

安集(6477)

建議：評等中立

結論：電廠收益穩健增加，惟評價並無低估

2020年EPS	2021年EPS	2Q20 BVPS	8/4收盤價	2021年PER	目標價	建議
2.43	2.83	30.38	41.5	14.7	43	中立

一、安集為太陽能模組製造商，太陽能模組業營收占比約八成

安集成立於 2007 年，為太陽能模組製造商，模組產能達 170MW，以自有品牌 Anji 主攻台灣內需市場。以產品組合區分，太陽能模組和電廠收入分別佔 1H20 營收比重為 81%和 19%。電廠業務為公司近年來營運發展重點，安集目前於全台太陽能電廠建置容量超過 64MW，2019 年模組銷售量為 105.2MW，於台灣市佔率 7.45%，售電度數為 74,325 千度，占全台太陽能發電度數比重為 1.79%。

二、遞延太陽能模組恢復出貨，且電廠貢獻增加，估計 2Q20 EPS 0.93 元

受惠於遞延太陽能模組恢復出貨，且電廠累計建置量提升，安集 2Q20 營收 6.11 億元(QoQ+234%)，因毛利率較低之太陽能模組營收占比提升，毛利率 21.9%低於前季之 29.6%，業外則認列政府疫情補助 0.05 億元，稅後純益 0.88 億元(QoQ+447%)，EPS 0.93 元。

三、受惠於客戶大型案場太陽能模組出貨持續增加，估計 3Q20 營收 QoQ+13%

受惠於客戶大型案場太陽能模組出貨持續增加，工廠稼動率維持滿載，估計 3Q20 營收 6.91 億元(QoQ+13.2%)，因模組營收比重持續提升，預期毛利率將續跌至 21.2%，稅後純益 0.93 億元(QoQ+6.6%)，以 CB 轉換後股本 10.7 億元計算，估計 EPS 0.87 元。

四、電廠貢獻穩定提升，未來三年累計建置目標達 100MW

安集過去電廠建置主要以台灣學校和公有行舍為主，冀望電廠業務貢獻隨台灣 2025 年 20GW 太陽能建置目標穩定向上，目前累計電廠建置量已超過 64MW，隨著新案場陸續併網，估計年底電廠建置量可望達 70MW，未來公司於電廠開發上將不排除開發大型案場，預期未來三年累計建置目標達 100MW，元富預估 2020 年和 2021 年電廠營收貢獻將分別 YoY+13%和 YoY+21%，由於電廠業務毛利率遠優於太陽能模組業務，將為後續獲利成

長主要動能。至於在太陽能模組業務發展上，公司以自有品牌進行銷售，主攻內需本土系統商市場，不與同業進行殺價競爭維持稼動率，故模組業務毛利率仍可達雙位數以上，隨既有客戶新接太陽能案場量成長，以及客戶遞延訂單恢復出貨，2020 年預估安集太陽能模組出貨量達 150MW(YoY+43%)，公司將於年底評估客戶訂單需求，考量太陽能模組產能是否由目前之 170MW 進行擴產。

五、跨入 3D 金屬列印市場，營收貢獻擴大仍需時間等待

公司未來將跨入 3D 金屬列印市場，由母公司欽揚科技負責金屬噴粉機台研發，持股 12.6%轉投資圓融金屬則負責金屬粉末生產，安集則負責 3D 列印生產成品與銷售，主攻醫療、航太以及工業應用，今年開始小量出貨予客戶，估計營收貢獻僅數百萬元，營收貢獻擴大仍需時間等待。

六、評等中立理由

- 1) 由於股價已大幅超越 CB 轉換價 23 元，以 CB 稀釋後股本 10.7 億元計算預估 2020 年和 2021 年 EPS 分別為 2.43 元和 2.83 元。
- 2) 儘管安集電廠收益穩健提升，惟考量評價並無低估，給予中立評等，TP 43 元 (2021 PER x 15)。

Comprehensive income statement								NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Net sales	182	611	691	433	1,795	1,566	1,917	2,058
Gross profit	54	134	147	113	400	362	447	513
Operating profit	33	108	119	85	314	271	345	402
Total non-opc inc.	(14)	(5)	(9)	(10)	(51)	(36)	(39)	(46)
Pre-tax profit	19	103	110	75	263	235	306	356
Net profit	16	88	93	63	229	208	260	303
EPS	0.17	0.93	0.87	0.59	2.45	2.21	2.43	2.83
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Net sales	(64.8)	52.7	123.4	28.2	41.0	(12.8)	22.5	7.3
Gross profit	(47.8)	38.1	77.3	42.6	76.8	(9.5)	23.5	14.8
Operating profit	(57.7)	41.6	92.6	54.1	108.0	(13.7)	27.3	16.6
Net profit	(72.2)	56.7	105.5	28.4	147.0	(8.9)	25.0	16.3
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Net sales	(46.0)	234.6	13.2	(37.4)				
Gross profit	(31.5)	148.0	9.5	(23.3)				
Operating profit	(40.5)	230.5	9.9	(28.7)				
Net profit	(67.6)	447.3	6.6	(32.0)				
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Gross	29.6	21.9	21.2	26.0	22.3	23.1	23.3	24.9
Operating	18.0	17.7	17.2	19.6	17.5	17.3	18.0	19.5
Net	8.8	14.3	13.5	14.7	12.7	13.3	13.6	14.7

