

聯強(2347)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 蘇建彰 Steven Su
stevensu@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/8/12
目前收盤價 (NT\$): 44.4
目標價 (NT\$): 51
52 週最高最低(NT\$): 32.8-46.1
加權指數: 12894

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 16,679
市值 (NT\$/mn): 71,390
市值 (US\$/mn): 2,380
20 日平均成交量(仟股): 5,199
PER (2020): 9.23
PBR (2020): 1.34
外資持股比率: 39.01
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	0.2	8.8	13.4
加權指數報酬率	6.8	18.3	11.4

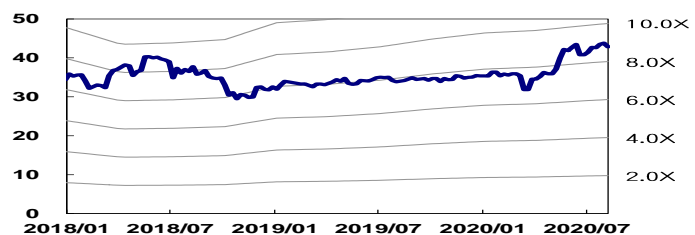
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	51	48
營業收入 (NT\$/mn)	329,461	315,539
毛利率 (%)	4.55	4.48
營益率 (%)	2.26	2.07
EPS (NT\$)	4.64	4.34
BVPS(NT\$)	31.90	31.60



2021 年獲利和現金股利配發額皆穩健向上

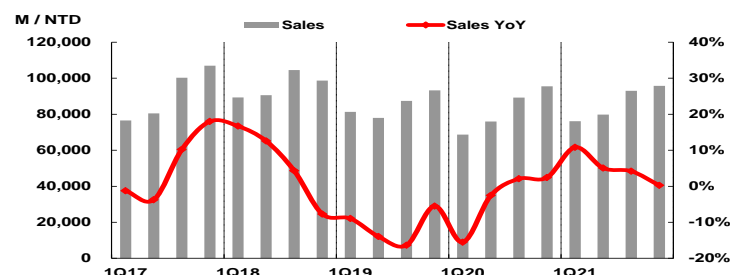
- 2Q 財報佳·3Q 營收 YoY 轉正:2Q20 營收 759.4 億元(QoQ+10.5%; YoY-2.6%)優於預期之 730.8 億元·受惠產品組合佳·毛利率 4.74% 優於預期之 4.31%·加計營業費用控制得宜·營業利益 17.85 億元 (QoQ+12.5%)優於預估值 43%·因疫情影響·業外僅認列合資子公司收益 2.7 億元(YoY-46%)·EPS 1.07 元優於預期之 0.88 元·展望 3Q20·由於進入傳統產業旺季·估計 3Q20 營收 892.7 億元 (QoQ+17.6%; YoY+2.1%)·合資子公司收益則因各國陸續重啟經濟可望較上季改善·EPS 1.17 元。
- 儘管 2H20 疫情變化不確定性仍高·但元富認為遠距工作/教學和宅經濟採購需求仍在·且 Intel 和 AMD 將有新一代 CPU 上市可望帶動換機潮·加計有 Xbox/PS5 等遊戲新機上市·商用 IT 和消費性電子仍將為 2H20 營運成長重心。
- 精實策略雖致使聯強 1H20 營收 YoY 仍表現不佳·但 1H20 單季營業費用已從過去之 20~21 億元下滑至公司先前設定之 18~19 億元目標·加計產品組合改善帶來了毛利率、營益率的改善以及營運現金流量好轉·1H20 獲利表現為過去幾年同期新高水準·此外·公司自今年開始採取籌資和股息分離政策·未來股利分配率波動性可望降低·在獲利穩健提升下·元富認為聯強長期股利配發額可望隨之增加。
- 預估 2020 年和 2021 年 EPS 分別為 4.64 元和 5.02 元·考量 2021 年獲利和現金股利配發額皆穩健向上·維持買進評等·TP 51 元。

Exhibit 1: P/E Band



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 營收與營收 YOY

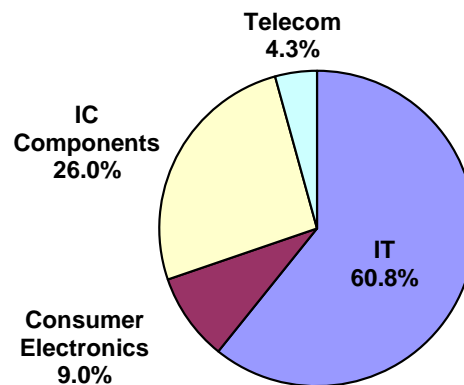


Sources : Masterlink

聯強為亞太地區最大 3C 通路商，中國為其最大營收來源

聯強為 3C 電子產品之銷售、配送、維修、量身訂做即時生產之專業通路商，為亞太地區最大的 3C 專業通路商，1H20 產品比重分別為資訊產品佔 61%、通訊產品佔 4%、IC 元件佔 26%、消費性電子及其他佔 9%。聯強海外市場包含中國、紐澳、泰國、印度及美國等地，以 2Q20 區域營收比重區分，中國 30%、紐澳 19%、台灣 13%、印尼 6%、香港 6% 以及其他 27%。聯強競爭優勢為透過其四合一經營模式，搭配其綿密的通路發揮規模經濟，並提供高附加價值的後勤運籌(庫存管理與快速維修服務等)，於中國主要競爭對手為神州數碼、天音通信控股。

聯強 1H20 產品組合



Source : Company

產品組合及營業費用控管皆佳，2Q20 EPS 1.07 元優於預期

聯強 2Q20 營收 759.4 億元(QoQ+10.5% ; YoY-2.6%)優於預期之 730.8 億元，受惠於雲端服務、電競及智慧裝置等高毛利產品營收占比提升，毛利率 4.74% 優於預期之 4.31%，加計營業費用控制得宜，營業利益 17.85 億元(QoQ+12.5%) 優於預估值 43%，因疫情影響，業外僅認列合資子公司收益 2.7 億元 (YoY-46%)，稅後純益 17.84 億元(QoQ-1%)，EPS 1.07 元優於預期之 0.88 元。

聯強 2Q20 營收獲利

NT\$m	1Q20	2Q20 (A)	2Q20 (E)	較預期相比	QOQ	YoY	累計 YOY
Net sales	68,705	75,944	73,080	4%	10.5%	-2.6%	-9.2%
Margin %	4.9%	4.7%	4.3%				
Operating profit	1,587	1,785	1,252	43%	12.5%	52.7%	26.8%
Total non-ope inc.	605	520	610				
Pre-tax profit	2,192	2,306	1,862				
Net profit	1,801	1,784	1,465	22%	-1.0%	13.8%	10.2%
EPS	1.08	1.07	0.88				

Source : Company、Masterlink

進入產業旺季，3Q20 營收 YoY 轉為正成長，估計 EPS 1.17 元

由於進入傳統產業旺季，估計 3Q20 營收 892.7 億元(QoQ+17.6% ; YoY+2.1%)，因產品組合不如前季理想，毛利率 4.31%較前季之 4.74%下滑，營業利益 19.27 億元(QoQ+7.9%)，合資子公司收益則因各國陸續重啟經濟可望較上季改善，稅後純益 19.53 億元(QoQ+9.5%)，EPS 1.17 元。

遠距工作/教學、宅經濟需求仍在，商用 IT 和消費性電子仍將為 2H20 營運成長重心

聯強 2Q20 商用 IT 中包含資料中心相關產品線如 Server 和 Storage、商用 NB 營收 YoY 皆達雙位數水準；至於在消費性電子方面，平板出貨同樣受惠遠距工作/教學需求，而電競產品線和遊戲機則受惠於宅經濟，2Q20 消費性電子為營收 YoY+54% 為成長性最佳產品線，商用 IT 和消費性電子產品線成長性佳為帶動聯強 2Q20 毛利率維持高檔主因。儘管 2H20 疫情變化不確定性仍高，但元富認為遠距工作/教學和宅經濟採購需求仍在，且 Intel 和 AMD 將有新一代 CPU 上市可望帶動換機潮，加計有 Xbox/PS5 等遊戲新機上市，故商用 IT 和消費性電子仍將為 2H20 營運成長重心。

精實策略推升毛利率及營益率表現，穩健獲利提升亦將帶來長期股利配發增加

聯強自 2Q19 開始實施精實策略，棄獲利不佳之中國手機和部分商用產品線業務，雖致使 1H20 營收 YoY 仍表現不佳，但精實策略致使人力需求減少，1H20 單季營業費用已從過去之 20~21 億元下滑至公司先前設定之 18~19 億元目標，加計產品組合改善帶來了毛利率、營益率的改善以及營運現金流量好轉，1H20 獲利表現為過去幾年同期新高水準。此外，公司自今年開始採取籌資和股息分離政策，未來股利分配率波動性可望降低，在獲利穩健提升下，元富認為聯強長期股利配發額可望隨之增加。

維持買進，目標價 51 元

預估 2020 年和 2021 年 EPS 分別為 4.64 元和 5.02 元，考量 2021 年獲利和現金股利配發額皆可望穩健向上，維持買進評等，TP 51 元 (2021 PER x 10)。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	383,195	339,995	329,461	344,698		Cash	5,675	6,342	6,788	7,183	
COGS	368,697	325,274	314,480	329,236		Marketable securities	1,822	11,236	11,236	11,236	
Gross profit	14,498	14,721	14,981	15,463		A/R & N/R	57,706	51,811	52,462	54,888	
Operating expense	9,086	8,742	7,538	7,624		Inventory	40,800	31,692	34,942	36,582	
Operating profit	5,412	5,979	7,442	7,839		Others	11,680	11,375	11,375	11,375	
Total non-operate. Inc.	2,566	2,911	2,381	2,762		Total current asset	117,683	112,457	116,804	121,264	
Pre-tax profit	7,978	8,890	9,824	10,601		Long-term invest.	18,500	21,282	21,282	21,282	
Total Net profit	6,913	7,219	8,138	8,799		Total fixed assets	6,919	6,349	7,049	7,749	
Minority	305	404	402	430		Total other assets	4,417	7,601	7,601	7,601	
Net Profit	6,607	6,815	7,736	8,369		Total assets	147,518	147,689	152,736	157,897	
EPS (NT\$)	3.96	4.09	4.64	5.02		Short-term Borrow	40,776	41,840	42,340	42,840	
Y/Y %	FY18	FY19	FY20F	FY21F		A/P & N/P	40,693	35,746	36,951	38,685	
Sales	5.2	(11.3)	(3.1)	4.6		Other current liab.	15,891	16,880	16,822	16,301	
Gross profit	12.7	1.5	1.8	3.2		Total current liab.	97,360	94,466	96,113	97,826	
Operating profit	9.7	10.5	24.5	5.3		L-T borrow s	0	0	0	0	
Pre-tax profit	1.3	11.4	10.5	7.9		Other L-T liab.	798	1,278	1,278	1,278	
Net profit	8.1	3.1	13.5	8.2		Total liability.	98,158	95,744	97,391	99,104	
EPS	8.1	3.1	13.5	8.2		Common stocks	16,679	16,679	16,679	16,679	
Margins %	FY18	FY19	FY20F	FY21F		Reserves	14,847	14,743	14,743	14,743	
Gross	3.8	4.3	4.5	4.5		Retain earnings	17,834	20,523	23,923	27,371	
Operating	1.4	1.8	2.3	2.3		Total Equity	49,360	51,946	55,345	58,793	
EBITDA	2.3	2.9	3.3	3.3		Total Liab. & Equity	147,518	147,689	152,736	157,897	
Pre-tax	2.1	2.6	3.0	3.1							
Net	1.7	2.0	2.3	2.4							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	68,705	75,944	89,275	95,537		Net income	6,607	6,815	7,736	8,369	
Gross profit	3,382	3,603	3,846	4,149		Dep & Amort	480	729	684	681	
Operating profit	1,587	1,785	1,927	2,143		Investment income	-1,645	-2,050	-1,741	-2,202	
Total non-ope inc.	605	520	583	673		Changes in W/C	-4,549	11,451	-2,696	-2,332	
Pre-tax profit	2,192	2,306	2,510	2,816		Other adjustment	-1,377	1,867	1,000	1,000	
Net profit	1,801	1,784	1,953	2,197		Cash flow – ope.	-484	18,812	4,983	5,515	
EPS	1.08	1.07	1.17	1.32		Capex	-560	-2,765	-700	-700	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Change in L-T inv.	1,384	20	0	0	
Net sales	(15.5)	(2.6)	2.1	2.4		Other adjustment	231	-9,640	0	0	
Gross profit	(7.9)	11.7	5.4	(0.5)		Cash flow –inve.	1,055	-12,385	-700	-700	
Operating profit	6.4	52.7	47.1	6.7		Free cash flow	-1,044	16,046	4,283	4,815	
Net profit	6.8	13.8	20.4	13.3		Inc. (Dec.) debt	3,805	-346	500	500	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Cash dividend	-3,669	-3,336	-4,337	-4,920	
Net sales	(26.3)	10.5	17.6	7.0		Other adjustment	-198	-162	0	0	
Gross profit	(18.9)	6.6	6.7	7.9		Cash flow –Fin.	-63	-3,844	-3,837	-4,420	
Operating profit	(21.0)	12.5	7.9	11.2		Exchange influence	-549	-1,915	0	0	
Net profit	(7.1)	(1.0)	9.5	12.5		Change in Cash	-40	667	446	395	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F		Ratio Analysis					
Gross	4.9	4.7	4.3	4.3		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20F	FY21F	
Operating	2.3	2.4	2.2	2.2		ROA	4.62	4.62	5.15	5.39	
Net	2.6	2.3	2.2	2.3		ROE	13.75	13.45	14.42	14.66	

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.