

光環(3234)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

評等

日期:	2020/8/6
目前收盤價 (NT\$):	46.7
目標價 (NT\$):	50
52 週最高最低(NT\$):	19.9-58.9
加權指數:	12802.3

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	760
市值 (NT\$/mn):	3,550
市值 (US\$/mn):	118
20 日平均成交量(仟股):	7,110
PER (2020):	49.78
PBR (2020):	3.43
外資持股比率:	3.07
TCRI	0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-13.0	36.0	34.2
加權指數報酬率	7.5	18.8	10.6

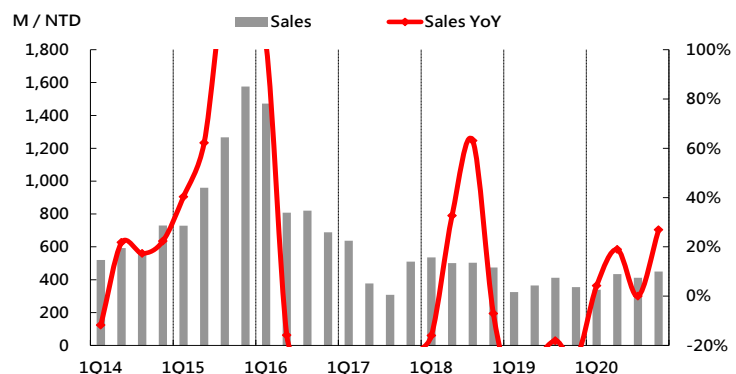
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	50	43
營業收入 (NT\$/mn)	1,635	1,693
毛利率 (%)	21.08	21.42
營益率 (%)	3.61	2.20
EPS (NT\$)	0.94	0.83
BVPS(NT\$)	13.6	13.5



5G 建置力道減弱，長期趨勢仍佳

- **2Q 產品組合轉佳毛利率可望明顯回升；3Q 光通訊及 P-Sensor 產品同步減緩，營收 QoQ-5%：**2Q 營收 4.34 億元，訂單動能以 10G 光通訊訂單大幅增加，產品組合優化，EPS 0.25 元。3Q P-Sensor 客戶因手機銷售動能不佳且部分中低階手機改回採用 LED，導致 P-Sensor 銷售 3Q 較 2Q 疲弱；光通訊訂單受到水患影響，客戶拉貨延後。預估 3Q 營收 4.12 億元，QoQ-5%，YOY+19%，毛利率仍可望維持 2 成以上水準，EPS 0.26 元。
- **受惠 P-Sensor 及 5G 布建，2Q 虧轉盈：**1. Sensor 方面，3Q 受到 Android 手機銷售不佳且客戶中低階改回用 LED，因此 3Q P-Sensor 出貨量約與去年同期相當，因此今年出貨量 5.5 億顆下修至 4.8 億顆，下修幅度 13%，隨著近期 TWS 客戶開始進行拉貨，因此 4Q 此塊業務仍可恢復成長動能。光通訊方面，2020 年成長動能包括，4G 升級至 5G 需求及 10G PON 需求，10G 產品比重由 1Q 約 5 成拉升至 2Q 的 68%，2020 年仍以 10G 產品需求較大。中國 5G 基地台客戶類型有 2 種，其一為標案性質(華工、武漢光迅等)，此類客戶目前需求為灰光或 2 波長產品；另一類客戶為中國電信商直接向光收發模組拉貨，產品需求為 6 波或 12 波長。6 波長產品較灰光產品高約 20%，此類客戶比重提升有利光環營收表現。惟近期受到中國水患影響 5G 建置拉貨動能有減緩現象，訂單能見度由 2 個月縮減為 1 個月，客戶調整庫存中。就中長期趨勢而言，5G 建置屬於剛起步階段，2021-2023 年均為建設期，未來成長空間大。
- **維持買進：**3Q 光通訊及消費性產品訂單動能均有減緩，惟 5G 目前尚處於建設初期及需求規格提升，均仍有利未來營運表現，2020 年順利轉虧為盈，搭配 P-Sensor 及 5G 業務具備長線成長潛力，維持長線買進投資建議，目標價 50 元。

Exhibit 1: 營收及 YoY



Sources: MasterLink

光環主要從事光通訊主動元件生產，也切入距離感測器元件生產

光環主要從事光通訊主動元件生產，業務包含光通訊晶粒、光通訊次模組 OSA、TO-CAN 封裝等。公司產品應用中，Access 主要為 FTTH 等(接入)短距離客戶端應用，LAN(長波)為大型基站互傳的長距離應用，SAN(短波)則為資料中心(儲存)及小型基站互傳等中短距應用、Sensor 為 940 波長 VCSEL 應用於手機 P Sensor 及 TWS。

Exhibit 2: 產品組合

	2018	2019	2020	YOY	產品	GM
Access	37%	17%	11%	-27%	FTTH短距離客戶端應用 (1.25G、2.5G、10G)	0%
LAN	29%	36%	42%	22%	大型基站長距離傳輸	15%
SAN	28%	22%	19%	-15%	華為基站、資料中心	10%~
Sensor	5%	25%	30%	33%	vcxel	30%~35%
others	1%					

Sources: 元富證券

2Q 產品組合轉佳毛利率可望明顯回升

2Q 營收 4.34 億元，訂單動能以 10G 光通訊訂單大幅增加，10G 產品比重由 1Q 的 50%成長至 2Q 約 70%，產品組合優化，預估 2Q 毛利率 22.4%，營業利益 0.23 億元，稅後淨利 1800 萬元，EPS 0.25 元。

3Q 光通訊及 P-Sensor 產品同步減緩，營收 QoQ-5%

7 月營收與 6 月相當，3QP-Sensor 客戶因手機銷售動能不佳且部分中低階手機改回採用 LED，導致 P-Sensor 銷售 3Q 較 2Q 疲弱；光通訊訂單受到水患影響，客戶拉貨延後。預估 3Q 營收 4.12 億元，QoQ-5%，YOY+19%，毛利率仍可望維持 2 成以上水準，稅後獲利 0.19 億元，EPS 0.26 元。

受惠 P-Sensor 及 5G 布建，2020 年挑戰虧轉盈

光環展望 2020 年，光通訊及 Sensor 二塊業務均有正面發展：

- 1) Sensor 方面，受惠各式消費型電子裝置大量導入 P-Sensor 設計(如：手機、TWS、穿戴裝置等)，預計光環之 P-Sensor 業務除了既有重要客戶(昇佳、晶技、三星、光寶、博通及 Sharp 等)將持續成長外，歐洲大廠 Psensor 需求量大，推測出貨給 Android 相關產品使用。P-Sensor 公司產能規劃為年底 70KK/月(2 吋 4 吋 MOCVD，Android)+30KK/月(6 吋 MOCVD，新客戶)，總計 100KK/月，目前疫情影響 100KK/月將延至 1Q21。1Q 出貨量 1.5 億顆，產能利用率約 70%，2Q 出貨 1.1 億顆，3Q 受到 Android 手機銷售不佳且客戶中低階改回用 LED，因此 3Q P-Sensor 出貨量約與去年同期相當，因此今年出貨量 5.5 億顆下修至 4.8 億顆，下修幅度 13%，隨著近期 TWS 客戶開始進行拉貨，因此 4Q 此塊業務仍可恢復成長動能，綜合上述，2020 年 P-Sensor 營收 4.8 億元，YOY+33%。
- 2) 光通訊方面，2020 年成長動能包括，4G 升級至 5G 需求及 10G PON 需求。由於華工為公司基地台產品主要客戶，供應品項包括 LNA(長波)及 SAN(短波)，目前中國 10G 產品需求加溫，10G 產品比重由 1Q 約 5 成拉升至 2Q 的 68%，2020 年仍以 10G 產品需求較大，25G 產品需求剛起步，初期 25G 產品主要供應商仍為日系及美系 IDM 供應為主。中國 5G 基地台客戶類型有 2 種，其一為標案性質(華工、武漢光迅等)，此類客戶目前

需求為灰光或 2 波長產品；另一類客戶為中國電信商直接向光收發模組拉貨，產品需求為 6 波或 12 波長。6 波長產品較灰光產品高約 20%，此類客戶比重提升有利光環營收表現。惟近期受到中國水患影響 5G 建置拉貨動能有減緩現象，訂單能見度由 2 個月縮減為 1 個月，客戶調整庫存中。就中長期趨勢而言，5G 建置屬於剛起步階段，2021-2023 年均為建設期，未來成長空間大。

買進評等

3Q 光通訊及消費性產品訂單動能均有減緩，惟 5G 目前尚處於建設初期及需求規格提升，均仍有利未來營運表現，2020 年順利轉虧為盈，搭配 P-Sensor 及 5G 業務具備長線成長潛力，維持長線買進投資建議，目標價 50 元。

風險提示

美國禁止出貨晶片給華為

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,834	2,013	1,457	1,635	
COGS	1,935	1,759	1,386	1,290	
Gross profit	-101	255	71	345	
Operating expense	486	441	378	286	
Operating profit	-587	-186	-307	59	
Total non-operate. Inc.	-102	2	-16	7	
Pre-tax profit	-690	-184	-323	66	
Total Net profit	-675	-182	-323	66	
Minority	-34	-2	-2	-1	
Net Profit	-641	-180	-321	67	
EPS (NT\$)	-8.98	-2.52	-4.39	0.94	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	(51.6)	9.8	(27.6)	12.2	
Gross profit	N.A	N.A	(72.3)	388.3	
Operating profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
Pre-tax profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
Net profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
EPS	N.A	N.A	N.A	N.A	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	(5.5)	12.7	4.8	21.1	
Operating	(32.0)	(9.2)	(21.1)	3.6	
EBITDA	(27.5)	(0.5)	(10.3)	15.4	
Pre-tax	(37.6)	(9.1)	(22.2)	4.0	
Net	(34.9)	(9.0)	(22.1)	4.1	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	339	434	412	450	
Gross profit	63	97	86	98	
Operating profit	-7	23	14	29	
Total non-ope inc.	-5	-5	5	12	
Pre-tax profit	-12	18	19	41	
Net profit	-11	18	19	41	
EPS	-0.15	0.25	0.26	0.55	
Y/Y %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(27.6)	4.2	18.9	(0.0)	
Gross profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
Operating profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
Net profit	N.A	N.A	N.A	N.A	
Q/Q %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(4.3)	28.1	(5.2)	9.2	
Gross profit	(338.6)	54.2	(11.0)	13.7	
Operating profit	N.A	N.A	N.A	99.3	
Net profit	N.A	N.A	N.A	109.8	
Margins %	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	
Gross	18.6	22.4	21.0	21.9	
Operating	(2.1)	5.4	3.5	6.4	
Net	(3.3)	4.2	4.7	9.0	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	402	305	217	560	
Marketable securities	0	0	0	75	
A/R & N/R	482	328	281	389	
Inventory	521	683	401	516	
Others	79	35	25	25	
Total current asset	1,484	1,352	924	1,565	
Long-term invest.	76	49	48	48	
Total fixed assets	1,727	1,502	1,177	1,327	
Total other assets	50	45	214	214	
Total assets	3,338	2,947	2,363	3,154	
Short-term Borrow	488	681	592	642	
A/P & N/P	426	321	110	215	
Other current liab.	319	393	424	1,419	
Total current liab.	1,234	1,395	1,126	2,275	
L-T borrow s	791	404	192	-96	
Other L-T liab.	0	0	138	0	
Total liability.	2,025	1,799	1,455	2,179	
Common stocks	725	751	760	716	
Reserves	400	447	471	471	
Retain earnings	187	-51	-323	-212	
Total Equity	1,313	1,148	908	975	
Total Liab. & Equity	3,338	2,947	2,363	3,154	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	-641	-180	-321	67	
Dep & Amort	161	151	153	186	
Investment income	24	4	2	0	
Changes in W/C	666	-119	252	-118	
Other adjustment	69	275	256	256	
Cash flow – ope.	279	131	341	391	
Capex	-376	-155	-24	-150	
Change in L-T inv.	-72	0	0	0	
Other adjustment	7	22	-10	0	
Cash flow –inve.	-441	-132	-34	-150	
Free cash flow	-97	-23	316	241	
Inc. (Dec.) debt	1,384	-96	-395	50	
Cash dividend	-72	0	0	0	
Other adjustment	-993	0	1	0	
Cash flow –Fin.	318	-96	-393	50	
Exchange influence	2	-0	-1	52	
Change in Cash	159	-97	-88	343	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	-18.01	-5.74	-12.11	2.43	
ROE	-37.11	-14.65	-31.27	7.13	

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.