35%	36%	32%	30%	30%	30%	31%	32%	34%	31%
記憶體	36%	35%	39%	39%	42%	42%	41%	40%	37%	41%

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

混和訊號	10%	11%	14%	14%	11%	11%	11%	11%	12%	11%
Total Sales	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ										
晶圓凸塊	-4%	2%	-3%	0%	4%	-6%	8%	1%	-	-
驅動 IC	-8%	13%	-3%	-12%	2%	-3%	6%	4%	-	-
記憶體	-15%	8%	20%	11%	9%	-3%	1%	-1%	-	-
混和訊號	-9%	19%	40%	18%	-23%	2%	4%	1%	-	-
Total Sales	-10%	10%	10%	2%	1%	-3%	4%	1%	-	-
YoY										
晶圓凸塊	21%	13%	-6%	5%	13%	4%	4%	6%	10%	7%
驅動 IC	38%	31%	2%	-2%	8%	-7%	-7%	9%	18%	0%
記憶體	-13%	-13%	5%	15%	48%	33%	19%	6%	-3%	24%
混和訊號	29%	40%	67%	50%	26%	8%	-4%	-18%	40%	0%
Total Sales	11%	9%	8%	11%	25%	11%	4%	3%	10%	10%

資料來源：南茂；兆豐國際預估

2020-2021 年持續受惠 DDI 產業趨勢與記憶體需求回升，獲利有望逐年成長

2020-2021 年受惠 OLED DDI、TDDI 等滲透率提升；記憶體景氣好轉，預估稅後 EPS 分別為 3.54 元，及 3.81 元，本業持續成長

展望 2020-2021 年，1. 驅動 IC 業務受惠 TDDI 滲透率持續走高，將抵銷 OLED 侵蝕 LCD 影響；而 OLED DDI 封測產值僅略少於 COF，隨陸系 OLED 面板滲透率上升，將有利南茂 OLED 占比持續提升，將為明年 DDI 主要成長動能，由於 TDDI 及 OLED DDI 都需要較長測試時間，將有利產品組合改善。2. 記憶體業務，儘管今年在疫情影響下，復甦狀況不如預期，影響記憶體價格及需求，但 Nor Flash 受惠 5G 基地台、TWS、OLED 等新應用續成長，Nand 則受惠 SSD、手機內存與遊戲機需求加大；DRAM 則受惠資料中心帶動，整體記憶體成長趨勢不變。2020 年營收預估為 223.5 億元，YoY +9.9%，毛利率考量今年平均稼動率將優於去年加上自動化程度提升與產品組合改善，毛利率預估為 21.6%，同步上修稅後淨利預估至 25.75 億元，YoY -0.4%，EPS 為 3.54 元，較前次估計 3.44 元上修約 3%，本業獲利持續較 2019 年明顯提升；另估 2021 年營收 238.8 億元 YoY +6.8%，稅後 EPS 為 3.81 元，將延續 2020 年成長趨勢。

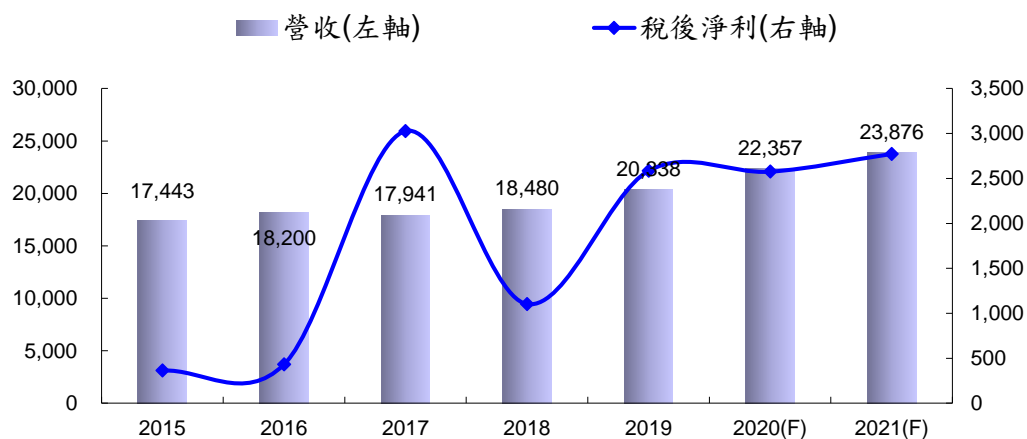
評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

圖三、2020 年本業持續成長弭補 2019 業外基期偏高的狀況
南茂各年度營收及獲利走勢預估



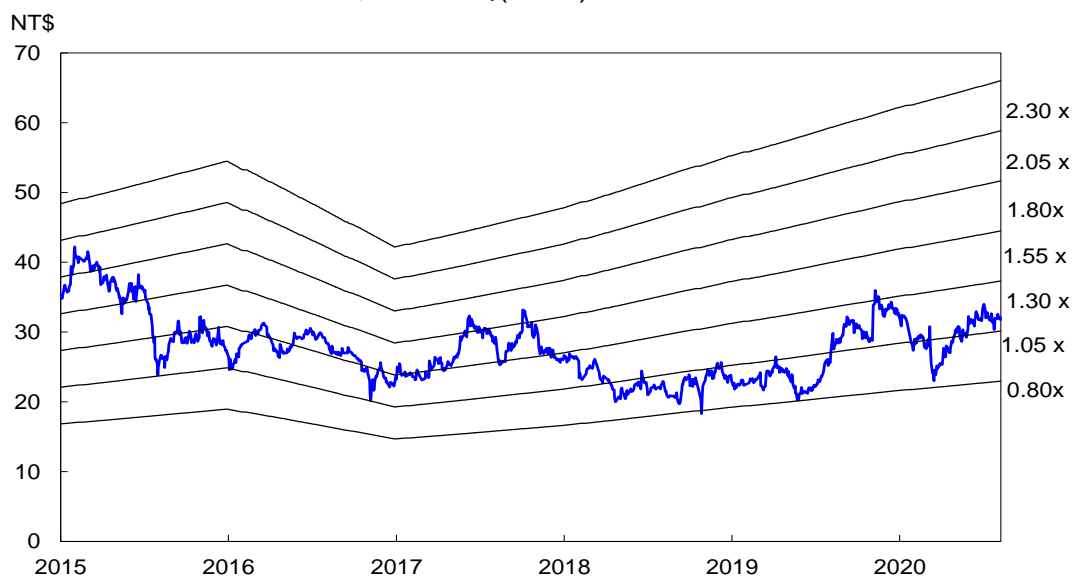
資料來源：南茂；兆豐國際預估

營運動能逐漸回復，明年獲利有望持續成長，上調南茂投資評等至「逢低買進」

下半年營運展望優於預期，產業趨勢仍有利明年獲利成長，加上有望開始反應明年評價，上調南茂投資評等至「逢低買進」

南茂目前股價約處 1.03X 21(F)PBR，為公司近五年 0.85~2.25X 區間偏下位置，考量 Q2 獲利雖不如預期，但預期將為今年獲利低點，下半年營運展望優於預期，產業趨勢仍有利明年獲利成長，加上有望開始反應明年評價，上調南茂投資評等至「逢低買進」，六個月目標價由 34.4 元(1.2X 修正前 20(F)PBR)上修至 36.85 元(1.2X 修正後 21(F)PBR)，潛在上漲空間約 16%。

圖四、南茂(8150) P/B Band



資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變而造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

財務報表

季度損益表

單位：新台幣百萬元

8150南茂	2019	20Q1	20Q2	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)	20Q1	20Q2(F)	20Q3(F)	20Q4(F)	2020(F)
營業收入淨額	20,338	5,587	5,428	5,640	5,702	22,357	5,531	5,868	6,167	6,309	23,876
營業成本	16,412	4,316	4,304	4,431	4,468	17,519	4,369	4,606	4,822	4,940	18,737
營業毛利	3,926	1,271	1,124	1,209	1,234	4,838	1,162	1,262	1,346	1,369	5,139
營業費用											
推銷費用	56	13	14	16	16	59	16	15	16	17	64
管總費用	405	125	68	103	101	373	103	109	108	106	426
研究發展費用	1,008	232	252	265	265	1,040	265	267	277	277	1,086
營業費用合計	1,469	371	335	383	383	1,472	383	391	401	400	1,576
營業淨利(損)	2,457	900	789	825	851	3,366	900	871	945	969	3,685
營業外收支											
利息收入	49	15	10	15	15	51	15	15	15	15	60
利息支出	141	40	-	40	40	126	60	60	60	60	240
投資損益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收支淨額	665	21	(143)	10	10	(93)	(10)	(10)	(10)	(10)	(40)
營業外收支淨額合計	573	-4	-133	-15	-15	-167	-55	-55	-55	-55	-220
稅前淨利	3,030	896	656	810	836	3,199	845	816	890	914	3,465
所得稅費用(利益)	446	183	111	162	167	624	169	163	178	183	693
非常項目淨額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
稅後淨利	2,584	713	545	648	669	2,575	676	653	712	731	2,772
普通股股本	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272	7,272
每股盈餘(元)	3.55	0.98	0.75	0.89	0.92	3.54	0.93	0.90	0.98	1.01	3.81
季成長分析(QoQ,%)											
營收成長率		0.3	-2.8	3.9	1.1		-3.0	6.1	5.1	2.3	
營業毛利成長率		0.3	-11.5	7.5	2.1		-5.8	8.6	6.6	1.7	
營業利益成長率		-0.1	-12.3	4.6	3.2		5.7	-3.3	8.5	2.6	
稅前淨利成長率		32.5	-26.7	23.4	3.2		1.0	-3.5	9.1	2.7	
稅後淨利成長率		34.5	-23.5	18.9	3.2		1.0	-3.5	9.1	2.7	
年成長分析(YoY,%)											
營收成長率	10.1	25.2	10.7	4.5	2.3	9.9	-1.0	8.1	9.4	10.7	6.8
營業毛利成長率	14.5	90.2	34.1	4.8	-2.6	23.2	-8.6	12.3	11.3	10.9	6.2
營業利益成長率	17.0	182.9	74.4	5.0	-5.5	37.0	0.0	10.3	14.5	13.8	9.5
稅前淨利成長率	70.0	252.7	-52.1	10.8	23.8	5.6	-5.7	24.3	9.9	9.3	8.3
稅後淨利成長率	134.3	267.9	-57.2	10.6	26.3	-0.4	-5.1	19.8	9.9	9.3	7.7
獲利分析(%)											
營業毛利率	19.3	22.7	20.7	21.4	21.6	21.6	21.0	21.5	21.8	21.7	21.5
營業利益率	12.1	16.1	14.5	14.6	14.9	15.1	16.3	14.8	15.3	15.4	15.4
稅前淨利率	14.9	16.0	12.1	14.4	14.7	14.3	15.3	13.9	14.4	14.5	14.5
稅後淨利率	12.7	12.8	10.0	11.5	11.7	11.5	12.2	11.1	11.5	11.6	11.6
實質所得稅率	14.7	20.4	17.0	20.0	20.0	19.5	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。



個股報告

資產負債表

單位：NT\$百萬元	2019	2020F	2021F
流動資產			
現金及約當現金	4,704	7,733	6,650
存貨	1,768	1,803	1,839
應收帳款及票據	4,455	4,544	4,635
其他流動資產	843	860	877
流動資產合計	11,769	14,939	14,001
其他資產			
長期投資合計	0	0	0
固定資產	22,476	21,972	25,972
什項資產	67	48	57
其他資產合計	22,544	22,020	26,030
資產總計	34,313	36,960	40,031
流動負債			
應付帳款及票據	820	836	853
短期借款	755	965	11,917
什項負債	3,327	3,393	3,461
流動負債合計	4,902	5,194	16,231
長期負債			
長期借款	9,753	9,754	-984
其他負債及準備	7	0	0
長期負債合計	9,760	9,754	-984
負債總計	14,662	14,948	15,247
股東權益			
普通股股本	7,272	7,272	7,272
特別股股本	0	0	0
資本公積	6,060	6,060	6,060
保留盈餘	6,339	8,755	10,219
其他項目	-20	-76	1,233
股東權益總計	19,651	22,011	24,784
負債與股東權益總計	34,313	36,960	40,031

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

現金流量表

單位：NT\$百萬元	2019	2020F	2021F
本期淨利	2,584	2,274	2,772
折舊及攤提	3,732	4,105	4,516
本期營運資金變動	-102	-65	-60
其他營業資產及負債變動	0	0	0
營業活動之淨現金流入(出)	6,214	6,314	7,228
資本支出淨額	-4,991	-3,601	-8,516
本期長期投資變動	0	0	0
其他資產變動	-39	19	-10
投資活動之淨現金流入(出)	-5,030	-3,582	-8,525
自由現金流量	1,184	2,732	-1,297
現金增資	-1,002	0	-1,309
本期負債變動	-119	210	214
其他長期負債變動	-1	86	1,309
融資活動之淨現金流入(出)	-1,122	296	214
本期現金與約當現金增加數	62	3,028	-1,083
期初現金與約當現金餘額	4,643	4,704	7,733
期末現金與約當現金餘額	4,704	7,732	6,650

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

重要財務比率分析

	2019	2020F	2021F
年成長率(%)			
營業收入	10.1	9.9	-1.0
營業利益	17.0	37.0	0.0
稅後純益	134.3	-0.4	-5.1
獲利能力分析(%)			
營業毛利率	19.3	21.6	21.0
營業利益率	12.1	15.1	16.3
稅後純益率	12.7	11.5	12.2
資產報酬率	7.7	6.4	7.2
股東權益報酬率	6.6	13.9	11.6
償債能力分析			
負債/股東權益(%)	53.6	48.7	46.6
流動比率(X)	2.4	2.9	0.9
每股資料分析			
每股盈餘(NT\$元)	3.6	3.5	3.8
本益比(X)	9.6	9.0	8.3
每股淨值(NT\$元)	26.9	28.7	30.7
股價淨值比(X)	1.0	1.1	1.0
每股現金股利(NT\$元)	1.2	1.8	1.8
現金股利殖利率(%)	3.5	5.7	5.7

資料來源：CMoney；兆豐國際預估

評等分級：買進（預期未來六個月股價漲幅超過+30%）；逢低買進（預期未來六個月股價漲幅介於+15%與+30%之間）；區間操作（預期未來六個月股價漲跌幅介於-15%與+15%之間）；逢高賣出（預期未來六個月股價跌幅介於-15%與-30%之間）；賣出（預期未來六個月股價跌幅超過-30%）。

本刊所刊載之內容僅做為參考，惟已力求正確與完整，但因時間及市場客觀因素改變所造成產業、市場或個股之相關條件改變，投資人需自行考量投資之需求與風險，本公司恕不負擔任何法律責任。任何轉載或引用本報告內容必須經本公司同意。