

中光電(5371)

Upgrade to BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 顏志龍 Henry Yen
withyen@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/7/29
目前收盤價 (NT\$): 31.2
目標價 (NT\$): 40
52 週最高最低(NT\$): 26.5-40.3
加權指數: 12586.73

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 4,344
市值 (NT\$/mn): 13,550
市值 (US\$/mn): 452
20 日平均成交量(仟股): 1,626
PER (2020): 9.48
PBR (2020): 0.63
外資持股比率: 36.10
TCRI 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-3.1	-5.0	-18.6
加權指數報酬率	7.9	18.6	3.9

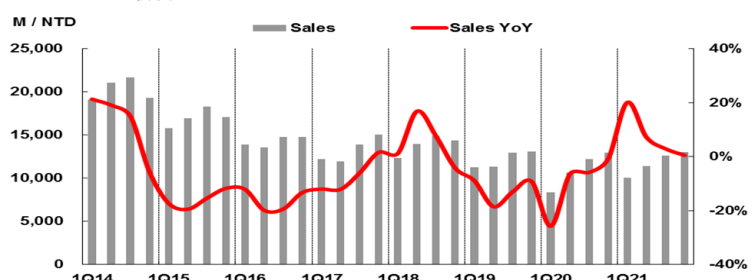
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	40	35
營業收入 (NT\$/mn)	44,209	42,399
毛利率 (%)	17.99	18.14
營益率 (%)	2.47	2.54
EPS (NT\$)	3.29	2.50
BVPS(NT\$)	49.5	48.7



營運展望穩定，評價偏低

- **2Q 本業及業外雙雙優於預期，EPS 1.27 元，大幅優於預期：**中光電 2Q 營收 106.4 億元，QoQ+27.1%，優於預期，毛利率 18.5%，營業利益 3.2 億元，另業外除了常態利息收益 7600 萬元以外，匯兌利益/政府補助/科專補助等約進帳 2 億元，帶動稅前淨利達 6.32 億元，另稅率上也有減免而低於常態，稅後淨利 5.52 億元，EPS 1.27 元，明顯優於元富估計的 0.31 元。
- **3Q 營收季增 15%，但業外收益恢復正常，估 EPS 0.89 元：**1) 影像產品：預計將有雙位數的出貨成長，搭配高解析度機種比重提升，可望呈現價量齊揚局面；2) 節能產品：NB 機種出貨微幅減少，監視器機種出貨亦下滑，然而大尺寸 TV 新機種量產將帶動 TV 出貨大幅成長超過 70%，另有公眾顯示器組裝業務，預計 3Q 出貨量持平而 ASP 上揚。元富估計中光電 3Q 營收 122.3 億元，QoQ+15%，營業利益仍將升溫，但業外貢獻度下滑，稅後淨利 3.85 億元，EPS 0.89 元。
- **2021 年營運大致穩定，EPS 3.14 元：**元富估計中光電 2020 年 EPS 3.29 元，而長線展望上，元富認為中光電的影像業務因為 2020 年基期較低，於 2021 有望出現回升，而節能事業中，TV 需求大致呈現穩定，NB 產品因防疫需求使 2020 年基期墊高，2021 年持續成長機率不高，整體表現大致呈現平穩。而新產品如 Mini LED 及 AR 裝置，中光電認為短時間內都屬利基型產品，暫時對營收不會有太大的具體貢獻。根據以上，元富評估中光電 2021 年營運大致維持穩定，EPS 3.14 元。
- **中立轉買進，目標價 40 元：**元富認為中光電 2Q 財報優於預期，後續本業展望大致穩定，近年來平均現金股利配發率達 70% 以上，屬高殖利率概念股，評估目前股價具備投資價值，後續可持續觀察 Mini LED 及 AR 裝置的市場發展趨勢，調升投資評等至買進，目標價 40 元。(13x2021EPS)

Exhibit 1: 營收及 YoY

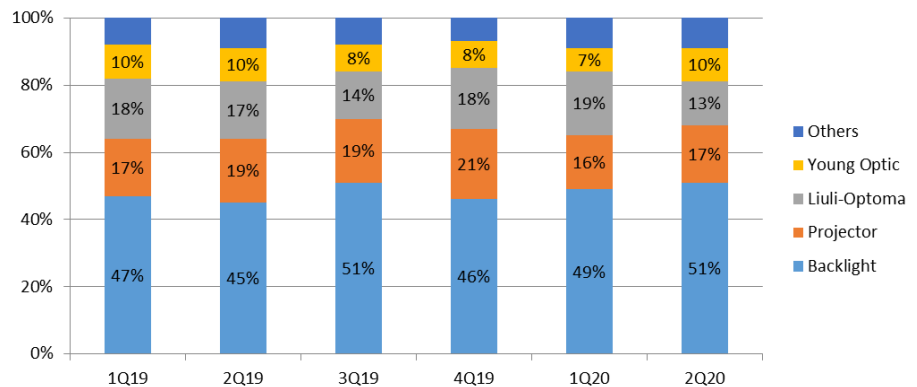


Sources: MasterLink

中光電為 LCD 背光模組暨投影機大廠

中光電為 LCD 背光模組暨投影機大廠，2019 年節能產品業務(面板相關，包含 EMS 及 ODM 兩大領域)營收佔比 47%，影像相關(投影機生產、品牌-奧圖碼)業務約 36%，轉投資-揚明光約占 9%，其他共約 8%。

Exhibit 2: 營收結構



Sources: 元富證券

2Q 本業及業外雙雙優於預期，
EPS 1.27 元，大幅優於預期

中光電 2Q 營收 106.4 億元，QoQ+27.1%，優於預期，主要是因為防疫需求帶動醫療/NB 出貨優於預期，毛利率 18.5%，營業利益 3.2 億元，另業外除了常態利息收益 7600 萬元以外，匯兌利益/政府補助/科專補助等約進帳 2 億元，帶動稅前淨利達 6.32 億元，另稅率上也有減免而低於常態，稅後淨利 5.52 億元，EPS 1.27 元，明顯優於元富估計的 0.31 元。

Exhibit 3: 損益表差異

Comprehensive Quarterly Income Statement	NT\$m						
	1Q20(A)	2Q20(A)	2Q20(F)	Diff-%	QoQ	YoY	累計YoY
Net sales	8,369	10,635	9,806	8.5%	27.1%	-6.4%	-16.0%
Margin%	15.8%	18.5%	18.0%				
Operating profit	-189	320	115	178.4%	虧轉盈	33.5%	-56.2%
Total non-ope inc.	191	312	100				
Pre-tax profit	1	632	215	194.0%	50864.9%	68.7%	13.9%
Net profit	5	552	133	315.4%	10832.9%	183.0%	92.6%
EPS	0.01	1.27	0.31	315.4%	10832.9%	183.0%	92.6%

Sources: 元富證券

3Q 營收季增 15%，但業外收益恢復正常，估 EPS 0.89 元

中光電表示 1)影像產品：預計將有雙位數的出貨成長，搭配高解析度機種比重提升，可望呈現價量齊揚局面；2)節能產品：NB 機種出貨微幅減少，監視器機種出貨亦下滑，然而大尺寸 TV 新機種量產將帶動 TV 出貨大幅成長超過 70%，另有公眾顯示器組裝業務，預計 3Q 出貨量持平而 ASP 上揚。元富估計中光電 3Q 營收 122.3 億元，QoQ+15%，營業利益仍將升溫，但業外貢獻度下滑，稅後淨利 3.85 億元，EPS 0.89 元。

2021 年營運大致穩定，EPS 3.14 元

元富估計中光電 2020 年 EPS 3.29 元，而長線展望上，元富認為中光電的影像業務因為 2020 年基期較低，於 2021 有望出現回升，而節能事業中，TV 需求大致呈現穩定，NB 產品因防疫需求使 2020 年基期墊高，2021 年持續成長機率不高，整體表現大致呈現平穩。而新產品如 Mini LED 及 AR 裝置，中光電認為短時間內都屬利基型產品，暫時對營收不會有太大的具體貢獻。根據以上，元富評估中光電 2021 年營運大致維持穩定，EPS 3.14 元。

Exhibit 4: 歷年股利

	2016	2017	2018	2019
EPS	4.01	4.03	4.65	2.65
現金股利	3.50	3.00	3.50	2.00
Payout Ratio	87%	74%	75%	75%

Sources: 元富證券

中立轉買進，目標價 40 元

元富認為中光電 2Q 財報優於預期，後續本業展望大致穩定，近年來平均現金股利配發率達 70% 以上，屬高殖利率概念股，評估目前股價具備投資價值，後續可持續觀察 Mini LED 及 AR 裝置的市場發展趨勢，調升投資評等至買進，目標價 40 元。

風險提示

- 1) COVID-19 疫情對 2H20 終端需求之影響。
- 2) LCD 面板產業供需狀態。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	55,673	48,711	44,209	47,094	
COGS	45,303	39,905	36,255	38,540	
Gross profit	10,370	8,806	7,955	8,555	
Operating expense	8,068	7,605	6,861	6,950	
Operating profit	2,302	1,201	1,094	1,605	
Total non-operate. Inc.	566	501	703	400	
Pre-tax profit	2,867	1,702	1,797	2,005	
Total Net profit	2,128	1,158	1,339	1,487	
Minority	108	5	-90	125	
Net Profit	2,020	1,153	1,429	1,362	
EPS (NT\$)	4.65	2.65	3.29	3.14	
Y/Y %	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Sales	4.8	(12.5)	(9.2)	6.5	
Gross profit	14.1	(15.1)	(9.7)	7.5	
Operating profit	32.9	(47.8)	(8.9)	46.7	
Pre-tax profit	29.0	(40.6)	5.6	11.6	
Net profit	15.4	(42.9)	24.0	(4.7)	
EPS	15.4	(42.9)	24.0	(4.7)	
Margins %	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Gross	18.6	18.1	18.0	18.2	
Operating	4.1	2.5	2.5	3.4	
EBITDA	1.5	(0.8)	0.8	1.7	
Pre-tax	5.2	3.5	4.1	4.3	
Net	3.6	2.4	3.2	2.9	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	17,226	20,162	20,660	21,204	
Marketable securities	75	89	307	307	
A/R & N/R	13,617	11,729	11,502	12,253	
Inventory	7,882	6,063	6,335	6,734	
Others	1,183	937	937	937	
Total current asset	39,983	38,980	39,741	41,434	
Long-term invest.	556	674	674	674	
Total fixed assets	6,551	6,930	8,030	8,530	
Total other assets	946	2,739	2,739	2,739	
Total assets	48,037	49,323	51,185	53,378	
Short-term Borrow	6,415	8,521	8,521	8,521	
A/P & N/P	9,313	8,465	8,076	8,585	
Other current liab.	7,469	6,886	10,291	11,699	
Total current liab.	23,196	23,872	26,888	28,805	
L-T borrow s	287	183	183	183	
Other L-T liab.	288	1,715	0	0	
Total liability.	23,772	25,771	27,072	28,989	
Common stocks	4,344	4,344	4,344	4,344	
Reserves	4,073	3,727	3,727	3,727	
Retain earnings	15,849	15,481	16,041	16,317	
Total Equity	24,266	23,553	24,113	24,389	
Total Liab. & Equity	48,037	49,323	51,185	53,378	

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	8,369	10,635	12,231	12,974	
Gross profit	1,324	1,967	2,263	2,400	
Operating profit	-189	320	413	550	
Total non-op. inc.	191	312	100	100	
Pre-tax profit	1	632	513	650	
Net profit	5	552	385	488	
EPS	0.01	1.27	0.89	1.12	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(25.8)	(6.4)	(5.8)	(0.8)	
Gross profit	(28.1)	(9.5)	(5.8)	0.5	
Operating profit	N.A.	33.5	(16.8)	35.7	
Net profit	(94.6)	183.0	(18.7)	24.7	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Net sales	(36.0)	27.1	15.0	6.1	
Gross profit	(44.5)	48.6	15.0	6.1	
Operating profit	N.A.	N.A.	28.8	33.3	
Net profit	(98.7)	10,832.9	(30.3)	26.8	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	
Gross	15.8	18.5	18.5	18.5	
Operating	(2.3)	3.0	3.4	4.2	
Net	0.1	5.2	3.1	3.8	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	2,020	1,153	1,429	1,362	
Dep & Amort	1,603	1,517	1,469	1,404	
Investment income	8	-1	0	0	
Changes in W/C	-675	2,860	-434	-641	
Other adjustment	649	-498	3	4	
Cash flow - ope.	3,604	5,031	2,467	2,129	
Capex	-895	-1,539	-1,100	-500	
Change in L-T inv.	0	-22	0	0	
Other adjustment	-220	-213	0	0	
Cash flow - inve.	-1,115	-1,774	-1,100	-500	
Free cash flow	2,710	3,492	1,367	1,629	
Inc. (Dec.) debt	-1,818	1,838	0	0	
Cash dividend	-1,303	-1,520	-869	-1,086	
Other adjustment	145	143	0	0	
Cash flow - Fin.	-2,976	460	-869	-1,086	
Exchange influence	-254	-782	0	0	
Change in Cash	-740	2,936	498	543	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
ROA	4.04	2.37	2.84	2.61	
ROE	8.45	4.82	6.00	5.62	

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.